

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



Προς το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας
“NISSOS HOLDINGS (CY) LTD”

Αναφορικά με την αποτίμηση των μετοχών της εταιρείας με την επωνυμία
«ΚΟΡΡΕΣ Α.Ε. ΦΥΣΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ» (εφεξής η «Εταιρεία»), βάσει των
διατάξεων των παρ. 6 και 7 του άρθρου 9 του Ν. 3461/2006, που προστέθηκαν
με την παράγραφο 2 του άρθρου 108 του Ν. 4514/2018 (εφεξής η «Έκθεση
Αποτίμησης» ή η «Αποτίμηση» ή η «Έκθεση»), στο πλαίσιο της επικείμενης
υποβολής υποχρεωτικής Δημόσιας Πρότασης Αγοράς Κινητών Αξιών (εφεξής η
«Δημόσια Πρόταση») από την εταιρεία με την επωνυμία
NISSOS HOLDINGS (CY) LTD (εφεξής ο «Προτείνων»).

KORRES

02 Φεβρουαρίου 2018

Η σελίδα αυτή έχει αφεθεί σκοπίμως κενή

Περιεχόμενα

1. Εισαγωγή	4
2. Σύντομη Περιγραφή της Επικείμενης Συναλλαγής	6
2.1 Ιστορικό	6
2.2 Γενικές Πληροφορίες για την Εταιρεία	7
3. Μεθοδολογία	7
3.1 Μέθοδος Α' – Προεξόφληση Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flow) 8	
3.2 Μέθοδος Β' – Πολλαπλασιαστές/Δείκτες Κεφαλαιαγοράς Ομοειδών Εταιρειών (Relative Valuation Target Multiples)	11
3.3 Μέθοδος Γ' - Συγκρίσιμες Συναλλαγές Ομοειδών Εταιρειών (Global Comparable Transactions)	13
3.4 Μέθοδος Δ' - Αποτίμηση με βάση τον Μέσο Οικονομικό Κύκλο (Mid-Cycle Fair Value)	14
Γενικές Πληροφορίες	14
4. Σύνοψη Απόψεων Έκθεσης	15
5. Ρήτρα Μη Ευθύνης	17

1. Εισαγωγή

Κατόπιν σχετικής εντολής που μας δόθηκε από το Διοικητικό Συμβούλιο του Προτείνοντος, προβήκαμε στην αποτίμηση των μετοχών της Εταιρείας στο πλαίσιο επικείμενης Υποχρεωτικής Δημόσιας Πρότασης, που προβλέπεται να υποβληθεί από τον Προτείνοντα.

Στο πλαίσιο της εργασίας αποτίμησης, ο Σύμβουλος επισημαίνει τα ακόλουθα:

- I. Προκειμένου να καταλήξουμε στις απόψεις μας, οι οποίες περιλαμβάνονται στην παρούσα Έκθεση Αποτίμησης, μελετήσαμε τις δημόσια διαθέσιμες επιχειρηματικές και οικονομικές πληροφορίες που σχετίζονται με την Εταιρεία. Επιπλέον, μελετήσαμε πρόσθετες πληροφορίες σχετικά με το πλαίσιο λειτουργίας της Εταιρείας και το επενδυτικό της σχέδιο και πραγματοποιήσαμε συναντήσεις με τα ανώτατα στελέχη αυτής για να συζητήσουμε την παρούσα κατάσταση και τις προοπτικές της Εταιρείας.
- II. Συγκρίναμε την Εταιρεία με ελληνικές και διεθνείς εισηγμένες εταιρείες με παρόμοιες δραστηριότητες και λάβαμε υπόψη μας τους οικονομικούς όρους ορισμένων παρόμοιων συναλλαγών. Λάβαμε, επίσης, υπόψη μας χρηματοοικονομικές μελέτες, οικονομικά κριτήρια και κριτήρια αγοράς, καθώς και άλλες πληροφορίες που κρίναμε σχετικές. Για την αποτίμηση των μετοχών που αποτελούν αντικείμενο της Δημόσιας Πρότασης, χρησιμοποιήσαμε διάφορες επιστημονικές μεθόδους, 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 Αποτίμησης, 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, θεωρήσαμε ότι οι πληροφορίες

αυτές έχουν συγκεντρωθεί κατά εύλογο τρόπο σύμφωνα με αδιαλείπτως εφαρμοζόμενα πρότυπα και απεικονίζουν με ακρίβεια την πραγματική επιχειρηματική και οικονομική θέση της Εταιρείας κατά την ημερομηνία στην οποία αναφέρονται. Σχετικά με πληροφορίες που αναφέρονται στο μέλλον, θεωρήσαμε ότι αυτές έχουν συγκεντρωθεί κατά εύλογο τρόπο επί τη βάσει των καλύτερων διαθεσίμων 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 της Εταιρείας. Η παρούσα Έκθεση δεν περιλαμβάνει αποτίμηση ή εκτίμηση οποιαδήποτε περιουσιακού στοιχείου της Εταιρείας και δεν πρέπει να χρησιμοποιηθεί κατά τέτοιο τρόπο. Δεν προχωρήσαμε σε επιτόπια επιθεώρηση περιουσιακών στοιχείων ή εγκαταστάσεων της Εταιρείας στο πλαίσιο της προετοιμασίας της παρούσας. Δεν είχαμε οποιαδήποτε επαφή με συνεργάτες ή συνεργαζόμενες με την Εταιρεία εταιρείες. Δεν έχουμε διενεργήσει 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 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 Έκθεσή μας βασίζεται στις χρηματοοικονομικές, οικονομικές και πολιτικές συνθήκες και στις συνθήκες αγοράς, όπως υφίστανται και μπορούν να εκτιμηθούν κατά την ημερομηνία της παρούσας και δεν εκφράζουμε γνώμη για το αν οι συνθήκες αυτές θα συνεχίσουν να υφίστανται ή για το ποια τυχόν επίδραση θα είχε η αλλαγή των συνθηκών αυτών στις απόψεις που εκφράζονται στην παρούσα. Οι απόψεις που εκφράζονται στην παρούσα τελούν, επίσης, υπό την επιφύλαξη αβεβαιοτήτων που σχετίζονται με σημαντικούς παράγοντες, όπως μελλοντικές εξελίξεις των δημοσιονομικών της χώρας δραστηριότητας της Εταιρείας και εξελίξεις στο εποπτικό και νομοθετικό πλαίσιο.
- 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.

- VIII. Η παρούσα Έκθεση Αποτίμησης παρέχεται αποκλειστικά προς το Διοικητικό Συμβούλιο του Προτείνοντος, προκειμένου να υποβληθεί στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και να δημοσιοποιηθεί σύμφωνα με το άρθρο 16 του Ν. 3461/2006. Ο Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος δεν αναλαμβάνει οποιαδήποτε ευθύνη έναντι οποιουδήποτε, πέρα από αυτές που προκύπτουν από την ιδιότητά του ως Χρηματοοικονομικού Συμβούλου.
- IX. Σημειώνουμε ότι για τη διενέργεια της παρούσας Αποτίμησης μας παρασχέθηκαν από την Εταιρεία όλα τα αναγκαία οικονομικά στοιχεία που ζητήσαμε. Σημειώνουμε, επίσης, ότι δεν έχουμε ούτε είχαμε ποτέ κατά τα τελευταία πέντε (5) έτη καμία επαγγελματική σχέση ή συνεργασία με τον Προτείνοντα ή με τα πρόσωπα που ενεργούν συντονισμένα με αυτόν ή/και με την Εταιρεία και τα συνδεδεμένα με αυτήν πρόσωπα.

2. Σύντομη Περιγραφή της Συναλλαγής

2.1 Ιστορικό

Σύμφωνα με την από 27.12.2017 ανακοίνωση (εφεξής ή «Ανακοίνωση») της Εταιρείας στο Χρηματιστήριο Αθηνών (εφεξής το «Χ.Α.»), η North Haven Private Equity Asia IV, L.P., υπό διαχείριση επενδυτικό κεφάλαιο της Morgan Stanley, μέσω της NHPEA Maiden Holding B.V. (εφεξής η «NHPEA»), η Profex Inc. (εφεξής η «Profex») εταιρεία διανομής δερμοκαλλυντικών προϊόντων στην Κίνα και ο Γιώργος Κορρές, μέτοχος της Εταιρείας (εφεξής ο «Μέτοχος») ενημέρωσαν την Εταιρεία και από κοινού ανακοίνωσαν την ακόλουθη επενδυτική συμφωνία που περιλάμβανε τις εξής ενέργειες:

Ο Μέτοχος και μέλη του οικογενειακού του περιβάλλοντος συμφώνησαν να εισφέρουν (εισφορά σε είδος) στον Προτείνοντα, ο οποίος κατά τη χρονική στιγμή της Ανακοίνωσης ανήκει εξ ολοκλήρου στο Μέτοχο, μετοχές που αντιστοιχούν στο 30% του μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρείας (ο Μέτοχος 24% και τα ως άνω μέλη περίπου 6%) για ίδιο αριθμό μετοχών και ποσοστού στον Προτείνοντα.

Η NHPEA και η Profex συμφώνησαν να αποκτήσουν, μέσω συμμετοχής σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, μετοχές στον Προτείνοντα, 56% και 14% αντίστοιχα. Η NHPEA και η Profex απόκτησαν τις παραπάνω μετοχές του Προτείνοντα, καταβάλλοντας συνολικά 48,3 εκατ. ευρώ σε μετρητά.

Ο Προτείνων, μέσω της παραπάνω αύξησης κεφαλαίου, συμφώνησε να αποκτήσει μετοχές που αντιστοιχούν σωρευτικά στο 52,3% του μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρείας, (από το Μέτοχο μετοχές που αντιστοιχούν περίπου σε 6,6% του μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρείας και από άλλους μετόχους περίπου το 45,7%), σε τιμή κτήσης 5,08 ευρώ ανά μετοχή.

Η ολοκλήρωση όλων των παραπάνω ενεργειών τελούσε υπό την αίρεση της έγκρισης των συνεργαζόμενων με την Εταιρεία τραπεζών.

Μετά την ολοκλήρωση των πιο πάνω ενεργειών, ο Προτείνων θα αποκτούσε άνω του 82% των μετοχών της Εταιρείας και συνεπώς θα προέβαινε σε άμεση υποχρεωτική Δημόσια Πρόταση σύμφωνα με τις διατάξεις του ισχύοντος νόμου για την απόκτηση των υπόλοιπων μετοχών της Εταιρείας.

Στο πλαίσιο των παραπάνω, συμφωνήθηκε επίσης ότι η Profex και η Εταιρεία θα συνάψουν μία σύμβαση αποκλειστικής διανομής και χρήσης σημάτων σύμφωνα με την οποία η Profex θα αναλάβει τη διανομή των προϊόντων της Εταιρείας στην Κίνα, στο Χονγκ Κονγκ και στο Μακάου.

Ήδη όπως μας γνωστοποίησε ο Προτείνων, όλες οι πιο πάνω ενέργειες ολοκληρώθηκαν την 31.01.2018, με αποτέλεσμα ο Προτείνων να έχει πλέον αποκτήσει άνω του 82% των μετοχών της Εταιρείας και συνεπεία τούτου πρόκειται να υποβάλει την Δημόσια Πρόταση για την οποία και διενεργήθηκε η παρούσα Αποτίμηση, όπως προβλέπεται από τις διατάξεις των παρ. 6 και 7 του Ν. 3461/2006 που προστέθηκαν με την παράγραφο 2 του άρθρου 108 του Ν. 4514/2018.

2.2 Γενικές Πληροφορίες για την Εταιρεία

Η Εταιρεία ιδρύθηκε το 1996. Έδρα της Εταιρείας έχει ορισθεί ο Δήμος Μεταμόρφωσης, Δροσίνη 3 & Τατοΐου Τ.Κ. 14452, τηλ: 213 0188800.

Η διάρκειά της έχει οριστεί σε 100 έτη.

Κύριο αντικείμενο της Εταιρείας και του Ομίλου είναι η παραγωγή, σε εργοστάσια δικά της ή τρίτων, διανομή και εμπορία καλλυντικών, φαρμακευτικών ειδών και ομοιοπαθητικών προϊόντων.

Οι μετοχές της Εταιρείας είναι εισηγμένες στο Χ.Α. από την 12.04.2007 και διαπραγματεύονται στην Κύρια Αγορά του Χ.Α.

3. Μεθοδολογία

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

Η Έκθεσή μας βασίστηκε στα προαναφερθέντα στοιχεία, καθώς και σε λοιπές πληροφορίες και στοιχεία που οι διοικήσεις του Προτείνοντα και της Εταιρείας έθεσαν υπόψη μας και, παραλλήλως, μας βεβαίωσαν, στο μέγιστο της αντίληψης και γνώσης τους, περί της ακριβείας και πληρότητάς τους.

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

- i. Μέθοδος Α' - Προεξόφληση Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flow)
- ii. Μέθοδος Β' - Αποτίμηση της Εταιρείας με Πολλαπλασιαστές/Αριθμοδείκτες (Multiples) Ομοειδών Εταιρειών
- iii. Μέθοδος Γ' - Συγκρίσιμες Συναλλαγές Ομοειδών Εταιρειών
- iv. Μέθοδος Δ' - Αποτίμηση της Αξίας με βάση τον Μέσο Οικονομικό Κύκλο (Mid-Cycle Fair Value)

Πιο αναλυτικά:

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

Γενικές Πληροφορίες

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

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

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

Για την εφαρμογή της μεθόδου απαιτείται:

- Εκτίμηση των ελεύθερων ταμειακών ροών της εταιρείας για συγκεκριμένη περίοδο προβλέψεων (συνήθως 3 έως 10 χρόνια),
- Εκτίμηση της υπολειμματικής αξίας (terminal value) της εταιρείας, η οποία αφορά στην αξία της εταιρείας στο διηνεκές μετά το πέρας της

περιόδου προβλέψεων ταμειακών ροών με παραδοχή ομαλών ταμειακών ροών και επενδύσεων, και

- Εκτίμηση του επιτοκίου προεξόφλησης των ταμειακών ροών της εταιρείας, που αντικατοπτρίζει το κόστος ευκαιρίας που αντιπροσωπεύει τη μέση αναμενόμενη απόδοση των χρηματοδοτών της εταιρείας.

Οι περιορισμοί στη συγκεκριμένη μεθοδολογία αποτίμησης, αφορούν κατά κύριο λόγο:

- Στην αβεβαιότητα για την επίτευξη των χρηματοοικονομικών προβλέψεων,
- Στην εξέλιξη του κύκλου εργασιών της επιχείρησης,
- Στην αβεβαιότητα αναφορικά με το βαθμό και την ταχύτητα υλοποίησης νέων επενδύσεων, και
- Στην αβεβαιότητα ως προς τις εξελίξεις της αγοράς στην οποία δραστηριοποιείται η επιχείρηση και τις ευρύτερες μακροοικονομικές συνθήκες της χώρας δραστηριότητας.

Εφαρμογή της μεθόδου στην Εταιρεία

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

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

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.

Πρέπει να σημειωθεί πως στην ανάλυση του μοντέλου, έχουν ληφθεί παραδοχές με βάση το τρέχον επιχειρησιακό μοντέλο που εφαρμόζει η Εταιρεία. Οποιαδήποτε πιθανά μελλοντικά σχέδια της διοίκησης της Εταιρείας

για αλλαγή του επιχειρησιακού μοντέλου λειτουργίας της δεν είναι δυνατόν να συμπεριληφθούν στην παρούσα ανάλυση.

Στη συγκεκριμένη μεθοδολογία, επιλέχθηκε ως ημερομηνία βάσης αποτίμησης η 30.06.2017.

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, για τη δημιουργία δύο επιπλέον σεναρίων, ενός αισιόδοξου και ενός απαισιόδοξου.

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

Προεξόφληση Ταμειακών Ροών		
	Προκύπτουσα Αποτίμηση (Αξία σε €/μετοχή)	Παραδοχές
Βασικό Σενάριο	4,45	Προεξόφληση Ελεύθερων Ταμειακών Ροών/ 2,00% αύξηση πωλήσεων στο διηνεκές, WACC: 8,00%
Αισιόδοξο Σενάριο	5,81	Προεξόφληση Ελεύθερων Ταμειακών Ροών/ 3,00% αύξηση πωλήσεων στο διηνεκές, WACC: 7,00%
Απαισιόδοξο Σενάριο	3,48	Προεξόφληση Ελεύθερων Ταμειακών Ροών/ 1,00% αύξηση πωλήσεων στο διηνεκές, WACC: 9,00%

Πηγή: Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος

Παραδοχές σχετικά με τη μέθοδο

- Οι δανειακές υποχρεώσεις της Εταιρείας είναι αυτές που αναφέρονται στις οικονομικές καταστάσεις του Ομίλου στις 30.06.2017.
- Στο αισιόδοξο σενάριο, αυξήσαμε το ρυθμό αύξησης πωλήσεων στο διηνεκές στο 3,00% έναντι 2,00% που χρησιμοποιήσαμε στο βασικό σενάριο και μειώσαμε το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου στο 7,00% από 8,00% αντίστοιχα.
- Στο απαισιόδοξο σενάριο, μειώσαμε το ρυθμό αύξησης πωλήσεων στο διηνεκές στο 1,00% έναντι 2,00% που χρησιμοποιήσαμε στο βασικό σενάριο και αυξήσαμε το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου στο 9,00% από 8,00% αντίστοιχα.

Συμπεράσματα

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

Σε ένα ιδιαίτερα ρευστό οικονομικό περιβάλλον όπως αυτό το οποίο διανύουμε, είναι τουλάχιστον δύσκολο να πραγματοποιηθούν ασφαλείς χρηματοοικονομικές προβλέψεις, ωστόσο ο Σύμβουλος κατέβαλε τη δέουσα επιμέλεια ώστε να καταλήξει σε μία αποτίμηση, στο βασικό σενάριο, για την Εταιρεία, που ανέρχεται σε €4,45 ανά μετοχή. Σε κάθε περίπτωση και με δεδομένη την αστάθεια που παρατηρείται, ο Σύμβουλος διατηρεί κάθε επιφύλαξη για οποιαδήποτε μελλοντική αρνητική συγκυρία.

3.2 Μέθοδος Β' – Πολλαπλασιαστές/Δείκτες Κεφαλαιαγοράς Ομοειδών Εταιρειών (Relative Valuation Target Multiples)

Γενικές Πληροφορίες

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

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

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

Εφαρμογή της μεθόδου στην Εταιρεία

Συγκεντρώσαμε στοιχεία αριθμοδεικτών ομοειδών εταιρειών από το εξωτερικό, αξιολογώντας τρεις βασικούς δείκτες και συγκεκριμένα το δείκτη αξίας επιχείρησης προς πωλήσεις (EV/Sales), τη σχέση κεφαλαιοποίησης προς ίδια κεφάλαια (P/BV), και τη σχέση αξίας επιχείρησης προς λειτουργικά κέρδη προ αποσβέσεων (EV/EBITDA). Επιπλέον σταθμίσαμε το δείγμα μας, και υπολογίσαμε το σταθμισμένο μέσο όρο των εν λόγω δεικτών και αφού εφαρμόσαμε συντελεστή απομείωσης 25% για να αποτυπώσουμε τη σημαντικά μικρότερη κεφαλαιοποίησης της Εταιρείας σε σχέση με τις εταιρείες

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

Όνομα Εταιρείας	Χρηματιστήριο Διαπραγμάτευσης	EV/Sales 2018e (x)	P/BV 2018e (x)	EV/EBITDA 2018e (x)
SARANTIS	Αθήνα	1,5	2,4	12,6
ORIFLAME HOLDING	Στοκχόλμη	1,5	8,9	10,6
BEIERSDORF	Φρανκφούρτη	2,9	3,8	15,6
HENKEL	Φρανκφούρτη	2,4	2,6	12,0
ALES GROUPE	Παρίσι	0,9	1,7	5,6
ESTEE LAUDER	Νέα Υόρκη	3,7	9,5	17,7
AVON PRODUCTS	Νέα Υόρκη	0,5	-	5,9
HERBALIFE	Νέα Υόρκη	1,6	-	9,9
NU SKIN ENTERPRISES	Νέα Υόρκη	1,6	4,8	11,3
INTER PARFUMS	Νέα Υόρκη	2,3	-	16,1
SHISEIDO	Τόκυο	2,3	5,5	18,5
KAO CORP	Τόκυο	2,4	4,6	13,2
NATURA COSMETICOS	Σάο Πάολο	2,0	8,4	12,3
Σταθμισμένος μ.ο. δείγματος		2,7	5,3	14,6
Συντελεστής απομείωσης			25%	
Προκύπτουσα Απομειωμένη Αποτίμηση (σε €/μετοχή)		7,00	2,73	3,55
Συντελεστής Στάθμισης Αριθμοδείκτη		33,3%	33,3%	33,3%
Σταθμισμένη Αποτίμηση με Πολλαπλασιαστές (σε €/μετοχή)			4,43	

Πηγή: Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος

Συμπεράσματα

Όπως προκύπτει με βάση τα στοιχεία του παραπάνω πίνακα, οι σταθμισμένοι μέσοι όροι του δείγματος μας δίνουν τιμές α) EV/Sales 2,7x, β) P/BV 5,3x, και γ) EV/EBITDA 14,6x. Μετατρέποντας τη σχέση των αριθμοδεικτών σε αποτίμηση ανά μετοχή, καταλήγουμε σε σταθμισμένο τίμημα που ανέρχεται σε €4,43 ανά μετοχή.

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

- Το εύρος προσφερόμενων προϊόντων και υπηρεσιών και τη διαφοροποίηση των δραστηριοτήτων κάθε εταιρείας,

- Το μέγεθος κάθε εταιρείας,
- Το περιθώριο κέρδους και την κεφαλαιακή της διάρθρωση,
- Τις επικρατούσες συνθήκες στη χώρα ή τις χώρες που δραστηριοποιείται η κάθε εταιρεία, και
- Το χρηματιστήριο στο οποίο είναι εισηγμένη η κάθε εταιρεία.

3.3 Μέθοδος Γ' - Συγκρίσιμες Συναλλαγές Ομοειδών Εταιρειών (Global Comparable Transactions)

Γενικές Πληροφορίες

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.

Εφαρμογή της μεθόδου στην Εταιρεία

Στη συγκεκριμένη μέθοδο χρησιμοποιήθηκαν οι δείκτες, σχέση αξίας επιχείρησης προς λειτουργικά κέρδη προ αποσβέσεων (EV/EBITDA) και σχέση αξίας επιχείρησης προς πωλήσεις (EV/SALES), για τις πραγματοποιηθείσες παγκοσμίως, εντός του 2017, συναλλαγές σε 13 εταιρείες του κλάδου Προϊόντων Προσωπικής Φροντίδας (Beauty Care) συνολικής αξίας \$8.939 εκατ. Επιπλέον υπολογίσαμε το διάμεσο των εν λόγω δεικτών και εφαρμόσαμε συντελεστή απομείωσης 25% για να αποτυπώσουμε τη σημαντικά μικρότερη κεφαλαιοποίησης της Εταιρείας σε σχέση με τις εταιρείες του δείγματος.

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

Συγκρίσιμες Συναλλαγές Ομοειδών Εταιρειών (2017)				
Απορροφώσα Εταιρεία (Acquiror Name)	Απορροφούμενη Εταιρεία (Target Co Name)	Αξία Συναλλαγής (Deal Value (\$m))	Πολλαπλασιαστής Εσόδων (Revenue multiple)	Πολλαπλασιαστής EBITDA
L'Oreal	CeraVe	1.300	7,7	-
Coty	Younique	600	2,5	-
Unilever	Hourglass	250	3,5	-
CVC Capital Partners	PDC Brands	1.500	3,2	12,5
Ares	DevaCurl	275	4,2	-
Natura Cosméticos	Body Shop	1.100	1,1	-
Unilever	Carver Korea	2.710	5,1	12,1
BWX Ltd	Mineral Fusion+Nourished Life	43	1,7	12,1
Marico	Isoplus	5,6	1,2	-
Haitong Int'l Zhongjua	Obagi Medical Products	190	2,2	6,3

Finance				
Kao Corp	Oribe Hair Care	400	4,0	13,1
Henkel	Zotos	485	2,1	-
BWX Ltd	Andalou	80	2,0	9,4
Διάμεσος Δείγματος (median)			2,5	12,1
Συντελεστής απομείωσης			25%	
Προκύπτουσα Απομειωμένη Αποτίμηση (σε €/μετοχή)			5,94	3,09
Συντελεστής Στάθμισης Αριθμοδείκτη			50%	50%
Σταθμισμένη Αποτίμηση (σε €/μετοχή)			4,52	

Πηγή: http://intrepidib.com/wp-content/uploads/2017/04/BeautyCare_MAReport_Q1_17FINAL.pdf
http://intrepidib.com/wp-content/uploads/2017/07/Newsletter_BeautyCare_MAReport_Q2_17.pdf
http://intrepidib.com/wp-content/uploads/2017/10/Newsletter_BeautyCare_MAReport_Q3_17.pdf
http://intrepidib.com/wp-content/uploads/2018/01/Newsletter_BeautyCare_MAReport_Q4_17.pdf

Συμπεράσματα

Όπως προκύπτει από τον παραπάνω πίνακα, η αποτίμηση των μετοχών της Εταιρείας βάσει των συναλλαγών που αφορούν σε εταιρείες του κλάδου Προϊόντων Προσωπικής Φροντίδας κατά το 2017, υπολογίζεται σταθμισμένη σε €4,52 ανά μετοχή.

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

- Τις συνθήκες αγοράς ή αγορών στις οποίες δραστηριοποιείται η κάθε εταιρεία
- Το εύρος προσφερόμενων προϊόντων και υπηρεσιών και τη διαφοροποίηση των δραστηριοτήτων κάθε εταιρείας, και
- Το μέγεθος της κάθε εταιρείας.

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

Γενικές Πληροφορίες

Η μέθοδος αποτίμησης με βάση το μέσο οικονομικό κύκλο, στηρίζεται στην παραδοχή, ότι μια εταιρεία σε ένα μέσο κύκλο οικονομικής δραστηριότητας ενδεικτικής διάρκειας π.χ. 10 ετών, στη διάρκεια του οποίου εκτίθεται σε ανοδικές και καθοδικές επιμέρους ταλαντώσεις της δραστηριότητας αυτής, και χρησιμοποιώντας χρηματοοικονομικούς δείκτες μέτρησης της παρελθούσης δραστηριότητας της εταιρείας, τείνει να θεωρείται δίκαια αποτιμημένη.

Εφαρμογή της μεθόδου στην Εταιρεία

Στη συγκεκριμένη μέθοδο του μέσου οικονομικού κύκλου, υπολογίσαμε τον μέσο όρο των δεικτών EV/Sales και EV/EBITDA για την περίοδο των τελευταίων 10 ετών (2007-2016), που θεωρείται ένας πλήρης οικονομικός κύκλος δραστηριότητας και το μέσο όρο των πωλήσεων και του EBITDA στην ίδια περίοδο. Στην πρώτη περίπτωση (EV/Sales), υπολογίσαμε την αποτίμηση της Εταιρείας (ανά μετοχή), πολλαπλασιάζοντας το μέσο EV/Sales

με το μέσο όρο των πωλήσεων περιόδου και αφού αφαιρέσαμε το μέσο όρο του καθαρού δανεισμού (Net Debt) της ίδιας χρονικής περιόδου και διαιρέσαμε με τον συνολικό αριθμό μετοχών, και στη δεύτερη περίπτωση (EV/EBITDA) ακολουθήσαμε την ίδια τακτική, πολλαπλασιάζοντας αυτή τη φορά το μέσο EV/EBITDA με το μέσο όρο του EBITDA της ίδιας χρονικής περιόδου.

Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στον πίνακα που ακολουθεί:

Αποτίμηση 10ετούς οικονομικού κύκλου			
Μέση Αξία Μεγεθών 10ετους Κύκλου			
EV/SALES	1,9x	EV/EBITDA	11,0x
SALES	46,6 (€ εκατ.)	EBITDA	8,2 (€ εκατ.)
Καθαρός Δανεισμός		29,1 (€ εκατ.)	
Αριθμός μετοχών Εταιρείας		13,6 (εκατ.)	
	Κατά EV/SALES	Κατά EV/EBITDA	
Προκύπτουσα Αξία Εταιρείας (Value of Equity)	61,8 (€ εκατ.)	60,6 (€ εκατ.)	
Αξία ανά μετοχή (€/μετοχή)	4,55	4,46	
Συντελεστής Στάθμισης Αριθμοδείκτη	50%	50%	
Σταθμισμένη Αποτίμηση (σε €/μετοχή)		4,51	

Πηγή: Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος

Όπως προκύπτει από τον παραπάνω πίνακα, με εξέταση του μέσου οικονομικού κύκλου, προκύπτει σταθμισμένη αποτίμηση που υπολογίζεται σε €4,51 ανά μετοχή.

Η εφαρμογή της συγκεκριμένης μεθόδου, ενδεχομένως, περιορίζεται από παράγοντες, όπως:

- η ορθολογική εξέλιξη των μεγεθών της εταιρείας κατά τη διάρκεια του μέσου οικονομικού κύκλου, και
- οι επικρατούσες συνθήκες στη χώρα ή τις χώρες που δραστηριοποιείται η κάθε εταιρεία.

4. Σύνοψη Απόψεων Έκθεσης

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

Μέθοδος	Άποψη Συμβούλου
Μέθοδος Α' - Προεξόφληση Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flow)	Η αποτίμηση της Εταιρείας με τη χρήση της μεθόδου Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών στο βασικό σενάριο, ανήλθε σε €4,45 ανά μετοχή.
Μέθοδος Β' – Πολλαπλασιαστές/Δείκτες Κεφαλαιαγοράς Ομοειδών Εταιρειών (Relative Valuation Target Multiples)	Η αποτίμηση της Εταιρείας με τη χρήση Πολλαπλασιαστών/Δεικτών Κεφαλαιαγοράς Ομοειδών Εταιρειών, ανήλθε σε €4,43 ανά μετοχή.
Μέθοδος Γ' - Συγκρίσιμες Συναλλαγές Ομοειδών Εταιρειών (Global Comparable Transactions)	Η αποτίμηση της Εταιρείας με τη χρήση Συγκρίσιμων Συναλλαγών Ομοειδών Εταιρειών, ανήλθε σε €4,52 ανά μετοχή.
Μέθοδος Δ' - Αποτίμηση της Αξίας με βάση τον Μέσο Οικονομικό Κύκλο (Mid-Cycle Fair Value)	Η αποτίμηση της Εταιρείας με τη χρήση του Μέσου Οικονομικού Κύκλου, ανήλθε σε €4,51 ανά μετοχή.

Πηγή: Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος

Διενεργώντας συνδυαστική αποτίμηση, χρησιμοποιώντας τα αποτελέσματα ανά μετοχή όπως προέκυψαν από την εφαρμογή κάθε μεθοδολογίας και εφαρμόζοντας συντελεστές βαρύτητας στα αποτελέσματα αυτών, προκύπτει η τελική αποτίμηση, η οποία ανέρχεται σε €4,46 ανά μετοχή, όπως φαίνεται στον πίνακα που ακολουθεί:

ΚΟΡΡΕΣ Α.Ε. ΦΥΣΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ

Μεθοδολογία Αποτίμησης	€/μετοχή	Συντελεστής Στάθμισης
Προεξόφληση Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flow)	4,45	50%
Πολλαπλασιαστές/Δείκτες Κεφαλαιαγοράς Ομοειδών Εταιρειών (Relative Valuation Target Multiples)	4,43	20%
Συγκρίσιμες Συναλλαγές Ομοειδών Εταιρειών (Global Comparable Transactions)	4,52	20%
Αποτίμηση με βάση τον Μέσο Οικονομικό Κύκλο (Mid-Cycle Fair Value)	4,51	10%
ΣΤΑΘΜΙΣΜΕΝΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ	4,46	100%

Πηγή: Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος

Με βάση τον ανωτέρω πίνακα, έχει δοθεί ιδιαίτερη βαρύτητα στα αποτελέσματα της μεθοδολογίας Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών, καθώς η μεθοδολογία αυτή είναι η μόνη που μπορεί να αποτυπώσει τη δυναμική και τις προοπτικές μίας εταιρείας με τη χρήση θεμελιωδών μεγεθών ενώ, παράλληλα, έχει περιορισμένη επιρροή στις παρεκκλίσεις της αγοράς. Αντίθετα, έχει δοθεί μικρότερη βαρύτητα στις μεθοδολογίες Δεικτών

Κεφαλαιαγοράς Ομοειδών Εταιρειών και Συγκρίσιμων Συναλλαγών Ομοειδών Εταιρειών, καθώς οι μεθοδολογίες αυτές λαμβάνουν υπόψη χρηματοοικονομικά στοιχεία εταιρειών που δραστηριοποιούνται σε αγορές με διαφορετικά χαρακτηριστικά, δυναμική, ανάληψη ρίσκου αλλά και νομικό / ρυθμιστικό πλαίσιο. Παρόμοια, έχει δοθεί ακόμη μικρότερη βαρύτητα στη μεθοδολογία Αποτίμησης με βάση τον Μέσο Οικονομικό Κύκλο, καθώς η συγκεκριμένη μεθοδολογία βασίζεται περισσότερο σε αναλογιστικά στοιχεία, παρά σε τρέχοντα στοιχεία ή στοιχεία που αναμένεται να επικρατήσουν.

5. Ρήτρα Μη Ευθύνης

Η παρούσα Έκθεση εκπονήθηκε από το Χρηματοοικονομικό Σύμβουλο προκειμένου να κατατεθεί στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και να δημοσιοποιηθεί σύμφωνα με τις διατάξεις των παρ. 6 και 7 του Ν. 3461/2006 που προστέθηκαν με την παράγραφο 2 του άρθρου 108 του Ν. 4514/2018. Ο Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος δεν εκφέρει γνώμη για το εύλογο και δίκαιο του προσφερόμενου τιμήματος της επικείμενης Δημόσιας Πρότασης, ούτε ως προς την αιτιολογημένη γνώμη που θα εκφέρει το Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρείας για την αποδοχή ή την απόρριψη της επικείμενης Δημόσιας Πρότασης και η Έκθεση δεν θίγει καθοιονδήποτε τρόπο το θέμα αυτό. Η Έκθεση δε συνιστά πρόταση ή σύσταση για τη διενέργεια οποιασδήποτε συναλλαγής επί χρηματοπιστωτικών μέσων στα οποία αναφέρεται και έχει συνταχθεί για τον πιο πάνω λόγο και μόνο.

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

Η Έκθεση βασίζεται στις χρηματοοικονομικές, οικονομικές και πολιτικές συνθήκες και στις συνθήκες αγοράς, όπως υφίστανται και μπορούν να εκτιμηθούν κατά την ημερομηνία της παρούσας και ο Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος δεν εκφράζει γνώμη για το αν οι συνθήκες αυτές θα συνεχίσουν να υφίστανται ή για το ποια τυχόν επίδραση θα είχε η αλλαγή των συνθηκών αυτών στις απόψεις που εκφράζονται στην παρούσα. Οι απόψεις, που εκφράζονται στην παρούσα τελούν, επίσης, υπό την επιφύλαξη αβεβαιοτήτων

που σχετίζονται με σημαντικούς παράγοντες, όπως μελλοντικές εξελίξεις των δημοσιονομικών της χώρας, εξελίξεις στο εποπτικό και νομοθετικό πλαίσιο και στην ένταση του ανταγωνισμού στους κλάδους που δραστηριοποιείται η Εταιρεία και εξέλιξη της 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.

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

Αριστοτέλης Νινιός, *CIIA*

Β' Αντιπρόεδρος Δ.Σ.