

Έκθεση αναφορικά με την αποτίμηση της αξίας των μετοχών της εταιρείας «PASAL Ανώνυμος Εταιρεία Αναπτύξεως Ακίνητων» (η Εταιρεία), σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 9 του Νόμου 3461/2006, στο πλαίσιο της επικείμενης υποβολής υποχρεωτικής δημόσιας πρότασης από την Sterner Stenhus Greece AB για την απόκτηση του συνόλου των μετοχών της Εταιρείας.

17 Ιουλίου 2020



Περιεχόμενα

1.	Εισαγωγή	2
2.	Παρουσίαση συναλλαγής	3
3.	Πηγές πληροφόρησης	5
4.	Σημαντικές παρατηρήσεις	6
5.	Μεθοδολογία αποτίμησης	7
6.	Συμπεράσματα	12

Προς το Διοικητικό Συμβούλιο της

Sterner Stenhus Greece AB

Ellipsvägen 12,
141 75, Kungens Kurva, Stockholm, Sweden

17 Ιουλίου 2020

Αξιότιμοι Κύριοι,

1. Εισαγωγή

Η εταιρεία Sterner Stenhus Greece AB («ο **Προτείνων**» ή «ο **Επενδυτής**») κατά την 15/07/2020 κατέστη υπόχρεη για την υποβολή δημοσίας πρότασης, σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 7 του Νόμου 3461/2006, καθώς, μέσω κάλυψης αδιάθετων μετοχών της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου της Pasal Development Ανώνυμος Εταιρεία Ανάπτυξης Ακινήτων («η **Pasal**» ή «η **Εταιρεία**»), η οποία πραγματοποιήθηκε δυνάμει της από 02/12/2019 απόφασης της Έκτακτης Γενικής Συνέλευσης των Μετόχων της Εταιρείας και της από 25/05/2020 απόφασης του Διοικητικού Συμβουλίου της Εταιρείας, απέκτησε στις 15/07/2020 14.758.360 μετοχές, οι οποίες αντιπροσωπεύουν ποσοστό 87,64% του συνολικού καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου και των δικαιωμάτων ψήφου της Εταιρείας. Λόγω της υπέρβασης του ορίου του 33,33% του μετοχικού κεφαλαίου και των δικαιωμάτων ψήφου στην Εταιρεία, στις 15/07/2020 δημιουργήθηκε για τον Προτείνοντα η υποχρέωση υποβολής Δημόσιας Πρότασης. Επομένως, ο Προτείνων υποχρεούται να υποβάλλει δημόσια πρόταση για την απόκτηση του συνόλου των μετοχών της Εταιρείας, τις οποίες δεν κατείχε κατά την 15/07/2020, σύμφωνα με τις διατάξεις του Νόμου 3461/2006.

Στο πλαίσιο αυτό, ο Προτείνων ανέθεσε στην ελεγκτική εταιρεία Grant Thornton A.E. Ορκωτών Ελεγκτών και Συμβούλων Επιχειρήσεων (ο «**Σύμβουλος**» ή ο «**Εμπειρογνώμονας**»), την εκτίμηση της αξίας των μετοχών της Εταιρείας και την σύνταξη έκθεσης (η «**Έκθεση Αποτίμησης**»), στο πλαίσιο της ως άνω υποχρεωτικής δημόσιας πρότασης με σκοπό τον καθορισμό του προσφερόμενου, δίκαιου και εύλογου, ανταλλάγματος σε μετρητά για την απόκτηση των μετοχών της Εταιρείας, καθώς συντρέχουν οι προϋποθέσεις του άρθρου 9 του Νόμου 3461/2006. Συγκεκριμένα, κατά τους έξι (6) μήνες που προηγούνται της ημερομηνίας κατά την οποία ο Προτείνων κατέστη υπόχρεος να υποβάλει δημόσια πρόταση, οι πραγματοποιηθείσες συναλλαγές επί των μετοχών της Εταιρείας δεν υπερέβησαν το 10% του συνόλου των μετοχών της Εταιρείας και ειδικότερα ανήλθαν σε ποσοστό 0,80% του συνόλου αυτών.

Για την υλοποίηση της εργασίας μας προβήκαμε στη διενέργεια αποτίμησης της αξίας των μετοχών της Εταιρείας κάνοντας χρήση κατάλληλων μεθόδων αποτίμησης, με ημερομηνία αναφοράς της αποτίμησης την 15/07/2020.

Η Έκθεση Αποτίμησης έχει συνταχθεί αποκλειστικά για το λογαριασμό του Προτείνοντα προκειμένου να υποβληθεί στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και να δημοσιοποιηθεί σύμφωνα με το άρθρο 16 του Νόμου 3461/2006.

2. Παρουσίαση συναλλαγής

Σύντομο ιστορικό συναλλαγής

Στις 02/12/2019, η Έκτακτη Γενική Συνέλευση των Μετόχων της Pasal Development A.E. αποφάσισε την αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου της Εταιρείας (η «**Αύξηση**») μέχρι του ποσού των € 7.483.968, με καταβολή μετρητών, με την έκδοση έως 14.967.936 νέων κοινών ονομαστικών μετά ψήφου μετοχών, ονομαστικής αξίας € 0,50 εκάστης και με δυνατότητα μερικής κάλυψης της ανωτέρω αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρείας, σύμφωνα με το άρθρο 28 του Νόμου 4548/2018. Η τιμή διάθεσης των μετοχών της Αύξησης καθορίστηκε από το Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρείας, κατά τη συνεδρίαση της 25/05/2020, σε € 0,67 ανά μετοχή, ενώ η υπέρ το άρτιο διαφορά ύψους έως € 2.544.549 θα πιστωνόταν στον ειδικό λογαριασμό «Διαφορά υπέρ το άρτιο».

Προγενέστερα, την 16/10/2019 η Εταιρεία υπέγραψε ιδιωτικό συμφωνητικό με την Alpha Bank και την εταιρεία Sterner Stenhus Greece AB (η «**Σύμβαση Επενδυτή**») μέσω του οποίου ο Επενδυτής είτε μόνος του είτε από κοινού με μία ή περισσότερες εταιρείες συμφερόντων του κ. Ηλία Γεωργιάδη ανέλαβε την υποχρέωση να ενισχύσει κεφαλαιακά την Εταιρεία, μέσω της συμμετοχής του στην Αύξηση, και εξειδικεύτηκε ο τρόπος διευθέτησης των απαιτήσεων της Alpha Bank, όπως αυτές είχαν καθοριστεί στη Συμφωνία Εξυγίανσης της Εταιρείας, η οποία επικυρώθηκε με την από 29/08/2019 απόφαση 712/29-8-2019 του Πρωτοδικείου Αθηνών.

Η Σύμβαση Επενδυτή, όπως τροποποιήθηκε με τα από 16/03/2020 και 26/06/2020 ιδιωτικά συμφωνητικά και την από 26/05/2020 επιστολή της εταιρείας Sterner Stenhus Greece AB, προέβλεπε, μεταξύ άλλων, ότι η εταιρεία Sterner Stenhus Greece AB, θα προέβαινε σε κεφαλαιακή ενίσχυση της Εταιρείας ύψους € 10.000.000 μέσω συμμετοχής της στην Αύξηση, λαμβάνοντας μετοχές της Εταιρείας που θα αντιστοιχούσαν σε ποσοστό τουλάχιστον 55,86% του μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρείας, όπως αυτό θα διαμορφωνόταν κατόπιν της Αύξησης. Ο Προτείνων απέκτησε, μέσω κάλυψης αδιάθετων μετοχών της Αύξησης, 14.758.360 από τις συνολικά 14.967.936 νέες μετοχές και ως εκ τούτου, κατά την ημερομηνία έναρξης διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών που προέκυψαν από την Αύξηση, ήτοι την 15/07/2020, οι μετοχές που κατέχει αντιπροσωπεύουν ποσοστό περίπου 87,64% του συνολικού καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου και των δικαιωμάτων ψήφου της Εταιρείας. Συνεπεία του ανωτέρω, την 15/07/2020, ο Προτείνων κατέστη υπόχρεος για την υποβολή της Δημόσιας Πρότασης, σύμφωνα με το άρθρο 7 παράγραφος 1 του Νόμου, καθώς κατείχε άμεσα ποσοστό 87,64% επί του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου της Εταιρείας, ήτοι περισσότερο από ένα τρίτο (1/3) του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου της Εταιρείας.

Πληροφορίες για την Pasal Development A.E.

Η εταιρεία «Pasal Ανώνυμος Εταιρεία Αναπτύξεως Ακινήτων», με διακριτικό τίτλο «Pasal Development A.E.» και αντικείμενο δραστηριότητας την αξιοποίηση και εκμετάλλευση ακινήτων συστάθηκε το 1991 στην Ελλάδα. Τα κεντρικά γραφεία της βρίσκονται επί της οδού Δορυλαίου 10-12 στην Αθήνα.

Στις 04/01/2008 ξεκίνησε η διαπραγμάτευση του συνόλου των 14.967.940 κοινών ονομαστικών μετοχών, ονομαστικής αξίας € 0,50 εκάστης, της Εταιρείας στην Αγορά Αξιών του Χρηματιστηρίου Αθηνών (Χ.Α.) στον κλάδο «Ακίνητη Περιουσία / Συμμετοχές & Ανάπτυξη Ακίνητης Περιουσίας», ενώ από τις 05/04/2013 διαπραγματεύονται στην «Κατηγορία Επιτήρησης», δυνάμει της από 04/04/2013 απόφασης του διοικητικού συμβουλίου του Χ.Α. κατ' εφαρμογή του άρθρου 3.1.2.4 του Κανονισμού του Χ.Α.

Η Εταιρεία είναι η μητρική του Ομίλου Pasal Development (ο «**Όμιλος**») ο οποίος δραστηριοποιείται στην αγορά και ανάπτυξη μέσω της αξιοποίησης και εκμετάλλευσης ακινήτων, καθώς και στην παροχή υπηρεσιών διαχείρισης έργου χωρίς την παράλληλη δημιουργία κατασκευαστικού κλάδου ή κλάδου μελετών.

Το χαρτοφυλάκιο του Ομίλου αποτελείται κυρίως από εμπορικά ακίνητα, τα οποία στην πλειοψηφία τους είναι εμπορικά κέντρα και καταστήματα, ενώ βρίσκονται κυρίως σε αστικές περιοχές υψηλής προβολής και εμπορικότητας σε όλη την Ελλάδα.

Η Εταιρεία, καθώς και ο Σ. Θεοδωρίδης, η ΕΜΕΛ Α.Ε., η ARVEN Α.Ε. και η Pasal Cyprus Ltd (οι «**Εγγυητές**») προχώρησαν στις 30/03/2018 στη σύναψη Συμφωνίας Εξυγίανσης, κατ' άρθρο 99 του Νόμου 3588/2007, με την Alpha Bank Α.Ε. και την Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε. (ως ειδική διάδοχος του υπό ειδική εκκαθάριση πιστωτικού ιδρύματος με την επωνυμία «Τράπεζα Probank Ανώνυμη Εταιρεία»).

Η Συμφωνία Εξυγίανσης επικυρώθηκε και τέθηκε σε ισχύ με την υπ' αριθμ. 712/29-8-2019 απόφαση του Πρωτοδικείου Αθηνών, με βάση το άρθρο 106β του Νόμου 3588/2007 όπως έχει τροποποιηθεί και ισχύει.

3. Πηγές πληροφόρησης

Για την υλοποίηση της εργασίας μας, έγινε χρήση πληροφοριών και στοιχείων συμπεριλαμβανομένων των παρακάτω:

- Δημοσιευμένες και ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις του Ομίλου Pasa Development για τις χρήσεις 2018 και 2019.
- Ενημερωτικό Δελτίο για την Αύξηση με ημερομηνία την 17/06/2020, το περιεχόμενο του οποίου έχει εγκριθεί από το Διοικητικό Συμβούλιο της Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.
- Εταιρικές παρουσιάσεις της Pasa, καθώς και λοιπά πληροφοριακά στοιχεία αναφορικά με τη λειτουργία της Εταιρείας.
- Εκθέσεις εκτιμητών για τα ακίνητα που κατέχει ο Όμιλος Pasa Development στο χαρτοφυλάκιό του.
- Στοιχεία και πληροφορίες για ομοειδείς της Pasa εταιρείες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών.
- Στοιχεία και πληροφορίες για συναλλαγές με αντικείμενο το μετοχικό κεφάλαιο εταιρειών που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο με την Pasa.
- Ιστοσελίδα του Aswath Damodaran, Stern School of Business / New York University (pages.stern.nyu.edu/~adamodar/)
- Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, World Economic Outlook, Απρίλιος 2020.
- Διεθνείς Βάσεις Δεδομένων

Η αποτίμηση της αξίας των μετοχών της Εταιρείας, βασίστηκε στα προαναφερθέντα στοιχεία, καθώς και σε στοιχεία και πληροφορίες που προέκυψαν από συζητήσεις και γραπτές επικοινωνίες με στελέχη της Διοίκησης του Προτείνοντα, η οποία και μας διαβεβαίωσε ότι οι πληροφορίες και τα στοιχεία που μας παρασχέθηκαν είναι ακριβή και πλήρη.

4. Σημαντικές παρατηρήσεις

Για τα αποτελέσματα της εργασίας μας, εφιστούμε την προσοχή σας στις παρακάτω γενικές σημαντικές παρατηρήσεις:

- Όλα τα έγγραφα, τα ιστορικά στοιχεία και οι πληροφορίες σχετικά με την Εταιρεία μας χορηγήθηκαν από τη Διοίκηση του Προτείνοντος. Θα πρέπει να επισημανθεί ότι η παρούσα εργασία δεν αποτελεί έλεγχο, ούτε επισκόπηση σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα Ελέγχου ή τα Διεθνή Πρότυπα Επισκόπησης επί οικονομικών καταστάσεων.
- Επιπρόσθετα, η Grant Thornton δε φέρει καμία ευθύνη ή υποχρέωση σε περίπτωση που προβλέψεις, γεγονότα ή στοιχεία που παρέχονται αποδειχτούν ανακριβή, ή αναληθή, ή παραπλανητικά, ή αναιρεθούν. Δεν φέρει καμία ευθύνη ή υποχρέωση ιδιαίτερα σε περίπτωση που αποδειχτεί ότι η Διοίκηση έχει αποκρύψει σημαντικά γεγονότα ή άλλα στοιχεία.
- Το μεγαλύτερο μέρος των πληροφοριών που χρησιμοποιήθηκαν για την εφαρμογή των μεθόδων αποτίμησης βασίσθηκε στα πλέον πρόσφατα και επίκαιρα στοιχεία. Ο καθορισμός της αξίας των μετοχών βασίσθηκε στην αντικειμενική αλλά και την ποιοτική αξιολόγηση των μεγεθών, τα οποία αξιολογήθηκαν με βάση την εμπειρία και τη γνώση μας.
- Η έκφραση γνώμης αναφορικά με την αποτίμηση των μετοχών της Εταιρείας, βασίσθηκε σε δημοσιευμένες και ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις και πληροφορίες της Εταιρείας που μας παρασχέθηκαν από τη Διοίκηση του Προτείνοντος, τις οποίες θεωρήσαμε ως ακριβείς και πλήρεις, χωρίς να διενεργήσουμε ανεξάρτητο έλεγχο.
- Η έκφραση γνώμης βασίζεται στις επιχειρηματικές, οικονομικές και άλλες συνθήκες της αγοράς που επικρατούν κατά την ημερομηνία της παρούσας, στις τρέχουσες συνθήκες της αγοράς αλλά και σε μακροοικονομικά στοιχεία. Δεν έχουμε οποιαδήποτε υποχρέωση αναθεώρησης της γνώμης μας σε περίπτωση αλλαγής των συνθηκών σε μεταγενέστερο στάδιο, εκτός αν μας ζητηθεί γραπτώς να το κάνουμε από τη Διοίκηση του Προτείνοντος.
- Σημειώνεται ότι οι εκτιμήσεις για τη μελλοντική εξέλιξη διαφόρων μεγεθών που αποτυπώνονται στις εκθέσεις εκτίμησης των ακινήτων, ενδέχεται να μεταβληθούν στο μέλλον λόγω αλλαγών των οικονομικών, επιχειρηματικών και άλλων συνθηκών της αγοράς εν γένει, με συνέπεια τη μεταβολή των σχετικών αποτελεσμάτων της αποτίμησής μας, μεταβολή η οποία μπορεί να είναι σημαντική και ουσιώδης.

5. Μεθοδολογία αποτίμησης

Για τον προσδιορισμό της τιμής των μετοχών, διενεργήσαμε αποτίμηση της αξίας των μετοχών της Εταιρείας σε επίπεδο Ομίλου. Οι αποτιμήσεις πραγματοποιήθηκαν σύμφωνα με διεθνώς αποδεκτές μεθόδους αποτίμησης. Στη συνέχεια, αξιολογήθηκε η καταλληλότητα της κάθε μεθόδου και εφαρμόστηκαν συντελεστές στάθμισης στα αποτελέσματα εκάστης εκ των μεθόδων. Κατά τη γνώμη μας, τόσο οι μέθοδοι που χρησιμοποιήθηκαν, όσο και η βαρύτητα που αποδόθηκε σε κάθε μία από αυτές, κρίνονται ενδεδειγμένες και κατάλληλες.

Στη συγκεκριμένη εργασία αποτίμησης εφαρμόστηκαν οι κάτωθι διεθνώς αποδεκτές μέθοδοι αποτίμησης:

- Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση (Net Asset Value)
- Πολλαπλάσια Χρηματιστηριακών Δεικτών (Comparable Companies Multiples)
- Συγκρίσιμες Συναλλαγές (Comparable Transactions)
- Χρηματιστηριακή Αξία (Market Capitalization)

A) Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση (Net Asset Value)

Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, η αξία μιας εταιρείας είναι ίση με τη Καθαρή Θέση της, όπως αυτή εμφανίζεται στις οικονομικές καταστάσεις κατά την ημερομηνία αποτίμησης, αφού προηγουμένως γίνουν απαραίτητες προσαρμογές στα στοιχεία ενεργητικού και υποχρεώσεων.

Ως Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση ορίζεται η διαφορά μεταξύ του αναπροσαρμοσμένου ενεργητικού και των αναπροσαρμοσμένων υποχρεώσεων της υπό εξέταση εταιρείας.

Η NAV περιλαμβάνει την αξιολόγηση της λογιστικής αξίας περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων αναφορικά με το κατά πόσον συνάδουν με τρέχουσες αγοραίες αξίες. Η εν λόγω μέθοδος ενδείκνυται σε περιπτώσεις:

- συγκεκριμένων τύπων εταιρειών όπως ιδιοκτησίας και αξιοποίησης ακίνητης περιουσίας, και διαχείρισης επενδύσεων ή
- σε περιπτώσεις όπου η αξία ρευστοποίησης της εταιρείας υπερβαίνει την αξία που προκύπτει από τη συνέχιση της λειτουργίας της.
- σε περιπτώσεις όπου η εξεταζόμενη εταιρεία δε διαθέτει τρέχουσα δραστηριότητα που να της αποφέρει έσοδα.

Για την αποτίμηση της PasaI χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης, καθώς η Εταιρεία δραστηριοποιείται στην αγορά ακινήτων και διαχείρισης επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία και συνεπώς η αξία της εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την αξία των παγίων που διαθέτει.

Ως προς το τελευταίο, ανατέθηκε σε ανεξάρτητο εκτιμητή η εξέταση των βασικών παραμέτρων (critical review) των εκθέσεων εκτίμησης για τα βασικά ακίνητα που διέθετε η Εταιρεία κατά την ημερομηνία αποτίμησης.

Πλεονεκτήματα Μεθόδου Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης

- στηρίζεται στην αξία των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων της υπό εξέταση εταιρείας, λαμβάνοντας υπόψη τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά τους.
- είναι απλή στην εφαρμογή.

Μειονεκτήματα Μεθόδου Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης

- αγνοεί στοιχεία εκτός ισολογισμού όπως για παράδειγμα τυχόν μη αναγνωρισμένα άυλα περιουσιακά στοιχεία.
- δεν λαμβάνει πάντοτε υπόψη τις μελλοντικές ταμειακές ροές της εταιρείας.

Ενέργειες για τον περιορισμό των μειονεκτημάτων

- A) Λήφθηκαν υπόψη οι εκθέσεις εκτίμησης για το σύνολο των ακινήτων της Εταιρείας, οι οποίες και αξιολογήθηκαν από ανεξάρτητο εκτιμητή ακινήτων λαμβάνοντας υπόψη τις τρέχουσες συνθήκες αγοράς.
- B) Υπολογίστηκε ο αντίκτυπος της Συμφωνίας Εξυγίανσης και των συναλλαγών που αυτή περιλαμβάνει στα Ίδια Κεφάλαια της Εταιρείας.
- Γ) Αξιολογήθηκε η επίδραση της Σύμβασης Επενδυτή και των συναλλαγών που αυτή προβλέπει στα Ίδια Κεφάλαια της Εταιρείας.

B) Πολλαπλάσια Χρηματιστηριακών Δεικτών

Η μέθοδος των Πολλαπλάσιων Χρηματιστηριακών Δεικτών (Comparable Companies' Multiples) βασίζεται στην παραδοχή ότι η αξία μιας εταιρείας θα πρέπει να ισούται με το ποσό που θα ήταν διατεθειμένοι να πληρώσουν για το μετοχικό της κεφάλαιο καλώς πληροφορημένοι και ορθολογικοί επενδυτές. Η εκτίμηση της αξίας γίνεται με τη χρήση χρηματιστηριακών δεικτών αποτίμησης, οι οποίοι υπολογίζονται με βάση τη χρηματιστηριακή αξία και αντίστοιχα οικονομικά μεγέθη εισηγμένων ομοειδών εταιρειών του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση.

Παραδοχές Μεθόδου Πολλαπλάσιων Χρηματιστηριακών Δεικτών

Η αποτίμηση βάσει Πολλαπλάσιων Χρηματιστηριακών Δεικτών διενεργήθηκε προσδιορίζοντας αντιπροσωπευτικό και επαρκές δείγμα ομοειδών εταιρειών.

Για την αποτίμηση της Εταιρείας, εφαρμόστηκε ο δείκτης P/BV (Χρηματιστηριακή αξία ανά μετοχή / Λογιστική αξία ανά μετοχή), καθώς θεωρείται ο καταλληλότερος για την εκτίμηση της αξίας εταιρειών επενδύσεων σε ακίνητα.

Ο ανωτέρω δείκτης υπολογίστηκε σε **0,70x**.

Πλεονεκτήματα Μεθόδου Πολλαπλάσιων Χρηματιστηριακών Δεικτών

- Είναι πιο εύκολη στην εφαρμογή, καθώς απαιτεί σημαντικά μικρότερο αριθμό παραδοχών σε σχέση με άλλες μεθόδους εκτίμησης (πχ. DFCF).
- Είναι πιο κατανοητή καθώς στηρίζεται στο «νόμο της μίας τιμής (law of one price)», ο οποίος ορίζει πως όμοια περιουσιακά στοιχεία θα πρέπει να έχουν παρόμοιες τιμές.
- Αντικατοπτρίζει καλύτερα τις τρέχουσες συνθήκες στην αγορά.

Μειονεκτήματα Μεθόδου Πολλαπλάσιων Χρηματιστηριακών Δεικτών

- Βασίζεται σε ιστορικά στοιχεία και δεν λαμβάνει υπόψη τις προοπτικές της επιχείρησης.
- Η ύπαρξη ομοειδών εταιρειών, οι οποίες να έχουν την ίδια δραστηριότητα, παρόμοιο μέγεθος και να δραστηριοποιούνται στις ίδιες αγορές με την υπό εκτίμηση εταιρεία, δεν είναι πάντοτε εφικτή.
- Υποθέτει πως οι ομοειδείς εταιρείες έχουν αποτιμηθεί ορθά από τους επενδυτές.

Ενέργειες για τον περιορισμό των μειονεκτημάτων

- A) Επιλογή δείγματος εταιρειών, οι οποίες συγκεντρώνουν χαρακτηριστικά παρόμοια με αυτά της Pasal.
- B) Εκτός από τα τελευταία δημοσιευμένα στοιχεία, ο δείκτης P/BV υπολογίστηκε με βάση την εκτίμηση για την Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση της Εταιρείας, όπως αυτή προκύπτει α) μετά την Αύξηση και β) λαμβάνοντας υπόψη τις τρέχουσες συνθήκες (στοιχεία τελευταίου τριμήνου) που επικρατούν στη Χρηματιστηριακή αγορά.
- Γ) Οι μετοχές των ομοειδών εταιρειών του δείγματος, είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Γ) Συγκρίσιμες Συναλλαγές

Βάσει της εν λόγω μεθόδου, η αξία της εταιρείας υπολογίζεται βάσει πρόσφατων συναλλαγών (Συγχωνεύσεις & Εξαγορές) που έχουν προκύψει στο μετοχικό κεφάλαιο της ίδιας της εταιρείας ή/και συγκρίσιμων με αυτή εταιρειών. Προκειμένου να υπολογιστεί η αξία της υπό συζήτηση εταιρείας, τα τεκμαρτά πολλαπλάσια αποτίμησης που προκύπτουν από την ανάλυση των παραπάνω συναλλαγών, πολλαπλασιάζονται με τα αντίστοιχα οικονομικά μεγέθη της Pasal.

Παραδοχές Μεθόδου Συγκρίσιμων Συναλλαγών

Η αποτίμηση βάσει Συγκρίσιμων Συναλλαγών διενεργήθηκε στη βάση της πρόσφατης αύξησης μετοχικού κεφαλαίου που πραγματοποίησε η Εταιρεία στην οποία συμμετείχε ο Επενδυτής κατόπιν παραίτησης από την άσκηση του δικαιώματος προτίμησης στην οποία προέβησαν οι βασικοί μέτοχοι της Εταιρείας.

Η μέθοδος των Συγκρίσιμων Συναλλαγών συγκεντρώνει τα ίδια πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα με αυτή των Πολλαπλασίων Χρηματιστηριακών Δεικτών με τις εξής διαφοροποιήσεις.

Πλεονεκτήματα Μεθόδου Πολλαπλασίων Χρηματιστηριακών Δεικτών

- Παρέχει πληροφόρηση όσον αφορά τις συνθήκες που επικρατούν στην αγορά π.χ. αριθμός, μέγεθος συναλλαγών, επενδυτές, εταιρείες στόχοι κλπ.

Μειονεκτήματα Μεθόδου Πολλαπλασίων Χρηματιστηριακών Δεικτών

- Κάθε συναλλαγή είναι μοναδική και διακρίνεται από ιδιαίτερα χαρακτηριστικά.
- Η εύρεση συγκρίσιμων συναλλαγών με επαρκείς πληροφορίες δεν είναι πάντοτε εφικτή.
- Οι υπό εξέταση συναλλαγές μπορεί να εκτείνονται χρονικά στη διάρκεια αρκετών ετών με συνέπεια την αλλαγή των οικονομικών και άλλων συνθηκών καθιστώντας τες μη συγκρίσιμες.
- Οι συναλλαγές μπορεί να αφορούν διαφορετικά ποσοστά, να περιλαμβάνουν control premium και να αντικατοπτρίζουν τη στρατηγική της αποκτώσας εταιρείας, η οποία δε συμβαδίζει πάντοτε με αυτή ενός μέσου επενδυτή.

Ενέργειες για τον περιορισμό των μειονεκτημάτων

Ως συγκρίσιμη συναλλαγή εφαρμόστηκε η πρόσφατη αύξηση μετοχικού κεφαλαίου της Pasal, η οποία αντικατοπτρίζει τις τρέχουσες συνθήκες που επικρατούν στην αγορά μετοχικών τίτλων της Εταιρείας και στην οποία συμμετείχε νέος Επενδυτής που δεν είχε προηγούμενη σχέση με την Εταιρεία.

Δ) Χρηματιστηριακή Αξία

Η εν λόγω μέθοδος χρησιμοποιείται για εισηγμένες εταιρείες και καθορίζει την αξία μιας επιχείρησης με βάση τις μέσες ημερήσιες κεφαλαιοποιήσεις τους κατά τη διάρκεια μιας συγκεκριμένης περιόδου.

Οι υποκείμενες υποθέσεις για την εφαρμογή της μεθόδου είναι η ύπαρξη:

- Επαρκούς περιόδου διαπραγμάτευσης.
- Επαρκούς όγκου συναλλαγών.
- Τιμών που δεν αποτελούν αντικείμενο χειραγώγησης.
- Επενδυτών που θεωρείται ότι διαθέτουν ίσες και επαρκείς πληροφορίες σχετικά με την οικονομική οντότητα.

Παραδοχές Μεθόδου Χρηματιστηριακής Αξίας

Η μέθοδος ανάλυσης της Χρηματιστηριακής Αξίας βασίζεται στην ανάλυση των ιστορικών τιμών κλεισίματος της τιμής της μετοχής της εταιρείας που αποτιμάται σε προγενέστερους χρόνους από την ημερομηνία αποτίμησης.

Στην περίπτωση της Pasal, χρησιμοποιήθηκε ο μέσος όρος της τιμής της μετοχής του τελευταίου τριμήνου πριν την ημερομηνία αποτίμησης.

Πλεονεκτήματα Μεθόδου Χρηματιστηριακής Αξίας

- Αποτελεί την απλούστερη μέθοδο αποτίμησης, η οποία παρέχει άμεσα πληροφορίες για την αξία του υπό εκτίμηση περιουσιακού στοιχείου.

Μειονεκτήματα Μεθόδου Χρηματιστηριακής Αξίας

- Τα αποτελέσματα της μεθόδου υπόκεινται στις προϋποθέσεις που αναφέρθηκαν παραπάνω.
- Τα αποτελέσματα της μεθόδου έχουν εφαρμογή σε μετοχές εταιρειών που είναι εισηγμένες σε ώριμες και αποτελεσματικές χρηματιστηριακές αγορές.
- Τα αποτελέσματα της μεθόδου επηρεάζονται από τις εκάστοτε συνθήκες που επικρατούν στην αγορά, οι οποίες δε σχετίζονται πάντοτε με τις επιδόσεις της υπό εκτίμηση εταιρείας.

Ενέργειες για τον περιορισμό των μειονεκτημάτων

Η αξία των μετοχών της Pasal υπολογίστηκε για την περίοδο εκείνη που θεωρείται πως αντιπροσωπεύει καλύτερα τις τρέχουσες συνθήκες που επικρατούν στην αγορά των μετοχών της Εταιρείας, ήτοι κατά το τελευταίο τρίμηνο πριν από την ημερομηνία αποτίμησης.

6. Συμπεράσματα

Τα αποτελέσματα της ανάλυσης μας, όπως προκύπτουν από τις χρησιμοποιούμενες μεθόδους, συνοψίζονται στον παρακάτω πίνακα.

Μέθοδος αποτίμησης	Συντελεστής στάθμισης	Τιμή (€) /Μετοχή
(Α) Αναπροσαρμοσμένη καθαρή θέση	60%	0,705
(Β) Πολλαπλάσια χρηματοοικονομικών δεικτών	15%	0,677
(Γ) Συγκρίσιμες συναλλαγές	20%	0,670
(Δ) Χρηματιστηριακή αξία	5%	0,771
Σταθμισμένη τιμή	100%	0,697

Γνώμη επί της αποτίμησης των μετοχών

Σταθμίζοντας τα αποτελέσματα που προκύπτουν από την εφαρμογή της εκάστοτε μεθοδολογίας με κατάλληλους συντελεστές, η αξία των μετοχών της PasaI υπολογίζεται, κατόπιν στρογγυλοποίησης, σε **€ 0,70** ανά μετοχή.

Στη μέθοδο της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης, αποδίδεται σχετικά υψηλότερη στάθμιση καθώς ενσωματώνει, περισσότερο από κάθε άλλη μεθοδολογία, τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων της Εταιρείας.

Επισημαίνεται πως τόσο η Grant Thornton όσο και ο υπογράφων την παρούσα, ορκωτός ελεγκτής λογιστής κ. Δημήτρης Δουβρής είναι ανεξάρτητοι τόσο σε σχέση με τον Προτείνοντα όσο και με την Εταιρεία και ειδικότερα δεν έχουν καμία επαγγελματική σχέση ή συνεργασία τα τελευταία πέντε (5) έτη, πριν από την ημερομηνία της συναλλαγής, ήτοι την 15 Ιουλίου 2020, με τα παραπάνω πρόσωπα, με πρόσωπα που ενεργούν συντονισμένα με τον Προτείνοντα κατά την έννοια του άρθρου 2 του Νόμου 3461/2006 ή με πρόσωπα που είναι συνδεδεμένα με την Εταιρεία

Με εκτίμηση,

Για την Grant Thornton,

Δημήτρης Δουβρής

Ορκωτός Ελεγκτής Λογιστής

ΑΜ ΣΟΕΛ 33921



© 2020 Grant Thornton Greece. All rights reserved.

'Grant Thornton' refers to the brand under which the Grant Thornton member firms provide assurance, tax and advisory services to their clients and/or refers to one or more member firms, as the context requires. Grant Thornton Greece is a member firm of Grant Thornton International Ltd (GTIL). GTIL and the member firms are not a worldwide partnership. GTIL and each member firm is a separate legal entity. Services are delivered by the member firms. GTIL does not provide services to clients. GTIL and its member firms are not agents of, and do not obligate, one another and are not liable for one another's acts or omissions.

This document is made by Grant Thornton Greece. The client names quoted within this document are disclosed on a confidential basis. All information in this document is released strictly for the purpose of this process and must not be disclosed to any other parties without express consent from Grant Thornton Greece.