

Έκθεση αναφορικά με την αποτίμηση των μετοχών της εταιρείας ΑΡΤΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ Α.Ε. στο πλαίσιο επικείμενης προαιρετικής Δημόσιας Πρότασης από την ΕΜΚΑΡ Α.Ε., βάσει του άρθρου 9 του ν. 3461/2006, όπως τροποποιείται από το άρθρο 108 του ν. 4514/2018.

07 Ιανουαρίου 2022



Προς το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας

ΕΜΚΑΡ Α.Ε.

07 Ιανουαρίου 2022

Αξιότιμοι Κύριοι,

Ακολουθεί έκθεση της PricewaterhouseCoopers Ανώνυμης Ελεγκτικής Εταιρείας (εφεξής ο «Σύμβουλος» ή «PwC» ή «Εμείς») αναφορικά με την αποτίμηση των μετοχών της εταιρείας ΑΡΤΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ Α.Ε. στο πλαίσιο επικείμενης προαιρετικής Δημόσιας Πρότασης από την ΕΜ.ΚΑΡ. ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ Α.Ε. (εφεξής ο «Προτείνων» ή ΕΜΚΑΡ Α.Ε.), βάσει του άρθρου 9 του ν. 3461/2006, όπως τροποποιείται από το άρθρο 108 του ν. 4514/2018.

Πίνακας Περιεχομένων

1.	Εισαγωγή	3
2.	Σύντομη Περιγραφή της Συναλλαγής.....	5
2.1.	Γενικές πληροφορίες για τον Όμιλο	5
2.2.	Η Συναλλαγή.....	5
3.	Μεθοδολογίες.....	7
3.1.	Μέθοδος Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών ροών (Discounted Cash Flows) ...	7
3.1.1.	Γενικές Πληροφορίες	7
3.1.2.	Προεξοφλητικό Επιτόκιο και Τερματική Αξία	8
3.2.	Μέθοδος συγκρίσιμων εισηγμένων εταιρειών (Trading Multiples)	10
3.3.	Μέθοδος συγκρίσιμων συναλλαγών (Trading Multiples).....	11
4.	Αποτίμηση Ομίλου	12
4.1.	Αποτίμηση της «ΑΡΤΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ Α.Ε.»	12
4.1.1.	Συνοπτική παρουσίαση	12
4.1.2.	Προεξόφληση Μελλοντικών Ταμειακών Ροών (“DCF”)	12
4.1.3.	Συγκρίσιμες Εισηγμένες Εταιρείες	14
4.1.4.	Συγκρίσιμες Συναλλαγές.....	14
4.1.5.	Αποτελέσματα Αποτίμησης	15
4.2.	Αποτίμηση της «ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΟΣ BAKERY ROMANIA S.A.».....	16
4.2.1.	Συνοπτική παρουσίαση	16
4.2.2.	Προεξόφληση Μελλοντικών Ταμειακών Ροών (“DCF”)	16
4.2.3.	Συγκρίσιμες Συναλλαγές.....	18
4.2.4.	Αποτελέσματα Αποτίμησης	18
4.3.	Αποτίμηση της «ΑΠΟΛΛΩΝΙΟΝ Α.Β.Ε.Ε.»	19
4.3.1.	Συνοπτική παρουσίαση	19
4.3.2.	Προεξόφληση Μελλοντικών Ταμειακών Ροών (“DCF”)	19
4.3.3.	Συγκρίσιμες Εισηγμένες Εταιρείες	21
4.3.4.	Συγκρίσιμες Συναλλαγές.....	22
4.3.5.	Αποτελέσματα Αποτίμησης	23
4.4.	Σύνοψη Αποτελεσμάτων Αποτίμησης Ομίλου.....	24
4.4.1.	Σύνοψη αποτελεσμάτων.....	24
4.4.2.	Χρηματιστηριακή Αξία.....	25
4.4.3.	Συμπέρασμα	26

1. Εισαγωγή

Κατόπιν σχετικής εντολής που μας δόθηκε από την ΕΜΚΑΡ Α.Ε. προβήκαμε στην αποτίμηση του Ομίλου ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ (εφεξής ο «Όμιλος») στο πλαίσιο επικείμενης υποβολής Δημόσιας Πρότασης Αγοράς Κινητών Αξιών από τον Προτείνοντα βάσει του άρθρου 9 του ν. 3461/2006, όπως τροποποιείται από το άρθρο 108 του ν. 4514/2018.

Στο σημείο αυτό να σημειώσουμε ότι ο Όμιλος απαρτίζεται από τις εταιρείες ΑΡΤΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ Α.Ε. (εφεξής «ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ Α.Ε.» ή η «Μητρική» ή η «Εταιρεία»), την ΑΠΟΛΛΩΝΙΟΝ Α.Β.Ε.Ε. (εφεξής «ΑΠΟΛΛΩΝΙΟΝ») στην οποία η Μητρική συμμετέχει κατά 60% και την ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΟΣ ΒΑΚΕΡΥ ROMANIA S.A. (εφεξής «ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΟΣ ROMANIA») στην οποία η Μητρική συμμετέχει κατά 92,57% και από κοινού «Εταιρείες», ενώ η άσκηση αποτίμησής μας πραγματοποιήθηκε με βάση την Μέθοδο Αθροίσματος των Μερών (“Sum of the Parts”).

Στο πλαίσιο της εργασίας αποτίμησης, εξετάσαμε και επισημαίνουμε τα ακόλουθα:

- A. Προκειμένου να καταλήξουμε στην αποτίμηση, η οποία παρουσιάζεται στην παρούσα Έκθεση, μελετήσαμε:
- τις δημόσια διαθέσιμες επιχειρηματικές και οικονομικές πληροφορίες που σχετίζονται με τις Εταιρείες,
 - τις pro-forma καταστάσεις των Εταιρειών με ημερομηνία 31 Δεκεμβρίου 2021, όπως μας παρασχέθηκαν μέσω της διοίκησης του Προτείνοντος (εφεξής η «Διοίκηση»),
 - πρόσθετες πληροφορίες σχετικά με το πλαίσιο λειτουργίας των Εταιρειών του Ομίλου και το επενδυτικό τους σχέδιο,
 - τις ανταγωνιστικές και μακροοικονομικές συνθήκες των κλάδων στους οποίους δραστηριοποιούνται οι Εταιρείες,
 - τους κυριότερους παράγοντες και τις σχετικές τάσεις που επηρέασαν τα ιστορικά οικονομικά στοιχεία και μεγέθη των Εταιρειών.

Η πληρότητα και ακρίβεια των πληροφοριών και των στοιχείων που παρασχέθηκαν και παρουσιάζονται από δημοσιευμένα στοιχεία ή από τη Διοίκηση δεν έχουν ελεγχθεί από την PwC.

- B. Η εργασία αποτίμησης μίας εταιρείας ή δραστηριότητας 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 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.

- Γ. Σημειώνουμε ότι παρότι η εργασία μας περιλάμβανε ανάλυση των οικονομικών στοιχείων των Εταιρειών, ήταν εκτός αντικειμένου η διεξαγωγή οποιουδήποτε είδους ελέγχου (νομικού, φορολογικού ή λογιστικού) ή η εφαρμογή ελεγκτικών διαδικασιών στα στοιχεία που μας παρασχέθηκαν από την Διοίκηση. Κατά συνέπεια, η PwC δε φέρει οποιαδήποτε ευθύνη σχετικά με την ακρίβεια και πληρότητα αυτών.
- Δ. Τα αποτελέσματα της εργασίας μας εξαρτώνται από τις προβλέψεις που μας παρείχε η Διοίκηση. Οι προβλέψεις αυτές βασίζονται σε μελλοντικά γεγονότα όπου δύνανται να επηρεαστούν από απρόβλεπτα περιστατικά. Συνεπώς, δε μπορούμε να διαβεβαιώσουμε ότι η πραγματική εικόνα των Εταιρειών και του Ομίλου θα είναι αυτή που προβλέπεται από τη Διοίκηση και σημαντικές αποκλίσεις ενδέχεται να λάβουν χώρα.
- Ε. Η PwC δεν παρέχει γνώμη σχετικά με την πιθανότητα επίτευξης των προβλέψεων, ούτε των βασικών παραδοχών των επιχειρηματικών σχεδίων που χρησιμοποιήθηκαν στην αποτίμηση βάσει της μεθοδολογίας Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών. Ως εκ τούτου δεν αναλαμβάνει καμία ευθύνη σχετικά με την επίτευξη τους.
- ΣΤ. Δεν έχουμε προβεί σε αποτίμηση ή σε ανεξάρτητη εκτίμηση των διακριτικών περιουσιακών στοιχείων των Εταιρειών. Η παρούσα Έκθεση δεν περιλαμβάνει αποτίμηση ή εκτίμηση οποιουδήποτε περιουσιακού στοιχείου των Εταιρειών και δεν πρέπει να χρησιμοποιηθεί κατά τέτοιο τρόπο. Ο Σύμβουλος δεν παρέχει γνώμη σχετικά με την πιθανότητα επίτευξης των παρουσιαζόμενων προβλέψεων, ούτε των βασικών παραδοχών. Ως εκ τούτου δεν αναλαμβάνει καμία ευθύνη σχετικά με την επίτευξη των παρουσιαζόμενων προβλέψεων.
- Ζ. Η παρούσα έκθεση αποτίμησης παρέχεται αποκλειστικά προς τον Προτείνοντα, προκειμένου να υποβληθεί στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και να δημοσιοποιηθεί σύμφωνα με το άρθρο 16 του Ν. 3461/2006.
- Η. Σημειώνουμε ότι για τη διενέργεια της παρούσας αποτίμησης μας παρασχέθηκαν από την Διοίκηση 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 τις Εταιρείες και τα συνδεδεμένα με αυτήν πρόσωπα.
- Θ. Η PwC, οι εταίροι, οι αντιπρόσωποι, τα στελέχη και οι υπάλληλοι αυτής δε δύνανται, ούτε είναι εντεταλμένοι να αντιπροσωπεύσουν, εγγυηθούν ή αναλάβουν ευθύνη, σχετικά με τις πληροφορίες που περιλαμβάνονται σε αυτήν την έκθεση και καμία ευθύνη ή υποχρέωση δεν αναλαμβάνεται για την ακρίβεια, πληρότητα ή το εύλογο των πληροφοριών αυτών.

2. Σύντομη Περιγραφή της Συναλλαγής

2.1. Γενικές πληροφορίες για τον Όμιλο

Ο Όμιλος εδρεύει στην Ελλάδα, στο Δήμο Κρωπίας, Αττικής στην Θέση Τζήμα.

Οι μετοχές της Αρτοβιομηχανία Καραμολέγκος Α.Ε. διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών με τον συνολικό αριθμό των μετοχών να ανέρχεται σε 9.520.980.

Ο Όμιλος

Η Αρτοβιομηχανία Καραμολέγκος Α.Ε. δραστηριοποιείται στον κλάδο τυποποιημένων προϊόντων αρτοποιίας – ζαχαροπλαστικής, με κυριότερη δραστηριότητα εκείνη της παραγωγής συσκευασμένου ψωμιού τοστ. Παράλληλα με την βιομηχανική δραστηριότητα, η οποία αφορά στην παραγωγή προϊόντων αρτοποιίας, η εταιρεία δραστηριοποιείται και στην εμπορία διαφόρων αρτοσκευασμάτων και γλυκισμάτων.

Η Εταιρεία συμμετέχει με ποσοστό 60% στην αλυσίδα «ΑΠΟΛΛΩΝΙΟΝ», που δραστηριοποιείται στην παραγωγή και εμπορία προϊόντων ζύμης και ζαχαροπλαστικής μέσω της αλυσίδας ομώνυμων καταστημάτων “ΑΠΟΛΛΩΝΙΟΝ”.

Παράλληλα, από το 2009, η Εταιρεία είναι ενεργή και στην Ρουμανία με τοπικές παραγωγικές εγκαταστάσεις, κατέχοντας ποσοστό 92,57% στην KARAMOLEGOS ROMANIA.

2.2. Η Συναλλαγή

Σύμφωνα με το άρθρο 10 παρ. 1 του Νόμου, ο Προτείνων ξεκίνησε τη διαδικασία της Δημόσιας Πρότασης κατά την 07.01.2022 (εφεξής «Ημερομηνία της Δημόσιας Πρότασης»), ενημερώνοντας εγγράφως την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (εφεξής «Ε.Κ.») και υποβάλλοντάς της σχέδιο του Πληροφοριακού Δελτίου.

Κατά την Ημερομηνία της Δημόσιας Πρότασης, ο Προτείνων και τα Συντονισμένα Πρόσωπα (κ. Εμμανουήλ Καραμολέγκος ως πρόσωπο που έχει τον έλεγχο του Προτείνοντος, κατά την έννοια του άρθρου 3, παρ. 1 (γ) του Ν.3556/2007, η σύζυγος του κ. Εμμανουήλ Καραμολέγκου, κα. Ολυμπία Σάρρου καθώς και η ελεγχόμενη από τον κ. Ηλία Καραμολέγκο εταιρεία «Holdway Limited») κατέχουν συνολικά 8.898.151 μετοχές οι οποίες αντιπροσώπευαν ποσοστό περίπου 93,46% του συνολικού καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου και των δικαιωμάτων ψήφων της Εταιρείας, ενώ ούτε ο Προτείνων ούτε άλλο Πρόσωπο που Ενεργεί Συντονισμένα με τον Προτείνοντα δεν κατέχει, άμεσα ή έμμεσα, άλλες μετοχές ή δικαιώματα ψήφου της Εταιρείας.

Μέσω της Δημόσιας Πρότασης, ο Προτείνων δεσμεύεται να αποκτήσει το σύνολο των μετοχών τις οποίες δεν κατείχε ο Προτείνων και τα Συντονισμένα Πρόσωπα κατά την Ημερομηνία της Δημόσιας Πρότασης, ήτοι 622.829 μετοχές, οι οποίες αντιπροσώπευαν ποσοστό 6,54% του συνολικού καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου και των δικαιωμάτων ψήφου της Εταιρείας.

Δια της Δημόσιας Πρότασης ο Προτείνων επιδιώκει να αποκτήσει το 100% της ΑΡΤΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ Α.Ε. και στη συνέχεια να προβεί στη διαγραφή των μετοχών από το Χ.Α., σύμφωνα με το άρθρο 17, παράγραφος 5 του Ν. 3371/2005. Ο Προτείνων και τα Συντονισμένα Πρόσωπα θα προβούν στη διαγραφή των μετοχών της ΑΡΤΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ Α.Ε. από το Χ.Α., ώστε κατά κύριο λόγο να αποκτήσουν μεγαλύτερη ευελιξία στη λήψη αποφάσεων για την υλοποίηση των επιχειρηματικών σχεδίων των εταιρειών του Ομίλου.

Στην προαναφερθείσα Δημόσια Πρόταση συνέτρεξαν οι προϋποθέσεις του άρθρου 9, παρ. 6, εδάφιο (β) του Νόμου, καθώς κατά τους έξι (6) μήνες που προηγήθηκαν της Ημερομηνίας της Δημόσιας Πρότασης, οι πραγματοποιηθείσες συναλλαγές επί των μετοχών δεν υπερέβησαν το 10% του συνόλου των μετοχών (εξαιρουμένων των συναλλαγών στις οποίες συμμετείχαν ο Προτείνων και τα Συντονισμένα Πρόσωπα).

Η παρούσα Αποτίμηση διενεργήθηκε, όπως προβλέπεται από τις διατάξεις του Άρθρου 9 του Ν. 3461/2006 βάσει των παρ. 6 και 7 που προστέθηκαν με την παράγραφο 2 του άρθρου 108 του Ν. 4514/2018.

3. Μεθοδολογίες

Η αποτίμηση των Εταιρειών 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 βαρύτητα που δόθηκε σε κάθε μία από αυτές θεωρούμε ότι είναι λογικές για την προκειμένη περίπτωση.

Για τη διαμόρφωση του τελικού μας συμπεράσματος χρησιμοποιήθηκε συνδυασμός των κάτωθι αποδεκτών μεθοδολογιών αποτίμησης:

- Μέθοδος Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flows)
- Μέθοδος συγκρίσιμων εισηγμένων εταιρειών (Trading Multiples)
- Μέθοδος συγκρίσιμων συναλλαγών (Transaction Multiples)

3.1. Μέθοδος Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών ροών (Discounted Cash Flows)

3.1.1. Γενικές Πληροφορίες

Χρησιμοποιήσαμε την μέθοδο προεξόφλησης μελλοντικών ταμειακών ροών (DCF) για να εκτιμήσουμε την αξία της εκάστοτε εταιρείας του Ομίλου.

Η μέθοδος αυτή υπολογίζει την αξία του συνόλου της επιχείρησης μέσω του υπολογισμού της παρούσας αξίας των μελλοντικών ταμειακών ροών που αναμένεται να παραχθούν στο μέλλον. Αυτές οι ταμειακές ροές προεξοφλούνται με επιτόκιο το οποίο αντανακλά την χρονική αξία του χρήματος καθώς και τον κίνδυνο που αυτές οι ταμειακές ροές εμπεριέχουν.

Κατά την εφαρμογή της μεθόδου χρησιμοποιήσαμε τις προβλέψεις για την περίοδο 2022 έως και 2025, όπως μας παρασχέθηκαν από τη Διοίκηση.

Η μέθοδος προεξόφλησης μελλοντικών ταμειακών ροών περιλαμβάνει τους εξής υπολογισμούς:

- Το προεξοφλητικό επιτόκιο ή Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (ΜΣΚΚ),
- Τις μελλοντικές ταμειακές ροές για την συγκεκριμένη περίοδο (όπως προκύπτει από το εκάστοτε επιχειρησιακό σχέδιο),
- Την αξία στο διηνεκές (δηλαδή η αξία των ταμειακών ροών μετά την παραπάνω περίοδο),
- Την προεξόφληση των ταμειακών ροών και της αξίας στο διηνεκές, ώστε να προκύψει η αξία της επιχείρησης,

- v. Την αφαίρεση καθαρού δανεισμού ώστε να προκύψει η αξία του 100% του μετοχικού κεφαλαίου της εκάστοτε εταιρείας του Ομίλου,
- vi. Την προσθήκη πλεοναζόντων περιουσιακών στοιχείων (εφόσον υφίστανται).

3.1.2. Προεξοφλητικό Επιτόκιο και Τερματική Αξία

Προεξοφλητικό επιτόκιο (ΜΣΚΚ)

Το ΜΣΚΚ έχει υπολογιστεί σύμφωνα με την θεωρία του Capital Asset Pricing Model (CAPM) και ο υπολογισμός του περιγράφεται αναλυτικά παρακάτω:

$$ΜΣΚΚ = K_{IK} \frac{IK}{(IK + \Delta K)} + K_{\varepsilon K} \frac{\Delta K}{(IK + \Delta K)} (1 - \Phi \Sigma)$$

K_{IK} : Το κόστος των ιδίων κεφαλαίων όπως υπολογίζεται από το CAPM

$K_{\varepsilon K}$: Το κόστος των ξένων κεφαλαίων με βάση εκτιμήσεις της Διοίκησης

IK: Τα ίδια κεφάλαια της εταιρείας

ΔK : Τα δανειακά κεφάλαια της εταιρείας

$\Phi \Sigma$: Φορολογικός Συντελεστής

$$K_{IK} = \varepsilon_{\chi K} + \beta_{\mu}((\varepsilon_A - \varepsilon_{\chi K}) + PKX) + ΠΕΚ$$

$\varepsilon_{\chi K}$: Επιτόκιο Χωρίς Κίνδυνο το οποίο έχει υπολογιστεί με βάση την απόδοση του 30ετούς Γερμανικού ομολόγου κατά την 31.12.2021

β_{μ} : Ο μοχλευμένος συντελεστής κινδύνου ο οποίος προκύπτει από την επαναμόχλευση του μη μοχλευμένου συντελεστή κινδύνου με βάση την κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρείας (Hamada Equation)

$(\varepsilon_A - \varepsilon_{\chi K})$: Προσαύξηση κινδύνου αγοράς για ώριμες χρηματοοικονομικές αγορές όπως δημοσιεύεται από τον Damodaran

PKX : Προσαύξηση κινδύνου χώρας έχει υπολογιστεί ως η μέση διαφορά της απόδοσης του 10ετους ελληνικού ομολόγου με το αντίστοιχο Γερμανικό κατά την 31.12.2021 για τις δύο εταιρείες που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα και αντίστοιχα έγινε η ίδια άσκηση με το 10ετες ρουμανικό ομόλογο για την εταιρεία KARAMOLEGOS BAKERY ROMANIA S.A.

$ΠΕΚ$: Προσαύξηση ειδικού κινδύνου που αφορά στο ρίσκο επίτευξης του επιχειρηματικού σχεδίου, στο μέγεθος της εταιρείας σε σχέση με αντίστοιχες εισηγμένες (peers), καθώς και στα ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα επιτοκίου άνευ κινδύνου ($\varepsilon_{\chi K}$).

Αξία στο Διηλεκές

Για τον υπολογισμό της αξίας στο διηλεκές χρησιμοποιήθηκε το υπόδειγμα του Gordon με βάση τις «κανονικοποιημένες» ταμειακές ροές της τελευταίας χρονιάς του επιχειρηματικού σχεδίου προσαρμοσμένες για τα μη επαναλαμβανόμενα ή έκτακτα γεγονότα καθώς και με τον προβλεπόμενο πληθωρισμό.

$$AD = \frac{KTP}{(MSKK - PA)}$$

AD: Αξία στο Διηλεκές

KTP: «Κανονικοποιημένες» ταμειακές ροές

PA: Ρυθμός αύξησης στο διηλεκές

3.2. Μέθοδος συγκρίσιμων εισηγμένων εταιρειών (Trading Multiples)

Η μέθοδος των Συγκρίσιμων Εισηγμένων Εταιρειών προσδιορίζει την αγοραία αξία μίας εταιρείας συγκρίνοντάς την με εισηγμένες εταιρείες που δραστηριοποιούνται σε παρόμοιους κλάδους. Οι συνθήκες και οι προοπτικές των εταιρειών που δραστηριοποιούνται σε παρόμοιους τομείς εξαρτώνται από κοινούς παράγοντες όπως η συνολική ζήτηση για τα προϊόντα και τις υπηρεσίες τους. Η ανάλυση των δεικτών κεφαλαιαγοράς («multiples») των εταιρειών που δραστηριοποιούνται σε παρόμοιες αγορές προσφέρει μία εικόνα για τις αντιλήψεις των επενδυτών και ως εκ τούτου, της αξίας της εταιρείας που επιθυμούμε να αποτιμήσουμε.

Αφού εντοπίσουμε και επιλέξουμε τις συγκρίσιμες εισηγμένες εταιρείες, τα επιχειρηματικά και οικονομικά τους προφίλ αναλύονται για να διαπιστωθεί εάν υπάρχει επίσης ομοιότητα. Οι δείκτες κεφαλαιαγοράς βάσει της κεφαλαιοποίησης ή της Αξίας Επιχείρησης (ΑΕ) των εισηγμένων εταιρειών υπολογίζονται και έπειτα, προσαρμόζονται για παράγοντες όπως το σχετικό τους μέγεθος, το ρυθμό ανάπτυξης, την κερδοφορία, το ρίσκο και την απόδοση.

Αυτοί οι προσαρμοσμένοι δείκτες εφαρμόζονται στα λειτουργικά αποτελέσματα της υπό εξέταση εταιρείας ώστε να εκτιμήσουμε ένα εύρος αξιών για την εταιρεία. Έπειτα, θα πρέπει να εφαρμόσουμε μία προσαύξηση για τον έλεγχο της εταιρείας και μία έκπτωση για τη μειωμένη εμπορευσιμότητα (σε περίπτωση που η υπό εξέταση εταιρεία δεν είναι εισηγμένη), ώστε να προκύψει ένα εύρος αξιών υπό μη-εμπορεύσιμη, πλειοψηφική βάση για ιδιωτικές εταιρείες και εμπορεύσιμη, πλειοψηφική βάση για εισηγμένες σε χρηματιστήριο εταιρείες. Σε ορισμένες περιπτώσεις, οι δύο αυτές προσαρμογές αλληλο-αναιρούνται, και συνεπώς παραλείπονται.

Παρακάτω ορίζονται τα αντιπροσωπευτικά μεγέθη για τον υπολογισμό των δεικτών, σύμφωνα με τη συγκεκριμένη μέθοδο:

- Αξία Επιχείρησης (ΑΕ), ήτοι η Χρηματιστηριακή Κεφαλαιοποίηση πλέον του καθαρού δανεισμού,
- Κύκλος Εργασιών, που προσδιορίζει την τάξη μεγέθους της εταιρείας,
- ΚΠΦΤΑ, τα αναπροσαρμοσμένα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (δηλ. προ κερδών από πώληση συμμετοχών και χρεογράφων και έκτακτων αποτελεσμάτων) (EBITDA), τα οποία δίνουν σαφή ένδειξη για την οικονομική πορεία και λειτουργική κερδοφορία της Εταιρείας,
- ΚΠΦΤ, τα κέρδη προ φόρων, τόκων που παρέχουν εικόνα των λειτουργικών κερδών της εταιρείας προ εξυπηρέτησης των δανείων.

Οι Δείκτες / Πολλαπλασιαστές που καταρτίζονται, στην εν λόγω μέθοδο είναι συνήθως οι ακόλουθοι:

- ΑΕ / Κύκλος Εργασιών
- ΑΕ / ΚΠΦΤΑ
- ΑΕ / ΚΠΦΤ

3.3. Μέθοδος συγκρίσιμων συναλλαγών (Trading Multiples)

Η μέθοδος των Συγκρίσιμων Συναλλαγών έχει ως σκοπό τον υπολογισμό πολλαπλασιαστών επί βασικών οικονομικών μεγεθών εταιρειών, οι οποίες υπήρξαν πρόσφατα στόχοι εξαγορών ή συγχωνεύσεων και τους οποίους οι ενδιαφερόμενοι χρησιμοποίησαν τη δεδομένη χρονική στιγμή της συναλλαγής για την αποτίμησή τους. Η μέθοδος αυτή επίσης συμπεριλαμβάνει την ανάλυση πρόσφατων συναλλαγών που αφορούν στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας η οποία αποτιμάται.

Η επιλογή των δεικτών που χρησιμοποιούνται για τη σύγκριση τους με την χρηματιστηριακή αξία των εταιρειών εξαρτάται κατά περίπτωση από τον κλάδο και το είδος των προϊόντων ή υπηρεσιών που οι συγκεκριμένες εταιρείες παρέχουν.

Αξία Συναλλαγής («ΑΣ»), η οποία συνήθως αναφέρεται στην αξία του μετοχικού κεφαλαίου της εξαγοραζόμενης. Στην περίπτωση που η αγοράστρια εταιρεία αναλαμβάνει και το δανεισμό της υπό εξαγορά εταιρείας στόχου τότε αναφερόμαστε στην Αξία Επιχείρησης.

Από την συνολική υπολογισθείσα αξία σε επίπεδο εταιρείας αφαιρείται ο καθαρός δανεισμός κατά την ημερομηνία αποτίμησης προκειμένου να υπολογιστεί η αξία των Ιδίων Κεφαλαίων της εταιρείας ενώ παράλληλα προστίθεται η αξία των μη-λειτουργικών περιουσιακών στοιχείων (εφόσον αυτά υφίστανται).

Οι Δείκτες / Πολλαπλασιαστές που καταρτίζονται, στην εν λόγω μέθοδο είναι συνήθως οι ακόλουθοι:

- ΑΕ / Κύκλος Εργασιών
- ΑΕ / ΚΠΦΤΑ
- ΑΕ / ΚΠΦΤ

4. Αποτίμηση Ομίλου

4.1. Αποτίμηση της «ΑΡΤΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ Α.Ε.»

4.1.1. Συνοπτική παρουσίαση

ΑΡΤΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ Α.Ε.		
Μεθοδολογία	Εφαρμογή και Στάθμιση	Σχόλια
Προεξόφληση Μελλοντικών Ταμειακών Ροών (“DCF”)	Εφαρμόστηκε με βάρος 80%	Η μέθοδος DCF επελέγη ως η βασική μέθοδος αποτίμησης εφόσον ενσωματώνει την δυναμική, τις προοπτικές αλλά και τους κίνδυνους ανάπτυξης της εταιρείας καθώς και θεμελιώδεις παράγοντες της επιχείρησης (περιθώρια κερδοφορίας, ρυθμοί ανάπτυξης, το κόστος δανεισμού, κτλ.). Πιο συγκεκριμένα, βάσει του Επιχειρηματικού σχεδίου που μας προσκόμισε η Διοίκηση, εκτιμάται αύξηση πωλήσεων με μέσο ετήσιο ρυθμό ανάπτυξης (ΜΕΡΑ) 4,3%. Το ΜΣΚΚ υπολογίστηκε σε 9,8%
Συγκρίσιμων Εισηγμένων Εταιρειών	Εφαρμόστηκε με βάρος 10%	Η συγκεκριμένη μέθοδος λειτουργεί ως συμπληρωματική μέθοδος της Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών για να επιβεβαιώσει το εύρος των αποτελεσμάτων και ευλόγως χρησιμοποιήθηκε με συγκριτικά χαμηλότερη στάθμιση σε σχέση με την βασική μέθοδο
Συγκρίσιμων Συναλλαγών	Εφαρμόστηκε με βάρος 10%	Η συγκεκριμένη μέθοδος λειτουργεί ως συμπληρωματική μέθοδος της Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών για να επιβεβαιώσει το εύρος των αποτελεσμάτων και ευλόγως χρησιμοποιήθηκε με συγκριτικά χαμηλότερη στάθμιση σε σχέση με την βασική μέθοδο

4.1.2. Προεξόφληση Μελλοντικών Ταμειακών Ροών (“DCF”)

Στο πλαίσιο της ανάλυσής μας βασιστήκαμε σε επιχειρηματικό σχέδιο που μας προσκόμισε η Διοίκηση αναφορικά με τα μελλοντικά οικονομικά μεγέθη της «ΑΡΤΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ Α.Ε.» κατά την περίοδο 2022 – 2025. Βάσει του επιχειρηματικού σχεδίου αναμένεται αύξηση πωλήσεων με ΜΕΡΑ 4,3% κατά την προβλεπόμενη περίοδο, ενώ το περιθώριο λειτουργικής κερδοφορίας της εταιρείας αναμένεται να παραμείνει σε επίπεδα παρόμοια με το τελευταίο ιστορικό έτος (2021).

Το επιτόκιο που χρησιμοποιήθηκε για την προεξόφληση των μελλοντικών ταμειακών ροών προσεγγίζεται από το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (ΜΣΚΚ) που προκύπτει από το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου και των δανειακών κεφαλαίων και υπολογίστηκε ως εξής:

Προβλεπόμενη περίοδος	2022-Διηνεκές
Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων	11,7%
Κόστος Δανεισμού προ φόρων	2,7%
Φορολογικός συντελεστής	22,0%
Κόστος Δανεισμού μετά φόρων	2,1%
Μόχλευση (ΚΔ / (ΚΔ + ΙΚ))	20,4%
Προεξοφλητικό Επιτόκιο (σε Eur)	9,8%

Πηγή: Thomson Reuters Eikon, Damodaran, Ανάλυση PwC

Για τις ανάγκες της εργασίας μας, απομονώθηκαν ορισμένες βασικές παράμετροι για τη διαμόρφωση της αξίας επιχείρησης της εταιρείας και εξετάστηκε η επίπτωση των μεταβολών τους στη τελική αξία (sensitivity analysis) δημιουργώντας δύο σενάρια για καθεμία από τις παραμέτρους ένα χαμηλό και ένα υψηλό όπως παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα:

Παράγοντας	Χαμηλό	Υψηλό
Ημέρες Εμπορικών Απαιτήσεων	1,0	(1,0)
Ημέρες Εμπορικών Υποχρεώσεων	(3,0)	3,0
Ημέρες Αποθεμάτων	4,0	(4,0)
Κεφαλαιουχικές Δαπάνες	1,0%	(1,0%)
Περιθώριο ΚΠΦΤΑ στο Διηνεκές	(0,5%)	0,5%
Ρυθμός Ανάπτυξης στο Διηνεκές	(0,5%)	0,5%
ΜΣΚΚ	0,5%	(0,5%)

Πηγή: Ανάλυση PwC

4.1.3. Συγκρίσιμες Εισηγμένες Εταιρείες

Στο πλαίσιο της άσκησης μας βασιστήκαμε στις κάτωθι συγκρίσιμες/ ομοειδείς εταιρείες:

Εταιρεία	Χώρα	ΑΕ/ΚΠΤΦΑ	ΑΕ/ΚΠΤΦ
Aryzta AG	Ελβετία	7,5x	28,3x
SPC Samlip Co Ltd	Νότια Κορέα	7,6x	18,9x
Flowers Foods Inc	Ηνωμένες Πολιτείες	11,8x	16,1x
Fujiya Co Ltd	Ιαπωνία	5,7x	11,7x
Yamazaki Baking Co Ltd	Ιαπωνία	6,0x	17,6x
Finsbury Food Group PLC	Ηνωμένο Βασίλειο	5,3x	8,6x
Grupo Bimbo SAB de CV	Μεξικό	7,3x	10,6x
Hostess Brands Inc	Ηνωμένες Πολιτείες	13,9x	17,7x
Προσαρμοσμένος μέσος όρος		6,6x	15,4x

Πηγή: Thomson Reuters Eikon

Τα νούμερα που απεικονίζονται με γκρι χρώμα δεν έχουν συμπεριληφθεί στους υπολογισμούς μας καθώς θεωρήθηκαν ακραίες τιμές.

Για τους σκοπούς της ανάλυσής μας τα αποτελέσματα της μεθόδου έχουν προσαρμοστεί (όπου κρίθηκε απαραίτητο) για μέγεθος και πλειοψηφικό ποσοστό.

4.1.4. Συγκρίσιμες Συναλλαγές

Στο πλαίσιο της άσκησης μας βασιστήκαμε στις κάτωθι συγκρίσιμες συναλλαγές. Οι δείκτες που χρησιμοποιήσαμε έχουν προσαρμοστεί (όπου κρίθηκε απαραίτητο) για μέγεθος, εμπορευσιμότητα και πλειοψηφικό ποσοστό:

Εταιρεία	Χώρα	Μη προσαρμοσμένοι δείκτες		Προσαρμοσμένοι δείκτες	
		ΑΕ/ΚΠΤΦΑ	ΑΕ/ΚΠΤΦ	ΑΕ/ΚΠΤΦΑ	ΑΕ/ΚΠΤΦ
Hovis Limited	Ηνωμένες Πολιτείες	6,5x	17,6x	6,9x	18,6x
Roberto Industria Alimentare S.r.l.	Ιταλία	8,3x	μ/δ*	9,3x	μ/δ
Milanopane S.r.l.	Ιταλία	7,8x	11,6x	8,7x	12,9x
Kelsen Group A/S	Δανία	13,5x	17,0x	14,9x	18,8x
Forno della Rotonda S.p.A.	Ιταλία	3,1x	11,4x	3,4x	12,7x
President Bakery PCL	Ταϊλάνδη	12,3x	16,7x	13,0x	17,7x
East Balt, Inc.	Ηνωμένες Πολιτείες	9,3x	μ/δ	9,8x	μ/δ
Dakri Dystrybucja Sp. z o.o.	Πολωνία	6,1x	6,8x	6,8x	7,6x
Hostess Brands, LLC	Ηνωμένες Πολιτείες	12,6x	13,3x	12,2x	12,9x
Forno della Rotonda S.p.A.	Ιταλία	9,1x	μ/υ*	9,6x	μ/υ
Montana Bakery Limited	Ηνωμένο Βασίλειο	6,1x	13,5x	6,8x	15,0x
Προσαρμοσμένος μέσος όρος		7,0x	14,5x	7,6x	15,5x

* μ/δ: μη διαθέσιμο, μ/υ: μη υπολογίσιμο

Πηγή: Mergermarket, Ανάλυση PwC

Τα νούμερα που απεικονίζονται με γκρι χρώμα δεν έχουν συμπεριληφθεί στους υπολογισμούς μας καθώς θεωρήθηκαν ακραίες τιμές.

4.1.5. Αποτελέσματα Αποτίμησης

Εφαρμόζοντας τις προαναφερθείσες μεθόδους και λαμβάνοντας υπόψη τους συντελεστές στάθμισης, το αντίστοιχο εύρος της αξίας επιχείρησης εκτιμάται μεταξύ **€69,2 εκ.** και **€80,9 εκ.**, με την μέση τιμή αξίας επιχείρησης, κατά την 31η Δεκεμβρίου 2021, να ανέρχεται σε **€74,8 εκ.**

Αφαιρώντας τις δανειακές υποχρεώσεις και τις προβλέψεις της Εταιρείας και προσθέτοντας τα ταμειακά διαθέσιμα, η μέση αξία του μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρείας ανέρχεται σε **€23,2 εκ:**

(σε € εκ.)	Συντελεστής Στάθμισης	Εύρος Αξία Εταιρείας (100%)		
		Χαμηλό	Υψηλό	Μέση τιμή
Μέθοδος Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών ροών	80%	67,2	80,3	73,4
Μέθοδος συγκρίσιμων εισηγμένων εταιρειών	10%	77,6	81,0	79,3
Μέθοδος συγκρίσιμων συναλλαγών	10%	77,2	85,6	81,4
Σταθμισμένη Αξία Εταιρείας	100%	69,2	80,9	74,8
			(+) Ταμειακά διαθέσιμα	14,0
			(-) Δανειακές υποχρεώσεις	(64,4)
			(-) Προβλέψεις	(1,1)
			Αξία Ιδίων Κεφαλαίων (100%)	23,2

Πηγή: Διοίκηση, Thomson Reuters Eikon, Mergermarket, Ανάλυση PwC

4.2. Αποτίμηση της «KARAMOLEGOS BAKERY ROMANIA S.A.»

4.2.1. Συνοπτική παρουσίαση

KARAMOLEGOS BAKERY ROMANIA S.A.		
Μεθοδολογία	Εφαρμογή και Στάθμιση	Σχόλια
Προεξόφληση Μελλοντικών Ταμειακών Ροών (“DCF”)	Εφαρμόστηκε με βάρος 90%	Η μέθοδος DCF επελέγη ως η βασική μέθοδος αποτίμησης εφόσον ενσωματώνει την δυναμική, τις προοπτικές αλλά και τους κίνδυνους ανάπτυξης της εταιρείας καθώς και θεμελιώδεις παράγοντες της επιχείρησης (περιθώρια κερδοφορίας, ρυθμοί ανάπτυξης, το κόστος δανεισμού, κτλ.). Πιο συγκεκριμένα, βάσει του Επιχειρηματικού σχεδίου που μας προσκόμισε η Διοίκηση, εκτιμάται αύξηση πωλήσεων με μέσο ετήσιο ρυθμό ανάπτυξης (ΜΕΡΑ) 8,4%. Το ΜΣΚΚ υπολογίστηκε σε 12,8% και 12,5% (σε τοπικό νόμισμα).
Συγκρίσιμων Εισηγμένων Εταιρειών	Εφαρμόστηκε με βάρος 0%	Η συγκεκριμένη μέθοδος εφαρμόστηκε αλλά εν τέλει δεν συνεκτιμήθηκε στα αποτελέσματά μας, καθώς η εξεταζόμενη εταιρεία λόγω της νεοσύστατης φύσης της δεν δύναται να συγκριθεί με τις εταιρείες του δείγματος.
Συγκρίσιμων Συναλλαγών	Εφαρμόστηκε με βάρος 10%	Η συγκεκριμένη μέθοδος λειτουργεί ως συμπληρωματική μέθοδος της Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών για να επιβεβαιώσει το εύρος των αποτελεσμάτων και ευλόγως χρησιμοποιήθηκε με συγκριτικά χαμηλότερη στάθμιση σε σχέση με την βασική μέθοδο

4.2.2. Προεξόφληση Μελλοντικών Ταμειακών Ροών (“DCF”)

Στο πλαίσιο της ανάλυσής μας βασιστήκαμε σε επιχειρηματικό σχέδιο που μας προσκόμισε η Διοίκηση αναφορικά με τα μελλοντικά οικονομικά μεγέθη της «KARAMOLEGOS BAKERY ROMANIA S.A.» κατά την περίοδο 2022 – 2025. Τα νούμερα που μας παρασχέθηκαν ήταν σε τοπικό νόμισμα Ρουμανίας (RON), ενώ τα αποτελέσματα της αποτίμησης μεταφράστηκαν σε ευρώ βάσει της μεταξύ τους ισοτιμίας κατά την 31/12/2021. Βάσει του επιχειρηματικού σχεδίου αναμένεται αύξηση πωλήσεων με ΜΕΡΑ 8,4% κατά την προβλεπόμενη περίοδο, ενώ και το περιθώριο λειτουργικής κερδοφορίας της εταιρείας αναμένεται να αυξηθεί κατά 6% κατά την διάρκεια του επιχειρηματικού πλάνου, καθώς ο Όμιλος στοχεύει στην περαιτέρω διεύρυνση της θυγατρικής στην αγορά της Ρουμανίας, με ταυτόχρονη επίτευξη οικονομικών κλίμακας.

Το επιτόκιο που χρησιμοποιήθηκε για την προεξόφληση των μελλοντικών ταμειακών ροών προσεγγίζεται από το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (ΜΣΚΚ) που προκύπτει από το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου και των δανειακών κεφαλαίων. Το ΜΣΚΚ για την εταιρεία υπολογίστηκε αρχικά σε ευρώ και μετά το μετατρέψαμε σε τοπικό νόμισμα βάσει της φόρμουλας Fisher. Λόγω του γεγονότος ότι η εταιρεία εμφανίζει μεταφερόμενες ζημίες, κατά τα έτη 2022 – 2025 δεν έχει υπολογιστεί φόρος, με αποτέλεσμα να διαφοροποιείται το ΜΣΚΚ σε σχέση με το ΜΣΚΚ στο διηνεκές. Επομένως, υπολογίστηκαν δυο διακριτά ΜΣΚΚ τα οποία διαφοροποιούνται στον φορολογικό συντελεστή και υπολογίζονται ως εξής:

Προβλεπόμενη περίοδος	2022-25	Διηνεκές
Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων	14,1%	13,9%
Κόστος Δανεισμού προ φόρων	3,0%	3,0%
Φορολογικός συντελεστής	0,0%	16,0%
Κόστος Δανεισμού μετά φόρων	3,0%	2,5%
Μόχλευση (ΚΔ / (ΚΔ + ΙΚ))	20,4%	20,4%
Προεξοφλητικό Επιτόκιο (σε Eur)	11,9%	11,6%
Προεξοφλητικό Επιτόκιο (σε RON)	12,8%	12,5%

Πηγή: Thomson Reuters Eikon, Damodaran, Ανάλυση PwC

Για τις ανάγκες της εργασίας μας, απομονώθηκαν ορισμένες βασικές παράμετροι για τη διαμόρφωση της αξίας επιχείρησης της εταιρείας και εξετάστηκε η επίπτωση των μεταβολών τους στη τελική αξία (sensitivity analysis) δημιουργώντας δύο σενάρια για καθεμία από τις παραμέτρους ένα χαμηλό και ένα υψηλό όπως παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα:

Παράγοντας	Χαμηλό	Υψηλό
Ημέρες Αποθεμάτων	2,0	(2,0)
Κεφαλαιουχικές Δαπάνες	0,5%	(0,5%)
Περιθώριο ΚΠΦΤΑ στο Διηνεκές	(0,5%)	0,5%
Ρυθμός Ανάπτυξης στο Διηνεκές	(0,5%)	0,5%
ΜΣΚΚ	0,5%	(0,5%)

Πηγή: Ανάλυση PwC

4.2.3. Συγκρίσιμες Συναλλαγές

Στο πλαίσιο της άσκησής μας βασιστήκαμε στις κάτωθι συγκρίσιμες συναλλαγές. Οι δείκτες που χρησιμοποιήσαμε έχουν προσαρμοστεί (όπου κρίθηκε απαραίτητο) για μέγεθος, εμπορευσιμότητα και πλειοψηφικό ποσοστό:

Εταιρεία	Χώρα	Μη προσαρμοσμένοι δείκτες		Προσαρμοσμένοι δείκτες	
		ΑΕ/Πωλήσεις	ΑΕ/ΚΠΤΦΑ	ΑΕ/Πωλήσεις	ΑΕ/ΚΠΤΦΑ
Hovis Limited	Ηνωμένες Πολιτείες	0,3x	6,5x	0,3x	6,2x
Roberto Industria Alimentare S.r.l.	Ιταλία	0,4x	8,3x	0,4x	7,9x
Milanopane S.r.l.	Ιταλία	0,9x	7,8x	0,9x	7,8x
Kelsen Group A/S	Δανία	1,9x	13,5x	1,8x	12,8x
Forno della Rotonda S.p.A.	Ιταλία	0,3x	3,1x	0,3x	3,1x
President Bakery PCL	Ταϊλάνδη	3,3x	12,3x	3,1x	11,5x
East Balt, Inc.	Ηνωμένες Πολιτείες	1,5x	9,3x	1,5x	8,8x
Dakri Dystrybucja Sp. z o.o.	Πολωνία	0,5x	6,1x	0,5x	6,1x
Hostess Brands, LLC	Ηνωμένες Πολιτείες	3,7x	12,6x	3,4x	11,5x
Forno della Rotonda S.p.A.	Ιταλία	0,9x	9,1x	0,9x	9,1x
Panrico S.A.U.	Ισπανία	0,7x	14,6x	0,6x	13,9x
Montana Bakery Limited	Ηνωμένο Βασίλειο	0,8x	6,1x	0,8x	6,1x
Προσαρμοσμένος μέσος όρος		0,7x	7,0x	0,7x	6,9x

Πηγή: Mergermarket, Ανάλυση PwC

Τα νούμερα που απεικονίζονται με γκρι χρώμα δεν έχουν συμπεριληφθεί στους υπολογισμούς μας καθώς θεωρήθηκαν ακραίες τιμές.

4.2.4. Αποτελέσματα Αποτίμησης

Εφαρμόζοντας τις προαναφερθείσες μεθόδους και λαμβάνοντας υπόψη τους συντελεστές στάθμισης, το αντίστοιχο εύρος της αξίας επιχείρησης εκτιμάται μεταξύ **€5,1 εκ.** και **€5,8 εκ.**, με την μέση τιμή αξίας επιχείρησης, κατά την 31η Δεκεμβρίου 2021, να ανέρχεται σε **€5,4 εκ.**

Αφαιρώντας τις δανειακές υποχρεώσεις της εταιρείας και προσθέτοντας τα ταμειακά διαθέσιμα, η μέση αξία του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας ανέρχεται σε **€4,7 εκ.**

(σε € εκ.)	Συντελεστής Στάθμισης	Εύρος Αξία Εταιρείας (100%)		
		Χαμηλό	Υψηλό	Μέση τιμή
Μέθοδος Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών ροών	90%	5,2	5,9	5,5
Μέθοδος συγκρίσιμων συναλλαγών	10%	4,4	4,8	4,6
Σταθμισμένη Αξία Εταιρείας	100%	5,1	5,8	5,4
			(+) Ταμειακά διαθέσιμα	0,3
			(-) Δανειακές υποχρεώσεις	(1,0)
			Αξία Ιδίων Κεφαλαίων (100%)	4,7

Πηγή: Διοίκηση, Thomson Reuters Eikon, Mergermarket, Ανάλυση PwC

*Τα αποτελέσματα σε ευρώ έχουν υπολογιστεί βάσει της ισοτιμίας 31/12/2021 [EURRON=4,95] | Πηγή: EKT

4.3. Αποτίμηση της «ΑΠΟΛΛΩΝΙΟΝ Α.Β.Ε.Ε.»

4.3.1. Συνοπτική παρουσίαση

ΑΠΟΛΛΩΝΙΟΝ Α.Β.Ε.Ε.		
Μεθοδολογία	Εφαρμογή και Στάθμιση	Σχόλια
Προεξόφληση Μελλοντικών Ταμειακών Ροών (“DCF”)	Εφαρμόστηκε με βάρος 80%	Η μέθοδος DCF επελέγη ως η βασική μέθοδος αποτίμησης εφόσον ενσωματώνει την δυναμική, τις προοπτικές αλλά και τους κίνδυνους ανάπτυξης της εταιρείας καθώς και θεμελιώδεις παράγοντες της επιχείρησης (περιθώρια κερδοφορίας, ρυθμοί ανάπτυξης, το κόστος δανεισμού, κτλ.). Πιο συγκεκριμένα, βάσει του Επιχειρηματικού σχεδίου που μας προσκόμισε η Διοίκηση, εκτιμάται αύξηση πωλήσεων με μέσο ετήσιο ρυθμό ανάπτυξης (ΜΕΡΑ) 14,0%. Το ΜΣΚΚ υπολογίστηκε σε 13,0% και 12,8%.
Συγκρίσιμων Εισηγμένων Εταιρειών	Εφαρμόστηκε με βάρος 10%	Η συγκεκριμένη μέθοδος λειτουργεί ως συμπληρωματική μέθοδος της Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών για να επιβεβαιώσει το εύρος των αποτελεσμάτων και ευλόγως χρησιμοποιήθηκε με συγκριτικά χαμηλότερη στάθμιση σε σχέση με την βασική μέθοδο
Συγκρίσιμων Συναλλαγών	Εφαρμόστηκε με βάρος 10%	Η συγκεκριμένη μέθοδος λειτουργεί ως συμπληρωματική μέθοδος της Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών για να επιβεβαιώσει το εύρος των αποτελεσμάτων και ευλόγως χρησιμοποιήθηκε με συγκριτικά χαμηλότερη στάθμιση σε σχέση με την βασική μέθοδο

4.3.2. Προεξόφληση Μελλοντικών Ταμειακών Ροών (“DCF”)

Στο πλαίσιο της ανάλυσής μας βασιστήκαμε σε επιχειρηματικό σχέδιο που μας προσκόμισε η Διοίκηση αναφορικά με τα μελλοντικά οικονομικά μεγέθη της «ΑΠΟΛΛΩΝΙΟΝ Α.Β.Ε.Ε.» κατά την περίοδο 2022 – 2025. Βάσει του επιχειρηματικού σχεδίου αναμένεται αύξηση πωλήσεων με ΜΕΡΑ 14,0% κατά την προβλεπόμενη περίοδο, ενώ και η λειτουργική κερδοφορία της εταιρείας αναμένεται να αυξηθεί σημαντικά προσεγγίζοντας επίπεδα παρόμοια με εκείνα πριν από την πανδημία COVID-19.

Το επιτόκιο που χρησιμοποιήθηκε για την προεξόφληση των μελλοντικών ταμειακών ροών προσεγγίζεται από το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (ΜΣΚΚ) που προκύπτει από το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου και των δανειακών κεφαλαίων. Λόγω του γεγονότος ότι η εταιρεία εμφανίζει μεταφερόμενες ζημίες, κατά τα πρώτα δυο έτη (2022 – 2023) δεν έχει υπολογιστεί φόρος, με αποτέλεσμα να διαφοροποιείται το ΜΣΚΚ. Επιπλέον ο συντελεστής β για το ΜΣΚΚ υπολογίστηκε λαμβάνοντας υπόψη τις δυο διαφορετικές δραστηριότητες της εταιρείας (υπηρεσίες τροφίμων και διαχείριση φούρνων) σταθμίζοντας τα δυο β με αποτέλεσμα να προκύψει ένας μικτός συντελεστής β. Κατόπιν των ανωτέρω, υπολογίστηκαν δυο διακριτά ΜΣΚΚ τα οποία διαφοροποιούνται στον φορολογικό συντελεστή και υπολογίζονται ως εξής:

Προβλεπόμενη περίοδος	2022-23	2024-Διηνεκές
Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων	14,3%	14,1%
Κόστος Δανεισμού προ φόρων	2,7%	2,7%
Φορολογικός συντελεστής	0,0%	22,0%
Κόστος Δανεισμού μετά φόρων	2,7%	2,1%
Μόχλευση (ΚΔ / (ΚΔ + ΙΚ))	10,8%	10,8%
Προεξοφλητικό Επιτόκιο	13,0%	12,8%

Πηγή: Thomson Reuters Eikon, Damodaran, Ανάλυση PwC

Για τις ανάγκες της εργασίας μας, απομονώθηκαν ορισμένες βασικές παράμετροι για τη διαμόρφωση της αξίας επιχείρησης της εταιρείας και εξετάστηκε η επίπτωση των μεταβολών τους στη τελική αξία (sensitivity analysis) δημιουργώντας δύο σενάρια για καθεμία από τις παραμέτρους ένα χαμηλό και ένα υψηλό όπως παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα:

Παράγοντας	Χαμηλό	Υψηλό
Ημέρες Εμπορικών Απαιτήσεων	2,0	(2,0)
Ημέρες Εμπορικών Υποχρεώσεων	(4,0)	4,0
Ημέρες Αποθεμάτων	4,0	(4,0)
Κεφαλαιουχικές Δαπάνες	1,0%	(1,0%)
Περιθώριο ΚΠΦΤΑ στο Διηνεκές	(1,0%)	1,0%
Ρυθμός Ανάπτυξης στο Διηνεκές	0,5%	(0,5%)
ΜΣΚΚ	0,5%	(0,5%)

Πηγή: Ανάλυση PwC

4.3.3. Συγκρίσιμες Εισηγμένες Εταιρείες

Στο πλαίσιο της άσκησης μας βασιστήκαμε στις κάτωθι συγκρίσιμες/ ομοειδείς εταιρείες:

Εταιρεία	Χώρα	ΑΕ/Πωλήσεις	ΑΕ/ΚΠΤΦΑ
Υπηρεσίες Τροφίμων (Foodservice)			
Aryzta AG	Ελβετία	0,8x	7,5x
Flowers Foods Inc	Ηνωμένες Πολιτείες	1,4x	11,8x
Grupo Bimbo SAB de CV	Μεξικό	1,1x	7,3x
QAF Ltd	Σιγκαπούρη	0,9x	7,7x
Yamazaki Baking Co Ltd	Ιαπωνία	0,3x	6,0x
Fujiya Co Ltd	Ιαπωνία	0,4x	5,8x
Finsbury Food Group PLC	Ηνωμένο Βασίλειο	0,5x	5,3x
Προσαρμοσμένος μέσος όρος		0,8x	7,3x
Διαχείριση φούρνων			
Greggs PLC	Ηνωμένο Βασίλειο	3,0x	14,0x
S & P Syndicate PCL	Ταϊλάνδη	1,7x	7,1x
DOUTOR NICHIRE Holdings Co Ltd	Ιαπωνία	0,4x	18,8x
Tao Heung Holdings Ltd	Χονγκ Κόνγκ	0,6x	5,3x
Gourmet Master Co Ltd	Ταϊβάν	1,0x	4,5x
Salomon A Angel Ltd	Ισραήλ	0,8x	16,4x
Klas dd Sarajevo	Βοσνία Ερζεγοβίνης	0,9x	9,0x
Retail Food Group Ltd	Αυστραλία	2,4x	7,6x
Προσαρμοσμένος μέσος όρος		1,1x	16,4x

Πηγή: Thomson Reuters Eikon

Λόγω της φύσης της δραστηριότητας της εταιρείας, χρησιμοποιήσαμε δείγματα εταιρειών τα οποία αφορούν τόσο σε υπηρεσίες τροφίμων όσο και σε λιανεμπόριο αντίστοιχων ειδών.

Τα νούμερα που απεικονίζονται με γκρι χρώμα δεν έχουν συμπεριληφθεί στους υπολογισμούς μας καθώς θεωρήθηκαν ακραίες τιμές.

Για τους σκοπούς της ανάλυσής μας τα αποτελέσματα της μεθόδου έχουν προσαρμοστεί (όπου κρίθηκε απαραίτητο) για μέγεθος, εμπορευσιμότητα και πλειοψηφικό ποσοστό.

4.3.4. Συγκρίσιμες Συναλλαγές

Στο πλαίσιο της άσκησης μας βασιστήκαμε στις κάτωθι συγκρίσιμες συναλλαγές. Ομοίως με την προηγούμενη μέθοδο λάβαμε υπόψη συναλλαγές εταιρειών οι οποίες αφορούν τόσο σε υπηρεσίες τροφίμων όσο και σε λιανεμπόριο αντίστοιχων ειδών. Οι δείκτες που χρησιμοποιήσαμε έχουν προσαρμοστεί (όπου κρίθηκε απαραίτητο) για μέγεθος, εμπορευσιμότητα και πλειοψηφικό ποσοστό:

Εταιρεία	Χώρα	Μη προσαρμοσμένοι δείκτες		Προσαρμοσμένοι δείκτες	
		ΑΕ/Πωλήσεις	ΑΕ/ΚΠΤΦΑ	ΑΕ/Πωλήσεις	ΑΕ/ΚΠΤΦΑ
Υπηρεσίες Τροφίμων (Foodservice)					
Roberto Industria Alimentare S.r.l.	Ιταλία	0,4x	8,3x	0,4x	7,5x
Milanopane S.r.l.	Ιταλία	0,9x	7,8x	0,9x	7,8x
Kelsen Group A/S	Δανία	1,9x	13,5x	1,7x	12,2x
Forno della Rotonda S.p.A.	Ιταλία	0,3x	3,1x	0,3x	3,1x
President Bakery PCL (5.09% Stake)	Ταϊλάνδη	3,3x	12,3x	2,9x	10,8x
East Balt, Inc.	Ηνωμένες Πολιτείες	1,5x	9,3x	1,4x	8,4x
Dakri Dystrybucja Sp. z o.o.	Πολωνία	0,5x	6,1x	0,5x	6,1x
Hostess Brands, LLC	Ηνωμένες Πολιτείες	3,7x	12,6x	3,3x	11,2x
Forno della Rotonda S.p.A.	Ιταλία	0,9x	9,1x	0,9x	9,1x
Panrico S.A.U.	Ισπανία	0,7x	14,6x	0,6x	13,1x
Montana Bakery Limited	Ηνωμένο Βασίλειο	0,8x	6,1x	0,8x	6,1x
Προσαρμοσμένος μέσος όρος		0,8x	10,9x	0,7x	10,0x
Διαχείριση φούρνων					
Il Fornaio (America) LLC	Ηνωμένες Πολιτείες	0,7x	μ/δ	0,6x	μ/δ
Backwerk Service GmbH	Γερμανία	0,9x	13,3x	0,8x	12,0x
Lagkagehuset A/S	Δανία	1,6x	10,9x	1,5x	9,8x
Panera Bread Company	Ηνωμένες Πολιτείες	2,6x	18,8x	2,1x	15,2x
Popeyes Louisiana Kitchen Inc	Ηνωμένες Πολιτείες	6,6x	21,1x	5,4x	17,3x
Προσαρμοσμένος μέσος όρος		1,1x	16,0x	1,0x	13,6x

* μ/δ: μη διαθέσιμο

Πηγή: Mergermarket, Ανάλυση PwC

Τα νούμερα που απεικονίζονται με γκρι χρώμα δεν έχουν συμπεριληφθεί στους υπολογισμούς μας καθώς θεωρήθηκαν ακραίες τιμές.

4.3.5. Αποτελέσματα Αποτίμησης

Εφαρμόζοντας τις προαναφερθείσες μεθόδους και λαμβάνοντας υπόψη τους συντελεστές στάθμισης, το αντίστοιχο εύρος της αξίας επιχείρησης εκτιμάται μεταξύ **€13,7 εκ.** και **€17,1 εκ.**, με την μέση τιμή αξίας επιχείρησης, κατά την 31η Δεκεμβρίου 2021, να ανέρχεται σε **€15,4 εκ.**

Αφαιρώντας τις δανειακές υποχρεώσεις και τις προβλέψεις της εταιρείας και προσθέτοντας τα ταμειακά διαθέσιμα, η μέση αξία του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας ανέρχεται σε **€2,4 εκ:**

(σε € εκ.)	Συντελεστής Στάθμισης	Εύρος Αξία Εταιρείας (100%)		
		Χαμηλό	Υψηλό	Μέση τιμή
Μέθοδος Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών ροών	80%	14,2	17,3	15,8
Μέθοδος συγκρίσιμων εισηγμένων εταιρειών	10%	11,2	16,5	13,8
Μέθοδος συγκρίσιμων συναλλαγών	10%	12,3	15,8	14,0
Σταθμισμένη Αξία Εταιρείας	100%	13,7	17,1	15,4
		(+) Ταμειακά διαθέσιμα		0,1
		(-) Δανειακές υποχρεώσεις		(12,8)
		(-) Προβλέψεις		(0,3)
		Αξία Μετοχικού Κεφαλαίου (100%)		2,4

Πηγή: Διοίκηση, Thomson Reuters Eikon, Mergermarket, Ανάλυση PwC

4.4. Σύνοψη Αποτελεσμάτων Αποτίμησης Ομίλου

4.4.1. Σύνοψη αποτελεσμάτων

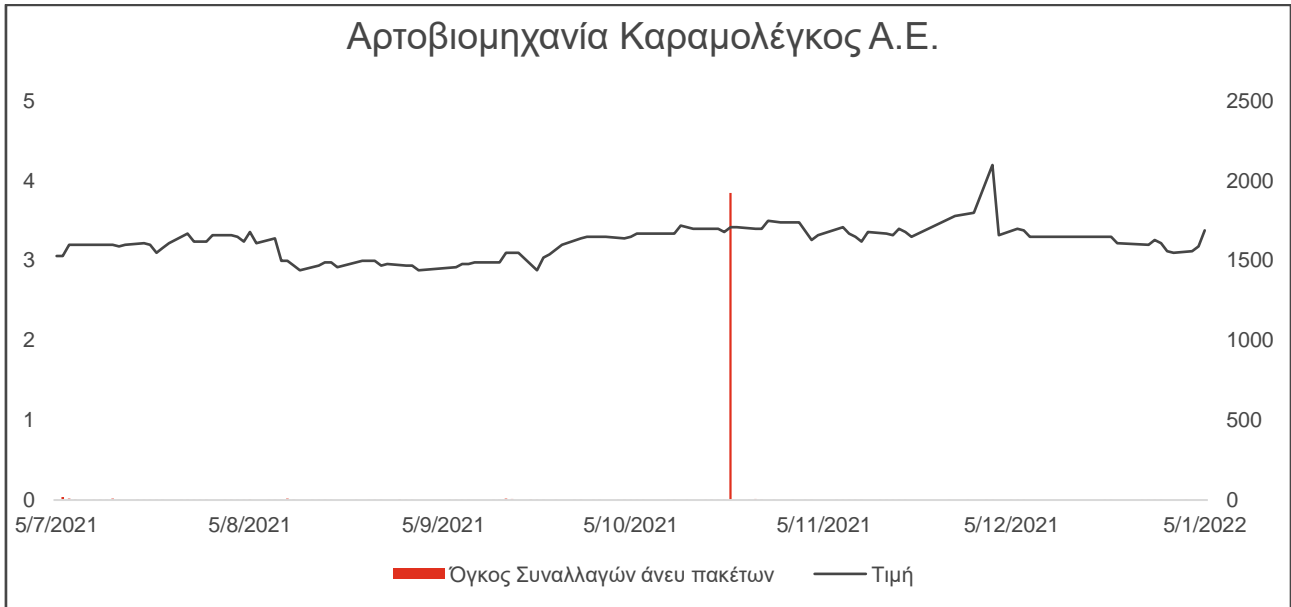
Λαμβάνοντας υπόψη τις αποτιμήσεις των Εταιρειών και την συμμετοχή της Μητρικής στις άλλες δυο εταιρείες, η συνολική Αξία Μετοχικού Κεφαλαίου του Ομίλου υπολογίστηκε ανάμεσα σε **€22,2 εκ. και €36,5 εκ. με μέση τιμή €29,1 εκ., ή €3,06 ανά μετοχή.**

(σε € εκ.)	Μερίδιο	Εύρος Σταθμισμένη Αξία Μετοχικού Κεφαλαίου		
		Χαμηλό	Υψηλό	Μέση τιμή
ΑΡΤΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ Α.Ε.	100%	17,7	29,4	23,2
ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΟΣ BAKERY ROMANIA S.A.	93%	4,1	4,7	4,4
ΑΠΟΛΛΩΝΙΟΝ Α.Β.Ε.Ε.	60%	0,4	2,5	1,5
Εύρος Αξίας Μετοχικού Κεφαλαίου Ομίλου		22,2	36,5	29,1
		Αξία Μετοχικού Κεφαλαίου Ομίλου		29,1
		Αριθμός μετοχών		9.520.980
		Τιμή ανά μετοχή		3,06

Πηγή: Διοίκηση, Thomson Reuters Eikon, Mergermarket, Ανάλυση PwC

4.4.2. Χρηματιστηριακή Αξία

Όπως φαίνεται και από το γράφημα που ακολουθεί η μέση χρηματιστηριακή τιμή της κινητής αξίας, που αποτελεί αντικείμενο της δημόσιας πρότασης, κατά τους έξι (6) μήνες που προηγούνται της ημερομηνίας της Δημόσιας Πρότασης, ήτοι στις 07.01.2022, όπως αυτή η τιμή ορίζεται στο άρθρο 2, παράγραφος (ι) του Νόμου, ανέρχεται σε €3,21 ανά μετοχή.



Πηγή: Χ.Α.Α., Ανάλυση PwC

(σε € εκ.)	Προσαρμοσμένη τιμή	
	Μέσος Όρος	Σταθμισμένος Μέσος Όρος
1M	3,09	3,03
3M	3,12	3,17
6M	3,20	3,21

Πηγή: Χ.Α.Α., Ανάλυση PwC

4.4.3. Συμπέρασμα

Βάσει του άρθρου 9 του Ν. 3461/2006 και της τροποποίησης αυτού, βάσει του άρθρου 108 του Ν. 4514/2018, στο πλαίσιο της υποβολής δημόσιας πρότασης, ως εύλογο και δίκαιο αντάλλαγμα κατά την έννοια της παραγράφου 1 του άρθρου 7 του Ν. 3461/2006 θεωρείται τίμημα σε μετρητά ανά μετοχή το οποίο δεν μπορεί να είναι κατώτερο από:

- ο τη μέση χρηματιστηριακή τιμή της κινητής αξίας, που αποτελεί αντικείμενο της δημόσιας πρότασης, κατά τους έξι (6) μήνες που προηγούνται της ημερομηνίας Δημόσιας Πρότασης, ήτοι €3,2078 / μετοχή,
- ο την υψηλότερη τιμή στην οποία το υπόχρεο πρόσωπο ή κάποιον από τα πρόσωπα που ενεργούν για λογαριασμό του ή συντονισμένα με αυτό απέκτησε, κατά τους δώδεκα (12) μήνες που προηγούνται της Ημερομηνίας Δημόσιας Πρότασης, κινητές αξίες που αποτελούν αντικείμενο της δημόσιας πρότασης, ήτοι €2,50 / μετοχή κατόπιν της εξαγοράς των μετοχών της μετόχου κας Μαρίας Καραμολέγκου από τον Προτείνοντα (Οκτώβριος 2021) και
- ο την αποτίμηση του Συμβούλου, η οποία ανήλθε σε €3.06 ανά μετοχή

Συνεπώς, ως δίκαιο και εύλογο τίμημα σε μετρητά στο πλαίσιο της δημόσιας πρότασης για τις μετοχές της ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ Α.Ε. θεωρείται οποιοδήποτε τίμημα τουλάχιστον ίσο με την μέση χρηματιστηριακή τιμή της τελευταίας κατά το τελευταίο 6μηνο, η οποία ανέρχεται σε €3,2078 ανά μετοχή.

Με εκτίμηση,



ΔΕΣΠΟΙΝΑ ΜΑΡΙΝΟΥ
Α.Μ. Σ.Ο.Ε.Λ. 17681