

ΠΕΝΤΕΔΕΚΑΣ ΑΧΕΠΕΥ

ΕΚΘΕΣΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ

ΚΑΛΛΙΓΚΑΝ ΕΛΛΑΣ ΑΒΕΕ

Αναλυτής/ Εμπειρογνώμονας:

Βασίλειος Τσίτσας
Πιστοποιημένος Αναλυτής,

Αθήνα, 23 Ιανουαρίου 2008

Περιεχόμενα

- | | |
|--|---------------------|
| 1. Συμπεράσματα | Σελίδα 3-5 |
| 2. Πληροφορίες για την εταιρία | Σελίδα 6-9 |
| 3. Χρηματοοικονομικά μεγέθη, προβλέψεις | Σελίδα 10-12 |
| 4. Αποτίμηση με την μέθοδο
discounted cash flow | Σελίδα 13-18 |
| 5. Αποτίμηση με την συγκριτική μέθοδο | Σελίδα 19-20 |
| 6. Τελική τιμή αποτίμησης | Σελίδα 21 |
| 7. Δηλώσεις | Σελίδα 22 |

Παραρτήματα

1. Συμπεράσματα

1.1 Εισαγωγή

Η παρούσα μελέτη αποτίμησης αποτελεί περιληψη των απόψεών μας σε ότι αφορά την αξιολόγηση σε χρηματιστηριακές αξίες των ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας ΚΑΛΛΙΓΚΑΝ ΕΛΛΑΣ ΑΒΕΕ, για τον σκοπό της εξαγοράς μετοχών της από την εταιρία ΒΙΟΣΩΛ Α.Ε., βασιζόμενοι στην απόφαση του ΔΣ της ΒΙΟΣΩΛ ΑΕ, και βάσει της σχετικής σύμβασης μεταξύ της ΠΕΝΤΕΔΕΚΑΣ ΑΧΕΠΕΥ και της ΒΙΟΣΩΛ ΑΕ.

Η αποτίμηση βασίστηκε σε δημοσιευμένες πληροφορίες (οικονομικές και άλλες), στα πορίσματα έκτακτου οικονομικού και νομικού ελέγχου που διενεργήθηκε για την καλύτερη εξέταση της εταιρίας και στις εκτιμήσεις της διοίκησης της αποτιμώμενης εταιρίας.

Το προτεινόμενο εύρος τιμών, βασιζόμενο σε διαφορετικές εκδοχές των δύο μεθόδων είναι μεταξύ **5.266.330** και **8.240.771** ΕΥΡΩ, με εύλογη και δίκαιη την αποτίμηση των μετοχών της εταιρίας στο **ποσόν των 6.119.164 ΕΥΡΩ**

1.2 Αποτίμηση Βάσει της μεθόδου Προσδοκώμενων ταμειακών ροών (DCF)

Αναλόγως των παραδοχών, η αξιολόγηση DCF οδηγεί σε εύρος τιμών μεταξύ 5.886.194 και 8.240.771 ΕΥΡΩ.

A. Η αξία των μετοχών της εταιρίας με βάση την μέθοδο των προσδοκώμενων ταμειακών ροών (DCF) και τις **βασικές παραδοχές** της αξιολόγησής μας,θα είναι

Αξία μετοχών Εταιρίας, Βασικής παραδοχής μεθόδου DCF: 6.937.756 ΕΥΡΩ

B. Βάσει διαφορετικών παραδοχών για την αύξηση του ρυθμού ανάπτυξης των **Ταμειακών Ροών** πέραν της εξεταζόμενης περιόδου, θα οδηγούσε στις ακόλουθες αξιολογήσεις

Ευμενής εκδοχή (1% Υψηλότερος ρυθμός ανάπτυξης Ταμειακών Ροών)	8.241
Βασική παραδοχή	6.938
Δυσμενής Εκδοχή (3% Χαμηλότερος ρυθμός ανάπτυξης Ταμειακών Ροών)	6.067

Σε χιλ. ΕΥΡΩ

Γ. Βάσει διαφορετικών παραδοχών για την αύξηση του ρυθμού ανάπτυξης του **κόστους κεφαλαίου** (WACC) πέραν της εξεταζόμενης περιόδου, θα οδηγούσε στις ακόλουθες αξιολογήσεις

2% Υψηλότερο κόστος κεφαλαίου	5.886
Βασική παραδοχή	6.938
0,5% Χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου	7.286

Σε χιλ. ΕΥΡΩ

1.3 Αποτίμηση Βάσει της μεθόδου Συγκριτικής αποτίμησης P/E

Αναλόγως των παραδοχών, η συγκριτική αποτίμηση P/E οδηγεί σε εύρος τιμών μεταξύ **5.266.330 και 7.494.910 ΕΥΡΩ**.

Βασιζόμενοι στην χρήση συγκλινουσών δημοσιευμένων εκτιμήσεων αναλυτών, υπολογίσαμε τους δείκτες P/E εταιριών, προς τις οποίες οι δραστηριότητες της εταιρίας είναι συναφέστερες, και υπολογίσαμε την αξία της Καλλιγκαν με βάση τα προσδοκώμενα κέρδη του 2007 και του 2009, Τα μεγέθη που προκύπτουν είναι τα ακόλουθα.

Αξιολόγηση βάσει P/E 2007	5.266.330
Αξιολόγηση βάσει P/E 2009	7.494.910

Σταθμισμένη τιμή Αξιολόγησης βάσει μεθόδου P/E*	5.712.046
--	------------------

*με βαρύτητα 80% του P/E 2007 και 20% του P/E 2009

Επομένως, με βάση την σταθμισμένη τιμή της αξιολόγησής βάσει της μεθόδου P/E, η αξία των μετοχών της εταιρίας θα είναι **5.712.046 ΕΥΡΩ**.

1.4 Εύλογη και Δίκαιη Αξία

Για τον υπολογισμό της δίκαιας και εύλογης αξίας, πολλαπλασιάζουμε με 50% το αποτέλεσμα βάσει DCF και 50% βάσει P/E. **Προκύπτει η αξία 6.119.164 ΕΥΡΩ**

2. Πληροφορίες για την Εταιρία

2.1 Γενικά

Η «ΚΑΛΛΙΓΚΑΝ ΕΛΛΑΣ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΙΔΩΝ ΕΠΕΞΕΡΓΑΣΙΑΣ ΥΔΑΤΟΣ», διαθέτει τον διακριτικό τίτλο «ΚΑΛΕΛ» για τις σχέσεις της εταιρείας με την αλλοδαπή, κάνει χρήση του διακριτικού διεθνούς αναγνωρισιμότητος λογότυπου Culligan και εφεξής σε αυτή την μελέτη καλούμενη «εταιρία» ή «ΚΑΛΛΙΓΚΑΝ» ιδρύθηκε το 1977, έχει έδρα την Αθήνα, και διάρκεια έως το 2070 και ασχολείται με

Α. ανάληψη μελετών και εκτέλεση εγκαταστάσεων πάσης φύσεως, σχετικών με την επεξεργασία, τον καθαρισμό, το φιλτράρισμα, τον απιονισμό εν γένει τον εξευγενισμό του ύδατος, τη βιομηχανική και βιοτεχνική παραγωγή πάσης φύσεως μηχανημάτων και συσκευών επεξεργασίας ως και εξαρτημάτων αυτών, σχετικών με τον ανωτέρω εξευγενισμό του ύδατος.

Β. άσκηση εμπορίας και καθ' οποιονδήποτε τρόπον εκμετάλλευση των προϊόντων παραγωγής της εταιρείας και οποιονδήποτε συναφών ειδών, την ενέργεια εισαγωγών από το εξωτερικό και εξαγωγών εις το εξωτερικό αυτών των ειδών και αντιπροσώπευση ημεδαπών και αλλοδαπών οίκων για ίδιο λογαριασμό ή για λογαριασμό τρίτων.

Το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας ανέρχεται, βάσει του νομικού ελέγχου, σε 850 χιλ. Ευρώ. Η εταιρία προήλθε στην παρούσα εταιρική μορφή κατόπιν συγχώνευσης δι απορροφήσεως της ΚΑΛΛΙΓΚΑΝ ΕΡΓΑ ΣΕΡΒΙΣ το 2005, η οποία συνετέλεσε στην σημαντική ενίσχυση του κεφαλαίου της κατά το ίδιο έτος κατά 469 χιλ. ΕΥΡΩ του κεφαλαίου της.

Αποκλειστικός μέτοχος της εταιρίας είναι η κα Βασιλική Τεολόγλου, ενώ το Διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας αποτελείται από συμβούλους (3 ως 5) που εκλέγονται για 5 έτη, με λήξη του παρόντος στις ΔΣ στις 11-6-2009. Το παρόν ΔΣ είναι πενταμελές και εκπροσωπείται από την Πρόεδρο, και βασική μέτοχο, Βασιλική Τεολόγλου και τον Διευθύνοντα Σύμβουλο Ορφέα Μαυρίκιο.

Η εταιρία έχει την αντιπροσώπευση από την διεθνή εταιρεία Culligan, η οποία ιδρύθηκε στις ΗΠΑ πριν από περίπου 70 χρόνια. Πρωτοπόρος εταιρεία στον τομέα της επεξεργασίας νερού, σε λύσεις, όπου χρησιμοποιείται νερό, όπως συστήματα Φίλτρασης, Αποσκλήρυνσης, Αντίστροφης Όσμωσης, Απιονισμού, Αποστείρωσης.

Η Κάλλιγκαν Ελλάς, κατέχει ηγετική θέση στην Ελληνική αγορά συστημάτων επεξεργασίας νερού, με μερίδιο που υπολογίζεται σε 25%, με δεύτερο μεγαλύτερο ανταγωνιστή στο 14% και τρίτο στο 11% περίπου.

Στα υπέρ της εταιρίας είναι ότι είναι πρώτη

- σε αριθμό εγκατεστημένων μονάδων αφαλάτωσης σε Δήμους και Κοινότητες με δυναμικότητα 12.500 m^3 / ημέρα, (53% του συνόλου στην Ελλάδα) από τις οποίες υδρεύονται 50.000 άτομα.
- σε αριθμό εγκατεστημένων ταχυδιυλιστηρίων σε Δήμους και Κοινότητες με δυναμικότητα πάνω από 140.000 m^3 / ημέρα. (85% του συνόλου στην Ελλάδα) από τα οποία υδρεύονται 600.000 άτομα.

Ενώ επίσης έχει

- Εγκαταστήσει την μεγαλύτερη πλήρη μονάδα αφαλάτωσης θαλασσινού νερού σε Δήμο, στην Μύκονο, 2.000 m^3 / ημέρα.
- Εγκαταστήσει το μεγαλύτερο Ταχυδιυλιστήριο στην Ελλάδα - ΕΥΔΑΠ 30.000 m^3 / ημέρα.
- Εγκαταστήσει επιτυχώς και τριτοβάθμια συστήματα επεξεργασίας βιολογικού καθαρισμού για ανακύκλωση νερού όπως την Πρώτη Πιλοτική Μονάδα Ανακύκλωσης για παραγωγή νερού προδιαγραφών ποσίου στην Ελλάδα, δυναμικότητας 320 κυβικών μέτρων νερού την ημέρα για λογαριασμό της ΕΥΑΘ.
- Βραβευθεί για την κατασκευή του Κέντρου Ανανεώσιμων Πηγών Ενέργειας για την μονάδα αφαλάτωσης υφάλμυρου νερού Δήμου Ομηρούπολης Χίου, 600 m^3 / ημέρα.

Διαθέτει πιστοποίηση ποιότητας κατά ISO 9001:2000 και δραστηριοποιείται στα παρακάτω προϊόντα

- Συστήματα χλωρίωσης για απολύμανση υδραγωγείων,
- Συστήματα αποσκλήρυνσης του νερού, (10-6.600 λίτρων)
- Συστήματα απιονισμού του νερού με ιοντοεναλλαγή (φαρμακοβιομηχανίες-βιομ.καλλυντικών, ηλεκτροπαραγωγής, χαλυβουργίες κλπ)
- Συστήματα αφαλάτωσης υφάλμυρου νερού,
- Συστήματα αφαλάτωσης του θαλασσινού νερού και παραγωγής πόσιμου,
- Συστήματα παραγωγής νερού υψηλής ποιότητας για ειδικές εφαρμογές
- (πχ αιμοκάθαρση, παραγωγή φαρμάκων κ.α),

- Συστήματα φίλτρανσης του νερού, τύπου φύσιγγος και επιλεκτικών κλινών
- Συστήματα αφαίρεσης οσμών, γεύσεων και χρώματος από το νερό
- Συστήματα αφαίρεσης σιδήρου και μαγγανίου από το νερό.
- Συστήματα διόρθωσης της οξύτητας του νερού,
- Συστήματα διύλισης του νερού λιμνών και ποταμών για την μετατροπή τους
- σε πόσιμο, οποιασδήποτε δυναμικότητας (ταχυδιυλιστήρια),
- Εγκαταστάσεις βιολογικού καθαρισμού και ανακύκλωσης επεξεργασμένων λυμάτων,
- Δημόσιες Κολυμβητικές δεξαμενές,
- Ιδιωτικές Κολυμβητικές δεξαμενές.

Ειδικά στον τομέα της αφαλάτωσης, φίλτρανσης και διύλισης του νερού, μεταξύ των πελατών της περιλαμβάνονται 55 νοσοκομεία, και κορυφαίες εταιρίες όπως η HBC-Coca Cola, η Unilever και η B.S.P.

Η πορεία των εγκαταστάσεων αλλά και των Εσόδων ήταν αυξητική τα τελευταία έτη τόσο σε συστήματα αφαλάτωσης νερού αντίστροφης όσμωσης σε ιδιωτικές εταιρίες και δήμους, όσο και σε ταχυδιυλιστήρια και συστήματα φίλτρανσης, όπως φαίνεται στον ακόλουθο πίνακα εγκαταστάσεων σε δυναμικότητα (κατά προσέγγιση) της εταιρίας.

	1,997	1,998	1,999	2,000	2,001	2,002	2,003	2,004	2,005	2,006	2,007	1997-2007
Ταχυδιυλιστήρια-Φίλτρανση για Δήμους	2,500	13,500	36,000	1,700	-	3,500	2,000	2,200	8,500	6,600	-	76,500
Αφαλάτωση για Εταιρίες	1,300	-	120	900	90	-	1,800	1,130	1,800	3,000	1,700	11,840
Αφαλάτωση για Δήμους	-	-	-	600	4,000	1,000	-	500	4,500	1,220	250	12,070
Σύνολο	3,800	13,500	36,120	3,200	4,090	4,500	3,800	3,830	14,800	10,820	1,950	100,410
σε κ.μ./ημέρα												

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων της εταιρίας για εγκαταστάσεις. Τα στοιχεία του 2007 αφορούν το πρώτο 7μηνο.

2.2 Δομή κόστους

Η εταιρία απασχολεί 20 εργαζόμενους εκ των οποίων οι 16 έχουν υπαλληλική σχέση ενώ οι άλλοι 4 είναι ωρομίσθιοι. Η μέση αύξηση μισθού ανά έτος ανέρχεται σε 7,5%, κάτι που εκτιμούμε ότι βρίσκεται στα πλαίσια του ανταγωνισμού, ενώ οι συνολικές μισθολογικές αποδοχές αυξάνονται κατά 20% ετησίως, και αποτελούν λιγότερο του 10% του κόστους Πωληθέντων. Κρίσιμα μεγέθη, επομένως, δεν είναι το εργατικό κόστος στην συγκεκριμένη εταιρία, αλλά περισσότερο το κόστος προμήθειας των πρώτων υλών-μηχανημάτων, όσο και οι συνθήκες ανταγωνισμού και ζήτησης.

2.3 Προσφερόμενα Προϊόντα - Υπηρεσίες

Η εταιρία πωλεί συστήματα σε συνδυασμό με υπηρεσίες τοποθέτησης και συντήρησής τους. Το μικτό περιθώριο κέρδους από παροχή υπηρεσιών (ανταλλακτικά, συντήρηση) κινείται σε επίπεδα 47%, από 52% που ήταν προ πενταετίας, το μικτό περιθώριο κέρδους από Πωλήσεις Συστημάτων Αφαλάτωσης κλπ. Πλήν πισινών είναι 37%, και Πισίνων είναι 47%, περίπου 500 μονάδες βάσης χαμηλότερα από τα επίπεδα προ πενταετίας.

2.4 Πιστωτική πολιτική

Οι *προμηθευτές της εταιρίας* διακανονίζονται σε 206 ημέρες το 2006 από 120 ημέρες το 2005. Αυτό δίνει περιθώρια σταθεροποίησης των αναγκών σε κεφάλαιο κίνησης στο εύρος 130 μέχρι 150 ημερών.

2.5 Πελάτες

Υπάρχει σταδιακή χειροτέρευση του διακανονισμού πληρωμών. Από 174 ημέρες το 2004, αυξήθηκε σε 184 ημέρες το 2005 για να φτάσει τις 225 ημέρες. Αυτό εν μέρει οφείλεται στο ότι σημαντικό μέρος των εσόδων αφορά το δημόσιο όπου οι πληρωμές συνήθως καθυστερούν. Οι επισφάλειες κινούνται σε λογικά επίπεδα, ενώ η σημαντική διαφοροποίηση πελατών μειώνει τους κινδύνους εξάρτησης από έναν πελάτη.

2.6 Αποθέματα

Η εταιρία έχει σχετικά ικανοποιητική ταχύτητα κυκλοφορίας αποθεμάτων (120 ημέρες) που όμως χειροτέρευσε αισθητά σε σχέση με το 2005 (ήταν 71 ημέρες).

3. Χρηματοοικονομικά μεγέθη και προβλέψεις

Οι προβλέψεις των μεγεθών της εταιρίας βασίζονται σε παραδοχές και εκτιμήσεις που παρατίθενται ως ακολούθως

3.1 Πωλήσεις

Οι Πωλήσεις συστημάτων επεξεργασίας ύδατος αναμένεται να αυξηθούν σημαντικά τα τελευταία έτη, τόσο στον ιδιωτικό όσο και στον Δημόσιο τομέα ως αποτέλεσμα της χειροτέρευσης της ποιότητας και ποσότητας του διαθέσιμου νερού, των αυξημένων περιβαλλοντικών ευαισθησιών στην χώρα μας, της ενοποίησης των δήμων και της αυξημένης δυνατότητας χρηματοδότησης τέτοιων έργων από κοινοτικά (ΕΕ) και κρατικά κονδύλια. Η εκτίμηση της διοίκησης της εταιρίας, είναι ότι η κυρίαρχη θέση της εταιρίας στον κλάδο της επιτρέπει ικανοποιητική δυνατότητα ανάληψης σημαντικού **ποσοστού** τέτοιων έργων στην αγορά με αποτέλεσμα οι ετήσιες Πωλήσεις Συστημάτων Επεξεργασίας Νερού Δημοσίου Τομέα να προσεγγίσουν σταδιακά τα 5,5 εκ ΕΥΡΩ στον εξεταζόμενο ορίζοντα (2011), ενώ οι πωλήσεις Συστημάτων Επεξεργασίας νερού Ιδιωτικού Τομέα θα φτάσουν, με τις εκτιμήσεις της διοίκησης, τα 4,63 εκ ΕΥΡΩ κατά το ίδιο έτος, ως αποτέλεσμα αύξησης κατά 93% ετησίως κατά το 2007 και 0%-27% στη συνέχεια. Τα έσοδα από Ανταλλακτικά και Αναλώσιμα αναμένεται να αυξάνονται 20% ετησίως από το 2008 ως και το 2011, ενώ ηπιότεροι ετήσιοι ρυθμοί ανάπτυξης (10%-16%) εκτιμάται ότι θα υπάρχουν για Υπηρεσίες συντήρησης-επισκευών.

Αναλυτικά, οι Πωλήσεις της εταιρίας αναμένεται να εξελιχθούν ως ακολούθως.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
ΠΩΛΗΣΕΙΣ ΕΠΕΞ. ΝΕΡΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΤΟΜΕΑ	701	1.050	4.000	4.500	5.000	5.500
Δ%		50%	281%	13%	11%	10%
ΠΩΛΗΣΕΙΣ ΕΠΕΞ. ΝΕΡΟΥ ΙΔ ΤΟΜΕΑ	1.423	2.750	2.750	3.500	4.025	4.629
Δ%		93%	0%	27%	15%	15%
ΚΟΛΥΜΒΗΤΙΚΕΣ ΔΕΞΑΜΕΝΕΣ	437	500	525	551	579	608
Δ%		14%	5%	5%	5%	5%
ΑΝΤΑΛΛΑΚΤΙΚΑ & ΑΝΑΛΩΣΙΜΑ	984	1.050	1.260	1.512	1.814	2.177
Δ%		7%	20%	20%	20%	20%
ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΕΝΤΟΣ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ	218	250	280	320	370	410
Δ%		14%	12%	14%	16%	11%
ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΕΚΤΟΣ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ	146	150	165	182	200	220
Δ%		3%	10%	10%	10%	10%
ΣΥΝΟΛΟ ΠΩΛΗΣΕΩΝ	3.909	5.750	8.980	10.565	11.988	13.543
Δ%		47%	56%	18%	13%	13%

Ποσά σε χιλ. Ευρώ. Πηγή προβλέψεις διοίκησης της εταιρίας.

3.2 Μικτό Περιθώριο Κέρδους

Τα περιθώρια κέρδους υπολογίστηκαν ανάλογα με το μίγμα των προϊόντων ανά έτος. Τα ποσοστά ποικίλλουν από 40% έως 50% αναλόγως του προϊόντος και του προορισμού αυτού (Δημόσιο, Ιδιωτικός τομέας) ως εικονίζεται στον ακόλουθο πίνακα

Δραστηριότητα / Κατηγορία Εσόδων	Ποσοστό Μικτού Κέρδους
ΠΩΛΗΣΕΙΣ ΕΠΕΞ. ΝΕΡΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΤΟΜΕΑ	40%
ΠΩΛΗΣΕΙΣ ΕΠΕΞ. ΝΕΡΟΥ ΙΔ ΤΟΜΕΑ	40%
ΚΟΛΥΜΒΗΤΙΚΕΣ ΔΕΞΑΜΕΝΕΣ	50%
ΑΝΤΑΛΛΑΚΤΙΚΑ & ΑΝΑΛΩΣΙΜΑ	50%
ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΕΝΤΟΣ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ	45%
ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΕΚΤΟΣ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ	50%

Πηγή προβλέψεις διοίκησης της εταιρίας.

3.3 Διοικητικά Εξοδα

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της διοίκησης, τα Διοικητικά Εξοδα θα αυξηθούν από 581 χιλ. ΕΥΡΩ το 2006 σε 726 χιλ. ΕΥΡΩ το 2007 (+25%) και 1.167 χιλ. ΕΥΡΩ το 2008 (+61%). Κατά τα επόμενα έτη οι ρυθμοί ανάπτυξης αυτών των εξόδων αναμένεται να είναι 9%, 4% και 3% αντίστοιχα.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Εξοδα Διοικητικής Λειτουργίας	581	726	1.167	1.268	1.319	1.354
%Πωλήσεων	14,9%	12,6%	13,0%	12,0%	11,0%	10,0%
Δ%		25%	61%	9%	4%	3%
Εξοδα Λειτ. Διάθεσης	603	754	1.257	1.373	1.558	1.761
%Πωλήσεων	15,4%	13,1%	14,0%	13,0%	13,0%	13,0%
Δ%		25%	67%	9%	13%	13%

Πηγή προβλέψεις διοίκησης της εταιρίας. Σε χιλ. ΕΥΡΩ

3.4 Εξοδα Διάθεσης

Τα έξοδα Διάθεσης εκτιμάται, ότι θα σταθεροποιηθούν στο 13,0% των Πωλήσεων σταδιακά, αυξανόμενα κατά 25%, 67% και 9% κατά το 2007, 2008 και 2009.

3.5 Αποσβέσεις

Οι εκτιμήσεις της διοίκησης για αποσβέσεις είναι σταδιακή αύξηση αποσβέσεων από 27.000 ΕΥΡΩ ετησίως το 2006 στα 57.000 ΕΥΡΩ.

3.6 Τόκοι

Η εταιρία υπολογίζει ως ποσοστό τόκων και λοιπών επιβαρύνσεων 11% επί του υπολοίπου δανείων.

3.7 Επενδύσεις

Το επενδυτικό πρόγραμμα της εταιρίας απεικονίζεται στον παρακάτω πίνακα.

Επένδυση	2008	2009	2010	2011
Σύνολο Επενδύσεων	27,000	40,000	52,000	63,000

Πηγή προβλέψεις διοίκησης της εταιρίας. Σε ευρώ

Πρόκειται κυρίως για έπιπλα και μηχανογραφικό εξοπλισμό.

3.8 Φορολογικοί Συντελεστές

Θεωρούμε ότι ο εφαρμοζόμενος φορολογικός συντελεστής επί των κερδών από τις λειτουργικές δραστηριότητες της εταιρίας μειώνεται σε 25% κατά το 2008 και έπειτα.

3.9 Ελεγχοι

Γιά την αρτιότερη αποτίμηση της εταιρίας λάβαμε υπόψιν μας τα πορίσματα Εκτακτου Οικονομικού Ελέγχου (Στ. Σαλούστρος, ΑΜ ΣΟΕΛ 14611, ΣΟΛ για τις χρήσεις 2005 και 2006) όπως και Νομικού Ελέγχου (Μαργαρίτα Καραλή, ΑΜ 25552 ΔΣΑ) που διενεργήθηκαν για τις ανάγκες της αποτίμησης.

Αποτίμηση βάσει προσδοκώμενων ελεύθερων ταμειακών ροών (DCF)

4.1 Μεθοδολογία DCF

Γιά την αποτίμηση των μετοχών χρειάστηκε να εκτιμήσουμε τις προσδοκώμενες ελεύθερες ταμειακές ροές (DCF) της εταιρίας για την εκτιμώμενη περίοδο (2007-2011) και την προεξόφλησή τους σε παρούσα αξία βάσει του σταθμισμένου μέσου κόστους κεφαλαίου (WACC) της εταιρίας. Οι Ελεύθερες ταμειακές ροές υπολογίστηκαν στα λειτουργικά κέρδη προ φόρων και αποσβέσεων (EBIT) προσθέτοντας τις αποσβέσεις (καθώς δεν αποτελούν ταμειακή ροή) και αφαιρώντας σταθμισμένους φόρους (δηλαδή προσδοκώμενους φόρους που αναλογούν σε λειτουργικά και όχι σε χρηματοοικονομικά αποτελέσματα) ανάγκες σε κεφάλαιο κίνησης και ανάγκες σε επενδύσεις (CAPEX) ανά έτος. Η προσέγγιση DCF επίσης περιλαμβάνει την εκτίμηση της υπολλειματικής αξίας (terminal value). Η υπολλειματική αυτή αξία ακολούθως προστίθεται στο άθροισμα των προεξοφλημένων σε παρούσες αξίες, ταμειακών ροών που προαναφέρθηκαν ώστε να μας παράσχει την αξία των εργασιών της εταιρίας.

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές δεν υπολογίζουν χρηματοοικονομικά στοιχεία όπως τόκους και φόρους επί αυτών. Αυτό συμβαίνει διότι η μεθοδολογία WACC αξιολογεί τις εργασίες στο σύνολό τους (χρηματιστηριακή αξία ενεργητικού) και όχι απλώς την αξία των ιδίων κεφαλαίων. Επομένως για να οδηγηθούμε στην αξία των ιδίων κεφαλαίων είναι απαραίτητο να αφαιρέσουμε χρέη και μη λειτουργικές υποχρεώσεις και να προσθέσουμε μη λειτουργικά περιουσιακά στοιχεία που περιλαμβάνονται στην αξιολόγηση DCF. Πρέπει να τονιστεί ότι οι αξίες εξαρτώνται από τις εκτιμήσεις της διοίκησης για την απόδοση της εταιρίας. Οι υποθέσεις των προβλέψεων εξαρτώνται από την πολιτική τιμών και τον ανταγωνισμό. Αξίζει να σημειωθεί ότι η αποτίμηση, που βασίστηκε στις εκτιμήσεις κερδών και ταμειακών ροών που δόθηκαν από την διοίκηση, υποθέτει ότι δεν θα υπάρχουν σημαντικά γεγονότα που να αφορούν το εσωτερικό περιβάλλον της εταιρίας, όπως απεργίες.

4.2 Υποθέσεις Ελεύθερων Ταμειακών Ροών

Οι υπολογισμοί βασίστηκαν στις εκτιμήσεις των πωλήσεων, του μικτού περιθωρίου κέρδους, των λειτουργικών εξόδων και άλλων μεταβλητών που επηρεάζουν τις ταμειακές ροές, προετοιμασμένων από την διοίκηση της εταιρίας βασισμένες σε παρελθούσα εμπειρία και σε εκτιμήσεις για βελτιώσεις στην απόδοση της εταιρίας στο μέλλον.

4.3 Κόστος Κεφαλαίου

Το Κόστος κεφαλαίου χρησιμοποιείται για την προεξόφληση των ταμειακών ροών σε παρούσες αξίες, βάσει του Μοντέλου Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Αξιών (CAPM).

Σύμφωνα με το CAPM, το Κόστος κεφαλαίου είναι συνάρτηση του κόστους ιδίων κεφαλαίων και του μετά φόρων κόστους χρέους.

Για τον προσδιορισμό της αναλογίας του χρέους και των ιδίων κεφαλαίων, πρέπει να υπολογιστεί η σχέση χρέους προς ίδια κεφάλαια. Αυτή η σχέση στους υπολογισμούς μας την υπολογίζουμε στο 0,67. Κάνουμε υπόθεση σταθερής σχέσης μεταξύ των δύο αυτών συντελεστών.

Κατά το καταληκτικό έτος, το κόστος κεφαλαίου θα είναι $WACC=60\%*K_e+40\%*K_d$, όπου K_d συμβολίζει το κόστος ξένων κεφαλαίων και K_e το κόστος ιδίων κεφαλαίων. Ο προσδιορισμός των συντελεστών αυτών εξετάζεται ως ακολούθως.

4.4 Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων

Το κόστος αυτό υπολογίζεται ότι ισούται με το Κόστος αξιογράφων μηδενικού ρίσκου (R_f) προσαυξανόμενο κατά το επασφάλιστρο κινδύνου αγοράς (R_m-R_f) και εκφράζεται με την ακόλουθη εξίσωση

$$K_e=R_f+\beta(R_m-R_f)$$

Το R_f θεωρούμε ότι ισούται με 6%. Είναι μεγαλύτερο από το επιτόκιο τίτλων δεκαετούς διάρκειας (που είναι συμβατό με τον μακροπρόθεσμο ορίζοντα επένδυσης που εξετάζουμε), αλλά η διεθνής εμπειρία σε ώριμες αγορές τείνει προς αυτό το ποσοστό. Καθώς η προσδοκώμενη απόδοση της κεφαλαιαγοράς στο ΧΑ (R_m) είναι ιστορικά 12,5%, το επασφάλιστρο κινδύνου (R_m-R_f) ορίζουμε ότι είναι 6,5%.

Ο συντελεστής βήτα (β) είναι ο δείκτης της συµμεταβλητότητας των µετοχικών αποδόσεων προς την µεταβλητότητα της αγοράς (ΧΑ) και είναι η µονάδα µέτρησης του σχετικού συστηµατικού κινδύνου µιάς εταιρίας συγκρινόµενου µε εκείνον της αγοράς. Η χρηµατιστηριακή αγορά έχει συντελεστή βήτα ίσο µε την µονάδα, πάντα.

Εταιρίες που έχουν συντελεστές βήτα υψηλότερους του μέσου της αγοράς, έχουν υψηλότερο του μέσου κίνδυνο. Ο μέσος συντελεστής βήτα για την Ελλάδα για συγκρίσιμες εταιρίες εξετάζεται παρακάτω

Οι συντελεστές βήτα επηρεάζονται από την μόχλευση της εταιρίας. Το υψηλότερο η μόχλευση, το υψηλότερο το βήτα. Με την χρήση συγκριτικών βήτα για να υπολογίσουμε το βήτα της εταιρίας, πρώτα υπολογίζουμε το μη μοχλευμένο βήτα του κλάδου και στην συνέχεια το σταθµίζουμε ώστε να περιέχει την μόχλευση της εταιρίας Καλλιγκαν, βάσει πάντα της διεθνούς πρακτικής υπολογισµού αυτών των δεικτών.

Στο ΧΑ εκτιµούµε ότι η µόνη εταιρία που µπορεί να θεωρηθεί ότι έχει ικανοποιητική κερδοφορία και σχετικά πιο συναφείς δραστηριότητες µε την εταιρία ΚΑΛΛΙΓΚΑΝ είναι η εταιρία ΓΕΝΙΚΗ ΕΜΠΟΡΙΟΥ ΚΑΙ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ διότι δραστηριοποιείται, από την ίδρυσή της, τόσο στον τοµέα εµπορίας Βιοµηχανικού – Υδραυλικού Εξοπλισµού, κυρίως σε υλικά για την κατασκευή εγγειοβελτιωτικών έργων, βιοµηχανικών συγκροτηµάτων, διυλιστηρίων και ναυπηγικής ενώ σηµαντικό ποσοστό των εµπορευµάτων της Εταιρίας απορροφάται από τον κατασκευαστικό κλάδο, δηλαδή τοµείς µε εν µέρει αντίστοιχους πελάτες και ρυθµούς ανάπτυξης µε εκείνα της ΚΑΛΛΙΓΚΑΝ, και αντίστοιχα ικανοποιητικά περιθώρια κέρδους, µε την διαφορά ότι ο τοµέας προϊόντων επεξεργασίας νερού που εµπορεύεται η ΚΑΛΛΙΓΚΑΝ πιθανότατα στο µέλλον θα έχει υψηλότερους ρυθµούς ανάπτυξης.

Καθώς, βάσει της διεθνούς πρακτικής, πρέπει να υπολογίσουμε το συντελεστή βήτα, υπολογίζουμε, βάσει παλινδρόµησης τιµών της µετοχής προς εκείνες του ΓΔ κατά την τελευταία διετία, το βήτα και εάν η παλινδρόµηση είναι στατιστικά σηµαντική, δηλαδή µε R-Sq-adjusted µεγαλύτερο του 0,15. Βρίσκουµε ότι το βήτα της µετοχής της συγκρινόµενης εταιρίας είναι στατιστικά σηµαντικό (R-sq= 0,18).

Οι τιμές είναι οι ακόλουθες.

R-Sq-adj	BETA
0.18	1.02

Πηγή: Τμήμα Ανάλυσης ΠΕΝΤΕΔΕΚΑΣ ΑΧΕΠΕΥ

Βάσει αυτών, χρησιμοποιούμε την τιμή 1,02 ως βάση για μοχλευμένο βήτα του κλάδου. Η σχέση Χρηματιστηριακής Αξίας Υποχρεώσεων προς Χρηματιστηριακή Αξία Ιδίων κεφαλαίων για τις ίδιες εταιρίες διαμορφώνεται σε 0,93.

Τώρα χρησιμοποιούμε τον τύπο

Μοχλευμένο βήτα = Μη μοχλευμένο Βήτα $(1 + (1 - \text{φορολογικός συντελεστής})(\text{Χρηματιστηριακή Αξία Υποχρεώσεων} / \text{Χρηματιστηριακή Αξία Ιδίων κεφαλαίων}))$,

ώστε να υπολογίσουμε το μη μοχλευμένο βήτα του κλάδου.

Βρίσκουμε ότι αυτό ισούται με 0,60. Με βάση τον τελευταίο δημοσιευμένο ισολογισμό (2006) της ΚΑΛΛΙΓΚΑΝ, και βάσει των τελευταίων διαθέσιμων Ισολογισμών της συγκρίσιμης στο ΧΑ εταιριών, προκύπτει (με τον τύπο που προαναφέραμε, και βάσει του υπολογισμένου P/BV της συγκρίσιμης εταιρίας) ότι **το μοχλευμένο βήτα της εταιρίας ισούται με 1,38**

Στους υπολογισμούς μας χρησιμοποιήσαμε διάμεσες τιμές ώστε να ουδετεροποιήσουμε το αποτέλεσμα των ακραίων τιμών στο δείγμα. Εναλλακτικά θα μπορούσαμε να χρησιμοποιήσουμε μέσες τιμές, που θα οδηγούσαν σε ευνοικότερες για την Καλλιγκαν αποτιμήσεις (το μοχλευμένο βήτα της εταιρίας θα υπολογίζονταν ίσο με 0,65 με αποτέλεσμα χαμηλότερο συντελεστή προεξόφλησης ταμειακών ροών και επομένως υψηλότερη αποτίμηση). Βάσει όμως της αρχής του συντηρητισμού, και βάσει των αρχών της στατιστικής, η χρήση της διαμέσου, την οποία κάναμε, οδηγεί σε ορθότερα αποτελέσματα.

Συνολικά, στο τέλος του εξεταζόμενου ορίζοντα, το Κόστος ιδίων κεφαλαίων εκτιμάμε ότι αντιστοιχεί σε $K_e = 6\% + 1,38 * 6,5\% = 14,97\%$, ενώ το μέσο σταθμισμένο **κόστος Κεφαλαίου σε WACC** $= K_e * W_e + K_d * W_d = 11,38\%$

4.5 Ρυθμοί Ανάπτυξης πέραν του εξεταζόμενου ορίζοντα

Οι ρυθμοί ανάπτυξης Ταμειακών Ροών πέραν από τον εξεταζόμενο ορίζοντα θεωρούμε για λόγους συντηρητισμού ότι θα είναι αρνητικές (-1% ετησίως), λόγω τεχνολογικών παραγόντων και αυξανόμενου ανταγωνισμού.

4.6 Αποτελέσματα Αξιολόγησης DCF (Βασικές Παραδοχές)

Με βάση την αξιολόγησή μας, η αξία των μετοχών της εταιρίας με βάση την μέθοδο των προσδοκώμενων ταμειακών ροών (DCF) και την βασική παραδοχή, θα είναι

Αξία μετοχών Εταιρίας, βάσει μεθόδου DCF (βασική παραδοχή) : 6.937.756 ΕΥΡΩ

ενώ με βάση **στάθμιση** για διαφορετικά ενδεχόμενα, (η στάθμιση επεξηγείται στην σελ. 21 αυτής της αποτίμησης) η αξία των μετοχών της εταιρίας με βάση την μέθοδο των προσδοκώμενων ταμειακών ροών (DCF) θα είναι

Αξία μετοχών Εταιρίας, βάσει μεθόδου DCF (σταθμισμένη) : 6.526.281 ΕΥΡΩ

4.7 Ανάλυση Ευαισθησίας

Βάσει διαφορετικών παραδοχών για το κόστος κεφαλαίου (10,88% έως 13,88%) και Ρυθμών ανάπτυξης Ταμειακών Ροών για την, πέραν της εξεταζόμενης, περίοδο (+1% μέχρι -3%) διαμορφώνονται οι κάτωθι αποτιμήσεις.

		Μέσο Σταθμισμένο Κόστος κεφαλαίου (WACC)		
		10,88%	11,38%	13,88%
ρυθμοί ανάπτυξης				
	1%	8.623	8.241	6.695
	-1%	7.286	6.938	5.886
	-3%	6.261	6.067	5.269

Σε χιλ. ΕΥΡΩ

4.8 Αποτέλεσμα αύξησης του ρυθμού ανάπτυξης των ταμειακών Ροών

Επομένως, η αύξηση του ρυθμού ανάπτυξης των Ταμειακών Ροών κατά την πέραν της εξεταζόμενης περιόδου, θα οδηγούσε στις ακόλουθες αξιολογήσεις

1% Υψηλότερο	8.241
Βασική παραδοχή	6.938
3% Χαμηλότερο	6.067

Σε χιλ. ΕΥΡΩ

4.9 Αποτέλεσμα αύξησης του μέσου κόστους κεφαλαίου (WACC)

Επομένως, η αύξηση του ρυθμού ανάπτυξης του Μέσου κόστους κεφαλαίου (WACC) κατά την πέραν της εξεταζόμενης περιόδου, θα οδηγούσε στις ακόλουθες αξιολογήσεις

2% Υψηλότερο (10,26%)	5.886
Βασική παραδοχή	6.938
0,5% Χαμηλότερο (12,26%)	7.286

Σε χιλ. ΕΥΡΩ

4. Συγκριτική Αποτίμηση

Εναλλακτικά, εφαρμόζουμε συγκριτική μέθοδο αποτίμησης και συγκεκριμένα την μέθοδο του συγκριτικού δείκτη P/E (σχέση τιμής προς κέρδη ανά μετοχή).

Χρησιμοποιούμε την σχέση P/E, για τους ακόλουθους λόγους

- Η σχέση P/BV δεν είναι επιτυχής για σύγκριση εισηγμένων με μη εισηγμένες εταιρίες. Ο λόγος είναι ότι η υπεραξία που προκύπτει από την είσοδο μετοχών στο χρηματιστήριο (από την διαφορά τιμής εισόδου από την ονομαστική τιμή της μετοχής) επηρεάζει σοβαρά την τιμή του παρανομαστή αυτού του δείκτη, δηλαδή την αξία Ιδίων κεφαλαίων (BV), προ εισόδου και μετά εισόδου στο ΧΑ.
- Οι δείκτες P/CF και EV/EBITDA είναι περισσότερη χρήσιμη για συγκριτικές αποτιμήσεις βιομηχανικών και λιγότερο εμπορικών εταιριών και καθώς η ΚΑΛΛΙΓΚΑΝ έχει ως βάση σύγκρισης εμπορικές εταιρίες, η μέθοδος αυτή εκτιμούμε ότι δεν είναι η δέουσα.
- Η συγκρίσιμη με την ΚΑΛΛΙΓΚΑΝ εταιρία είναι εταιρία με συνεχή κερδοφορία και ικανοποιητική **ανάπτυξη**, και επομένως τόσο η προβλεψιμότητα των κερδών, όσο και τα περιθώρια κερδοφορίας και οι ρυθμοί ανάπτυξης είναι σχετικώς προβλέψιμα. Ως αποτέλεσμα των παραπάνω, η χρήση του δείκτη P/E εκτιμούμε ότι είναι δόκιμη, και οδηγεί σε σχετικώς ασφαλή (συντηρητικά) αποτελέσματα, καθώς οι ρυθμοί ανάπτυξης των κερδών της ΚΑΛΛΙΓΚΑΝ είναι πλέον πιθανό ότι θα είναι υψηλότεροι της συγκρινόμενης εταιρίας, λόγω των ευνοικών μακροοικονομικών προοπτικών των εταιριών βιολογικού καθαρισμού, στις οποίες εξάλλου αναφερθήκαμε νωρίτερα.

Η συγκριτική αποτίμηση βάσει του δείκτη P/E στηρίζεται στον μετασχηματισμό του μοντέλου Gordon. Βασιζόμενοι στην υπόθεση ότι η πλέον αξιόπιστη μέθοδος υπολογισμού του συγκρίσιμου δείκτη P/E είναι η χρήση συγκλινουσών δημοσιευμένων εκτιμήσεων αναλυτών, και με βάση την εκτίμηση της διοίκησης της συγκρινόμενης εταιρίας και υποθέτοντας ρυθμό ανάπτυξης 20% ετησίως για την κερδοφορία της συγκρινόμενης εταιρίας κατά τα επόμενα δύο έτη υπολογίσαμε τους δείκτες P/E της συγκρινόμενης εταιρίας για τα προσδοκώμενα κέρδη του 2007 και του 2009. Δίνουμε μεγαλύτερη βαρύτητα στην εκτίμηση βάσει κερδών του 2007 (80%) έναντι της εκτίμησης για το 2009 (20%), διότι καθώς απομακρυνόμαστε χρονικά αυξάνονται οι αστάθμητοι παράγοντες. Για λόγους συντηρητισμού, υποθέσαμε ως τιμή υπολογισμού του P/E την

χαμηλότερη χρηματιστηριακή τιμή κλεισίματος της μετοχής κατά τους προηγούμενους 6 μήνες, και από την υπολογισθείσα αξία αφαιρέσαμε 25% καθώς η αποτιμώμενη είναι μη εισηγμένη εταιρία.

	Δείκτης P/E	
	2007	2009

ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ ΚΛΑΔΟΥ	9,35	6,49
--------------------------	-------------	-------------

Με βάση τους υπολογισμούς μας των κερδών μετά φόρων της εταιρίας ΚΑΛΛΙΓΚΑΝ, βάσει πάντα των εκτιμήσεων της διοίκησης, υπολογίζουμε τις κάτωθι τιμές (σε ΕΥΡΩ).

Αξιολόγηση βάσει P/E 2007	5.266.330
Αξιολόγηση βάσει P/E 2009	7.494.910

Σταθμισμένη τιμή Αξιολόγησης βάσει μεθόδου P/E*	5.712.046
--	------------------

*με βαρύτητα 80% του P/E 2007 και 20% του P/E 2009

5. Τελική Τιμή Αποτίμησης

Με βάση τα μεγέθη που υπολογίσαμε προηγουμένως, προχωρούμε σε στάθμιση των αποτιμήσεων ώστε να προσδιορίσουμε την δίκαια και εύλογη αξία της εταιρίας. Για τον σκοπό αυτό ακολουθούμε 3 βήματα.

Βήμα 1 από 3

Για τον υπολογισμό της σταθμισμένης τιμής βάσει DCF, πολλαπλασιάζουμε με 20% το αποτέλεσμα της Βασικής παραδοχής, κατά 10% έκαστο των αισιόδοξων εκδοχών (βάσει χαμηλότερου υψηλότερου ανάπτυξης, βάσει χαμηλότερου WACC) και κατά 30% έκαστο των απαισιόδοξων εκδοχών (βάσει χαμηλότερου ρυθμού ανάπτυξης, και βάσει υψηλότερου WACC). Προκύπτει η αξία 6.526.281 ΕΥΡΩ

Βήμα 2 από 3

Για τον υπολογισμό της σταθμισμένης τιμής μεθόδου P/E, πολλαπλασιάζουμε με 80% το αποτέλεσμα βάσει P/E 2007, και κατά 20% το αποτέλεσμα βάσει P/E 2009. Προκύπτει η αξία 5.712.046 ΕΥΡΩ

Βήμα 3 από 3

Για τον υπολογισμό της δίκαιας και εύλογης αξίας, πολλαπλασιάζουμε με 50% το αποτέλεσμα βάσει DCF και 50% βάσει P/E. Προκύπτει η αξία 6.119.164 ΕΥΡΩ

Υπολογισμός βάσει μεθόδου	ΑΞΙΑ (σε ΕΥΡΩ)	Στάθμιση		
		DCF	P/E	DCF + P/E
DCF βάσει χαμηλότερου ρυθμού ανάπτυξης	6.067.256	30%		
DCF βάσει υψηλότερου ρυθμού ανάπτυξης	8.240.771	10%		
DCF βάσει χαμηλότερου WACC	7.286.183	10%		
DCF βάσει υψηλότερου WACC	5.886.194	30%		
DCF βάσει βασικής παραδοχής	6.937.756	20%		
Σταθμισμένη τιμή μεθόδου DCF	6.526.281	100%		50%
βάσει P/E 2007	5.266.330		80%	
βάσει P/E 2009	7.494.910		20%	
Σταθμισμένη τιμή μεθόδου P/E	5.712.046		100%	50%
Μέση Τιμή αποτίμησης	6.119.164			100%

6. Δηλώσεις

- 1.** Η ΠΕΝΤΕΔΕΚΑΣ ΑΧΕΠΕΥ προέβη στην διενέργεια σποτίμησης της εταιρίας ΚΑΛΛΙΓΚΑΝ και κρίνει ως εύλογη και δίκαιη την αποτίμηση των μετοχών της εταιρίας **στο ποσόν των 6.119.164 ΕΥΡΩ.**
- 2.** Το ποσόν αυτό προκύπτει ως συνάρτηση μεταξύ των 5.712.046 ΕΥΡΩ και 6.526.281 ΕΥΡΩ που υπολογίσαμε με βάση δύο διαφορετικές μεθόδους αποτίμησης που χρησιμοποιήσαμε (συγκριτική αποτίμηση βάσει δείκτη P/E, και αποτίμηση βάσει της μεθόδου προεξόφλησης προσδοκώμενων ταμειακών ροών (DCF), ακολούθως), και οι οποίες βασίστηκαν σε εύρος τιμών μεταξύ 5.266.330 και 8.240.771 ΕΥΡΩ, αναλόγως των επιμέρους εκδοχών (σεναρίων).
- 3.** Το τίμημα εξαγοράς των μετοχών της εταιρίας στα πλαίσια του εύρους τιμών που υπολογίστηκε ως άνω είναι εύλογο και δίκαιο.
- 4.** Δηλώνουμε ότι οι μέθοδοι αποτίμησης που υιοθετήθηκαν είναι κατάλληλες για την συγκεκριμένη περίπτωση.
- 5.** Η ΠΕΝΤΕΔΕΚΑΣ ΑΧΕΠΕΥ και ο εμπειρογνώμονας/αναλυτής Βασίλειος Τσίτσας που διενήργησε την αποτίμηση δηλώνουν ότι δεν συνδέονται καθ' οιονδήποτε τρόπο με την εξεταζόμενη εταιρία για την τελευταία πενταετία.

Παράρτημα

Εκτιμώμενα Μεγέθη Βασικής παραδοχής μεθόδου DCF

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Πωλήσεις	3.909	5.750	8.980	10.565	11.988	13.543
Κόστος Πωληθέντων	2.210	3.268	5.179	6.098	6.915	7.805
Μικρά αποτελέσματα Εκμίσθλευσης	1.699	2.483	3.801	4.466	5.073	5.738
Εξοδα Διοίκησης	581	726	1.167	1.268	1.319	1.354
Εξοδα Διάθεσης	603	754	1.257	1.373	1.558	1.761
Μερικά αποτελέσματα εκμίσθλευσης	515	1.003	1.376	1.825	2.196	2.623
Χρηματοοικονομικά αποτελέσματα	-121	-139	-176	-224	-102	-91
Αποτελέσματα προ φόρων	317	751	1.155	1.539	2.024	2.450
Φόρος Εισοδήματος	-51	-200	-333	-441	-531	-635
Κέρδη Μετά Φόρων	266	551	823	1.098	1.492	1.815
FCI		40	27	40	52	63
WCI		378	1.319	1.073	640	700
FCF		102	-338	351	1.066	1.329
Ke		15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Kd		6,2%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
WACC		11,45%	11,38%	11,38%	11,38%	11,38%
Disc Rate	DCF.V	1,11	1,24	1,38	1,54	1,72
FCFs	6.938	91	-272	254	692	775

μεγέθη σε χιλιάδες ΕΥΡΩ