

# Έκθεση της Euroxx Χρηματιστηριακής Α.Ε.Π.Ε.Υ.

Προς το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας  
Orlando-Equity Holding Limited

26 Ιανουαρίου 2021

Αναφορικά με την αποτίμηση των μετοχών της εταιρείας με την επωνυμία «PAPERPACK ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΚΤΥΠΩΣΕΩΣ, ΚΥΤΙΟΠΟΙΙΑΣ ΚΑΙ ΕΙΔΩΝ ΧΑΡΤΙΝΗΣ ΣΥΣΚΕΥΑΣΙΑΣ», βάσει των διατάξεων των παρ. 6 και 7 του άρθρου 9 του Ν. 3461/2006, που προστέθηκαν με την παράγραφο 2 του άρθρου 108 του Ν. 4514/2018), στο πλαίσιο της επικείμενης υποβολής υποχρεωτικής Δημόσιας Πρότασης Αγοράς Κινητών Αξιών από την εταιρεία με την επωνυμία ORLANDO-EQUITY HOLDING LIMITED



# Περιεχόμενα

---

- 01 Εισαγωγή
- 02 Σύνομη Περιγραφή της Συναλλαγής
- 03 Μεθοδολογία
- 04 Σύνοψη Αποτελεσμάτων
- 05 Ρήτρα μη Ευθύνης

**Δημόσια Πρόταση**

**Έκθεση Αποτίμησης ή Αποτίμηση ή Έκθεση**

**Εταιρεία**

**Μετοχές**

**Προτείνων**

**Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος ή Σύμβουλος**

Η επικείμενη υποβολή υποχρεωτικής δημόσιας πρότασης αγοράς κινητών αξιών  
Η έκθεση του Συμβούλου αναφορικά με την αποτίμηση των μετοχών της  
Εταιρείας

PAPERPACK ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΚΤΥΠΩΣΕΩΣ,  
ΚΥΤΙΟΠΟΙΙΑΣ ΚΑΙ ΕΙΔΩΝ ΧΑΡΤΙΝΗΣ ΣΥΣΚΕΥΑΣΙΑΣ ή PAPERPACK A.B.E.E.

Οι συνολικά 3.953.090 κοινές, ονομαστικές μετά ψήφου, άυλες μετοχές της  
Εταιρείας

ORLANDO EQUITY HOLDING LTD

Euroxx Χρηματιστηριακή Α.Ε.Π.Ε.Υ.



# Εισαγωγή

---

## Εισαγωγικές Δηλώσεις (1/2)

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

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

I. Προκειμένου να καταλήξουμε στις απόψεις μας, οι οποίες περιλαμβάνονται στην παρούσα Έκθεση Αποτίμησης, μελετήσαμε τις δημόσια διαθέσιμες επιχειρηματικές και οικονομικές πληροφορίες που σχετίζονται με την Εταιρεία. Επιπλέον, μελετήσαμε πρόσθετες πληροφορίες σχετικά με το πλαίσιο λειτουργίας της Εταιρείας και το επενδυτικό της σχέδιο.

II. Συγκρίναμε την Εταιρεία με ελληνικές και διεθνείς εισηγμένες εταιρείες με παρόμοιες δραστηριότητες και λάβαμε υπόψη μας τους οικονομικούς όρους ορισμένων παρόμοιων συναλλαγών. Λάβαμε, επίσης, υπόψη μας χρηματοοικονομικές μελέτες, οικονομικά κριτήρια και κριτήρια αγοράς, καθώς και άλλες πληροφορίες που κρίναμε σχετικές. Για την αποτίμηση των μετοχών που αποτελούν αντικείμενο της Δημόσιας Πρότασης, χρησιμοποιήσαμε διάφορες επιστημονικές μεθόδους, ενδέχεται, όμως, από τη χρήση άλλων μεθόδων, έναντι αυτών που χρησιμοποιήσαμε, το αποτέλεσμα να διαφέρει.

III. Η εργασία αποτίμησης εταιρειών/δραστηριοτήτων δε μπορεί να θεωρηθεί ακριβής επιστήμη και τα συμπεράσματα στα οποία η εργασία αυτή καταλήγει είναι, σε πολλές περιπτώσεις, υποκειμενικά και εξαρτώνται από την κρίση

εκείνου που διενεργεί την αποτίμηση. Οι γνωματεύσεις μπορεί να διαφέρουν λόγω των διαφόρων ιδιαιτέρων εκτιμήσεων που πρέπει να γίνουν, ακόμα και αν χρησιμοποιηθούν τα ίδια δεδομένα και οι ίδιες παραδοχές.

Συνεπώς, δεν υπάρχει μία μοναδική μέθοδος για τον προσδιορισμό μίας αδιαμφισβήτητης αξίας, αν και οι κοινώς αποδεκτές μέθοδοι είναι απαραίτητες για τον καθορισμό του εύλογου των συμπερασμάτων.

IV. Θεωρήσαμε, για τους σκοπούς της Έκθεσης Αποτίμησης, ότι όλες οι πληροφορίες που μας παρασχέθηκαν είναι πλήρεις και ακριβείς ως προς τα ουσιώδη στοιχεία τους και δεν έχουμε προβεί σε ανεξάρτητη επιβεβαίωση των πληροφοριών αυτών. Σε σχέση με ιστορικές, επιχειρηματικές, και οικονομικές πληροφορίες που μας χορηγήθηκαν, θεωρήσαμε ότι οι πληροφορίες αυτές έχουν συγκεντρωθεί κατά εύλογο τρόπο σύμφωνα με αδιαλείπτως εφαρμοζόμενα πρότυπα και απεικονίζουν με ακρίβεια την πραγματική επιχειρηματική και οικονομική θέση της Εταιρείας κατά την ημερομηνία στην οποία αναφέρονται. Σχετικά με πληροφορίες που αναφέρονται στο μέλλον, θεωρήσαμε ότι αυτές έχουν συγκεντρωθεί κατά εύλογο τρόπο επί τη βάση των καλύτερων διαθέσιμων εκτιμήσεων και κρίσεων της παρούσας διοίκησης της Εταιρείας κατά τη σημερινή ημερομηνία ως προς τη μελλοντική απόδοση της Εταιρείας.

V. Δεν έχουμε προβεί σε αποτίμηση ή σε ανεξάρτητη εκτίμηση των διακριτικών περιουσιακών στοιχείων της Εταιρείας, ούτε μας έχουν παρασχεθεί τέτοιες αποτιμήσεις ή εκτιμήσεις από τη διοίκηση της Εταιρείας.

## Εισαγωγικές Δηλώσεις (2/2)

Η παρούσα Έκθεση δεν περιλαμβάνει αποτίμηση ή εκτίμηση οποιαδήποτε περιουσιακού στοιχείου της Εταιρείας και δεν πρέπει να χρησιμοποιηθεί κατά τέτοιο τρόπο. Δεν προχωρήσαμε σε επιτόπια επιθεώρηση περιουσιακών στοιχείων ή εγκαταστάσεων της Εταιρείας στο πλαίσιο της προετοιμασίας της παρούσας. Δεν είχαμε οποιαδήποτε επαφή με συνεργάτες ή συνεργαζόμενες με την Εταιρεία εταιρείες. Δεν έχουμε διενεργήσει οποιαδήποτε οικονομικό ή νομικό έλεγχο της Εταιρείας ή των επιμέρους περιουσιακών στοιχείων της και δεν έχουμε εκτιμήσει τις επιπτώσεις τυχόν εκκρεμοδικιών στην περιουσιακή της κατάσταση. Δεν έχουμε ερευνήσει ούτε αναλαμβάνουμε οποιαδήποτε ευθύνη σε σχέση με την κυριότητα επί ή με οποιασδήποτε απαίτηση κατά των περιουσιακών στοιχείων της Εταιρείας. Αν και έχουμε, κατά περίπτωση, χρησιμοποιήσει διάφορες υποθέσεις, κρίσεις, και εκτιμήσεις, τις οποίες θεωρούμε εύλογες και δέουσες ενόψει των καταστάσεων, δεν είναι δυνατό να βεβαιωθεί η ακρίβεια ή η δυνατότητα επίτευξης των υποθέσεων, κρίσεων και εκτιμήσεων αυτών. Οι υποθέσεις, εκτιμήσεις και κρίσεις αυτές έχουν συζητηθεί με τη διοίκηση της Εταιρείας πριν τη σύνταξη της παρούσας Έκθεσης.

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

παράγοντες, όπως μελλοντικές εξελίξεις των δημοσιονομικών της χώρας δραστηριότητας της Εταιρείας και εξελίξεις στο εποπτικό και νομοθετικό πλαίσιο.

VII. Δεν παρέχουμε γνώμη σχετικά με την πιθανότητα επίτευξης των παρουσιαζόμενων προβλέψεων, ούτε των βασικών παραδοχών. Ως εκ τούτου, δεν αναλαμβάνουμε καμία ευθύνη σχετικά με την επίτευξη των παρουσιαζόμενων προβλέψεων. Σημειώνεται, ότι η πραγματική αγοραία τιμή μίας εταιρείας είναι πιθανό να διαφέρει από την εκτιμώμενη αγοραία αποτίμησή της. Η απόκλιση μπορεί να προκύψει από διάφορους παράγοντες, όπως οι συνθήκες αγοράς και οι προσδοκίες των συναλλασσόμενων μερών.

VIII. Η παρούσα Έκθεση Αποτίμησης παρέχεται αποκλειστικά προς το Διοικητικό Συμβούλιο του Προτείνοντος, προκειμένου να υποβληθεί στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και να δημοσιοποιηθεί σύμφωνα με το άρθρο 16 του Ν. 3461/2006. Ο Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος δεν αναλαμβάνει οποιαδήποτε ευθύνη έναντι οποιουδήποτε, πέρα από αυτές που προκύπτουν από την ιδιότητά του ως Χρηματοοικονομικού Συμβούλου.

IX. Σημειώνουμε ότι για τη διενέργεια της παρούσας Αποτίμησης μας παρασχέθηκαν από την Εταιρεία όλα τα αναγκαία οικονομικά στοιχεία που ζητήσαμε. Σημειώνουμε, επίσης, ότι δεν έχουμε ούτε είχαμε ποτέ κατά τα τελευταία πέντε (5) έτη καμία επαγγελματική σχέση ή συνεργασία με τον Προτείνοντα ή με τα πρόσωπα που ενεργούν συντονισμένα με αυτόν ή/και με την Εταιρεία και τα συνδεδεμένα με αυτήν πρόσωπα.

## Σύντομη Περιγραφή της Συναλλαγής

---

## Ιστορικό

---

Ήδη όπως μας γνωστοποίησε στις 13.01.2021, ο Προτείνων θα υποβάλει τη Δημόσια Πρόταση για την οποία και διενεργήθηκε η παρούσα Αποτίμηση, όπως προβλέπεται από τις διατάξεις των παρ. 6 και 7 του άρθρου 9 του Ν. 3461/2006 που προστέθηκαν με την παράγραφο 2 του άρθρου 108 του Ν. 4514/2018.

Η Δημόσια Πρόταση αφορά στην απόκτηση του συνόλου των μετοχών, τις οποίες δεν κατείχε, άμεσα ή έμμεσα, ο Προτείνων ή/και οποιοδήποτε από τα πρόσωπα που ενεργούν συντονισμένα κατά την ημερομηνία της Δημόσιας Πρότασης, ήτοι 394.288 μετοχές, οι οποίες αντιπροσωπεύουν ποσοστό περίπου 9,97% του συνολικού καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου και των δικαιωμάτων ψήφου της Εταιρείας.

Σημειώνεται ότι, κατά την ημερομηνία της Δημόσιας Πρότασης, ο Προτείνων κατείχε 3.558.802 μετοχές που αντιστοιχούν σε περίπου 90,02% του συνολικού καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου και των δικαιωμάτων ψήφου της Εταιρείας, ενώ ούτε ο Προτείνων ούτε άλλο πρόσωπο που ενεργεί συντονισμένα με τον Προτείνοντα κατείχε, άμεσα ή έμμεσα, άλλες μετοχές ή δικαιώματα ψήφου της Εταιρείας κατά την ανωτέρω ημερομηνία και την ημερομηνία της Δημόσιας Πρότασης.



## Γενικές Πληροφορίες για την Εταιρεία

Η εταιρεία PAPERPACK A.B.E.E. είναι Ελληνική Ανώνυμη Εταιρεία καταχωρημένη στα Μητρώα Ανωνύμων Εταιρειών του Υπουργείου Ανάπτυξης με Αρ. 35197/06/Β/96/101 και αρ. ΓΕΜΗ 004465901000.

Έδρα της εταιρείας, είναι ο Δήμος Κηφισιάς Αττικής, επί της οδού Βιλτανιώτη 24 και Μενεξέδων, Τ.Κ. 14564, όπου και στεγάζονται τόσο οι διοικητικές υπηρεσίες όσο και η παραγωγική της δραστηριότητα.

Οι Μετοχές της διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών από το έτος 2000.

Η Εταιρεία δραστηριοποιείται στον κλάδο εκτυπώσεων, κυτιοποιίας και χάρτινης συσκευασίας, τροφοδοτώντας κυρίως βιομηχανικές μονάδες με χάρτινα κουτιά και έντυπα, για τη συσκευασία και προώθηση των προϊόντων τους, όπως καλλυντικά, τρόφιμα, ποτά, τσιγάρα, φάρμακα και απορρυπαντικά.

Πιο αναλυτικά, η Εταιρεία λειτουργεί μία πλήρως καθετοποιημένη μονάδα στην οποία πραγματοποιείται ο σχεδιασμός, η εκτύπωση και η παραγωγή κουτιών χάρτινης συσκευασίας και εντύπων με εξειδικευμένες απαιτήσεις ποιότητας, όσον αφορά στις πρώτες ύλες και στην επεξεργασία.

Η εκτύπωση των προϊόντων γίνεται με τελειότατου τύπου μηχανές offset. Οι δραστηριότητες αυτές ανήκουν στον τομέα της χάρτινης συσκευασίας.

Επιπρόσθετα, μέσω της θυγατρικής της εταιρείας PROMOCARTON A.E., η Εταιρεία έχει επεκτείνει τη δραστηριότητά της και στην εμπορία χάρτινων προωθητικών μέσων (τομέας προωθητικά μέσα), όπως displays, stands, κλπ, διεισδύοντας έτσι και σε εμπορικούς πελάτες, με χαρτοφυλάκιο κυρίως καταναλωτικών προϊόντων.

Οι δραστηριότητες αυτές ανήκουν στον τομέα των προωθητικών μέσων.

Η Εταιρεία έχει έντονη εξαγωγική δραστηριότητα, με τις άμεσες και έμμεσες εξαγωγές της (για το 2019) να αποτελούν περισσότερο από το 60% της συνολικής παραγωγής της.

## Μεθοδολογία

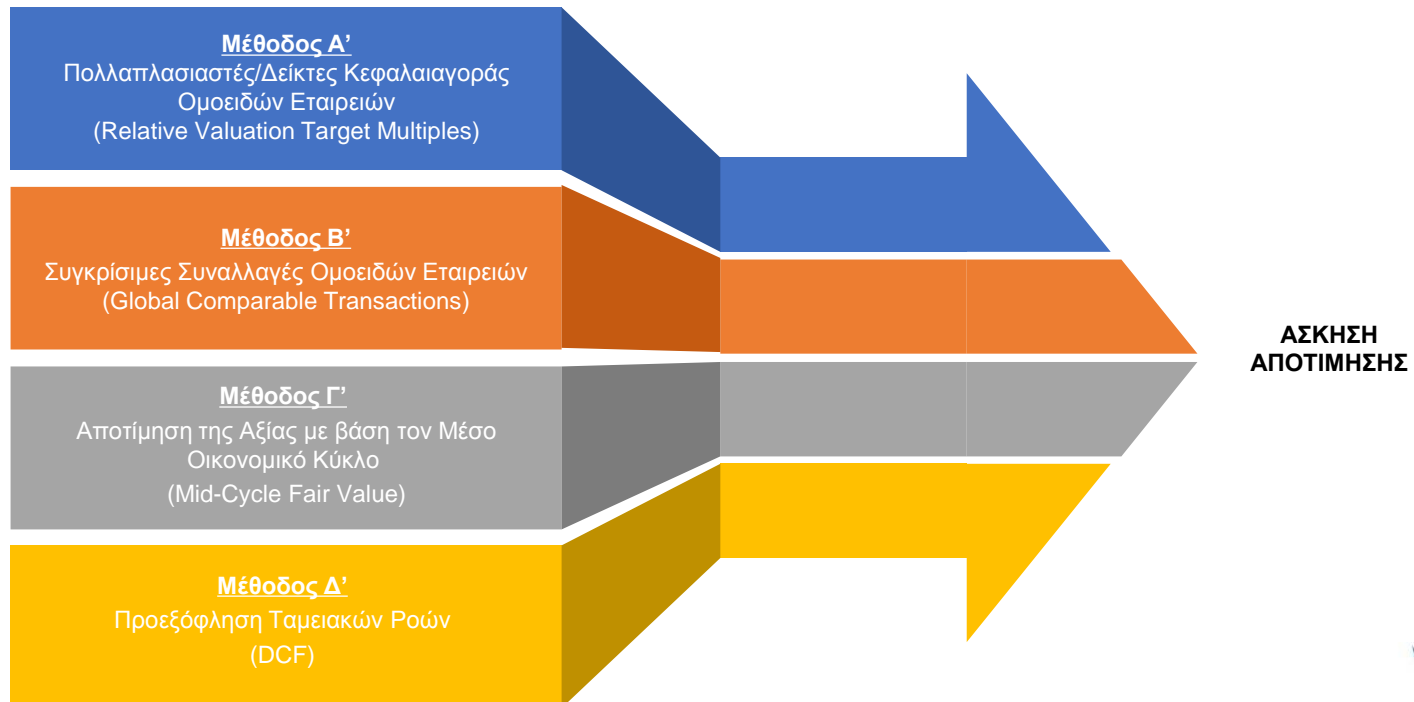
---

## Γενικές Παραδοχές

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

Η Έκθεσή μας βασίστηκε στα προαναφερθέντα στοιχεία, καθώς και σε λοιπές πληροφορίες και στοιχεία που η διοίκηση του Προτείνοντα έθεσε υπόψη μας και, παραλλήλως, μας βεβαίωσε, στο μέγιστο της αντίληψης και γνώσης της, περί της ακριβείας και πληρότητάς τους.

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



### Γενικές Πληροφορίες

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

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

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

Στο πλαίσιο της εργασίας αποτίμησης με τη συγκεκριμένη μέθοδο εξετάσαμε ένα δείγμα επτά ευρωπαϊκών εταιρειών συναφούς δραστηριότητας με διαθέσιμα στοιχεία εκτιμήσεων για το 2020, που περιλαμβάνει τις εξής:

**Reno de Medici S.p.A.:** Κατασκευαστής χαρτονιού για συσκευασίες με έδρα την Ιταλία. Η εταιρεία παράγει και διανέμει χαρτόνι από ανακυκλωμένες ίνες. Η Εταιρεία λειτουργεί μονάδες παραγωγής στην Ιταλία, τη Γερμανία, τη Γαλλία και την Ισπανία. Οι μετοχές της εταιρείας διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο του Μιλάνου.

**BillerudKorsnäs AB:** Κατασκευαστής χαρτοπολτού, χαρτιού και προϊόντων συσκευασίας με έδρα στη Σουηδία. Τα προϊόντα της εταιρείας διατίθενται για εφαρμογή σε ποικίλες χρήσεις στους κλάδους, τροφίμων και αναψυκτικών, καταναλωτικών προϊόντων, ιατρικής φροντίδας και υγιεινής και γενικής βιομηχανικής χρήσης. Οι μετοχές της εταιρείας διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο της Στοκχόλμης.

**Mayr-Melnhof Karton AG:** Εταιρεία με έδρα στην Αυστρία που δραστηριοποιείται στη βιομηχανία χαρτιού και χάρτινων συσκευασιών. Οι μετοχές της εταιρείας διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο της Βιέννης.

**DS Smith PLC:** Πολυεθνική επιχείρηση συσκευασίας, με έδρα στην Αγγλία. Τα προϊόντα της εταιρείας διατίθενται για εφαρμογή σε ποικίλες χρήσεις στους κλάδους, τροφίμων και αναψυκτικών, καταναλωτικών προϊόντων, γενικής βιομηχανικής χρήσης και ηλεκτρονικού εμπορίου. Οι μετοχές της εταιρείας διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο του Λονδίνου.

**Smurfit Kappa Group PLC:** Εταιρεία κυματοειδούς χαρτοσυσκευασίας και συσκευασίας χαρτιού με έδρα στην Αγγλία. Οι μετοχές της εταιρείας διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο του Λονδίνου.

**Huhtamäki Oyj:** Εταιρεία κατασκευής προϊόντων συσκευασίας τροφίμων, με έδρα στη Φινλανδία. Τα προϊόντα της περιλαμβάνουν συσκευασίες τροφίμων, χαρτικά και πλαστικά επιτραπέζια σκεύη μίας χρήσης, όπως ποτήρια, πιάτα και δοχεία για εστιατόρια γρήγορης εξυπηρέτησης, καφετέριες, καταστήματα λιανικής πώλησης, caterers και πωλητές. Οι μετοχές της εταιρείας διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο του Ελσίνκι.

## Μέθοδος Α' – Πολλαπλασιαστές/Δείκτες Κεφαλαιαγοράς Ομοειδών Εταιρειών (2/4)

---

**Groupe Guillin SA:** Εταιρεία που ειδικεύεται στην ανάπτυξη, κατασκευή και εμπορία πλαστικών συσκευασιών για χρήση σε διάφορους τομείς της βιομηχανίας τροφίμων. Προσφέρει μια γκάμα προϊόντων, όπως δίσκους, πλάκες, καθώς και φύλλα θερμοδιαμόρφωσης και διάφορες λύσεις για τροφοδοσία και διανομή γευμάτων. Οι μετοχές της εταιρείας διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο του Παρισιού.

## Μέθοδος Α' – Πολλαπλασιαστές/Δείκτες Κεφαλαιαγοράς Ομοειδών Εταιρειών (3/4)

### Εφαρμογή της μεθόδου στην Εταιρεία

Προκειμένου να εφαρμόσουμε τη συγκεκριμένη μεθοδολογία, συγκεντρώσαμε τα στοιχεία αριθμοδεικτών των επτά ομοειδών εταιρειών, αξιολογώντας τέσσερις βασικούς δείκτες, και συγκεκριμένα τον πολλαπλασιαστή κερδών (P/E), την αξία επιχείρησης προς πωλήσεις (EV/Sales), τη σχέση κεφαλαιοποίησης προς ίδια κεφάλαια (P/BV), και τη σχέση αξίας επιχείρησης προς λειτουργικά κέρδη προ αποσβέσεων (EV/EBITDA). Στη συνέχεια σταθμίσαμε το δείγμα μας με τις υπόλοιπες εταιρείες και αφού υπολογίσαμε το σταθμισμένο μέσο όρο των εν λόγω δεικτών, καταλήξαμε στην καταρχάς αποτίμηση των Μετοχών της Εταιρείας.

Στο αποτέλεσμα που προέκυψε από την εφαρμογή της συγκεκριμένης μεθόδου, εφαρμόστηκε συντελεστής απομείωσης 20%, καθώς οι εταιρείες του δείγματος δεν είναι αυστηρά συγκρίσιμες με την Εταιρεία είτε λόγω οικονομικών μεγεθών είτε λόγω ύψους κεφαλαιοποίησης είτε λόγω αγορών που δραστηριοποιούνται.

Πολλαπλασιαστές/Δείκτες Κεφαλαιαγοράς Ομοειδών Εταιρειών						
Εταιρεία	Χρηματιστήριο Διαπρ/τευσης	Κεφ/ποίηση (€ εκατ.)	P/E	EV/Sales 2020e (x)	P/BV	EV/EBITDA 2020e (x)
Reno de Medici S.p.A.	Μιλάνο	387	11,8x	0,6x	1,7x	8,4x
BillerudKorsnäs AB	Στοκχόλμη	3.027	50,9x	1,5x	1,6x	13,0x
Mayr-Melnhof Karton AG	Βιέννη	3.368	19,8x	1,4x	2,1x	8,9x
DS Smith PLC	Λονδίνο	6.251	16,6x	1,3x	1,6x	9,2x
Smurfit Kappa Group PLC	Λονδίνο	10.572	17,9x	1,6x	2,6x	9,5x
Huhtamäki Oyj	Ελσίνκι	4.664	22,0x	1,7x	3,2x	12,0x
Groupe Guillin SA	Παρίσι	497	10,6x	0,9x	1,2x	5,2x
Σταθμισμένος μ.ο. δείγματος			21,8x	1,5x	2,3x	10,0x
Συντελεστής Στάθμισης Αριθμοδείκτη			25%	25%	25%	25%
Σταθμισμένη Προκύπτουσα αξία (σε €/Μετοχή)			7,63			
Συντελεστής απομείωσης			20%			
<b>Απομειωμένη Αποτίμηση με Πολλαπλασιαστές (σε €/Μετοχή)</b>			<b>5,34</b>			

Πηγή στοιχείων: Bloomberg

Ημερομηνία αναφοράς: 13.01.2021

Επεξεργασία στοιχείων: Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος

## Μέθοδος Α' - Πολλαπλασιαστές/Δείκτες Κεφαλαιαγοράς Ομοειδών Εταιρειών (4/4)

### Συμπεράσματα

Όπως προκύπτει με βάση τα στοιχεία του προηγούμενου πίνακα, οι σταθμισμένοι μέσοι όροι του δείγματος μας δίνουν τιμές α) P/E 21,8x, β) EV/Sales 1,5x, γ) P/V 2,3x και δ) EV/EBITDA 10,0x. Μετατρέποντας τη σχέση των αριθμοδεικτών σε αποτίμηση ανά μετοχή και εφαρμόζοντας συντελεστή απομείωσης 20%, καταλήγουμε σε απομειωμένο τίμημα που ανέρχεται σε **€5,34** ανά Μετοχή.

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

- Το εύρος προσφερόμενων προϊόντων και υπηρεσιών και τη διαφοροποίηση των δραστηριοτήτων κάθε εταιρείας,
- Το μέγεθος κάθε εταιρείας,
- Το περιθώριο κέρδους και την κεφαλαιακή της διάρθρωση,
- Τις επικρατούσες συνθήκες στη χώρα ή στις χώρες που δραστηριοποιείται η κάθε εταιρεία, και
- Το χρηματιστήριο στο οποίο είναι εισηγμένη η κάθε εταιρεία.

## Μέθοδος Β' - Συγκρίσιμες Συναλλαγές Ομοειδών Εταιρειών (1/4)

### Γενικές Πληροφορίες

Η μέθοδος των συγκρίσιμων συναλλαγών στηρίζεται στην παραδοχή ότι η εκτίμηση της αξίας μιας εταιρείας μπορεί να προσεγγιστεί βάσει δεικτών αποτίμησης (πολλαπλασίων) από εξαγορές/συγχωνεύσεις εταιρειών συναφούς δραστηριότητας.

### Εφαρμογή της μεθόδου στην Εταιρεία

Στη συγκεκριμένη μέθοδο χρησιμοποιήθηκαν οι δείκτες, σχέση αξίας επιχείρησης προς λειτουργικά κέρδη προ αποσβέσεων (EV/EBITDA) και σχέση αξίας επιχείρησης προς πωλήσεις (EV/SALES), για οκτώ πραγματοποιηθείσες εντός της περιόδου 2018-2020 συναλλαγές μεταξύ εταιρειών συναφούς δραστηριότητας με αυτήν της Εταιρείας, στην Ευρώπη.

### Στοιχεία Εταιρειών Δείγματος

#### A. Απορροφώσες Εταιρείες

- **BEWiSynbra Group AB:** Εταιρεία παραγωγής λύσεων συσκευασίας και συστημάτων μόνωσης για κτίρια με έδρα στη Σουηδία. Η εταιρεία παράγει, εκτός των άλλων, κυψελωτό πλαστικό αφρό για τη συσκευασία τροφίμων, φαρμακευτικών προϊόντων και τεχνικών εξαρτημάτων.
- **A&R Carton AB:** Εταιρεία παραγωγής ειδών συσκευασίας χαρτιού με έδρα στη Σουηδία. Στα προϊόντα της εταιρείας συμπεριλαμβάνονται συσκευασίες από χαρτόνι, κύπελλα, δίσκοι, πτυσσόμενα κουτιά, συσκευασίες για παιδιά, πακέτα γευμάτων, κ.α. με εφαρμογές σε διάφορες αγορές, όπως είδη ζαχαροπλαστικής, καταναλωτικά αγαθά, υπηρεσίες τροφίμων, κατεψυγμένα τρόφιμα, διατροφή, τροφές για κατοικίδια και προϊόντα καπνού.
- **Colorpack Verpackungen mit System GmbH:** Γερμανική εταιρεία κατασκευής και πώλησης υλικών συσκευασίας, συστημάτων συσκευασίας και διαφημιστικού υλικού όλων των ειδών από χαρτί, χαρτόνι και πλαστικά που χρησιμοποιούνται σε φαρμακευτικά και συναφή προϊόντα.
- **CCL Industries Inc:** Εταιρεία παραγωγής λύσεων συσκευασίας με έδρα στον Καναδά. Αποτελεί την μεγαλύτερη εταιρεία παραγωγής ετικετών στον κόσμο.
- **Guala Closures S.p.A.:** Εταιρεία κατασκευής προϊόντων συσκευασίας μιας χρήσης από χαρτί και αλουμίνιο, με έδρα στην Ιταλία. Παράγει συσκευασίες που βρίσκουν εφαρμογή σε προϊόντα όπως οινόπνευματώδη ποτά, κρασί, λάδι, ξύδι, νερό, τρόφιμα και φαρμακευτικά προϊόντα.



## Μέθοδος Β' - Συγκρίσιμες Συναλλαγές Ομοειδών Εταιρειών (2/4)

- **CL Grupo Industrial:** Βιομηχανικός όμιλος με ευρεία γκάμα δραστηριότητας με έδρα στην Ισπανία. Στις δραστηριότητές του συμπεριλαμβάνονται μονάδες παραγωγής κυματοειδούς χαρτοσυσκευασίας και συσκευασίας από χαρτόνι.
- **Reno de Medici S.p.A.:** Βλέπε σελ. 12 υπό «Μέθοδος Α' – Πολλαπλασιαστές/Δείκτες Κεφαλαιαγοράς Ομοειδών Εταιρειών».
- **Smurfit Kappa Group PLC:** Αποτελεί την κορυφαία εταιρεία κυματοειδούς συσκευασίας στην Ευρώπη και μία από τις κορυφαίες εταιρείες συσκευασίας χαρτιού στον κόσμο. Παράγει χαρτόνι συσκευασίας, χάρτινα εμπορευματοκιβώτια, κυματοειδείς περιέκτες και άλλα προϊόντα συσκευασίας με βάση το χαρτί.
- **Innovia Films Poland Sp. z o.o.:** Πολωνική εταιρεία παραγωγής φιλμ πολυπροπυλενίου για συσκευασίες. Κατέχει ηγετική θέση στις αγορές συσκευασίας με επικάλυψη υψηλής απόδοσης για προϊόντα οικιακής και προσωπικής φροντίδας, τρόφιμα και ποτά, είδη ζαχαροπλαστικής, καπνό, είδη πολυτελείας και βιομηχανικές εφαρμογές.
- **United Closures and Plastics Plc:** Βρετανική εταιρεία παραγωγής ειδών συσκευασίας από χαρτί και πλαστικό για χρήση στη βιομηχανία τροφίμων και αναψυκτικών.
- **Matias Goma Tomas SA:** Ισπανική εταιρεία παραγωγής ανακυκλώμενου χαρτιού και χαρτονιού. Στην δραστηριότητα της εταιρείας συμπεριλαμβάνεται η κατασκευή πτυσσόμενων κουτιών από χαρτόνι.
- **Barcelona Cartonboard, S.A.U:** Εταιρεία κατασκευής προϊόντων χαρτιού και χαρτονιού από από ανακυκλωμένες και παρθένες πρωτογενείς ίνες. Τα προϊόντα της εταιρείας βρίσκουν εφαρμογή στη βιομηχανία των τροφίμων, στη φαρμακευτική βιομηχανία, στην κλωστοϋφαντουργία και τις γραφικές τέχνες.
- **Chatziioannou Industrial and Commercial S.A.:** Ελληνική εταιρεία παραγωγής κυτρίων συσκευασίας από χαρτόνι.

### B. Απορροφώμενες Εταιρείες

- **BEWi Drift Holding AS:** Σουηδική εταιρεία παραγωγής προϊόντων συσκευασίας για χρήση σε ξηρά και θάλασσα και υλικών μόνωσης.
- **BSC Drukarnia Opakowan:** Πολωνική εταιρεία διανομής προϊόντων συσκευασίας. Η εταιρεία προσφέρει προϊόντα συσκευασίας από χαρτόνι και χαρτί σε πελάτες σε όλο τον κόσμο.

## Μέθοδος Β' - Συγκρίσιμες Συναλλαγές Ομοειδών Εταιρειών (3/4)

---

- **Manufacturas Inplast S.A.:** Εταιρεία κατασκευής ειδών συσκευασίας με έδρα στην Ισπανία και 30 χρόνια εμπειρίας στην κατασκευή καλυμμάτων και εμπορευματοκιβωτίων. Τα τελευταία 20 χρόνια, η εταιρεία ειδικεύτηκε στην κατασκευή προϊόντων συσκευασίας για τη βιομηχανία μεταλλικού νερού, χυμών, γαλακτοκομικών προϊόντων και αναψυκτικών.

## Μέθοδος Β' - Συγκρίσιμες Συναλλαγές Ομοειδών Εταιρειών (4/4)

Απορροφώσα Εταιρεία (Bidder)	Απορροφώμενη Εταιρεία (Target)	Αξία Συναλλαγής (ΕΥ, € εκατ.)	Πολλαπλασιαστής Εσόδων (Revenue multiple) (x)	Πολλαπλασιαστής EBITDA (x)
BEWiSynbra Group AB	BEWI Drift Holding AS	38,0	0,4x	6,8x
A&R Carton AB; Colorpack Verpackungen mit System GmbH	BSC Drukarnia Opakowan S.A. (39.18% Stake)	97,7	1,5x	8,1x
CCL Industries Inc.	Innovia Films Poland Sp. z o.o.	22,0	0,3x	5,9x
Guala Closures SpA	United Closures and Plastics Limited	21,1	0,2x	1,6x
CL Grupo Industrial	Matias Goma Tomas, S.A.	31,2	1,0x	5,4x
Reno De Medici S.p.A.	Barcelona Cartonboard S.A.U.	46,4	0,4x	9,0x
Smurfit Kappa Group Plc	Chatziioannou Industrial and Commercial S.A.	22,0	0,9x	8,1x
CDS Srl	Manufacturas Inplast S.A.	29,3	1,1x	5,0x
Σταθμισμένος μέσος όρος δείγματος			0,9x	6,9x
Προκύπτουσα αξία (σε €/Μετοχή)			2,14	6,29
Συντελεστής Στάθμισης Αριθμοδείκτη			50%	50%
<b>Σταθμισμένη Αποτίμηση με Πολλαπλασιαστές συγκρίσιμων συναλλαγών(σε €/Μετοχή)</b>			<b>4,21</b>	

Πηγή στοιχείων: Mergermarket

Επεξεργασία στοιχείων: Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος

### Συμπεράσματα

Όπως προκύπτει από τον πίνακα, η αποτίμηση των Μετοχών της Εταιρείας βάσει των συναλλαγών που αφορούν σε εταιρείες συναφούς δραστηριότητας κατά την περίοδο 2018 - 2020, υπολογίζεται σταθμισμένη σε **€4,21** ανά Μετοχή.

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

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

## Μέθοδος Γ' - Αποτίμηση της Αξίας με βάση τον Μέσο Οικονομικό Κύκλο (1/2)

---

### Γενικές Πληροφορίες

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

### Εφαρμογή της μεθόδου στην Εταιρεία

Στη συγκεκριμένη μέθοδο του μέσου οικονομικού κύκλου, υπολογίσαμε τον μέσο όρο των δεικτών EV/Sales και EV/EBITDA για την περίοδο των τελευταίων 10 ετών (2010-2019), που θεωρείται ένας πλήρης οικονομικός κύκλος δραστηριότητας και το μέσο όρο των πωλήσεων και του EBITDA στην ίδια περίοδο. Στην πρώτη περίπτωση (EV/Sales), υπολογίσαμε την αποτίμηση της Εταιρείας ανά Μετοχή, πολλαπλασιάζοντας το μέσο EV/Sales με τις εκτιμώμενες πωλήσεις του 2020 και αφού αφαιρέσαμε τον καθαρό δανεισμό της Εταιρείας και διαιρέσαμε με τον συνολικό αριθμό Μετοχών, και στη δεύτερη περίπτωση (EV/EBITDA) ακολουθήσαμε την ίδια τακτική, πολλαπλασιάζοντας αυτή τη φορά το μέσο EV/EBITDA με το εκτιμώμενο EBITDA για το 2020.

## Μέθοδος Γ' - Αποτίμηση της Αξίας με βάση τον Μέσο Οικονομικό Κύκλο (2/2)

Αποτίμηση 10ετούς οικονομικού κύκλου			
Μέση Αξία Μεγεθών 10ετους Κύκλου			
EV/SALES	0,9x	EV/EBITDA	6,4x
SALES	18,82 (€ εκατ.)	EBITDA	4,76 (€ εκατ.)
Καθαρός Δανεισμός (30.9.2020)	8,07 (€ εκατ.)		
Αριθμός μετοχών Εταιρείας	3,95 (€ εκατ.)		
	<b>Κατά EV/SALES</b>	<b>Κατά EV/EBITDA</b>	
Προκύπτουσα Αξία Εταιρείας (Value of Equity)	9,26 (€ εκατ.)	22,20 (€ εκατ.)	
Αξία ανά μετοχή (€/μετοχή)	2,34	5,62	
Συντελεστής Στάθμισης Αριθμοδείκτη	50,0%	50,0%	
<b>Σταθμισμένη Αποτίμηση (σε €/Μετοχή)</b>	<b>3,98</b>		

Πηγή: Στοιχεία Εταιρείας  
Επεξεργασία στοιχείων: Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος

Όπως αποτυπώνεται στον πίνακα, με εξέταση του μέσου οικονομικού κύκλου, προκύπτει σταθμισμένη αποτίμηση που υπολογίζεται σε **€3,98** ανά Μετοχή.

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

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

## Μέθοδος Δ' – Προεξόφληση Ταμειακών Ροών (DCF 1/4)

### Γενικές Πληροφορίες

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

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

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

- Εκτίμηση των ελεύθερων ταμειακών ροών της εταιρείας για συγκεκριμένη περίοδο προβλέψεων (συνήθως 3 έως 10 χρόνια),
- Εκτίμηση της υπολειμματικής αξίας (terminal value) της εταιρείας, η οποία αφορά στην αξία της εταιρείας στο διηνεκές μετά το πέρας της περιόδου προβλέψεων ταμειακών ροών με παραδοχή ομαλών ταμειακών ροών και επενδύσεων, και
- Εκτίμηση του επιτοκίου προεξόφλησης των ταμειακών ροών της εταιρείας, που αντικατοπτρίζει το κόστος ευκαιρίας που αντιπροσωπεύει τη μέση αναμενόμενη απόδοση των χρηματοδοτών της εταιρείας.

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

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

### Εφαρμογή της μεθόδου στην Εταιρεία

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

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

Λαμβάνοντας μια σειρά από παραδοχές για τις μελλοντικές ταμειακές ροές της Εταιρείας σε ορίζοντα Ζετίας και χρησιμοποιώντας τα κατάλληλα μεγέθη ώστε να προεξοφληθούν

αυτές στο παρόν, καταλήγουμε στην αξία της επιχείρησης.

Πρέπει να σημειωθεί πως στην ανάλυση του μοντέλου, έχουν ληφθεί παραδοχές με βάση το τρέχον επιχειρησιακό μοντέλο που εφαρμόζει η Εταιρεία. Οποιαδήποτε πιθανά μελλοντικά σχέδια της διοίκησης της Εταιρείας για αλλαγή του επιχειρησιακού μοντέλου λειτουργίας της δεν είναι δυνατόν να συμπεριληφθούν στην παρούσα ανάλυση.

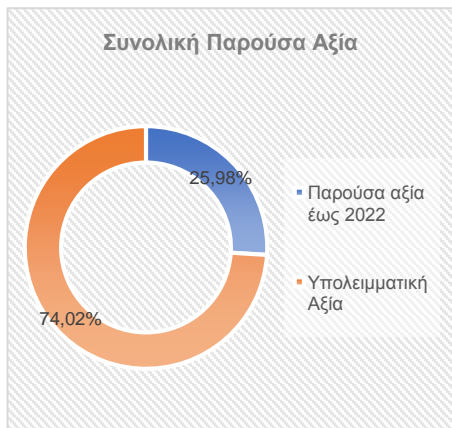
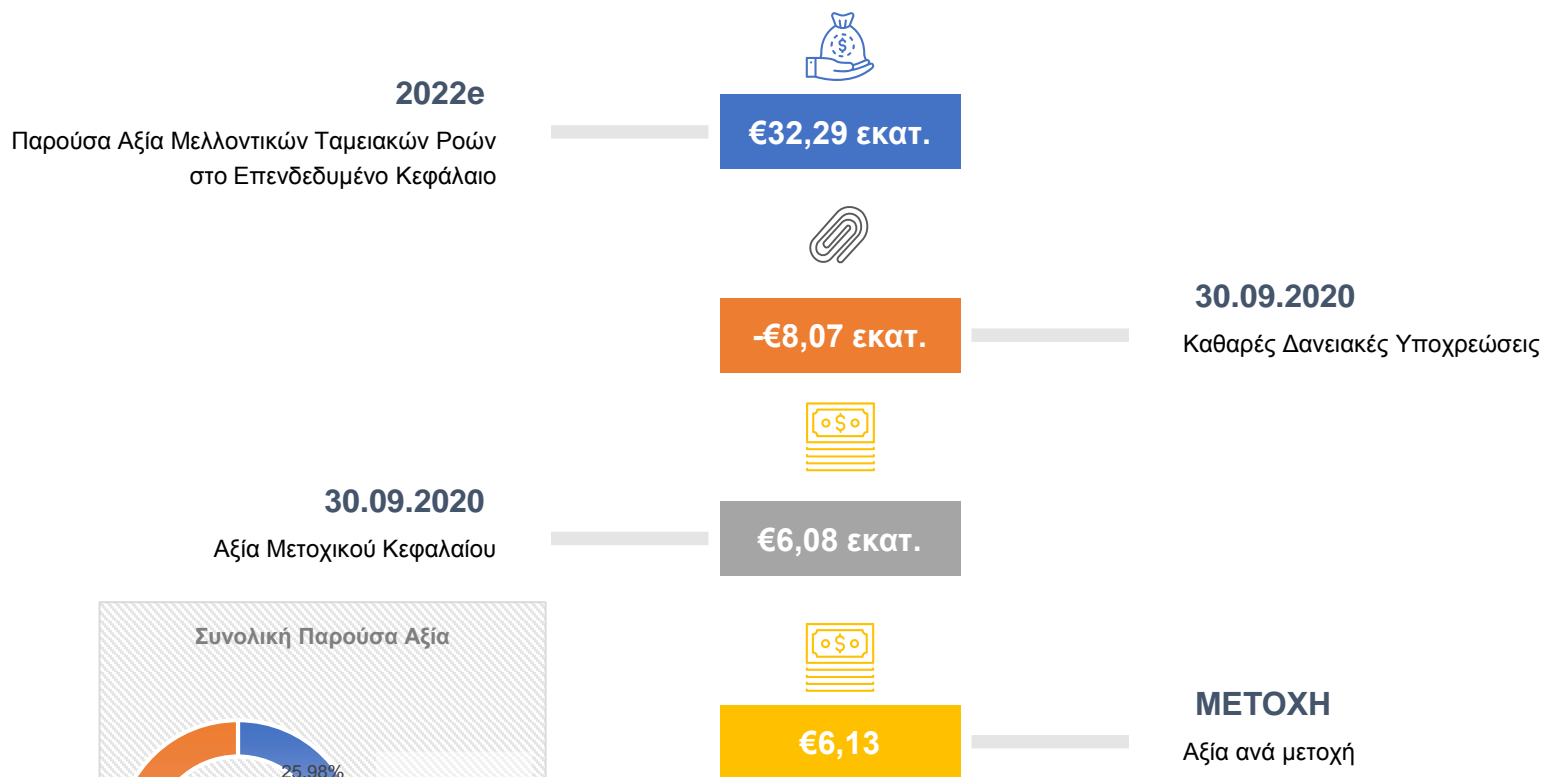
Στη συγκεκριμένη μεθοδολογία, επιλέχθηκε ως ημερομηνία βάσης αποτίμησης η 30.09.2020.

Για την καλύτερη δυνατή προσέγγιση της αξίας της Εταιρείας εξετάζουμε το βασικό σενάριο εξέλιξης των μεγεθών της Εταιρείας, πραγματοποιώντας ταυτόχρονα ανάλυση ευαισθησίας ως προς το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου και το ρυθμό ανάπτυξης της Εταιρείας στο διηνεκές, για τη δημιουργία δύο επιπλέον σεναρίων, ενός αισιόδοξου και ενός απαισιόδοξου.

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

## Προκύπτουσα Αποτίμηση

Αξία σε € ανά μετοχή





## Ανάλυση Ευαισθησίας

Αξία σε € ανά μετοχή

Παραδοχές σχετικά με τη μέθοδο

Ανάλυση Ευαισθησίας προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών				
		Ρυθμός Αύξησης Πωλήσεων στο Διηνεκές		
Μεταβολή ΜΣΚΚ στο Διηνεκές	Βασικό Σενάριο	0,0%	0,5%	1,0%
	5,41%	6,31	7,05	7,96
	5,91%	5,56	6,13	6,82
	6,41%	5,13	5,62	6,19

Πηγή: Στοιχεία Εταιρείας  
Επεξεργασία στοιχείων: Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος

- Οι δανειακές υποχρεώσεις της Εταιρείας είναι αυτές που αναφέρονται στην ανέλεγκτη ενδιάμεση οικονομική κατάσταση του Ομίλου στις 30.09.2020.
- Στο αισιόδοξο σενάριο, αυξήσαμε το ρυθμό αύξησης πωλήσεων στο διηνεκές στο 1,00% έναντι 0,50% που χρησιμοποιήσαμε στο βασικό σενάριο και μειώσαμε το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου στο 5,41% από 5,91% αντίστοιχα.
- Στο απαισιόδοξο σενάριο, μηδενίσαμε το ρυθμό αύξησης πωλήσεων στο διηνεκές έναντι 0,50% που χρησιμοποιήσαμε στο βασικό σενάριο και αυξήσαμε το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου στο 6,41% από 5,91% αντίστοιχα.

### Συμπεράσματα

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

Σε ένα ιδιαίτερα ρευστό οικονομικό περιβάλλον όπως αυτό το οποίο διανύουμε, είναι τουλάχιστον δύσκολο να πραγματοποιηθούν ασφαλείς χρηματοοικονομικές προβλέψεις, ωστόσο ο Σύμβουλος κατέβαλε τη δέουσα επιμέλεια ώστε να καταλήξει σε μία αποτίμηση, στο βασικό σενάριο, για την Εταιρεία, που ανέρχεται σε €6,13 ανά μετοχή. Σε κάθε περίπτωση και με δεδομένη την αστάθεια που παρατηρείται, ο Σύμβουλος διατηρεί κάθε επιφύλαξη για οποιαδήποτε μελλοντική αρνητική συγκυρία.

## Σύνοψη Αποτελεσμάτων

---

## Συμπεράσματα Εργασιών Αποτίμησης (1/2)

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

Μέθοδος	Άποψη Συμβούλου
Μέθοδος Α' - Δείκτες Κεφαλαιαγοράς Ομοειδών Εταιρειών	Η αποτίμηση της Εταιρείας με τη χρήση της μεθόδου Δεικτών Κεφαλαιαγοράς Ομοειδών Εταιρειών ανήλθε σε <b>€5,34</b> ανά Μετοχή
Μέθοδος Β' - Συγκρίσιμες Συναλλαγές Ομοειδών Εταιρειών	Η αποτίμηση της Εταιρείας με τη χρήση Συγκρίσιμων Συναλλαγών Ομοειδών Εταιρειών, ανήλθε σε <b>€4,21</b> ανά Μετοχή
Μέθοδος Γ' - Αποτίμηση της Αξίας με βάση τον Μέσο Οικονομικό Κύκλο	Η αποτίμηση της Εταιρείας με τη χρήση του Μέσου Οικονομικού Κύκλου, ανήλθε σε <b>€3,98</b> ανά Μετοχή
Μέθοδος Δ' – Προεξόφληση Ταμειακών Ροών	Η αποτίμηση της Εταιρείας με τη χρήση της μεθόδου Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών στο βασικό σενάριο, ανήλθε σε <b>€6,13</b> ανά μετοχή

Πηγή: Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος

Διενεργώντας συνδυαστική αποτίμηση, χρησιμοποιώντας τα αποτελέσματα ανά Μετοχή όπως προέκυψαν από την εφαρμογή κάθε μεθοδολογίας και εφαρμόζοντας συντελεστές βαρύτητας στα αποτελέσματα αυτών, προκύπτει η τελική

αποτίμηση, η οποία ανέρχεται σε **€5,43** ανά Μετοχή, ως ακολούθως:

PAPERPACK		
Μεθοδολογία Αποτίμησης	€/Μετοχή	Συντελεστής Στάθμισης
Μέθοδος Α' -Πολλαπλασιαστές/Δείκτες Κεφαλαιαγοράς Ομοειδών Εταιρειών	5,34	10%
Μέθοδος Β' - Συγκρίσιμες Συναλλαγές Ομοειδών Εταιρειών	4,21	10%
Μέθοδος Γ' - Αποτίμηση της Αξίας με βάση τον Μέσο Οικονομικό Κύκλο	3,98	20%
Μέθοδος Δ' – Προεξόφληση Ταμειακών Ροών	6,13	60%
<b>ΣΤΑΘΜΙΣΜΕΝΗ ΤΕΛΙΚΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ</b>	<b>5,43</b>	<b>100%</b>

Πηγή: Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος

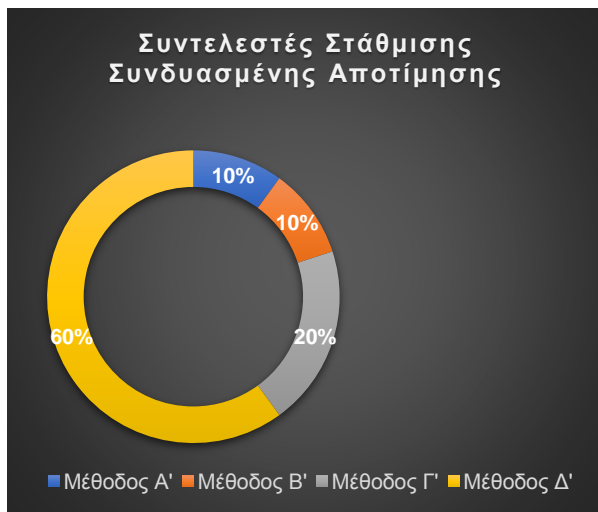
## Συμπεράσματα Εργασιών Αποτίμησης (2/2)

Η σταθμισμένη αξία της Εταιρείας σύμφωνα με την εργασία που προηγήθηκε υπολογίστηκε σε **€5,43** ανά Μετοχή.

Σύμφωνα με τον πίνακα σταθμισμένης αποτίμησης, έχει δοθεί μεγαλύτερη βαρύτητα (60%) στα αποτελέσματα της Μεθόδου Δ' (Προεξόφληση Ταμειακών Ροών), καθώς η μεθοδολογία αυτή είναι η μόνη που μπορεί να αποτυπώσει τη δυναμική και τις προοπτικές μίας εταιρείας με τη χρήση θεμελιωδών μεγεθών ενώ, παράλληλα, έχει περιορισμένη επιρροή στις παρεκκλίσεις της αγοράς.

Χαμηλότερη βαρύτητα (20%) έχει αποδοθεί στη Μέθοδο Γ' (Αποτίμηση με βάση τον Μέσο Οικονομικό Κύκλο). Η συγκεκριμένη μεθοδολογία αφορά κατά κύριο λόγο τα στοιχεία της εταιρείας που αποτιμάται, βασίζεται σε ιστορικά και αναλογιστικά στοιχεία και έχει περιορισμένη επιρροή από τις αποκλίσεις της αγοράς.

Τέλος, έχει αποδοθεί μικρότερη βαρύτητα (10%) στις Μεθόδους Α' (Δείκτες Κεφαλαιαγοράς Ομοειδών Εταιρειών) και Β' (Συγκρίσιμες Συναλλαγές Ομοειδών Εταιρειών) αντίστοιχα, καθώς οι μεθοδολογίες αυτές λαμβάνουν υπόψη χρηματοοικονομικά στοιχεία εταιρειών που δραστηριοποιούνται σε αγορές με διαφορετικά χαρακτηριστικά, δυναμική, ανάληψη ρίσκου αλλά και νομικό / ρυθμιστικό πλαίσιο.



Πηγή: Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος

## Ρήτρα μη Ευθύνης

---

## Ρήτρα μη Ευθύνης

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

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

παρούσας διοίκησης της Εταιρείας κατά τη σημερινή ημερομηνία, ως προς τη μελλοντική οικονομική απόδοση της Εταιρείας.

Η Έκθεση βασίζεται στις χρηματοοικονομικές, οικονομικές και πολιτικές συνθήκες και στις συνθήκες αγοράς, όπως υφίστανται και μπορούν να εκτιμηθούν κατά την ημερομηνία της παρούσας και ο Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος δεν εκφράζει γνώμη για το αν οι συνθήκες αυτές θα συνεχίσουν να υφίστανται ή για το ποια τυχόν επίδραση θα είχε η αλλαγή των συνθηκών αυτών στις απόψεις που εκφράζονται στην παρούσα. Οι απόψεις, που εκφράζονται στην παρούσα τελούν, επίσης, υπό την επιφύλαξη αβεβαιοτήτων που σχετίζονται με σημαντικούς παράγοντες, όπως μελλοντικές εξελίξεις των δημοσιονομικών της χώρας, εξελίξεις στο εποπτικό και νομοθετικό πλαίσιο και στην ένταση του ανταγωνισμού στους κλάδους που δραστηριοποιείται η Εταιρεία και εξέλιξη της εμπορικής σχέσης της Εταιρείας με τον Προτείνοντα που είναι ο κύριος μέτοχος της Εταιρείας.

Η Έκθεση δεν αποτελεί πρόταση για την οργάνωση, αναδοχή, χρηματοδότηση, επένδυση ή οποιασδήποτε άλλης φύσεως δέσμευση για την παροχή κεφαλαίων στην Εταιρεία ή κάποια συνδεδεμένη της, η οποία δύναται να παρασχεθεί μόνο μετά από επιτυχή ολοκλήρωση εσωτερικών διαδικασιών και εγκρίσεων του Χρηματοοικονομικού Συμβούλου.

Για τον Χρηματοοικονομικό Σύμβουλο,



Αριστοτέλης Νινιός, CIIA

## **EUROXX ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.Π.Ε.Υ.**

### **ΑΘΗΝΑ**

Παλαιολόγου 7, 152 32, Χαλάνδρι,  
Τ. +30 210 6879500

### **ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ**

Τσιμισκή 43B & Ηρακλείου, 54623  
Τ. +20 2310 231373

**Email:** [info@euroxx.gr](mailto:info@euroxx.gr)

**Web :** [www.euroxx.gr](http://www.euroxx.gr)