

30 Οκτωβρίου 2020

Pasal Development A.E.
Δορυλαίου 10 - 12,
115 21, Αθήνα

Θέμα: Έκθεση Γνωμοδότησης για τους σκοπούς του Άρθρου 17 του Ν. 4548/2018 και της παραγράφου 4.1.3.13.4 του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών σχετικά με την επικείμενη Αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου της Pasal Development A.E. με μερική κάλυψη αυτής μέσω εισφοράς σε είδος από την Sterner Stenhus Greece AB

Αξιότιμοι,

1. Εισαγωγή

Σε εκτέλεση της Σύμβασης Συνεργασίας με ημερομηνία 22.9.2020 μεταξύ της Deloitte Business Solutions A.E. (εφεξής αναφερόμενη και ως “**Deloitte**”) και της Pasal Development A.E. (εφεξής η “**Pasal**”), η Deloitte διενήργησε αποτίμηση του 100% του μετοχικού κεφαλαίου της JPA Κατασκευή και Διαχείριση Σχολείων Αττικής Α.Ε.Ε.Σ. (εφεξής “**JPA**” ή “**Ανάδοχος**” ή “**Εταιρία**”), καθώς και του δανείου μειωμένης εξασφάλισης του μετόχου της JPA (δευτερογενείς ομολογίες) με ημερομηνία αναφοράς την 30.9.2020 (η “**Ημερομηνία Αποτίμησης**”), στο πλαίσιο εισφοράς σε είδος του μετοχικού κεφαλαίου της εν λόγω Εταιρίας και του δανείου μειωμένης εξασφάλισης του μετόχου από την Sterner Stenhus Greece AB (εφεξής η “**Sterner**” ή ο “**Μέτοχος**”), μοναδικό μέτοχο της JPA, με σκοπό τη μερική κάλυψη της επικείμενης αύξησης μετοχικού κεφαλαίου (“**ΑΜΚ**”) της Pasal.

Βάσει της προαναφερθείσας Σύμβασης Συνεργασίας, προβήκαμε στις παρακάτω ενέργειες:

- α) Διενεργήσαμε **ανεξάρτητη αποτίμηση του 100% του μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρίας και του δανείου μειωμένης εξασφάλισης του Μετόχου** (δευτερογενείς ομολογίες) με Ημερομηνία Αποτίμησης την 30.9.2020.
- β) **Διατυπώνουμε με την παρούσα έκθεσή μας, τη γνώμη μας** για το εύλογο και δίκαιο από χρηματοοικονομική άποψη του ποσού της ΑΜΚ που θα καλυφθεί από την εισφορά του 100% του μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρίας και του δανείου μειωμένης εξασφάλισης του Μετόχου σε σχέση με το αποτέλεσμα της αποτίμησης.

Κατά την εργασία μας, εξετάστηκαν όλοι οι παράγοντες που απαιτούνται από τη διεθνή πρακτική αποτιμήσεων, στο βαθμό που αυτό ήταν εφικτό, και οι οποίοι περιλαμβάνουν, μεταξύ άλλων:

- τα χαρακτηριστικά και τις ιδιαιτερότητες του αντικειμένου δραστηριότητας της JPA, δηλαδή την εκτέλεση έργου μελέτης, χρηματοδότησης, κατασκευής και τεχνικής διαχείρισης 10 σχολικών μονάδων στην Περιφέρεια Αττικής μέσω ΣΔΙΤ (το “**Έργο**”),
- την παρούσα επιχειρηματική και χρηματοοικονομική κατάσταση της JPA,

1. Εισαγωγή

- το πλέον πρόσφατο και επικαιροποιημένο Χρηματοοικονομικό Μοντέλο του Έργου (“ΧΜ”) στο οποίο αποτυπώνονται οι χρηματοροές από την έναρξη της κατασκευαστικής περιόδου έως και τη λήξη του (2041), και το οποίο αποτυπώνει την αναμενόμενη χρηματοοικονομική εξέλιξη του Έργου,
- το ευρύτερο οικονομικό περιβάλλον και τις προοπτικές της Ελληνικής οικονομίας, όπως αυτές αποτυπώνονται σε σχετικές εκθέσεις και μακροοικονομικές προβλέψεις για τη χώρα, διεθνώς αποδεκτών βάσεων δεδομένων, κατά την ημερομηνία έκδοσης της παρούσας,
- διάφορα άλλα στοιχεία και δεδομένα.

2. Η Εταιρία

Η Εταιρία ιδρύθηκε το 2014 με αποκλειστικό σκοπό τη σύναψη και εκτέλεση σύμβασης σύμπραξης (η “**Σύμβαση Σύμπραξης**”) σχετικά με την ανάληψη και εκτέλεση του προαναφερθέντος Έργου.

Η Σύμβαση Σύμπραξης υπεγράφη μεταξύ της Κτιριακές Υποδομές Α.Ε. (“**ΚτΥπ**”), λειτουργώντας ως Αναθέτουσα Αρχή, και της JPA, έπειτα από ανάδειξη της δεύτερης ως Αναδόχου του Έργου, μέσα από αντίστοιχο δημόσιο διαγωνισμό.

Σύμφωνα με τη Σύμβαση Σύμπραξης, το Έργο θα έχει συνολικό ορίζοντα 27 έτη, με προβλεπόμενες περιόδους κατασκευής και λειτουργίας 2 και 25 ετών αντίστοιχα. Το συνολικό κόστος κατασκευής για τις 10 σχολικές μονάδες ανήλθε στα € 35,2 εκατ. περίπου, ενώ η αμοιβή της Αναδόχου λαμβάνει χώρα ετησίως μέσω πληρωμών διαθεσιμότητας (availability payments).

3. Η Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου

Το Διοικητικό Συμβούλιο της PasaI, κατά τη συνεδρίασή του της 30.10.2020 αποφάσισε να συγκαλέσει Έκτακτη Γενική Συνέλευση των μετόχων της PasaI στις 20.11.2020 και να εισηγηθεί την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της PasaI κατά ποσό € 9.102.451,50 με εισφορές σε είδος, με την έκδοση 18.204.903 νέων κοινών ονομαστικών, μετά δικαιώματος ψήφου, μετοχών ονομαστικής αξίας € 0,50 η κάθε μία (οι “**Νέες Μετοχές**”) και με τιμή διάθεσης € 1,10 έκαστη.

11.358.398 Νέες Μετοχές θα διατεθούν στο Μέτοχο της Εταιρίας, Sterner Stenhus Greece AB, με εισφορά αυτού στην PasaI (i) του 100% του μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρίας, ήτοι 947.269 μετοχών ονομαστικής αξίας € 5,00 η καθεμία (ήτοι συνολικής ονομαστικής αξίας € 4.736.345) (οι “**Μετοχές JPA**”), και (ii) 4.842.558 ομολογιών έκδοσης της Εταιρίας, ονομαστικής αξίας € 1,00 η καθεμία, με σταθερό επιτόκιο 5,75%, εξάμηνη εκτοκιστική περίοδο και ημερομηνία λήξης την 8.11.2034 (οι “**Ομολογίες JPA**”).

Ειδικότερα, για την εισφορά των Μετοχών JPA, θα διατεθούν στο μέτοχο της PasaI, Sterner Stenhus Greece AB, 6.687.488,18 Νέες Μετοχές, και, κατόπιν στρογγυλοποίησης, 6.687.488 Νέες Μετοχές, και για την εισφορά των Ομολογιών JPA θα διατεθούν ομοίως στην Sterner Stenhus Greece AB 4.670.910 Νέες Μετοχές. Η διαφορά μεταξύ του μετοχικού κεφαλαίου που θα καλυφθεί από την Sterner Stenhus Greece AB στο πλαίσιο της AMK με την εισφορά των Μετοχών JPA και των Ομολογιών JPA και της αξίας αποτίμησης αυτών θα αχθεί σε πίστωση του λογαριασμού των ιδίων κεφαλαίων της PasaI “Διαφορά υπέρ το άρτιο”.

4. Μεθοδολογία Αποτίμησης

- Η αποτίμηση εκπονήθηκε σύμφωνα με διεθνώς παραδεκτές και δόκιμες μεθόδους αποτίμησης, βάσει των οποίων καταλήξαμε σε μία εκτίμηση της αξίας του 100% του μετοχικού κεφαλαίου της JPA και του δανείου μειωμένης εξασφάλισης του Μετόχου με ημερομηνία αναφοράς την 30.9.2020 και με την παραδοχή ότι η Εταιρία θα συνεχίσει να λειτουργεί ως ανεξάρτητη οντότητα και “**ως έχει**” σήμερα (“**as is, stand alone basis**”), λαμβάνοντας επίσης υπόψη τα ακόλουθα:
 - Τις τρέχουσες και αναμενόμενες συνθήκες της Ελληνικής Οικονομίας.
 - Τις ανέλεγκτες οικονομικές καταστάσεις της Εταιρίας σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς (ΔΠΧΑ) με ημερομηνία 30.9.2020.
 - Τις αναμενόμενες επενδύσεις, έσοδα και έξοδα της JPA σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της διοίκησης της Εταιρίας και βάσει των όσων προβλέπονται στη Σύμβαση Σύμπραξης που έχει υπογραφεί μεταξύ της Αναδόχου και της ΚΤΥπ.
- Για τους σκοπούς της παρούσας αποτίμησης, ο όρος “**αξία αποτίμησης**” ορίζεται ως “η τιμή στην οποία υλικό ή άυλο περιουσιακό στοιχείο ή οι μετοχές μιας εταιρίας θα άλλαζαν ιδιοκτήτη μεταξύ ενός πρόθυμου αγοραστή και ενός πρόθυμου πωλητή, κανείς εκ των οποίων δεν θα βρισκόταν υπό πίεση να αγοράσει ή να πωλήσει και ο καθένας εκ των οποίων θα είχε γνώση όλων των απαραίτητων στοιχείων για την αξιολόγηση του περιουσιακού στοιχείου”. Η αξία αποτίμησης αποτελεί, επομένως, μια λογική εκτίμηση της τιμής στην οποία θα μεταβιβαζόταν η ιδιοκτησία του συνόλου ή μέρους των μετοχών μιας εταιρίας.
- Ο ορισμός της “**αξίας αποτίμησης**” προϋποθέτει ότι το τίμημα καταβάλλεται εξ’ ολοκλήρου σε μετρητά. Σε πολλές συναλλαγές όμως, τα αντισυμβαλλόμενα μέρη μπορεί να καταλήξουν σε μία συμφωνία η οποία θα περιλαμβάνει πληρωμές και με άλλες μορφές εκτός μετρητών. Συναλλαγές στις οποίες ο πωλητής συμμετέχει στη χρηματοδότηση της εξαγοράς ή προσφέρει άυλα περιουσιακά στοιχεία (όπως τεχνογνωσία (know-how), πρόσβαση στις αγορές, τεχνολογία, κλπ.) ή συναλλαγές στις οποίες ο αγοραστής μέσω της εξαγοράς μιας εταιρίας μπορεί να επιτύχει συνέργειες (με τη μορφή περιορισμού των εξόδων ή αύξησης των εσόδων), θα μπορούσαν να πραγματοποιηθούν σε διαφορετική τιμή.
- Πρέπει να γίνει κατανοητό ότι η “**πραγματική τιμή**” στην οποία μια συναλλαγή θα ολοκληρωνόταν, θα μπορούσε να είναι διαφορετική από την αξία που εκτιμήθηκε, για λόγους όπως τα κίνητρα των συναλλασσόμενων μερών, η ικανότητά τους στις διαπραγματεύσεις, η μορφή της συναλλαγής (π.χ. ο τρόπος χρηματοδότησής της, η συμμετοχή σε διαγωνιστική διαδικασία, πιθανές συνέργειες, κλπ.), ή και για άλλους λόγους που αφορούν αποκλειστικά την εκάστοτε συναλλαγή.
- Η παρούσα αποτίμηση βασίστηκε στην παραδοχή ότι η JPA θα συνεχίσει να “διατηρείται εν λειτουργία” (going-concern). Αυτή η παραδοχή θεωρεί ότι:
 - η διοίκηση της JPA θα εφαρμόσει μόνο εκείνες τις λειτουργικές και χρηματοοικονομικές στρατηγικές οι οποίες θα μεγιστοποιήσουν την αξία της, και ότι
 - δεν υπάρχει αβεβαιότητα για μελλοντικά γεγονότα (όπως π.χ. συνεχείς λειτουργικές ζημίες και ιδιαίτερα αδύναμη χρηματοοικονομική διάρθρωση), τα οποία θα μπορούσαν να αμφισβητήσουν τη βασική παραδοχή ότι η JPA θα συνεχίσει κανονικά τη λειτουργία της (going-concern).

4. Μεθοδολογία Αποτίμησης

- Επίσης, υιοθετήθηκε η παραδοχή ότι η JPA **“θα συνεχίσει τη δραστηριότητά της ως ανεξάρτητη εταιρία, στους τομείς που δραστηριοποιείται και σήμερα”** (“as is, stand-alone basis”). Η παραδοχή αυτή θεωρεί ότι η JPA δε θα συγχωνευτεί με άλλες αντίστοιχες εταιρίες, ούτε θα μεταβάλλει ή επεκτείνει σημαντικά το αντικείμενο δραστηριότητάς της, γεγονότα που θα μπορούσαν να δημιουργήσουν συνέργειες ή σημαντική διαφοροποίηση από τη σημερινή της κατάσταση.
- Η αποτίμηση έγινε σύμφωνα με τις γενικά παραδεκτές αρχές και μεθόδους που ακολουθούνται διεθνώς και το τελικό αποτέλεσμα έλαβε υπόψη το βαθμό καταλληλότητας της κάθε μεθόδου. Κατά την άποψή μας, τόσο οι μέθοδοι που υιοθετήθηκαν, όσο και η βαρύτητα που αποδόθηκε σε κάθε μία από αυτές, είναι οι ενδεδειγμένες και κατάλληλες για τη συγκεκριμένη περίπτωση.
- Στο συγκεκριμένο έργο, συνεκτιμήθηκαν οι ακόλουθες διεθνώς αποδεκτές μέθοδοι αποτίμησης:

4.1 Μέθοδος Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flows)

- Η μέθοδος αυτή βασίζεται στην παραδοχή ότι η αξία μιας εταιρίας προκύπτει από την παρούσα αξία των μελλοντικών οικονομικών εσόδων που θα αντληθούν από τον ιδιοκτήτη της εταιρίας ή του περιουσιακού στοιχείου. Η μέθοδος αυτή αφενός λαμβάνει υπόψη την ιστορική απόδοση της εταιρίας ή του περιουσιακού στοιχείου (εάν υφίσταται), αλλά αφετέρου δίνει ιδιαίτερη έμφαση στη δυνατότητα της εταιρίας ή του περιουσιακού στοιχείου για μελλοντική ανάπτυξη και στην ικανότητα της εταιρίας ή του περιουσιακού στοιχείου να δημιουργεί κέρδη και ταμειακές ροές. Ως εκ τούτου, η μέθοδος αυτή θεωρήθηκε ως η πλέον κατάλληλη για την αποτίμηση του μετοχικού κεφαλαίου της JPA και του δανείου μειωμένης εξασφάλισης του Μετόχου.
- Στα πλαίσια της μεθόδου, εξετάστηκαν οι χρηματοροές που αναμένεται να λάβει ο Μέτοχος για την υπολειπόμενη διάρκεια ζωής του Έργου, ήτοι από την 1.10.2020 μέχρι και την 8.5.2041, και οι οποίες περιλαμβάνουν την πληρωμή μερισμάτων, την υπολειπόμενη χρηματοροή στη λήξη του Έργου, καθώς και τις πληρωμές κεφαλαίου και τόκων των Ομολογιών JPA (δάνειο μειωμένης εξασφάλισης Μετόχου).
- Για την προεξόφληση των ταμειακών ροών του Μετόχου, λήφθηκε υπόψη το Μέσο Σταθμικό Κόστος Δεσμευτικής Επένδυσης (Weighted Average Cost of Committed Investment), το οποίο υπολογίστηκε με βάση το κόστος του δανείου μειωμένης εξασφάλισης του Μετόχου και το κόστος των ιδίων κεφαλαίων της Εταιρίας. Επίσης, πραγματοποιήθηκε ανάλυση ευαισθησίας για να διαπιστωθεί η επίδραση που θα έχουν στα αποτελέσματα αποτίμησης διαφορετικά προεξοφλητικά επιτόκια.

4.2 Μέθοδος Δεικτών Κεφαλαιαγοράς (Capital Markets Multiples)

- Στο πλαίσιο της μεθόδου αυτής, ερευνώνται διεθνείς βάσεις δεδομένων για να προσδιοριστούν εισηγμένες εταιρίες σε διεθνή χρηματιστήρια, που δραστηριοποιούνται στον εκάστοτε κλάδο. Βάσει της χρηματιστηριακής αποτίμησης αυτών των εταιριών εφαρμόζονται οι χρηματοοικονομικοί πολλαπλασιαστές αυτών (π.χ. δείκτης Αξίας Επιχείρησης προς Κέρδη προ Φόρων, Τόκων και Αποσβέσεων, Αξία Επιχείρησης προς Πωλήσεις, κλπ.) στα αντίστοιχα οικονομικά μεγέθη της Εταιρίας τη συγκεκριμένη ημερομηνία αναφοράς, για τον υπολογισμό του ενδεικτικού εύρους αξίας αυτής. Ωστόσο, λόγω μη ύπαρξης συγκρίσιμων εισηγμένων εταιριών, η συγκεκριμένη μέθοδος δεν εφαρμόστηκε.

4. Μεθοδολογία Αποτίμησης

4.3 Μέθοδος Συγκρίσιμων Συναλλαγών (Comparable Transactions)

- Η μέθοδος αυτή προσδιορίζει την αξία μιας επιχείρησης συγκρίνοντας την Εταιρία, με παρόμοιες (ομοειδείς) εταιρίες οι οποίες έγιναν πρόσφατα αντικείμενο αγοραπωλησιών. Ωστόσο, δεν εντοπίστηκαν συγκρίσιμες συναλλαγές με εταιρίες που έχουν αντικείμενο συναφές με αυτό της Αναδόχου, με εξαίρεση την πρόσφατη εξαγορά (Οκτώβριος 2019) της ίδιας της Εταιρίας από τον παρόντα Μέτοχο. Το τίμημα αυτής της εξαγοράς αφορούσε, τόσο το 100% του μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρίας, όσο και το δάνειο μειωμένης εξασφάλισης του προηγούμενου μετόχου και λήφθηκε υπόψη στο πλαίσιο αυτής της μεθόδου, αλλά με χαμηλότερη στάθμιση σε σχέση με τη μέθοδο της Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών.

4.4 Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση

- Η μέθοδος της αναπροσαρμοσμένης καθαρής θέσης είναι μια έμμεση μέθοδος αποτίμησης της αξίας μίας επιχείρησης. Κατά τη μέθοδο αυτή, λαμβάνονται υπόψη τυχόν αναπροσαρμογές που θα πρέπει να γίνουν στις οικονομικές καταστάσεις της εκάστοτε εταιρίας. Οι αναπροσαρμογές αυτές μπορεί να περιλαμβάνουν μεταξύ άλλων τα εξής:
 - Αναπροσαρμογές σε τρέχουσες αξίες τυχόν συμμετοχών και χρεογράφων.
 - Αναπροσαρμογές βραχυπρόθεσμων στοιχείων ενεργητικού (απαιτήσεις με βάση τυχόν παρατηρήσεις ορκωτών ελεγκτών).
 - Αναπροσαρμογές σε τρέχουσες αξίες των παγίων όπως οικόπεδα, κτίρια, κλπ.
 - Άλλες προσαρμογές με βάση τις παρατηρήσεις των ορκωτών ελεγκτών και των σημειώσεων της διοίκησης της εταιρίας.
- Συνεπώς, η συγκεκριμένη μέθοδος είναι στατική, δε λαμβάνει υπόψη την τρέχουσα και μελλοντική κερδοφορία, καθώς επίσης και πιθανή μελλοντική ανάπτυξη. Η συγκεκριμένη μέθοδος κρίθηκε ως μη κατάλληλη και δεν ελήφθη τελικώς υπόψη στο πλαίσιο της παρούσας εργασίας.

5. Περιοριστικοί Παράγοντες & Διευκρινίσεις

- Διευκρινίζεται ότι η Deloitte, στο πλαίσιο της παρούσας εργασίας, δεν προέβη σε οποιοδήποτε πρόσθετο ανεξάρτητο έλεγχο ή επαλήθευση της ορθότητας και πληρότητας των στοιχείων που μας δόθηκαν από την Εταιρία, τα οποία ελήφθησαν ως δεδομένα. Συνεπώς, δεν εκφέρουμε καμία άποψη, ούτε δίνουμε καμιά μορφή διαβεβαίωση για την ακρίβεια και πληρότητα των οικονομικών και άλλων στοιχείων στα οποία βασιστήκαμε κατά τη διάρκεια της αποτίμησης.
- Η Deloitte δεν πραγματοποίησε ανεξάρτητη έρευνα και ανάλυση της αγοράς στην οποία δραστηριοποιείται η Εταιρία, αλλά βασίστηκε σε στοιχεία που μας παρασχέθηκαν από τη διοίκηση αυτής, καθώς και σε διάφορα δημοσιευμένα στοιχεία από αξιόπιστες και έγκυρες πηγές, τα οποία όμως διευκρινίζεται ότι δεν επαληθεύτηκαν από την Deloitte.
- Η ανάλυσή μας βασίστηκε στις ανέλεγκτες οικονομικές καταστάσεις της Εταιρίας (management accounts) σύμφωνα με τα ΔΠΧΑ με ημερομηνία 30.9.2020, καθώς και σε υποθέσεις, παραδοχές και προβλέψεις για την εξέλιξη βασικών οικονομικών μεγεθών της JPA για την περίοδο 2020 – 2041, όπως αποτυπώνονται στο ΧΜ του Έργου που μας παρασχέθηκε.

5. Περιοριστικοί Παράγοντες & Διευκρινίσεις

Επισημαίνεται ότι η εταιρία μας, στο πλαίσιο της παρούσας εργασίας δεν προέβη σε έλεγχο ή οποιαδήποτε πρόσθετη επαλήθευση της ορθότητας και πληρότητας των ως άνω στοιχείων.

- Σύμφωνα με το Μέτοχο της Εταιρίας, ποσό € 525.302 που αφορά αναμενόμενη αποπληρωμή κεφαλαίου και τόκων του δανείου μειωμένης εξασφάλισης του Μετόχου κατά την 8.11.2020, δηλ. σε χρονικό σημείο μετά την Ημερομηνία Αποτίμησης, θα αποδοθεί στον παρόντα Μέτοχο. Ως εκ τούτου, το εν λόγω ποσό δεν έχει ληφθεί υπόψη στις χρηματοροές της άσκησής μας.
- Σημειώνουμε ότι οι εκτιμήσεις για τη μελλοντική εξέλιξη διαφόρων μεγεθών της JPA, όπως και ορισμένες υποθέσεις που έχουν υιοθετηθεί, ενδέχεται να μεταβληθούν, με συνέπεια τη μεταβολή των σχετικών αποτελεσμάτων αποτίμησης, μεταβολή που μπορεί να είναι και σημαντική. Συνεπώς, δεν μπορούμε να θεωρηθούμε υπεύθυνοι για τυχόν αποκλίσεις των μεγεθών που αναφέρονται στην παρούσα μελέτη ή για τυχόν παραλήψεις.
- Διευκρινίζεται, επίσης, ότι δεν έχει ληφθεί υπόψη στο πλαίσιο της παρούσας εργασίας η ενδεχόμενη επίδραση της επικείμενης αναχρηματοδότησης του δανεισμού της Αναδόχου στην εξέλιξη βασικών οικονομικών μεγεθών της JPA. Ως εκ τούτου, δεν έχει συνυπολογιστεί οποιοδήποτε πιθανό Όφελος Αναχρηματοδότησης ενδέχεται να προκύψει κατά την επικείμενη αναχρηματοδότηση της Εταιρίας, σύμφωνα με όσα προβλέπονται στο άρθρο 31 της Σύμβασης Σύμπραξης που έχει συναφθεί μεταξύ της Εταιρίας και της ΚτΥπ Α.Ε. Μια πιθανή μείωση της ετήσιας ενιαίας χρέωσης της Εταιρίας ενδέχεται να μεταβάλει τα αποτελέσματα αποτίμησης, μεταβολή που μπορεί να είναι και σημαντική.
- Επιπλέον, σημειώνεται ότι, η παρούσα μελέτη αποτίμησης λαμβάνει υπόψη, όπου αυτό είναι δυνατό, τις πιθανές συνέπειες και την αντίστοιχη επίδραση της επιδημίας του κορονοϊού (Covid-19) στην απόδοση της Εταιρίας. Πρέπει να σημειωθεί, ότι κατά την εκπόνηση της παρούσας εργασίας, η κατάσταση είναι συνεχώς μεταβαλλόμενη και η αβεβαιότητα παραμένει σχετικά με τις συνεχώς διευρυνόμενες συνέπειες του Covid-19 στη χρηματοοικονομική κατάσταση της Εταιρίας, αλλά και την ελληνική και παγκόσμια οικονομία. Συνεπώς, η παρούσα μελέτη ενδέχεται να μη λαμβάνει υπόψη πλήρως την επίδραση αυτή του Covid-19 στις συνθήκες της αγοράς κάτι που δύναται να επηρεάσει σημαντικά την Εταιρία. Η πρόσφατη διακύμανση στις χρηματοοικονομικές αγορές και τις τρέχουσες συνθήκες του οικονομικού περιβάλλοντος, δημιουργούν σημαντική αβεβαιότητα σχετικά με την αποτίμηση περιουσιακών στοιχείων. Αναγνωρίζοντας αυτές τις παραμέτρους, θεωρούμε ότι τα συμπεράσματα και η γνώμη στην οποία καταλήγουμε είναι πιο ευμετάβλητα σε σχέση με ό,τι θα ίσχυε υπό κανονικές συνθήκες.
- Η αποτίμηση μίας εταιρίας ή επιμέρους περιουσιακών στοιχείων αυτής δεν μπορεί να θεωρηθεί ως μία απόλυτη επιστήμη και τα αποτελέσματα αυτής σε πολλές περιπτώσεις είναι υποκειμενικά και εξαρτώμενα από τις αναλύσεις και την ανεξάρτητη κρίση του κάθε αναλυτή. Χρησιμοποιώντας τα ίδια στοιχεία και υιοθετώντας κοινές παραδοχές, η κρίση ανεξάρτητων αναλυτών μπορεί να διαφέρει, λόγω μίας σειράς από ανεξάρτητες αποφάσεις.
- Η παρούσα έκθεση έχει συνταχθεί και μπορεί να χρησιμοποιηθεί αποκλειστικά στο πλαίσιο της επικείμενης ΑΜΚ. Δε μπορεί να χρησιμοποιηθεί για κανένα άλλο σκοπό ή συναφές έγγραφο (συμπεριλαμβανομένων ενημερωτικών υπομνημάτων για ιδιωτική τοποθέτηση ή δημόσια εγγραφή), ο σκοπός και στόχος του οποίου μπορεί να είναι η συγκέντρωση δανειακών ή άλλων κεφαλαίων, χωρίς την προηγούμενη έγγραφη συγκατάθεση της Deloitte.

5. Περιοριστικοί Παράγοντες & Διευκρινίσεις

- Η χρήση της παρούσας έκθεσης από τρίτους, καθώς και οι αποφάσεις που βασίζονται σε αυτήν, είναι ευθύνη των μερών που τη χρησιμοποιούν. Με τη χρήση της παρούσας έκθεσης, τα μέρη αυτά αποδέχονται ότι η Deloitte δε φέρει καμία ευθύνη αναφορικά με τη χρήση ή αποφάσεις που μπορούν να ληφθούν βασισμένες στην παρούσα έκθεση.
- Επίσης, η τυχόν παράδοση της παρούσας έκθεσης σε οποιονδήποτε τρίτο, θα πρέπει να γίνει στο σύνολό της και όχι αποσπασματικά.
- Η παρούσα γνωμοδότηση δεν καλύπτει τυχόν νομικά, τεχνικά, ρυθμιστικά ή/και φορολογικά θέματα σχετιζόμενα με την ΑΜΚ, αλλά περιορίζεται αποκλειστικά σε χρηματοοικονομικά θέματα.
- Τέλος, διευκρινίζεται ότι, οι υπογράφωντες την παρούσα ενεργούν ως ανεξάρτητοι εμπειρογνώμονες κατά την έννοια της παραγράφου 4.1.3.13.3 του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών, δεν συντρέχει στο πρόσωπό τους οποιαδήποτε ιδιότητα, κώλυμα ή ασυμβίβαστο από τα αναφερόμενα στο άρθρο 17 παρ. 4 του Ν. 4548/2018 και στην παράγραφο 4.1.3.13.3 του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών και δεν συνδέονται με οποιονδήποτε τρόπο με την PasaI και την JPA για την τελευταία πενταετία.

6. Αποτελέσματα Αποτίμησης

- Με βάση όσα προαναφέρθηκαν, ο ακόλουθος πίνακας συνοψίζει τα αποτελέσματα αποτίμησης για το 100% των μετοχών της Εταιρίας, καθώς και το δάνειο μειωμένης εξασφάλισης του Μετόχου (δευτερογενείς ομολογίες) ανά μέθοδο που χρησιμοποιήθηκε.

Ενδεικτικό Εύρος Αξιών ανά Μέθοδο Αποτίμησης

Μέθοδοι Αποτίμησης	Ελάχιστο (€ εκατ.)	Κεντρική Τιμή (€ εκατ.)	Μέγιστο (€ εκατ.)
A. 100% Μετοχικού Κεφαλαίου της Εταιρίας			
Προεξόφληση Ταμειακών Ροών	7.245.982	7.800.606	8.403.613
Συγκρίσιμες Συναλλαγές	3.356.910	3.356.910	3.356.910
B. Δάνειο Μειωμένης Εξασφάλισης Μετόχου			
Προεξόφληση Ταμειακών Ροών	4.993.061	5.104.103	5.219.050
Συγκρίσιμες Συναλλαγές	5.443.090	5.443.090	5.443.090

- Σταθμίζοντας τα αποτελέσματα αποτίμησης ανάλογα με την καταλληλότητα της κάθε μεθόδου και, πιο συγκεκριμένα, δίνοντας μεγαλύτερη βαρύτητα στη μέθοδο της Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών, οι αξίες του 100% του μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρίας και του δανείου μειωμένης εξασφάλισης του Μετόχου στις 30.9.2020 εκτιμάται ότι κυμαίνονται μεταξύ:

6. Αποτελέσματα Αποτίμησης

100% Μετοχικού Κεφαλαίου

€ 6.857.075 - € 7.898.943
με κεντρική εκτιμώμενη αξία € 7.356.237

Δάνειο Μειωμένης Εξασφάλισης Μετόχου

€ 5.038.064 - € 5.241.454
με κεντρική εκτιμώμενη αξία € 5.138.001

7. Συμπεράσματα

- 7.1 Το Διοικητικό Συμβούλιο της Pasal αποφάσισε να εισηγηθεί στην Έκτακτη Γενική Συνέλευση των μετόχων την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της Pasal με την έκδοση 18.204.903 νέων κοινών ονομαστικών, μετά δικαιώματος ψήφου, μετοχών ονομαστικής αξίας € 0,50 η κάθε μία και με τιμή διάθεσης € 1,10 έκαστη. Από το σύνολο των Νέων Μετοχών, 11.358.398 θα διατεθούν στον Μέτοχο της Εταιρίας, ο οποίος θα εισφέρει στην Pasal το 100% του μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρίας (Μετοχές JPA), καθώς και το δάνειο μειωμένης εξασφάλισης του Μετόχου στην Εταιρία (Ομολογίες JPA).
- 7.2 Για την εισφορά των Μετοχών JPA, θα διατεθούν στο Μέτοχο 6.687.488 Νέες Μετοχές με τιμή διάθεσης € 1,10 η κάθε μία και συνολική αξία € 7.356.236,8, ενώ για την εισφορά των Ομολογιών JPA θα διατεθούν στο Μέτοχο 4.670.910 Νέες Μετοχές με τιμή διάθεσης € 1,10 η κάθε μία και συνολική αξία € 5.138.001. Η διαφορά μεταξύ του μετοχικού κεφαλαίου που θα καλυφθεί από την Sterner Stenhus Greece AB στο πλαίσιο της AMK με την εισφορά των Μετοχών JPA και των Ομολογιών JPA και της αξίας αποτίμησης αυτών θα αχθεί σε πίστωση του λογαριασμού των ιδίων κεφαλαίων της Pasal “Διαφορά υπέρ το άρτιο”.
- 7.3 Λαμβάνοντας υπόψη τα ανωτέρω, και ειδικότερα ότι οι μέθοδοι αποτίμησης που χρησιμοποιήθηκαν είναι κατάλληλες για τη συγκεκριμένη αποτίμηση, καθώς και ότι τα ποσά της AMK που θα καλύψει ο Μέτοχος μέσω εισφοράς του 100% του μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρίας και του δανείου μειωμένης εξασφάλισης (δευτερογενείς ομολογίες) του Μετόχου βρίσκονται εντός του αντίστοιχου εύρους αξιών που προσδιορίσαμε, θεωρούμε ότι τα εν λόγω ποσά της AMK είναι εύλογα και δίκαια από χρηματοοικονομική άποψη.

Με εκτίμηση,



Αλέξης Κατσιπαύλου
Ορκωτός Ελεγκτής-Λογιστής
Α.Μ. ΣΟΕΛ: 42351



Γεωργιος Μπισυρνής
Ορκωτός Ελεγκτής-Λογιστής
Α.Μ. ΣΟΕΛ: 25151