

Έκθεση Αποτίμησης CROWN Hellas Can

ΣΗΜΑΝΤΙΚΗ ΣΗΜΕΙΩΣΗ:

Η Έκθεση Αποτίμησης περιλαμβάνει ορισμένα στοιχεία και πληροφορίες που αφορούν την Εταιρεία, τους πελάτες και προμηθευτές της και αποτελούν απόρρητα επιχειρηματικά δεδομένα, των οποίων η δημοσιοποίηση, αφενός μεν, απαγορεύεται από την ημεδαπή και ευρωπαϊκή νομοθεσία περί ανταγωνισμού και τις συμβάσεις εμπιστευτικότητας που έχει συνάψει η Εταιρεία με τρίτους, αφετέρου δε, θα εξέθετε την Εταιρεία σε ουσιώδεις νομικούς και επιχειρηματικούς κινδύνους, οι οποίοι θα μπορούσαν να έχουν ουσιώδη δυσμενή αντίκτυπο στη νομική και οικονομική κατάσταση της Εταιρείας. Συνεπώς, αυτά τα δεδομένα έχουν επικαλυφθεί στο κείμενο της Έκθεσης Αποτίμησης.

14 Φεβρουαρίου 2011



KPMG Ορκωτοί Ελεγκτές Α.Ε.
Στρατηγού Τόμπρα 3
Αγία Παρασκευή
153 42 Αθήνα Ελλάδα

Τηλ +30 210 60 62 100
Fax +30 210 60 62 111
www.kpmg.gr
email: info@kpmg.gr

Εμπιστευτικό

Διοικητικό Συμβούλιο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς
Κολοκοτρώνη 1 & Σταδίου,
105 62 Αθήνα

14 Φεβρουαρίου 2011

Αξιότιμοι κύριοι,

Έκθεση Αποτίμησης της CROWN Hellas Can Βιομηχανία Ειδών Συσκευασίας Α.Ε.

Η KPMG Ορκωτοί Εκλεκτές Α.Ε. (εφεξής "KPMG"), έχοντας διορισθεί από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (εφεξής "ΕΚ") να ενεργήσει ως χρηματοοικονομικός σύμβουλος σε σχέση με την ανεξάρτητη αποτίμηση (εφεξής «Αποτίμηση») των μετοχών της CROWN Hellas Can Βιομηχανία Ειδών Συσκευασίας Α.Ε. με ημερομηνία αναφοράς την 31 Δεκεμβρίου 2010, βρίσκεται στην ευχάριστη θέση να υποβάλει την τελική Έκθεση Αποτίμησης σχετικά με την προαναφερθείσα εργασία. Τονίζεται ότι η Αποτίμηση αποτελεί προαπαιτούμενο του άρθρου 30 του Νόμου 3461/2006 και της υπ' αρ. 17/427/9.05.2007 Απόφασης του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚ, αναφορικά με την Δημόσια Υποχρεωτική Προσφορά η οποία υπεβλήθει από την Lomond Υπηρεσίες Μεταλλικών Προϊόντων Α.Ε. την 21 Σεπτεμβρίου 2010.

Στο πλαίσιο των εργασιών της, η KPMG συνέταξε την παρούσα Έκθεση Αποτίμησης στην οποία παραθέτει την προσέγγισή της για την Αποτίμηση, τις μεθοδολογίες που εφαρμόστηκαν, τις βασικές παραδοχές και τον έλεγχο λογικότητάς τους καθώς και τα αποτελέσματα της Αποτίμησης.

Θα θέλαμε να σας ευχαριστήσουμε θερμά που αναθέσατε αυτή την εργασία αποτίμησης στην KPMG και παραμένουμε στην διάθεσή σας για οποιαδήποτε διευκρίνιση.

Με εκτίμηση,

Χάρης Συρούνης
Γενικός Διευθυντής

Περιεχόμενα

1. Εισαγωγή

- Σκοπός του Έργου - περιορισμοί

2. Σύνοψη για τη Διοίκηση

3. Περιγραφή Εταιρείας

4. Ανάλυση Κλάδου

5. Μεθοδολογίες & Προσέγγιση

- Μεθοδολογίες Αποτίμησης
- Παραδοχές ανά Επιχειρηματική Μονάδα
- Έλεγχος λογικότητας παραδοχών
- Μεθοδολογία DCF
- Μεθοδολογία DDM
- Πρίμ ελέγχου & έκπτωση μειοψηφικού ποσοστού
- Ανάλυση μετοχής
- Μεθοδολογία Συγκρίσιμων Εταιρειών
- Μεθοδολογία Συγκρίσιμων Συναλλαγών

6. Παραρτήματα

- Προβλεπόμενες Οικονομικές Καταστάσεις
- Περιγραφή συγκρίσιμων εταιρειών
- Περιγραφή συγκρίσιμων συναλλαγών
- Υπολογισμός Βήτα
- Πηγές πληροφόρησης

Ορισμοί

Ορισμοί

DCF	Προεξόφληση Ελεύθερων Ταμειακών Ροών	EV/Sales	Αξία Επιχείρησης προς Πωλήσεις
DDM	Προεξόφληση Μελλοντικών Μερισμάτων	EV/EBIT	Αξία Επιχείρησης προς Κέρδη προ φόρων & τόκων
CoCos	Συγκρίσιμες Εταιρείες	EV/EBITDA	Αξία Επιχείρησης προς Κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων
CoTrans	Συγκρίσιμες Συναλλαγές		
CAGR	Ετήσιος Σωρευτικός Ρυθμός Αύξησης	P/E	Κεφαλαιοποίηση προς Καθαρά Κέρδη
EBT	Κέρδη προ φόρων	S	Πωλήσεις
EBIT	Κέρδη προ φόρων & τόκων	WACC	Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου
EBITDA	Κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων	Ke	Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων
EV	Αξία Επιχείρησης	CAPM	Μοντέλο Τιμολόγησης των Κεφαλαιακών Περιουσιακών Στοιχείων
TV	Υπολειμματική Αξία	T	Φορολογικός συντελεστής

Εισαγωγή

Σκοπός του έργου – περιορισμοί

Η KPMG Ορκωτοί Εκλεκτές Α.Ε. (εφεξής “KPMG”), διορίσθηκε από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (εφεξής “ΕΚ”) να ενεργήσει ως χρηματοοικονομικός σύμβουλος σε σχέση με την ανεξάρτητη αποτίμηση (εφεξής «Αποτίμηση») των μετοχών της CROWN Hellas Can Βιομηχανία Ειδών Συσκευασίας Α.Ε. (εφεξής “CROWN Hellas Can” ή “Εταιρεία”) με ημερομηνία αναφοράς την 31 Δεκεμβρίου 2010 (εφεξής “Ημερομηνία Αποτίμησης”).

Κατόπιν της υποβολής Υποχρεωτικής Δημόσιας Προσφοράς από την Lomond Μεταλλικά Προϊόντα Α.Ε. (εφεξής “Lomond”), η διενέργεια της Αποτίμησης αποτελεί προαπαιτούμενο του άρθρου 30 του Νόμου 3461/2006 και της υπ’ αρ. 17/427/9.05.2007 Απόφασης του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚ αναφορικά με τις δημόσιες προσφορές. Η Υποχρεωτική Δημόσια Προσφορά αφορά την απόκτηση όλων των υπολοίπων μετοχών των μετόχων μειοψηφίας της CROWN Hellas Can, τις οποίες δεν κατέχει άμεσα ή έμμεσα η Lomond, στο πλαίσιο της συγχώνευσης δια εξαγοράς της Εταιρείας από την Lomond (εφεξής “Συγχώνευση δια εξαγοράς”), η οποία θα διενεργηθεί σύμφωνα με τα άρθρα 68-77, 79 και 79^α του Νόμου 2190/1920 και τα άρθρα 1-5 του Νόμου 2166/1993 που αφορούν τις συγχωνεύσεις δια εξαγοράς. Η Συγχώνευση δια εξαγοράς αποφασίστηκε την 21 Σεπτεμβρίου 2010 από τα διοικητικά συμβούλια της CROWN Hellas Can και της Lomond.

Η Lomond είναι θυγατρική κατά 100% της Societe de Participations Carnaudmetalbox – SAS (εφεξής “SPC”), η οποία κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης της Υποχρεωτικής Δημόσιας Προσφοράς κατείχε άμεσα 19 384 020 μετοχές της CROWN Hellas Can, οι οποίες αντιπροσωπεύουν περίπου 80.56% του συνολικού μετοχικού κεφαλαίου. Η SPC είναι θυγατρική και ελέγχεται πλήρως από την CROWN Holding Inc. Επίσης, η SPC αποφάσισε μετά την ολοκλήρωση της Υποχρεωτικής Δημόσιας Προσφοράς να μεταφέρει στην Lomond, μέσω του Χρηματιστηρίου Αθηνών, όλες τις μετοχές της στην CROWN Hellas Can. Μέσω της Υποχρεωτικής Δημόσιας Προσφοράς, η Lomond επιθυμεί να αποκτήσει το 19.44% του μετοχικού κεφαλαίου της CROWN Hellas Can (4 678 480 μετοχές) προσφέροντας ΕΥΡΩ 9.74 ανά μετοχή. Κατά την ημερομηνία ολοκλήρωσης της παρούσας έκθεσης και κατόπιν μεταγενέστερων αγορών μετοχών από την Lomond μέσω του Χρηματιστηρίου Αθηνών, η άμεση συμμετοχή της Lomond στο μετοχικό κεφάλαιο της Εταιρείας ανερχόταν σε 84.54%.

Η παρούσα έκθεση (εφεξής “Έκθεση Αποτίμησης”) παραθέτει την προσέγγιση της KPMG για τη διενεργηθείσα Αποτίμηση, τις μεθοδολογίες που εφαρμόστηκαν, τις βασικές παραδοχές και τον έλεγχο λογικότητάς τους καθώς και τα αποτελέσματα της Αποτίμησης.

Λόγω του ότι η Έκθεση Αποτίμησης θα έπρεπε να παραδοθεί σε τελική μορφή και τα αποτελέσματα αποτίμησης είναι δεσμευτικά για την Lomond, δεν ακολουθήθηκε η τυποποιημένη διαδικασία κατά την οποία η KPMG συνήθως υποβάλλει στην Διοίκηση της υπό αποτίμηση εταιρείας ένα προσχέδιο της έκθεσης αποτίμησης ώστε να λάβει έγγραφη διαβεβαίωση ότι οι πληροφορίες που χορηγήθηκαν είναι ακριβείς και πλήρεις και επομένως αποτελούν μια αξιόπιστη βάση δεδομένων για τη διενέργεια της Αποτίμησης.

Η εργασία της KPMG δεν αποτελεί σε καμία περίπτωση διενέργεια πλήρους ελέγχου (full - scope audit) των οικονομικών καταστάσεων της Εταιρείας και για το λόγο αυτό η παρούσα έκθεση δεν αποτελεί πιστοποιητικό ή έκθεση ελέγχου και δε μπορεί να χρησιμοποιηθεί για το σκοπό αυτό. Η εργασία που η KPMG θα πρέπει να πραγματοποιήσει για να είναι ικανή να εκδώσει πιστοποιητικό ή έκθεση ελέγχου, διαφέρει κατά πολύ από το πλαίσιο της παρούσας Έκθεσης Αποτίμησης. Επίσης, η KPMG δεν επιβεβαίωσε καμία από τις πληροφορίες που της χορηγήθηκαν από την Διοίκηση της Εταιρείας πέρα από την αξιολόγηση της λογικότητας των παραδοχών.

Σκοπός του έργου – περιορισμοί (συνέχεια)

Τα αποτελέσματα της Αποτίμησης ισχύουν για ένα τρίμηνο από την παράδοση της εργασίας. Μετά την παρέλευση του τριμήνου, είναι σκόπιμη η εργασία επικαιροποίησης εφόσον η Συγχώνευση δια εξαγοράς δεν έχει ολοκληρωθεί. Η αναμόρφωση ή η επικαιροποίηση της Αποτίμησης και της σχετικής έκθεσης με βάση νέα στοιχεία ή γεγονότα που πιθανόν να συμβούν μετά την παράδοση σε τελική μορφή, δεν αποτελούν μέρος της παρούσας εργασίας, αφού κάτι τέτοιο δεν έχει ληφθεί υπόψη στην εκτίμηση της αμοιβής μας.

Βασική αρχή για την εργασία της Αποτίμησης αποτελεί η παραδοχή ότι η Εταιρεία θα συνεχίσει απρόσκοπτα τις εργασίες της στο απώτερο μέλλον (going concern principle).

Η έκταση της εργασίας της KPMG είναι περιορισμένη και βασίζεται εξ' ολοκλήρου στις προβλέψεις για την εξέλιξη βασικών οικονομικών μεγεθών που μας χορηγήθηκαν από την Διοίκηση της Εταιρείας για την περίοδο 2011-2015 και σε ιστορικά οικονομικά στοιχεία. Επιπροσθέτως, η KPMG έκανε προσαρμογές και πραγματοποίησε ανάλυση ευαισθησίας, όπου το θεώρησε απαραίτητο.

Η KPMG δεν είχε άμεση πρόσβαση στα λογιστικά βιβλία και αρχεία της Εταιρείας. Ως αποτέλεσμα αυτού, κρίθηκε αδύνατο για την KPMG να επιβεβαιώσει ή να αναλύσει πληροφορίες που εμπεριέχονται στις οικονομικές καταστάσεις της Εταιρείας.

Οι πληροφορίες που παρουσιάζονται στην παρούσα έκθεση δεν αποτελούν σε καμία περίπτωση το αποτέλεσμα διενέργειας διαδικασιών ειδικού ελέγχου. Επομένως, ο αναγνώστης θα πρέπει να είναι ιδιαίτερα προσεκτικός καθώς το αποτέλεσμα διενέργειας ενός τέτοιου ελέγχου, μπορεί να αλλάξει τις πληροφορίες που εμπεριέχονται στο παρόν έντυπο και κατ' επέκταση της Αποτίμησης και αυτή η αλλαγή μπορεί να είναι σημαντική.

Οποιαδήποτε χρήση των προβλέψεων που μας χορήγησε η Εταιρεία στην ανάλυσή μας, δεν αποτελεί έλεγχο ή σύνταξη προβλεπόμενων οικονομικών καταστάσεων σύμφωνα με τις Γενικά Αποδεκτές Λογιστικές Αρχές. Δεν εκφέρουμε γνώμη ή οποιαδήποτε άλλη μορφή διαβεβαίωσης για τη λογικότητα των παραδοχών που έχουν υιοθετηθεί ή για το εάν οι προβλεπόμενες οικονομικές καταστάσεις, εάν δημοσιευθούν, έχουν ετοιμασθεί σύμφωνα με τις οδηγίες παρουσίασης των Γενικά Αποδεκτών Λογιστικών Αρχών. Επιπρόσθετα, είναι σύνηθες να υπάρχουν διαφορές μεταξύ προβλεπόμενων και πραγματικών αποτελεσμάτων, καθώς τα γεγονότα και οι περιστάσεις συχνά δεν επιβεβαιώνουν τις προβλέψεις που έχουν διενεργηθεί και οι αποκλίσεις αυτές μπορεί να είναι ουσιαστικές.

Η ανάλυσή μας προϋποθέτει ότι η Εταιρεία δεν έχει πραγματικά ή ενδεχόμενα περιουσιακά στοιχεία, ασυνήθιστες υποχρεώσεις, ή ουσιώδεις δεσμεύσεις, άλλες πέρα από τις συνήθεις δραστηριότητές της, ούτε έχει κάποια αντιδικία σε εκκρεμότητα ή απειλή η οποία θα είχε ουσιώδη επίπτωση στην ανάλυση που διενεργήσαμε.

Η παρούσα Έκθεση έχει σχεδιαστεί για να χρησιμοποιηθεί αποκλειστικά από την ΕΚ και την Lomond, με βάση την απόφαση 7/427/09.05.2007 του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚ αναφορικά με τις δημόσιες προσφορές. Η ΕΚ έχει σκοπό να δημοσιεύσει την παρούσα Έκθεση Αποτίμησης ταυτόχρονα με την δημοσίευση του πληροφοριακού δελτίου της Υποχρεωτικής Δημόσιας Προσφοράς. Η KPMG δε θα αποδεχθεί καμία ευθύνη προς κανένα τρίτο πρόσωπο στο οποίο η έκθεση αυτή μπορεί να παρουσιαστεί ή το οποίο μπορεί να αποκτήσει αντίγραφο της έκθεσης αυτής και το οποίο δεν έχει αποδειχθεί τους όρους της πρότασης που υπογράφηκε στις 5 Ιανουαρίου 2011 μεταξύ της KPMG και της Εταιρείας.

Τα ποσά σε ορισμένους πίνακες έχουν στρογγυλοποιηθεί για σκοπούς απλοποίησης, με αποτέλεσμα ορισμένα από τα συγκεντρωτικά ποσά που παρουσιάζονται στο κείμενο να μη συμφωνούν απόλυτα με τα αντίστοιχα αναλυτικά ποσά που εμφανίζονται στους πίνακες. Η στρογγυλοποίηση δεν επηρεάζει σε καμία περίπτωση την ακρίβεια των υπολογισμών.

Σύνοψη για τη Διοίκηση

Σύνοψη για τη Διοίκηση

Η KPMG διορίστηκε από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς να ενεργήσει ως χρηματοοικονομικός σύμβουλος σε σχέση με την ανεξάρτητη αποτίμηση (εφεξής «Αποτίμηση») των μετοχών της CROWN Hellas Can (εφεξής « Εταιρεία»), με ημερομηνία αναφοράς την 31 Δεκεμβρίου 2010 (εφεξής «Ημερομηνία Αποτίμησης»), σχετικά με την συγχώνευση δια εξαγοράς της Εταιρείας από την «LOMOND ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΜΕΤΑΛΛΙΚΩΝ ΠΡΟΙΟΝΤΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ» (εφεξής « Lomond»). Στις 21 Σεπτεμβρίου 2010 η Lomond υπέβαλε Υποχρεωτική Δημόσια Πρόταση για την απόκτηση του 19.44% του μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρείας (4 678 480 μετοχές), το οποίο δεν κατείχε άμεσα ή έμμεσα, με αντίτιμο ΕΥΡΩ 9.74 ανά μετοχή.

Για τον προσδιορισμό της εύλογης αγοραίας αξίας των μετοχών της Εταιρείας χρησιμοποιήθηκαν οι παρακάτω μεθοδολογίες αποτίμησης:

- Προεξόφληση Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (Discounted Free Cash Flows)
- Προεξόφληση Μελλοντικών Μερισμάτων (Dividend Discount Model)
- Δείκτες Συγκρίσιμων Εταιρειών (Comparable Companies Multiples)
- Δείκτες Συγκρίσιμων Συναλλαγών (Comparable Transactions Multiples)

Τα αποτελέσματα που προέκυψαν από την εφαρμογή των παραπάνω μεθοδολογιών σταθμίστηκαν ανάλογα με την καταλληλότητα της κάθε μεθοδολογίας για τον καθορισμό της τελικής τιμής ανά μετοχή.

Ως κύρια μεθοδολογία Αποτίμησης χρησιμοποιήθηκε η Προεξόφληση των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (Discounted Free Cash Flows), η οποία είναι η πλέον ενδεδειγμένη μέθοδος αποτίμησης, σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία, δεδομένου ότι λαμβάνει υπ' όψιν τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της υπό αποτίμηση Εταιρείας. Η Αποτίμηση διενεργήθηκε με βάση την αρχή της συνέχειας της δραστηριότητας της οικονομικής μονάδας. Επιπλέον, η KPMG βασίστηκε στο επιχειρηματικό σχέδιο της Εταιρείας για την περίοδο 2011-2015, με βασική παραδοχή ότι δεν θα πραγματοποιηθεί καμία νέα επένδυση στις παραγωγικές της μονάδες, η οποία θα αποδώσει επιπλέον παραγωγική δυνατότητα. Περαιτέρω, βασισθήκαμε στο ότι τα εργοστάσια λειτουργούν στο μέγιστο της παραγωγικής δυναμικότητας, με εξαίρεση τα δύο εργοστάσια που εδρεύουν στην Ισπανία, στα οποία η αξιοποίηση της παραγωγικής δυναμικότητας αναμένεται να παρουσιάσει μικρή άνοδο.

Οι προβλεπόμενες ταμειακές ροές της Εταιρείας προεξοφλήθηκαν χρησιμοποιώντας το κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο. Το προεξοφλητικό επιτόκιο που χρησιμοποιήθηκε είναι το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC) της Εταιρείας που εκτιμήθηκε σε 8.5% για τη περίοδο των προβλέψεων. Το WACC υπολογίστηκε λαμβάνοντας υπ' όψιν το Μοντέλο Τιμολόγησης των Κεφαλαιακών Περιουσιακών Στοιχείων ("CAPM"), για την εκτίμηση του κόστους των Ιδίων Κεφαλαίων (10.56%). Υπολογίσθηκε βάσει του υποθετικού κόστους δανεισμού προ φόρων (5.84%) που θα ίσχυε σε περίπτωση που η Εταιρεία χρηματοδοτούσε τις δραστηριότητες της σε Ελλάδα και Ισπανία αντλώντας δανειακά κεφάλαια.

Σύνοψη για τη Διοίκηση (συνέχεια)

Παρόλο που η κεφαλαιακή διάρθρωση της Εταιρείας δεν περιλαμβάνει δανεισμό, συνίσταται ο υπολογισμός του WACC με βάση την βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση για σκοπούς Αποτίμησης. Στο Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων προστέθηκε συντελεστής επιπρόσθετου κινδύνου της Εταιρείας 1.5% που αντικατοπτρίζει τους κινδύνους που πιθανώς να αντιμετωπίσει η Εταιρεία σχετικά με: α. αυξημένη εξάρτηση από περιορισμένο αριθμό μεγάλων πελατών, β. επιπρόσθετη φορολογία στα αναψυκτικά (ειδικός φόρος ή αύξηση στο Φ.Π.Α.) στην Ελλάδα ή αλλαγή στην τάση των καταναλωτών που θα μπορούσε να οδηγήσει σε μείωση της κατανάλωσης των αναψυκτικών και γ) ενδεχόμενη αλλαγή χρήσης πρώτης ύλης • από λευκοσίδηρο σε αλουμίνιο, λόγω νομοθεσίας ή απαίτησης πελατών που θα απαιτούσε επιπρόσθετη επένδυση.

Για την εφαρμογή της Προεξόφλησης Μελλοντικών Μερισμάτων (Dividend Discount Model) εξετάσαμε δύο ίδιας στάθμησης σενάρια. Στο πρώτο σενάριο, υπολογίστηκε ένα εξομαλυσμένο ποσοστό πληρωμής μερισμάτων, καθώς η υπάρχουσα μερισματική πολιτική που ακολουθείται από την Εταιρεία έχει οδηγήσει σε συσσώρευση υψηλών διαθεσίμων (ΕΥΡΩ 110 372 χιλ. σε ενοποιημένη βάση), γεγονός που δείχνει ότι η υπάρχουσα μερισματική πολιτική δεν είναι η βέλτιστη, αφού ο μέσος επενδυτής προτιμά να λαμβάνει μέρισμα από το να ωφελείται από ενδεχόμενη αύξηση της τιμής της μετοχής. Στο εναλλακτικό σενάριο, τα διανεμόμενα μερίσματα υπολογίζονται σε 75% των καθαρών εσόδων (μερισματική πολιτική που ακολουθείται από συγκρίσιμες εταιρείες), δεδομένου ότι είναι εξαιρετικά σπάνιο για μια εταιρεία του κλάδου συσκευασίας να διανέμει ως μέρισμα, κατ' εξακολούθηση, ποσοστό μεγαλύτερο από το 75% των καθαρών της κερδών. Και στα δύο σενάρια, τα μερίσματα προεξοφλήθηκαν χρησιμοποιώντας ως προεξοφλητικό επιτόκιο το Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων (10.56%) καθώς επίσης προστέθηκε το, κατά την Ημερομηνία Αποτίμησης, ποσό των διαθεσίμων (ΕΥΡΩ 110 372 χιλ.) στη βάση ότι εφόσον οι προβλεπόμενες ταμειακές ροές επαρκούν για την οργανική ανάπτυξη και την διανομή μερισμάτων, τα διαθέσιμα μπορούν να διανεμηθούν (ή θα μπορούσαν να έχουν διανεμηθεί ήδη) ως επιπλέον μέρισμα.

Κατά την εφαρμογή της Μεθοδολογίας των Συγκρίσιμων Εταιρειών και για τον υπολογισμό των συγκρίσιμων πολλαπλασίων χρησιμοποιήσαμε τα πιο πρόσφατα διαθέσιμα ως προς την Ημερομηνία Αποτίμησης (31 Δεκεμβρίου 2010) οικονομικά στοιχεία των εταιρειών του δείγματος, εισηγμένων σε χρηματιστήρια, που δραστηριοποιούνται στο χώρο της κατασκευής και διανομής αλουμινένιων δοχείων και παρόμοιων προϊόντων μεταλλικής συσκευασίας. Δεδομένου ότι οι εταιρείες του δείγματός δεν έχουν ακόμα δημοσιεύσει τα ετήσια οικονομικά αποτελέσματα για το 2010, κατά την εφαρμογή της Μεθοδολογίας των Συγκρίσιμων Εταιρειών χρησιμοποιήθηκαν οι ετησιοποιημένες οικονομικές καταστάσεις που έληξαν την 30 Σεπτεμβρίου 2010. Τα κριτήρια που χρησιμοποιήθηκαν για την επιλογή των κατάλληλων Συγκρίσιμων Εταιρειών είναι: α. το μέγεθος των εταιρειών (το τελικό δείγμα περιλαμβάνει τόσο μικρότερες όσο και μεγαλύτερες εταιρείες από την CROWN Hellas Can βάσει κεφαλαιοποίησης, ώστε να αποφευχθούν τυχόν διαστρεβλώσεις λόγω μεγέθους) και β. η πρώτη ύλη (το τελικό δείγμα εστιάζει σε αλουμίνιο και λευκοσίδηρο και όχι σε γυαλί ή/και πλαστικό, υλικά που επίσης τροφοδοτούν την αγορά συσκευασίας φαγητών και ποτών). Δεν ήταν δυνατόν να εφαρμοστεί το κριτήριο της γεωγραφικής τοποθεσίας, καθώς, με εξαίρεση μία εταιρεία, δεν υπάρχουν εισηγμένες Ευρωπαϊκές Συγκρίσιμες Εταιρείες. Με βάση τα προαναφερθέντα κριτήρια, διαμορφώθηκε ένα δείγμα από δεκατρείς (13) Συγκρίσιμες Εταιρείες εκ των οποίων: τέσσερις (4) με έδρα τη Αμερική, μία (1) με έδρα την Κίνα, μία (1) με έδρα την Βενεζουέλα, μία (1) με έδρα την Ταιβάν, μία (1) με έδρα την Ινδία, μία (1) με έδρα την Μαλαισία, μία (1) με έδρα την Αγγλία, μία (1) με έδρα την Κορέα, μια (1) με έδρα την Σιγκαπούρη, και μια (1) με έδρα την Αυστραλία. Οι δείκτες που χρησιμοποιήθηκαν για την Αποτίμηση είναι: Αξία Εταιρείας / Πωλήσεις (EV/S), Αξία Εταιρείας/ Κέρδη προ Φόρων, Τόκων και Αποσβέσεων (EV/EBITDA), Αξία Εταιρείας/ Κέρδη προ Φόρων και Τόκων (EV/EBIT), Κεφαλαιοποίηση / Καθαρό Κέρδος (P/E). Οι δείκτες αυτοί σταθμίστηκαν βάση καταλληλότητας για την κατάδειξη ενιαίας τιμής ανά μετοχή.

Σύνοψη για τη Διοίκηση (συνέχεια)

Τέλος, εφαρμόστηκε η μέθοδος των Δεικτών Συγκρίσιμων Συναλλαγών (Comparable Transactions Multiples). Καθώς ο αριθμός των συναλλαγών στον κλάδο μεταλλικής συσκευασίας, για τις οποίες υπάρχει πληροφόρηση σχετικά με την αξία συναλλαγής είναι περιορισμένος, το τελικό δείγμα περιλαμβάνει εταιρείες-στόχους που δραστηριοποιούνται σε συγγενείς κλάδους όπως ο ευρύτερος κλάδος προϊόντων συσκευασίας και γυάλινης συσκευασίας, με εξαίρεση συναλλαγές στον κλάδο πλαστικής συσκευασίας, ώστε να υπάρχει αντιστοιχία με τη Μεθοδολογία των Δεικτών Συγκρίσιμων Εταιρειών, στην οποία εξαιρέθηκαν πολλές εισηγμένες εταιρείες του κλάδου πλαστικής συσκευασίας. Το δείγμα περιλαμβάνει συναλλαγές που πραγματοποιήθηκαν από το 2002 έως και την Ημερομηνία Αποτίμησης (31 Δεκεμβρίου 2010) ώστε να ληφθούν υπόψη οι διαφορές στους οικονομικούς κύκλους κάτω από τους οποίους μπορούν να πραγματοποιηθούν οι συναλλαγές σε κάθε χώρα.

Οι καταλληλότεροι δείκτες που χρησιμοποιήθηκαν για την Αποτίμηση είναι οι εξής: Αξία Εταιρείας / Πωλήσεις (EV/S) και Αξία Εταιρείας/ Κέρδη προ Φόρων, Τόκων και Αποσβέσεων (EV/EBITDA). Επιπλέον, εφαρμόστηκε 5% έκπτωση ποσοστού μειοψηφίας, αφού η πλειονότητα των συγκρίσιμων συναλλαγών αφορά την εξαγορά του 100% του μετοχικού κεφαλαίου της εκάστοτε εταιρείας-στόχου, η οποία υπονοεί μεταβίβαση ελέγχου και συνεπώς πριμ ελέγχου (control premium), γεγονός που δεν ισχύει στην περίπτωση της CROWN Hellas Can.

Ως αποτέλεσμα των προαναφερθεισών μεθοδολογιών, ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει τα αποτελέσματα αποτίμησης ανά μετοχή της CROWN Hellas Can για κάθε μια από της μεθοδολογίες που εφαρμόστηκαν καθώς και τον αντίστοιχο συντελεστή στάθμισης.

Αξία ανά μετοχή - CROWN Hellas Can					
Ποσά σε ΕΥΡΩ	Ελάχιστο	Μέγιστο	Μέση Σταθμισμένη Τιμή/Κεντρική Τιμή	Συντελεστής Στάθμισης	Σταθμισμένη Αξία ανά μετοχή
Προεξόφληση των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών	12.78	14.99	13.74	50%	13.50
Προεξόφληση Μελλοντικών Μερισμάτων	10.12	11.17	10.65	10%	
Δείκτες Συγκρίσιμων Εταιρειών	10.37	15.40	14.13	20%	
Δείκτες Συγκρίσιμων Συναλλαγών	13.16	14.65	13.68	20%	

Σύνοψη για τη Διοίκηση (συνέχεια)

Συγκεκριμένα:

- α. Εφαρμόζοντας τη μέθοδο Προεξόφλησης των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (Discounted Free Cash Flows), η εύλογη αξία ανά μετοχή κυμαίνεται μεταξύ ΕΥΡΩ 12.78 και ΕΥΡΩ 14.99, όπως προκύπτει από την ανάλυση ευαισθησίας που διενεργήθηκε. Η κεντρική αξία που κατέδειξε η συγκεκριμένη μεθοδολογία είναι ΕΥΡΩ 13.74 ανά μετοχή.
- β. Εφαρμόζοντας τη μέθοδο Προεξόφλησης Μελλοντικών Μερισμάτων (Dividend Discount Model), η εύλογη αξία ανά μετοχή κυμαίνεται μεταξύ ΕΥΡΩ 10.12 και ΕΥΡΩ 11.16. Η μέση σταθμισμένη αξία που προκύπτει από την συγκεκριμένη μεθοδολογία είναι ΕΥΡΩ 10.56 ανά μετοχή.
- γ. Εφαρμόζοντας τη μέθοδο Δεικτών Συγκρίσιμων Εταιρειών (Comparable Companies Multiples) η εύλογη αξία ανά μετοχή κυμαίνεται μεταξύ ΕΥΡΩ 10.37 και ΕΥΡΩ 15.40. Η μέση σταθμισμένη αξία που προκύπτει από την συγκεκριμένη μεθοδολογία είναι ΕΥΡΩ 14.13 ανά μετοχή.
- δ. Εφαρμόζοντας τη μέθοδο Δεικτών Συγκρίσιμων Συναλλαγών (Comparable Transactions Multiples), η εύλογη αξία ανά μετοχή κυμαίνεται μεταξύ ΕΥΡΩ 13.16 και ΕΥΡΩ 14.65. Η μέση σταθμισμένη αξία που προκύπτει από την συγκεκριμένη μεθοδολογία είναι ΕΥΡΩ 13.68 ανά μετοχή.

Για την ανάδειξη της τελικής εύλογης αξίας ανά μετοχή σταθμίσθηκαν οι παραπάνω μεθοδολογίες με βάση τον βαθμό καταλληλότητας τους σε σχέση με τη συγκεκριμένη αποτίμηση. Η Προεξόφληση των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (Discounted Free Cash Flows), θεωρείται η πιο κατάλληλη μεθοδολογία αποτίμησης, αφού λαμβάνει υπόψη το επιχειρηματικό σχέδιο της Εταιρείας για την περίοδο 2011-2015 το οποίο περιλαμβάνει τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της Εταιρείας όπως είναι η δυνατότητα περαιτέρω ανάπτυξης, οι διαπραγματευτικές δυνάμεις προμηθευτών και πελατών, οι συνθήκες της αγοράς σε Ελλάδα και Ισπανία κτλ, και συνεπώς εφαρμόστηκε συντελεστής στάθμισης 50%.

Οι μεθοδολογίες των Δεικτών Συγκρίσιμων Εταιρειών (Comparable Companies Multiples) και των Δεικτών Συγκρίσιμων Συναλλαγών (Comparable Transactions Multiples) συμμετείχαν στην αποτίμηση με συντελεστή στάθμισης 20% η καθεμία, καθώς τα αποτελέσματα τους βασίζονται σε δείκτες αγοράς και συνεπώς δεν αντικατοπτρίζουν τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της Εταιρείας. Τέλος, στη μεθοδολογία της προεξόφλησης Μελλοντικών Μερισμάτων εφαρμόστηκε συντελεστής στάθμισης 10%, αφού η KPMG δεν υιοθέτησε την μερισματική πολιτική που ακολουθείται από την CROWN Hellas Can, αλλά δύο εναλλακτικά σενάρια βασιζόμενα σε α) ένα θεωρητικό ποσοστό πληρωμής μερισμάτων και β) ποσοστό διανεμόμενων μερισμάτων ίσο με το 75% των καθαρών κερδών.

Λαμβάνοντας υπόψη τις παραπάνω μεθοδολογίες και τους αντίστοιχους συντελεστές στάθμισης, η τελική εύλογη αξία ανά μετοχή της Εταιρείας είναι **ΕΥΡΩ 13.50**

Περιγραφή Εταιρείας

Περιγραφή Εταιρείας

- Η CROWN Hellas Can Βιομηχανία Ειδών Συσκευασίας Α.Ε. ιδρύθηκε στις 2 Απριλίου 1965.
- Η επιχειρηματική δραστηριότητά της είναι η βιομηχανική παραγωγή εμπορία και εισαγωγή ειδών συσκευασίας κάθε μορφής και είδους, συμπεριλαμβανομένων σχετικών πρώτων υλών και μηχανολογικού εξοπλισμού.
- Η Εταιρεία παρασκευάζει μια σειρά δοχείων και προϊόντων συσκευασίας, όπως αλουμινένια κουτάκια και δοχεία από λευκοσίδηρο για τρόφιμα, ποτά, μπίρες, οικιακά και άλλα καταναλωτικά προϊόντα και δοχεία αεροζόλ.
- Τα γραφεία της βρίσκονται στο Δήμο Χαλανδρίου, στην Αθήνα.
- Ο όμιλος CROWN Hellas Can («ο Όμιλος») αποτελείται από την CROWN Hellas Can (μητρική) και την Crown Bevcap Espana SL (θυγατρική). Το ποσοστό συμμετοχής της μητρικής εταιρίας στο μετοχικό κεφάλαιο της θυγατρικής είναι 99,99%.
- Η εταιρεία διαθέτει τρεις μονάδες παραγωγής στην Ελλάδα που βρίσκονται στις περιοχές της Πάτρας, Θεσσαλονίκης και της Κορίνθου.
- Το εργοστάσιο στην Κόρινθο, χρησιμοποιώντας τεχνολογίες αιχμής, παράγει μεταλλικά δοχεία μπίρας και αναψυκτικών, καθώς και μεταλλικά δαχτυλίδια για εύκολο άνοιγμα ποτών και μεταλλικών δοχείων τροφίμων.
- Το εργοστάσιο στην Πάτρα παράγει μεταλλικά δοχεία μπίρας και αναψυκτικών, ενώ το εργοστάσιο στη Θεσσαλονίκη επικεντρώνεται στην παραγωγή δοχείων τροφίμων.
- Η εταιρεία εξάγει το 90% της παραγωγής των παραγόμενων μεταλλικών δοχείων για τρόφιμα.
- Η Crown Bevcap Espana SL λειτουργεί δύο εργοστάσια στην Ισπανία, ένα στην Βόρεια Ισπανία (Agoncillo) και ένα στη Σεβίλλη.
- Στις 30 Σεπτεμβρίου 2010 ο Όμιλος απασχολούσε 751 άτομα, ενώ η Εταιρεία απασχολούσε 419.
- Οι ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις της CROWN Hellas Can περιλαμβάνονται στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις της CROWN Holdings Inc.
- Η διάρθρωση του μετοχικού της κεφαλαίου της Εταιρίας κατά την ημερομηνία αποτίμησης παρουσιάζεται παρακάτω:

Μέτοχοι	Ποσοστό %	Αριθμός Μετοχών
LOMOND	84.58	20 352 063
MITICA LIMITED	13.62	3 276 186
ΜΕΤΟΧΕΣ ΣΕ ΔΙΑΣΠΟΡΑ	1.80	434 251
Total	100.00	24 062 500



Περιγραφή Εταιρείας (συνέχεια)

CROWN Hellas Can – Εργοστάσια

Ο Όμιλος λειτουργεί τρία εργοστάσια στην Ελλάδα και δύο στην Ισπανία. Το εργοστάσιο στην Κόρινθο παράγει δοχεία και άκρα (ανοιχτήρια), ενώ το εργοστάσιο στην Πάτρα παράγει μόνο τα μεταλλικά δοχεία για μπύρα και αναψυκτικά. Η κύρια πρώτη ύλη που χρησιμοποιείται στα εργοστάσια είναι το αλουμίνιο. Η διαμόρφωση του σώματος των δοχείων γίνεται με τη χρήση των τελευταίων εφαρμογών της τεχνολογίας. Αρχικά, το αλουμίνιο τυπώνεται και, ψεκάζεται με προστατευτικά βερνίκια. Στη συνέχεια, χρησιμοποιούνται ειδικές μηχανές για την παραγωγή του λαιμού των δοχείων. Έπειτα, τα δοχεία συσκευάζονται αυτόματα σε παλέτες και αποστέλλονται στο χώρο αποθήκευσης, έτοιμα να αποσταλούν στους πελάτες. Η παραγωγή των άκρων ξεκινάει με τη διαμόρφωση ενός κελύφους από ρολούς αλουμινίου, στο οποίο χαράζεται το αποτύπωμα του ανοίγματος και στη συνέχεια προσαρμόζεται ο ήδη μορφοποιημένος κρίκος. Το τελικό προϊόν είναι ελαφρύ, ανθεκτικό και πλήρως ανακυκλώσιμο.

Το εργοστάσιο στη Θεσσαλονίκη παράγει δοχεία για κονσερβοποιημένα τρόφιμα (φρούτα, ντομάτα, έτοιμο φαγητό), καθώς και δοχεία αεροζόλ. Η κύρια πρώτη ύλη που χρησιμοποιείται είναι ο λευκοσίδηρος που προμηθεύεται ως λακαρισμένα ή και λιθογραφημένα φύλλα και στη συνέχεια διαμορφώνεται σε κυλινδρικά δοχεία. Τα άνω και κάτω μέρη σχηματίζονται με τη χρήση εξειδικευμένων μηχανημάτων. Τα δοχεία μπορεί να έχουν κανονικό ή ειδικά άκρα (Easy Open), ανάλογα με την προτίμηση του πελάτη.

Το εργοστάσιο στη Σεβίλλη λειτουργεί δύο γραμμές παραγωγής μεγάλης ταχύτητας. Χρησιμοποιεί λευκοσίδηρο ως πρώτη ύλη, ο οποίος παραλαμβάνεται σε μεγάλους κυλινδρικούς ρολούς. Η μονάδα παράγει δοχεία για τη βιομηχανία μπύρας και αναψυκτικών της Ιβηρικής Χερσονήσου. Επιπλέον, εξαγωγική δραστηριότητα παρατηρείται και σε άλλες γειτονικές χώρες, κυρίως στο Μαρόκο. Το εργοστάσιο στο Agoncillo διαθέτει τρεις γραμμές παραγωγής υψηλής ταχύτητας. Χρησιμοποιεί λευκοσίδηρο ως πρώτη ύλη και επικεντρώνεται στην παραγωγή δοχείων για τη βιομηχανία μπύρας και αναψυκτικών. Και τα δύο εργοστάσια στην Ισπανία δεν παράγουν άκρα για τα δοχεία, αλλά αντ' αυτού, αγοράζουν τα άκρα είτε από το εργοστάσιο στην Κόρινθο ή άλλες εταιρείες του ομίλου.

Στους δύο πίνακες που ακολουθούν παρουσιάζονται δείκτες αποδοτικότητας και βαθμού απασχόλησης της παραγωγικής δυναμικότητας για τις εγκαταστάσεις του Ομίλου. Οι δείκτες αποδοτικότητας μετράνε την απόδοση των μηχανημάτων και του προσωπικού, λαμβάνοντας υπόψη τη βέλτιστη ποσότητα που θα μπορούσε να παραχθεί δεδομένων των περιορισμών, όπως η εποχικότητα των προϊόντων, διαφορές στα μεγέθη δοχείων, κλπ. Από την άλλη πλευρά, οι δείκτες βαθμού απασχόλησης της παραγωγικής δυναμικότητας δεν λαμβάνουν υπόψη περιορισμούς για τον ορισμό της βέλτιστης ποσότητας.

Δείκτες αποδοτικότητας			
ΕΡΓΟΣΤΑΣΙΟ	2009	2010	2011
Κόρινθος-Μεταλλικά δοχεία	•	•	•
Κόρινθος άκρα	•	•	•
Πάτρα-Μεταλλικά δοχεία	•	•	•
Θεσσαλονίκη	•	•	•
Agoncillo	•	•	•
Seville	•	•	•

Δείκτες βαθμού απασχόλησης της παραγωγικής δυναμικότητας			
ΕΡΓΟΣΤΑΣΙΟ	2009	2010	2011
Κόρινθος-Μεταλλικά δοχεία	•	•	•
Κόρινθος άκρα	•	•	•
Πάτρα-Μεταλλικά δοχεία	•	•	•
Θεσσαλονίκη	•	•	•
Agoncillo	•	•	•
Seville	•	•	•

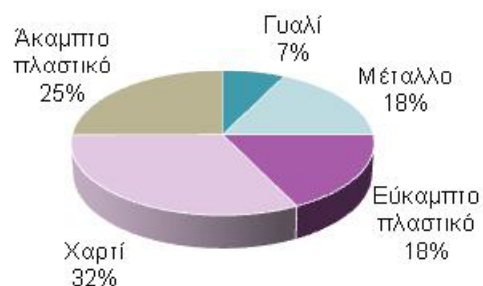
Ανάλυση Κλάδου

Ανάλυση Κλάδου

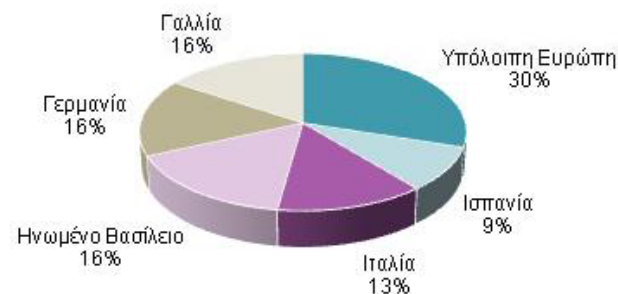
Ευρώπη- Αγορά συσκευασίας

- Η αγορά συσκευασίας αποτελείται από δοχεία και συσκευασίες από χαρτί και χαρτόνι, πλαστικό, μέταλλο και γυαλί.
- Δεν περιλαμβάνει τις συσκευασίες που χρησιμοποιούνται μόνο για σκοπούς μεταφοράς, όπως ξύλινα κιβώτια, παλέτες, κύλινδροι από χάλυβα κ.λπ.
- Η αγορά αποτιμάται σε τιμές πώλησης των κατασκευαστών, ενώ οι όγκοι αγοράς αντιπροσωπεύουν τα επίπεδα κατανάλωσης.
- Παρακάτω παρουσιάζεται η τμηματοποίηση της αγοράς συσκευασίας το 2009 ανά κατηγορία προϊόντων και κύριων χωρών.

Ευρώπη-% Μερίδιο αγοράς ανά κατηγορία προϊόντος



Ευρώπη-% Μερίδιο αγοράς ανά χώρα



(πηγή: DATAMONITOR)

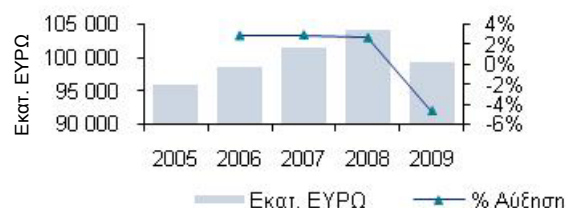
- Η συμμετοχή της κάθε κατηγορίας προϊόντων στη συνολική αξία και στον συνολικό όγκο αναμένεται να παραμείνει σταθερή.
- Η Smurfit Kappa είναι ο κύριος παίκτης στην ευρωπαϊκή αγορά συσκευασίας, με μερίδιο αγοράς 3,2%.
- Η Crown Holdings αντιπροσωπεύει το 2,9% της συνολικής αγοράς στην Ευρώπη.

Ανάλυση Κλάδου (συνέχεια)

Ευρώπη- Αγορά συσκευασίας (συνέχεια)

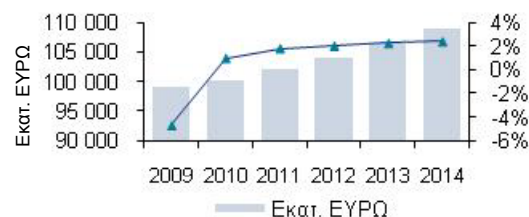
- Αναφορικά με συνολική αξία, η ευρωπαϊκή αγορά συσκευασίας παρουσίασε μέτρια αύξηση τα τελευταία χρόνια, έως ότου άρχισε να υποχωρεί το 2009.
- Τα συνολικά έσοδα το 2009 ανήλθαν σε ΕΥΡΩ 99 340 εκατ., ενώ ο ετήσιος σωρευτικός ρυθμός αύξησης (CAGR) για την περίοδο 2005-2009 διαμορφώθηκε σε 0.9%.
- Σε σχέση με τον όγκο, η ευρωπαϊκή αγορά συσκευασίας συρρικνώθηκε κατά 3.7% το 2009 και διαμορφώθηκε στους 70.6 χιλ. τόνους.
- Όσον αφορά τον όγκο, το CAGR για την περίοδο 2005-2009 ήταν 0.4%.

Ευρώπη- Αγορά συσκευασίας 2005-2009- Ιστορική αξία

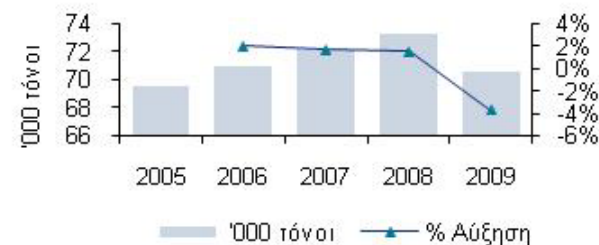


- Το 2014, η ευρωπαϊκή αγορά συσκευασίας προβλέπεται να διαμορφωθεί στα ΕΥΡΩ 109 128 εκ., παρουσιάζοντας αύξηση 9.9% σε σύγκριση με το 2009.
- Με βάση τις προβλέψεις για την διαμόρφωση των εσόδων της συγκεκριμένης αγοράς, το CAGR για την περίοδο 2009-2014 εκτιμάται σε 1.9%.

Ευρώπη- Αγορά συσκευασίας 2009-2014- Προβλεπόμενη αξία

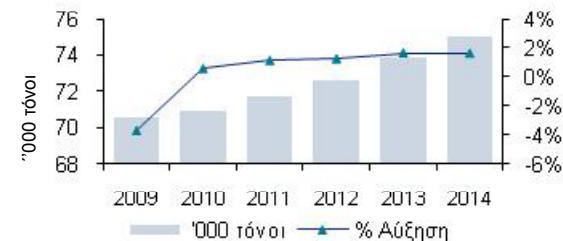


Ευρώπη- Αγορά συσκευασίας 2005-2009- Ιστορικός όγκος



- Το 2014, η ευρωπαϊκή αγορά συσκευασίας προβλέπεται να φθάσει τους 75.1 χιλ. τόνους, σημειώνοντας αύξηση 6.4% σε σύγκριση με το 2009.
- Με βάση τις προβλέψεις για τη διαμόρφωση του όγκου, το CAGR για την περίοδο 2009-2014 εκτιμάται σε 1.2%.

Ευρώπη- Αγορά συσκευασίας 2009-2014- Προβλεπόμενος όγκος



Ανάλυση Κλάδου (συνέχεια)

Ισπανία- Αγορά συσκευασίας

- Παρακάτω παρουσιάζεται η τμηματοποίηση της ισπανικής αγοράς συσκευασίας ανά κατηγορία προϊόντος για το 2009:

Ισπανία- % Μερίδιο αγοράς ανά κατηγορία προϊόντος



(Πηγή: DATAMONITOR)

- Η συμμετοχή της κάθε κατηγορίας προϊόντων στη συνολική αξία και στον συνολικό όγκο αναμένεται να παραμείνει σταθερή.

Ανάλυση Κλάδου (συνέχεια)

Ισπανία- Αγορά συσκευασίας (συνέχεια)

- Όσον αφορά στην συνολική αξία, η ισπανική αγορά συσκευασίας παρουσίασε μικρή αύξηση τα τελευταία χρόνια, ενώ άρχισε να υποχωρεί το 2009.
- Τα συνολικά έσοδα το 2009 ήταν ΕΥΡΩ 9 028 εκατ., ενώ το CAGR διαμορφώθηκε σε 1.4% για την περίοδο 2005-2009.

Ισπανία- Αγορά συσκευασίας 2005-2009- Ιστορική αξία



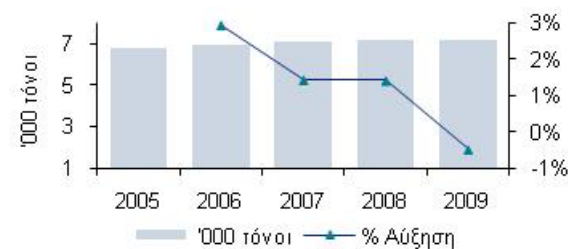
- Το 2014, η ισπανική αγορά συσκευασίας προβλέπεται να διαμορφωθεί στα ΕΥΡΩ 9 493 εκατ., παρουσιάζοντας αύξηση 5.2% σε σύγκριση με το 2009.
- Με βάση τις προβλέψεις για την διαμόρφωση των εσόδων της συγκεκριμένης αγοράς, το CAGR για την περίοδο 2009-2014 εκτιμάται σε 1%.

Ισπανία- Αγορά συσκευασίας 2009-2014- Προβλεπόμενη αξία



- Σε σχέση με τον όγκο, η ισπανική αγορά συσκευασίας συρρικνώθηκε κατά 0.5% το 2009 και διαμορφώθηκε στους 7.2 χιλ. τόνους.
- Όσον αφορά τον όγκο, το CAGR για την περίοδο 2005-2009 ήταν 1.3%.

Ισπανία-Αγορά συσκευασίας 2005-2009- Ιστορικός όγκος



- Το 2014, η ισπανική αγορά συσκευασίας προβλέπεται να έχει όγκο 7.4 χιλ. τόνους, σημειώνοντας αύξηση 3.1% σε σύγκριση με το 2009.
- Με βάση τις προβλέψεις για τη διαμόρφωση του όγκου, το CAGR για την περίοδο 2009-2014 εκτιμάται σε 0,6%.

Ισπανία- Αγορά συσκευασίας 2009-2014- Προβλεπόμενος όγκος



Ανάλυση Κλάδου (συνέχεια)

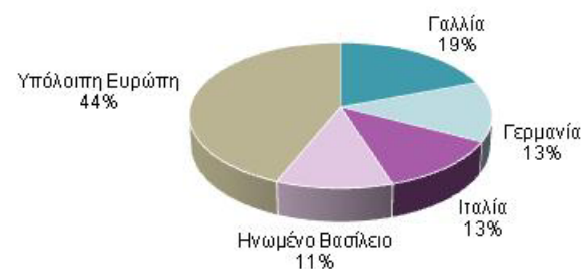
Ευρώπη- Αγορά κονσερβοποιημένων τροφίμων

- Η αγορά κονσερβοποιημένων τροφίμων αποτελείται από τις λιανικές πωλήσεις των παρακάτω κατηγοριών: κονσέρβες ψαριών / θαλασσινών προϊόντων κρέατος, φρούτων, ζυμαρικών, έτοιμων γευμάτων και λαχανικών.
- Η αγορά αποτιμάται σύμφωνα με την τιμή λιανικής πώλησης και περιλαμβάνει τους ισχύοντες φόρους.
- Παρακάτω παρουσιάζεται η τμηματοποίηση της αγοράς συσκευασίας το 2009 ανά κατηγορία προϊόντων και κύριων χωρών.

Ευρώπη- % Μεριδίο αγοράς ανά κατηγορία προϊόντος



Ευρώπη- % Μεριδίο αγοράς ανά χώρα



(Πηγή: DATAMONITOR)

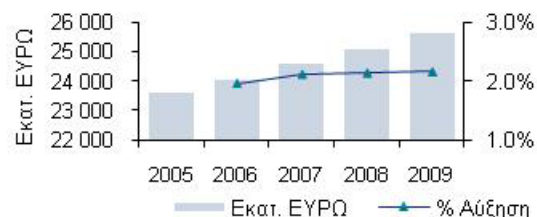
- Η συμμετοχή της κάθε κατηγορίας προϊόντων στη συνολική αξία και στον συνολικό όγκο αναμένεται να παραμείνει σταθερή.

Ανάλυση Κλάδου (συνέχεια)

Ευρώπη- Αγορά κονσερβοποιημένων τροφίμων (συνέχεια)

- Όσον αφορά στην συνολική αξία, η ευρωπαϊκή αγορά κονσερβοποιημένων τροφίμων αυξήθηκε κατά την περίοδο 2005-2009 και διαμορφώθηκε σε ΕΥΡΩ 25 661 εκ. το 2009.
- Το σχετικό CAGR για την περίοδο 2005-2009 ήταν 2.1%.

Ευρώπη- Αγορά κονσερβοποιημένων τροφίμων 2005-2009- Ιστορική αξία



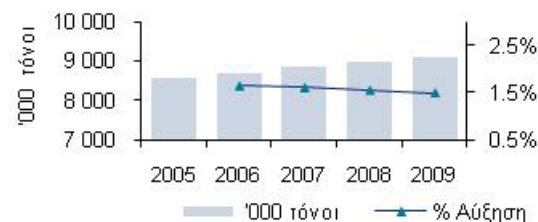
- Το 2014, η ευρωπαϊκή αγορά κονσερβοποιημένων τροφίμων προβλέπεται να ανέλθει σε ΕΥΡΩ 28 601 εκ., παρουσιάζοντας αύξηση 11.5% σε σύγκριση με το 2009.
- Με βάση τις προβλέψεις για τη διαμόρφωση των εσόδων της συγκεκριμένης αγοράς, το CAGR για την περίοδο 2009-2014 εκτιμάται σε 2.2%.

Ευρώπη- Αγορά κονσερβοποιημένων τροφίμων 2009-2014- Προβλεπόμενη αξία



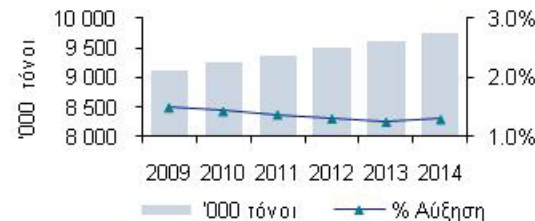
- Όσον αφορά τον όγκο, η ευρωπαϊκή αγορά κονσερβοποιημένων τροφίμων αυξήθηκε κατά 1.5% το 2009 και διαμορφώθηκε στους 9 131 χιλ. τόνους.
- Όσον αφορά τον όγκο, το CAGR για την περίοδο 2005-2009 ήταν 1.6%.

Ευρώπη- Αγορά κονσερβοποιημένων τροφίμων 2005-2009- Ιστορικός όγκος



- Το 2014, ο όγκος της ευρωπαϊκής αγοράς κονσερβοποιημένων τροφίμων προβλέπεται να ανέλθει σε 9 131 χιλ. τόνους, σημειώνοντας αύξηση 6.9% σε σύγκριση με το 2009.
- Με βάση τις προβλέψεις για τη διαμόρφωση του όγκου, το CAGR για την περίοδο 2009-2014 εκτιμάται σε 1.3%.

Ευρώπη- Αγορά κονσερβοποιημένων τροφίμων 2009-2014- Προβλεπόμενος όγκος

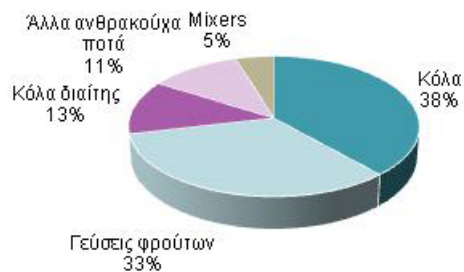


Ανάλυση Κλάδου (συνέχεια)

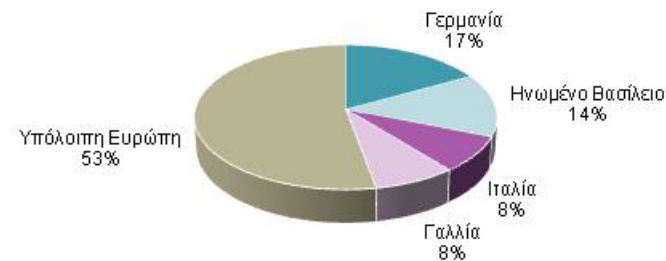
Ευρώπη- Ανθρακούχα ποτά

- Η αγορά των ανθρακούχων ποτών αποτελείται από τις λιανικές πωλήσεις των αναψυκτικών τύπου κόλα , με γεύση φρούτων κ.α.
- Η αγορά αποτιμάται σύμφωνα με την τιμή λιανικής πώλησης και περιλαμβάνει τους ισχύοντες φόρους.
- Παρακάτω παρουσιάζεται η τμηματοποίηση της αγοράς ανθρακούχων ποτών το 2009 ανά κατηγορία προϊόντων και κύριων χωρών.

Ευρώπη- % Μεριδίο αγοράς ανά κατηγορία προϊόντος



Ευρώπη- % Μεριδίο αγοράς ανά χώρα



(πηγή DATAMONITOR)

- Τα ανθρακούχα ποτά παρέχονται σε μεταλλικά δοχεία και γυάλινα ή πλαστικά μπουκάλια.
- Η συμμετοχή της κάθε κατηγορίας συσκευασίας στον συνολικό όγκο και στη συνολική αξία της αγοράς των ανθρακούχων ποτών αναμένεται να παραμένει σταθερή

Ανάλυση Κλάδου (συνέχεια)

Ευρώπη- Ανθρακούχα ποτά (συνέχεια)

- Όσον αφορά στην συνολική αξία, η ευρωπαϊκή αγορά ανθρακούχων ποτών αυξήθηκε κατά την περίοδο 2005-2009 και διαμορφώθηκε σε ΕΥΡΩ 43 994 εκ. το 2009.
- Το σχετικό CAGR για την περίοδο 2005-2009 ήταν 1.6%.

- Σε σχέση με τον όγκο, η ευρωπαϊκή αγορά ανθρακούχων ποτών αυξήθηκε κατά 1.8% το 2009 και διαμορφώθηκε σε 51 310 εκατ. λίτρα.
- Όσον αφορά τον όγκο, το CAGR για την περίοδο 2005-2009 ήταν 2.3%.

Ευρώπη- Αγορά ανθρακούχων ποτών 2005-2009- Ιστορική αξία

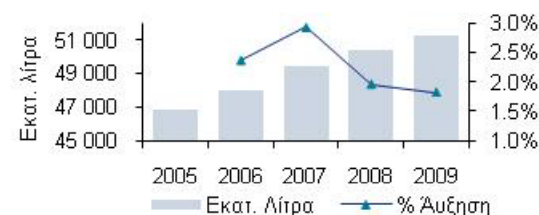


- Το 2014, η ευρωπαϊκή αγορά ανθρακούχων ποτών προβλέπεται ότι θα διαμορφωθεί στα 48 823 εκατ., καταγράφοντας αύξηση 11% σε σύγκριση με το 2009.
- Με βάση τις προβλέψεις για την διαμόρφωση των εσόδων της συγκεκριμένης αγοράς, το CAGR για την περίοδο 2009-2014 εκτιμάται σε 2.1%.

Ευρώπη- Αγορά ανθρακούχων ποτών 2009-2014- Προβλεπόμενη αξία

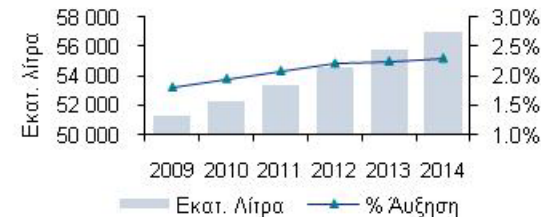


Ευρώπη- Αγορά ανθρακούχων ποτών 2005-2009- Ιστορικός όγκος



- Το 2014, η ευρωπαϊκή αγορά ανθρακούχων ποτών προβλέπεται ότι θα έχει όγκο 57 072 εκατ. λίτρα, παρουσιάζοντας αύξηση 11.2% σε σύγκριση με το 2009.
- Με βάση τις προβλέψεις για την διαμόρφωση του όγκου, το CAGR για την περίοδο 2009-2014 εκτιμάται σε 2.2%.

Ευρώπη- Αγορά ανθρακούχων ποτών 2009-2014- Προβλεπόμενος όγκος

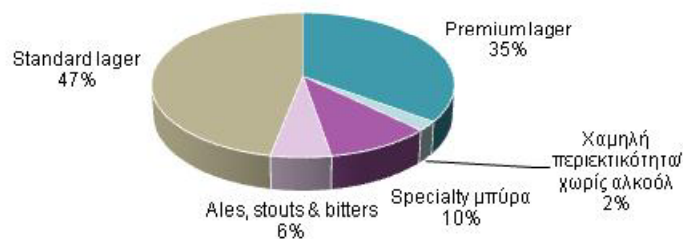


Ανάλυση Κλάδου (συνέχεια)

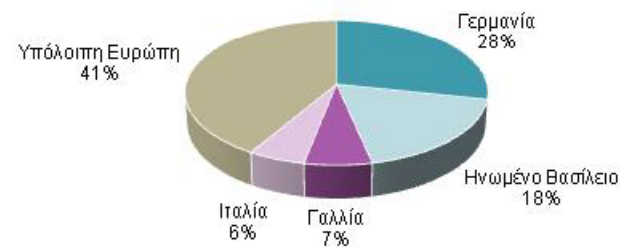
Ευρώπη- Αγορά μπύρας

- Η αγορά μπύρας αποτελείται από λιανικές πωλήσεις των διαφόρων ειδών μπύρας
- Η αγορά αποτιμάται σύμφωνα με την τιμή λιανικής πώλησης και περιλαμβάνει τους ισχύοντες φόρους.
- Παρακάτω παρουσιάζεται η τμηματοποίηση της μπύρας το 2009 ανά κατηγορία προϊόντων και κύριων χωρών.

Ευρώπη- % Μεριδίο αγοράς ανά κατηγορία προϊόντος



Ευρώπη- % Μεριδίο αγοράς ανά χώρα



(Πηγή: DATAMONITOR)

- Οι μπύρες παρέχονται σε μεταλλικά δοχεία και σε γυάλινα μπουκάλια.
- Η συμμετοχή της κάθε κατηγορίας συσκευασίας στον συνολικό όγκο και στη συνολική αξία της αγοράς μπύρας αναμένεται να παραμένει σταθερή

Ανάλυση Κλάδου (συνέχεια)

Ευρώπη- Αγορά μπίρας (συνέχεια)

- Όσον αφορά στην συνολική αξία, η ευρωπαϊκή αγορά μπίρας αυξάνεται κατά την περίοδο 2005-2007. Στη συνέχεια ακολουθεί μείωση ενώ το 2009 διαμορφώνεται σε ΕΥΡΩ 153 717 εκατ.
- Το σχετικό CAGR της αγοράς κατά την περίοδο 2005-2009 ήταν 0.2%.
Ευρώπη- Αγορά μπίρας 2005-2009- Ιστορική αξία



- Το 2014, η ευρωπαϊκή αγορά μπίρας προβλέπεται να διαμορφωθεί σε ΕΥΡΩ 149 018 εκατ., παρουσιάζοντας μείωση κατά 3.1% σε σύγκριση με το 2009.
- Με βάση τις προβλέψεις για τη διαμόρφωση των εσόδων της συγκεκριμένης αγοράς, το CAGR για την περίοδο 2009-2014 εκτιμάται ότι θα είναι -0.6%.
Ευρώπη- Αγορά μπίρας 2009-2014- Προβλεπόμενη αξία



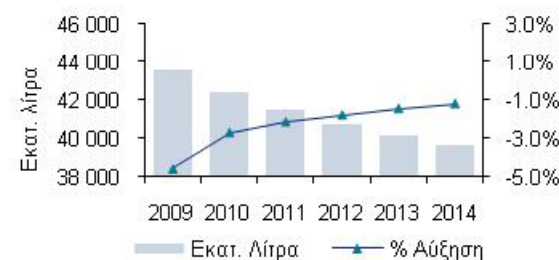
- Σε σχέση με τον όγκο, η ευρωπαϊκή αγορά μπίρας συρρικνώθηκε κατά 4.6% το 2009 και διαμορφώθηκε στα 43 607 εκατ. λίτρα.
- Όσον αφορά τον όγκο, το CAGR για την περίοδο 2005-2009 ήταν -0.3%.

Ευρώπη- Αγορά μπίρας 2005-2009- Ιστορικός Όγκος



- Το 2014, η ευρωπαϊκή αγορά μπίρας προβλέπεται να διαμορφωθεί σε 39 661 εκατ. λίτρα, παρουσιάζοντας μείωση κατά 9% σε σύγκριση με το 2009.
- Με βάση τις προβλέψεις για τη διαμόρφωση του όγκου της αγοράς μπίρας, το CAGR για την περίοδο 2009-2014 εκτιμάται ότι θα είναι -1.9%.

Ευρώπη- Αγορά μπίρας 2009-2014- Προβλεπόμενος Όγκος



Μεθοδολογία & Προσέγγιση

Μεθοδολογίες Αποτίμησης

Σκοπός της Αποτίμησης

Η Αποτίμηση διενεργήθηκε με σκοπό την εκτίμηση της εύλογης αγοραίας αξίας των μετοχών της CROWN Hellas Can, με ημερομηνία αναφοράς την 31 Δεκεμβρίου 2010. Ως "εύλογη αγοραία αξία" ορίζεται η τιμή στην οποία θα άλλαζαν κάτοχο οι μετοχές μιας εταιρείας, μεταξύ ενός πρόθυμου αγοραστή και ενός πρόθυμου πωλητή σε όρους ανοικτής αγοράς, υπό την προϋπόθεση ότι και οι δύο έχουν πρόσβαση σε όλη τη σχετική πληροφόρηση.

Μεθοδολογίες Αποτίμησης

Η Αποτίμηση πραγματοποιήθηκε σύμφωνα με τις γενικά αποδεκτές αρχές και μεθοδολογίες που χρησιμοποιούνται διεθνώς και για τα αποτελέσματα η KPMG έλαβε υπόψη την καταλληλότητα κάθε μεθοδολογίας αποτίμησης.

Για την Αποτίμηση των μετοχών της Εταιρείας εφαρμόστηκαν οι παρακάτω διεθνώς αποδεκτές μεθοδολογίες αποτίμησης:

- Προεξόφληση Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (Discounted Free Cash Flows)
- Προεξόφληση Μελλοντικών Μερισμάτων (Dividend Discount Model)
- Δείκτες Συγκρίσιμων Εταιρειών (Comparable Companies Multiples)
- Δείκτες Συγκρίσιμων Συναλλαγών (Comparable Transactions Multiples).

Οι μεθοδολογίες αποτίμησης περιγράφονται λεπτομερώς παρακάτω.

Μεθοδολογία Προεξόφλησης των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών

- Η αξία μιας εταιρείας προέρχεται από τις μελλοντικές πηγές εισοδήματός της και συνεπώς ο θεωρητικά ορθός τρόπος για τον καθορισμό της αξίας της είναι η εξέταση των μελλοντικών πιθανών ταμειακών ροών.
- Βάσει της μεθοδολογίας της προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών, οι προβλεπόμενες ταμειακές ροές προεξοφλούνται στην ημερομηνία αποτίμησης δίνοντας έτσι την παρούσα αξία των ταμειακών ροών της εταιρείας. Επιπρόσθετα, υπολογίζεται η υπολειμματική αξία μετά το πέρας του χρονικού διαστήματος για το οποίο γίνονται προβλέψεις, η οποία προεξοφλείται στην ημερομηνία αποτίμησης για να δώσει τη συνολική αξία της εταιρείας. Στη συγκεκριμένη μεθοδολογία, ο χρονικός ορίζοντας που επιλέγεται για τη διενέργεια προβλέψεων πρέπει να έχει τέτοια διάρκεια ώστε να διασφαλίζεται για την εταιρεία σταθερότητα κερδών ή να αντικατοπτρίζει έναν ολοκληρωμένο οικονομικό κύκλο στην περίπτωση που η εταιρεία ανήκει σε κλάδο που χαρακτηρίζεται από κυκλικότητα. Συνήθως, η περίοδος πρόβλεψης είναι τουλάχιστον πέντε έτη, αλλά μπορεί να διαφοροποιηθεί ανάλογα με τον κλάδο και τον τομέα στον οποίο δραστηριοποιείται η εταιρεία.

Μεθοδολογίες Αποτίμησης (συνέχεια)

- Το επιτόκιο με το οποίο προεξοφλούνται οι ελεύθερες ταμειακές ροές («Προεξοφλητικό Επιτόκιο») πρέπει να αντανakλά όχι μόνο την αξία του χρήματος σε τρέχουσες τιμές, αλλά και τον κίνδυνο που σχετίζεται με τη μελλοντική δραστηριότητα της υπό αποτίμηση εταιρείας. Το προεξοφλητικό επιτόκιο που κυρίως χρησιμοποιείται είναι το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίων («WACC»), το οποίο προεξοφλεί τις ελεύθερες ταμειακές ροές της εταιρείας, για να υπολογιστεί η αξία της εταιρείας.
- Στον υπολογισμό της υπολειμματικής αξίας πρέπει να ληφθεί υπόψη η δυνατότητα μιας εταιρείας για περαιτέρω ανάπτυξη μετά το τέλος του χρονικού ορίζοντα πρόβλεψης. Η πιο συνηθισμένη μέθοδος είναι η εφαρμογή του “μοντέλου σταθερού ρυθμού ανάπτυξης”, με βάση το οποίο αναμένεται στο διηνεκές ένας σταθερός ρυθμός ανάπτυξης της προβλεπόμενης ελεύθερης ταμειακής ροής του τελευταίου έτους του διαστήματος πρόβλεψης.

Συγκρίσιμες Εταιρείες & Συγκρίσιμες Συναλλαγές (CoCos/CoTrans)

Οι μεθοδολογίες των Συγκρίσιμων Εταιρειών και των Συγκρίσιμων Συναλλαγών χρησιμοποιήθηκαν συνδυαστικά με τις μεθοδολογίες της αποτίμησης των ελεύθερων ταμειακών ροών και των μελλοντικών μερισμάτων.

Η αποτίμηση χρησιμοποιώντας δείκτες περιλαμβάνει τα ακόλουθα βήματα:

- Επιλογή των συγκρίσιμων εταιρειών/συναλλαγών. Συνήθως χρησιμοποιούνται τα οικονομικά στοιχεία των εταιρειών με κριτήριο η δραστηριότητα των εταιρειών να είναι συναφής με αυτή της υπό αποτίμηση εταιρείας. Ωστόσο, θέτοντας πολύ αυστηρά συγκριτικά κριτήρια, συνήθως καταλήγουμε με πολύ λίγες συγκρίσιμες εταιρείες. Με ένα μικρό δείγμα συγκρίσιμων εταιρειών, τα ειδικά χαρακτηριστικά της κάθε εταιρείας επηρεάζουν τους μέσους δείκτες σημαντικά και περιορίζουν την αντιπροσωπευτικότητά τους. Το κρίσιμο σημείο στην επιλογή των συγκρίσιμων εταιρειών είναι να ισορροπήσουν τα παραπάνω αντικρουόμενα κριτήρια.
- Επιλογή των κατάλληλων μεγεθών για τον υπολογισμό των αριθμοδεικτών CoCos/CoTrans, όπως πωλήσεις, κέρδη προ φόρων και άλλους δείκτες.
- Το τελευταίο στάδιο είναι να εφαρμόσουμε τους μέσους δείκτες CoCos/CoTrans στα οικονομικά μεγέθη της υπό αποτίμηση Εταιρείας προκειμένου να υπολογισθεί η αξία της υπό αποτίμηση εταιρείας.

Μεθοδολογίες Αποτίμησης (συνέχεια)

Μεθοδολογία της Προεξόφλησης των Μελλοντικών Μερισμάτων

Η Μεθοδολογία της Προεξόφλησης των Μελλοντικών Μερισμάτων προσδιορίζει την εύλογη αγοραία αξία των μετοχών μιας εταιρείας ως την παρούσα αξία των μελλοντικών μερισμάτων που εκτιμάται ότι θα διανεμίει στους μετόχους της, προεξοφλημένα με το Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων των επενδυτών στην εταιρεία αυτή. Η βάση της μεθοδολογίας αυτής είναι ότι οι ταμειακές ροές προς τους μετόχους της εταιρείας είναι τα μερίσματα. Ακόμα και στην περίπτωση που ένας μέτοχος ρευστοποιήσει τις μετοχές του προτού λάβει το σύνολο των μερισμάτων που μπορεί να διανεμίει η εταιρεία κατά τη διάρκεια ζωής της, το τίμημα που θα λάβει θα πρέπει να ισούται με την παρούσα αξία των μερισμάτων που υπολείπονται να ληφθούν από το νέο επενδυτή.

Η Μεθοδολογία της Προεξόφλησης των Μελλοντικών Μερισμάτων ενδείκνυται στις περιπτώσεις όπου:

- Τα διανεμόμενα μερίσματα εκτιμάται ότι δε θα παρουσιάζουν σημαντικές μεταβολές από έτος σε έτος, ενώ ιστορικά εμφανίζουν μικρότερη μεταβλητότητα σε σχέση με άλλα μεγέθη που χρησιμοποιούνται ως εκτιμητές των ταμειακών ροών προς τους μετόχους όπως τα κέρδη προ φόρων και τόκων και οι ελεύθερες ταμειακές ροές
- Η αποτίμηση αφορά ποσοστό μειοψηφίας, όπου οι μέτοχοι μειοψηφίας ουσιαστικά έχουν να λαμβάνουν τα μελλοντικά μερίσματα χωρίς να ελέγχουν τη μερισματική πολιτική. Κατά την επιλογή της Μεθοδολογίας Προεξόφλησης των Μελλοντικών Μερισμάτων πρέπει να εξετάζεται η περίπτωση η μερισματική πολιτική του μετόχου πλειοψηφίας να μην ανταποκρίνεται στη δυνατότητα της εταιρείας για διανομή μερισμάτων, επιλέγοντας τη διακράτηση μέρους των κερδών σε επίπεδο εταιρείας χωρίς αυτό να δικαιολογείται επιχειρηματικά.

Η εφαρμογή της μεθοδολογίας αυτής συνεπάγεται αρχικά μια πρόβλεψη των μερισμάτων που προκύπτουν από τη λειτουργία της εταιρείας για ένα συγκεκριμένο χρονικό ορίζοντα πρόβλεψης. Τα μερίσματα προεξοφλούνται στο παρόν δίνοντας έτσι την παρούσα αξία του ταμειακού εισοδήματος της εταιρείας / μετοχής. Επιπρόσθετα, υπολογίζεται η παρούσα αξία των μερισμάτων που ακολουθούν μετά από το πέρας του χρονικού διαστήματος για το οποίο γίνονται προβλέψεις (υπολειμματική αξία). Η τελική αξία του υπό αποτίμηση ποσοστού της εταιρείας προκύπτει από το άθροισμα των προεξοφλημένων μερισμάτων της περιόδου πρόβλεψης και της υπολειμματικής αξίας κατά την ημερομηνία αποτίμησης. Ένα επιπρόσθετο στοιχείο της αξίας των μετοχών της εταιρείας είναι τα διαθέσιμα κατά την ημερομηνία αποτίμησης. Ο λόγος που αυτά προστίθενται είναι ότι τα διαθέσιμα θα μπορούσαν να διανεμηθούν (ή θα έπρεπε ήδη να έχουν διανεμηθεί) από την εταιρεία ως ειδικά μερίσματα, γι' αυτό και αντιμετωπίζονται ως επιπλέον μέρισμα που διανέμεται κατά την ημερομηνία αποτίμησης.

Μεθοδολογίες Αποτίμησης (συνέχεια)

Μεθοδολογία της Προεξόφλησης των Μελλοντικών Μερισμάτων (συνέχεια)

Το επιτόκιο με το οποίο προεξοφλούνται τα μερίσματα (“προεξοφλητικό επιτόκιο”) πρέπει να αντανakλά όχι μόνο την αξία του χρήματος σε τρέχουσες τιμές, αλλά και τον κίνδυνο που σχετίζεται με τη μελλοντική δραστηριότητα της εταιρείας. Το επιτόκιο το οποίο χρησιμοποιείται για την προεξόφληση μελλοντικών μερισμάτων είναι το Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων (“Κε”), το οποίο εφαρμόζεται στα μερίσματα της εταιρείας για τον υπολογισμό της αξίας των Ιδίων Κεφαλαίων της εταιρείας.

Στον υπολογισμό της υπολειμματικής αξίας πρέπει να ληφθεί υπόψη η δυνατότητα της εταιρείας για περαιτέρω ανάπτυξη μετά το τέλος του χρονικού ορίζοντα πρόβλεψης. Η πιο συνηθισμένη μέθοδος είναι η εφαρμογή του “μοντέλου σταθερού ρυθμού ανάπτυξης”, με βάση το οποίο αναμένεται στο διηνεκές ένας σταθερός ρυθμός ανάπτυξης των προβλεπόμενων μερισμάτων του τελευταίου έτους του διαστήματος πρόβλεψης.

Στη συνέχεια απεικονίζεται διαγραμματικά η Μεθοδολογία της Προεξόφλησης των Μελλοντικών Μερισμάτων:

The diagram illustrates the DDM (Dividend Discount Model) valuation method. It shows a sequence of dividends being discounted back to the present value. The components are as follows:

- Εύλογη Αξία βάσει DDM** (Fair Value based on DDM): This is the sum of the discounted dividends and the terminal value.
- Μέρισμα έτους 1** (Dividend Year 1): Discounted by $\times 1/(1+r)^1$.
- Μέρισμα έτους 2** (Dividend Year 2): Discounted by $\times 1/(1+r)^2$.
- Μέρισμα έτους 3** (Dividend Year 3): Discounted by $\times 1/(1+r)^3$.
- ...** (Ellipses): Indicating the continuation of the series.
- Παρούσα αξία μερισμάτων από το έτος 4 και έπειτα** (Present value of dividends from year 4 onwards): Discounted by $\times 1/(1+r)^3$.
- +** (Plus): The sum of the discounted dividends and the terminal value.
- Διαθέσιμα** (Available): The total value available to shareholders.
- =** (Equals): The final result.
- Αξία Μετοχών** (Share Value): The final value of the shares.

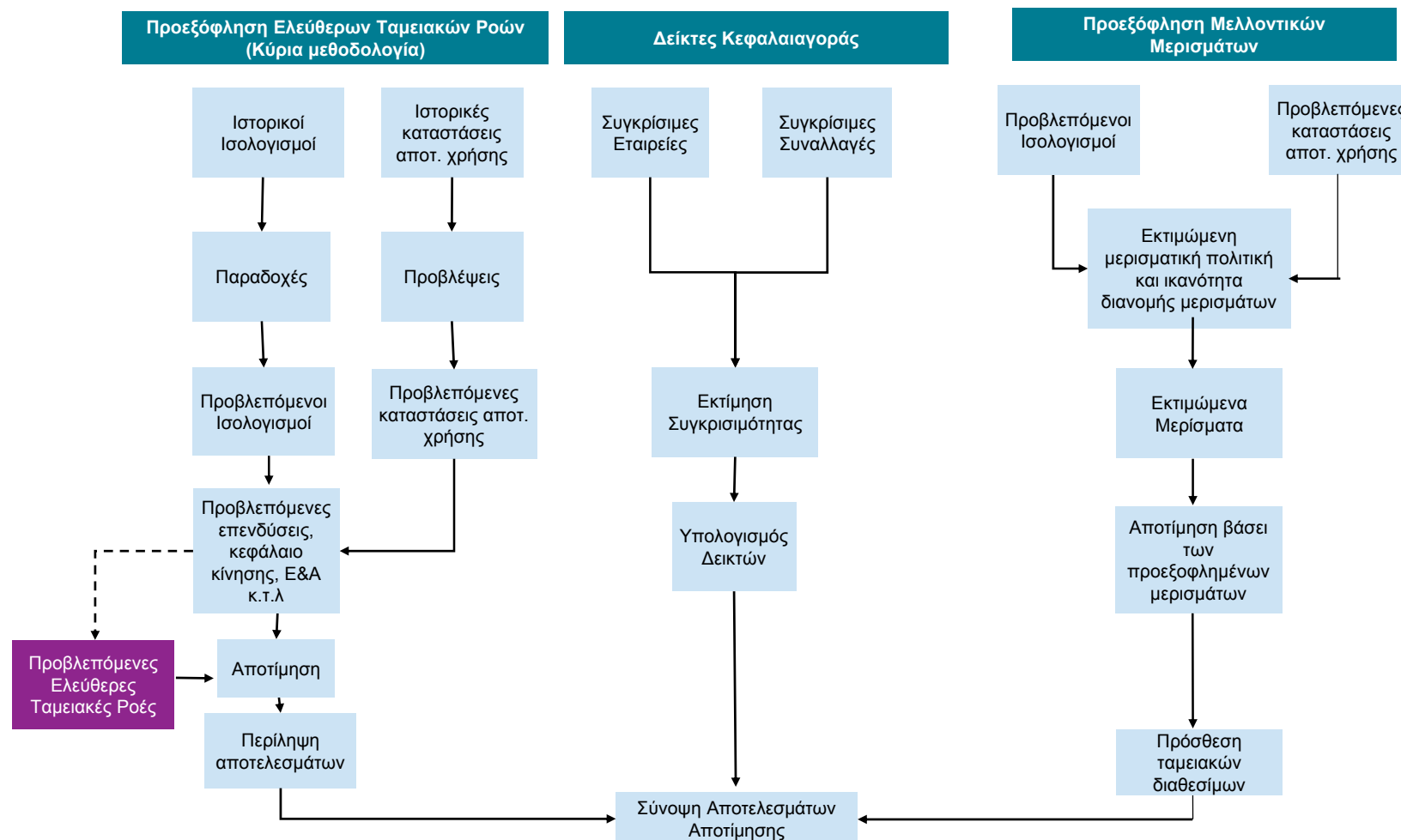
Επιλεγμένες μεθοδολογίες

Για τον προσδιορισμό των κατάλληλων μεθοδολογιών για την Αποτίμηση της Εταιρείας, λάβαμε υπ’ όψη τα παρακάτω:

- Η μεθοδολογία DCF είναι η πλέον κατάλληλη, καθώς είναι η μόνη μεθοδολογία που λαμβάνει υπ’ όψη και αποτιμά τις προοπτικές ανάπτυξης της Εταιρείας, καθώς επίσης και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της, καθώς και των αγορών στις οποίες δραστηριοποιείται, τους παράγοντες που επηρεάζουν την κερδοφορία της κ.ά.
- Συμπληρωματικά με την μεθοδολογία DCF, οι μεθοδολογίες CoCos, CoTrans και DDM εφαρμόστηκαν και τα αποτελέσματά τους σταθμίσθηκαν κατάλληλα.

Μεθοδολογίες Αποτίμησης (συνέχεια)

Οι μεθοδολογίες που εφαρμόστηκαν για την αποτίμηση της Εταιρείας συνοψίζονται παρακάτω:



Μεθοδολογίες Αποτίμησης- Φάσεις

Οι διάφορες φάσεις της αποτίμησης που ακολουθήθηκαν από την KPMG παρουσιάζονται παρακάτω:



Παραδοχές BenCan Ελλάδας

Αποτελέσματα

- Τα δύο εργοστάσια λειτουργούν με πλήρη αξιοποίηση της δυναμικότητας το 2010. Δεν υπάρχουν προγραμματισμένες επενδύσεις για αύξηση της δυναμικότητας. Συνεπώς, ο όγκος παραγόμενων προϊόντων εκτιμάται ότι θα παραμείνει σταθερός τα επόμενα έτη.
- Τα δύο εργοστάσια λειτουργούν στο 100% της δυναμικότητάς τους, με το μέσο βαθμό αποδοτικότητας στο ●
- Η τιμή της πρώτης ύλης αλουμινίου (aluminium ingot) είναι οριστικοποιημένη μέσω προθεσμιακών συμβολαίων που συνάφθηκαν το 2010. Δεδομένου ότι οι πελάτες της Εταιρείας θα προμηθευθούν δοχεία ●, η όποια μεταβολή στις τιμές των πρώτων υλών ●.
- Το κόστος μετατροπής του αλουμινίου σε ρολά είναι αυτή του 2010 και πιθανές μελλοντικές αυξήσεις ●.
- Οι αποσβέσεις βασίζονται στα μεγέθη του 2010 (ΕΥΡΩ 2.3 εκ.) και θα παραμείνουν σταθερές έως το 2012. Για την περίοδο 2013-2015, οι αποσβέσεις εκτιμώνται σε ΕΥΡΩ 2.1 εκ.
- Τα τελευταία 3 έτη της προβλεπόμενης περιόδου οι κεφαλαιουχικές επενδύσεις (Capex) είναι περιορισμένες και αντιστοιχούν στην αντικατάσταση των πλήρως αποσβεσμένων παγίων (περίπου ΕΥΡΩ 2.1 εκ.)
- Οι δαπάνες για λοιπές πρώτες ύλες μεταφορικά, λοιπά λειτουργικά κόστη και έξοδα διοίκησης & διάθεσης εκτιμάται ότι θα αυξάνονται κατά ●
- Οι τιμές πώλησης το 2010 βασίζονται στις ισχύουσες συμβάσεις ενώ ● αναλογικά ώστε να ●.
- Τα λοιπά έσοδα / έξοδα (συναλλαγματικές διαφορές, διαγραφές απαιτήσεων κ.ά) για το 2010 είναι τα πραγματοποιηθέντα μεγέθη, τα οποία εκτιμώνται σε περίπου μηδέν για την μετέπειτα περίοδο.
- Τα έξοδα μισθοδοσίας αυξάνονται κατά ● ενώ ● για την υπόλοιπη περίοδο η αύξηση εκτιμάται ●
- Για την εκτίμηση των φορολογικών συντελεστών υιοθετούνται οι ακόλουθες παραδοχές: Ονομαστικός φορολογικός συντελεστής εταιρειών 2010:24%, 2011:23%, 2012: 22%, 2013:21% & 2014: 20%, πλέον:
 - α) 1% για μη φορολογικά εκπιπτώμενες δαπάνες
 - β) 40% συντελεστής φορολόγησης μερισμάτων
 - γ) Έκτακτη φορολογία κερδοφόρων επιχειρήσεων ίση με ΕΥΡΩ 1.2 εκ. το 2010 και ΕΥΡΩ 1.0 εκ. για την υπόλοιπη προβλεπόμενη περίοδο
 - δ) Η έκτακτη φορολογία κερδοφόρων επιχειρήσεων είναι σε ισχύ για την περίοδο 2011-2015.

Ισολογισμός

- Το κεφάλαιο κίνησης παραμένει στα επίπεδα του 2010 σύμφωνα με τις ανάγκες της Εταιρείας (όχι σημαντική μεταβολή των παραγόμενων ποσοτήτων)
- Το Capex για το 2010 διαμορφώνεται σε ΕΥΡΩ 1.6 εκ. συνολικά, ενώ για την περίοδο 2011-2015 εκτιμάται σε ΕΥΡΩ 2.1 εκ.

Παραδοχές FoodCan Ελλάδας

Αποτελέσματα

- Οι πωλούμενες ποσότητες εκτιμάται ότι θα ●.
- Οι τιμές πώλησης αυξάνονται από το 2011 και έπειτα προκειμένου να ●
- Το κόστος του λευκοσιδήρου αυξάνεται κατά ● το 2011, η οποία αύξηση ●. Η τιμή του λευκοσιδήρου ● από το 2012 και έπειτα.
- Οι αποσβέσεις το 2010 εκτιμώνται σε ΕΥΡΩ 0.2 εκ., ενώ παραμένουν σταθερές έως το 2012. Για την περίοδο 2013-2015, οι αποσβέσεις προβλέπονται σε ΕΥΡΩ 0.1 εκ.
- Οι δαπάνες για λοιπές πρώτες ύλες μεταφορικά, λοιπά λειτουργικά κόστη και έξοδα διοίκησης & διάθεσης εκτιμάται ότι θα ●.
- Τα λοιπά έσοδα / έξοδα (συναλλαγματικές διαφορές, διαγραφές απαιτήσεων κ.ά) για το 2010 είναι τα πραγματοποιηθέντα μεγέθη, τα οποία εκτιμώνται σε περίπου μηδέν για την υπόλοιπη περίοδο.
- Οι αμοιβές προσωπικού θα αυξάνονται κατά ●.
- Για την εκτίμηση των φορολογικών συντελεστών υιοθετούνται οι ακόλουθες παραδοχές: Ονομαστικός φορολογικός συντελεστής εταιρειών 2010:24%, 2011:23%, 2012: 22%, 2013:21% & 2014: 20%, πλέον:
 - α) 1% για μη φορολογικά εκπιπτόμενες δαπάνες
 - β) 40% συντελεστής φορολόγησης μερισμάτων
 - γ) Η έκτακτη φορολογία περιλαμβάνεται για λόγους απλούστευσης στην BenCan Ελλάδας

Ισολογισμός

- Το κεφάλαιο κίνησης παραμένει στα επίπεδα του 2010 για ολόκληρη την περίοδο δεδομένων των συγκεκριμένων παραγόμενων ποσοτήτων.
- Το Carrex για το 2010 εκτιμάται σε ΕΥΡΩ 0.15 εκ., ενώ μειώνεται σε ΕΥΡΩ 0.1 εκ. για το υπόλοιπο της προβλεπόμενης περιόδου.
- Για την περίοδο 2013-2015 το Carrex είναι ίσο με τις αποσβέσεις.

Παραδοχές Bencan Ισπανίας

Αποτελέσματα

- Βάσει του επιχειρηματικού σχεδίου της Εταιρείας, το 2011 τα εργοστάσια στο Agoncillo και τη Σεβίλλη θα συνεχίσουν να λειτουργούν ●, ωστόσο θα αυξήσουν την παραγωγή τους ● και έπειτα λόγω βελτιωμένης αποδοτικότητας του εργοστασίου στη Σεβίλλη.
- Οι τιμές των άκρων με εύκολο άνοιγμα (easy open) παραμένουν σταθερές στα επίπεδα το 2010 ενώ ●
- Η τιμή του λευκοσιδήρου βασίζεται ●
- Η τιμή του λευκοσιδήρου ● και έπειτα.
- Οι αποσβέσεις διαμορφώνονται στα ΕΥΡΩ 6.2 εκ. το 2010, μειώνονται σταδιακά το 2013 σε ΕΥΡΩ 5.7 εκ. και παραμένουν σταθερές για το υπόλοιπο της προβλεπόμενης περιόδου.
- Οι δαπάνες για λοιπές πρώτες ύλες μεταφορικά, λοιπά λειτουργικά κόστη και έξοδα διοίκησης & διάθεσης θα ●.
- Η μέση τιμή πώλησης για έναν σημαντικό πελάτη ●
- Ο όγκος που πωλείται στον συγκεκριμένο πελάτη ●
- Οποιαδήποτε αύξηση στις τιμές πώλησης από το 2011 και έπειτα ●
- Τα λοιπά έσοδα / έξοδα (συναλλαγματικές διαφορές, διαγραφές απαιτήσεων κ.ά) για το 2010 είναι τα πραγματοποιηθέντα μεγέθη, τα οποία εκτιμώνται σε ΕΥΡΩ 0.4 εκ. για την υπόλοιπη περίοδο.
- Τα χρηματοοικονομικά έσοδα εκτιμώνται βάσει των τρεχόντων επιτοκίων.
- Ο φορολογικός συντελεστής εκτιμάται ακολούθως: Ονομαστικός φορολογικός συντελεστής ίσος με 30% πλέον 1% για μη εκπιπτόμενες δαπάνες.
- Οι αμοιβές προσωπικού ● για την υπόλοιπη προβλεπόμενη περίοδο.

Ισολογισμός

- Το κεφάλαιο κίνησης παραμένει στα επίπεδα του 2010 για ολόκληρη την περίοδο δεδομένων των συγκεκριμένων παραγόμενων ποσοτήτων.
- Το Capex το 2010 ανέρχεται σε ΕΥΡΩ 1.4 εκ., το 2011-2013 σε ΕΥΡΩ 3.7 εκ. και σε ΕΥΡΩ 6.2 εκ. τα τελευταία δύο έτη της προβλεπόμενης περιόδου.
- Επιδότηση ύψους ΕΥΡΩ 3.4 εκ. εκτιμάται ότι θα ληφθεί το 2011 για τη δεύτερη παραγωγική γραμμή στη Σεβίλλη.
- Δεν έχει ληφθεί υπ' όψη κάποια παραδοχή σχετική με διανομή μερισμάτων.

Παραδοχές CROWN Hellas Can - Διοίκηση

Αποτελέσματα

- Τα χρηματοοικονομικά έσοδα/έξοδα περιλαμβάνονται στην επιχειρηματική μονάδα CROWN Hellas Can – Διοίκηση. Οι πιστωτικοί τόκοι από καταθέσεις υπολογίζονται βάσει των τρεχόντων επιτοκίων.
- Οι δαπάνες για λοιπά λειτουργικά κόστη και έξοδα διοίκησης & διάθεσης θα ●.
- Οι αμοιβές προσωπικού θα ● και έπειτα.
- Για την εκτίμηση των φορολογικών συντελεστών υιοθετούνται οι ακόλουθες παραδοχές: Ονομαστικός φορολογικός συντελεστής εταιρειών 2010:24%, 2011:23%, 2012: 22%, 2013:21% & 2014: 20%, πλέον:
 - α) 1% για μη εκπιπτόμενες δαπάνες
 - β) 40% συντελεστής φορολόγησης μερισμάτων

Ισολογισμός

- Το κεφάλαιο κίνησης παραμένει στα επίπεδα του 2010 για ολόκληρη την περίοδο δεδομένων των συγκεκριμένων παραγόμενων ποσοτήτων.
- Τα διανεμόμενα μερίσματα ανέρχονται σε 0.13 σεντς ανά μετοχή και συνολικά ΕΥΡΩ 3.13 εκ. κάθε έτος.

Έλεγχος λογικότητας παραδοχών

Η KPMG έλεγξε τη λογικότητα των παραδοχών που παρουσιάστηκαν στις προηγούμενες σελίδες, εστιάζοντας στην εκτιμώμενη αύξηση των εσόδων, το μικτό περιθώριο κέρδους, τις κεφαλαιουχικές δαπάνες, τις τιμές των μετάλλων, την πολιτική αντιστάθμισης των κινδύνων από μεταβολές στις τιμές των πρώτων υλών, το κεφάλαιο κίνησης καθώς και τους φόρους.

Αύξηση εσόδων: Η εκτιμώμενη αύξηση των εσόδων κρίνεται ως ένας από τους κύριους παράγοντες για τον προσδιορισμό της αξίας της Εταιρείας. Η εκτιμώμενη αύξηση των εσόδων ανά επιχειρηματική μονάδα σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Διοίκησής της παρουσιάζονται παρακάτω:

Ρυθμός αύξησης εσόδων					
	2011	2012	2013	2014	2015
BevCan Ισπανίας	•	•	•	•	•
BevCan Ελλάδας	•	•	•	•	•
FoodCan Ελλάδας	•	•	•	•	•

Η ετήσια αύξηση των εσόδων εκτιμάται ότι θα κυμανθεί μεταξύ 1%-2% •

Οι εκτιμώμενες αυξήσεις θα πρέπει να αιτιολογούνται είτε μέσω μιας σημαντικής αύξησης της ζήτησης ή των τιμών, ενώ η διαθέσιμη δυναμικότητα και η δυνατότητα για βελτίωση της αποδοτικότητας θα πρέπει να εξετασθεί με σκοπό να διερευνήσουμε τη δυνατότητα για αύξηση των πωλούμενων ποσοτήτων στο μέλλον σε περίπτωση που η ζήτηση αυξηθεί.

Αναφορικά με τη ζήτηση, οι αυξήσεις στις κύριες κατηγορίες φαγητού (σε κονσέρβες, ανθρακούχα αναψυκτικά, μπίρα) εκτιμάται ότι θα παραμείνουν σε χαμηλά επίπεδα (1.3% - 2.3%), ενώ αναφορικά με την αγορά της μπίρας εκτιμάται ότι θα συρρικνωθεί την περίοδο 2011-2014. Τα σχετικά εκτιμώμενα μεγέθη παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα:

Εκτιμώμενη ζήτηση						
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Συσκευασμένο φαγητό ('000 τόνοι)	9 131	9 262	9 390	9 513	9 633	9 758
% ρυθμός αύξησης	1.5%	1.4%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%
Αναψυκτικά (εκ. λίτρα)	51 310	52 308	53 394	54 571	55 793	57 072
% ρυθμός αύξησης	1.8%	1.9%	2.1%	2.2%	2.2%	2.3%
Μπίρα (εκ. λίτρα)	43 607	42 424	41 508	40 754	40 153	39 662
% ρυθμός αύξησης	(4.6)%	(2.7)%	(2.2)%	(1.8)%	(1.5)%	(1.2)%

Πηγή: DATAMONITOR

Έλεγχος λογικότητας παραδοχών (συνέχεια)

Από την παραπάνω ανάλυση, η KPMG συμπεραίνει ότι η εκτιμώμενη αύξηση των εσόδων σύμφωνα με τις προβλέψεις της Διοίκησης είναι σύμφωνη με την εκτιμώμενη αύξηση στη ζήτηση για συγκεκριμένες κατηγορίες τροφίμων.

Η εξέταση του εκτιμώμενου ρυθμού αύξησης των εσόδων θα πρέπει επίσης να λάβει υπ' όψιν την αποδοτικότητα και αξιοποιούμενη δυναμικότητα των εργοστασίων διαχρονικά, καθώς επίσης και τη δυνατότητα για περαιτέρω βελτίωση της λειτουργίας των εργοστασίων η οποία θα μπορούσε να υποστηρίξει μια αύξηση στις παραγόμενες ποσότητες.

Η αποδοτικότητα των γραμμών παραγωγής στην Κόρινθο (σώματα αλουμινένιων δοχείων και άκρα) καθώς επίσης και του εργοστασίου στο Agoncillo παραμένει σε υψηλά επίπεδα (●) για την περίοδο 2009-2011. Το εργοστάσιο στην Πάτρα έχει συγκριτικά χαμηλότερη αποδοτικότητα (●) λόγω του σχεδιασμού του όπως μας πληροφόρησε η Διοίκηση της CROWN Hellas Can. Συγκεκριμένα, το εργοστάσιο στην Πάτρα αγοράστηκε από την οικογένεια Κουμάνταρου, και ως εκ τούτου δεν είναι σχεδιασμένο σύμφωνα με τις προδιαγραφές της CROWN Holdings Inc. Ο σχεδιασμός του σε τρία επίπεδα καθώς επίσης και λοιπές τεχνικές προδιαγραφές έχουν ως αποτέλεσμα ●. Το εργοστάσιο στη Θεσσαλονίκη έχει παρόμοια αποδοτικότητα με το εργοστάσιο στην Πάτρα επειδή το εργοστάσιο στη Θεσσαλονίκη παράγει περισσότερους από 35 διαφορετικούς τύπους μεταλλικών δοχείων για τρόφιμα και αεροζόλ σε σχέση με τα τυποποιημένα δοχεία για αναψυκτικά και μπίρα. Η αποδοτικότητα του εργοστασίου στη Σεβίλλη εκτιμάται ότι θα αυξηθεί από ● το 2009 σε ● το 2011 εξαιτίας της εκτιμώμενης βελτίωσης στις δεξιότητες του εργατικού δυναμικού (●). Ωστόσο, η αποτελεσματικότητά του εκτιμάται ότι θα παραμείνει σχετικά χαμηλή συγκρινόμενη με αυτή των λοιπών εργοστασίων της Εταιρείας καθώς οι υψηλές ταχύτητες της παραγωγής έχουν ως αποτέλεσμα περισσότερες διακοπές στην παραγωγική διαδικασία.

Αναφορικά με τον βαθμό αξιοποίησης της παραγωγικής δυναμικότητας, οι γραμμές παραγωγής στην Κόρινθο λειτουργού στο 100% της δυναμικότητάς τους (2009 και στο εξής), ενώ το εργοστάσιο στην Πάτρα λειτουργούσε περίπου στο ● της παραγωγικής δυναμικότητας το 2009 και εκτιμάται ότι θα λειτουργεί στο ● από το 2010 και έπειτα. Το εργοστάσιο στη Θεσσαλονίκη λειτουργεί με χαμηλό βαθμό αξιοποίησης της δυναμικότητας (● το 2009 έως ● το 2011) κυρίως λόγω της σημαντικής εποχικότητας της συγκομιδής των επεξεργασμένων φρούτων που συσκευάζονται. Για παράδειγμα, η αξιοποίηση της παραγωγικής δυναμικότητας για κονσέρβες ροδάκινων φθάνει το 100% κατά τις 6 εβδομάδες που διαρκεί η σοδειά τους (τρεις βάρδιες ανά ημέρα), ενώ στη συνέχεια παύει ή οι βάρδιες μειώνονται σε μία ανά ημέρα. Ο βαθμός αξιοποίησης της παραγωγικής δυναμικότητας του εργοστασίου στο Agoncillo εκτιμάται ότι θα αυξηθεί από ● το 2009 σε ● το 2011, ενώ αντίστοιχα για το εργοστάσιο στην Σεβίλλη θα αυξηθεί από ● το 2009 σε ● το 2011.

Ως αποτέλεσμα, η εκτιμώμενη αύξηση σε όγκους συσκευασιών που παράγονται είναι περιορισμένη, δεδομένης της υφιστάμενης υψηλής αποδοτικότητας και του βαθμού αξιοποίησης των εργοστασίων καθώς επίσης και άλλων παραγόντων που επηρεάζουν την παραγωγή όπως οι σοδειές των φρούτων.

Έλεγχος λογικότητας παραδοχών (συνέχεια)

Μικτό περιθώριο: Δεδομένου ότι η CROWN Hellas Can είναι μια βιομηχανική εταιρεία, το μικτό περιθώριο κέρδους αποτελεί σημαντικό παράγοντα αναφορικά με τα αποτελέσματα της Αποτίμησης. Ο ακόλουθος πίνακας παρουσιάζει την ιστορική και προβλεπόμενη εξέλιξη του μικτού περιθωρίου ανά επιχειρηματική μονάδα.

Μικτό περιθώριο							
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
BevCan Ισπανίας	•	•	•	•	•	•	•
BevCan Ελλάδας	•	•	•	•	•	•	•
FoodCan Ελλάδας	•	•	•	•	•	•	•
Σύνολο	13.4%	13.8%	11.4%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%

Η παρατηρούμενη μείωση στο μικτό περιθώριο σε ενοποιημένο επίπεδο (από 13.4% το 2009 σε 11.4% το 2011 και σε 11.6% από το 2012 και έπειτα) επηρεάζεται κυρίως από τη μείωση του μικτού περιθωρίου της BevCan Ισπανίας λόγω • ισχύ από την 1 Ιανουαρίου 2011, • Τόσο η • όσο και η • εξετάστηκαν από την KPMG.

Η Διοίκηση της CROWN Hellas Can εκτιμά ότι η μείωση στο μικτό περιθώριο της BevCan Espana είτε μέσω της αύξησης των πωλήσεων είτε μέσω της μείωσης των λειτουργικών εξόδων θα είναι περιορισμένη κυρίως λόγω των ακόλουθων παραγόντων:

- Η BevCan Espana προμηθεύει ήδη τις σημαντικότερες εταιρείες αναψυκτικών και μπύρας που δραστηριοποιούνται στην Ισπανία όπως •. Επιπρόσθετες συμφωνίες με • εκτιμάται ότι δε θα επιφέρουν σημαντική αύξηση στο μικτό περιθώριο της BevCan Espana.
- Η CROWN Holdings λειτουργεί εργοστάσια σε άλλες χώρες της ευρύτερης περιοχής (73 εργοστάσια στην Ευρώπη, τη Μέση Ανατολή και την Αφρική) γεγονός το οποίο περιορίζει τις δυνατότητες για εξαγωγές ώστε να ενισχυθούν οι όγκοι πωλήσεων. Επιπρόσθετα, το εργοστάσιο στη Γαλλία (Custines) περιορίζει τη δυναμική της BevCan Espana να προμηθεύει την Γαλλική αγορά. Τα ναύλα και τα λοιπά μεταφορικά κόστη επίσης επηρεάζουν το καθαρό περιθώριο των εξαγωγών.
- Οι πρώτες ύλες (αλουμίνιο, λευκοσίδηρος) αποτελούν ένα μεγάλο μέρος του κόστους παραγωγής. Ωστόσο, οι τιμές των πρώτων υλών αποτελεί έναν εξωγενή παράγοντα ο οποίος δεν μπορεί να επηρεασθεί από την Εταιρεία. Μία άλλη επιλογή θα μπορούσε να είναι η χρησιμοποίηση μικρότερων ποσοτήτων πρώτων υλών για την παραγωγή λεπτότερων δοχείων. Σύμφωνα με τη Διοίκηση, αυτό αποτελεί ένα δύσκολο τεχνικώς εγχείρημα όσον αφορά ειδικά τα δοχεία από λευκοσίδηρο, ενώ σε κάθε περίπτωση σε μια ενδεχόμενη μείωση, το πιθανότερο σενάριο είναι •.

Έλεγχος λογικότητας παραδοχών (συνέχεια)

Μικτό περιθώριο (συνέχεια):

- Η μείωση του προσωπικού θα μπορούσε να αποτελεί ένα άλλο μέσο για τη βελτίωση του περιθωρίου. Ωστόσο, το μεγαλύτερο μέρος των γραμμών παραγωγής της BenCan Espana είναι αυτοματοποιημένο σε υψηλό βαθμό. Επίσης, η απώλεια εκπαιδευμένου προσωπικού θα είχε ως αποτέλεσμα κρυφά κόστη όπως το κόστος εκπαίδευσης νέου προσωπικού καθώς και ο χρόνος απόκτησης εμπειρίας (1 έτος ή περισσότερο).

Λαμβάνοντας υπ' όψη τα παραπάνω, η μείωση του μικτού περιθωρίου σε ενοποιημένο επίπεδο το 2011 καθώς και η παραδοχή ότι θα παραμείνει σταθερό στη συνέχεια κρίνεται ως εύλογη.

Κεφαλαιουχικές επενδύσεις (Capex): Το Capex σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Διοίκησης εκτιμάται σε ΕΥΡΩ 6 000 χιλ. ετησίως για την περίοδο 2011-2013 και εκτιμάται ότι θα αυξηθεί σε ΕΥΡΩ 8 475 χιλ. για το 2014 και 2015. Σύμφωνα με πληροφορίες που παρασχέθηκαν από τη Διοίκηση της CROWN Hellas Can, το εκτιμώμενο Capex περιλαμβάνει τις βελτιώσεις των κτιρίων, την εγκατάσταση αυτοματισμών στο εργοστάσιο της Κορίνθου καθώς επίσης και εκτιμώμενες τροποποιήσεις στις γραμμές παραγωγής λόγω μεταβολών στις προδιαγραφές των πελατών ή αλλαγές στις προδιαγραφές ποιότητας.

Δεδομένου ότι το μέσο Capex για την περίοδο 2005-2010 εκτιμάται σε ΕΥΡΩ 6 689 χιλ. (βλ. παρακάτω πίνακα), το εκτιμώμενο Capex για την περίοδο 2011-2013 θεωρείται ως εύλογο. Το Capex για το 2014 και 2015 της τάξης των ΕΥΡΩ 8 475 χιλ. είναι σχετικά υψηλότερο της ετήσιας απόσβεσης των ΕΥΡΩ 7 944 χιλ. αντίστοιχα. Το ελαφρώς υψηλότερο Capex σε σχέση με τις αποσβέσεις μπορεί να αιτιολογηθεί ότι εξομαλύνει τη διαφορά μεταξύ του πενταετούς ιστορικού Capex και του Capex για την περίοδο 2011-2013. Για τους σκοπούς της Αποτίμησης, η Τερματική Αξία εκτιμάται βάσει της παραδοχής ότι το Capex θα είναι ίσο με ένα ομαλοποιημένο επίπεδο αποσβέσεων, πρακτική που είναι συνηθισμένη για σκοπούς Αποτίμησης.

Ιστορικό Capex						
Ποσά σε ΕΥΡΩ '000	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Capex (ενοποιημένο)	4 628	1 506	4 939	22 475	3 470	3 118
Μέσο Capex περιόδου	6 689					

Έλεγχος λογικότητας παραδοχών (συνέχεια)

Τιμές μετάλλων και πολιτική αντιστάθμισης κινδύνων: Οι πρώτες ύλες, κυρίως αλουμίνιο και λευκοσίδηρος, αποτελούν ένα σημαντικό μέρος του κόστους πωλήσεων. Ο πίνακας παρακάτω παρουσιάζει το ποσοστό συμμετοχής των πρώτων υλών στο κόστος πωλήσεων.

Πρώτες ύλες % του κόστους πωλήσεων					
	2011	2012	2013	2014	2015
BevCan Ισπανίας	●	●	●	●	●
BevCan Ελλάδας	●	●	●	●	●
FoodCan Ελλάδας	●	●	●	●	●

Δεδομένης της σημασίας των πρώτων υλών στο κόστος πωλήσεων, οι διακυμάνσεις στις πρώτες ύλες μπορεί να επηρεάσουν σημαντικά την κερδοφορία της Εταιρείας. Επίσης, οι διακυμάνσεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες μπορεί να έχουν σημαντική επίπτωση. Προκειμένου να ελεγχθεί ο κίνδυνος από πιθανές μεταβολές στις χρηματαγορές, η τιμολογιακή πολιτική είναι στενά συνδεδεμένη με την πολιτική αντιστάθμισης κινδύνων.

Η κατανόηση της τιμολογιακής πολιτικής καθώς και του μηχανισμού αντιστάθμισης κινδύνων της CROWN Hellas Can θεωρείται ως προαπαιτούμενο για σκοπούς Αποτίμησης. Ο μηχανισμός αυτός παρουσιάζεται παρακάτω, αγνοώντας για απλοποίηση μεταβολές στις συναλλαγματικές ισοτιμίες.

Σημειώνεται

ότι ο μηχανισμός αντιστάθμισης υφίσταται μόνο για τις διακυμάνσεις στην τιμή του αλουμινίου επειδή δεν υπάρχουν χρηματοοικονομικά παράγωγα προϊόντα για τον λευκοσίδηρο.

Η CROWN Hellas Can αγοράζει ρολά από αλουμίνιο για το κυρίως σώμα των δοχείων και τα άκρα. Η τιμή των ρολών περιλαμβάνει: α) το κόστος του αλουμινίου βάσει των τιμών που παρατηρούνται στο London Metal Exchange (LME), β) το κόστος μετατροπής της πρώτης ύλης σε φύλλο αλουμινίου και γ) το περιθώριο κέρδους του παραγωγού. Η τιμή των ρολών μεταβάλλεται σε μηνιαία βάση ανάλογα με την τιμή του αλουμινίου στο LME.

Από την άλλη πλευρά, η CROWN Hellas Can συνάπτει μακροχρόνια συμβόλαια (●) με τους σημαντικότερους πελάτες της. Η τιμή ανά χιλιάδα δοχείων διαμορφώνεται ώστε να καλύπτει το κόστος του αλουμινίου, το κόστος μετατροπής της CROWN Hellas Can καθώς επίσης και το κέρδος της. Ως αποτέλεσμα, οι τιμές πώλησης επηρεάζονται πολύ από τις διακυμάνσεις του αλουμινίου.

Τη στιγμή που συνάπτεται η σύμβαση με έναν πελάτη, η CROWN Hellas Can συμφωνεί την τιμή παράδοσης που θα ισχύει για την περίοδο του συμβολαίου βάσει της τιμής του αλουμινίου την ημέρα της σύμβασης. Σε αυτό το σημείο η CROWN Hellas Can αναλαμβάνει μια δέσμευση να παραδώσει δοχεία σε μια σταθερή τιμή, ενώ οι αγορές πρώτων υλών θα λάβουν χώρα κατά τη διάρκεια της σύμβασης σε άγνωστη μελλοντική τιμή. Η CROWN Hellas Can, μη έχοντας πολιτική αντιστάθμισης κινδύνων, θα ήταν εκτεθειμένη στον κίνδυνο η τιμή του αλουμινίου να αυξηθεί. Για το λόγο αυτό η CROWN Hellas Can συνάπτει ένα προθεσμιακό συμβόλαιο (forward contract) με μία τράπεζα, βάσει της οποίας μπορεί να αγοράσει το αλουμίνιο που θα χρειασθεί μελλοντικά σε μια σταθερή τιμή. Η τακτική αυτή έχει αποτέλεσμα οι πελάτες της CROWN Hellas Can να φέρουν τον κίνδυνο του κλειδώματος των τιμών των πρώτων υλών ●.

Σε περίπτωση που η τιμή του αλουμινίου αυξηθεί, η CROWN Hellas Can θα πρέπει να αγοράσει τα ρολά αλουμινίου σε υψηλότερη τιμή. Ωστόσο, η ζημία από αυτές τις αγορές θα αντισταθμισθούν από το όφελος που θα προκύψει από τα προθεσμιακά συμβόλαια, υποθέτοντας ότι η αντιστάθμιση είναι «αποτελεσματική», το οποίο σημαίνει ότι η μεταβολή στην εύλογη αξία των συμβολαίων ανταποκρίνεται πολύ στενά στη μεταβολή της υποκείμενης τιμής του αλουμινίου.

Έλεγχος λογικότητας παραδοχών (συνέχεια)

Τιμές μετάλλων και πολιτική αντιστάθμισης κινδύνων (συνέχεια):

Σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (ΔΠΧΠ), τα κέρδη και οι ζημίες που σχετίζονται με το αποτελεσματικό μέρος της αντιστάθμισης αναγνωρίζονται σε ξεχωριστό αποθεματικό στην Κατάσταση Συνολικού Εισοδήματος. Στη συνέχεια, τα ποσά αυτά αναγνωρίζονται στο αποτέλεσμα της χρήσης την περίοδο κατά την οποία η αντισταθμιζόμενη η συναλλαγή λαμβάνει χώρα.

Βάσει της τιμολογιακής πολιτικής και πολιτικής αντιστάθμισης που περιγράφηκε, οι παραδοχές που χρησιμοποιούνται για σκοπούς αποτίμησης είναι οι ακόλουθες:

- Η τιμή πώλησης και το κόστος πωλήσεων για την προβλεπόμενη περίοδο εκτιμώνται βάσει της μέσης τιμής του αλουμινίου για το 2010. Οποιαδήποτε μελλοντική αύξηση ή μείωση στην τιμή του αλουμινίου θα συμψηφισθεί από το κέρδος ή τη ζημιά από τα προθεσμιακά συμβόλαια. Συνεπώς, την περίοδο 2011-2015 το Κόστος Πωλήσεων και τα Ίδια Κεφάλαια δεν επηρεάζονται από πραγματοποιηθέντα ή μη πραγματοποιηθέντα κέρδη/ζημίες. Η άποψη της KPMG είναι ότι μια τέτοια παραδοχή είναι εύλογη επειδή δεν είναι εφικτό να προβλεφθούν οι διακυμάνσεις στις τιμές του αλουμινίου και συνεπώς τα πραγματοποιηθέντα ή μη κέρδη/ζημίες από τα προθεσμιακά συμβόλαια. Το ίδιο ισχύει σχετικά με τα προθεσμιακά συμβόλαια σε συναλλαγματικές ισοτιμίες. Η πολιτική της CROWN Hellas Can είναι να εξομαλύνει το αποτέλεσμα των διακυμάνσεων του αλουμινίου στο μικτό περιθώριο, πρακτική που στο παρελθόν έχει λειτουργήσει αποτελεσματικά.
- Αναφορικά με τις μελλοντικές μεταβολές στην τιμή του λευκοσιδήρου, η εμπειρία από τον κλάδο συγκλίνει στο ότι δεδομένου ότι δεν υπάρχει παράγωγο εργαλείο αντιστάθμισης, οποιαδήποτε μεταβολή στην τιμή του περνάει στους πελάτες. Συνεπώς, η διατήρηση σταθερού περιθωρίου στα προϊόντα λευκοσιδήρου θεωρείται ως μια λογική παραδοχή. Το κόστος του λευκοσιδήρου υπολογίζεται βάσει της εκτιμώμενης αύξησης για το 2011*. Σχετικά με τα δοχεία τροφίμων (FoodCan), ο λευκοσίδηρος εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά ● το 2011, ενώ η αντίστοιχη αύξηση για την BenCan Ισπανίας θα είναι ●. Αναφορικά με τη διαφορετική εκτιμώμενη αύξηση, η Διοίκηση της CROWN Hellas Can έχει παράσχει την αιτιολόγηση ότι ο λευκοσίδηρος που χρησιμοποιείται για τις κονσέρβες τροφίμων (●) δεν έχει κάποιο ανταγωνιστικό υποκατάστατο, ενώ όσον αφορά τον λευκοσίδηρο για δοχεία αναψυκτικών (●) υπάρχει το αλουμίνιο ως υποκατάστατο. Ως αποτέλεσμα, η τιμή του λευκοσιδήρου για τρόφιμα μπορεί να μεταβληθεί ● σε σχέση με την τιμή του λευκοσιδήρου για συσκευασίες αναψυκτικών και μπύρας.
- Οι ελεύθερες ταμειακές ροές από το 2011 και έπειτα δεν περιλαμβάνουν την επίπτωση από την πολιτική αντιστάθμισης κινδύνων της Εταιρείας. Ως αποτέλεσμα, ποσό ίσο με ΕΥΡΩ 15 000 που περιλαμβάνεται στα στοιχεία ενεργητικού του 2010 και που αντιστοιχεί στην εύλογη αγοραία αξία των χρηματοοικονομικών μέσων αντιστάθμισης μελλοντικών ταμειακών ροών δεν περιλαμβάνονται στην εκτιμώμενη μεταβολή του κεφαλαίου κίνησης από το 2011 και έπειτα.
- Από το 2011 και έπειτα, τα Ίδια Κεφάλαια δεν περιλαμβάνουν μεταβολές εξαιτίας της πολιτικής αντιστάθμισης κινδύνων.

* Πηγή: MetalBulletin Research 13 December 2010, SBB Insight 25 November 2010, Financial Times 24 January 2011.

Έλεγχος λογικότητας παραδοχών (συνέχεια)

Κεφάλαιο κίνησης: Η Διοίκηση της CROWN Hellas Can υιοθετεί την παραδοχή ότι το κεφάλαιο κίνησης θα παραμείνει σταθερό από το 2011 και έπειτα (απαιτήσεις, αποθέματα και υποχρεώσεις σχετιζόμενες με το κόστος πωλήσεων θα παραμείνουν σταθερές) δεδομένου ότι η συνολική παραγωγή θα παραμείνει σχετικά σταθερή. Τα έσοδα εκτιμάται ότι θα αυξηθούν κατά την προβλεπόμενη περίοδο κυρίως λόγω των ήπιων αυξήσεων στις τιμές. Ως αποτέλεσμα, η διατήρηση ενός σταθερού κεφαλαίου κίνησης εξυπηρετεί την απλότητα του μοντέλου προβλέψεων που παρασχέθηκαν από την CROWN Hellas Can χωρίς η παραδοχή αυτή να έχει ουσιαστική επίδραση στα αποτελέσματα της Αποτίμησης.

Κατά την KPMG οι μεταβολές στο κεφάλαιο κίνησης θα πρέπει να εκτιμηθούν ανεξάρτητα από το πόσο ουσιώδης είναι η τελική επίπτωση. Προκειμένου να συμπεριλάβουμε την επίπτωση αυτή, εκτιμήθηκε το μέσο κεφάλαιο κίνησης για το 2010 και 2011. Στη συνέχεια, τα συστατικά του κεφαλαίου κίνησης για τα επόμενα χρόνια εκτιμώνται βάσει του ρυθμού αύξησης των παραγόντων από τους οποίους εξαρτώνται άμεσα. Για παράδειγμα, οι εμπορικές απαιτήσεις αυξάνονται κατά το ρυθμό που αυξάνονται τα έσοδα (υποθέτοντας ότι οι μέρες είσπραξης παραμένουν αμετάβλητες). Το τελικό στάδιο είναι η εκτίμηση του κεφαλαίου κίνησης βάσει των αναθεωρημένων συστατικών του στοιχείων.

Ο υπολογισμός των μεταβολών του κεφαλαίου κίνησης παρουσιάζεται στον παρακάτω πίνακα:

Κεφάλαιο κίνησης						
Ποσά σε ΕΥΡΩ '000	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ρυθμός αύξησης εσόδων		1.8%	2.0%	1.1%	1.1%	1.2%
Ρυθμός αύξησης κόστους πωληθέντων		4.6%	1.8%	1.1%	1.2%	1.2%
Εμπορικές απαιτήσεις	35 664	36 869	37 001	37 420	37 849	38 300
Λοιπές απαιτήσεις	10 005	6 605	8 473	8 569	8 667	8 771
Αποθέματα	38 995	38 995	39 712	40 149	40 617	41 099
Εμπορικές υποχρεώσεις	55 050	56 255	56 677	57 300	57 968	58 655
Κεφάλαιο κίνησης	29 613	26 213	28 510	28 837	29 165	29 514
Μεταβολή κεφαλαίου κίνησης		(3 400)	2 296	328	328	349

Η εκτιμώμενη μεταβολή του κεφαλαίου κίνησης συμπεριλαμβάνεται στην Μεθοδολογία DCF που χρησιμοποιήθηκε για την Αποτίμηση της CROWN Hellas Can.

Έλεγχος λογικότητας παραδοχών (συνέχεια)

Φόροι: Οι φόροι που παρουσιάζονται στις προβλεπόμενες οικονομικές καταστάσεις βασίζονται στις ακόλουθες παραδοχές:

Ελλάδα:

- a) Εταιρικός Φόρος Εισοδήματος, ονομαστικοί συντελεστές: 2011:23%, 2012:22%, 2013:21% & 2014:20%, πλέον 1% για μη εκπιπτόμενα έξοδα
- b) 40% φόρος στα διανεμόμενα μερίσματα
- c) Έκτακτος Φόρος Επιχειρήσεων για την περίοδο 2011-2015 (περίπου ΕΥΡΩ 1 εκ. ετησίως)

Ισπανία:

Εταιρικός Φόρος Εισοδήματος 30%, πλέον 1% για μη εκπιπτόμενα έξοδα

Η άποψη της KPMG είναι ότι παρά το γεγονός ότι οι φόροι έχουν υπολογισθεί κατάλληλα βάσει της φορολογικής νομοθεσίας σε ισχύ κατά την Ημερομηνία Αποτίμησης, μελλοντικές μεταβολές της φορολογικής νομοθεσίας θα πρέπει να λαμβάνονται υπ' όψιν στο βαθμό που αυτές είναι σε σημαντικό βαθμό πιθανές και δημοσίως γνωστές. Συνεπώς, στο νομοσχέδιο που ήταν διαθέσιμο κατά την περίοδο παράδοσης της Έκθεσης Αποτίμησης, περιλαμβάνεται η μείωση του Εταιρικού Φόρου Εισοδήματος στο 20% από το 2011 και έπειτα. Η παραδοχή για 20% φορολογία χρησιμοποιείται τόσο στην προσέγγιση του DCF όσο και στο DDM.

Αναφορικά με το DDM, τα μερίσματα εκτιμάται ότι θα φορολογούνται με 25%. Ωστόσο, το αποτελεσματικό επιτόκιο ενός υποθετικού επενδυτή ποικίλει ανάλογα με το φορολογικό καθεστώς στο οποίο υπάγεται και εάν υφίσταται σχέση μητρικής-θυγατρικής. Για παράδειγμα, η φορολόγηση με 25% των μερισμάτων μπορεί να απαλειφθεί στην περίπτωση που υφίσταται σχέση μητρικής-θυγατρικής εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης, βάσει συμβάσεων για την αποφυγή της διπλής φορολογίας και την "Parent-Subsidiary Directive". Ως αποτέλεσμα, θεωρήθηκε σκόπιμη η εφαρμογή του DDM λαμβάνοντας υπ' όψη την ευνοϊκότερη φορολόγηση με 20% των κερδών προ φόρων.

Αναφορικά με την έκτακτη εισφορά στα κέρδη μεγάλων επιχειρήσεων, η CROWN Hellas Can εκτιμά ότι θα ανέρχεται ετησίως στο ποσό των ΕΥΡΩ 1.0 εκ. Για την Αποτίμηση που διενέργησε η KPMG υιοθετείται έκτακτη φορολογία βάσει του τρόπου υπολογισμού της κατά το 2010.

Η αναθεώρηση των παραδοχών σχετικά με τον υπολογισμό των φόρων για σκοπούς Αποτίμησης παρουσιάζεται παρακάτω:

Αναθεώρηση παραδοχών σχετικών με τον υπολογισμό των φόρων					
	2011	2012	2013	2014	2015
CROWN Hellas Can					
Φορολογικός συντελεστής (Ελλάδα)	23%	22%	21%	20%	20%
Έκτακτη φορολογία (ΕΥΡΩ χιλ.)	1 005	1 010	1 017	1 017	1 015
KPMG					
Φορολογικός συντελεστής (Ελλάδα)	20%	20%	20%	20%	20%
Έκτακτη φορολογία (ΕΥΡΩ χιλ.)	1 320	1 330	1 400	1 380	1 420

Μεθοδολογία DCF

Προεξοφλητικό επιτόκιο - γενικά

Τα προεξοφλητικά επιτόκια που χρησιμοποιήθηκαν για την Αποτίμηση των μετοχών της CROWN Hellas Can ήταν τα κατάλληλα για κάθε μεθοδολογία: α) Το κόστος των Ιδίων Κεφαλαίων για το DDM και β) το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίων ("WACC") για το DCF. Η εκτίμηση κάθε προεξοφλητικού επιτοκίου παρουσιάζεται παρακάτω:

	WACC	=	$K_e * (E/(D + E)) + K_d * (1-T) * (D/(D + E))$
Όπου:	K_e	=	κόστος ιδίων κεφαλαίων
	E	=	αγοραία αξία ιδίων κεφαλαίων
	K_d	=	κόστος δανεισμού
	D	=	αγοραία αξία δανειακών υποχρεώσεων
	T	=	εταιρικός φόρος εισοδήματος

Το κόστος Ιδίων Κεφαλαίων εκτιμήθηκε βάσει του Μοντέλου Τιμολόγησης Περιουσιακών Στοιχείων ("CAPM") όπως παρακάτω:

	K_e	=	$R_f + \beta * (R_m - R_f) + \alpha$
Όπου:	R_f	=	το επιτόκιο επενδύσεων χωρίς κίνδυνο
	R_m	=	η αναμενόμενη απόδοση της αγοράς
	$(R_m - R_f)$	=	μέση αμοιβή ανάληψης επιχειρηματικού κινδύνου
	β	=	ο συντελεστής βήτα, ο οποίος μετρά τον συστηματικό κίνδυνο ενός συγκεκριμένου περιουσιακού στοιχείου σε σχέση με ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο
	α	=	πριμ κινδύνου για την συγκεκριμένη εταιρεία (συντελεστής "α")

Η εκτίμηση για κάθε στοιχείο του παραπάνω τύπου παρουσιάζεται στη συνέχεια:

K_e

Επιτόκιο επενδύσεων χωρίς κίνδυνο

- Το ονομαστικό επιτόκιο επενδύσεων χωρίς κίνδυνο εκτιμάται βάσει της απόδοσης στη λήξη του 10-ετούς Γερμανικού ομολόγου, η οποία ανήλθε σε 2.74% κατά την Ημερομηνία Αποτίμησης (αριθμητικός μέσος των μηνιαίων αποδόσεων για την περίοδο Ιανουάριο 2010 – Δεκέμβριος 2010. Πηγή: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα)

Πριμ κινδύνου αγοράς

- Ως πριμ κινδύνου αγοράς ($R_m - R_f$) εφαρμόστηκε ποσοστό ίσο με 5% το οποίο αντιστοιχεί στο πριμ για μια ώριμη αγορά και βασίζεται στις συγκλίνουσες εκτιμήσεις ακαδημαϊκών οικονομολόγων. Βάσει των αξιολογήσεων των μακροπρόθεσμων ομολόγων της Ελλάδας (BA1) και της Ισπανίας (AA1) (Βάση δεδομένων Damodaran) καθώς και της στάθμισης των ταμειακών ροών των δραστηριοτήτων της CROWN Hellas Can σε κάθε χώρα ως προς τις συνολικές ταμειακές ροές, έχουμε προσθέσει ένα σταθμισμένο πριμ ίσο με 1.83%, με αποτέλεσμα το συνολικό πριμ κινδύνου αγοράς να ανέρχεται σε 6.83%.

Μεθοδολογία DCF (συνέχεια)

Βήτα

Ο μη μοχλευμένος συντελεστής βήτα εκτιμήθηκε σε 0.67, ως ο μέσος όρος για 12 συγκρίσιμες εταιρείες (ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 4). Ο μη μοχλευμένος συντελεστής βήτα επαναμοχλεύθηκε χρησιμοποιώντας την κεφαλαιακή δομή της CROWN Holding Inc. (34% τοκοφόρες υποχρεώσεις – 66% ίδια κεφάλαια) καθώς και ένα μακροπρόθεσμο φορολογικό συντελεστή 26% (σταθμισμένο για τις δραστηριότητες σε Ελλάδα και Ισπανία) με αποτέλεσμα ο συντελεστής βήτα να εκτιμηθεί σε 0.92.

Πριμ κινδύνου για τη συγκεκριμένη εταιρεία (α)

Εφαρμόσαμε πριμ κινδύνου για τη συγκεκριμένη Εταιρεία ίσο με 1.5% προκειμένου να ληφθούν υπ' όψιν τα ακόλουθα: α) αυξημένη εξάρτηση από ένα περιορισμένο αριθμό πελατών, β) επιπρόσθετοι φόροι στα αναψυκτικά (ειδικός φόρος ή αύξηση στον ΦΠΑ) ή αλλαγές στα καταναλωτικά πρότυπα που θα μπορούσαν να επηρεάσουν την κατανάλωση αναψυκτικών, γ) κίνδυνος από αντικατάσταση του λευκοσιδήρου με το αλουμίνιο ως πρώτη ύλη για την παραγωγή ● , λόγω νομοθετικών αλλαγών ή απαιτήσεων των πελατών (π.χ. ●) οδηγώντας σε σημαντικές κεφαλαιουχικές επενδύσεις.

Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων

Εφαρμόζοντας τους παραπάνω παράγοντες στο CAPM, το Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων εκτιμήθηκε σε 10.56%

Τοκοφόρες υποχρεώσεις προς Ίδια Κεφάλαια

Παρά το γεγονός ότι η κεφαλαιακή διάρθρωση της CROWN Hellas Can δεν περιλαμβάνει τοκοφόρες υποχρεώσεις, η συνήθης πρακτική αποτιμήσεων είναι η εκτίμηση του WACC να βασίζεται στη βέλτιστη/επιθυμητή κεφαλαιακή διάρθρωση. Ως επιθυμητή κεφαλαιακή διάρθρωση εκτιμήθηκε ότι θα μπορούσε να είναι αυτή της CROWN Holding Inc., η οποία για το δεύτερο εξάμηνο του 2010 εκτιμήθηκε σε περίπου 34% τοκοφόρες υποχρεώσεις και 66% ίδια κεφάλαια.

Κόστος δανεισμού

Το κόστος δανεισμού εκτιμήθηκε στη βάση του υποθετικού κόστους που η Εταιρεία θα αναλάμβανε εάν έπρεπε να αντλήσει δανειακά κεφάλαια για να χρηματοδοτήσει τις δραστηριότητες της σε Ελλάδα και Ισπανία. Το κόστος δανεισμού εκτιμάται σε 5.84% (προ φόρων) ως το άθροισμα του Euribor τριών μηνών κατά την 31 Δεκεμβρίου 2010, ενός πριμ (spread) 3% χρηματοδότησης εταιρειών βάσει πιστοληπτικής αξιολόγησης BB+, καθώς και του πριμ κινδύνου χώρας 1.83% για Ελλάδα και Ισπανία.

Φορολογικός συντελεστής

Στην ανάλυσή μας υιοθετήσαμε ενιαίο φορολογικό συντελεστή 21% για τις δραστηριότητες στην Ελλάδα και 31% για τις δραστηριότητες στην Ισπανία οι οποίοι συντελεστές σταθμίζονται βάσει του EBIT και καταλήγουν σε ένα ενιαίο συντελεστή 26%.

Συμπέρασμα

Λαμβάνοντας υπ' όψη τους παραπάνω συντελεστές, το **WACC** εκτιμήθηκε σε **8.5%** για την προβλεπόμενη περίοδο και έπειτα.

Μεθοδολογία DCF (συνέχεια)

Εκτίμηση του WACC



Μεθοδολογία DCF (συνέχεια)

Σύνοψη προβλέψεων – Ελεύθερες Ταμειακές Ροές

Σύμφωνα με τη Μεθοδολογία DCF, όλες οι μελλοντικές Ελεύθερες Ταμειακές Ροές εκτιμώνται και προεξοφλούνται προκειμένου να εκτιμηθεί η Αξία Επιχείρησης. Η Αξία Επιχείρησης αντιπροσωπεύει την ενιαία αξία της εταιρείας προς τους μετόχους και δανειστές της.

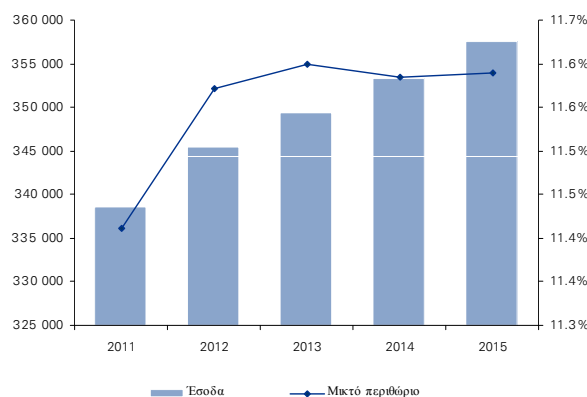
Οι Ελεύθερες Ταμειακές Ροές ("FCF") υπολογίζονται από το EBIT καθώς οι FCF δεν λαμβάνουν υπ' όψη τις καταβολές τόκων της Εταιρείας βάσει των τοκοφόρων υποχρεώσεων της. Βάσει του EBIT και αφαιρώντας τους υποθετικούς φόρους στο EBIT το μη μοχλευμένο καθαρό εισόδημα εκτιμάται, υποθέτοντας ότι η Εταιρεία δεν έχει δανειακές υποχρεώσεις και συνεπώς δεν απολαμβάνει τα σχετικά φορολογικά οφέλη από εκπιπτόμενους τόκους. Οι αποσβέσεις προστίθενται πίσω καθώς επίσης και άλλα μη ταμειακά έξοδα. Το τελικό στάδιο είναι η αφαίρεση των αναγκών για κεφάλαιο κίνησης καθώς και κεφαλαιουχικές επενδύσεις προκειμένου να εκτιμηθούν οι FCF.

Οι FCF που εφαρμόζονται στο μοντέλο DCF εκτιμώνται βάσει των προβλεπόμενων οικονομικών καταστάσεων για την περίοδο 2011-2015. Οι λεπτομερείς οικονομικές καταστάσεις που είναι βασισμένες σε προϋπολογισμούς της Διοίκησης παρουσιάζονται στο ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1. Σύνοψη των ενοποιημένων προβλεπόμενων οικονομικών μεγεθών παρουσιάζεται παρακάτω:

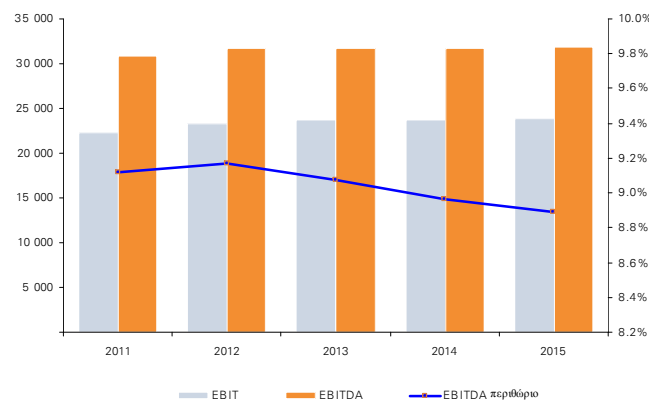
Βασικά οικονομικά μεγέθη σε ενοποιημένη βάση

Ποσά σε ΕΥΡΩ '000	2011	2012	2013	2014	2015
Έσοδα	338 545	345 402	349 309	353 316	357 528
Μικτό περιθώριο	11.4%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%
EBITDA	30 861	31 676	31 686	31 682	31 787
EBITDA περιθώριο	9.1%	9.2%	9.1%	9.0%	8.9%
EBIT	22 353	23 332	23 742	23 736	23 843

Έσοδα – Μικτό Περιθώριο



EBIT - EBITDA - EBITDA περιθώριο



Μεθοδολογία DCF (συνέχεια)

Σύνοψη προβλέψεων – Προσαρμοσμένο EBIT και Ελεύθερες Ταμειακές Ροές

Αφού αξιολογήθηκαν οι παραδοχές και παρουσιάστηκαν στην ενότητα «Έλεγχος λογικότητας παραδοχών», η KPMG θεώρησε ως κατάλληλη την προσαρμογή των οικονομικών καταστάσεων που παρασχέθηκαν από την CROWN Hellas Can. Οι προσαρμογές καταλήγουν σε ένα προσαρμοσμένο EBIT και Ελεύθερες Ταμειακές Ροές σε σχέση με αυτές που θα προέκυπταν βάσει των προβλέψεων που μας χορήγησε η CROWN Hellas Can. Οι προσαρμογές αυτές είναι οι ακόλουθες:

- Οι λογαριασμοί που σχηματίζουν το κεφάλαιο κίνησης εκτιμώνται βάσει του ονομαστικού ρυθμού αύξησης των αντίστοιχων λογαριασμών της κατάστασης αποτελεσμάτων (π.χ. η αύξηση στα έσοδα επηρεάζει τις εμπορικές απαιτήσεις)
- Ο φορολογικός συντελεστής υιοθετείται στο 20% για το σύνολο της προβλεπόμενης περιόδου αναφορικά με τις δραστηριότητες στην Ελλάδα. Η αλλαγή αυτή επιδρά άμεσα στο καθαρό έσοδο και τα συσσωρευμένα κέρδη. Επιπρόσθετα, οι τόκοι έσοδα και οι φόροι πληρωτέοι επηρεάζονται και επιδρούν στα τελικά μεγέθη μέσω μιας επαναληπτικής διαδικασίας (iteration).

Το προσαρμοσμένο EBIT και οι Ελεύθερες Ταμειακές Ροές εκτιμώνται όπως παρακάτω:

Μεθοδολογία Προεξόφλησης Ελεύθερων Ταμειακών Ροών					
Ποσά σε ΕΥΡΩ '000	2011	2012	2013	2014	2015
EBIT	22 353	23 332	23 742	23 738	23 842
Φόρος στο EBIT	(5 814)	(6 113)	(6 220)	(6 222)	(6 250)
Έκτακτη φορολογία	(1 320)	(1 330)	(1 400)	(1 380)	(1 420)
Μη μοχλευμένο καθαρό εισόδημα	15 220	15 888	16 122	16 136	16 173
Αποσβέσεις	8 508	8 344	7 944	7 944	7 944
Μεταβολή κεφαλαίου κίνησης	3 400	(2 296)	(328)	(328)	(349)
Λοιπές λειτουργικές ταμειακές ροές	(368)	(367)	(367)	(367)	(367)
Λειτουργικές ταμειακές ροές	26 759	21 569	23 371	23 385	23 401
Capex	(6 000)	(6 000)	(6 000)	(8 475)	(8 475)
Ελεύθερες ταμειακές ροές	20 759	15 569	17 371	14 910	14 926

Μεθοδολογία DCF (συνέχεια)

Υπολειμματική Αξία

Στο τέλος της προβλεπόμενης περιόδου, γίνεται η παραδοχή ότι τα καθαρά κέρδη όπως και οι ταμειακές ροές της CROWN Hellas Can θα συνεχίζουν στο διηνεκές.

Η πιο κοινή προσέγγιση για την εκτίμηση της Υπολειμματικής Αξίας είναι η εφαρμογή ενός μοντέλου σταθερής ανάπτυξης, λαμβάνοντας υπ' όψιν τα ακόλουθα:

Μια εξομαλυμένη ταμειακή ροή εκτιμάται για το έτος 2015 υποθέτοντας ότι:

- οι ετήσιες κεφαλαιουχικές επενδύσεις είναι ίσες με τις ετήσιες αποσβέσεις ώστε η Εταιρεία να είναι σε θέση να αντικαθιστά τα αποσβεσμένα πάγια της.
- το κεφάλαιο κίνησης αυξάνεται κατά το ρυθμό ανάπτυξης στο διηνεκές (1%)
- η Εταιρεία δε θα συνεχίσει να επιβαρύνεται με τον έκτακτο φόρο κερδοφόρων επιχειρήσεων που υιοθετείται για την περίοδο 2011-2015

Η Υπολειμματική Αξία υπολογίζεται βάσει του ακόλουθου τύπου:

Μελλοντική Υπολειμματική Αξία = $[FCF * (1 + g)] / (r - g)$, (g = ονομαστικός ρυθμός αύξησης της Τερματικής Ταμειακής Ροής και, FCF = Τερματική Ταμειακή Ροή, r = κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο).

Το τελευταίο στάδιο είναι η προεξόφληση της Μελλοντικής Τερματικής Αξίας κατά την Ημερομηνία Αποτίμησης όπως παρακάτω:

Παρούσα Αξία Υπολειμματικής Αξίας = Μελλοντική Αξία Υπολειμματικής Αξίας / $(1+r)^n$ (όπου r = προεξοφλητικό επιτόκιο, n = το τελευταίο έτος της προβλεπόμενης περιόδου).

Ο ακόλουθος πίνακας παραθέτει τον υπολογισμό της εξομαλυμένης ταμειακής ροής που χρησιμοποιήθηκε για τον υπολογισμό της Υπολειμματικής Αξίας.

Τερματική ταμειακή ροή (εξομαλυμένη)	
Ποσά σε ΕΥΡΩ '000	
EBIT 2015	23 842
Φόρος στο EBIT	(6 250)
Καθαρό λειτουργικό κέρδος μετά φόρων (NOPAT)	17 593
πλέον: αποσβέσεις	7 944
Μεταβολή κεφαλαίου κίνησης	(349)
Άλλες λειτουργικές ταμειακές ροές	(367)
Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες	24 821
μείον: Επενδύσεις	(7 944)
Ελεύθερες ταμειακές ροές	16 877

Μεθοδολογία DCF (συνέχεια)

Σύνοψη DCF

Οι προβλεπόμενες Ελεύθερες Ταμειακές Ροές καθώς και η Τερματική Αξία προεξοφλούνται κάνοντας χρήση του κατάλληλου προεξοφλητικού επιτοκίου (WACC). Προκειμένου να ληφθεί υπ' όψη η παραδοχή ότι οι ταμειακές ροές κατανέμονται ισομερώς κατά τη διάρκεια της χρήσης, εφαρμόσαμε ένα διορθωτικό συντελεστή (mid year correction factor). Αφού χρησιμοποιήθηκε το κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο, οι προεξοφλημένες ελεύθερες ταμειακές ροές και η Υπολειμματική Αξία, η Αξία Επιχείρησης εκτιμήθηκε σε **ΕΥΡΩ 228 164 χιλ.**

Η Αξία Επιχείρησης προσαρμόστηκε για την καθαρή χρηματοοικονομική της θέση (καθαρός δανεισμός) κατά την 31 Δεκεμβρίου 2010 (Διαθέσιμα ύψους ΕΥΡΩ 110 372 χιλ.) προκειμένου να εκτιμηθεί η αξία των μετοχών της. Στη συνέχεια, οι μετά φόρων υποχρεώσεις παροχών προσωπικού αφαιρέθηκαν, καθώς η παρούσα αξία της υποχρέωσης για αποζημιώσεις και λοιπά συνταξιοδοτικά οφέλη θεωρείται ισοδύναμο τοκοφόρας υποχρέωσης η οποία αφαιρείται από την Αξία Επιχείρησης. Για το λόγο ότι μελλοντικές καταβολές για το μη χρηματοδοτημένο μέρος της υποχρέωσης είναι εκπιπτόμενη δαπάνη για φορολογικούς σκοπούς, η παρούσα αξία των υποχρεώσεων αυτών θα πρέπει να λαμβάνεται υπ' όψιν μετά από φόρους.

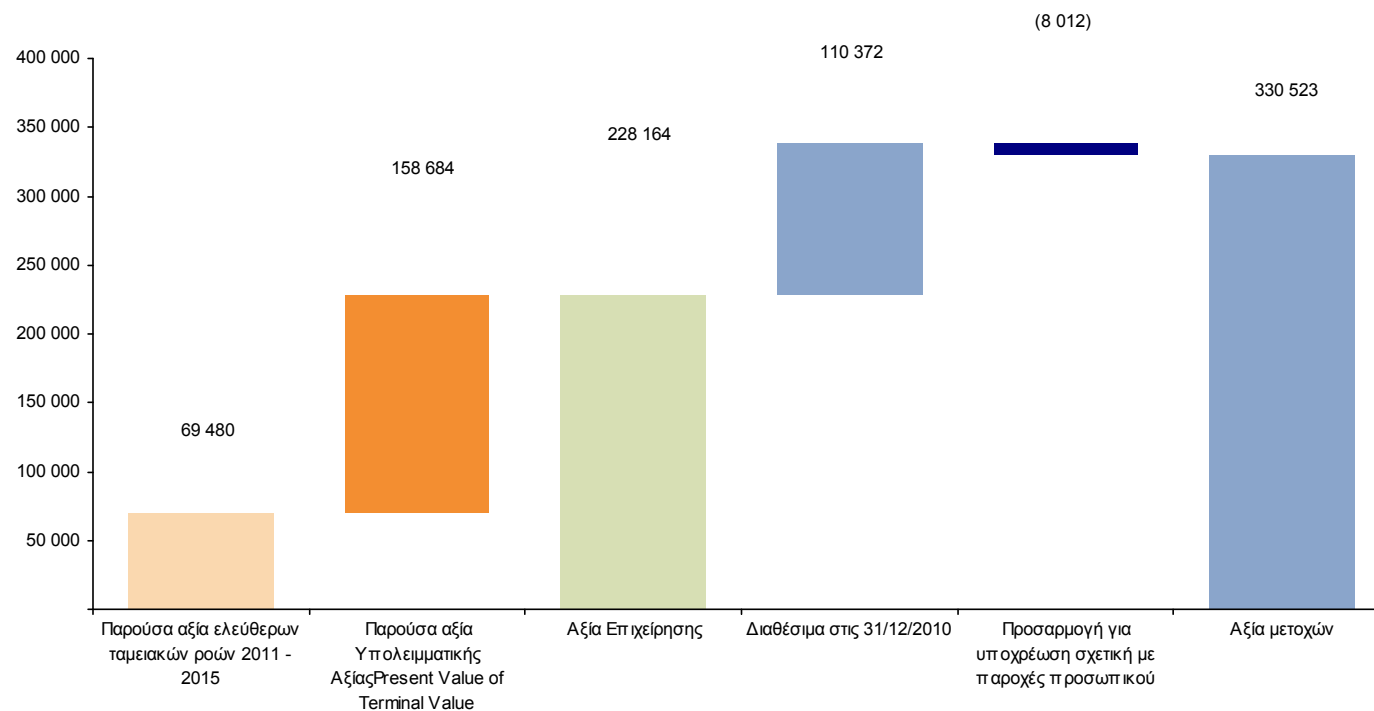
Μετά τις παραπάνω προσαρμογές, η Εύλογη Αγοραία Αξία των μετοχών της CROWN Hellas Can εκτιμάται σε **ΕΥΡΩ 330 523 χιλ.**, ή **ΕΥΡΩ 13.74 ανά μετοχή.**

Μεθοδολογία Προεξόφλησης Ελεύθερων Ταμειακών Ροών						Τερματική ροή
Ποσά σε ΕΥΡΩ '000	2011	2012	2013	2014	2015	
Ελεύθερες ταμειακές ροές	20 759	15 569	17 371	14 910	14 926	16 877
Υπολειμματική αξία:						228 644
WACC	8.5%					
Περίοδος	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	
Συντελεστής προεξόφλησης	0.96	0.89	0.82	0.75	0.69	0.69
Προεξοφλημένες FCF (2011 - 2015)	19 934	13 784	14 181	11 223	10 359	
Παρούσα αξία FCF (2011-2015)	69 480					
Ρυθμός ανάπτυξης στο διηνεκές	1.0%					
Προεξοφλημένη υπολειμματική αξία	158 684					
Αξία Επιχείρησης	228 164					
πλέον: Διαθέσιμα 31/12/2010	110 372					
μείον: Προσαρμογή για υποχρέωση σχετική με παροχές προσωπικού	(8 012)					
Αξία Ιδίων Κεφαλαίων	330 523					
Αξία ανά μετοχή	13.74					

Μεθοδολογία DCF (συνέχεια)

Γραφική απεικόνιση της Μεθοδολογίας DCF για την CROWN Hellas Can

Ποσά σε ΕΥΡΩ '000



Μεθοδολογία DCF (συνέχεια)

Ανάλυση ευαισθησίας

Για τη διενέργεια ανάλυσης ευαισθησίας υποθέτουμε ότι ο ρυθμός ανάπτυξης στο διηνεκές θα κυμαίνεται μεταξύ 0.5% και 1.5% ενώ το WACC θα κυμαίνεται μεταξύ 7.96% και 8.96%. Τα ευρήματα μας σύμφωνα με τη Μεθοδολογία DCF και αφού διενεργήσαμε ανάλυση ευαισθησίας ως προς το ρυθμό ανάπτυξης στο διηνεκές (g) και το WACC συνοψίζονται στον παρακάτω πίνακα:

Ανάλυση ευαισθησίας				
Ποσά σε ΕΥΡΩ '000				
WACC		8.96%	8.46%	7.96%
Ρυθμός ανάπτυξης στο διηνεκές	0.50%	307 517	319 814	333 763
	1.00%	316 809	330 523	346 212
	1.50%	327 348	342 773	360 590

Ανάλυση ευαισθησίας				
Αξία ανά μετοχή				
WACC		8.96%	8.46%	7.96%
Ρυθμός ανάπτυξης στο διηνεκές	0.50%	12.78	13.29	13.87
	1.00%	13.17	13.74	14.39
	1.50%	13.60	14.25	14.99

Σύμφωνα με την ανάλυση ευαισθησίας η αξία των μετοχών της Εταιρείας κυμαίνεται από **ΕΥΡΩ 307 517 χιλ.** έως **ΕΥΡΩ 360 590 χιλ.** ή από **ΕΥΡΩ 12.78** έως **ΕΥΡΩ 14.99** ανά μετοχή.

Μεθοδολογία DDM

DDM σύνοψη

Η εκτίμηση των μερισμάτων που θα διανεμηθούν βάσει των προβλεπόμενων οικονομικών καταστάσεων αποτελούν τη βάση του Μοντέλου Προεξόφλησης Μερισμάτων. Ιστορικά, η CROWN Hellas Can διανέμει ΕΥΡΩ 0.13 ανά μετοχή. Ωστόσο, η υφιστάμενη μερισματική πολιτική έχει οδηγήσει στη συσσώρευση υπερβαλλόντων ταμειακών διαθεσίμων (ΕΥΡΩ 110 372 χιλ. σε ενοποιημένο επίπεδο). Η συσσώρευση αυτή παρέχει ενδείξεις ότι η υφιστάμενη μερισματική πολιτική δεν είναι η βέλτιστη για τον μέσο επενδυτή που προτιμάει να λαμβάνει μερίσματα από την κεφαλαιακή υπεραξία. Για το λόγο αυτό, προκειμένου να εφαρμόσουμε το DDM, ένα θεωρητικό ποσοστό των κερδών ως διανεμόμενα μερίσματα ("Payout Ratio") χρειάστηκε να εκτιμηθεί.

Η συνήθης πρακτική στη διενέργεια αποτιμήσεων είναι ότι το Payout Ratio εξαρτάται από τον επιδιωκόμενο ρυθμό ανάπτυξης (g) και τον Βαθμό Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων (ROE).

Πιο συγκεκριμένα,

$g = ROE * (1 - \text{Payout Ratio})$ το οποίο συνεπάγεται ότι $\text{Payout Ratio} = 1 - g/ROE$

Στην πράξη, η μερισματική πολιτική είναι απόφαση της διοίκησης και μια περισσότερο πολύπλοκη απόφαση από τον παραπάνω τύπο. Η σταθερότητα των κερδών, οι πιθανές ενδείξεις προς τους επενδυτές αναφορικά με τις αναπτυξιακές προοπτικές της εταιρείας, η πιστότητα σε ένα σταθερό Payout Ratio καθώς και οι εναλλακτικές χρήσεις των διαθεσίμων όπως η αποπληρωμή των δανείων, έχουν σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση του Payout Ratio.

Αναφορικά με την Αποτίμηση της CROWN Hellas Can, ένα θεωρητικό μέρισμα για κάθε έτος εκτιμάται, λαμβάνοντας υπ' όψη τους ακόλουθους περιορισμούς:

- Τα ετήσια μερίσματα δεν πρέπει να υπερβαίνουν τα ετήσια καθαρά κέρδη
- Τα ετήσια μερίσματα δεν πρέπει να υπερβαίνουν τις λειτουργικές ταμειακές ροές μειωμένες κατά τις κεφαλαιουχικές επενδύσεις
- Ο εκτιμώμενος ρυθμός ανάπτυξης (g) με δεδομένη τη μερισματική πολιτική και το ρυθμό ανάπτυξης στο διηνεκές δε θα πρέπει να είναι χαμηλότερος του ρυθμού ανάπτυξης του ρυθμού των πωλήσεων που περιγράφεται στις οικονομικές καταστάσεις.

Επιπρόσθετα, ένα εναλλακτικό σενάριο υιοθετείται όπου τα μερίσματα υπολογίζονται ως 75% των καθαρών κερδών καθώς είναι εξαιρετικά σπάνιο για μια εταιρεία στον κλάδο της συσκευασίας να διανέμει συστηματικά περισσότερο από 75% των καθαρών κερδών της. Επισημαίνεται ότι οι Ball Corporation και National Can Industries έχουν ένα αντίστοιχο Payout Ratio.

Τα αποτελέσματα των δύο σεναρίων σταθμίζονται ισοβαρώς έτσι ώστε να προκύψει μια μοναδική εκτίμηση της Εύλογης Αγοραίας Αξίας των μετοχών της Εταιρείας βάσει του DDM.

Μεθοδολογία DDM (συνέχεια)

DDM σύνοψη (συνέχεια)

Η εκτίμηση των υποθετικών/τεκμαρτών μερισμάτων παρουσιάζεται παρακάτω:

Μοντέλο Προεξόφλησης Μερισμάτων					
Ποσά σε ΕΥΡΩ '000	2011	2012	2013	2014	2015
Καθαρά κέρδη (A)	14 658	15 427	15 823	15 916	16 012
Ταμεικές ροές λειτουργ. δραστ. μείον capex (B)	19 611	16 787	16 814	14 360	14 391
Προσαρμοσμένα Ίδια Κεφάλαια αρχής	89 222	90 810	92 650	93 698	94 773
ROE	16%	17%	17%	17%	17%
Ρυθμός αύξησης (g)	1.8%	2.0%	1.1%	1.1%	1.2%
Payout ratio	89%	88%	93%	93%	93%
Τεκμαρτά μερίσματα (C)	13 070	13 587	14 775	14 841	14 883
Προσαρμοσμένα Ίδια Κεφάλαια τέλους	90 810	92 650	93 698	94 773	95 902
Μερίσματα (ελάχιστο των Α,Β,С)	13 070	13 587	14 775	14 360	14 391

- Τα καθαρά κέρδη εκτιμώνται βάσει των ενοποιημένων καθαρών κερδών αφαιρώντας τα μετά φόρων χρηματοοικονομικά κέρδη επειδή τα διαθέσιμα της 31 Δεκεμβρίου 2010 προστίθενται πίσω στην αξία που προκύπτει από το DDM, ενώ γίνεται η παραδοχή ότι τα ετήσια πλεονάσματα διανέμονται ή υιοθετείται ότι επανεπενδύονται.
- Η αξία των Ιδίων Κεφαλαίων για την αρχή του 2011 εκτιμάται ως η αξία των Ιδίων Κεφαλαίων κατά την 31 Δεκεμβρίου 2010 (ΕΥΡΩ 199 594 χιλ.) μειωμένο κατά τα ταμειακά διαθέσιμα κατά την 31 Δεκεμβρίου 2010 (ΕΥΡΩ 110 372 χιλ.) τα οποία διανέμονται ως ειδικό μέρισμα και προστίθενται πίσω στην αξία που προκύπτει από το DDM.
- Το ROE εκτιμάται βάσει της αξίας των Ιδίων Κεφαλαίων στη αρχή κάθε χρήσης
- Η αξία των Ιδίων Κεφαλαίων στο τέλος κάθε χρήσης προκύπτει από τη σχέση «Ίδια Κεφάλαια αρχής» + «Καθαρά Κέρδη» - «Μερίσματα»
- Τα τεκμαρτά μερίσματα εκτιμώνται βάσει του τύπου: $Payout\ Ratio = 1 - g / ROE$, όπου g=βάσει επιχειρηματικού σχεδίου και 1% στο διηνεκές
- Υιοθετείται η παραδοχή ότι δε θα υπάρχουν επιπρόσθετοι φόροι για τη διανομή των μερισμάτων από την CROWN Bevcap Espana S.L. προς την CROWN Hellas Can.

Τα ετήσια μερίσματα εκτιμώνται ως το μικρότερο ποσό των Καθαρών Κερδών, των Ροών από Λειτουργικές Δραστηριότητες μειωμένες κατά τις κεφαλαιουχικές επενδύσεις καθώς και τα τεκμαρτά μερίσματα.

Μεθοδολογία DDM (συνέχεια)

DDM σύνοψη (συνέχεια)

Τα εκτιμώμενα μερίσματα για την περίοδο 2011-2015 προεξοφλούνται χρησιμοποιώντας το Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων. Προκειμένου να λάβουμε υπ' όψη την παραδοχή ότι τα μερίσματα διανέμονται ομαλοποιημένα στο μέσο κάθε περιόδου, προσαρμόσαμε την περίοδο προεξόφλησης και τον συντελεστή προεξόφλησης αντίστοιχα (mid year correction factor). Μετά την προβλεπόμενη περίοδο, η Υπολειμματική Αξία εκτιμάται βάσει του Gordon Growth Model το οποίο υποθέτει ότι τα μερίσματα θα αυξάνονται με ένα σταθερό ρυθμό (1%) στο διηνεκές.

Ο τύπος για την εκτίμηση της Υπολειμματικής Αξίας είναι: $TV = D_n * (1+g) / (r-g)$ όπου n = η τελευταία περίοδος προβλέψεων.

Το μερίσμα του 2015 έχει προσαρμοσθεί για τον υπολογισμό της Υπολειμματικής Αξίας κατά EUR 1.0 εκ. υποθέτοντας ότι ο έκτακτος φόρος για τις κερδοφόρες εταιρείες δε θα είναι σε ισχύ μετά το 2015.

Ένα επιπρόσθετο στοιχείο της Αξίας των Ιδίων Κεφαλαίων που προστίθεται στην αξία που προκύπτει από το DDM είναι τα διαθέσιμα ύψους ΕΥΡΩ 11 372 χιλ. κατά την 31 Δεκεμβρίου 2010. Η υπόθεση για την προσαύξηση της αξίας με τα διαθέσιμα είναι ότι δεδομένης της επάρκειας των μελλοντικών ροών να υποστηρίξουν την ανάπτυξη της Εταιρείας και τη διανομή μερισμάτων, τα διαθέσιμα θα μπορούσαν (ή θα έπρεπε ήδη) να διανεμηθούν στους μετόχους ως ειδικό μερίσμα.

Η προεξόφληση των μελλοντικών μερισμάτων καθώς επίσης και ο υπολογισμός της Υπολειμματικής Αξίας παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα:

Μοντέλο Προεξόφλησης Μερισμάτων					
Ποσά σε ΕΥΡΩ '000	2011	2012	2013	2014	2015
Μερίσματα (ελάχιστο των Α,Β,Γ)	13 070	13 587	14 775	14 360	14 391
Αριθμός μετοχών	24 062 500	24 062 500	24 062 500	24 062 500	24 062 500
Μέρισμα ανά μετοχή	0.54	0.56	0.61	0.60	0.60
Περίοδος	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5
Συντελεστής προεξόφλησης	0.95	0.86	0.78	0.70	0.64
Προεξοφλημένα μερίσματα	12 430	11 688	11 496	10 105	9 160
Κόστος ιδίων κεφαλαίων	10.6%				
Ρυθμός ανάπτυξης στο διηνεκές	1.0%				
Υπολειμματική αξία βάσει "Gordon Growth Model"	162 610				
Προεξοφλημένη υπολειμματική αξία	103 504				
Προεξοφλημένα μερίσματα 2011-2015	54 880				
Διαθέσιμα 31/12/2010	110 372				
Αξία Ιδίων Κεφαλαίων	268 756				
Αξία ανά μετοχή	11.17				

Βάσει του πρώτου σεναρίου όπου τα μερίσματα εκτιμώνται ως το ελάχιστο των καθαρών κερδών, των ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες μειωμένες κατά τις κεφαλαιουχικές επενδύσεις και των τεκμαρτών μερισμάτων, η εκτιμώμενη αξία των μετοχών της CROWN Hellas Can ανέρχεται σε **ΕΥΡΩ 268 756 χιλ. ή ΕΥΡΩ 11.17 ανά μετοχή.**

Μεθοδολογία DDM (συνέχεια)

DDM σύνοψη (συνέχεια)

Βάσει του δεύτερου σεναρίου όπου το ποσοστό των κερδών που διανέμεται υιοθετείται σε 75%, η εκτιμώμενη αξία των μετοχών της CROWN Hellas Can ανέρχεται σε **ΕΥΡΩ 243 543** χιλ. ή **ΕΥΡΩ 10.12** ανά μετοχή.

Μοντέλο Προεξόφλησης Μερισμάτων					
Ποσά σε ΕΥΡΩ '000	2011	2012	2013	2014	2015
Μερίσματα (ελάχιστο των Α,Β,Γ)	10 994	11 570	11 867	11 937	12 009
Αριθμός μετοχών	24 062 500	24 062 500	24 062 500	24 062 500	24 062 500
Μέρισμα ανά μετοχή	0.46	0.48	0.49	0.50	0.50
Περίοδος	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5
Συντελεστής προεξόφλησης	0.95	0.86	0.78	0.70	0.64
Προεξοφλημένα μερίσματα	10 456	9 953	9 233	8 400	7 644
Κόστος ιδίων κεφαλαίων	10.6%				
Ρυθμός ανάπτυξης στο διηνεκές	1.0%				
Υπολειμματική αξία βάσει "Gordon Growth Model"	137 443				
Προεξοφλημένη υπολειμματική αξία	87 485				
Προεξοφλημένα μερίσματα 2011-2015	45 686				
Διαθέσιμα 31/12/2010	110 372				
Αξία Ιδίων Κεφαλαίων	243 543				
Αξία ανά μετοχή	10.12				

Μετά από την **ισοβαρή στάθμιση των δύο σεναρίων**, η εκτιμώμενη αξία των μετοχών της CROWN Hellas Can ανέρχεται σε **ΕΥΡΩ 256 149** χιλ. ή **ΕΥΡΩ 10.65** ανά μετοχή.

Πριμ ελέγχου & έκπτωση μειοψηφικού ποσοστού

Εισαγωγή

Η αξία του ελέγχου όπως αυτή αποτυπώνεται στα πριμ ελέγχου ή αντίστοιχα στις εκπτώσεις για μειοψηφικά ποσοστά που εφαρμόζονται στις αποτιμήσεις εταιρειών αποτελεί μια σημαντική παράμετρο δεδομένου ότι η αξιοπιστία της αποτίμησης αποτελεί προαπαιτούμενο για τις γνωμοδοτήσεις περί της εύλογης αγοραίας αξίας σε αντιδικίες μεταξύ μετόχων. Η κοινή πρακτική να χρησιμοποιείται ένα πριμ ελέγχου (ή έκπτωση μειοψηφίας) θα πρέπει να εξετάζεται βάσει των χαρακτηριστικών κάθε συναλλαγής.

Ο όρος «πριμ ελέγχου» χρησιμοποιείται συνήθως για να περιγράψει δύο διαφορετικές και μη συνδεδεμένες έννοιες: α) τη διαφορετική αξία μεταξύ ενός ποσοστού που προσδίδει έλεγχο και ενός ποσοστού μειοψηφίας και β) το πριμ εξαγοράς που πληρώνεται σε μια συναλλαγή που αποκτάται έλεγχος και που δεν συνδέεται με τη σχετική αξία ενός ποσοστού πλειοψηφίας και ενός ποσοστού μειοψηφίας.

- α) Σύμφωνα με τον πρώτο ορισμό, το πριμ ελέγχου αντιπροσωπεύει την επιπρόσθετη αξία που εμπεριέχεται σε ένα ποσοστό πλειοψηφίας δεδομένης της δυνατότητας των μετόχων πλειοψηφίας να επωφεληθούν από την διοίκηση της εταιρείας με τον βέλτιστο τρόπο δημιουργίας αξίας για τους μετόχους. Η αυξημένη ικανότητα άσκησης της διοίκησης θεωρητικά περιλαμβάνει τη δυνατότητα των πλειοψηφούντων μετόχων να: αποφασίζουν το ύψος των αμοιβών για το υπαλληλικό και διοικητικό προσωπικό, να αποφασίζουν για τις συνεργασίες και τις στρατηγικές επιλογές, να αποφασίζουν για τη διανομή και το ύψος του μερίσματος, να αποφασίζουν για εξαγορές ή αποεπενδύσεις, να αποφασίζουν για αγορές ή πωλήσεις παγίων, να αποφασίζουν για κεφαλαιουχικές επενδύσεις, να μεταβάλουν την κεφαλαιακή δομή της εταιρείας, να τροποποιούν το καταστατικό, να μεταβιβάζουν ένα ποσοστό πλειοψηφίας με ή χωρίς τη συμμετοχή των μετόχων μειοψηφίας, να επιλέγουν τα στελέχη και τους εργαζόμενους, να προσδιορίζουν την πολιτική και τη στρατηγική της εταιρείας ή να εμποδίσουν οποιοδήποτε από τα παραπάνω. Το πριμ αυτό ορίζεται ως «Πριμ Ελέγχου» ή «Έκπτωση μειοψηφίας», από την οπτική γωνία ενός μετόχου πλειοψηφίας ή μειοψηφίας αντίστοιχα.
- β) Σύμφωνα με τον δεύτερο ορισμό, το πριμ ελέγχου αντιπροσωπεύει το ποσό που απαιτείται να καταβληθεί στους μετόχους μειοψηφίας ώστε να τους παρακινήσει στο να πουλήσουν το ποσοστό τους στην εταιρεία. Το πριμ αυτό ορίζεται ως «Πριμ Εξαγοράς».

Η KPMG κλήθηκε να εκφράσει γνώμη για την Εύλογη Αγοραία Αξία των μετοχών της CROWN Hellas Can με Ημερομηνία Αποτίμησης 31 Δεκεμβρίου 2010. Σύμφωνα με τα ΔΠΧΠ, ως Εύλογη Αγοραία Αξία ορίζεται «το ποσό που μπορεί να ληφθεί από την πώληση ενός περιουσιακού στοιχείου ή μιας μονάδας δημιουργίας ταμιακών ροών, σε μια συναλλαγή σε καθαρά εμπορική βάση, μεταξύ δύο μερών που ενεργούν με τη θέλησή τους και με πλήρη γνώση των συνθηκών της αγοράς». Σύμφωνα με τον ορισμό αυτό, δεν μπορεί να υποστηριχθεί ότι ένας υποθετικός αγοραστής θα ήταν διατεθειμένος να καταβάλει ένα Πριμ Εξαγοράς για να αποκτήσει τον έλεγχο μιας εταιρείας. Πολύ περισσότερο, η εκτίμηση της εύλογης αγοραίας αξίας θα πρέπει να αντανakλά τις προσδοκίες των συμμετεχόντων στην αγορά ενώ δε θα πρέπει να περιλαμβάνει την οπτική συγκεκριμένων μερών που διαφέρουν από τις προσδοκίες της αγοράς. Δεν αποκλείεται ότι ένα Πριμ Εξαγοράς μπορεί να περιληφθεί σε μια προτεινόμενη τιμή πλέον της Εύλογης Αγοραίας Αξίας, ωστόσο, η εκτίμηση του Πριμ Εξαγοράς δεν εμπίπτει στο σκοπό εκτίμησης της Εύλογης Αγοραίας Αξίας.

Αναφορικά με το Πριμ Ελέγχου ή την Έκπτωση Μειοψηφίας, κάθε μεθοδολογία αποτίμησης εξετάσθηκε για πιθανές προσαρμογές. Αυτές οι προσαρμογές συνοψίζονται στην επόμενη σελίδα.

Πριμ ελέγχου & έκπτωση μειοψηφικού ποσοστού (συνέχεια)

Σύνοψη προσαρμογών σχετικά με τη χρήση πριμ ελέγχου ή έκπτωσης μειοψηφίας για κάθε μεθοδολογία

Μετά την εξέταση των χαρακτηριστικών της προτεινόμενης συγχώνευσης δια εξαγοράς (Cash out Merger) καθώς και των πιθανών επιπτώσεων, η KPMG δεν εφάρμοσε πριμ ελέγχου ή έκπτωση μειοψηφίας για να προσαρμόσει τα αποτελέσματα της Αποτίμησης από κάθε μεθοδολογία, εκτός από τη Μεθοδολογία των Συγκρίσιμων Συναλλαγών σχετικά με ορισμένες συναλλαγές που κατέληξαν στην απόκτηση ελέγχου από την εξαγοράζουσα εταιρεία.

Η Αποτίμηση της CROWN Hellas Can διενεργήθηκε εφαρμόζοντας τις ακόλουθες μεθοδολογίες:

- Προεξόφληση των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών-DCF (καμία προσαρμογή για Πριμ Ελέγχου ή Έκπτωση Μειοψηφίας)
- Δείκτες Συγκρίσιμων Εταιρειών-CoCos (καμία προσαρμογή για Πριμ Ελέγχου ή Έκπτωση Μειοψηφίας)
- Δείκτες Συγκρίσιμων Συναλλαγών-CoTrans (η εκτιμώμενη αξία έχει προσαρμοσθεί χαμηλότερα κατά 5% έτσι ώστε εξομαλυνθεί το Πριμ Ελέγχου που τεκμαίρεται ότι εμπεριέχεται σε ορισμένες Συγκρίσιμες Συναλλαγές)
- Μοντέλο Προεξόφλησης Μερισμάτων-DDM (καμία προσαρμογή για Πριμ Ελέγχου ή Έκπτωση Μειοψηφίας)

Η αναλυτική τεκμηρίωση για τη μη εφαρμογή Πριμ Ελέγχου ή Έκπτωσης Μειοψηφίας παρατίθεται στις επόμενες σελίδες.

Πριμ ελέγχου & έκπτωση μειοψηφικού ποσοστού (συνέχεια)

Εξέταση της Μεθοδολογίας DCF για πιθανές προσαρμογές για Πριμ Ελέγχου ή Έκπτωση Μειοψηφίας

Αναφορικά με τη Μεθοδολογία DCF, η Εύλογη Αγοραία Αξία εκτιμάται ως η παρούσα αξία όχι μόνο των ταμειακών ροών από τα υφιστάμενα πάγια, αλλά και από τις νέες επενδύσεις που πρόκειται να γίνουν από τα παρακρατηθέντα κέρδη («παρούσα αξία από τις ευκαιρίες ανάπτυξης»). Αυτός ο διαχωρισμός της αξίας κατά DCF προσφέρει τη θεωρητική βάση για τις περιπτώσεις όπου ο μέτοχος πλειοψηφίας οδηγεί αναγκαστικά σε έξοδο τους μετόχους μειοψηφίας (squeeze out), και όπου υπάρχει σημαντική πιθανότητα για τον μέτοχο πλειοψηφίας να επωφεληθεί από σημαντικές ευκαιρίες επανεπένδυσης των παραγόμενων ροών. Από αυτή την οπτική γωνία, οι ευκαιρίες αυτές θα πρέπει να συμπεριλαμβάνονται στην Εύλογη Αγοραία Αξία, στο βαθμό που αυτές είναι γνωστές στον μέτοχο πλειοψηφίας, ανεξάρτητα εάν είναι γνωστές σε οποιοδήποτε άλλο μέρος κατά την αποτίμηση. Στο πλαίσιο αυτό, εάν οι μέτοχοι μειοψηφίας δεν ήταν αναγκασμένοι να εκχωρήσουν τις μετοχές τους, θα μπορούσαν να συνεχίσουν να κρατούν τις μετοχές στο μέλλον. Αυτό που στερούνται σε μία υποχρεωτική έξοδο είναι συνεπώς τόσο η αξία των ταμειακών ροών από τα υφιστάμενα πάγια, όσο και οι ταμειακές ροές από τις νέες επενδύσεις. Οι μέτοχοι μειοψηφίας δεν αδικούνται, στο βαθμό που λαμβάνουν την αξία που αναλογεί στα δύο αυτά συστατικά της Εύλογης Αγοραίας Αξίας. Αναφορικά με την Αποτίμηση της CROWN Hellas Can, δεν υπήρχε ένδειξη έως και την Ημερομηνία Αποτίμησης ότι οι μέτοχοι μειοψηφίας αποξενώνονται από σημαντικές προοπτικές ανάπτυξης, άλλες από αυτές που περιέχονται στο επιχειρηματικό σχέδιο της Εταιρείας και το μοντέλο DCF. Επιπρόσθετα, η υφιστάμενη παρουσία ενός μετόχου πλειοψηφίας ίδιου με τον προτείνοντα την εξαγορά των μετοχών μειοψηφίας, συνεπάγεται ότι η υπό εξέταση συναλλαγή δεν καταλήγει σε αλλαγή ελέγχου. Συνεπώς, το μεγαλύτερο μέρος της αξίας λόγω ελέγχου και βέλτιστης αξιοποίησης των παγίων της Εταιρείας είναι ήδη ενσωματωμένο στην αξία της Εταιρείας πριν από τη συναλλαγή και απεικονίζεται στις προβλεπόμενες ταμειακές ροές της.

Συνεπώς, η εκτίμηση της Εύλογης Αγοραίας Αξίας χρησιμοποιώντας την Μεθοδολογία DCF δεν προσαρμόσθηκε για Έκπτωση Μειοψηφίας (ή Πριμ Κινδύνου).

Εξέταση της Μεθοδολογίας CoCos για πιθανές προσαρμογές για Πριμ Ελέγχου ή Έκπτωσης Μειοψηφίας

Η Μεθοδολογία CoCos βασίζεται στην εφαρμογή πολλαπλασίων αποτίμησης που παρατηρούνται σε συγκρίσιμες εισηγμένες εταιρείες στα θεμελιώδη μεγέθη της υπό αποτίμηση εταιρείας. Δεδομένου ότι οι συναλλαγές που διαμορφώνουν τις τιμές αφορούν ποσοστά μειοψηφίας, είθισται τα αποτελέσματα της Μεθοδολογίας CoCos να τεκμαίρεται ότι αναφέρονται σε μειοψηφική βάση.

Ωστόσο, η KPMG δεν εφάρμοσε Πριμ Ελέγχου στα πολλαπλάσια που προέκυψαν από τις συγκρίσιμες εταιρείες για το λόγο ότι σε μια εισηγμένη εταιρεία τεκμαίρεται ότι ο έλεγχος βρίσκεται στα χέρια της διοίκησης, και συμπεριλαμβάνει μετόχους πλειοψηφίας ή μη. Όλα τα μέλη του συμβουλίου είναι εντεταλμένοι να υπηρετούν τα συμφέροντα των μετόχων και της εταιρείας, και αποτελεί παράβαση της σχετικής υποχρέωσης η εξυπηρέτηση των συμφερόντων μιας συγκεκριμένης ομάδας μετόχων. Υποθέτοντας ότι οι χρηματιστηριακές αγορές είναι αποτελεσματικές, οι τιμές των μετοχών ενσωματώνουν την αποδοτικότητα της διοίκησης μιας εταιρείας να εξυπηρετεί τα συμφέροντα των μετόχων της, η οποία αποδοτικότητα δε σχετίζεται με τη διάκριση σε μετόχους πλειοψηφίας και μειοψηφίας. Τυχόν διαφορές ωστόσο στην κατανομή της Αξίας Επιχείρησης μεταξύ μετόχων πλειοψηφίας και μειοψηφίας δικαιολογούνται στην περίπτωση που ο μέτοχος πλειοψηφίας μπορεί να επωφεληθεί σε βάρος των μετόχων μειοψηφίας. Συμπερασματικά, επειδή τεκμαίρεται ότι η Διοίκηση της CROWN Hellas Can δεν παραβαίνει την υποχρέωσή της να εξυπηρετεί τα συμφέροντα όλων των μετόχων της, δεν εφαρμόσθηκε Πριμ Ελέγχου ή Έκπτωση Μειοψηφίας.

Πριμ ελέγχου & έκπτωση μειοψηφικού ποσοστού (συνέχεια)

Εξέταση της Μεθοδολογίας CoTrans για πιθανές προσαρμογές για Πριμ Ελέγχου ή Έκπτωσης Μειοψηφίας

Κατά την εκτίμηση της αξίας ενός ποσοστού πλειοψηφίας για την αποτίμηση μετοχών με τη μεθοδολογία CoTrans, πριμ ελέγχου βάσει παρατηρούμενων πριμ εξαγορών συχνά προστίθεται στην αξία που προκύπτει εξετάζοντας συναλλαγές που αφορούν ποσοστά μειοψηφίας. Αντίστοιχα, εφαρμόζεται έκπτωση μειοψηφίας όταν η αξία ενός ποσοστού μειοψηφίας προκύπτει από συγκρίσεις συναλλαγών που αφορούν πλειοψηφικά ποσοστά. Αυτά τα πριμ και εκπτώσεις εφαρμόζονται προκειμένου να συμπεριλάβουν τη διαφορά στην αξία ενός ποσοστού εταιρείας στην περίπτωση που είναι πλειοψηφικό ή μειοψηφικό. Ωστόσο, σημαντικά πριμ ελέγχου ή εκπτώσεις μειοψηφίας χρησιμοποιούνται συχνά για να δικαιολογήσουν αποτιμήσεις μετοχών με αποτέλεσμα να καταλήγουν σε συναλλαγές που έχουν τιμολογηθεί λανθασμένα.

Η αξία για απόκτηση ελέγχου που συνδέεται με εξαγορές συνήθως αντανάκλα την προσδοκία ότι συγκεκριμένες αλλαγές που θα επιφέρουν οι αγοραστές θα αυξήσουν την αξία της εταιρείας. Δεδομένου ότι η πιθανοί αγοραστές θα είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν ένα πριμ ελέγχου στις περιπτώσεις που αναμένουν αύξηση της αξίας της επιχείρησης, τα πριμ εξαγοράς που παρατηρούνται σε περίπτωση αλλαγής ελέγχου είναι το αποτέλεσμα ειδικών συνθηκών σε κάθε συναλλαγή και δεν μπορεί να γενικευθεί ως μία αξία ελέγχου, γενικώς εφαρμόσιμη σε κάθε συναλλαγή.

Αναφορικά με τη συγχώνευση με εξαγορά που επιδιώκει η Lomond, δεν υπήρχε ένδειξη κατά την Ημερομηνία Αποτίμηση ότι η απόκτηση ενός ποσοστού μειοψηφίας θα αυξήσει την αξία της CROWN Hellas Can εξαιτίας συνεργιών ή άλλων παραγόντων (με την εξαίρεση της αποφυγής του κόστους παραμονής στο χρηματιστήριο). Συνεπώς, η πριμοδότηση με ένα Πριμ Ελέγχου κρίθηκε ως μη δόκιμη. Ωστόσο, δεδομένου ότι οι περισσότερες από τις συγκρίσιμες συναλλαγές κατέληξαν σε αλλαγή ελέγχου, τεκμαίρεται ότι τα εκτιμώμενα πολλαπλάσια των συναλλαγών αυτών περιέχουν Πριμ Ελέγχου για πιθανές συνέργειες και Πριμ Εξαγοράς για να ενθαρρύνουν τη συναίνεση των μετόχων μειοψηφίας. Για το λόγο αυτό, στην εκτιμώμενη αξία της CROWN Hellas Can έχει εφαρμοσθεί έκπτωση 5% προκειμένου να εξομαλυνθεί η επίπτωση του Πριμ Ελέγχου που τεκμαίρεται για τις συναλλαγές αυτές. Δεδομένου ότι η ακαδημαϊκή έρευνα καταλήγει σε αντικρουόμενες απόψεις για το εύλογο του Πριμ Ελέγχου, εφαρμόσθηκε ποσοστό ίσο με 5% ως εύλογη εκτίμηση για τους σκοπούς της Αποτίμησης.

Εξέταση της Μεθοδολογίας DDM για πιθανές προσαρμογές για Πριμ Ελέγχου ή Έκπτωσης Μειοψηφίας

Στη Μεθοδολογία Προεξόφλησης Μερισμάτων, η οπτική είναι αυτή ενός μετόχου μειοψηφίας χωρίς δυνατότητα επηρεασμού της μερισματικής πολιτικής. Στην περίπτωση που η μερισματική πολιτική της CROWN Hellas Can κρίνεται ως μη ευνοϊκή για τους μετόχους μειοψηφίας, η εκτιμώμενη αξία με το DDM θα έπρεπε να προσαυξηθεί χρησιμοποιώντας ένα Πριμ Ελέγχου. Ωστόσο, το DDM εφαρμόσθηκε χρησιμοποιώντας το μέγιστο ποσοστό διανεμόμενων κερδών βασισμένο στις ταμειακές ροές της Εταιρείας, τις ευκαιρίες επανεπένδυσης καθώς επίσης λαμβάνοντας υπ' όψιν και την υψηλότερη μερισματική πολιτική συγκρίσιμων εταιρειών. Συνεπώς, η υποθετική ύπαρξη ελέγχου δε θα μπορούσε να προσθέσει περισσότερη αξία στην Εταιρεία από αυτήν που εκτιμήθηκε με τη βέλτιστη μερισματική πολιτική και η εφαρμογή ενός Πριμ Ελέγχου κρίνεται ως μη δόκιμη.

Προσαρμογή για υψηλή/χαμηλή εμπορευσιμότητα

Εξέταση της πιθανής προσαρμογής για υψηλή/χαμηλή εμπορευσιμότητα

Μια συνηθισμένη πρακτική στη διενέργεια αποτιμήσεων είναι η προσαρμογή της εκτιμώμενης αξίας για υψηλή/χαμηλή εμπορευσιμότητα. Ως υψηλή/χαμηλή εμπορευσιμότητα ορίζεται η δυνατότητα ρευστοποίησης πακέτου μετοχών γρήγορα, με περιορισμένα συναλλακτικά κόστη και σε τιμή πλησίον της τρέχουσας τιμής διαπραγμάτευσης στην αγορά. Η υψηλή εμπορευσιμότητα είναι ένα χαρακτηριστικό που επιζητείται σε σημαντικό βαθμό από τους επενδυτές καθώς σημαίνει ότι μπορούν να λάβουν γρήγορα τα έσοδα της ρευστοποίησης των μετοχών τους και για ένα τίμημα σχετικά γνωστό. Η ικανότητα γρήγορης ρευστοποίησης έχει σημασία ειδικά στην περίπτωση που μεταβάλλονται οι συνθήκες της αγοράς ή της εταιρείας. Η πρόσοδος της ρευστοποίησης του ποσοστού τους δεν μειώνεται από τα υψηλά κόστη ανεύρεσης αγοραστή ή μεταβολής της τιμής και συνεπώς δεν κινδυνεύουν να υπερεκτιμήσουν τα προσδοκώμενα έσοδα τους. Στην περίπτωση που υπάρχει σχετικός κίνδυνος, οι επενδυτές επιδιώκουν μια υψηλότερη απόδοση η οποία σε κάποιες περιπτώσεις είναι διπλάσια ή τριπλάσια σε σχέση με μια άμεσα ρευστοποιήσιμη επένδυση. Ο λόγος είναι ότι ζητούν αυτήν την απόδοση δεδομένης της έκπτωσης που θα υποστούν ρευστοποιώντας μια επένδυση με χαμηλή εμπορευσιμότητα.

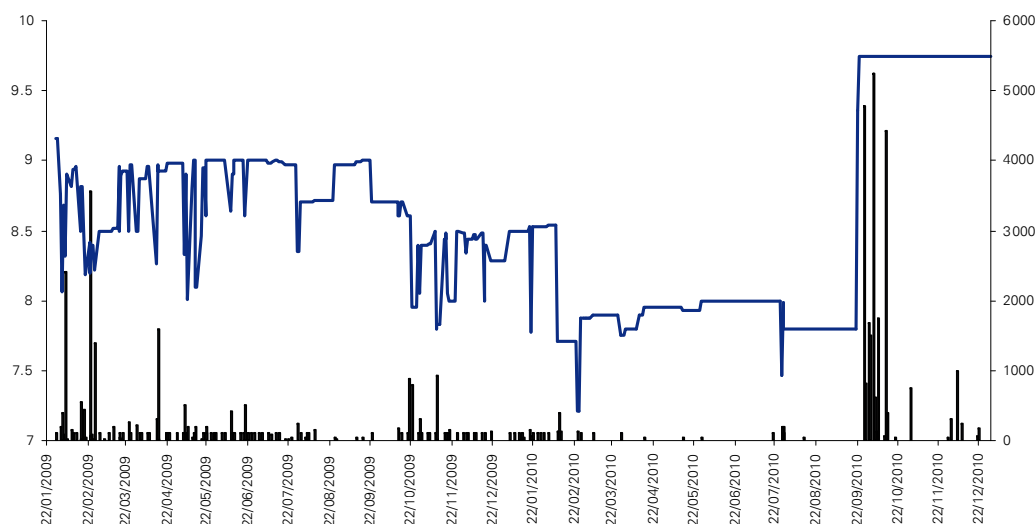
Αναφορικά με τις μετοχές της CROWN Hellas Can, καμία από τις εφαρμοσμένες μεθόδους δεν κρίθηκε ότι πρέπει να προσαρμοσθεί για υψηλή/χαμηλή εμπορευσιμότητα. Παρά το γεγονός ότι ο συναλλακτικός όγκος της CROWN Hellas Can είναι πολύ χαμηλός, η ύπαρξη μιας τιμής αγοράς από τη Lomond καθώς και μιας ανεξάρτητης αποτίμησης των μετοχών που δεσμεύει τη Lomond έχει ως αποτέλεσμα την περιορισμένη αβεβαιότητα της αξίας ρευστοποίησης. Συνεπώς, είναι εφικτό να μετατραπούν οι μετοχές σε μετρητά άμεσα, με περιορισμένο συναλλακτικό κόστος και σε τιμή που έχει προκύψει από διαδικασία Αποτίμησης. Επιπρόσθετα, η χαμηλή εμπορευσιμότητα των μετοχών της CROWN Hellas Can υφίσταται κυρίως λόγω της ύπαρξης ενός μετόχου πλειοψηφίας ο οποίος απολαμβάνει τα οφέλη του μειωμένου «κόστους αντιπροσώπευσης» (agency costs: τα κόστη τριβής από την απόκλιση των στόχων μεταξύ διοίκησης και μετόχων, και την ασυμμετρία στην προσλαμβανόμενη πληροφορία).

Ανάλυση Μετοχής

Ανάλυση Μετοχής της Crown Hellas Can

Το κάτωθι διάγραμμα παρουσιάζει την ανάλυση της πορείας της μετοχής της Crown Hellas Can καθώς τον αντίστοιχο όγκο συναλλαγών της για την περίοδο από 1 Ιανουαρίου 2009 έως 31 Δεκεμβρίου 2010. Όπως φαίνεται, μέχρι το Φεβρουάριο του 2010 η τιμή της μετοχής της Εταιρείας παρουσιάζει έντονη μεταβλητότητα ενώ στη συνέχεια η τιμή της σταδιακά μειώνεται και σταθεροποιείται σε τιμή μικρότερη από ΕΥΡΩ 8.00. Κατά την ίδια περίοδο, ο όγκος των συναλλαγών της μετοχής εμφανίζεται αρκετά περιορισμένος (κατά μέσο όρο 100-150 μετοχές ανά ημέρα) ενώ κατά την διάρκεια της περιόδου από το Μάρτιο 2010 έως τις 22 Σεπτεμβρίου 2010 ο όγκος των συναλλαγών είναι σχεδόν μηδενικός. Τονίζεται ότι ο όγκος των συναλλαγών κατά την διάρκεια ολόκληρης της υπό εξέταση περιόδου, με μόνη εξαίρεση τις πρώτες ημέρες μετά την ανακοίνωση της Υποχρεωτικής Δημόσιας Προσφοράς, είναι ιδιαίτερος χαμηλός λόγω του μικρού αριθμού των μετοχών που βρίσκονται σε διασπορά (free float). Ο χαμηλός όγκος συναλλαγών αποτελεί τον κύριο λόγο για τον οποίο η KPMG δεν χρησιμοποιεί την χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της Εταιρείας ως ένδειξη για την εύλογη αγοραία αξία της. Στις 22 Σεπτεμβρίου 2010 το Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρείας ανακοίνωσε της υποβολή Υποχρεωτικής Δημόσιας Πρότασης για την απόκτηση όλων των μετοχών της Crown Hellas Can, τις οποίες δεν κατείχε ήδη είτε άμεσα είτε έμμεσα μέσω της Lomond και οι οποίες ανέρχονται σε 4 678 480 μετοχές, έναντι ΕΥΡΩ 9.74 ανά μετοχή. Η προαναφερθείσα προτεινόμενη τιμή περιλαμβάνει προμοδότηση 24.9% (ήτοι ΕΥΡΩ 1.94 ανά μετοχή) συγκριτικά με την τιμή κλεισίματος της μετοχής την 21 Σεπτεμβρίου 2010, η οποία ανήλθε σε ΕΥΡΩ 7.80 ανά μετοχή.

Ιστορικές τιμές μετοχής-όγκος συναλλαγών



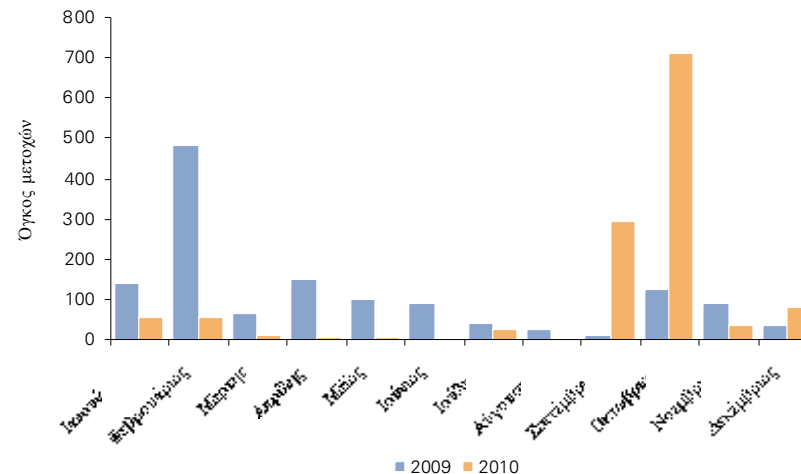
* Το παραπάνω διάγραμμα δεν περιλαμβάνει τα δεδομένα του όγκου των συναλλαγών για τις πρώτες δύο (2) μέρες μετά την ανακοίνωση της Υποχρεωτικής Δημόσιας Προσφοράς, ώστε να αποφευχθεί η στρέβλωση του δείγματος λόγω υπερβολικού όγκου συναλλαγών.

Ανάλυση Μετοχής

Μέσος Μηνιαίος Όγκος συναλλαγών της μετοχής της Crown Hellas Can

Σε συνέχεια της προηγούμενης σελίδας, το κάτωθι διάγραμμα παρουσιάζει τον μέσο ημερήσιο όγκο συναλλαγών ανά μήνα της μετοχής της Crown Hellas Can για την περίοδο από 1 Ιανουαρίου 2009 έως 31 Δεκεμβρίου 2010. Όπως φαίνεται, κατά την διάρκεια του 2009, με μόνη εξαίρεση το Φεβρουάριο 2009, ο όγκος των συναλλαγών της μετοχής είναι πολύ περιορισμένος και κατά μέσο όρο μικρότερος των 200 μετοχών σε ημερήσια βάση ενώ για ολόκληρο το 2010 ο όγκος των συναλλαγών είναι ακόμα μικρότερος – ο μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών ανά μήνα δεν ξεπερνά τις 50 μετοχές - λόγω του μικρού αριθμού των μετοχών που βρίσκονται σε διασπορά (free float). Μετά την ανακοίνωση της Υποχρεωτικής Δημόσιας Προσφοράς στις 22 Σεπτεμβρίου 2010 για την απόκτηση μετοχών έναντι ΕΥΡΩ 9.74 ανά μετοχή και για διάστημα περίπου δύο εβδομάδων μετά την ανακοίνωση, παρατηρείται υψηλός όγκος συναλλαγών ως συνέπεια της υποβολής Υποχρεωτικής Δημόσιας Προσφοράς.

Μέσος Μηνιαίος όγκος συναλλαγών



* Το παραπάνω διάγραμμα δεν περιλαμβάνει τα δεδομένα του όγκου των συναλλαγών για τις πρώτες δύο (2) μέρες μετά την ανακοίνωση της Υποχρεωτικής Δημόσιας Προσφοράς, ώστε να αποφευχθεί η στρέβλωση του δείγματος λόγω υπερβολικού όγκου συναλλαγών.

Μεθοδολογία Συγκρίσιμων Εταιρειών

Δείγμα Συγκρίσιμων Εταιρειών και δείκτες αποτίμησης που χρησιμοποιήθηκαν

Για την αποτίμηση της Εταιρείας με τη Μεθοδολογία των Συγκρίσιμων Εταιρειών υπολογίστηκαν δείκτες χρησιμοποιώντας δείγμα εταιρειών οι οποίες δραστηριοποιούνται στην παραγωγή και διανομή μεταλλικών δοχείων για αναψυκτικά και παρεμφερή προϊόντα μεταλλικής συσκευασίας, και οι οποίες είναι εισηγμένες σε χρηματιστήρια («Συγκρίσιμες Εταιρείες»). Τα κριτήρια που χρησιμοποιήθηκαν στην επιλογή του δείγματος των Συγκρίσιμων Εταιρειών είναι α) το μέγεθος (συμπεριλήφθηκαν στο δείγμα εταιρείες τόσο με μικρότερη όσο και με μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση συγκριτικά με την Crown Hellas Can ώστε να αποφευχθούν τυχόν στρεβλώσεις του δείγματος) και β) η πρώτη ύλη (επικεντρωθήκαμε περισσότερο σε εταιρείες που χρησιμοποιούν ως πρώτη ύλη το αλουμίνιο και το λευκοσίδηρο και αποκλείσαμε από το δείγμα μας εταιρείες συσκευασίας που χρησιμοποιούν ως πρώτη ύλη γυαλί ή πλαστικό, παρόλο που όλες τους ανήκουν στον ίδιο κλάδο με την υπό αποτίμηση Εταιρεία, αυτόν της συσκευασίας τροφίμων και ποτών). Το κριτήριο της γεωγραφίας δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί καθώς με εξαίρεση την αγγλική εταιρεία Rexam Plc, δεν υπάρχουν εισηγμένες Συγκρίσιμες Εταιρείες στην Ευρώπη.

Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω κριτήρια διαμορφώσαμε ένα δείγμα δεκατριών (13) Συγκρίσιμων Εταιρειών από τις οποίες: τέσσερις (4) είναι Αμερικάνικες, μία (1) Κινέζικη, μία (1) από τη Βενεζουέλα, μία (1) από την Ταϊβάν, μία (1) Ινδική, μία (1) από τη Μαλαισία, μία (1) Αγγλική, μία (1) Κορεάτικη, μία (1) από την Σιγκαπούρη και μία (1) από την Αυστραλία. Αναλυτική περιγραφή των εταιρειών αυτών δίνεται στο Παράρτημα 2.

Οι δείκτες που εξετάστηκαν είναι οι ακόλουθοι:

- Αξία Επιχείρησης προς Πωλήσεις (Enterprise Value / Sales)
- Αξία Επιχείρησης προς Κέρδη προ Φόρων, Τόκων & Αποσβέσεων (Enterprise Value/ EBITDA)
- Αξία Επιχείρησης προς Κέρδη προ Φόρων & Τόκων (Enterprise Value/ EBIT)
- Κεφαλαιοποίηση προς Καθαρά Κέρδη (Price/Earnings ή P/E)

Ως Αξία Επιχείρησης (Enterprise Value) ορίζεται το άθροισμα της κεφαλαιοποίησης, του καθαρού δανεισμού (δάνεια μείον ταμειακά διαθέσιμα & ισοδύναμα ταμειακών διαθεσίμων) και δικαιώματα μειοψηφίας. Οι παραπάνω δείκτες εφαρμόστηκαν στις οικονομικές καταστάσεις της Εταιρείας με ημερομηνία 31 Δεκεμβρίου 2010, οι οποίες μας χορηγήθηκαν από την Διοίκηση της Εταιρείας.

Τα οικονομικά στοιχεία των Συγκρίσιμων Εταιρειών τα οποία χρησιμοποιήθηκαν στον υπολογισμό των δεικτών αποτίμησης προέρχονται από τις τελευταίες δημοσιευμένες οικονομικές τους καταστάσεις με σχέση με την ημερομηνία αποτίμησης (31 Δεκεμβρίου 2010). Επισημαίνεται ότι λόγω του ότι Συγκρίσιμες Εταιρείες δεν έχουν ακόμα δημοσιεύσει τις ετήσιες οικονομικές τους καταστάσεις, έγινε αναγωγή σε ετήσια βάση (trailing 12 months) των οικονομικών τους στοιχείων με ημερομηνία αναφοράς 30 Σεπτεμβρίου 2010.

Η κεφαλαιοποίηση της κάθε εταιρείας του δείγματος των Συγκρίσιμων Εταιρειών υπολογίστηκε με βάση τη μέση τιμή κλεισίματος των μετοχών της για μια περίοδο έξι (6) μηνών πριν από την Ημερομηνία Αποτίμησης (1 Ιουλίου 2010-31 Δεκεμβρίου 2010), πολλαπλασιαζόμενη με τον αριθμό των μετοχών της.

Οι δείκτες υπολογίστηκαν ως μέσος όρος των δεικτών του δείγματος κατόπιν αποκλεισμού των ακραίων τιμών (μέγιστη, ελάχιστη και αρνητικές τιμές).

Μεθοδολογία Συγκρίσιμων Εταιρειών (συνέχεια)

Ο κάτωθι πίνακας παρουσιάζει τους δείκτες αποτίμησης που προέκυψαν από το δείγμα των Συγκρίσιμων Εταιρειών:

Εταιρεία	Χώρα	Σύντομη Περιγραφή	Νόμισμα	Κεφαλαιοποίηση (P)	Δικαιώματα Μειοψηφίας	Καθαρός Δανεισμός	Αξία Εταιρείας (EV)	Δείκτες Αποτίμησης			
								EV/S	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E
BALL CORPORATION	ΗΠΑ	Προμηθευτής μεταλλικών & πλαστικών συσκευασιών. Τμηματοποίηση επιχειρηματικής δραστηριότητας: μεταλλικές συσκευασίες αναψυκτικών (63%), μεταλλικές συσκευασίες τροφίμων (19%), πλαστικές συσκευασίες (8,6%) & αεροναυπηγική (9,4%).	EUR	4 090.5	99.9	1 839.3	6 029.7	1.08 x	8.03 x	10.94 x	11.92 x
CHINA FOOD PACKING INC LTD	ΚΙΝΑ	Δραστηριοποιείται στην κατασκευή δοχείων τριών τεμαχίων καθώς και συναφή προϊόντα, όπως κουτιά αναψυκτικών, κονσέρβες τροφίμων και αεροζόλ, καθώς και πυθμένες κουτιών και επικασσιτερωμένο χάλυβα για πυθμένες κουτιών.	EUR	53.9	0.0	7.8	61.7	1.07 x	7.62 x	8.82 x	9.46 x
SONOCO PRODUCTS COMPANY	ΗΠΑ	Δραστηριοποιείται στην χάρτινη συσκευασία και στα μεταλλικά άκρα.	EUR	2 506.0	11.3	339.3	2 856.6	0.96 x	7.35 x	10.86 x	15.77 x
DOMINGUEZ Y CIA SA	BENEZOE/ΛΑ	Δραστηριοποιείται στην παραγωγή αλουμινίου, πλαστικών & δοχείων λευκοσιδήρου. Τμηματοποίηση επιχειρηματικής δραστηριότητας: Πλαστικά (7,8%), αλουμίνιο (51,5%) και λευκόχρυσος (40,6%).	EUR	14.1	9.5	25.8	49.4	0.44 x	1.47 x	1.42 x	0.70 x
GREAT CHINA METAL INDUSTRY CO LTD	TAIBAN	Δραστηριοποιείται στην κατασκευή και διανομή κουτιών για ποτά και τρόφιμα.	EUR	214.7	4.8	(44.0)	175.5	1.26 x	7.53 x	9.24 x	14.03 x
HINDUSTAN TIN WORKS LIMITED	ΙΝΔΙΑ	Δραστηριοποιείται στη κατασκευή μεταλλικών κουτιών για γαλακτοκομικά προϊόντα, τρόφιμα, χημικά και τις βιομηχανίες χρωμάτων.	EUR	16.5	0.0	9.5	26.0	0.52 x	5.09 x	5.90 x	8.67 x
KIAN JOO CAN FACTORY	ΜΑΛΑΙΣΙΑ	Δραστηριοποιείται στην κατασκευή και διανομή των κουτιών. Τμηματοποίηση επιχειρηματικής δραστηριότητας: τσίγκινα τενεκεδάκια (42,8%), μεταλλικά κουτιά αλουμινίου (35,2%), κυματοειδή χαρτοκιβώτια (17,7%) και contract packaging (4,3%).	EUR	158.2	14.4	7.4	180.0	0.83 x	4.85 x	6.90 x	7.95 x
NATIONAL CAN INDUSTRIES LIMITED	ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ	Δραστηριοποιείται στην κατασκευή και πώληση προϊόντων συσκευασίας, συμπεριλαμβανομένων μεταλλικά δοχεία, βαρέλια και κουβάδες, πλαστικά δοχεία, πλαστικούς κουβάδες, καλύμματα και πώματα, φύλλα αλουμινίου & λευκοσιδήρου.	EUR	59.0	0.0	(24.7)	34.3	0.31 x	2.89 x	6.73 x	19.05 x
REXAM PLC	ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	Δραστηριοποιείται στην παραγωγή κουτιών για αναψυκτικών, καθώς και πλαστικά προϊόντα συσκευασίας. Τμηματοποίηση επιχειρηματικής δραστηριότητας: Συσκευασίες Αναψυκτικών (74%), πλαστικές συσκευασίες (26%).	EUR	3 254.8	3.7	2 280.3	5 538.8	1.01 x	7.19 x	10.84 x	32.48 x
SEUNG IL	ΚΟΡΕΑ	Δραστηριοποιείται στην κατασκευή αεροζόλ, κουτιών από λευκοσίδηρο, συμπεριλαμβανομένων κουτιών αλουμινίου, άκρα κουτιών, καλύμματα αεροζόλ καθώς και κουτιά γενικής συσκευασίας.	EUR	22.6	0.0	(9.2)	13.4	0.18 x	3.43 x	6.38 x	1.70 x
SILGAN HOLDINGS INC	ΗΠΑ	Δραστηριοποιείται στη κατασκευή μεταλλικών (62,5%) και πλαστικών (37,5%) δοχείων συσκευασίας.	EUR	1 859.6	0.0	521.8	2 381.4	1.05 x	7.77 x	10.60 x	16.24 x
SUPERIOR MULTI PACKAGING LIMITED	ΣΙΓΚΑΠΟΥΡΗ	Δραστηριοποιείται στην κατασκευή και πώληση μεταλλικών δοχείων (10%) καθώς και εύκαμπτων υλικών συσκευασίας.	EUR	11.7	0.0	17.8	29.5	0.35 x	4.69 x	8.20 x	5.10 x
CROWN HOLDINGS	ΗΠΑ	Δραστηριοποιείται στην κατασκευή κουτιών από χάλυβα και αλουμίνιο για τρόφιμα & ποτά, μαζί με μεταλλικά άκρα και πώματα.	EUR	3 561.3	240.3	2 061.2	5 862.8	1.00 x	7.62 x	9.20 x	13.20 x
Μέσος όρος								0.77 x	5.81 x	8.16 x	12.02 x
Μέσος όρος με αποκλεισμό ακροτάτων								0.78 x	6.00 x	8.52 x	12.14 x

Μεθοδολογία Συγκρίσιμων Εταιρειών (συνέχεια)

Στάθμιση Δεικτών

Προκειμένου να καταλήξουμε σε μια μοναδική τιμή για την αξία των μετοχών της Crown Hellas Can με βάση την μεθοδολογία των Συγκρίσιμων Εταιρειών, εφαρμόστηκε ποσοστιαία στάθμιση των δεικτών αποτίμησης. Συγκεκριμένα, στον δείκτη EV/EBITDA δόθηκε στάθμιση 40% καθώς θεωρείται ως ο πιο αντιπροσωπευτικός και ευρύτερα εφαρμόσιμος δείκτης αποτίμησης αφού τα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA) αποτελούν το πλησιέστερο λογιστικό μέγεθος προς τις ταμειακές ροές μιας εταιρείας. Στον δείκτη EV/EBIT, ο οποίος θεωρείται εξίσου κατάλληλος για την αποτίμηση εταιρειών, δόθηκε μια ελαφρά μικρότερη στάθμιση (30%) καθώς τα αποτελέσματα αποτίμησης με τη χρήση αυτού του δείκτη επηρεάζονται από τις διαφορετικές μεθόδους και τα διαφορετικά ποσοστά αποσβέσεων που χρησιμοποιεί η κάθε εταιρεία. Τέλος, σε κάθε έναν από τους δείκτες EV/Sales και P/E δόθηκε στάθμιση 15% καθώς τα διαφορετικά περιθώρια κέρδους που έχουν οι συγκρίσιμες εταιρείες του δείγματος δεν αποτυπώνονται στις πωλήσεις τους υπό την έννοια ότι οι υψηλές πωλήσεις δεν σημαίνουν απαραίτητα και υψηλά περιθώρια κέρδους και υψηλή αξία αποτίμησης. Επίσης, τα Καθαρά Κέρδη που χρησιμοποιούνται στον υπολογισμό του δείκτη P/E δεν αποτελούν λογιστικό μέγεθος που σχετίζεται σε μεγάλο βαθμό με τις ταμειακές ροές μιας εταιρείας καθώς η συγκρισιμότητα αυτού του δείκτη μπορεί να αλλοιωθεί από τις διαφορετικές μεθόδους αποσβέσεων που χρησιμοποιούν οι εταιρείες του δείγματος και τα διαφορετικά φορολογικά καθεστώτα που διέπουν τις χώρες στις οποίες δραστηριοποιούνται.

Αποτελέσματα αποτίμησης

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει τα αποτελέσματα που προέκυψαν από την εφαρμογή των δεικτών στα οικονομικά στοιχεία της Εταιρείας:

Συγκρίσιμες Εταιρείες - Αποτελέσματα Αποτίμησης				
Ποσά σε ΕΥΡΩ '000	Πωλήσεις	EBITDA	EBIT	Καθαρά Κέρδη
Οικονομικά Στοιχεία της Crown Hellas Can (31/12/2010)	332 625	38 735	30 050	20 553
Μέσος όρος με αποκλεισμό ακροτάτων	0.78 x	6.00 x	8.52 x	12.14 x
Αξία Επιχείρησης (31/12/2010)	260 298	232 538	255 887	249 490
(Μείον) Συν: (Καθαρός Δανεισμός) Ταμειακά Διαθέσιμα (31/12/2010)	110 372	110 372	110 372	
Αξία Ιδίων Κεφαλαίων (31/12/2010)	370 670	342 910	366 259	249 490
Αριθμός Μετοχών		24 062 500		
Αξία ανα μετοχή	15.40	14.25	15.22	10.37
Στάθμιση (%)	15%	40%	30%	15%
Σταθμισμένη Αξία Ιδίων Κεφαλαίων (31/12/2010)		340 066		
Σταθμισμένη Αξία ανα Μετοχή		14.13		

- Εφαρμόζοντας τους δείκτες αποτίμησης στα οικονομικά αποτελέσματα της Εταιρείας της 31 Δεκεμβρίου 2010, η αξία των Ιδίων Κεφαλαίων της Crown Hellas Can κυμαίνεται από **ΕΥΡΩ 249 490 χιλ.** έως **ΕΥΡΩ 370 670 χιλ.**
- Όπως αναφέρθηκε, για καταλήξουμε σε μια μοναδική τιμή για την αξία των μετοχών της Crown Hellas Can δόθηκε στάθμιση 15% στους δείκτες EV/Sales και P/E, 30% στον δείκτη EV/EBIT και 40% στον δείκτη EV/EBITDA. Συνεπώς, η σταθμισμένη αξία των Ιδίων Κεφαλαίων της Crown Hellas Can στις 31 Δεκεμβρίου 2010 ανέρχεται σε **ΕΥΡΩ 340 066 χιλ.**
- Λαμβάνοντας υπόψη ότι ο αριθμός των μετοχών της Εταιρείας στις 31 Δεκεμβρίου 2010 ανέρχεται σε 24 062 500, η αντίστοιχη αξία ανά μετοχή κυμαίνεται από **ΕΥΡΩ 10.37** έως **ΕΥΡΩ 15.40** ενώ η σταθμισμένη αξία ανά μετοχή ανέρχεται σε **ΕΥΡΩ 14.13**.

Μεθοδολογία Συγκρίσιμων Συναλλαγών

Δείγμα Συγκρίσιμων Συναλλαγών και δείκτες αποτίμησης που χρησιμοποιήθηκαν

Εφαρμόστηκε επίσης η μεθοδολογία των Συγκρίσιμων Συναλλαγών και εκτιμήθηκε η αξία των μετοχών της Crown Hellas Can χρησιμοποιώντας τους δείκτες Αξία Επιχείρησης/Πωλήσεις (EV/Sales) και Αξία Επιχείρησης/ Κέρδη προ Φόρων, Τόκων & Αποσβέσεων (EV/EBITDA). Λόγω του ότι ο αριθμός των συναλλαγών με εταιρείες- στόχους που δραστηριοποιούνται στον κλάδο των μεταλλικών/αλουμινένιων δοχείων και για τις οποίες υπάρχει διαθέσιμη πληροφόρηση είναι αρκετά περιορισμένος, συμπεριλάβαμε στο δείγμα μας εταιρείες που ανήκουν και σε συγγενείς κλάδους όπως ο κλάδος των υλικών & συστημάτων συσκευασίας και αυτός της γυάλινης συσκευασίας. Επισημαίνεται ότι αποκλείσαμε από το δείγμα μας συναλλαγές εταιρειών που ανήκουν στον κλάδο των πλαστικών ώστε να υπάρχει συνακολουθία με την μεθοδολογία των Συγκρίσιμων Εταιρειών, όπου ένας μεγάλος αριθμός εισηγμένων εταιρειών που δραστηριοποιούνται στον κλάδο των πλαστικών δεν λήφθηκε υπόψη στην επιλογή του δείγματος. Επίσης, στο δείγμα των Συγκρίσιμων Συναλλαγών συμπεριλάβαμε συναλλαγές που πραγματοποιήθηκαν από το 2002 μέχρι την ημερομηνία αποτίμησης (31 Δεκεμβρίου 2010), έτσι ώστε να ληφθεί υπόψη η επίδραση που έχει στα πολλαπλάσια των εταιρειών του δείγματος το γεγονός ότι οι συναλλαγές πραγματοποιήθηκαν σε διαφορετικές φάσεις του οικονομικού κύκλου της κάθε χώρας.

Με βάση τα παραπάνω, δημιουργήσαμε ένα δείγμα δεκαοκτώ (18) συναλλαγών. Συνοπτική περιγραφή των συναλλαγών αυτών δίνεται στο Παράρτημα 3.

Μετά την επιλογή του δείγματος των Συγκρίσιμων Συναλλαγών, ακολουθηθήκαν τα κάτωθι βήματα:

- Υπολογίσαμε τους μέσους όρους των επιλεγμένων δεικτών αποτίμησης με αποκλεισμό ακρότατων τιμών (μέγιστο, ελάχιστο, αρνητικές τιμές).
- Εφαρμόσαμε έκπτωση 10% στα πολλαπλάσια της συναλλαγής για την εξαγορά της Mivisa Envases SA λόγω του ότι η συναλλαγή αυτή δεν έχει ακόμα ολοκληρωθεί και το ανακοινωθέν τίμημα των ΕΥΡΩ 850 εκατ. μπορεί να μεταβληθεί μετά τη διενέργεια ειδικού διαχειριστικού ελέγχου (due diligence).
- Οι επιλεγμένοι δείκτες αποτίμησης εφαρμόστηκαν στα οικονομικά στοιχεία της Εταιρείας για τη χρήση που έληξε στις 31 Δεκεμβρίου 2010.
- Στα αποτελέσματα της αποτίμησης εφαρμόσαμε έκπτωση μειοψηφίας 5% καθώς οι περισσότερες συγκρίσιμες συναλλαγές αφορούν την εξαγορά του 100% των μετοχών των εταιρειών-στόχων και σαν αποτέλεσμα την μεταβολή του ελέγχου των εξαγορασθαισών εταιρειών. Συνεπώς, λόγω του ότι στο σύνολο σχεδόν των συναλλαγών το τίμημα εμπεριέχει και ένα πριμ ελέγχου που πληρώνει ο αγοραστής, η αξία αυτών των συναλλαγών πρέπει να αναπροσαρμοστεί προς τα κάτω.
- Προκειμένου να καταλήξουμε σε μια μοναδική τιμή για την αξία των Ιδίων κεφαλαίων της Crown Hellas Can με βάση την μεθοδολογία των Συγκρίσιμων Συναλλαγών, εφαρμόστηκε στάθμιση στους επιλεγμένους δείκτες αποτίμησης. Συγκεκριμένα, ακολουθώντας την ίδια λογική όπως στη μεθοδολογία των Συγκρίσιμων Εταιρειών δόθηκε σημαντικά υψηλότερη στάθμιση στο δείκτη EV/EBITDA σε σχέση με το δείκτη EV/Sales.

Μεθοδολογία Συγκρίσιμων Συναλλαγών (συνέχεια)

Δείκτες αποτίμησης Συγκρίσιμων Συναλλαγών

Οι συναλλαγές οι οποίες επιλέχθηκαν παρουσιάζονται στον κάτωθι πίνακα:

Ημερομηνία Ανακοίνωσης	Ημερομηνία Ολοκλήρωσης	Στόχος				Εξαγοράζουσα				Deal Value (ΕΥΡΩ, εκατ.)	Αξία Συναλλαγής 100%	Αναπροσαρμοσμένη Αξία Συναλλαγής	Δείκτες Αποτίμησης	
		Όνομα	Χώρα	Περιγραφή Δραστηριότητας	Κατάσταση	Όνομα	Χώρα	Ποσοστό μετά την εξαγορά %	Ποσοστό Εξαγοράς %				EV/Sales	EV/EBITDA
16/10/2008	17/10/2008	Dae Ryuk Can Co Ltd	Νότια Κορέα	Δοχεία & Συσκευασίες	Ολοκληρώθηκε	Yu Taek Hwang	Νότια Κορέα	5.67	5.67	2.62	46.21	46.21	0.74	n/a
03/07/2008	03/07/2008	National Can Industries Ltd	Αυστραλία	Δοχεία & Συσκευασίες	Ολοκληρώθηκε	Bennamon Pty Ltd	Αυστραλία	12.59	5.99	6.14	102.59	102.59	0.54	5.32
30/01/2006	07/02/2006	Ecanco	Αίγυπτος	Δοχεία & Συσκευασίες	Ολοκληρώθηκε	Rexam PLC	Ηνωμένο Βασίλειο	100.00	100.00	107.00	107.00	107.00	2.81	n/a
25/01/2006	26/05/2006	Amcor Ltd	Αυστραλία	Δοχεία & Συσκευασίες	Ολοκληρώθηκε	Amcor Ltd	Αυστραλία	0.93	0.93	42.77	4,598.60	4,598.60	0.88	12.10
12/03/2007	22/06/2007	Rexam Plc (glass business)	Ηνωμένο Βασίλειο	Υλικά συσκευασίας & συστήματα	Ολοκληρώθηκε	Ardagh Glass Group Plc	Ιρλανδία	100.00	100.00	660.00	660.00	660.00	1.03	5.69
23/05/2005	23/05/2005	Rexam Glass Barnsley Ltd	Ηνωμένο Βασίλειο	Υλικά συσκευασίας & συστήματα	Ολοκληρώθηκε	Ardagh Glass Ltd	Ηνωμένο Βασίλειο	100.00	100.00	73.00	73.00	73.00	0.51	n/a
27/09/2004	27/09/2004	Vitro-American National Can SA de CV (VanCan)	Μεξικό	Υλικά συσκευασίας & συστήματα	Ολοκληρώθηκε	Rexam Plc	Αυστραλία	100.00	100.00	22.00	22.00	22.00	0.76	n/a
28/01/2004	09/03/2004	Glas Moerdijk BV	Δανία	Εμφιάλωση/Κονσερβοποίηση	Ολοκληρώθηκε	Rexam Plc	Ιρλανδία	100.00	50.00	43.00	86.00	86.00	n/a	4.90
31/10/2003	27/11/2003	Latasa De Aluminio S/A	Βραζιλία	Παραγωγή αλουμινένιων κουτιών για σπρέι	Ολοκληρώθηκε	Rexam Plc	Ηνωμένο Βασίλειο	100.00	100.00	270.00	270.00	270.00	0.92	4.26
14/10/2002	11/11/2002	Nienburger Glas GmbH	Γερμανία	Εμφιάλωση/Κονσερβοποίηση	Ολοκληρώθηκε	Rexam Plc	Αυστραλία	89.00	89.00	108.00	121.35	121.35	0.62	3.24
30/08/2002	19/12/2002	Ball Packaging Europe GmbH	Γερμανία	Εμφιάλωση/Κονσερβοποίηση	Ολοκληρώθηκε	Ball Corporation	ΗΠΑ	100.00	100.00	1,097.00	1,097.00	1,097.00	1.16	n/a
03/07/2006	03/07/2006	Crown Holdings Inc (Two Risdon facilities)	Ιταλία	Εμφιάλωση/Κονσερβοποίηση	Ολοκληρώθηκε	RPC Group Plc	Ηνωμένο Βασίλειο	100.00	100.00	6.00	6.00	6.00	0.13	2.85
30/12/2010	Εκκρεμής*	Mivisa Envases, S.A.U.	Ισπανία	Υλικά συσκευασίας & συστήματα	Δεν έχει ολοκληρωθεί	Blackstone Group Holdings LLC; N+1 Capital Privado SGEER, S.A.U.	Ισπανία	100.00	100.00	850.00	850.00	765.00	1.47	6.54
18/08/2010	18/08/2010	Allied Glass Containers Limited	Ηνωμένο Βασίλειο	Υλικά συσκευασίας & συστήματα	Ολοκληρώθηκε	Barclays Private Equity Ltd	Ηνωμένο Βασίλειο	100.00	100.00	91.00	91.00	91.00	1.05	6.18
05/07/2009	01/03/2010	Alcan Packaging Food Americas	ΗΠΑ	Υλικά συσκευασίας & συστήματα	Ολοκληρώθηκε	Bemis Company Inc	ΗΠΑ	100.00	100.00	858.00	858.00	858.00	0.80	7.22
17/06/2008	19/09/2008	Guala Closures SpA	Ιταλία	Εμφιάλωση/Κονσερβοποίηση	Ολοκληρώθηκε	GCL Holding (Acquisition vehicle)	Ιταλία	100.00	100.00	564.00	564.00	564.00	1.73	8.47
31/08/2007	31/10/2007	Amcor Limited (Australasian Food Can business)	Αυστραλία	Υλικά συσκευασίας & συστήματα	Ολοκληρώθηκε	Impress Group B.V.	Ολλανδία	100.00	100.00	90.00	90.00	90.00	0.60	n/a
01/01/2005	01/01/2005	PAK Sp. z o.o	Πολωνία	Μεταλλικά κουτιά	Ολοκληρώθηκε	Impress Group B.V.	Ολλανδία	100.00	100.00	9.00	9.00	9.00	0.61	n/a
Μέσος όρος													0.9 x	6.1 x
Μέσος όρος με αποκλεισμό ακροτάτων τιμών													0.8 x	5.8 x

Πηγή: THOMSON FINANCIAL SERVICES

* Έκπτωση μειοψηφίας 10% εφαρμόστηκε στα πολλαπλάσια αυτής της συναλλαγής καθώς δεν έχει ακόμα ολοκληρωθεί και υπόκεινται σε ειδικό διαχειριστικό έλεγχο (due diligence).

Μεθοδολογία Συγκρίσιμων Συναλλαγών (συνέχεια)

Αποτελέσματα Αποτίμησης

Τα αποτελέσματα αποτίμησης όπως προκύπτουν από την εφαρμογή της μεθοδολογίας των Συγκρίσιμων Συναλλαγών παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα.

Συγκρίσιμες Συναλλαγές -Αποτελέσματα αποτίμησης		
Ποσά σε ΕΥΡΩ χιλ.	Πωλήσεις	EBITDA
Οικονομικά στοιχεία της Crown Hellas Can (31/12/2010)	332 625	38 735
Μέσος όρος με αποκλεισμό ακρότατων	0.78 x	5.76 x
Αξία Επιχείρησης (31/12/2010)	260 706	223 069
(Μείον) Συν: (Καθαρός Δανεισμός) Ταμειακά διαθέσιμα (31/12/2010)	110 372	110 372
Αξία Ιδίων Κεφαλαίων (31/12/2010)	371 078	333 441
Έκπτωση μειοψηφίας	5.00%	5.00%
Αναπροσαρμοσμένη Αξία Ιδίων Κεφαλαίων (31/12/2010)	352 524	316 769
Αριθμός μετοχών	24 062 500	
Αξία ανα μετοχή	14. 65	13. 16
Στάθμιση (%)	35%	65%
Σταθμισμένη Αξία Ιδίων Κεφαλαίων (31/12/2010)	329 283	
Σταθμισμένη Αξία ανα μετοχή	13.68	

- Εφαρμόζοντας τους επιλεγμένους δείκτες αποτίμησης στα οικονομικά στοιχεία της Εταιρείας καθώς και μια έκπτωση μειοψηφικού ποσοστού ύψους 5%, η αξία των Ιδίων Κεφαλαίων της Crown Hellas Can κυμαίνεται από **ΕΥΡΩ 316 769 χιλ.** έως **ΕΥΡΩ 352 524 χιλ.**
- Προκειμένου να καταλήξουμε σε μια μοναδική τιμή για την αξία των Ιδίων Κεφαλαίων της Εταιρείας με βάση τη μεθοδολογία των Συγκρίσιμων Συναλλαγών, εφαρμόστηκε στάθμιση 35% στον δείκτη EV/Sales και στάθμιση 65% στον δείκτη EV/EBITDA. Συνεπώς, η σταθμισμένη αξία των Ιδίων Κεφαλαίων της Εταιρείας στις 31 Δεκεμβρίου 2010 ανέρχεται σε **ΕΥΡΩ 329 283 χιλ.**
- Η αντίστοιχη αξία ανά μετοχή κυμαίνεται από **ΕΥΡΩ 13.16** έως **ΕΥΡΩ 14.65** και η σταθμισμένη αξία ανά μετοχή ανέρχεται σε **ΕΥΡΩ 13.68**.

Παράρτημα 1: Προβλεπόμενες οικονομικές καταστάσεις

Προβλέψεις - Αποτελέσματα

Αποτελέσματα - Ενοποιημένα							
Ποσά σε ΕΥΡΩ '000	2009 - Ιστορικά	2010 - Εκτίμηση	2011	2012	2013	2014	2015
Καθαρές πωλήσεις σε τρίτους	310 218	300 474	301 225	307 713	311 098	314 639	318 257
Καθαρές πωλήσεις σε εταιρείες του Ομίλου	15 018	32 150	37 320	37 690	38 211	38 677	39 271
Συνολικές πωλήσεις	325 236	332 625	338 545	345 402	349 309	353 316	357 528
Πρώτες ύλες	•	•	•	•	•	•	•
Λοιπές πρώτες ύλες	•	•	•	•	•	•	•
Αγορές εμπορευμάτων για μεταπώληση	•	•	•	•	•	•	•
Αμοιβές προσωπικού παραγωγής	•	•	•	•	•	•	•
Λοιπά υλικά και υπηρεσίες	•	•	•	•	•	•	•
Έξοδα επισκευών	•	•	•	•	•	•	•
Αποσβέσεις	•	•	•	•	•	•	•
Διάφορες λειτουργικές δαπάνες	•	•	•	•	•	•	•
Κόστος πωλήσεων	281 701	281 701	281 701	281 701	281 701	281 701	281 701
Μικτό κέρδος	43 535	45 794	38 633	39 971	40 518	40 929	41 434
<i>Περιθώριο μικτού κέρδους</i>	<i>13.4%</i>	<i>13.8%</i>	<i>11.4%</i>	<i>11.6%</i>	<i>11.6%</i>	<i>11.6%</i>	<i>11.6%</i>
Έξοδα διοίκησης και διάθεσης	(10 808)	(10 767)	(11 060)	(11 396)	(11 504)	(11 891)	(12 290)
Έξοδα έρευνας και ανάπτυξης	(5 711)	(5 527)	(5 587)	(5 610)	(5 638)	(5 668)	(5 668)
Λοιπά έσοδα/έξοδα	579	551	367	367	367	367	367
EBIT	27 594	30 050	22 353	23 332	23 742	23 736	23 843
<i>EBIT περιθώριο</i>	<i>8.5%</i>	<i>9.0%</i>	<i>6.6%</i>	<i>6.8%</i>	<i>6.8%</i>	<i>6.7%</i>	<i>6.7%</i>
Χρηματοοικονομικά έσοδα / (έξοδα)	208	1 898	2 301	2 546	2 758	2 970	3 143
Συναλλαγματικές διαφορές		(12)	(2)	(3)	(5)	(7)	(7)
Κέρδη / (ζημιές) από πώληση παγίων	17	20	()	()	()	()	()
Κέρδη προ φόρων	27 819	31 956	24 652	25 875	26 495	26 699	26 979
Φόροι	(9 475)	(11 402)	(8 397)	(8 697)	(8 792)	(8 774)	(8 852)
Καθαρά κέρδη	18 344	20 553	16 256	17 178	17 703	17 925	18 127
EBITDA	38 369	38 735	30 861	31 676	31 686	31 682	31 787

Σημείωση: Τα αποτελέσματα του 2009 είναι βασισμένα σε Αναφορές Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης της Διοίκησης (Management Accounts) σύμφωνα με τα ΔΠΧΠ και είναι πιθανό να διαφέρουν σε μικρό βαθμό από τις ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις. Όμοια, τα εκτιμώμενα μεγέθη του 2010 μπορεί να αποκλίνουν (όχι ουσιαδώς) από τις οικονομικές καταστάσεις που πρόκειται να δημοσιευθούν.

Προβλέψεις - Αποτελέσματα

Αποτελέσματα - Ελλάδα Σύνολο							
Ποσά σε ΕΥΡΩ '000	2009 - Ιστορικά	2010 - Εκτίμηση	2011	2012	2013	2014	2015
Καθαρές πωλήσεις σε τρίτους	125 103	102 734	105 921	107 213	108 670	110 262	111 852
Καθαρές πωλήσεις σε εταιρείες του Ομίλου	14 354	31 135	31 553	31 876	32 343	32 754	33 291
Συνολικές πωλήσεις	139 457	133 869	137 474	139 088	141 013	143 016	145 143
Πρώτες ύλες	•	•	•	•	•	•	•
Λοιπές πρώτες ύλες	•	•	•	•	•	•	•
Αγορές εμπορευμάτων για μεταπώληση	•	•	•	•	•	•	•
Αμοιβές προσωπικού παραγωγής	•	•	•	•	•	•	•
Λοιπά υλικά και υπηρεσίες	•	•	•	•	•	•	•
Έξοδα επισκευών	•	•	•	•	•	•	•
Αποσβέσεις	•	•	•	•	•	•	•
Διάφορες λειτουργικές δαπάνες	•	•	•	•	•	•	•
Κόστος πωλήσεων	•	•	•	•	•	•	•
Μικτό κέρδος	20 196	18 941	19 409	19 664	19 861	20 095	20 398
<i>Περιθώριο μικτού κέρδους</i>	<i>14.5%</i>	<i>14.1%</i>	<i>14.1%</i>	<i>14.1%</i>	<i>14.1%</i>	<i>14.1%</i>	<i>14.1%</i>
Έξοδα διοίκησης και διάθεσης	(6 499)	(6 237)	(6 394)	(6 590)	(6 553)	(6 795)	(7 044)
Έξοδα έρευνας και ανάπτυξης	(2 215)	(1 797)	(1 857)	(1 879)	(1 908)	(1 938)	(1 938)
Λοιπά έσοδα/έξοδα	652	305	(2)	(3)	(5)	(7)	(7)
EBIT	12 135	11 211	11 157	11 192	11 395	11 355	11 409
<i>EBIT περιθώριο</i>	<i>8.7%</i>	<i>8.4%</i>	<i>8.1%</i>	<i>8.0%</i>	<i>8.1%</i>	<i>7.9%</i>	<i>7.9%</i>
Χρηματοοικονομικά έσοδα / (έξοδα)	(395)	(24)	(14)	8	33	58	78
Κέρδη προ φόρων	11 740	11 187	11 143	11 200	11 428	11 413	11 487
Φόροι	(3 875)	(5 005)	(4 213)	(4 151)	(4 125)	(4 039)	(4 053)
Καθαρά κέρδη	7 865	6 182	6 930	7 049	7 302	7 373	7 434

Προβλέψεις - Αποτελέσματα

Αποτελέσματα - BenCan Ελλάδας							
Ποσά σε ΕΥΡΩ '000	2009 - Ιστορικά	2010 - Εκτίμηση	2011	2012	2013	2014	2015
Καθαρές πωλήσεις σε τρίτους	•	•	•	•	•	•	•
Καθαρές πωλήσεις σε εταιρείες του Ομίλου	•	•	•	•	•	•	•
Συνολικές πωλήσεις	•	•	•	•	•	•	•
Πρώτες ύλες	•	•	•	•	•	•	•
Λοιπές πρώτες ύλες	•	•	•	•	•	•	•
Αγορές εμπορευμάτων για μεταπώληση	•	•	•	•	•	•	•
Αμοιβές προσωπικού παραγωγής	•	•	•	•	•	•	•
Λοιπά υλικά και υπηρεσίες	•	•	•	•	•	•	•
Έξοδα επισκευών	•	•	•	•	•	•	•
Αποσβέσεις	•	•	•	•	•	•	•
Διάφορες λειτουργικές δαπάνες	•	•	•	•	•	•	•
Κόστος πωλήσεων	•	•	•	•	•	•	•
Μικτό κέρδος	•	•	•	•	•	•	•
<i>Περιθώριο μικτού κέρδους</i>	•	•	•	•	•	•	•
Έξοδα διοίκησης και διάθεσης	•	•	•	•	•	•	•
Έξοδα έρευνας και ανάπτυξης	•	•	•	•	•	•	•
Λοιπά έσοδα/έξοδα	•	•	•	•	•	•	•
EBIT	•	•	•	•	•	•	•
<i>EBIT περιθώριο</i>	•	•	•	•	•	•	•
Χρηματοοικονομικά έσοδα / (έξοδα)	•	•	•	•	•	•	•
Κέρδη προ φόρων	•	•	•	•	•	•	•
Φόροι	•	•	•	•	•	•	•
Καθαρά κέρδη	•	•	•	•	•	•	•

Προβλέψεις - Αποτελέσματα

Αποτελέσματα - FoodCan Ελλάδας							
Ποσά σε ΕΥΡΩ '000	2009 - Ιστορικά	2010 - Εκτίμηση	2011	2012	2013	2014	2015
Καθαρές πωλήσεις σε τρίτους	•	•	•	•	•	•	•
Καθαρές πωλήσεις σε εταιρείες του Ομίλου	•	•	•	•	•	•	•
Συνολικές πωλήσεις	•	•	•	•	•	•	•
Πρώτες ύλες	•	•	•	•	•	•	•
Λοιπές πρώτες ύλες	•	•	•	•	•	•	•
Αγορές εμπορευμάτων για μεταπώληση	•	•	•	•	•	•	•
Αμοιβές προσωπικού παραγωγής	•	•	•	•	•	•	•
Λοιπά υλικά και υπηρεσίες	•	•	•	•	•	•	•
Έξοδα επισκευών	•	•	•	•	•	•	•
Αποσβέσεις	•	•	•	•	•	•	•
Διάφορες λειτουργικές δαπάνες	•	•	•	•	•	•	•
Κόστος πωλήσεων	•	•	•	•	•	•	•
Μικτό κέρδος	•	•	•	•	•	•	•
<i>Περιθώριο μικτού κέρδους</i>	•	•	•	•	•	•	•
Έξοδα διοίκησης και διάθεσης	•	•	•	•	•	•	•
Έξοδα έρευνας και ανάπτυξης	•	•	•	•	•	•	•
Λοιπά έσοδα/έξοδα	•	•	•	•	•	•	•
EBIT	•	•	•	•	•	•	•
<i>EBIT περιθώριο</i>	•	•	•	•	•	•	•
Χρηματοοικονομικά έσοδα / (έξοδα)	•	•	•	•	•	•	•
Κέρδη προ φόρων	•	•	•	•	•	•	•
Φόροι							
Καθαρά κέρδη	•	•	•	•	•	•	•

Προβλέψεις - Αποτελέσματα

Αποτελέσματα - SSC							
Ποσά σε ΕΥΡΩ '000	2009 - Ιστορικά	2010 - Εκτίμηση	2011	2012	2013	2014	2015
Καθαρές πωλήσεις σε τρίτους							
Καθαρές πωλήσεις σε εταιρείες του Ομίλου							
Συνολικές πωλήσεις							
Πρώτες ύλες							
Λοιπές πρώτες ύλες							
Αγορές εμπορευμάτων για μεταπώληση							
Αμοιβές προσωπικού παραγωγής							
Λοιπά υλικά και υπηρεσίες	•	•	•	•	•	•	•
Έξοδα επισκευών							
Αποσβέσεις							
Διάφορες λειτουργικές δαπάνες							
Κόστος πωλήσεων	•	•	•	•	•	•	•
Μικτό κέρδος	•	•	•	•	•	•	•
<i>Περιθώριο μικτού κέρδους</i>	•	•	•	•	•	•	•
Έξοδα διοίκησης και διάθεσης	•	•	•	•	•	•	•
Έξοδα έρευνας και ανάπτυξης	•	•	•	•	•	•	•
Λοιπά έσοδα/έξοδα	•	•	•	•	•	•	•
EBIT	•	•	•	•	•	•	•
<i>EBIT περιθώριο</i>	•	•	•	•	•	•	•
Χρηματοοικονομικά έσοδα / (έξοδα)	•	•	•	•	•	•	•
Κέρδη προ φόρων	•	•	•	•	•	•	•
Φόροι	•	•	•	•	•	•	•
Καθαρά κέρδη	•	•	•	•	•	•	•

Προβλέψεις - Αποτελέσματα

Αποτελέσματα - BenCan Ισπανίας							
Ποσά σε ΕΥΡΩ '000	2009 - Ιστορικά	2010 - Εκτίμηση	2011	2012	2013	2014	2015
Καθαρές πωλήσεις σε τρίτους	185 115	197 740	195 304	200 500	202 429	204 377	206 404
Καθαρές πωλήσεις σε εταιρείες του Ομίλου	1 009	5 725	5 767	5 814	5 868	5 923	5 980
Συνολικές πωλήσεις	186 124	203 465	201 071	206 314	208 297	210 300	212 385
Πρώτες ύλες	•	•	•	•	•	•	•
Λοιπές πρώτες ύλες	•	•	•	•	•	•	•
Αγορές εμπορευμάτων για μεταπώληση	•	•	•	•	•	•	•
Αμοιβές προσωπικού παραγωγής	•	•	•	•	•	•	•
Λοιπά υλικά και υπηρεσίες	•	•	•	•	•	•	•
Έξοδα επισκευών	•	•	•	•	•	•	•
Αποσβέσεις	•	•	•	•	•	•	•
Διάφορες λειτουργικές δαπάνες	•	•	•	•	•	•	•
Κόστος πωλήσεων	(162 786)	(176 612)	(181 847)	(186 007)	(187 640)	(189 466)	(191 349)
Μικτό κέρδος	23 338	26 853	19 224	20 307	20 657	20 834	21 036
<i>Περιθώριο μικτού κέρδους</i>	<i>12.5%</i>	<i>13.2%</i>	<i>9.6%</i>	<i>9.8%</i>	<i>9.9%</i>	<i>9.9%</i>	<i>9.9%</i>
Έξοδα διοίκησης και διάθεσης	(4 308)	(4 530)	(4 666)	(4 806)	(4 951)	(5 096)	(5 245)
Έξοδα έρευνας και ανάπτυξης	(3 496)	(3 730)	(3 730)	(3 730)	(3 730)	(3 730)	(3 730)
Λοιπά έσοδα/έξοδα	(57)	254	367	367	367	367	367
EBIT	15 477	18 847	11 195	12 137	12 343	12 375	12 427
<i>EBIT περιθώριο</i>	<i>8.3%</i>	<i>9.3%</i>	<i>5.6%</i>	<i>5.9%</i>	<i>5.9%</i>	<i>5.9%</i>	<i>5.9%</i>
Χρηματοοικονομικά έσοδα / (έξοδα)	602	1 922	2 315	2 538	2 725	2 912	3 065
Κέρδη προ φόρων	16 079	20 769	13 509	14 675	15 067	15 287	15 492
Φόροι	(5 600)	(6 397)	(4 183)	(4 546)	(4 666)	(4 735)	(4 799)
Καθαρά κέρδη	10 479	14 371	9 326	10 129	10 401	10 552	10 693

Προβλέψεις - Ισολογισμός

Ισολογισμός - Ενοποιημένος							
Ποσά σε ΕΥΡΩ '000	2009 - Ιστορικά	2010 - Εκτίμηση	2011	2012	2013	2014	2015
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	82 942	110 372	129 153	145 355	161 793	175 987	190 091
Πελάτες και λοιπές εμπορικές απαιτήσεις	35 079	35 664	36 869	36 869	36 869	36 869	36 869
Λοιπές απαιτήσεις	11 747	10 005	6 605	6 605	6 605	6 605	6 605
Αποθέματα	26 217	38 995	38 995	38 995	38 995	38 995	38 995
Λοιπά στοιχεία κυκλοφορούντος ενεργ.	4 087	15 266	1 417	1 417	1 417	1 417	1 417
Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού	160 072	210 301	213 038	229 240	245 678	259 872	273 976
Μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	279	279	279	279	279	279	279
Ενδοεταιρικός δανεισμός	20 000	20 000	16 000	12 000	8 000	4 000	
Επενδύσεις	88	88	88	88	88	88	88
Ακίνητα, εγκαταστάσεις και εξοπλισμός	70 309	64 699	62 430	60 323	58 379	58 910	59 441
Υπεραξία	30 605	30 605	30 605	30 605	30 605	30 605	30 605
Άυλα περιουσιακά στοιχεία και λοιπά στοιχεία ενεργητικού	13 668	5 393	1 955	1 643	1 534	1 425	1 324
Σύνολο μη κυκλοφορούντος ενεργητικού	134 949	121 064	111 356	104 939	98 886	95 308	91 738
Σύνολο Ενεργητικού	295 021	331 365	324 395	334 179	344 564	355 180	365 714
Μετοχικό κεφάλαιο	177 732	199 594	199 794	213 820	228 367	243 132	258 099
Βραχυπρόθεσμος δανεισμός	658						
Προμηθευτές και εμπορικές υποχρεώσεις	43 882	55 050	56 255	56 255	56 255	56 255	56 255
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	12 971	18 664	18 719	18 840	19 028	19 227	19 426
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	57 511	73 714	74 974	75 095	75 283	75 482	75 681
Ενδοεταιρικός δανεισμός	20 000	20 000	16 000	12 000	8 000	4 000	
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού	10 340	10 089	10 089	10 089	10 089	10 089	10 089
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	12 865	12 082	8 003	7 989	7 989	7 989	7 989
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	16 573	15 885	15 535	15 185	14 836	14 487	13 856
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	59 778	58 056	49 627	45 263	40 914	36 565	31 934
Σύνολο Παθητικού	295 021	331 364	324 394	334 179	344 564	355 180	365 714

Σημείωση: Τα αποτελέσματα του 2009 είναι βασισμένα σε Αναφορές Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης της Διοίκησης (Management Accounts) σύμφωνα με τα ΔΠΧΠ και είναι πιθανό να διαφέρουν σε μικρό βαθμό από τις ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις. Όμοια, τα εκτιμώμενα μεγέθη του 2010 μπορεί να αποκλίνουν (όχι ουσιωδώς) από τις οικονομικές καταστάσεις που πρόκειται να δημοσιευθούν.

Προβλέψεις - Ισολογισμός

Ισολογισμός - Ελλάδα Σύνολο							
Ποσά σε ΕΥΡΩ '000	2009 - Ιστορικά	2010 - Εκτίμηση	2011	2012	2013	2014	2015
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	3 042	4 261	4 221	4 309	4 472	4 704	4 704
Πελάτες και λοιπές εμπορικές απαιτήσεις	19 953	19 406	19 406	19 406	19 406	19 406	19 406
Λοιπές απαιτήσεις	4 337	5 302	5 302	5 302	5 302	5 302	5 302
Αποθέματα	14 812	16 147	16 147	16 147	16 147	16 147	16 147
Λοιπά στοιχεία κυκλοφορούντος ενεργ.	3 742	14 259	410	410	410	410	410
Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού	45 885	59 375	45 486	45 574	45 737	45 969	45 969
Μακροπρόθεσμες απαιτήσεις							
Διεταιρικές απαιτήσεις (δάνειο)							
Επενδύσεις	101 807	101 807	101 807	101 807	101 807	101 807	101 807
Ακίνητα, εγκαταστάσεις και εξοπλισμός	17 847	17 223	17 252	17 266	17 266	17 266	17 266
Υπεραξία							
Αυλα περιουσιακά στοιχεία και λοιπά στοιχεία ενεργητικού	12 212	1 813	1 610	1 408	1 409	1 410	1 419
Σύνολο μη κυκλοφορούντος ενεργητικού	131 866	120 843	120 669	120 482	120 483	120 484	120 493
Σύνολο Ενεργητικού	177 751	180 218	166 155	166 056	166 220	166 453	166 462
Μετοχικό κεφάλαιο	117 836	123 140	116 201	120 099	124 245	128 459	132 732
Βραχυπρόθεσμος δανεισμός	658						
Προμηθευτές και εμπορικές υποχρεώσεις	15 930	15 308	15 308	15 308	15 308	15 308	15 308
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	7 105	7 515	7 515	7 515	7 515	7 515	7 515
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	23 692	22 822	22 822	22 822	22 822	22 822	22 822
Ενδοεταιρικός δανεισμός	20 000	20 000	16 000	12 000	8 000	4 000	
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού	9 868	9 502	9 502	9 502	9 502	9 502	9 502
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	5 735	3 915	774	760	760	760	760
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	620	838	855	873	891	910	646
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	36 223	34 255	27 131	23 135	19 153	15 172	10 908
Σύνολο Παθητικού	177 751	180 217	166 154	166 056	166 220	166 453	166 462

Προβλέψεις - Ισολογισμός

Ισολογισμός - BenCan Ελλάδας							
Ποσά σε ΕΥΡΩ '000	2009 - Ιστορικά	2010 - Εκτίμηση	2011	2012	2013	2014	2015
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα							
Πελάτες και λοιπές εμπορικές απαιτήσεις	•	•	•	•	•	•	•
Λοιπές απαιτήσεις	•	•	•	•	•	•	•
Αποθέματα	•	•	•	•	•	•	•
Λοιπά στοιχεία κυκλοφορούντος ενεργ.	•	•	•	•	•	•	•
Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού	•	•	•	•	•	•	•
Μακροπρόθεσμες απαιτήσεις							
Διεισπρακτικές απαιτήσεις	•	•	•	•	•	•	•
Επενδύσεις							
Ακίνητα, εγκαταστάσεις και εξοπλισμός	•	•	•	•	•	•	•
Άυλα περιουσιακά στοιχεία και λοιπά στοιχεία ενεργητικού	•						
Σύνολο μη κυκλοφορούντος ενεργητικού	•	•	•	•	•	•	•
Σύνολο Ενεργητικού	•	•	•	•	•	•	•
Μετοχικό κεφάλαιο	•	•	•	•	•	•	•
Βραχυπρόθεσμος δανεισμός							
Προμηθευτές και εμπορικές υποχρεώσεις	•	•	•	•	•	•	•
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	•	•	•	•	•	•	•
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	•	•	•	•	•	•	•
Διεισπρακτικές υποχρεώσεις	•	•	•	•	•	•	•
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού	•	•	•	•	•	•	•
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	•	•	•	•	•	•	•
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	•	•	•	•	•	•	•
Σύνολο Παθητικού	•	•	•	•	•	•	•

Προβλέψεις - Ισολογισμός

Ισολογισμός - FoodCan Ελλάδας							
Ποσά σε ΕΥΡΩ '000	2009 - Ιστορικά	2010 - Εκτίμηση	2011	2012	2013	2014	2015
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα							
Πελάτες και λοιπές εμπορικές απαιτήσεις	•	•	•	•	•	•	•
Λοιπές απαιτήσεις	•	•	•	•	•	•	•
Αποθέματα	•	•	•	•	•	•	•
Λοιπά στοιχεία κυκλοφορούντος ενεργ.	•	•	•	•	•	•	•
Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού	•	•	•	•	•	•	•
Μακροπρόθεσμες απαιτήσεις							
Διεταιρικές απαιτήσεις	•	•	•	•	•	•	•
Επενδύσεις							
Ακίνητα, εγκαταστάσεις και εξοπλισμός	•	•	•	•	•	•	•
Υπεραξία							
Άυλα περιουσιακά στοιχεία και λοιπά στοιχεία ενεργητικού	•	•	•	•	•	•	•
Σύνολο μη κυκλοφορούντος ενεργητικού	•	•	•	•	•	•	•
Σύνολο Ενεργητικού	•	•	•	•	•	•	•
Μετοχικό κεφάλαιο	•	•	•	•	•	•	•
Βραχυπρόθεσμος δανεισμός							
Προμηθευτές και εμπορικές υποχρεώσεις	•	•	•	•	•	•	•
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	•	•	•	•	•	•	•
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	•	•	•	•	•	•	•
Διεταιρικές υποχρεώσεις	•	•	•	•	•	•	•
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού	•	•	•	•	•	•	•
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	•	•	•	•	•	•	•
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	•	•	•	•	•	•	•
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	•	•	•	•	•	•	•
Σύνολο Παθητικού	•	•	•	•	•	•	•

Προβλέψεις - Ισολογισμός

Ισολογισμός - SSC							
Ποσά σε ΕΥΡΩ '000	2009 - Ιστορικά	2010 - Εκτίμηση	2011	2012	2013	2014	2015
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	•	•	•	•	•	•	•
Πελάτες και λοιπές εμπορικές απαιτήσεις	•	•	•	•	•	•	•
Λοιπές απαιτήσεις	•	•	•	•	•	•	•
Αποθέματα							
Λοιπά στοιχεία κυκλοφορούντος ενεργ.	•	•	•	•	•	•	•
Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού	•	•	•	•	•	•	•
Μακροπρόθεσμες απαιτήσεις							
Διεταιρικές απαιτήσεις	•	•	•				
Επενδύσεις	•	•	•	•	•	•	•
Ακίνητα, εγκαταστάσεις και εξοπλισμός	•	•	•	•	•	•	•
Υπεραξία							
Άυλα περιουσιακά στοιχεία και λοιπά στοιχεία ενεργητικού	•	•	•	•	•	•	•
Σύνολο μη κυκλοφορούντος ενεργητικού	•	•	•	•	•	•	•
Σύνολο Ενεργητικού	•	•	•	•	•	•	•
Μετοχικό κεφάλαιο	•	•	•	•	•	•	•
Βραχυπρόθεσμος δανεισμός	•						
Προμηθευτές και εμπορικές υποχρεώσεις	•	•	•	•	•	•	•
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	•	•	•	•	•	•	•
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	•	•	•	•	•	•	•
Μακροπρόθεσμος δανεισμός		•	•	•	•	•	•
Διεταιρικές υποχρεώσεις	•	•	•	•	•	•	•
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού	•	•	•	•	•	•	•
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	•	•	•	•	•	•	•
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	•	•	•	•	•	•	•
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	•	•	•	•	•	•	•
Σύνολο Παθητικού	•	•	•	•	•	•	•

Προβλέψεις - Ισολογισμός

Ισολογισμός - BenCan Ισπανίας							
Ποσά σε ΕΥΡΩ '000	2009 - Ιστορικά	2010 - Εκτίμηση	2011	2012	2013	2014	2015
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	79 900	106 111	124 932	141 046	157 321	171 283	185 387
Πελάτες και λοιπές εμπορικές απαιτήσεις	15 131	17 463	17 463	17 463	17 463	17 463	17 463
Λοιπές απαιτήσεις	7 410	4 703	1 303	1 303	1 303	1 303	1 303
Αποθέματα	11 405	22 847	22 847	22 847	22 847	22 847	22 847
Λοιπά στοιχεία κυκλοφορούντος ενεργ.	345	1 007	1 007	1 007	1 007	1 007	1 007
Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού	114 192	152 131	167 552	183 666	199 941	213 903	228 007
Μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	279	279	279	279	279	279	279
Διεταιρικές απαιτήσεις (δάνειο)	20 000	20 000	16 000	12 000	8 000	4 000	
Επενδύσεις							
Ακίνητα, εγκαταστάσεις και εξοπλισμός	52 463	47 476	45 178	43 057	41 113	41 644	42 080
Άυλα περιουσιακά στοιχεία και λοιπά στοιχεία ενεργητικού	1 456	3 580	345	235	125	15	
Σύνολο μη κυκλοφορούντος ενεργητικού	74 197	71 335	61 802	55 571	49 517	45 938	42 359
Σύνολο Ενεργητικού	188 389	223 466	229 354	239 237	249 458	259 841	270 366
Μετοχικό κεφάλαιο	138 433	154 991	162 130	172 259	182 660	193 211	203 905
Βραχυπρόθεσμος δανεισμός							
Προμηθευτές και εμπορικές υποχρεώσεις	27 957	40 947	40 947	40 947	40 947	40 947	40 947
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	5 866	11 149	11 204	11 325	11 513	11 712	11 911
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	33 824	52 096	52 151	52 272	52 460	52 659	52 859
Ενδοεταιρικός δανεισμός							
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού	472	587	587	587	587	587	587
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	7 130	8 168	7 230	7 230	7 230	7 230	7 230
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	8 530	7 624	7 256	6 888	6 521	6 153	5 786
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	16 132	16 378	15 073	14 705	14 338	13 970	13 603
Σύνολο Παθητικού	188 389	223 466	229 354	239 237	249 458	259 841	270 366

Παράρτημα 2: Περιγραφή Συγκρίσιμων Εταιρειών

Παράρτημα 2: Περιγραφή Συγκρίσιμων Εταιρειών

Εταιρεία	Περιγραφή
Ball Corporation	Η Ball Corporation (Ball) είναι προμηθευτής μεταλλικών και πλαστικών συσκευασιών για βιομηχανίες τροφίμων και ποτών και προϊόντων οικιακής χρήσης. Επίσης, η εταιρεία εμπορεύεται σύγχρονες τεχνολογίες και υπηρεσίες σε κρατικούς και εμπορικούς πελάτες μέσω των τμημάτων της αεροπορίας και άλλων τεχνολογιών (Ball Aerospace). Η εταιρεία παράγει επίσης εμπορευματοκιβώτια τροφίμων από σίδηρο και χάλυβα, δοχεία αεροζόλ από χάλυβα, πλαστικές φιάλες πολυπροπυλενίου και PET για ποτά και τρόφιμα, δοχεία χρωμάτων από χάλυβα και διακοσμητικά δοχεία από χάλυβα. Επίσης, η εταιρεία ασχολείται με τον αεροπορικό σχεδιασμό (Ball Aerospace), την ανάπτυξη και την παραγωγή συστημάτων αεροναυπηγικής. Η εταιρεία παράγει διαστημικά οχήματα, όργανα και αισθητήρες, ραδιοσυχνότητες και τεχνολογίες μικροκυμάτων, λύσεις διαχείρισης δεδομένων και ποικιλία εξελιγμένων τεχνολογιών και προϊόντων αεροπορίας. Η εταιρεία λειτουργεί σε πέντε τομείς: α) μεταλλικές συσκευασίες ποτών στην Αμερική και την Ασία, β) μεταλλικές συσκευασίες ποτών στην Ευρώπη, γ) μεταλλικές συσκευασίες για τρόφιμα μετάλλων και οικιακά προϊόντα στην Αμερική, δ) πλαστικές συσκευασίες στην Αμερική και ε) τομέας αεροπορίας και τεχνολογιών.
China Food Packing Inc Ltd	Η China Food Packing Inc Ltd είναι εταιρεία συμμετοχών με έδρα το Χονγκ Κονγκ. Στις 31 Μαρτίου 2010, η εταιρεία είχε τέσσερις θυγατρικές εταιρείες: Hebei Jiamei Plate-Printing & Can- making & Co. Ltd, Hengshui Jiamei Plate-Can- making & Co. Ltd, Sichuan Huaguan Food Co. Ltd και της G & Y (HK) Limited. Η εταιρεία, μέσω των θυγατρικών της, δραστηριοποιείται κυρίως στην κατασκευή δοχείων τριών μερών και συναφών προϊόντων, τα οποία περιλαμβάνουν δοχεία ποτών, κονσέρβες τροφίμων και αεροζόλ, καθώς και πάτους και επικασσιτερωμένους πάτους δοχείων από χάλυβα. Τα δοχεία τροφίμων και ποτών χρησιμοποιούνται για τη συσκευασία ποτών με πρωτεΐνη, ποτών με λαχανικά, κέτσαπ τομάτας, τροφίμων, αλεύρων και άλλα. Τα δοχεία αεροζόλ χρησιμοποιούνται για τη συσκευασία εντομοκτόνων, απορρυπαντικών, προϊόντων συντήρησης αυτοκινήτων και άλλα.
Sonoco Products Company	Η Sonoco Products Company (Sonoco) είναι παραγωγός βιομηχανικών και καταναλωτικών προϊόντων συσκευασίας και παροχέας υπηρεσιών συσκευασίας, με 312 γραφεία σε 35 χώρες. Η εταιρεία δραστηριοποιείται σε τέσσερις τομείς: συσκευασίες καταναλωτικών αγαθών, σωλήνες και σύρματα/χαρτί, υπηρεσίες συσκευασίας και άλλα. Κατά το έτος που έληξε στις 31 Δεκεμβρίου του 2008, η εταιρεία αγόρασε την Amtex Packaging, Inc, μια εταιρεία συσκευασιών, καθώς και τη VoidForm International Ltd, μια επιχείρηση κατασκευής σωλήνων. Τον Ιούλιο του 2010, η Sonoco απέκτησε την Associated Packaging Technologies, Inc.
Dominguez y Cia., S.A.	Η Dominguez & Cia SA είναι μια εταιρεία με έδρα την Βενεζουέλα με δραστηριότητα στην παραγωγή αλουμινίου, πλαστικών και δοχείων κασσίτερου. Η εταιρεία χωρίζεται σε τρία τμήματα: τα πλαστικά, τα αλουμινένια και τα μεταλλικά δοχεία. Λειτουργεί σε τοπικές και διεθνείς αγορές και ασχολείται με το εμπόριο και την πώληση των προϊόντων της σε επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στα τρόφιμα και στα ποτά καθώς και στα βιομηχανικά και φαρμακευτικά προϊόντα. Τα κύρια προϊόντα της είναι: δοχεία αεροζόλ, μεταλλικά βαρέλια, τύμπανα και κουβάδες, καθώς και δοχεία για τρόφιμα και ποτά, σκόνες καθαρισμού, χρώματα και εντομοκτόνα, καθώς και οι αντλίες φαρμακευτικών προϊόντων. Η εταιρεία ελέγχει την Inversiones DC Ven A.E., την Fabricantes de envases Plasticos A.E και την Desarrollos Urbanisticos La Quinta CA. Επίσης, κατέχει μερίδιο στη Dominguez Continental SA και στην Inversiones Piso Cinco CA. Την 31 Δεκεμβρίου 2010, ο πλειοψηφικός μέτοχος της εταιρείας ήταν η Inversiones 112 233 SL, με ποσοστό συμμετοχής 57,86%.

Παράρτημα 2: Περιγραφή Συγκρίσιμων Εταιρειών

Εταιρεία	Περιγραφή
Great China Metal Ind. Co., Ltd	Η Great China Metal Ind. Co., Ltd ασχολείται κυρίως με την κατασκευή και τη διανομή δοχείων. Η εταιρεία παρέχει δοχεία αλουμινίου, δοχεία σιδήρου, άκρα εύκολου ανοίγματος, κρυσταλοποιημένα από τερεφθαλκή πολυαιθυλενογλυκόλη μπουκάλια ανθεκτικά στη θερμότητα (heat –resistant crystallized polyethylene glycol terephthalate-PET), γραμμικές ταινίες χαμηλής πυκνότητας πολυαιθυλενίου (LLDPE) πλαστικά καλύμματα πολυπροπυλενίου (PP) και άλλα. Τα προϊόντα της κυρίως χρησιμοποιούνται στη συσκευασία της μπίρας, τσαγιού, καφέ, ποτού σόδας, χυμού φρούτων, αθλητικών ποτών, κρέατος σε κονσέρβες, κονσερβοποιημένων λαχανικών και άλλα. Για το έτος που έληξε στις 31 Δεκεμβρίου 2009, τα έσοδα της εταιρείας προήλθαν κατά περίπου 74% από τα δοχεία και κατά 14% από τα άκρα εύκολου ανοίγματος.
Hindustan Tin Works Limited	Η Hindustan Tin Works Limited (HTWL) έχει έδρα την Ινδία και παρασκευάζει μεγάλη ποικιλία δοχείων. Παρέχει λύσεις συσκευασίας για γαλακτοκομικά προϊόντα, βρώσιμα έλαια, τσάι, καφέ, λάδια κινητήρων, φάρμακα, φυτοφάρμακα, χημικά και για προϊόντα των βιομηχανιών χρωμάτων. Είναι επίσης κατασκευαστής λιθογραφημένων μεταλλικών δοχείων. Η εταιρεία δραστηριοποιείται σε δύο τομείς: την κατασκευή και την εμπορία. Η πρώτη κατηγορία περιλαμβάνει μεταλλικά δοχεία, εξαρτήματα και τυπωμένα φύλλα. Η εμπορία προϊόντων περιλαμβάνει την αγορά και πώληση λαμαρινών και αδειών Duty Entitlement Passbook, (DEPB). Η εταιρεία προσφέρει ποικιλία δοχείων, στρογγυλών και μακρόστενων. Κατά την 31 Μαρτίου του 2010, η εταιρεία συμμετέχει κατά 15% στην κοινοπραξία με την Rexam HTW Beverage Can (Ινδία) Limited.
Kian Joo Can Factory Berhad	Η Kian Joo Can Factory Berhad εδρεύει στην Μαλαισία και ασχολείται με την κατασκευή και τη διανομή δοχείων για κονσέρβες και τη διαχείριση των επενδύσεων της. Μέσω των θυγατρικών της, η εταιρεία δραστηριοποιείται σε πέντε τομείς: α) Διάφορα δοχεία, που περιλαμβάνουν την κατασκευή και διανομή τσίγκινων δοχείων, β) δοχεία αλουμινίου που περιλαμβάνει την παραγωγή και διανομή αλουμινίων δοχείων αποτελούμενων από δύο μέρη για ποτά, γ) κυματοειδή χαρτόνια που χρησιμοποιούνται στην παραγωγή και τη διανομή κυματοειδών χαρτοκιβώτιων fiberboard, δ) στην παροχή γενικών υπηρεσιών συσκευασίας, ε) τη σύναψη συμβάσεων για την παροχή υπηρεσιών συσκευασίας ανθρακούχων ποτών και γάλακτος σε σκόνη σε κατασκευαστές κάνοντας χρήση του εξοπλισμού της κ.ά. Τα προϊόντα της εταιρείας περιλαμβάνουν μπουκάλια από τερεφθαλικό πολυαιθυλένιο (PET), δοχεία αεροζόλ, δοχεία χημικών, δοχεία μελανιού, δοχεία λαδιών κινητήρα και άλλα. Επίσης, συμμετέχει σε μίσθωση ακινήτων και την παροχή υπηρεσιών πολιτικού μηχανικού.
National Can Industries Limited	Η National Can Industries Limited δραστηριοποιείται στην κατασκευή και πώληση προϊόντων και υπηρεσιών συσκευασίας, μεταξύ των οποίων: μεταλλικά δοχεία, βαρέλια και κουβάδες, πλαστικά δοχεία, πλαστικούς κουβάδες, καλύμματα, άκρα, φύλλα και διακοσμητικά από λευκοσίδηρο και αλουμίνιο. Τα προϊόντα κατασκευάζονται σε εργοστάσια στην Αυστραλία, στη Νέα Ζηλανδία, στην Παπούα Νέα Γουινέα και στα νησιά Φίτζι και πωλούνται για χρήση από ποικίλους κλάδους, συμπεριλαμβανομένων των χρωμάτων, αεροζόλ, τροφίμων, χημικών και ποτών, χονδρικού εμπορίου καθώς και σε αγορές εξωτερικού πολλών χωρών. Η εταιρεία έχει δύο επιχειρηματικές μονάδες: συσκευασίας NCI, η οποία δραστηριοποιείται στην κατασκευή μετάλλου και πλαστικού και παροχή υπηρεσιών Pacmetal, προμηθεύοντας διακοσμημένο, με ή χωρίς επικάλυψη από λευκοσίδηρο και αλουμίνιο, έτοιμο προς χρήση από τους τοπικούς και διεθνείς κατασκευαστές συσκευασιών. Η εταιρεία έχει τέσσερις τομείς δραστηριοποίησης: Αυστραλία, Νέα Ζηλανδία, Παπούα Νέα Γουινέα και τα Φίτζι.

Παράρτημα 2: Περιγραφή Συγκρίσιμων Εταιρειών

Εταιρεία	Περιγραφή
Rexam PLC	Η Rexam PLC είναι μια παγκόσμια εταιρεία συσκευασίας καταναλωτικών προϊόντων. Η εταιρεία κατασκευάζει δοχεία ποτών και διαφορετικά πλαστικά προϊόντα συσκευασίας, ενώ δραστηριοποιείται και στις ολοκληρωμένες υπηρεσίες συσκευασίας. Τα δοχεία ποτών της εταιρείας αποτελούνται από αλουμίνιο και χάλυβα για ποικιλία ποτών, όπως ανθρακούχα αναψυκτικά και μπίρες. Οι πλαστικές συσκευασίες αποτελούνται από άκαμπτο πλαστικό υλικό για τους πελάτες που δραστηριοποιούνται στους κλάδους υγείας, προσωπικής φροντίδας και στους κλάδους συσκευασίας πωμάτων. Στις 20 Φεβρουαρίου 2009, η εταιρεία απέκτησε το υπόλοιπο 50% της Rexam Pavis de CV, μιας μεξικάνικης επιχείρησης πλαστικής συσκευασίας. Τον Νοέμβριο 2009, η εταιρεία πούλησε την επιχείρηση πλαστικής φιάλης Retainer που δραστηριοποιείται στη Σουηδία και την Τσεχία. Τον Δεκέμβριο 2009, η εταιρεία πούλησε μια μικρή επιχείρηση πλαστικής συσκευασίας προϊόντων προσωπικής φροντίδας με έδρα το Sussex. Τον Μάιο 2009, η εταιρεία διέθεσε τη συμμετοχή της σε μια συνδεδεμένη επιχείρηση που κατασκευάζει πλαστικές συσκευασίες με έδρα το Μεξικό.
SEUNG IL Corporation	Η Seung IL Corporation είναι μια Κορεάτικη εταιρεία που ασχολείται με την παραγωγή δοχείων. Η εταιρεία κατασκευάζει δοχεία για αεροζόλ από λευκοσίδηρο, συμπεριλαμβανομένων δοχείων αλουμινίου, καπάκια και συναρμολογημένα δοχεία, πυθμένες και καπάκια για αεροζόλ και συστήματα βαλβίδας αερούματος καθώς και άλλους τύπους συσκευασιών. Τα προϊόντα της χρησιμοποιούνται για τη συσκευασία γεωργικών φαρμάκων, καλλυντικών, για πάστες κόκκινου πιπεριού, ελαίων, χρωμάτων, λιπαντικών ελαίων και άλλων βιομηχανικών προϊόντων. Η εταιρεία εξαγει δοχεία αεροζόλ από λευκοσίδηρο και υλικά για δοχεία διεθνώς.
Silgan Holdings Inc.	Η Silgan Holdings Inc (Silgan) είναι κατασκευαστής μεταλλικών και πλαστικών ειδών συσκευασίας καταναλωτικών αγαθών. Τα προϊόντα της Silgan περιλαμβάνουν α) δοχεία από χάλυβα και αλουμίνιο για ατομική χρήση και για αποθήκευση ζωοτροφών, β) μεταλλικά, συνθετικά και πλαστικά πώματα κενού για τρόφιμα και ποτά, γ) πλαστικούς σωλήνες και πώματα για προϊόντα προσωπικής φροντίδας, υγιεινής, φαρμακευτικά, οικιακά και βιομηχανικά προϊόντα, χημικά προϊόντα για αυτοκίνητα και ναυτικών οχημάτων. Επίσης, η εταιρεία αποτελεί παγκόσμιος κατασκευαστής μεταλλικών, σύνθετων και πλαστικών πωμάτων για τρόφιμα και ποτά για αεροστεγής συσκευασίες. Η εταιρεία διαθέτει 14 παραγωγικές εγκαταστάσεις που βρίσκονται στη Βόρεια Αμερική, Ευρώπη, Ασία και Νότια Αμερική. Η εταιρεία δραστηριοποιείται σε τρεις τομείς: μεταλλικά δοχεία για επιχειρήσεις τροφίμων, πώματα και μερικώς σε πλαστικά δοχεία.
Superior Multi-Packaging Limited	Η Superior Multi-Packaging Limited δραστηριοποιείται στην κατασκευή και πώληση μεταλλικών δοχείων και εύκαμπτων υλικών συσκευασίας. Διαθέτει δύο τμήματα: α) προϊόντα συσκευασίας, το οποίο ασχολείται με την κατασκευή μεταλλικών δοχείων και εύκαμπτων υλικών συσκευασίας και β) προϊόντα από ανοξείδωτο χάλυβα, το οποίο δραστηριοποιείται με την κατασκευή, την παραγωγή και την πώληση προϊόντων ανοξείδωτου χάλυβα. Τον Μάρτιο 2010, ίδρυσε μια 100% θυγατρική, την Superior Investments Holdings Pte. Ltd. Το Σεπτέμβριο 2010, η εταιρεία ίδρυσε μια 100% θυγατρική στη Μαχαράστρα της Ινδίας, την Superior Cans & Pails Containers (Pune) Private Limited.

Παράρτημα 2: Περιγραφή Συγκρίσιμων Εταιρειών

Εταιρεία	Περιγραφή
CROWN Holdings Inc	Η CROWN Holdings, Inc δραστηριοποιείται στο σχεδιασμό, την κατασκευή και την πώληση προϊόντων συσκευασίας για καταναλωτικά αγαθά. Τα κύρια προϊόντα της εταιρείας περιλαμβάνουν δοχεία από χάλυβα και αλουμίνιο για τρόφιμα, ποτά, οικιακά και άλλα καταναλωτικά προϊόντα, μεταλλικά άκρα κενού και καπάκια. Η εταιρεία λειτουργεί 136 μονάδες, με τμήματα πωλήσεων και εγκαταστάσεις παροχής υπηρεσιών σε 41 χώρες. Η εταιρεία είναι οργανωμένη σε τρία γεωγραφικά τμήματα: Αμερική, Ευρώπη και Ασία-Ειρηνικός. Το τμήμα της Αμερικής αποτελείται από το τμήμα των ποτών (Η.Π.Α., Καναδάς, Μεξικό και Νότια Αμερική) και το τμήμα τροφίμων της Βόρειας Αμερικής. Το επιχειρησιακό τμήμα της εταιρείας για την γεωγραφική περιοχή της Ευρώπης συμπεριλαμβάνει τα τρόφιμα, τα ποτά και τις ειδικές συσκευασίες για την Ευρώπη.

Παράρτημα 3: Περιγραφή Συγκρίσιμων Συναλλαγών

Παράρτημα 3: Περιγραφή Συγκρίσιμων Συναλλαγών

Σύνοψη Συναλλαγών

NOTIA KOPEA - Ο κ. Yu Taek Hwang (YH) απέκτησε το 5,67% του μετοχικού κεφαλαίου, ή 0.68 εκ. κοινές μετοχές της Daeryuk Can Co Ltd, μιας κατασκευάστριας εταιρείας μεταλλικών δοχείων για 3,57 δισ. Κορεατικά Γουόν (\$ 2,62 εκ. δολάρια) σε μετρητά, μετά από εμπιστευτικές διαπραγματεύσεις. Παράλληλα, ο YH απέκτησε το 5,28% των μετοχών της Hyundai Digital Technology Co Ltd.

ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ – Η Bennamou Pty Ltd αύξησε το ποσοστό της στο 12,59% από 6,6%, με περαιτέρω απόκτηση του 5,99% του μετοχικού κεφαλαίου, ή 4 εκ. κοινών μετοχών της National Can Industries Ltd, μιας εταιρείας παραγωγής και χονδρικής πώλησης μεταλλικών δοχείων και μεταλλικών φύλλων συσκευασίας προϊόντων, προς 1,6 Δολάρια Αυστραλίας ανά μετοχή (1,5 Δολάρια Αμερικής), συνολικής αξίας 6.4 εκ. Δολάρια Αυστραλίας (6.1 εκ. Δολάρια Αμερικής), σε μια ιδιωτικά διαπραγματευόμενη συναλλαγή.

ΑΙΓΥΠΤΟΣ - Η Rexam plc, εισηγμένη Αγγλική εταιρεία που δραστηριοποιείται στη συσκευασία καταναλωτικών προϊόντων, έχει συμφωνήσει να αποκτήσει την Ecanco, Αιγυπτιακή κατασκευαστή δοχείων για ποτά, με 107 εκ. Δολάρια Αμερικής σε μετρητά, συμπεριλαμβανομένων των δανειακών υποχρεώσεων.

ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ - Τον Μάιο του 2006, το Διοικητικό Συμβούλιο της Amcor Ltd (AL), εταιρείας κατασκευής και εμπορίου προϊόντων συσκευασίας χαρτιού, ολοκλήρωσε την εξαγορά 8,2 εκατ. κοινών μετοχών, ή περίπου 0,93% του συνολικού μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας, μέσω χρηματιστηριακής πράξης. Με βάση την τιμή κλεισίματος της μετοχής της AL που ήταν 6,95 Δολάρια Αυστραλίας (5,22 Δολάρια Αμερικής), στις 24 Ιανουαρίου, την τελευταία διαπραγματεύσιμη μέρα πριν από την ανακοίνωση της έγκρισης του Διοικητικού Συμβουλίου, η εξαγορά ανήλθε σε 56,9 εκ. Δολάρια Αυστραλίας (42,8 εκ. Δολάρια Αμερικής) σε μετρητά.

ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ - Η Ardagh Glass Group plc, Ιρλανδική εταιρεία κατασκευής γυαλιού, απέκτησε την επιχειρηματική δραστηριότητα κατασκευής γυαλιού της Rexam PLC (εισηγμένη εταιρεία με έδρα την Αγγλία με κύρια δραστηριότητα τη συσκευασία καταναλωτικών προϊόντων) με καταβολή μετρητών ύψους EYPΩ 660 εκ. χωρίς να ληφθούν υπόψη το χρέος και τα ταμειακά διαθέσιμα. Η Ardagh χρηματοδότησε την εξαγορά μέσω ενός εγγυημένου δανείου ύψους EYPΩ 338 εκ. από μία κοινοπραξία τραπεζών με επικεφαλής την Anglo Irish Bank, με ενδιάμεση χρηματοδότηση ύψους EYPΩ 300 εκ. από τη Citigroup, EYPΩ 10 εκ. από δικαιώματα μετοχών και EYPΩ 40 εκ. από διαθέσιμα μετρητά). Η Ardagh σύναψε σύμβαση για κεφάλαιο κίνησης ανακυκλούμενης πίστωσης, ύψους EYPΩ 150 εκ. με την Anglo Irish Bank.

ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ - Η Ardagh Glass Ltd, εταιρεία κατασκευής γυαλιού στο Ηνωμένο Βασίλειο, εξαγόρασε τη Rexam Glass Barnsley Ltd, επιχειρηματική μονάδα συσκευασίας γυαλιού με έδρα το Ηνωμένο Βασίλειο, από τη Rexam PLC, εισηγμένη εταιρεία στο Ηνωμένο Βασίλειο που δραστηριοποιείται στη συσκευασία καταναλωτικών αγαθών, έναντι τιμήματος 50 εκ. Λίρες Αγγλίας (EYPΩ 73 εκ.) σε μετρητά.

ΜΕΞΙΚΟ - Η Rexam plc, η διεθνής εταιρεία συσκευασίας καταναλωτικών αγαθών, εξαγόρασε το υπολειπόμενο 50% του μετοχικού κεφαλαίου της Vitro-American National Can SA de CV (VanCan), που δραστηριοποιείται στην κατασκευή μεταλλικών δοχείων για ποτά με έδρα το Μεξικό, από την κοινοπραξία (Joint Venture Partner) της Vitro SA de CV, εταιρεία με έδρα το Μεξικό που δραστηριοποιείται στην κατασκευή και την προμήθεια γυαλιού, προς 26,5 εκ. Δολάρια Αμερικής (EYPΩ 22 εκ.) μη συμπεριλαμβανομένου του χρέους και των μετρητών και αφού ληφθούν υπ' όψιν συγκεκριμένες προσαρμογές.

ΔΑΝΙΑ – Η Rexam plc, εταιρεία συσκευασίας καταναλωτικών προϊόντων με έδρα το Ηνωμένο Βασίλειο, υπέγραψε δεσμευτική προσφορά για την απόκτηση του συνόλου των μετοχών της Glas Moerdijk BV, ολλανδικής εταιρείας εμφιάλωσης, από την Heineken NV, ολλανδική εταιρεία ζυθοποιίας, προς EYPΩ 43 εκ., συμπεριλαμβανομένων των δανείων.

Παράρτημα 3: Περιγραφή Συγκρίσιμων Συναλλαγών

Σύνοψη Συναλλαγών

ΒΡΑΖΙΛΙΑ – Η Rexam PLC, Αγγλική εταιρεία συσκευασίας καταναλωτικών προϊόντων, ανακοίνωσε την εξαγορά του 89% του μετοχικού κεφαλαίου της Latasa, η οποία αποτελεί κατασκευαστή και προμηθευτή δοχείων από αλουμίνιο για ποτά με έδρα τη Βραζιλία, για περίπου 185 εκ. Λίρες Αγγλίας (ΕΥΡΩ 270 εκ.), συμπεριλαμβανομένου του χρέους της εταιρείας.

ΓΕΡΜΑΝΙΑ - Η Rexam plc, όμιλος με έδρα το Ηνωμένο Βασίλειο που δραστηριοποιείται στη συσκευασία, εκτύπωση και στα προϊόντα συσκευασίας με επένδυση, συμφώνησε να εξαγοράσει τη Nienburger Glas GmbH, μια γερμανική κατασκευαστική εταιρεία γυάλινης φιάλης, προς 68εκ. Λίρες Αγγλίας (ΕΥΡΩ 108 εκ.), συμπεριλαμβανομένων των δανειακών υποχρεώσεων.

ΗΝΩΜΕΝΕΣ ΠΟΛΙΤΕΙΕΣ – Η Ball Corporation, μια Αμερικάνικη εταιρεία που κατασκευάζει και προμηθεύει μεταλλικά και πλαστικά είδη συσκευασίας, έχει συμφωνήσει να εξαγοράσει τη Schmalbach-Lubeca AG, γερμανική εταιρεία συσκευασίας, από την AV Συσκευασία GmbH, μια νέα εταιρεία με έδρα τη Γερμανία που έχει συσταθεί για την απόκτηση των μετοχών σε διασπορά (free float) της Schmalbach Lubeca και της E. ON AG, γερμανικής εταιρείας που δραστηριοποιείται στον κλάδο της ηλεκτρικής ενέργειας και της ύδρευσης, έναντι τιμήματος ύψους ΕΥΡΩ 922,3 εκ. σε μετρητά.

ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ - Η RPC Group Plc, εισηγμένη εταιρεία στο Ηνωμένο Βασίλειο, η οποία δραστηριοποιείται στις συσκευασίες άκαμπτων πλαστικών, απέκτησε δύο παραγωγικές μονάδες της Risdon από τη CROWN Holdings Inc, εισηγμένη εταιρεία στις ΗΠΑ που κατασκευάζει προϊόντα συσκευασίας, έναντι τιμήματος ΕΥΡΩ 5,7 εκ.

ΙΣΠΑΝΙΑ - Η Διοίκηση της Mivisa Envases, SAU, Ισπανικής εταιρείας που κατασκευάζει μεταλλικά δοχεία συσκευασίας, συμφώνησε να εξαγοράσει την εταιρεία (management buyout) με την υποστήριξη της Blackstone Group Holdings LLC, μιας εισηγμένης εταιρείας ιδιωτικών κεφαλαίων στις ΗΠΑ, και της N +1 Capital Privado SGECR, SAU, Ισπανικής εταιρείας ιδιωτικών κεφαλαίων, από τη CVC Capital Partners Limited, εταιρεία ιδιωτικών κεφαλαίων στο Ηνωμένο Βασίλειο, αντί τιμήματος ύψους περίπου ΕΥΡΩ 850 εκ. Η συναλλαγή τελεί υπό την έγκριση των ευρωπαϊκών αρχών ανταγωνισμού, η αίτηση της οποίας έγινε τον Ιανουάριο του 2011, και αναμένεται να ολοκληρωθεί στο δεύτερο εξάμηνο του 2011.

ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ - Η Διοίκηση της Allied Glass Containers Limited, κατασκευάστριας εταιρείας γυάλινων δοχείων για τον κλάδο των οινόπνευματων ποτών στο Ηνωμένο Βασίλειο, εξαγόρασε την εταιρεία σε μια συναλλαγή Management buyout, που υποστηρίχτηκε από την Barclays Private Equity Limited, εταιρεία ιδιωτικών κεφαλαίων από τη Close Brothers εταιρεία ιδιωτικών κεφαλαίων με έδρα το Ηνωμένο Βασίλειο, έναντι 75 εκ. Λίρες Αγγλίας (ΕΥΡΩ 91 εκ.). Σύμφωνα με τους όρους της συμφωνίας, η Barclays έχει αποκτήσει κατ'εκτίμηση το 55% των μετοχών και πραγματοποιήσει μετοχική επένδυση ύψους 29.5 εκ. Λίρες Αγγλίας.

ΗΝΩΜΕΝΕΣ ΠΟΛΙΤΕΙΕΣ - Η Bemis Company Inc, εισηγμένη εταιρεία στις ΗΠΑ που δραστηριοποιείται στη κατασκευή ευέλικτων προϊόντων συσκευασίας και ευαίσθητων στην πίεση υλικών που χρησιμοποιούνται για τις ετικέτες, τη διακόσμηση και τη σήμανση, έχει συμφωνήσει να εξαγοράσει την Alcan Packaging Food Americas, επιχείρηση με έδρα τις ΗΠΑ που κατασκευάζει υλικά συσκευασίας τροφίμων, από τη Rio Tinto Plc, εισηγμένη μεταλλευτική εταιρεία με έδρα το Ηνωμένο Βασίλειο, έναντι συνολικού τιμήματος 1,2 δισ. Δολάρια Αμερικής (ΕΥΡΩ 858 εκ.)

Παράρτημα 3: Περιγραφή Συγκρίσιμων Συναλλαγών

Σύνοψη Συναλλαγών

ΙΤΑΛΙΑ –Η GCL Holdings, εταιρεία που δημιουργήθηκε από την DLJ Merchant Bank, εταιρεία ιδιωτικών κεφαλαίων της Credit Suisse First Boston, ανακοίνωσε προαιρετική δημόσια προσφορά για τη Guala Closures Spa, έναν όμιλο με έδρα στην Ιταλία που δραστηριοποιείται στην συσκευασία ποτών. ΔΟΜΗ: Η συναλλαγή διενεργήθηκε μέσω προαιρετικής δημόσιας πρότασης. ΟΡΟΙ: Οι μέτοχοι της Guala έλαβαν ΕΥΡΩ 4,30 ανά μετοχή σε μετρητά. Η προσφορά αποτιμά το σύνολο του μετοχικού κεφαλαίου της Guala στα ΕΥΡΩ 290 εκ. Αντιπροσωπεύει ένα 4,88% premium στη τιμή κλεισίματος της μετοχής της Guala (ΕΥΡΩ 4,10) στις 16 Ιουνίου 2008, την τελευταία ημέρα διαπραγμάτευσης πριν από την ανακοίνωση της προσφοράς. ΠΡΟΥΠΟΘΕΣΕΙΣ: Σχετική ρυθμιστική έγκριση και ελάχιστη θετική αποδοχή από τα 2/3 των μετόχων της Guala. Στις 19 Σεπτεμβρίου 2008 η προσφορά της GCL Holdings ολοκληρώθηκε με την απόκτηση του 97,28% των προσφερόμενων μετοχών.

ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ – Η Impress Group BV, εταιρεία κατασκευής μεταλλικών συστημάτων συσκευασίας με έδρα την Ολλανδία, συμφώνησε την εξαγορά των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων των μεταλλικών δοχείων για τρόφιμα και αεροζόλ της Amcor Limited, εισηγμένης Αυστραλιανής εταιρείας που κατασκευάζει δοχεία συσκευασίας, υλικά συσκευασίας από ίνες, χαρτοπολτός και προϊόντα χαρτιού, χάρτινα δοχεία, δοχεία αεροζόλ από χάλυβα και πλαστικά μπουκάλια, έναντι τιμήματος 150 εκ. Δολάρια Αυστραλίας (122,75 εκ. Δολάρια Αμερικής ή ΕΥΡΩ 90 εκ.)

ΠΟΛΩΝΙΑ - Η Impress Group BV, η Ολλανδική εταιρεία που δραστηριοποιείται στις μεταλλικές συσκευασίες και προμηθεύει αεροζόλ από χάλυβα, συμφώνησε να εξαγοράσει τη PAK Sp. z.o.o, Πολωνική εταιρεία που δραστηριοποιείται στη μεταλλική συσκευασία, παράγοντας μεταλλικά δοχεία και κάδους για την βιομηχανία χρωμάτων και βερνικιών, έναντι τιμήματος ύψους ΕΥΡΩ 9 εκ.

Παράρτημα 4: Εκτίμηση συντελεστή βήτα

Παράρτημα 4: Εκτίμηση συντελεστή βήτα

Εκτίμηση του μη μοχλευμένου συντελεστή βήτα							
Ποσά σε ΕΥΡΩ εκ. Εταιρεία	Χώρα	Μοχλευμένο βήτα	Καθαρός δανεισμός	Κεφαλαιοποίηση	Δανεισμός / Ίδια Κεφάλαια	Φορολογικός Συντελεστής	Μη μοχλευμένο βήτα
BALL CORPORATION	Η.Π.Α.	0.61	1,939	4,091	47.4%	40.0%	0.47
SONOCO PRODUCTS COMPANY	Η.Π.Α.	0.99	351	2,506	14.0%	40.0%	0.91
DOMINGUEZ Y CIA SA	Βενεζουέλα	0.62	35	14	250.3%	34.0%	0.23
GREAT CHINA METAL INDUSTRY CO LTD	Ταϊβάν	0.75	(39)	215	(18.3%)	17.0%	0.88
HINDUSTAN TIN WORKS LIMITED	Ινδία	1.33	10	16	57.6%	34.0%	0.96
KIAN JOO CAN FACTORY	Μαλαισία	0.65	22	158	13.8%	25.0%	0.59
NATIONAL CAN INDUSTRIES LIMITED	Αυστραλία	0.62	(25)	59	(41.8%)	30.0%	0.88
REXAM PLC	Ηνωμένο Βασίλειο	0.78	2,284	3,255	70.2%	28.0%	0.52
SEUNG IL	Κορέα	0.92	(9)	23	(40.7%)	24.2%	1.33
SILGAN HOLDINGS INC	Η.Π.Α.	0.45	522	1,860	28.1%	40.0%	0.39
SUPERIOR MULTI PACKAGING LIMITED	Σιγκαπούρη	1.01	18	12	151.7%	17.0%	0.45
CROWN HOLDINGS	Η.Π.Α.	0.61	2,302	3,561	64.6%	40.0%	0.44
Μέσος Όρος							0.67

Παράρτημα 5: Πηγές πληροφόρησης

Παράρτημα 5: Πηγές πληροφόρησης

Οι ακόλουθες πηγές πληροφόρησης χρησιμοποιήθηκαν από την KPMG στο πλαίσιο της αποτίμησης της CROWN Hellas Can:

- Ελεγμένες ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις της Εταιρείας για τα έτη 2007, 2008, 2009 και οι αντίστοιχες σημειώσεις του ορκωτού ελεγκτή.
- Αυτόνομες οικονομικές καταστάσεις για τα έτη 2007, 2008, 2009 για την CROWN Hellas Can Beverage, CROWN Hellas Can Food, CROWN Hellas Athens Head Office and CROWN Bevcana Espana S.L.
- Ισοζύγιο με ημερομηνία 31 Δεκεμβρίου 2010
- Ενδιάμεσες οικονομικές καταστάσεις με ημερομηνία 30 Σεπτεμβρίου 2010.
- Μη ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις για το 2010, τόσο ενοποιημένες όσο και κατά επιχειρηματική δραστηριότητα, οι οποίες χορηγήθηκαν από την Διοίκηση της Εταιρείας.
- Προβλεπόμενες οικονομικές καταστάσεις για την περίοδο 2011-2015, τόσο ενοποιημένες όσο και κατά επιχειρηματική δραστηριότητα, οι οποίες χορηγήθηκαν από την Διοίκηση της Εταιρείας.
- Ανάλυση πωλήσεων και μικτού κέρδους ανά γεωγραφική περιοχή (Ελλάδα/ Ισπανία) και ανά κατηγορία προϊόντος.
- Ανάλυση καταμερισμού εξόδων σε κόστος πωληθέντων, έξοδα διοίκησης & διάθεσης και λοιπά έξοδα (31/12/2009, 30/09/2010)
- Περιγραφή και αντίστοιχα χρηματικά ποσά ενδοεταιρικών συναλλαγών για το 2009.
- Ανάλυση μεταχρονολογημένων επιταγών.
- Ανάλυση της πιστωτικής πολιτικής για τους τρεις (3) μεγαλύτερους πελάτες (όροι πληρωμής, συνέπεια στους όρους πληρωμής)

Παράρτημα 5: Πηγές πληροφόρησης

- Ημέρες διατήρησης αποθεμάτων
- Ανάλυση υποχρεώσεων
- Ανάλυση των κύριων προμηθευτών
- Σύνοψη των μη ελεγμένων λογιστικών διαφορών
- Πρόβλεψη για ανείσπρακτες οφειλές, ανάλυση επισφαλών απαιτήσεων
- DATAMONITOR
- Thomson Financial Services
- ONESOURCE INFORMATION SERVICES INC
- Thomson Reuters
- Factiva
- Βάση του καθηγητή Damodaran
- Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα
- Πληροφορίες δημοσιευμένες στην ιστοσελίδα της Εταιρείας

Συμπληρωματικά, πραγματοποιήσαμε συναντήσεις με την Διοίκηση της CROWN Hellas Can στις οποίες συζητήθηκε η ιστορική οικονομική πορεία της Εταιρείας καθώς και οι προοπτικές ανάπτυξης για το μέλλον. Επίσης, επισκεφτήκαμε το εργοστάσιο της Εταιρείας στην Κόρινθο ώστε να παρακολουθήσουμε από κοντά την παραγωγική διαδικασία.



© 2011 KPMG Ορκωτοί Ελεγκτές ΑΕ, Ελληνική Ανώνυμη Εταιρεία και μέλος του δικτύου ανεξάρτητων εταιρειών-μελών της KPMG συνδεδεμένων με την KPMG International Cooperative ("KPMG International"), ενός Ελβετικού νομικού προσώπου. Με την επιφύλαξη κάθε δικαιώματος. Τυπώθηκε στην Ελλάδα.

The KPMG name, logo and "cutting through complexity" are registered trademarks or trademarks of KPMG International Cooperative ("KPMG International").

