



Έκθεση Αποτίμησης

ΣΙΔΗΡΕΜΠΟΡΙΚΗ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΣΙΔΜΑ Α.Ε.

ΚΑΙ

Μπήτρος Μεταλλουργική ΑΕΒΕ [Εμπορικός Κλάδος]

Ημερομηνία Αναφοράς: 31 Δεκεμβρίου 2019

Η BDO Ορκωτοί Ελεγκτές ΑΕ, μία ελληνική ανώνυμη εταιρία, είναι μέλος της BDO International Limited, εταιρίας περιορισμένης ευθύνης που εδρεύει στο Ηνωμένο Βασίλειο, και αποτελεί μέλος του διεθνούς δικτύου ανεξάρτητων εταιριών - μελών της BDO.

BDO είναι η εμπορική επωνυμία για το δίκτυο της BDO και για καθεμιά από τις εταιρίες - μέλη της.

Αυστηρώς Εμπιστευτικό

27 Απριλίου 2020

Προς το Διοικητικό Συμβούλιο της
ΣΙΔΗΡΕΜΠΟΡΙΚΗ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΣΙΔΜΑ Α.Ε.
Βασιλέως Γεωργίου 30, 152 33 Χαλάνδρι

Θέμα: Αποτίμηση της ΣΙΔΜΑ ΑΕ και του επιχειρηματικού κλάδου (business unit) εμπορίας της Μπήτρος Μεταλλουργική ΑΕΒΕ

Αξιότιμοι Κύριοι,

Κατόπιν αιτήσεώς σας, ανατέθηκε στην BDO Ορκωτοί Ελεγκτές ΑΕ ('BDO') να εκτιμήσει την αποδιδόμενη αξία στους μετόχους (equity value) της εταιρείας ΣΙΔΗΡΕΜΠΟΡΙΚΗ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΣΙΔΜΑ Α.Ε., καθώς της επιχειρηματικής μονάδας (business unit) της Μπήτρος Μεταλλουργική ΑΕΒΕ, που συνίσταται σε συγκεκριμένα περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις. Ως ημερομηνία αναφοράς ορίστηκε η 31 Δεκεμβρίου 2019. Η συγκεκριμένη εργασία αποτίμησης, αναλήφθηκε στο πλαίσιο που απαιτείται από τον κανονισμό του Χρηματιστηρίου Αθηνών και, συγκεκριμένα, τα άρθρα 4.1.3.13.3 και 4.1.3.13.4 του κανονισμού, προκειμένου να συνταχθεί γνωμοδότηση για το εύλογο, δίκαιο και λογικό (fairness opinion) της σχέσης ανταλλαγής των μετοχών που θα προκύψει από κατά την εισφορά στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού της επιχειρηματικής μονάδας (business unit) εμπορίας και επεξεργασίας χαλυβουργικών προϊόντων της ΜΠΗΤΡΟΣ ΜΕΤΑΛΛΟΥΡΓΙΚΗ Α.Ε.Β.Ε. στην ΣΙΔΗΡΕΜΠΟΡΙΚΗ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΣΙΔΜΑ Α.Ε.. Με δεδομένο ότι η εργασία αυτή

πραγματοποιήθηκε για συγκεκριμένο σκοπό, δεν πρέπει να χρησιμοποιείται σε άλλο πλαίσιο αναφοράς.

Στην έκθεση που ακολουθεί, παρουσιάζεται περίληψη της άσκησης αποτίμησης, καθώς και μία περιγραφή της μεθοδολογίας και των διαδικασιών που χρησιμοποιήθηκαν και των παραγόντων που λήφθηκαν υπόψη στη διαμόρφωση τη γνώμης μας. Επιπλέον, γίνεται αναφορά στις πηγές πληροφόρησης και σε περιοριστικούς παράγοντες, που πρέπει να λαμβάνονται υπόψη.

Όλα τα ποσά στην παρούσα έκθεση είναι σε Ευρώ χιλιάδες (€'000), εκτός εάν αναφέρεται διαφορετικά.

Με βάση την ανάλυσή μας, εκτιμούμε ότι η αξία που αποδίδεται στους μετόχους για κάθε επί μέρους επιχειρηματική μονάδα που αξιολογήθηκε, μπορεί εύλογα να θεωρηθεί ότι είναι:

Επιχειρηματική Μονάδα	Αξία Αποτίμησης €'000
ΣΙΔΜΑ ΑΕ	13.828
Μπήτρος Μεταλλουργική ΑΕΒΕ (Επιχειρηματική Μονάδας Εμπορίας - Περιουσιακά Στοιχεία και Υποχρεώσεις)	4.594

Με εκτίμηση,
Για την BDO Ορκωτοί Ελεγκτές ΑΕ

Αντώνιος Ι. Αναστασόπουλος
Ορκωτός Ελεγκτής Λογιστής

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Περιεχόμενα	3
Περιγραφή και Όροι της Ανάθεσης	4
Πηγές Πληροφόρησης	5
Περιγραφή των Επιχειρηματικών Μονάδων	6
Μεθοδολογία Αποτίμησης	10
Παραδοχές Αποτίμησης	14
Αποτελέσματα Αποτίμησης	18
Σύνοψη Αποτίμησης	24
Παραδοχές και Περιοριστικοί Παράγοντες	25
Παραρτήματα	27
Παράρτημα 1 - Πληροφορίες που Σχετίζονται με την Εκτίμηση Αξίας της ΣΙΔΜΑ	
Παράρτημα 2 - Πληροφορίες που Σχετίζονται με την Εκτίμηση Αξίας του Κλάδου Εμπορίας της Μπήτρος Μεταλλουργική ΑΕΒΕ (Επιχειρηματική Μονάδα)	
Παράρτημα 3 - Γνωμοδότηση κατ' άρθρο 4.1.3.13.3 και 4.1.3.13.4 του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών επί της σχέσης ανταλλαγής μετοχών της ΣΙΔΗΡΕΜΠΟΡΙΚΗ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΣΙΔΜΑ Α.Ε. στο πλαίσιο αύξησης μετοχικού κεφαλαίου της ΣΙΔΗΡΕΜΠΟΡΙΚΗ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΣΙΔΜΑ Α.Ε. που περιλαμβάνει στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού της Μπήτρος Μεταλλουργική ΑΕΒΕ	

ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΚΑΙ ΌΡΟΙ ΤΗΣ ΑΝΑΘΕΣΗΣ

Την 15 Απριλίου 2020 υπεγράφη το Ιδιωτικό Συμφωνητικό τροποποίησης του από 8 Μαΐου 2019 Μνημονίου Συμφωνίας Πλαισίου (ΜοΥ) μεταξύ της εταιρείας ΜΠΗΤΡΟΣ ΜΕΤΑΛΛΟΥΡΓΙΚΗ Α.Ε.Β.Ε., 100% θυγατρικής της ΜΠΗΤΡΟΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ ΑΕ και της ΣΙΔΗΡΕΜΠΟΡΙΚΗ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΣΙΔΜΑ Α.Ε., καθώς και των βασικών μετόχων και των βασικών πιστωτών τους.

Στο προαναφερόμενο πλαίσιο συμφωνήθηκε η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της ΣΙΔΗΡΕΜΠΟΡΙΚΗ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΣΙΔΜΑ Α.Ε. («ΣΙΔΜΑ» ή ο «Εντολέας») με εισφορά στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού της επιχειρηματικής μονάδας (business unit) εμπορίας και επεξεργασίας χαλυβουργικών προϊόντων της ΜΠΗΤΡΟΣ ΜΕΤΑΛΛΟΥΡΓΙΚΗ Α.Ε.Β.Ε. («ΜΠΗΜ») σύμφωνα με το Άρθρο 17 του Ν.4548/18, από κοινού στο εξής οι «Επιχειρηματικές Μονάδες».

Η εν λόγω εισφορά πραγματοποιείται στο πλαίσιο πρότασης λειτουργικής και χρηματοοικονομικής αναδιάρθρωσης που έχει υποβληθεί από τους πιστωτές.

Η διοίκηση του Εντολέα (η «Διοίκηση») ανέθεσε στην εταιρεία BDO Ορκωτοί Ελεγκτές ΑΕ («BDO», «Σύμβουλος» ή ο «Εμπειρογνώμων») την προετοιμασία μελέτης γνωμοδότησης (η «Γνωμοδότηση») για το εύλογο, δίκαιο και λογικό (fairness opinion) της σχέσης ανταλλαγής των μετοχών των Επιχειρηματικών Μονάδων – κατ' άρθρο 4.1.3.13.3 και 4.1.3.13.4 του Κανονισμού Χ.Α.

Για την υλοποίηση της συγκεκριμένης εργασίας έγινε χρήση κατάλληλων μεθόδων αποτίμησης, προκειμένου να εκτιμηθεί η εύλογη αξία που αναλογεί στους μετόχους κάθε επιχειρηματικής μονάδας, με ημερομηνία αναφοράς την 31 Δεκεμβρίου 2019. Συνεπώς, η εργασία

πραγματοποιήθηκε με σκοπό τη διαμόρφωση άποψης αναφορικά με αξία του συνόλου (100%) των κοινών μετοχών κάθε επιχειρηματικής μονάδας. Για σκοπούς αποτίμησης της αξίας τω ιδίων κεφαλαίων, η αξία που αποδίδεται είναι η εύλογη αξία, η οποία ορίζεται ως:

“Η τιμή στην οποία οι υποκείμενες μετοχές θα άλλαζαν χέρια μεταξύ ενός πρόθυμου πωλητή και ενός πρόθυμου αγοραστή, όταν κανείς από τους δύο δε λειτουργεί υπό πίεση να πραγματοποιήσει τη συναλλαγή και τα δύο μέρη έχουν εύλογη γνώση των συνθηκών της συναλλαγής.”

Οι διαδικασίες που ακολουθήθηκαν βασίζονται σε γενικά παραδεκτή μεθοδολογία. Αξιολογήθηκαν και λήφθηκαν υπόψη παράγοντες που περιλαμβάνουν, όχι περιοριστικά, τα ακόλουθα:

- ⇒ Τη φύση των δραστηριοτήτων, τους σχετιζόμενους κινδύνους, ιστορική εξέλιξη βασικών χρηματοοικονομικών μεγεθών και μελλοντικές εκτιμήσεις.
- ⇒ Τη γενική οικονομική κατάσταση, τη θέση των επιχειρηματικών μονάδων στον κλάδο, καθώς και τον ρόλο του κλάδου στην ευρύτερη οικονομία.
- ⇒ Τη γενική οικονομική κατάσταση των επιχειρηματικών μονάδων.
- ⇒ Την ιστορικότητα αποτελεσμάτων και την ικανότητα παραγωγής κερδών των επιχειρηματικών μονάδων.
- ⇒ Την εκτίμηση για μελλοντική ανάπτυξη και αποδοτικότητα των επιχειρηματικών μονάδων.
- ⇒ Την αγοραία αξία μετοχών εταιρειών με παρόμοιο αντικείμενο δραστηριότητας.
- ⇒ Άλλες συνθήκες ή παράγοντες που κρίνονται σημαντικοί στη ευρύτερη διαμόρφωση της αξίας.

ΠΗΓΕΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ

Η εργασία αποτίμησης και η σχετιζόμενη με αυτή εργασία γνωμοδότησης, βασίστηκε στη χρήση ορισμένων πληροφοριών και στοιχείων συμπεριλαμβανομένων των παρακάτω:

- ✓ Επιχειρηματικά σχέδια ή / και μακροπρόθεσμες χρηματοοικονομικές προβλέψεις των Επιχειρηματικών Μονάδων, τα οποία δόθηκαν στον Σύμβουλο από τη Διοίκηση.
- ✓ Εκτιμήσεις αποτίμησης των πάγιων περιουσιακών στοιχείων της ΣΙΔΜΑ τα οποία έχουν χαρακτηριστεί ως διαθέσιμα προς πώληση, τα οποία δόθηκαν στον Σύμβουλο από τη Διοίκηση.
- ✓ Οι ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις της 31 Δεκεμβρίου 2018 και 2017 των ΣΙΔΜΑ και ΜΠΗΜ
- ✓ Οι δημοσιευμένες ενδιάμεσες συνοπτικές οικονομικές καταστάσεις της 30 Ιουνίου 2019 καθώς και σχέδιο των οικονομικών καταστάσεων της 31 Δεκεμβρίου 2019 της ΣΙΔΜΑ
- ✓ Ο άτυπος (pro-forma) καθαρός δανεισμός της 31 Δεκεμβρίου 2019 της ΣΙΔΜΑ και της ΜΠΗΜ, τα οποία δόθηκαν στον Σύμβουλο από τη Διοίκηση.
- ✓ Εταιρικές παρουσιάσεις των Επιχειρηματικών Μονάδων, οι οποίες είναι διαθέσιμες στις ιστοσελίδες των ΣΙΔΜΑ ΑΕ και ΜΠΗΤΡΟΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ ΑΕ
- ✓ Aswath Damodaran, Stern School of Business / New York University (pages.stern.nyu.edu/~adamodar/)

- ✓ Μακροοικονομικά μεγέθη από ιστοσελίδες και βάσεις δεδομένων που χρησιμοποιούνται ευρέως για σκοπούς αποτίμησης εταιρειών.

Η αποτίμηση των Επιχειρηματικών Μονάδων και ο προσδιορισμός της σχέσης ανταλλαγής των μετοχών τους, βασίστηκε στην πληροφόρηση που περιγράφεται παραπάνω, καθώς και σε πρόσθετες πληροφορίες και στοιχεία που αντλήθηκαν από προφορικές και γραπτές επικοινωνίες με στελέχη της Διοίκησης, η οποία μας διαβεβαίωσε αναφορικά με την πληρότητα και ακρίβεια των στοιχείων και πληροφοριών.

ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΜΟΝΑΔΩΝ

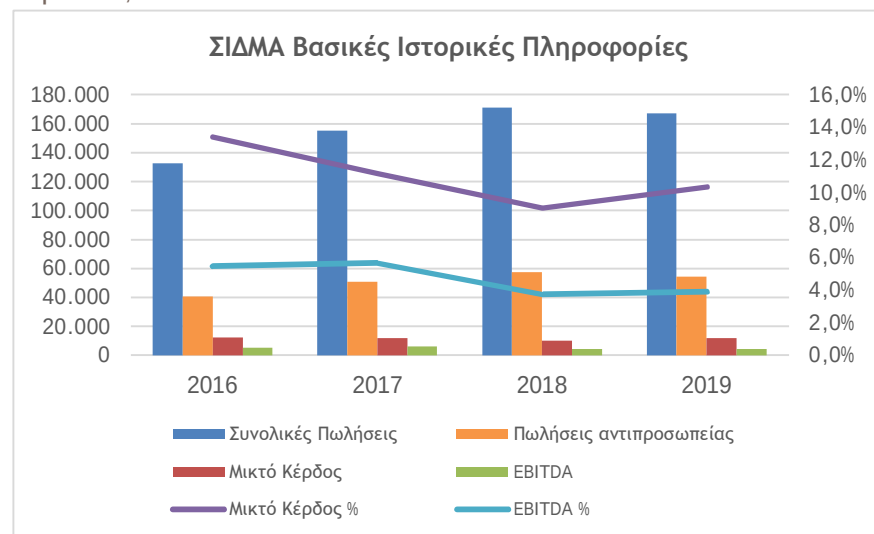
ΣΙΔΗΡΕΜΠΟΡΙΚΗ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΣΙΔΜΑ Α.Ε.

Η ΣΙΔΜΑ Α.Ε. αποτελεί εταιρεία του κλάδου εμπορίας και βιομηχανικής μεταποίησης χαλυβουργικών προϊόντων και λειτουργεί ολοκληρωμένα κέντρα εξυπηρέτησης και επεξεργασίας χάλυβα (Steel Service Centers) σε Αθήνα και Θεσσαλονίκη.

Οι βασικές κατηγορίες προϊόντων, στις οποίες επικεντρώνονται η μεταποιητική και εμπορική δραστηριότητα της εταιρείας, με βάση την τελική μορφή των προϊόντων, είναι: α) πλατέα προϊόντα, β) επιμήκη προϊόντα, γ) συρματοουργικά προϊόντα και δ) πανέλα.

Η πλέον πρόσφατη εταιρική παρουσίαση έχει εκδοθεί τον Μάιο 2019. Στοιχεία της συγκεκριμένης παρουσίασης δεν αναπαράγονται στην παρούσα έκθεση, εφόσον η συγκεκριμένη παρουσίαση είναι άμεσα διαθέσιμη στο ευρύ κοινό.

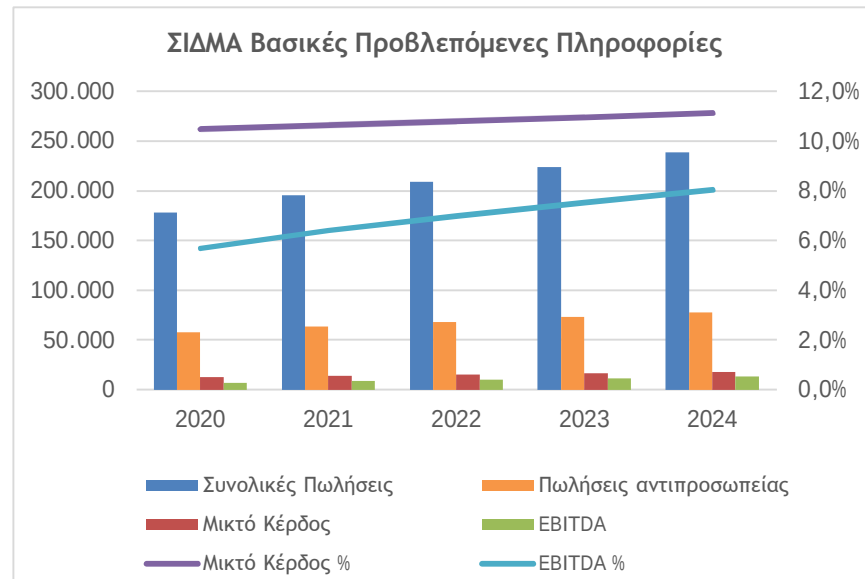
Οι βασικές χρηματοοικονομικές πληροφορίες της πρόσφατης ιστορικής περιόδου, ακολουθούν:



ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ	2016	2017	2018	2019
Πωλήσεις	91.778	104.622	113.803	113.079
Κόστος Πωλήσεων	-79.465	-92.928	-103.474	-101.384
Μικτό Κέρδος	12.313	11.694	10.328	11.696
Μικτό Κέρδος %	13,4%	11,2%	9,1%	10,3%
Πωλήσει Αντιπροσωπείας	40.693	50.791	57.509	54.248
Σύνολο Πωλήσεων	132.471	155.413	171.312	167.327
Λειτουργικά Έξοδα	-12.653	-11.075	-11.467	-11.610
Λοιπά Έσοδα	5.387	5.303	5.387	4.317
ΕΒΙΤΔΑ	5.047	5.922	4.248	4.402
Αποσβέσεις	-2.083	-2.127	-2.094	-2.097
Χρηματοοικονομικό κόστος	-5.995	-6.344	-6.019	-4.228
Αναπροσαρμογή Περιουσιακών Στοιχείων	-1.215	0	0	0
Φόροι	214	81	214	165
Καθαρά Αποτελέσματα	-4.032	-2.468	-3.651	-1.757

Η BDO Ορκωτοί Ελεγκτές ΑΕ, μία ελληνική ανώνυμη εταιρία, είναι μέλος της BDO International Limited, εταιρίας περιορισμένης ευθύνης που εδρεύει στο Ηνωμένο Βασίλειο, και αποτελεί μέλος του διεθνούς δικτύου ανεξάρτητων εταιριών - μελών της BDO. BDO είναι η εμπορική επωνυμία για το δίκτυο της BDO και για καθεμία από τις εταιρίες - μέλη της.

Οι αντίστοιχες βασικές προβλεπόμενες πληροφορίες για μία περίοδο πέντε ετών, παρατίθενται παρακάτω.



Στην περίοδο προβολής εκτιμάται ότι:

- οι πωλήσεις σταδιακά θα αποκατασταθούν στα επίπεδα δυναμικότητας της εταιρείας, τόσο μέσω της αύξησης των διατιθέμενων ποσοτήτων όσο και μέσω της σταδιακής επανόδου των τιμών
- Το ποσοστό μικτού κέρδους προβλέπεται να βελτιώνεται, αλλά παραμένει συντηρητικό κάτω από 12%
- Το περιθώριο EBITDA βελτιώνεται σταδιακά στο πλαίσιο υλοποίησης των στρατηγικών του Ομίλου

- Η αύξηση των πωλήσεων και η υλοποίηση των στρατηγικών εξορθολογισμού του κόστους οδηγούν σταδιακά στην βελτιούμενη κερδοφορία.

ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ	2020	2021	2022	2023	2024
Πωλήσεις	120.180	131.799	141.186	151.243	161.235
Κόστος Πωλήσεων	-107.570	-117.772	-125.948	-134.671	-143.285
Μικτό Κέρδος	12.610	14.027	15.238	16.573	17.950
Μικτό Κέρδος % Πωλήσει	10,5%	10,6%	10,8%	11,0%	11,1%
Αντιπροσωπείας	57.961	63.582	68.124	72.990	77.824
Σύνολο Πωλήσεων	178.141	195.381	209.310	224.233	239.059
Λειτουργικά Έξοδα	-11.884	-12.273	-12.580	-12.895	-13.216
Λοιπά Έσοδα	6.127	6.720	7.200	7.713	8.224
EBITDA	6.853	8.475	9.857	11.391	12.958
Αποσβέσεις	-2.097	-2.097	-2.097	-2.097	-2.097
Χρηματοοικονομικό κόστος	-3.906	-3.843	-3.715	-3.539	-3.274
Αναπροσαρμογή Περιουσιακών Στοιχείων	0	0	0	0	0
Φόροι	0	0	-809	-1.151	-1.517
Καθαρά Αποτελέσματα	850	2.534	3.236	4.604	6.070

ΜΠΗΤΡΟΣ ΜΕΤΑΛΛΟΥΡΓΙΚΗ Α.Ε.Β.Ε.

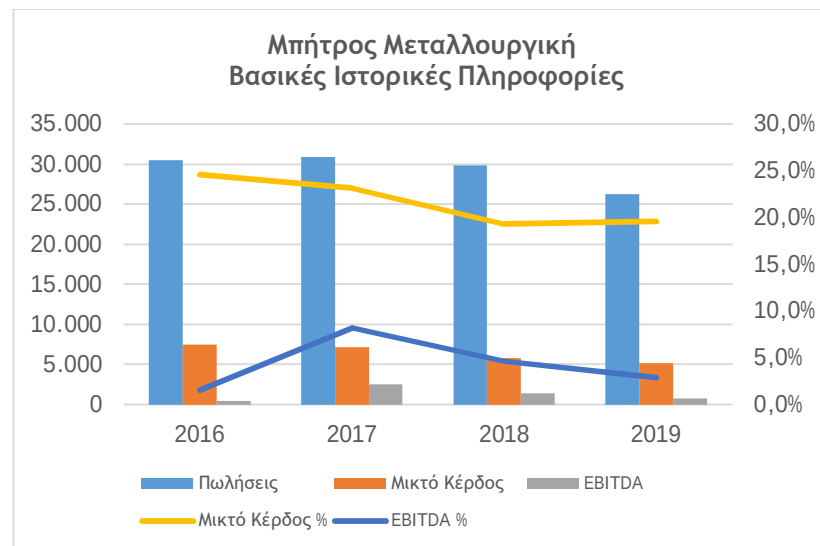
Η ΜΠΗΤΡΟΣ ΜΕΤΑΛΛΟΥΡΓΙΚΗ Α.Ε.Β.Ε., προέκυψε από την απορρόφηση του μεταλλουργικού κλάδου της ΜΠΗΤΡΟΣ Α.Ε.Β.Ε., το 2000.

Βασική δραστηριότητα της Εταιρείας είναι η εισαγωγή, αποθήκευση (stockholding), επεξεργασία και διανομή (distribution) χαλυβουργικών προϊόντων.

Το κέντρο της δραστηριότητάς της είναι το Steel Service Center του Ασπροπύργου, ένα πρότυπο Κέντρο Εξυπηρέτησης εμπόρων και τελικών χρηστών χαλυβουργικών προϊόντων, που είναι εγκατεστημένο στη βιομηχανική ζώνη του Ασπροπύργου. Η ΜΠΗΤΡΟΣ ΜΕΤΑΛΛΟΥΡΓΙΚΗ Α.Ε.Β.Ε. ασχολείται με την επεξεργασία και την εμπορία όλου του φάσματος των κοινών ανθρακούχων χαλυβουργικών προϊόντων, επιμηκών και πλατεών.

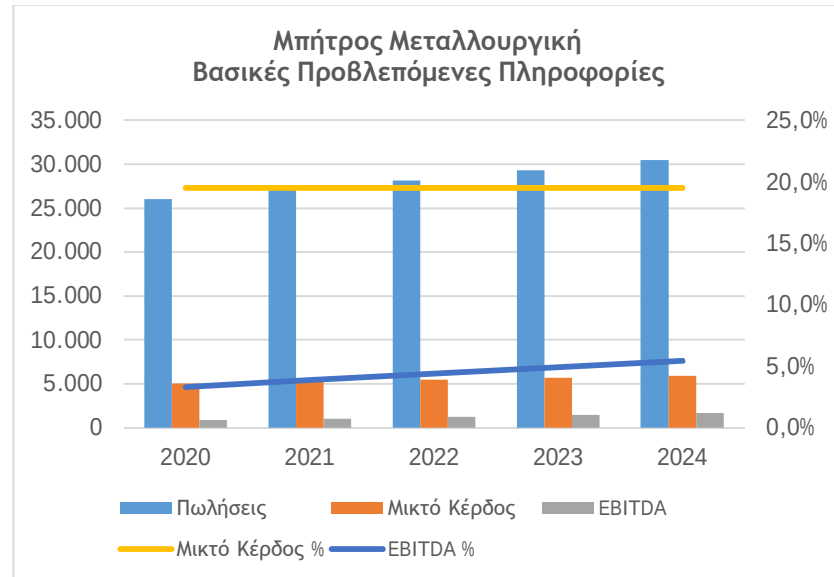
Οι βασικές χρηματοοικονομικές πληροφορίες της πρόσφατης ιστορικής περιόδου, παρουσιάζονται ακολούθως:

ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ	2016	2017	2018	2019
Πωλήσεις	30.503	30.857	29.843	26.240
Κόστος Πωλήσεων	-23.003	-23.703	-24.074	-21.093
Μικτό Κέρδος	7.500	7.154	5.769	5.147
Μικτό Κέρδος %	24,6%	23,2%	19,3%	19,6%
Λειτουργικά Έξοδα	-8.032	-5.540	-5.130	-5.085
Λοιπά Έσοδα	1.007	932	761	700
EBITDA	474	2.546	1.400	762
Αποσβέσεις	-1.555	-1.789	-1.773	-1.769
Αποτελέσματα προ Τόκων και Φόρων	-1.081	758	-373	-1.007



Η BDO Ορκωτοί Ελεγκτές ΑΕ, μία ελληνική ανώνυμη εταιρία, είναι μέλος της BDO International Limited, εταιρίας περιορισμένης ευθύνης που εδρεύει στο Ηνωμένο Βασίλειο, και αποτελεί μέλος του διεθνούς δικτύου ανεξάρτητων εταιριών - μελών της BDO. BDO είναι η εμπορική επωνυμία για το δίκτυο της BDO και για καθεμία από τις εταιρίες - μέλη της.

Οι αντίστοιχες βασικές προβλεπόμενες πληροφορίες για μία περίοδο πέντε ετών, παρατίθενται παρακάτω.



- Στη περίοδο προβολής δεν προβλέπονται σημαντικές αποσβέσεις, υπό την παραδοχή ότι η εκτίμηση αφορά τον εμπορικό κλάδο χωρίς να απαιτούνται πάγια περιουσιακά στοιχεία
- Η λειτουργική κερδοφορία βελτιώνεται διαρκώς μέσω της αύξησης των πωλήσεων και την υλοποίηση των στρατηγικών εξορθολογισμού του κόστους

ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ	2020	2021	2022	2023	2024
Πωλήσεις	26.040	27.082	28.165	29.291	30.463
Κόστος Πωλήσεων	-20.962	-21.801	-22.673	-23.580	-24.523
Μικτό Κέρδος	5.078	5.281	5.492	5.712	5.940
Μικτό Κέρδος %	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%
Λειτουργικά Έξοδα	-4.867	-4.910	-4.953	-4.996	-5.040
Λοιπά Έσοδα	651	677	704	732	762
EBITDA	862	1.048	1.243	1.448	1.661
Αποσβέσεις	-5	-1	-3	-4	-6
Καθαρά Αποτελέσματα	857	1.047	1.240	1.443	1.655

Στην περίοδο προβολής εκτιμάται ότι:

- οι πωλήσεις σταδιακά θα αποκατασταθούν στα επίπεδα δυναμικότητας της εταιρείας, τόσο μέσω της αύξησης των διατιθέμενων ποσοτήτων όσο και μέσω της σταδιακής επανόδου των τιμών
- Το ποσοστό μικτού κέρδους προβλέπεται συντηρητικά να παραμένει σταθερό σε 19,5%
- Το περιθώριο EBITDA βελτιώνεται σταδιακά στο πλαίσιο υλοποίησης των προγραμματιζόμενων στρατηγικών

ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Υπάρχουν τρεις παραδοσιακές προσεγγίσεις αποτίμησης που μπορούν να χρησιμοποιηθούν για τον καθορισμό της εύλογης 'αγοραίας' αξίας μιας επιχειρηματικής μονάδας: (α) Προσέγγιση εισοδήματος, (β) Προσέγγιση αγοράς και (γ) Προσέγγιση καθαρών περιουσιακών στοιχείων (ή κόστους). Μέσα σε αυτές τις τρεις βασικές προσεγγίσεις, διάφορες μέθοδοι μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την εκτίμηση της αξίας. Ακολουθεί μια επισκόπηση αυτών των προσεγγίσεων:

Προσέγγιση εισοδήματος

Η προσέγγιση εισοδήματος υποδεικνύει την εύλογη αξία με βάση την αξία του εισοδήματος που αναμένεται να δημιουργήσει η επιχειρηματική μονάδα στο μέλλον. Η ελεύθερη ταμειακή ροή στο συνολικό επενδυμένο κεφάλαιο κρίνεται ως το κατάλληλο μέτρο οικονομικού εισοδήματος. Μια ανάλυση ελεύθερων ταμειακών ροών λαμβάνει υπόψη την ισοδύναμη παρούσα αξία δύο συστατικών, (i) προβλεπόμενη ελεύθερη ταμειακή ροή για μια καθορισμένη περίοδο προβολής και (ii) μια υπολειμματική αξία. Οι αναμενόμενες ελεύθερες ταμειακές ροές (π.χ. για διάστημα πέντε ετών) λαμβάνουν υπόψη ιστορικά δεδομένα και προβλέψεις που παρέχονται από τη διοίκηση. Η υπολειμματική αξία αντιπροσωπεύει τις μελλοντικές ελεύθερες ταμειακές ροές της επιχειρηματικής μονάδας πέραν της περιόδου προβολής. Η υπολειμματική αξία υπολογίζεται χρησιμοποιώντας μια μέθοδο προβολής στο διηνεκές ή μια μέθοδο πολλαπλασιαστών, η οποία κεφαλαιοποιεί την ελεύθερη ταμειακή ροή κατά το τελευταίο έτος της προβολής. Οι προβλεπόμενες ελεύθερες ταμειακές ροές και η υπολειμματική αξία προεξοφλούνται στα ισοδύναμα της παρούσας αξίας τους με βάση την απαιτούμενη απόδοση στο συνολικό επενδυμένο κεφάλαιο.

Προσέγγιση αγοράς

Η προσέγγιση αγοράς είναι μια τεχνική αποτίμησης που βασίζεται στην αρχή της υποκατάστασης. Στην ουσία αυτής της προσέγγισης εξετάζουμε εταιρείες του ίδιου

κλάδου με την υπό εξέταση επιχειρηματική μονάδα, θεωρώντας ότι μας παρέχουν ενδείξεις αποτίμησης. Στη συνέχεια γίνονται συγκρίσεις μεταξύ της εν λόγω επιχειρηματικής μονάδας και των συγκρίσιμων 'κατευθυντήριων' εταιρειών των οποίων οι μετοχές διαπραγματεύονται ενεργά. Τα πολλαπλάσια αριθμοδεικτών αποτίμησης για τέτοιες εταιρείες προσδιορίζονται και αναλύονται. Επιπλέον, πολλαπλάσια αριθμοδεικτών αποτίμησης που αναφέρονται σε συγκρίσιμες (κατευθυντήριες) συναλλαγές συγχώνευσης και εξαγοράς μπορούν επίσης να λαμβάνονται υπόψη, καθώς και προηγούμενες συναλλαγές που αφορούν το (μετοχικό) κεφάλαιο της επιχειρηματικής μονάδας.

Προσέγγιση καθαρών περιουσιακών στοιχείων

Επίσης γνωστή ως προσέγγιση κόστους, η προσέγγιση βάσει περιουσιακών στοιχείων δείχνει την εύλογη αξία με βάση την προσαρμογή των υπολοίπων περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων της επιχειρηματικής μονάδας στα αντίστοιχα της εύλογης αξίας τους. Αυτή η προσέγγιση βασίζεται στον προσδιορισμό, την αποτίμηση και την άθροιση των υποκείμενων περιουσιακών στοιχείων της επιχειρηματικής μονάδας, τόσο ενσώματα όσο και άυλα.

Η αποτίμηση της αξίας των Επιχειρηματικών Μονάδων, πραγματοποιήθηκε με σκοπό να προσδιοριστεί η σχέση ανταλλαγής των μετοχών τους. Οι αποτιμήσεις πραγματοποιήθηκαν σύμφωνα με διεθνώς αποδεκτές μεθόδους αποτίμησης. Στη συνέχεια, αξιολογήθηκε η καταλληλότητα της κάθε μεθόδου. Κατά τη γνώμη μας, τόσο οι μέθοδοι που χρησιμοποιήθηκαν, όσο και η βαρύτητα που αποδόθηκε σε κάθε μία από αυτές, κρίνονται ενδεδειγμένες και κατάλληλες.

Στη συγκεκριμένη εργασία αποτίμησης των Επιχειρηματικών Μονάδων και των συμμετοχών τους εφαρμόστηκαν ειδικότερα οι κάτωθι διεθνώς αποδεκτές μέθοδοι αποτίμησης:

- ⇒ Προεξόφλησης Ελευθέρων Ταμειακών Ροών (DFCF - Προσέγγιση Εισοδήματος – Income Approach)
- ⇒ Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης (ΑΚΘ - Προσέγγιση Κόστους - Cost Approach)
- ⇒ Χρηματιστηριακής Αξίας ή Κεφαλαιοποίησης (Προσέγγιση Αγοράς - Market Approach)
- ⇒ Πολλαπλάσια Χρηματιστηριακών Δεικτών (Προσέγγιση Αγοράς - Market Approach)

Για τους σκοπούς της αποτίμησης και τον προσδιορισμό της αξίας των Επιχειρηματικών Μονάδων, θεωρήσαμε καταλληλότερες οι μέθοδοι που περιγράφονται παρακάτω και οι οποίες σταθμίστηκαν με βάση την καταλληλότητα τους προκειμένου να καταλήξουμε στην τελική μας εκτίμηση.

Καταλληλότερες μέθοδοι για τη ΣΙΔΜΑ:

- Προεξοφλημένες ελεύθερες ταμειακές ροές: Βασίζονται στην ικανότητα της Επιχειρηματικής Μονάδας να παράγει ροές προς τους ιδιοκτήτες της. Το χρησιμοποιούμενο μοντέλο βασίζεται σε ιστορικά δεδομένα και ενσωματώνει τις εκτιμήσεις και τη γνώση της διοίκησης για το μέλλον.
- Χρηματιστηριακή Αξία ή Κεφαλαιοποίηση: Υπάρχει διαθέσιμη πληροφόρηση από την αποτίμηση των μετοχών της Επιχειρηματικής Μονάδας. Ωστόσο, δεδομένης της θέσης της μετοχής σε καθεστώς επιτήρησης και του περιορισμένου όγκου συναλλαγών, δεν αποδίδεται σημαντική στάθμιση στη συγκεκριμένη μέθοδο.

- Πολλαπλάσια Αριθμοδεικτών Αποτίμησης: Δεν είναι δυνατή η χρήση της μεθόδου, λόγω του δυσανάλογου δανεισμού σε επίπεδο Ομίλου. Η αποδιδόμενη στους μετόχους αξία εκτιμάται αρνητική και, συνεπώς, δεν έχει οικονομική ουσία.

Οι πληροφορίες και οι παραδοχές που χρησιμοποιήθηκαν αναφορικά με την ΣΙΔΜΑ παρατίθενται στο Παράρτημα 1.

Καταλληλότερες μέθοδοι για τη ΜΠΗΜ:

- Προεξοφλημένες ελεύθερες ταμειακές ροές: Βασίζονται στην ικανότητα της Επιχειρηματικής Μονάδας να παράγει ροές προς τους ιδιοκτήτες της. Το χρησιμοποιούμενο μοντέλο βασίζεται σε ιστορικά δεδομένα και ενσωματώνει τις εκτιμήσεις και τη γνώση της διοίκησης για το μέλλον,
- Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση: Διενεργείται ανεξάρτητη εκτίμηση από εμπειρογνώμονες με σαφή καταγραφή των περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων που θα εισφερθούν στο πλαίσιο της εξεταζόμενης συναλλαγής και αποδίδεται σε αυτά η εύλογη αξία τους
- Πολλαπλάσια Αριθμοδεικτών Αποτίμησης: Λαμβάνονται υπόψη συγκρίσιμες εταιρείες και γίνεται χρήση των υποκείμενων αριθμοδεικτών αποτίμησης προκειμένου να προσδιοριστεί η αξία της επιχειρηματικής μονάδας της ΜΠΗΜ.

Οι πληροφορίες και οι παραδοχές που χρησιμοποιήθηκαν αναφορικά με την ΣΙΔΜΑ παρατίθενται στο Παράρτημα 2.

ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ (DISCOUNTED FREE CASH FLOWS)

Η μέθοδος των Προεξοφλημένων Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (Discounted Free Cash Flows -DFCF) εξετάζει την δυναμική εξέλιξη της επιχειρηματικής μονάδας, αναλύοντας την απόδοση της κατά τη διάρκεια του χρόνου και εξετάζοντας τη δυνατότητά της να δημιουργεί «ταμειακά πλεονάσματα».

Η σημερινή αξία της επιχειρηματικής μονάδας αντανακλά τις αξίες των δραστηριοτήτων και των δανείων, οι οποίες είναι ίσες με τις αναμενόμενες μελλοντικές ελεύθερες ταμειακές ροές, προεξοφλημένες με συντελεστές που αντανακλούν την επικινδυνότητα αυτών των ταμειακών ροών.

Η μέθοδος DFCF απαιτεί αρχικά τον υπολογισμό των μελλοντικών ελεύθερων ταμειακών ροών για μια περίοδο προβλέψεων (συνήθως 3-5 ετών). Οι μελλοντικές ελεύθερες ταμειακές ροές προεξοφλούνται με το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (Weighted Average Cost of Capital - WACC) και υπολογίζεται η Καθαρή Παρούσα Αξία τους (Net Present Value), καθώς και η αξία στο Διηνεκές (Terminal Value), η οποία ισούται με την Παρούσα Αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών μετά τη συγκεκριμένη προβλεπόμενη περίοδο, λαμβάνοντας υπόψη και τον Συντελεστή Ανάπτυξης της επιχειρηματικής μονάδας στο διηνεκές (Growth in perpetuity).

Στη διαδικασία των υπολογισμών, χρησιμοποιήθηκαν:

- ✓ Ελεύθερες Ταμειακές Ροές = Λειτουργικά κέρδη μετά φόρων + Αποσβέσεις - Επενδύσεις σε πάγια στοιχεία - Μεταβολή στο Κεφάλαιο Κίνησης

- ✓ Διηνεκής Αξία (Terminal Value) = Ελεύθερη Ταμειακή Ροή του επόμενου χρόνου ύστερα από τη συγκεκριμένη περίοδο προβλέψεων / [(Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC) - Αναμενόμενος ρυθμός μεγέθυνσης στο διηνεκές (growth)] Μέσο
- ✓ Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου : Θεωρείται ο κατάλληλος συντελεστής προεξόφλησης, αφού λαμβάνει υπόψη ποιοτικούς παράγοντες όπως συστηματικός κίνδυνος της επιχειρηματικής μονάδας, το πριμ κινδύνου της απόδοσης, η αμοιβή δανειακών κεφαλαίων και οι ισχύοντες φορολογικοί συντελεστές.

Παραδοχές Μεθόδου Προεξόφλησης Μελλοντικών Ελεύθερων Ταμειακών Ροών: Οι προβλέψεις που χρησιμοποιήθηκαν για την εφαρμογή της εν λόγω μεθόδου μας δόθηκαν από τη Διοίκηση κι εξετάστηκαν για το εύλογό τους σε σχέση με τα ιστορικά στοιχεία και την περιουσιακή κατάσταση των Επιχειρηματικών Μονάδων, καθώς και το περιβάλλον και τις μελλοντικές προοπτικές.

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΞΙΑ Η ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗ

Η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται για εισηγμένες εταιρείες και καθορίζει την αξία της εταιρείας με βάση τις μέσες ημερήσιες κεφαλαιοποιήσεις κατά τη διάρκεια μιας συγκεκριμένης περιόδου. Επειδή για την εφαρμογή της μεθόδου απαιτούνται επαρκής περίοδος διαπραγμάτευσης, επαρκής όγκος συναλλαγών, μη χειραγώγηση των τιμών, επάρκεια και ισότητα πληροφόρησης των επενδυτών, η μέθοδος αυτή λήφθηκε υπόψη συμπληρωματικά μόνο καθώς οι μετοχές που σχετίζονται με τις Επιχειρηματικές Μονάδες, βρίσκονται υπό επιτήρηση.

ΑΝΑΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΗ ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ

Σύμφωνα με τη μέθοδο της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης, η αξία της επιχειρηματικής μονάδας προσδιορίζεται ως η εύλογη αξία των καθαρών περιουσιακών στοιχείων (περιουσιακά στοιχεία μείον υποχρεώσεις) της επιχειρηματικής μονάδας. Στον υπολογισμό περιλαμβάνονται και μη καταγεγραμμένα στοιχεία (εκτός ισολογισμού) όπου υπάρχουν.

Η εργασία της αναπροσαρμοσμένης καθαρής θέσης αναλήφθηκε από ανεξάρτητο εμπειρογνώμονα και η σχετική έκθεση που συντάχθηκε τέθηκε υπόψη μας. Στην εργασία καταγράφονται τα περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις που πρόκειται να εισφερθούν από την επιχειρηματική μονάδα της ΜΠΗΜ στο πλαίσιο της συναλλαγής. Η εργασία αυτή πραγματοποιήθηκε με ημερομηνία αναφοράς της 31 Δεκεμβρίου 2019. Η σχετική έκθεση είναι διαθέσιμη στο ευρύ κοινό και ως εκ τούτου δεν προσαρτάται στην παρούσα.

ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΑ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Η μέθοδος των Πολλαπλασίων Αριθμοδεικτών Αποτίμησης (Comparable Business Multiples) βασίζεται στην παραδοχή ότι η αξία μιας μονάδας θα πρέπει να ισούται με το ποσό που θα ήταν διατεθειμένοι να πληρώσουν για το μετοχικό της κεφάλαιο καλώς πληροφορημένοι και ορθολογικοί επενδυτές. Η εκτίμηση της αξίας γίνεται με τη χρήση δεικτών αποτίμησης, οι οποίοι υπολογίζονται με βάση αντίστοιχα οικονομικά μεγέθη εισηγμένων ομοειδών εταιρειών του κλάδου στον οποίο ανήκει η επιχείρηση.

Κατά την αποτίμηση εξετάστηκαν κυρίως ο δείκτης EV/EBITDA [Αξία επιχείρησης / ΚΠΤΦΑ] και EV/Sales [Αξία επιχείρησης / Κύκλος Εργασιών].

ΠΑΡΑΔΟΧΕΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Σε σχέση με την εκτίμηση αξιών στη βάση ελεύθερων ταμειακών ροών, χρησιμοποιήθηκαν οι ακόλουθες παραδοχές για κάθε Επιχειρηματική Μονάδα που εξετάζεται.

ΣΙΔΗΡΕΜΠΟΡΙΚΗ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΣΙΔΜΑ Α.Ε.

Μεταβλητή	Εύρος	Παραδοχή
Κύκλος εργασιών (Ετήσια μεταβολή)	-1.8%-3.2%	Η εξέλιξη των πωλήσεων βασίζεται στις εκτιμήσεις της Διοίκησης για την μελλοντική εξέλιξη της ζήτησης και της μεταβολής των τιμών. Για το έτος 2020 προβλέπεται μείωση 1,8% σε σχέση με τις ήδη μειωμένες πωλήσεις (κατά 5%) του έτους 2019. Στη συνέχεια προβλέπεται σταδιακή αύξηση των πωλήσεων τόσο λόγω αυξανόμενης ζήτησης όσο και λόγω βελτίωσης των τιμών. Η μέγιστη μεταβολή στο διάστημα της προβαλλόμενης πληροφόρησης ανέρχεται σε 3,2%.
Μεικτό κέρδος (% πωλήσεων)	10.5%-11.2%	Εκτιμάται σταδιακή βελτίωση κατά 0,175% σε ετήσια βάση. Κατά τον τρόπο αυτό επιτυγχάνεται αποκατάσταση στα κανονικά επίπεδα λειτουργίας της Εταιρείας, λαμβάνοντας υπόψη και την ιστορική χρηματοοικονομική πληροφόρηση.
Έξοδα διοίκησης και διάθεσης	2%-3%	Τα λειτουργικά έξοδα μεταβάλλονται με την υπόθεση ότι επιτυγχάνεται σταδιακή αποκλιμάκωση, υποδεικνύοντας εξοικονομήσεις που βελτιώνουν τη συνολική κερδοφορία του Ομίλου.
Λοιπά έσοδα (€ εκ)	0.5-0.6	Τα λοιπά έσοδα θεωρείται ότι μεταβάλλονται σε αναλογία του κύκλου εργασιών. Με εξαίρεση το πρώτο έτος προβολής όπου η αύξηση σε απόλυτο ποσό εκτιμάται σε €1.8εκ, υπολογίζεται ότι η ετήσια μεταβολή είναι της τάξεως των €0.5εκ
Κόστος δανεισμού (% δανειακών κεφαλαίων)	3.2%-5.5%	Προβάλλεται σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Διοίκησης στην εξεταζόμενη περίοδο, με τη μέγιστη επιβάρυνση να αφορά στον βραχυπρόθεσμο δανεισμό. Η επιβάρυνση τόκων λογίζεται στο εκάστοτε μέσο υπόλοιπο τοκοφόρων υποχρεώσεων.
Φόρος εισοδήματος (%)	22%	Σταθερός φορολογικός συντελεστής σε όλη την περίοδο προβολής. Ο συντελεστής είναι ο σταθμισμένος φορολογικός συντελεστής με βάση τη σχετική συνεισφορά κάθε γεωγραφικής περιοχής (Ελλάδα, Ρουμανία, Βουλγαρία).
Πάγια στοιχεία (€ εκ)	0.25-0.75	Η απαιτούμενη κεφαλαιακή επένδυση εκτιμάται ότι αυξάνεται κάθε έτος κατά €0.75εκ σε όλη την περίοδο προβολής. Για τον υπολογισμό της τερματικής αξίας, η προσαρμοσμένη αξία κεφαλαιουχικής επένδυσης, ανέρχεται σε €1.5εκ.
Επασφάλιστρο αγοράς		Το επασφάλιστρο αγοράς προσδιορίζεται από δημοσιοποιούμενα στοιχεία και ενσωματώνει για κάθε περίπτωση τον κίνδυνο πτώχευσης κάθε συμμετέχουσας γεωγραφικής περιοχής. Για τον προσδιορισμό του, λαμβάνεται υπόψη η αναμενόμενη γεωγραφική δραστηριότητα του Ομίλου στα έτη της προβολής - οπότε και σταθμίζεται αναλόγως. Σχετική αναφορά ακολουθεί παρακάτω.

Μεταβλητή	Εύρος	Παραδοχή
Επιτόκιο μηδενικού κινδύνου		Ως επιτόκιο μηδενικού κινδύνου λαμβάνεται το επιτόκιο που προκύπτει από δημοσιοποιούμενα στοιχεία και αντιστοιχεί στο Ευρώ, για διάστημα 5 έως 15 ετών. Το σχετικό επιτόκιο είναι αρνητικό και έχει περιοριστεί σε -0.20% για σκοπούς συντηρητικότητας.
Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων		Προσδιορίζεται σύμφωνα με το CAPM
Συντελεστής beta		Ο συντελεστής που χρησιμοποιείται για τον προσδιορισμό του κόστους ιδίων κεφαλαίων βασίζεται σε διαθέσιμη δημόσια πληροφόρηση από το πανεπιστήμιο Stern, Νέας Υόρκης και υπολογίζεται με βάση τον Ευρωπαϊκό μέσο όρο αντίστοιχων εταιρειών.
Συντελεστής μεγέθυνσης		Ο συντελεστής μεγέθυνσης βασίζεται στην εκτιμώμενη μακροπρόθεσμη πληθωριστική μεταβολή και στις εκτιμήσεις της διοίκησης για εξέλιξη της δραστηριότητας του Ομίλου και υπολογίστηκε σε 2%.
Ημερομηνία αναφοράς		31 Δεκεμβρίου 2019

ΜΠΗΤΡΟΣ ΜΕΤΑΛΛΟΥΡΓΙΚΗ Α.Ε.Β.Ε.

Μεταβλητή	Εύρος	Παραδοχή
Κύκλος εργασιών (Ετήσια μεταβολή)	-0.8%-4.0%	Η εξέλιξη των πωλήσεων βασίζεται στις εκτιμήσεις της Διοίκησης για την μελλοντική εξέλιξη της ζήτησης και της μεταβολής των τιμών. Για το έτος 2020 προβλέπεται μείωση 0,8% σε σχέση με τις ήδη σημαντικά μειωμένες πωλήσεις του έτους 2019. Στη συνέχεια προβλέπεται σταδιακή αύξηση των πωλήσεων με ρυθμό 4% ετησίως.
Μεικτό κέρδος (% πωλήσεων)		Εκτιμάται σταθερό 19,5% σε όλη την περίοδο προβολής.
Έξοδα διοίκησης και διάθεσης (% πωλήσεων)	16.5%-18.7%	Το ποσοστό των λειτουργικών εξόδων επί των πωλήσεων περιορίζεται σε όλη την περίοδο προβολής υποδεικνύοντας εξοικονομήσεις που βελτιώνουν τη συνολική κερδοφορία της Επιχειρηματικής Μονάδας.
Λοιπά έσοδα (% πωλήσεων)	2.5%	Τα λοιπά έσοδα θεωρείται ότι μεταβάλλονται σε αναλογία του κύκλου εργασιών και παραμένουν σταθερά σε ποσοστό 2,5% του κύκλου εργασιών σε όλη την περίοδο προβολής.
Κόστος δανεισμού (% δανειακών κεφαλαίων)	8%	Εκτιμήθηκε συντηρητικά σε 8% κατά την διαμόρφωση του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου.

Μεταβλητή	Εύρος	Παραδοχή
Φόρος εισοδήματος (%)	24%	Σταθερός φορολογικός συντελεστής σε όλη την περίοδο προβολής.
Πάγια στοιχεία		Με δεδομένο ότι στο πλαίσιο της εξεταζόμενης συναλλαγής, η Επιχειρηματική Μονάδα δεν θα μεταφέρει πάγια περιουσιακά στοιχεία, αλλά θα βασιστεί στα περιουσιακά στοιχεία της ΣΙΔΜΑ, εκτιμήθηκαν τετριμμένες κεφαλαιουχικές δαπάνες της τάξεως των €50 χιλ. ετησίως σε όλη την περίοδο προβολής.
Επασφάλιστρο αγοράς		Το επασφάλιστρο αγοράς προσδιορίζεται από δημοσιοποιούμενα στοιχεία και ενσωματώνει για κάθε περίπτωση τον κίνδυνο πτώχευσης κάθε συμμετέχουσας γεωγραφικής περιοχής. Για τον προσδιορισμό του, λαμβάνεται υπόψη η αναμενόμενη γεωγραφική δραστηριότητα του Ομίλου στα έτη της προβολής – οπότε και σταθμίζεται αναλόγως. Σχετική αναφορά ακολουθεί παρακάτω.
Επιτόκιο μηδενικού κινδύνου		Ως επιτόκιο μηδενικού κινδύνου λαμβάνεται το επιτόκιο που προκύπτει από δημοσιοποιούμενα στοιχεία και αντιστοιχεί στο Ευρώ, για διάστημα 5 έως 15 ετών. Το σχετικό επιτόκιο είναι αρνητικό και έχει περιοριστεί σε -0.20% για σκοπούς συντηρητικότητας.
Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων		Προσδιορίζεται σύμφωνα με το CAPM
Συντελεστής beta		Ο συντελεστής που χρησιμοποιείται για τον προσδιορισμό του κόστους ιδίων κεφαλαίων βασίζεται σε διαθέσιμη δημόσια πληροφόρηση από το πανεπιστήμιο Stern, Νέας Υόρκης και υπολογίζεται με βάση τον Ευρωπαϊκό μέσο όρο αντίστοιχων εταιρειών.
Συντελεστής μεγέθυνσης		Ο συντελεστής μεγέθυνσης βασίζεται στην εκτιμώμενη μακροπρόθεσμη πληθωριστική μεταβολή και στις εκτιμήσεις της διοίκησης για εξέλιξη της δραστηριότητας του Ομίλου και υπολογίστηκε σε 1%.
Ημερομηνία αναφοράς		31 Δεκεμβρίου 2019

Σε σχέση με τις χρησιμοποιηθείσες παραδοχές, σημειώνονται επιπλέον τα ακόλουθα:

- Ο προσδιορισμός του επασφαλίστρου αγοράς βασίζεται σε στοιχεία που δημοσιοποιούνται στο πανεπιστήμιο Stern της Νέας Υόρκης και συγκεκριμένα στις διαθέσιμες σειρές δεδομένων που ανανεώνονται σε τακτή βάση. Η συγκεκριμένη πληροφόρηση είναι ευρέως χρησιμοποιούμενη σε ασκήσεις αποτίμησης και λαμβάνει υπόψη και την πιθανότητα πτώχευσης της κάθε γεωγραφικής περιοχής.
- Ο προβαλλόμενος κύκλος εργασιών βασίζεται στην παραδοχή της σταδιακής αποκατάστασης της απώλειας που έχει σημειωθεί κατά το πρόσφατο παρελθόν. Εκτιμάται ότι θα ισχυροποιηθεί η ζήτηση και την αύξηση πωλούμενων ποσοτήτων θα ακολουθήσει η αύξηση των τιμών πώλησης.

- Οι Επιχειρηματικές Μονάδες προβάλλονται να επιτυγχάνουν σταδιακά σημαντική λειτουργική κερδοφορία, όπως αποτυπώνεται στο περιθώριο EBITDA. Η βελτίωση επιτυγχάνεται τόσο μέσω της αύξησης των πωλήσεων όσο και μέσω της σταδιακής εξοικονόμησης κόστους.
- Στα χρησιμοποιούμενα μοντέλα χρηματοοικονομικής πληροφόρησης στη βάση των οποίων πραγματοποιείται η αξιολόγηση στην άσκηση αποτίμησης, έχουν γίνει συγκεκριμένες παραδοχές αναφορικά με το λειτουργικό κύκλο των Επιχειρηματικών Μονάδων, λαμβάνοντας υπόψη τις τάσεις που έχουν διαμορφωθεί κατά το παρελθόν και αποτυπώνονται στα απολογιστικά δεδομένα.
- Το μοντέλο χρηματοοικονομικής πληροφόρησης της ΣΙΔΜΑ ενσωματώνει συγκεκριμένες παραδοχές αναφορικά με τις κεφαλαιουχικές ανάγκες προκειμένου να διατηρείται η παραγωγική δυναμικότητα και να υποστηρίζεται η αυξανόμενη δραστηριότητα. Στο αντίστοιχο μοντέλο της ΜΠΗΜ περιλαμβάνονται μόνο κεφαλαιουχικές δαπάνες για λοιπό εξοπλισμό, ασήμαντης αξίας.
- Το χρηματοοικονομικό μοντέλο προβολής της ΣΙΔΜΑ βασίζεται στην παραδοχή ότι ο Όμιλος θα συνεχίσει να εξασφαλίζει επαρκή χρηματοδότηση και να λειτουργεί σε συνεχιζόμενη βάση (going concern).

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Παρατίθενται ακολούθως τα αποτελέσματα αποτίμησης για κάθε Επιχειρηματική Μονάδα.

ΣΙΔΗΡΕΜΠΟΡΙΚΗ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΣΙΔΜΑ Α.Ε.

Προεξοφλημένες Ταμειακές Ροές

Η μέθοδος των προεξοφλημένων ελευθέρων μελλοντικών ταμειακών ροών έχει χρησιμοποιηθεί ως η βασική μέθοδος για τον υπολογισμό της αξίας του συνόλου των μετοχών της Επιχειρηματικής Μονάδας ΣΙΔΜΑ. Βασικά σημεία στη διαδικασία είναι:

1. Οι ελεύθερες ταμειακές ροές αντιπροσωπεύουν τις ενοποιημένες λειτουργικές ροές μετά φόρων που παράγονται από τη δραστηριότητα του Ομίλου, εξαιρουμένου του κόστους δανεισμού. Για τον προσδιορισμό των ελευθέρων ροών λαμβάνονται υπόψη οι κεφαλαιουχικές επενδύσεις και τα ποσά που δεσμεύονται (αποδεσμεύονται) σε κεφάλαιο κίνησης. Οι προσδιοριζόμενες ροές παρατίθενται στο Παράρτημα 1.
2. Ο χρονικός ορίζοντας που εκτείνονται οι ταμειακές ροές περιλαμβάνει την περίοδο 2020-2024, σύμφωνα με την πληροφόρηση που χορηγήθηκε από τη Διοίκηση. Μετά την περίοδο αυτή, υπολογίζεται πρόσθετη τελική αξία (terminal value) από υπολειπόμενες μελλοντικές ταμειακές ροές στο διηνεκές.
3. Οι ελεύθερες ροές για τον υπολογισμό της πρόσθετης τελικής αξίας έχουν προσαρμοστεί κατά τρόπο που να λαμβάνουν υπόψη αυξημένες κεφαλαιουχικές δαπάνες για τη διατήρηση του ρυθμού μεγέθυνσης. Η προσαρμογή αυτή αναμένεται να πραγματοποιηθεί σταδιακά, αλλά λαμβάνεται υπόψη αμέσως στον υπολογισμό της πρόσθετης τελικής αξίας ως συντηρητικότερη προσαρμογή.
4. Ο συντελεστής μεγέθυνσης εκτιμήθηκε 2.0%. Ο συντελεστής προσδιορίστηκε μετά από συζητήσεις με τη Διοίκηση και σύμφωνα με

τις εκτιμήσεις της και θεωρείται συντηρητικός. Ο προσδιοριζόμενος συντελεστής μεγέθυνσης είναι το σταθμισμένο αποτέλεσμα των εκτιμώμενων ρυθμών ανάπτυξης των γεωγραφικών περιοχών όπου δραστηριοποιείται ο Όμιλος, προσαρμοσμένος στη συνέχεια για λόγους συντηρητικότητας. Επιπλέον, υπολογίζονται και παρατίθενται σχετικά αποτελέσματα ευαισθησίας για μεταβολή $\pm 0.5\%$.

5. Για τον προσδιορισμό της πρόσθετης τελικής αξίας, δεν πραγματοποιούνται περαιτέρω προσαρμογές σε σχέση με το κεφάλαιο κίνησης, καθώς ήδη έχει καταγραφεί διαρκής επιβάρυνση την περίοδο προβολής.
6. Κατά την ολοκλήρωση προσδιορισμού των ροών όπως περιγράφονται ανωτέρω, αυτές προεξοφλούνται με κατάλληλο συντελεστή προεξόφλησης για να προσδιοριστεί η αξία του Ομίλου κατά την ημερομηνία αναφοράς.
7. Εν συνεχεία η προσδιοριζόμενη αξία προσαυξάνεται κατά την αξία των πλεοναζόντων περιουσιακών στοιχείων που φέρονται σε εύλογη αξία. Τα στοιχεία αυτά, διαθέσιμα προς πώληση περιουσιακά στοιχεία και εκτιμήθηκαν πρόσφατα στην εύλογη αξία τους.
8. Εν συνεχεία οι καθαρές δανειακές υποχρεώσεις αποσπώνται από την προσδιορισθείσα αξία του Ομίλου, προκειμένου να προσδιοριστεί η αξία που αποδίδεται στους ιδιοκτήτες του κεφαλαίου του Ομίλου (μετόχους).
9. Εξετάζονται ορισμένοι παράγοντες ευαισθησίας κυρίως ως προς προβεβλημένο κόστος κεφαλαίου.

Για τον προσδιορισμό του κόστους κεφαλαίου, λήφθηκε υπόψη η έκθεση του Ομίλου σε διαφορετικά οικονομικά περιβάλλοντα. Συγκεκριμένα, όπως ενημερωθήκαμε, ο Όμιλος αναμένεται να δραστηριοποιείται κυρίως στην Ελλάδα και στα Βαλκάνια κατά 60% και 40%, αντίστοιχα. Η γεωγραφική κατανομή λήφθηκε υπόψη στον υπολογισμό τους κόστους ιδίων κεφαλαίων. Η σχετική απόδοση της αγοράς, όπως έχει υπολογιστεί και χρησιμοποιηθεί στα πλαίσια της άσκησης αποτίμησης, έχει ήδη

παρατεθεί προηγουμένως στο τμήμα που παρατίθενται οι παραδοχές αποτίμησης.

Ο προσδιορισμός του κόστους ιδίων κεφαλαίων βασίστηκε στο Μοντέλο Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (CAPM) και σύμφωνα με τις αναφερθείσες παραδοχές, έχει ως εξής:

$$K_e = R_f + b \cdot [(R_m - R_f) + R_c] = -0.2\% + 1.39 \cdot [(6.01\%) + 2.24\%] = 11.3\%$$

Όπου:

K_e = Κόστος ιδίων κεφαλαίων

R_f = Επιτόκιο μηδενικού κινδύνου

b = Συντελεστής βήτα

$(R_m - R_f)$ = Επασφάλιστρο αγοράς

R_c = Ασφάλιστρο κινδύνου, συγκεκριμένης οικονομίας

Αντίστοιχα, το κόστος δανεισμού εκτιμήθηκε υψηλότερο από το αναμενόμενο κόστος δανεισμού σε 6%, αφαιρώντας την ωφέλεια φόρου που υπολογίζεται με προσαρμοσμένο για τη δραστηριότητα κατά γεωγραφική περιοχή συντελεστή 22%.

Προκειμένου να προσδιοριστεί το σταθμισμένο μέσο κόστος κεφαλαίου (WACC) απαιτείται το κόστος κάθε πηγής χρηματοδότησης να μεριστεί σύμφωνα με τη σχετική συμμετοχή του στην αξία του υπό εξέταση φορέα. Η στάθμιση μεταξύ ιδίων και δανειακών κεφαλαίων πραγματοποιείται στη βάση του Ευρωπαϊκού κλαδικού δείκτη δανειακών προς ίδια κεφάλαια, που θεωρείται περισσότερο αντιπροσωπευτικός από αντίστοιχο τρέχοντα δείκτη του Ομίλου. Η προσαρμογή αυτή πραγματοποιείται στη βάση ότι σε

μακροπρόθεσμο επίπεδο ο δείκτης του Ομίλου θα προσεγγίζει εκείνον του κλάδου. Η σχετική στάθμιση προέρχεται από δημόσια διαθέσιμη πληροφόρηση (Damodaran).

	Ίδια Κεφάλαια	Δανεισμός	Συνολικά Κεφάλαια
Σχετική Συμμετοχή στο Κόστος Κεφαλαίου	56,67%	43,33%	100,00%
Κόστος Κεφαλαίου	11,3%	4,7%	
Σταθμισμένο Κόστος Κεφαλαίου (W.A.C.C.)	6,38%	2,03%	8,41%

Οι προσδιοριζόμενες αξίες στο βασικό σενάριο και στα σενάρια ευαισθησίας, εκτείνονται στο ακόλουθο ενδοτεταρτημοριακό εύρος:

Αποτελέσματα Αποτίμησης Μέθοδος Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών	Q1	M	Q3
Αποδιδόμενη Αξία στους Μετόχους	9.346	14.821	21.467

Χρηματιστηριακή Αξία

Η Χρηματιστηριακή Αξία ή Κεφαλαιοποίηση βασίζεται στη διαθέσιμη πληροφόρηση για τις τιμές κλεισίματος της κοινής μετοχής που διαπραγματεύεται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Συγκεκριμένα, χρησιμοποιήθηκαν οι τιμές κλεισίματος για το διάστημα 29 Νοεμβρίου 2019 έως 31 Δεκεμβρίου 2019. Σημειώνεται ότι ο όγκος των συναλλαγών είναι περιορισμένος, δεδομένου ότι η μετοχή βρίσκεται σε καθεστώς επιτήρησης.

Οι προσδιοριζόμενες αξίες εκτείνονται στο ακόλουθο ενδοτεταρτημοριακό εύρος:

Αποτελέσματα Αποτίμησης Μέθοδος Κεφαλαιοποίησης	Q1	M	Q3
Αποδιδόμενη Αξία στους Μετόχους	4.665	4.890	5.002

Στάθμιση και Προσδιορισμός Αξίας

Οι αξίες που προσδιορίστηκαν συμμετέχουν με διαφορετική βαρύτητα στην διαμόρφωση αξίας της Επιχειρηματικής Μονάδας ΣΙΔΜΑ. Οι εκτιμήσεις που σχετίζονται με τη διαμόρφωση ελεύθερων ταμειακών ροών εκφράζουν τις εκτιμήσεις της διοίκησης για τη μελλοντική εξέλιξη της δραστηριότητας και συνεπώς έχουν μεγαλύτερη βαρύτητα καθώς ενσωματώνουν πληροφόρηση που δεν είναι διαθέσιμη σε τρίτους. Στη βάση αυτή στα αποτελέσματα της μεθόδου προεξοφλημένων ελεύθερων ταμειακών ροών αποδίδεται συντελεστής στάθμισης 90%. Η μέθοδος της Χρηματιστηριακής Αξίας, ιδιαίτερα λόγω της θέσης της μετοχής υπό επιτήρηση, συμμετέχει με το υπολειπόμενο 10%. Η τελική αξία για την ΣΙΔΜΑ διαμορφώνεται ως εξής:

Αποτελέσματα Αποτίμησης	Q1	M	Q3
Μέθοδος Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών	8.411	13.339	19.320
Μέθοδος Κεφαλαιοποίησης	467	489	500
Συνολική Αξία Αποδιδόμενη στους Μετόχους	8.878	13.828	19.820

ΜΠΗΤΡΟΣ ΜΕΤΑΛΛΟΥΡΓΙΚΗ Α.Ε.Β.Ε. – ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΗ ΜΟΝΑΔΑ ΕΜΠΟΡΙΑΣ**Προεξοφλημένες Ταμειακές Ροές**

Η μέθοδος των προεξοφλημένων ελευθέρων μελλοντικών ταμειακών ροών έχει χρησιμοποιηθεί ως η βασική μέθοδος για τον υπολογισμό της αξίας του συνόλου των μετοχών της Επιχειρηματικής Μονάδας ΜΠΗΜ. Βασικά σημεία στη διαδικασία είναι:

1. Οι ελεύθερες ταμειακές ροές αντιπροσωπεύουν τις εκτιμώμενες λειτουργικές ροές μετά φόρων που παράγονται από τη δραστηριότητα του κλάδου εμπορίας της ΜΠΗΜ, εξαιρουμένου του κόστους δανεισμού. Για τον προσδιορισμό των ελευθέρων ροών λαμβάνονται υπόψη τα ποσά που δεσμεύονται (αποδεσμεύονται) σε κεφάλαιο κίνησης, καθώς και μηδαμινές κεφαλαιουχικές επενδύσεις που σχετίζονται μόνο με απόκτηση εξοπλισμού. Η παραδοχή αυτή γίνεται στη βάση ότι ο κλάδος εμπορίας δεν απαιτεί μηχανολογικό και λοιπό εξοπλισμό για να διατηρήσει τη δυναμικότητά του. Οι προσδιοριζόμενες ροές παρατίθενται στο Παράρτημα 2.
2. Ο χρονικός ορίζοντας που εκτείνονται οι ταμειακές ροές περιλαμβάνει την περίοδο 2020-2024, σύμφωνα με την πληροφόρηση που χορηγήθηκε από τη Διοίκηση. Μετά την περίοδο αυτή, υπολογίζεται πρόσθετη τελική αξία (terminal value) από υπολειπόμενες μελλοντικές ταμειακές ροές στο διηνεκές.
3. Οι ελεύθερες ροές για τον υπολογισμό της πρόσθετης τελικής αξίας βασίζονται αποκλειστικά στις ροές που διαμορφώνονται κατά το τελευταίο έτος προβολής, ήτοι 2024. Δεδομένου ότι οι ροές επιβαρύνονται σημαντικά με τη δέσμευση πόρων στο τελευταίο έτος προβλέψεων, η προσέγγιση, ως προς τον παράγοντα αυτό, θεωρείται συντηρητική.
4. Ο συντελεστής μεγέθυνσης εκτιμήθηκε 1.0%. Ο συντελεστής προσδιορίστηκε μετά από συζητήσεις με τη Διοίκηση και σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της και θεωρείται συντηρητικός. Υπολογίζονται και παρατίθενται σχετικά αποτελέσματα ευαισθησίας για μεταβολή +0.5%/-0.25%.

5. Κατά την ολοκλήρωση προσδιορισμού των ροών όπως περιγράφονται ανωτέρω, αυτές προεξοφλούνται με κατάλληλο συντελεστή προεξόφλησης για να προσδιοριστεί η αξία της Επιχειρηματικής Μονάδας κατά την ημερομηνία αναφοράς.
6. Εν συνεχεία οι καθαρές δανειακές υποχρεώσεις αποσπώνται από την προσδιορισθείσα αξία της Επιχειρηματικής Μονάδας, προκειμένου να προσδιοριστεί η αξία που αποδίδεται στους ιδιοκτήτες του κεφαλαίου της Επιχειρηματικής Μονάδας (μετόχους).
7. Εξετάζονται ορισμένοι παράγοντες ευαισθησίας κυρίως ως προς προβεβλημένο κόστος κεφαλαίου.

Ο προσδιορισμός του κόστους ιδίων κεφαλαίων βασίστηκε στο Μοντέλο Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (CAPM) και σύμφωνα με τις αναφερθείσες παραδοχές, έχει ως εξής:

$$K_e = R_f + b \cdot [(R_m - R_f) + R_c] = -0.2\% + 1.39 \cdot [(6.01\%) + 2.32\%] = 11.4\%$$

Όπου:

K_e = Κόστος ιδίων κεφαλαίων

R_f = Επιτόκιο μηδενικού κινδύνου

b = Συντελεστής βήτα

$(R_m - R_f)$ = Επασφάλιστρο αγοράς

R_c = Ασφάλιστρο κινδύνου, συγκεκριμένης οικονομίας

Αντίστοιχα, το κόστος δανεισμού εκτιμήθηκε υψηλότερο από το αναμενόμενο κόστος δανεισμού σε 8%, αφαιρώντας την ωφέλεια φόρου που υπολογίζεται με σταθερό συντελεστή 24%.

Προκειμένου να προσδιοριστεί το σταθμισμένο μέσο κόστος κεφαλαίου (WACC) απαιτείται το κόστος κάθε πηγής χρηματοδότησης να μεριστεί σύμφωνα με τη σχετική συμμετοχή του στην αξία του υπό εξέταση φορέα.

Η στάθμιση μεταξύ ιδίων και δανειακών κεφαλαίων πραγματοποιείται στη βάση του Ευρωπαϊκού κλαδικού δείκτη δανειακών προς ίδια κεφάλαια, που θεωρείται περισσότερο αντιπροσωπευτικός από αντίστοιχο τρέχοντα δείκτη της ΜΠΗΜ. Η προσαρμογή αυτή πραγματοποιείται στη βάση ότι σε μακροπρόθεσμο επίπεδο ο δείκτης της Επιχειρηματικής Μονάδας της ΜΠΗΜ θα προσεγγίζει εκείνον του κλάδου. Η σχετική στάθμιση προέρχεται από δημόσια διαθέσιμη πληροφόρηση (Damodaran).

	Ίδια Κεφάλαια	Δανεισμός	Συνολικά Κεφάλαια
Σχετική Συμμετοχή στο Κόστος Κεφαλαίου	56,67%	43,33%	100,00%
Κόστος Κεφαλαίου	11,38%	6,08%	
Σταθμισμένο Κόστος Κεφαλαίου (W.A.C.C.)	6,45%	2,63%	9,08%

Οι προσδιοριζόμενες αξίες στο βασικό σενάριο και στα σενάρια ευαισθησίας, εκτείνονται στο ακόλουθο ενδοτεταρτημοριακό εύρος:

Αποτελέσματα Αποτίμησης Μέθοδος Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών	Q1	M	Q3
Αποδιδόμενη Αξία στους Μετόχους	2.826	3.219	3.635

Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση

Η αξία με βάση την αναπροσαρμοσμένη καθαρή θέση βασίζεται στην εργασία που αναλήφθηκε από ανεξάρτητο εμπειρογνώμονα, ο οποίος προχώρησε στην εκτίμηση της αξίας περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 17 Ν.4548/2018. Η

εργασία αυτή πραγματοποιήθηκε στο πλαίσιο της συγκεκριμένης συναλλαγής, ήτοι της εισφοράς περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων της Επιχειρηματικής Μονάδας της ΜΠΗΜ στη ΣΙΔΜΑ. Η προσδιορισθείσα αξία προσαρμόστηκε στη συνέχεια για τυχόν ενδεχόμενες υποχρεώσεις ή απαιτήσεις που δεν εντοπίστηκαν κατά την καταγραφή των καθαρών περιουσιακών στοιχείων και αφορούν κατά βάση εμπορικές απαιτήσεις, αποθέματα και λοιπές ενδεχόμενες υποχρεώσεις.

Οι προσδιοριζόμενες αξίες εκτείνονται στο ακόλουθο εύρος:

Αποτελέσματα Αποτίμησης Μέθοδος Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης	Q1	M	Q3
Αποδιδόμενη Αξία στους Μετόχους	9.340	9.503	9.665

Πολλαπλάσια Αριθμοδεικτών Αποτίμησης

Για την εκτίμηση της αξίας, εντοπίστηκαν αρχικά ομοειδής ή συναφούς αντικειμένου επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στην Ελληνική αγορά και για τις οποίες υπάρχει διαθέσιμη πληροφόρηση. Στη συνέχεια προσδιορίστηκαν βασικοί αριθμοδείκτες και συγκεκριμένα οι δείκτες EV/EBITDA [Αξία επιχείρησης / ΚΠΤΦΑ] και EV/Sales [Αξία επιχείρησης / Κύκλος Εργασιών]. Οι δείκτες αυτοί εφαρμόστηκαν στην χρηματοοικονομική πληροφόρηση της ΜΠΗΜ και διαμορφώθηκε το ακόλουθο εύρος αξιών:

Αποτελέσματα Αποτίμησης Μέθοδος Αριθμοδεικτών Αποτίμησης	Q1	M	Q3
Αποδιδόμενη Αξία στους Μετόχους	3.255	4.323	5.390

Στάθμιση και Προσδιορισμός Αξίας

Οι αξίες που προσδιορίστηκαν συμμετέχουν με διαφορετική βαρύτητα στην διαμόρφωση αξίας της Επιχειρηματικής Μονάδας ΜΠΗΜ. Οι εκτιμήσεις που σχετίζονται με τη διαμόρφωση ελεύθερων ταμειακών ροών ενσωματώνουν πληροφόρηση που δεν είναι διαθέσιμη στο ευρύ κοινό και ως εκ τούτου φέρουν μεγαλύτερη βαρύτητα. Στη βάση αυτή στα αποτελέσματα της μεθόδου προεξοφλημένων ελεύθερων ταμειακών ροών αποδίδεται συντελεστής στάθμισης 70%. Η μέθοδος της αναπροσαρμοσμένης καθαρής θέσης, παρότι λαμβάνει υπόψη τις σημερινές αξίες περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων που θα εισφερθούν, δεν εξετάζει την ικανότητα αυτών των καθαρών περιουσιακών στοιχείων να παράγουν ροές προς τους μετόχους. Θεωρείται, ωστόσο σημαντική, ιδιαίτερα στο πλαίσιο εκτέλεσής της από ανεξάρτητο εμπειρογνώμονα και συνεπώς απορροφά 20% της σχετικής στάθμισης στον προσδιορισμό της αξίας. Η μέθοδος των αριθμοδεικτών αποτίμησης, τέλος, συμμετέχει με το υπολειπόμενο 10%. Η τελική αξία για την Επιχειρηματική Μονάδα ΜΠΗΜ διαμορφώνεται ως εξής:

Αποτελέσματα Αποτίμησης	Q1	M	Q3
Μέθοδος Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών	1.978	2.253	2.544
Μέθοδος Καθαρών Περιουσιακών Στοιχείων	1.882	1.915	1.947
Μέθοδος Αριθμοδεικτών Αποτίμησης	321	426	531
Συνολική Αξία Αποδιδόμενη στους Μετόχους	4.181	4.594	5.022

ΣΥΝΟΨΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Για να καταλήξουμε στην εύλογη αξία που αποδίδεται στους μετόχους κάθε Επιχειρηματικής Μονάδας, βασιστήκαμε κυρίως στην προσέγγιση εισοδήματος, η οποία συμπληρώθηκε για σκοπούς πληρότητας από τα αποτελέσματα άλλων μεθόδων, αναλόγως με την ιδιαιτερότητα της κάθε Επιχειρηματικής Μονάδας.

Αξιοποιώντας τους παραπάνω παράγοντες και λαμβάνοντας υπόψη την ιστορική και την προβλεπόμενη πληροφόρηση των Επιχειρηματικών Μονάδων, καταλήξαμε σε συγκεκριμένες εκτιμήσεις αξίας, σταθμίζοντας κατάλληλα τα αποτελέσματα κάθε μεθόδου. Η εκτίμησή μας καταλήγει σε ένα εύρος τιμών για κάθε Επιχειρηματική Μονάδα, την ημερομηνία αναφοράς.

Οι προβλεπόμενες χρηματοοικονομικές πληροφορίες εξαρτώνται από μια σειρά παραγόντων που πρέπει να επιτευχθούν, ενώ οι αβεβαιότητες σχετικά με τις χρησιμοποιούμενες παραδοχές είναι εγγενείς σε οποιοδήποτε μοντέλο προβολής. Μεταξύ των παραγόντων για την επίτευξη μελλοντικών οικονομικών αποτελεσμάτων είναι: αυξητική τάση της ζήτησης για τα προϊόντα χάλυβα, σταδιακή αποκατάσταση των τιμών πώλησης και επίτευξη των μικτών περιθωρίων κερδοφορίας. Παρόλο που υπάρχει πάντα το ενδεχόμενο οι μελλοντικές εκτιμήσεις να μην εκπληρωθούν, η πραγματοποιηθείσα αποτίμηση μέσω της ενσωμάτωσης προσδοκώμενων οικονομικών πληροφοριών αποτελεί την καλύτερη ένδειξη της δυναμικής της δραστηριότητας και, συνεπώς, θεωρείται ότι αντικατοπτρίζει σωστά την αξία των Επιχειρηματικών Μονάδων κατά την ημερομηνία αναφοράς.

Συμπέρασμα

Με βάση όλους τους παράγοντες που εξετάστηκαν κατά την εργασία μας και καταλήγουμε ότι οι αξίες αποτίμησης των Επιχειρηματικών Μονάδων, καθώς και η σχέση ανταλλαγής που διαμορφώνεται, έχουν ως εξής:

ΑΞΙΕΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΜΟΝΑΔΩΝ	Q1	M	Q3
ΣΙΔΗΡΕΜΠΟΡΙΚΗ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΣΙΔΜΑ Α.Ε.	8.878	13.828	19.820
ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ [ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΗ ΜΟΝΑΔΑ ΕΜΠΟΡΙΑΣ] - ΜΠΗΤΡΟΣ ΜΕΤΑΛΛΟΥΡΓΙΚΗ Α.Ε.Β.Ε.	4.181	4.594	5.022
ΑΘΡΟΙΣΜΑ ΑΞΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΜΟΝΑΔΩΝ	13.059	18.422	24.842
ΥΠΟΚΕΙΜΕΝΗ ΣΧΕΣΗ ΑΝΤΑΛΛΑΓΗΣ	2,1	3,0	3,9

Με βάση την εργασία συγκριτικής αποτίμησης και τη σχετική ανάλυση ευαισθησίας επί των αποτελεσμάτων της σχέσης αξιών, προσδιορίζεται ένα εύρος εύλογης σχέσης αξιών (με βάση την αξία ιδίων κεφαλαίων - equity value) της ΣΙΔΜΑ ΑΕ προς Επιχειρηματική Μονάδα Μπήτρος Μεταλλουργική ΑΕΒΕ που κυμαίνεται από 1 προς 2,1 έως 1 προς 3,9, με κεντρική τιμή 1 προς 3. Στη βάση αυτή έχει συνταχθεί και η σχετική έκθεση εμπειρογνώμονα που προβλέπεται, με ημερομηνία 27 Απριλίου 2020 και επισυνάπτεται στην παρούσα ως Παράρτημα 3.

ΠΑΡΑΔΟΧΕΣ ΚΑΙ ΠΕΡΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ

Οι γενικές παραδοχές και οι περιορισμοί που αφορούν τα συμπεράσματα αξίας που αναφέρονται σε αυτό το έγγραφο συνοψίζονται παρακάτω.

1. Στο μέτρο της πληρέστερης γνώσης και πεποίθησής μας, οι δηλώσεις, πληροφορίες και γεγονότα που περιέχονται σε αυτό το έγγραφο, στις οποίες βασίζονται η ανάλυση και τα συμπεράσματα, είναι αληθινές και σωστές. Πληροφορίες, εκτιμήσεις και απόψεις που μας διαβιβάστηκαν και περιέχονται σε αυτό το έγγραφο ή χρησιμοποιήθηκαν για τον σχηματισμό των συμπερασμάτων αξίας ελήφθησαν από πηγές που θεωρήθηκαν αξιόπιστες και θεωρήθηκαν αληθείς και σωστές. Ωστόσο, καμία παράσταση, ευθύνη ή εγγύηση για την ακρίβεια τέτοιων δεδομένων δεν αναλαμβάνεται ή επιβάλλεται σε εμάς και υπόκειται σε διορθώσεις, λάθη, παραλείψεις και ανάκληση χωρίς προειδοποίηση.
2. Η αποτίμηση δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί σε συνδυασμό με οποιαδήποτε άλλη εκτίμηση ή μελέτη. Τα συμπεράσματα αξίας που αναφέρονται σε αυτό το έγγραφο σχετίζονται αποκλειστικά με την ενδεδειγμένη χρήση που περιγράφεται σε αυτό το έγγραφο και ενδέχεται να μην χωρίζονται σε μέρη. Η αποτίμηση προετοιμάστηκε αποκλειστικά για το σκοπό και το μέρος που προσδιορίστηκε σε αυτήν την αναφορά. Αυτή η αναφορά δεν επιτρέπεται να αναπαραχθεί, εν όλω ή εν μέρει, και τα ευρήματα / αποτελέσματα αυτού του εγγράφου δεν επιτρέπεται να χρησιμοποιηθούν από οποιονδήποτε τρίτο για οποιονδήποτε σκοπό, χωρίς τη ρητή γραπτή συγκατάθεση της BDO Ορκωτοί Ελεγκτές ΑΕ («BDO»).
3. Καμία αλλαγή οποιουδήποτε στοιχείου σε αυτό το έγγραφο δεν επιτρέπεται να γίνει από οποιονδήποτε άλλο εκτός από την BDO και δεν θα έχουμε καμία ευθύνη για οποιαδήποτε τέτοια μη εξουσιοδοτημένη αλλαγή.
4. Τα έγγραφα εργασίας για αυτήν την ανάθεση διατηρούνται στα αρχεία μας και είναι διαθέσιμα για αναφορά σας. Είμαστε διαθέσιμοι για να υποστηρίξουμε τα συμπεράσματα αποτίμησής μας εάν αυτό απαιτηθεί. Αυτές οι υπηρεσίες θα παρέχονται με επιπλέον χρέωση.
5. Το σύνολο ή οποιοδήποτε μέρος του περιεχομένου αυτού του εγγράφου δεν επιτρέπεται να διαδίδεται ή να αναφέρεται στο ευρύ κοινό μέσω διαφημίσεων, δημοσίων σχέσεων, ειδήσεων ή μέσων πωλήσεων ή οποιουδήποτε άλλου δημόσιου μέσου επικοινωνίας ή ως παραπομπή σε οποιαδήποτε δημοσίευση, συμπεριλαμβανομένων ιδιωτικών ή δημόσιων προσφορών που περιλαμβάνουν αλλά δεν περιορίζονται σε αυτές που κατατίθενται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ή άλλη κυβερνητική υπηρεσία, χωρίς την προηγούμενη γραπτή συγκατάθεση και έγκριση και επανεξέταση από την BDO. Ρητά εξαιρείται η αναφορά στην παρούσα στην «Γνωμοδότηση κατ' άρθρο 4.1.3.13.3 και 4.1.3.13.4 του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών επί της σχέσης ανταλλαγής μετοχών της ΣΙΔΗΡΕΜΠΟΡΙΚΗ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΣΙΔΜΑ Α.Ε. στο πλαίσιο αύξησης μετοχικού κεφαλαίου της ΣΙΔΗΡΕΜΠΟΡΙΚΗ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΣΙΔΜΑ Α.Ε. που περιλαμβάνει στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού της Μπήτρος Μεταλλουργική ΑΕΒΕ» με ημερομηνία έκδοσης 27 Απριλίου 2020.

6. Θεωρείται ότι υφίσταται ‘καλός’ και ‘εμπορεύσιμος’ τίτλος για τα επιχειρηματικά συμφέροντα και τα περιουσιακά στοιχεία που αξιολογούνται. Δεν είμαστε αρμόδιοι για να εκδώσουμε «γνώμη τίτλου» και καμία ευθύνη δεν αναλαμβάνεται ή γίνεται αποδεκτή για θέματα νομικού χαρακτήρα που επηρεάζουν την εκτίμηση των Επιχειρηματικών Μονάδων. Δεν πραγματοποιήθηκε επίσημη διερεύνηση του νομικού τίτλου ή των υποχρεώσεων των εκτιμώμενων Επιχειρηματικών Μονάδων και συνεπώς δεν εκφέρουμε γνώμη για την ιδιοκτησία ή την κατάσταση των Επιχειρηματικών Μονάδων.
7. Δεν αναλαμβάνουμε καμία ευθύνη για τυχόν γεγονότα, συνθήκες ή περιστάσεις που επηρεάζουν τη γνώμη μας για την προσδιορισθείσα αξία που λαμβάνουν χώρα μετά την ημερομηνία αποτίμησης.
8. Αυτή η αποτίμηση βασίζεται σε ιστορικά και προσδοκώμενα βασικά χρηματοοικονομικά στοιχεία που έχουν παρασχεθεί από τη Διοίκηση του εντολέα. Ορισμένες υποθέσεις ή προβλέψεις αναπόφευκτα δεν θα υλοποιηθούν και ενδέχεται να προκύψουν απρόβλεπτα γεγονότα και περιστάσεις κατά τη διάρκεια της περιόδου πρόβλεψης. Αυτές θα μπορούσαν να περιλαμβάνουν σημαντικές αλλαγές στις οικονομικές συνθήκες όπως σημαντικές αυξήσεις ή μειώσεις στα τρέχοντα επιτόκια ή/και όρους ή διαθεσιμότητα χρηματοδότησης συνολικά, ή αναθεωρήσεις στην τρέχουσα φορολογική ή κανονιστική νομοθεσία. Επομένως, τα πραγματικά αποτελέσματα που θα επιτευχθούν κατά την περίοδο προβολής και οι εκτιμήσεις σε σχέση με τις αναμενόμενες ετήσιες αποδόσεις και τις συνολικές αποδόσεις θα μπορούσαν να διαφέρουν από τις προβλέψεις. Συνεπώς, οι αποκλίσεις θα μπορούσαν να είναι σημαντικές και να έχουν επίπτωση στα συμπεράσματα αξίας που αναφέρονται στην παρούσα.
9. Οι προϋπολογισμοί / προβλέψεις / εκτιμήσεις σχετίζονται με μελλοντικά γεγονότα και βασίζονται σε παραδοχές που ενδέχεται να μην παραμένουν ισχυρές για ολόκληρη τη σχετική περίοδο προβολής. Δεν εκφράζουμε γνώμη για τον βαθμό συμμόρφωσης των πραγματικών αποτελεσμάτων σε αυτά που προβλέπονται / εκτιμώνται από τη Διοίκηση.
10. Δεν αναλαμβάνουμε καμία ευθύνη και δεν παρέχουμε καμία διαβεβαίωση σχετικά με την ακρίβεια ή την πληρότητα των πληροφοριών που παρέχονται από και για λογαριασμό της Διοίκησης.
11. Ο καθορισμός της αξίας των Επιχειρηματικών Μονάδων βασίστηκε στην αντικειμενική αλλά και την ποιοτική αξιολόγηση των παρασχεθέντων μεγεθών, τα οποία αξιολογήθηκαν με βάση την εμπειρία και τη γνώση μας.
12. Η εργασία μας σε σχέση με προσδοκώμενες χρηματοοικονομικές πληροφορίες δεν αποτελούσε ανάθεση εξέτασης, κατάρτισης ή προσυμφωνημένων διαδικασιών επί των χρηματοοικονομικών προβλέψεων σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα Ελέγχου και περαιτέρω καθοδήγηση που παρέχεται από την Επιτροπή Λογιστικής Τυποποίησης και Ελέγχων (ΕΛΤΕ) και το Σώμα Ορκωτών Ελεγκτών Λογιστών (ΣΟΕΛ), και δεν εκφράζουμε κανένα είδος διασφάλισης επί αυτής.
13. Δεν απαιτείται να δώσουμε μαρτυρία ή να παρευρεθούμε σε οποιοδήποτε δικαστήριο ή διοικητική διαδικασία με αναφορά στην εκτίμηση των Επιχειρηματικών Μονάδων, εκτός εάν έχει προηγουμένως συμφωνηθεί πρόσθετη αποζημίωση και έχουν γίνει σχετικές ρυθμίσεις.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1 – ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ ΠΟΥ ΣΧΕΤΙΖΟΝΤΑΙ ΜΕ ΤΗΝ ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΣΙΔΜΑ

- Παράρτημα 1.1 Αριθμητικά Δεδομένα Επιχειρηματικού Πλάνου και Διαμόρφωση Ελεύθερων Ταμειακών Ροών
- Παράρτημα 1.2 Παραδοχές Επιχειρηματικού Πλάνου
- Παράρτημα 1.3 Αποτελέσματα Αποτίμησης Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών και Διαμόρφωση Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (WACC)
- Παράρτημα 1.4 Αποτελέσματα Αποτίμησης Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών και Ανάλυση Ευαισθησίας (Sensitivity Analysis)
- Παράρτημα 1.5 Στοιχεία Συναλλαγών Μετοχής ΣΙΔΜΑ ΑΕ

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 2 – ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ ΠΟΥ ΣΧΕΤΙΖΟΝΤΑΙ ΜΕ ΤΗΝ ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΑΞΙΑΣ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΕΜΠΟΡΙΑΣ ΤΗΣ ΜΠΗΤΡΟΣ ΜΕΤΑΛΛΟΥΡΓΙΚΗ ΑΕΒΕ (ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΗ ΜΟΝΑΔΑ)

- Παράρτημα 1.1 Αριθμητικά Δεδομένα Επιχειρηματικού Πλάνου και Διαμόρφωση Ελεύθερων Ταμειακών Ροών
- Παράρτημα 1.2 Παραδοχές Επιχειρηματικού Πλάνου

- Παράρτημα 1.3 Αποτελέσματα Αποτίμησης Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών και Διαμόρφωση Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (WACC)
- Παράρτημα 1.4 Αποτελέσματα Αποτίμησης Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών και Ανάλυση Ευαισθησίας (Sensitivity Analysis)
- Παράρτημα 1.5 Διαμόρφωση Αριθμοδεικτών Αποτίμησης και Εκτίμηση Αξίας

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 3 – ΓΝΩΜΟΔΟΤΗΣΗ ΚΑΤ' ΑΡΘΡΟ 4.1.3.13.3 ΚΑΙ 4.1.3.13.4 ΤΟΥ ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΥ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΘΗΝΩΝ ΕΠΙ ΤΗΣ ΣΧΕΣΗΣ ΑΝΤΑΛΛΑΓΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΗΣ ΣΙΔΗΡΕΜΠΟΡΙΚΗ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΣΙΔΜΑ Α.Ε. ΣΤΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΤΗΣ ΣΙΔΗΡΕΜΠΟΡΙΚΗ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΣΙΔΜΑ Α.Ε. ΠΟΥ ΠΕΡΙΛΑΜΒΑΝΕΙ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΚΑΙ ΤΟΥ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ ΤΗΣ ΜΠΗΤΡΟΣ ΜΕΤΑΛΛΟΥΡΓΙΚΗ ΑΕΒΕ.

ΟΜΙΛΟΣ ΣΙΔΜΑ Μοντέλο Χρηματοοικονομικών Προβλέψεων

Amounts in Thousands €										
Profit and Loss (€ '000)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Terminal Period
Sales Volume - SIDMA Sales (KMT)	152,8	142,6	147,2	151,5	165,2	176,7	183,8	191,2	198,8	
Sidma GR	111,4	104,1	103,6	106,9	116,6	124,7	129,7	134,9	140,3	
Sidma RO	24,2	17,4	21,7	22,8	24,9	26,6	27,7	28,8	29,9	
Sidma BG	17,2	21,1	21,9	21,8	23,7	25,4	26,4	27,4	28,5	
Sales Volume - Agency Sales (KMT)	78,7	86,4	91,4	89,5	97,6	104,4	108,6	113,0	117,5	
Sidma GR	51,1	51,4	52,0	50,5	55,1	58,9	61,3	63,7	66,3	
Sidma RO	12,6	17,4	18,9	15,6	17,0	18,2	18,9	19,6	20,4	
Sidma BG	15,0	17,6	20,5	23,5	25,6	27,4	28,5	29,6	30,8	
Sales Area - Panelco Sales (K Sq M)	1.008	1.044	1.004	1.152	1.256	1.344	1.398	1.453	1.512	
Total Turnover	132.471	155.413	171.312	167.327	178.413	195.965	210.241	225.558	240.823	
Turnover SIDMA Group	91.778	104.622	113.803	113.079	120.363	132.192	141.813	152.136	162.424	
Turnover (Agency sales GR)	28.317	31.900	34.624	32.885	35.190	38.659	41.481	44.508	47.526	
Turnover (Agency sales RO)	5.694	9.517	11.183	8.796	9.412	10.340	11.095	11.905	12.712	
Turnover (Agency sales BG)	6.682	9.374	11.702	12.567	13.448	14.773	15.852	17.009	18.162	
Cogs	-79.465	-92.928	-103.474	-101.384	-107.704	-118.057	-126.401	-135.336	-144.203	
Gross Margin	12.313	11.694	10.328	11.696	12.660	14.135	15.412	16.800	18.220	
	4,1%	3,4%	3,1%		3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	
Other Operating Income	5.387	5.303	5.387	4.317	6.136	6.740	7.232	7.759	8.285	
SG&A	-13.375	-13.095	-13.375	-13.228	-13.625	-13.979	-14.259	-14.544	-14.835	
Other Operating Expense (Bad Debts, etc)	-1.361	-107	-187	-479	-357	-392	-420	-451	-482	
Operating Profit (EBIT)	2.964	3.795	2.154	2.305	4.814	6.504	7.964	9.564	11.188	
Interest Expenses	-5.995	-6.344	-6.019	-4.228	-3.894	-3.815	-3.669	-3.470	-3.178	
Revaluation of Fixed assets	-1.215									
PBT	-4.246	-2.549	-3.865	-1.922	920	2.689	4.296	6.094	8.010	
Income Tax	214	81	214	165	-	-	-859	-1.219	-1.602	
Earnings After Taxes	-4.032	-2.468	-3.651	-1.757	920	2.689	3.436	4.875	6.408	
Depreciation Included	-2.083	-2.127	-2.094	-2.097	-2.097	-2.097	-2.097	-2.097	-2.097	
EBITDA	5.047	5.922	4.248	4.402	6.911	8.601	10.062	11.661	13.286	
	5,5%	5,7%	3,7%	3,9%	5,7%	6,5%	7,1%	7,7%	8,2%	
NOPAT	2.251	2.920	1.667	1.801	3.877	5.238	6.415	7.703	9.011	9.191
Depreciation	2.083	2.127	2.094	2.097	2.097	2.097	2.097	2.097	2.097	-1.582
CAPEX	-352	-281	-258	-258	-250	-500	-750	-750	-750	
Change of Working Capital	-4.137	-782	1.945	3.583	1.732	-3.678	-3.798	-3.835	-4.042	
Free Cash Flow	-155	3.984	5.449	7.224	7.457	3.158	3.964	5.215	6.316	
Terminal Value										118.636
Balance Sheet (€ '000)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
Fixed Assets	58.526	56.137	54.230	53.026	51.179	49.581	48.234	46.886	45.539	
Depreciation	2.083	2.127	2.094	2.097	2.097	2.097	2.097	2.097	2.097	
Net Assets	56.442	54.010	52.136	50.929	49.081	47.484	46.136	44.789	43.442	
Receivables	37.204	46.071	47.871	42.563	45.383	49.847	53.479	57.375	61.258	
Inventory	15.448	19.129	19.027	23.400	22.131	24.258	25.973	27.809	29.631	
Cash	7.341	8.300	9.249	6.241	4.000	3.000	2.000	2.000	2.000	
Other receivables	2.165	3.784	2.919	3.499	3.499	3.499	3.499	3.499	3.499	
Total Assets	118.601	131.295	131.201	126.630	124.094	128.088	131.087	135.472	139.829	
Share capital	45.152	44.753	45.202	45.354	45.354	45.354	45.354	45.354	45.354	
Reserves	-62.901	-64.855	-69.235	-71.011	-70.091	-67.402	-63.106	-57.012	-49.002	
Total Equity	-17.749	-20.102	-24.032	-25.656	-24.736	-22.047	-17.752	-11.658	-3.648	
ST Loans	48.793	46.122	46.632	41.272	34.532	32.923	30.078	26.473	21.157	
LT Loans	57.419	63.274	63.573	63.576	63.576	63.576	63.576	63.576	63.576	
Payables to suppliers	22.841	34.607	38.249	40.897	44.180	47.095	48.642	50.539	52.202	
Other payables	7.298	7.395	6.780	6.542	6.542	6.542	6.542	6.542	6.542	
Total Liabilities	136.350	151.397	155.233	152.286	148.830	150.136	148.838	147.130	143.477	
Total Equity & Liabilities	118.601	131.295	131.201	126.630	124.094	128.088	131.087	135.472	139.829	
Net Debt	98.871	101.096	100.956	98.607	94.108	93.499	91.654	88.049	82.733	

ΟΜΙΛΟΣ ΣΙΔΑΜΑ Μοντέλο Χρηματοοικονομικών Προβλέψεων

Assumptions									
Base	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Sale Price € / MT (Sidma Sales GR)	528	638	683	649	637	654	675	696	715
Sale Price € / MT (Sidma Sales RO)	495	635	656	608	597	613	632	653	670
Sale Price € / MT (Sidma Sales BG)	523	616	644	611	600	616	636	656	673
Sale Price € / MT (Agency Sales GR)	554	621	666	651	639	656	677	698	717
Sale Price € / MT (Agency Sales RO)	452	546	592	565	554	569	587	606	622
Sale Price € / MT (Agency Sales BG)	445	533	571	536	526	540	557	575	590
Sale Price € / Sq m (Panelco Sales)	12,0	13,6	14,4	13,5	13,3	13,6	14,0	14,5	14,9
Other Income	2,6%	1,9%	1,6%	1,1%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Agency Commission	1.911	2.351	2.647	2.499	2.674	2.938	3.152	3.382	3.611
Effective tax rate	24%	23%	23%	22%	19%	19%	19%	19%	19%
GR	29%	29%	29%	28%	24%	24%	24%	24%	24%
RO	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
BG	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
DSO	83	88	83	75	75	75	75	75	75
DIO	71	75	67	84	75	75	75	75	75
DPO Sidma Group	30	42	39	54	60	59	57	56	55
DPO Group	118	139	139	140	135	130	125	120	115
Depreciation	2.083	2.127	2.094	2.097	2.097	2.097	2.097	2.097	2.097
Investments	352	281	258	258	250	500	750	750	750
Working Capital	29.812	30.594	28.649	25.065	23.333	27.011	30.809	34.644	38.686
Working Capital to Sales %	22,5%	19,7%	16,7%	15,0%	13,1%	13,8%	14,7%	15,4%	16,1%
Increase in sale price (%)	-4,6%	20,8%	7,0%	-5,0%	-1,8%	2,7%	3,2%	3,2%	2,7%
Increase in sales volume (%)	12,1%	-1,1%	4,2%	1,0%	9,0%	7,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Gross Profit Margin (%)	13,4%	11,2%	9,1%	10,3%	10,5%	10,7%	10,9%	11,0%	11,2%
Increase/Decrease of SG&A	14,2%	-2,1%	2,1%	-1,1%	3,0%	2,6%	2,0%	2,0%	2,0%
Financing Cost - LT					-3,2%	-3,2%	-3,2%	-3,2%	-3,2%
Financing Cost - ST					-5,5%	-5,5%	-5,5%	-5,5%	-5,5%
Payables to Companies of the Group	16.328	23.951	27.200	25.865					

ΟΜΙΛΟΣ ΣΙΔΜΑ Μοντέλο Χρηματοοικονομικών Προβλέψεων

WACC	8,4%
NPV of FCFs of operating assets	99.878
Net Debt (as of Dec 2019)	98.607
Value of non operating assets	13.550
Present Value	14.821,0
Growth rate to Perpetuity	2,00%

Assumptions	
Weighted Average Cost of Capital - WACC	8,4%
Cost of Equity	11,3%
Capital Structure for Steel COs (targeted % of Debt) (1)	43%
D/E	76%
Unlevered Beta for Steel Sector in Europe (2)	0,87
Levered Beta of Sidma	1,4
Risk Free Rate (€) (3)	-0,20%
Market Premium (Developed Market) (4)	6,01%
Country Risk Premium based on CDS (Blended for GR, RO & BG) (4)	2,24%
Cost of Debt	6,00%
Tax Rate (Blended)	22%

Implied Equity Value	14.821
Outstanding shares	10.187
Implied share price	1,45

Implied multiples	
Enterprise Value	99.878
SALES 2019	167.327
EBITDA 2019	4.402
Implied EV/SALES	0,6x
Implied EV/EBITDA	22,7x

Sources:

1. Damodaran - Capital Structure of the steel sector in Europe. Dataset: WaccEurope.xls
http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html
2. Damodaran - Levered and unlevered betas by industry. Dataset: betaemerg.xls
http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html
3. 5 to 10 year maturity ECB ALL Bond yield as of 5-Feb-2020
https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/euro_area_yield_curves/html/index.en.html
4. Damodaran - Country Risk Premiums Jan 2019 based on CDS spread. Dataset: ctryprem.xls
<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctryprem.xls>

Equity Value						
Sensitivity Analysis						
WACC	Perpetuity growth %					
		1,00%	1,50%	2,0%	2,5%	3,0%
	7,3%	28.682	32.401	36.819	42.154	48.726
	7,9%	18.823	21.567	24.778	28.588	33.182
	8,4%	10.448	12.476	14.821	17.562	20.810
	9,0%	3.249	4.744	6.453	8.427	10.731
	9,5%	-3.001	-1.911	-675	736	2.365

Equity Value						
Sensitivity Analysis						
DSO	DPO Group					
		125	130	135	141	146
	64	20.354	21.516	22.679	23.969	25.248
	70	16.425	17.587	18.750	20.041	21.319
	75	12.496	13.658	14.821	16.112	17.391
	80	9.245	10.408	11.571	12.861	14.140
	85	6.031	7.193	8.356	9.647	10.926

Παράρτημα 1.5
Στοιχεία Συναλλαγών Μετοχής ΣΙΔΑΜΑ ΑΕ

Trade Date	High	Low	Open	Close	Volume	Prev. Close	Total Turnover	Num. Of Trans.
29/11/2019	0,62	0,62	0,62	0,625	20	0,625	12	1
2/12/2019	0,595	0,595	0,595	0,595	2890	0,625	1719	8
3/12/2019	0,56	0,555	0,555	0,56	3860	0,595	2157	10
4/12/2019	0,56	0,52	0,56	0,52	5141	0,56	2723	12
5/12/2019	0,52	0,484	0,52	0,488	2420	0,52	1209	8
6/12/2019	0,5	0,454	0,454	0,5	2290	0,488	1072	11
9/12/2019	0,5	0,462	0,5	0,462	3222	0,5	1495	18
10/12/2019	0,42	0,42	0,42	0,42	5448	0,462	2288	17
11/12/2019	0,478	0,41	0,41	0,47	2450	0,42	1128	7
12/12/2019	0,49	0,45	0,45	0,458	1100	0,47	503	7
13/12/2019	0,458	0,458	0,458	0,458	1000	0,458	458	3
16/12/2019	0,48	0,47	0,47	0,48	1800	0,458	854	5
17/12/2019	0	0	0	0,48	0	0,48	0	0
18/12/2019	0	0	0	0,48	0	0,48	0	0
19/12/2019	0	0	0	0,48	0	0,48	0	0
20/12/2019	0,52	0,48	0,52	0,48	3340	0,48	1623	12
23/12/2019	0,51	0,51	0,51	0,48	32	0,48	16	3
27/12/2019	0,5	0,45	0,5	0,45	2108	0,48	951	8
30/12/2019	0,47	0,45	0,452	0,45	4423	0,45	1997	7
31/12/2019	0	0	0	0,45	0	0,45	0	0
2/1/2020	0,464	0,4	0,4	0,464	1042	0,45	448	4
3/1/2020	0,474	0,474	0,474	0,464	320	0,464	151	5
7/1/2020	0,47	0,47	0,47	0,47	1075	0,464	505	3
8/1/2020	0,478	0,47	0,47	0,478	6050	0,47	2856	8
9/1/2020	0,49	0,426	0,426	0,49	2010	0,478	959	6
10/1/2020	0,545	0,52	0,52	0,545	5310	0,49	2786	13
13/1/2020	0,545	0,545	0,545	0,545	1500	0,545	817	3
14/1/2020	0,57	0,492	0,492	0,57	3520	0,545	1939	13
15/1/2020	0,57	0,57	0,57	0,57	1027	0,57	585	4
16/1/2020	0,55	0,55	0,55	0,55	1350	0,57	742	2
17/1/2020	0,54	0,54	0,54	0,54	4000	0,55	2160	1
20/1/2020	0	0	0	0,54	0	0,54	0	0
21/1/2020	0,488	0,464	0,488	0,464	5000	0,54	2368	12
22/1/2020	0,464	0,46	0,464	0,46	18042	0,464	8324	19
23/1/2020	0,474	0,474	0,474	0,46	232	0,46	109	4
24/1/2020	0	0	0	0,46	0	0,46	0	0
27/1/2020	0	0	0	0,46	0	0,46	0	0
28/1/2020	0	0	0	0,46	0	0,46	0	0
29/1/2020	0,46	0,428	0,428	0,446	3620	0,46	1617	7
30/1/2020	0,44	0,44	0,44	0,44	1000	0,446	440	1
31/1/2020	0	0	0	0,44	0	0,44	0	0
3/2/2020	0	0	0	0,44	0	0,44	0	0
4/2/2020	0,396	0,396	0,396	0,44	500	0,44	198	4
5/2/2020	0,45	0,44	0,44	0,442	3000	0,44	1330	6
6/2/2020	0	0	0	0,442	0	0,442	0	0
7/2/2020	0,442	0,442	0,442	0,442	30	0,442	13	1
10/2/2020	0,392	0,392	0,392	0,442	500	0,442	196	3
11/2/2020	0,42	0,4	0,4	0,42	5342	0,442	2238	11
12/2/2020	0,42	0,4	0,42	0,402	4050	0,42	1661	10
13/2/2020	0,4	0,388	0,388	0,4	3200	0,402	1256	7
14/2/2020	0,4	0,4	0,4	0,4	147	0,4	58	1

Trade Date	High	Low	Open	Close	Volume	Prev. Close	Total Turnover	Num. Of Trans.
17/2/2020	0,396	0,392	0,396	0,392	7400	0,4	2908	8
18/2/2020	0,4	0,394	0,4	0,394	1250	0,392	495	2
19/2/2020	0,396	0,394	0,394	0,394	451	0,394	178	2
20/2/2020	0,4	0,4	0,4	0,4	1950	0,394	780	6
21/2/2020	0,42	0,402	0,402	0,4	249	0,4	101	3
24/2/2020	0	0	0	0,4	0	0,4	0	0
25/2/2020	0,4	0,32	0,32	0,4	389	0,4	155	3
26/2/2020	0	0	0	0,4	0	0,4	0	0
27/2/2020	0	0	0	0,4	0	0,4	0	0
28/2/2020	0,32	0,32	0,32	0,32	1500	0,4	480	6
3/3/2020	0	0	0	0,32	0	0,32	0	0
4/3/2020	0,38	0,32	0,32	0,33	5200	0,32	1719	7
5/3/2020	0,338	0,27	0,338	0,27	7660	0,33	2188	13
6/3/2020	0	0	0	0,27	0	0,27	0	0
9/3/2020	0,22	0,22	0,22	0,22	4337	0,27	954	8
10/3/2020	0	0	0	0,22	0	0,22	0	0
11/3/2020	0,264	0,192	0,192	0,264	12932	0,22	2891	14
12/3/2020	0	0	0	0,264	0	0,264	0	0
13/3/2020	0	0	0	0,264	0	0,264	0	0
16/3/2020	0,264	0,264	0,264	0,264	97	0,264	25	1
17/3/2020	0	0	0	0,264	0	0,264	0	0
18/3/2020	0	0	0	0,264	0	0,264	0	0
19/3/2020	0	0	0	0,264	0	0,264	0	0
20/3/2020	0	0	0	0,264	0	0,264	0	0
23/3/2020	0,264	0,264	0,264	0,264	100	0,264	26	1
24/3/2020	0,212	0,212	0,212	0,264	95	0,264	20	2
26/3/2020	0	0	0	0,264	0	0,264	0	0
27/3/2020	0,296	0,212	0,212	0,222	2403	0,264	534	11
30/3/2020	0	0	0	0,222	0	0,222	0	0
31/3/2020	0	0	0	0,222	0	0,222	0	0
1/4/2020	0	0	0	0,222	0	0,222	0	0
2/4/2020	0	0	0	0,222	0	0,222	0	0
3/4/2020	0	0	0	0,222	0	0,222	0	0
6/4/2020	0,266	0,266	0,266	0,266	2050	0,222	545	3
7/4/2020	0,22	0,22	0,22	0,22	1007	0,266	221	4
8/4/2020	0,224	0,224	0,224	0,224	1000	0,22	224	3
9/4/2020	0,224	0,224	0,224	0,224	1500	0,224	336	3
14/4/2020	0,264	0,264	0,264	0,224	400	0,224	105	4

0,42 Min
0,458 Q1
0,48 M
0,491 Q3
0,625 Max

BITROS STEEL										
(in ,000)	2016	2017	2018	2019		Forecast period				
					CAGR (16 - 19)	2020	2021	2022	2023	2024
Sales OWN	30.503	30.857	29.843	26.240	-5%	26.040	27.082	28.165	29.291	30.463
% growth		1,2%	-3,3%	-12,1%		-0,8%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Sales Consignment	0	0	0			0	0	0	0	0
% growth						-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%
GM	7.500	7.154	5.769	5.147		5.078	5.281	5.492	5.712	5.940
% GM	24,6%	23,2%	19,3%	19,6%		19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%
Other Income	1.007	932	761	700	-11%	651	677	704	732	762
% on Total Revenue	3,3%	3,0%	2,6%	2,7%		2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Total Expenses	-8.032	-5.540	-5.130	-5.085	-14%	-4.867	-4.910	-4.953	-4.996	-5.040
% Total sales	26,3%	18,0%	17,2%	19,4%		18,7%	18,1%	17,6%	17,1%	16,5%
EBITDA	474	2.546	1.400	762	72%	862	1.048	1.243	1.448	1.661
% margin	1,6%	8,3%	4,7%	2,9%		3,3%	3,9%	4,4%	4,9%	5,5%
Depreciation & Amortization:	-1.555	-1.789	-1.773	-1.769		-5	-1	-3	-4	-6
% Net Fixed Assets	2,5%	3,0%	3,3%	3,4%		3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
EBIT	-1.080,7	757,6	-372,5	-1.007,4	-2%	857	1.047	1.240	1.443	1.655
Taxes	313	-220	108	242		-206	-251	-298	-346	-397
Capex	-31,0	-8,0	-40,0	-47,0		-47	-49	-50	-52	-55
% sales	0,1%	0,0%	0,1%	0,2%		0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Increase/Decrease in NWC		3.750	4.461	480		3.817	-716	-745	-775	-806
Unlevered Free Cash Flow	757	6.069	5.930	1.436		4.427	32	150	274	404

BITROS STEEL									
(in ,000)	2016	2017	2018	2019		2020	Forecast period		
							2021	2022	2023
WACC	9,1%								
Discount Period						1,0	2,0	3,0	4,0
Discount Factor						0,92	0,84	0,77	0,71
Present value of free cash flow						4.058	27	116	193

Terminal Value	
Terminal Year Free Cash Flow	404
Perpetuity Growth Rate	1,0%
Terminal Year EBITDA	1.661
Terminal Value	5.045
Implied Exit Multiple	3,2x
Discount Period	5,5
Discount Factor	0,6
Present Value of Terminal Value	3.127
% of Enterprise Value	40%

(in million)	2016	2017	2018	2019		2020	Forecast period		
Net Working Capital							2021	2022	2023
Trade receivables	22.721	19.036	15.430	15.366		14.257			
Other receivables	3.059	3.238	1.044	1.844		0			
Inventory	5.532	5.172	6.204	5.471		4.962			
Total Current Assets	31.313	27.446	22.677	22.681		19.219	19.988	20.787	21.619
% sales	102,7%	88,9%	76,0%	86,4%		73,8%	73,8%	73,8%	73,8%
Account payable	-528	-592	-354	-799		-679			
Other Current Liabilities	-846	-666	-596	-634		-629			
Total Current Liabilities	-1.373	-1.257	-950	-1.433		-1.308	-1.361	-1.415	-1.472
% sales	4,5%	4,1%	3,2%	5,5%		5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Net Working Capital	29.939	26.189	21.728	21.248		17.910	18.627	19.372	20.147
% sales	98,2%	84,9%	72,8%	81,0%		68,8%	68,8%	68,8%	68,8%

(in million)	2016	2017	2018	2019		2020	Forecast period		
Other Assumptions							2021	2022	2023
Tax rate	29%	29%	29%	24%		24%	24%	24%	24%
Net Fixed Assets	61.549	60.429	53.711	52.650		42	89	136	184

Αποτελέσματα Αποτίμησης Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών και
Διαμόρφωση Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (WACC)

BITROS STEEL			
Input		Output	
Wacc Calculation		Enterprise value	
Target Capital Structure (1)		Present value of Free Cash Flow	4.656
Debt to Total Capitalization	43,3%		
Equity to Total Capitalization	56,7%	Terminal Value	5.045
Debt to Equity Ratio	76,5%	Discount Factor	0,62
		Present Value of Terminal Value	3.127
		% of Enterprise Value	40%
Cost of Equity			
Risk-free rate (2)	-0,2%	Enterprise value	7.783
Market risk Premium (3)	6,0%	Less: Total debt	6.866
Levered Beta (2)	1,39	Plus: Cash and Cash Equi.	2.302
Country Premium (4)	2,3%	Net Debt	4.564
Cost of Equity	11,4%	Plus: NOA	
Cost of Debt			
Cost of Debt (5)	8,0%	Implied Equity Value	3.219
Taxes	24,0%	Outstanding shares	10.222
After Tax Cost of Debt	6,1%	Implied share price	0,31
WACC	9,1%	Implied multiples	
(1) Damodaran - Capital Structure of the steel sector in Europe. Dataset: WaccEurope.xls		Enterprise Value	7.783
(2) 10-year Eurozone Central Government Bond Yield		SALES 2019	26.040
(3) Damodaran - Country Risk Premiums Apr 2020 based on CDS spread. Dataset: ctryprem.xls		EBITDA 2019	862
(4) Greek 10 year Government Bond Spread vs Bund. Source: Investing.com		Implied EV/SALES	0,3x
(5) Expected cost of debt; management assumption		Implied EV/EBITDA	9,0x

Equity Value						
Sensitivity Analysis						
Perpetuity growth %						
WACC		0,50%	0,75%	1,00%	1,50%	2,00%
	8,1%	3.642	3.770	3.907	4.212	4.567
	8,6%	3.314	3.424	3.541	3.800	4.099
	9,1%	3.022	3.118	3.219	3.442	3.696
	9,6%	2.763	2.846	2.934	3.127	3.345
	10,1%	2.529	2.602	2.680	2.848	3.036
GM %						
	19,2%	2.433	2.433	2.433	2.433	2.433
	19,4%	2.826	2.826	2.826	2.826	2.826
	19,5%	3.219	3.219	3.219	3.219	3.219
	19,7%	3.612	3.612	3.612	3.612	3.612
	19,8%	4.005	4.005	4.005	4.005	4.005

(Values in €'000)									
Company Name	Market CAP	Net Debt	NOA	EV	EBITDA 16-18*	Sales 2018**	EV/EBITDA	EV/SALES	D/E
Kordelos	5.051	24.672		29.723	3.029	40.542	9,8	0,7	488%
Elastron	16.312	31.886		48.198	6.805	108.540	7,1	0,4	195%
Elvahalcor*	420.271	565.892		986.163	138.590	2.044.606	7,1	0,5	135%
Tzirakian Profil	3.688	11.957		15.646	422	15.109	37,1	1,0	324%
Mevaco	14.700	985		15.685	549	9.969	28,6	1,6	7%

* EBITDA 17-19 / ** Sales 2019

Weighted Average							7,92	0,51	148%
Average							17,9	0,9	273%

BITROS Multiples Based Valuation						
EV/Sales		0,39	0,45	0,51	0,57	0,63
Projected Sales 2020	26.040	10.249	11.765	13.280	14.804	16.327
EV/EBITDA		7,62	7,77	7,92	8,07	8,22
Projected EBITDA 2020	862	6.568	6.697	6.827	6.956	7.085
EV (Weighted Value:		9.054	10.121	11.189	12.256	13.323
Debt		-6.866	-6.866	-6.866	-6.866	-6.866
Equity		2.188	3.255	4.323	5.390	6.457