ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΔΗΜΟΚΡΑΤΙΑ
ΕΜΠΟΡΙΚΟ & ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΟ ΕΠΙΜΕΛΗΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Δ/ΝΣΗ: ΜΗΤΡΩΩΝ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΚΩΝ ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ
ΤΜΗΜΑ: ΜΗΤΡΩΟΥ / Υπηρεσία Γ.Ε.ΜΗ.
Πληροφορίες: Ε. ΑΛΕΞΑΝΔΡΗ
Τηλέφωνο: 2103382136
Fax: 2103616464
E-mail: ealexandri@acci.gr

Αθήνα, 14-03-2019
Αριθ. Πρωτ.: 1526206

ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ

Καταχώρισης στο Γενικό Εμπορικό Μητρώο (Γ.Ε.ΜΗ.) στη μερίδα της Εταιρείας με την επωνυμία **«PHARMA PLUS ΕΞΥΠΗΡΕΤΗΣΗ ΦΑΡΜΑΚΕΙΩΝ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΑ»**, το διακριτικό τίτλο **«PHARMA PLUS»** και αριθμό ΓΕΜΗ **3951901000**.

Ο ΠΡΟΕΔΡΟΣ
ΤΟΥ ΕΜΠΟΡΙΚΟΥ & ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΟΥ ΕΠΙΜΕΛΗΤΗΡΙΟΥ ΑΘΗΝΩΝ
Ανακοινώνει ότι:

Την **13-03-2019** καταχωρίσθηκε στο Γενικό Εμπορικό Μητρώο (Γ.Ε.ΜΗ.), με Κωδικό Αριθμό Καταχώρησης **1694537**, **η από 20/02/2019 Εκθέση Αποτίμησης του ορκωτού ελεγκτή-λογιστή της εταιρείας PKF ΕΥΡΩΕΛΕΓΚΤΙΚΗ Α.Ε. Αντώνιου Προκοπίδη για την αποτίμηση της ανώνυμης εταιρείας με την επωνυμία «PHARMA PLUS A.E.» η οποία πρόκειται να εισφερθεί από την «LAVIPHARM A.E.» στην «LAVIPHARM ACTIVE SERVICES A.E.» για σκοπούς αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου της «LAVIPHARM ACTIVE SERVICES A.E.» σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 17 του Ν.4548/2018**

Η ανωτέρω Έκθεση αποτελεί αναπόσπαστο μέρος της παρούσης.

«Η καταχώριση έγινε, μετά από τυπικό έλεγχο (έλεγχο πληρότητας), σύμφωνα με τη διάταξη του άρθρου 9, παράγρ. 2, του Ν. 4548/2018 (ΦΕΚ 104/Α) και την Οδηγία με ΑΔΑ: 647Θ465ΧΙ8-ΞΦ5 (αρ. πρωτ. 141372/ 28-12-2018) της Γενικής Γραμματείας Εμπορίου & Προστασίας Καταναλωτή, σε συνδυασμό με τις διατάξεις του Ν.3419/2005 όπως ισχύει.»

Με Εντολή Προέδρου ΕΒΕΑ
Ο ΕΙΔΙΚΟΣ ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ

ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΓΕΩΡΓΑΚΟΠΟΥΛΟΣ

Η γνησιότητα του παρόντος μπορεί να επιβεβαιωθεί από το https://www.businessregistry.gr/publicity.aspx

PKF Ευρωελεγκτική Α.Ε.
Ορκωτοί Ελεγκτές Λογιστές

PKF

Audit Tax &
Business advisory

ΕΚΘΕΣΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

της ανώνυμης εταιρείας με την επωνυμία

«PHARMA PLUS A.E.»

η οποία πρόκειται να εισφερθεί από την «LAVIPHARM A.E.» στην «LAVIPHARM ACTIVE SERVICES A.E.» για σκοπούς αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου της «LAVIPHARM ACTIVE SERVICES A.E.» σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 17 του Ν.4548/2018

Αθήνα, Φεβρουάριος 2019

Εμπιστευτική

Αθήνα | Λ. Κηφισίας 124 | 115 26 | Τηλ 210 7480600 | Fax 210 7483600 | Email pkfathen@otenet.gr | www.pkf.gr
Θεσσαλονίκη | Βούλγαρη 20 & Καθ. Παπαδάκη | 542 48 | Τηλ 2310 334600 - 944991 | Fax 2310 334601
Ιωάννινα | Δαγκλή 1 | 454 44 | Τηλ 26510 21899 | Fax 26510 21813
Ηράκλειο Κρήτης | Δ. Μποφώρ 7 | 712 02 | Τηλ/Fax 2810 229383
Τρίκαλα | Ιακωβάκη 15 | 421 00 | Τηλ/Fax 24310 30073

PKF EUROAUDITING S.A. is a member firm of the PKF International Limited network of legally independent firms
and does not accept any responsibility or liability for the actions or inactions on the part of any other individual member firm or firms

PKF

Audit Tax &
Business advisory

Προς τη Διοίκηση της εταιρείας:

LAVIPHARM A.E.

Αγίας Μαρίνας, Τ.Θ. 59

Τ.Κ. 190 02, Παιανία Αττικής,

Αθήνα, 20 Φεβρουαρίου 2019

ΕΚΘΕΣΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

της ανώνυμης εταιρείας με την επωνυμία «PHARMA PLUS A.E.»
η οποία πρόκειται να εισφερθεί από την «LAVIPHARM A.E.» στην «LAVIPHARM ACTIVE SERVICES A.E.» για σκοπούς αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου της «LAVIPHARM ACTIVE SERVICES A.E.» σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 17 του Ν.4548/2018

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1 Εντολή και σκοπός ανάθεσης της εργασίας

Η παρούσα εργασία μας ανατέθηκε από την διοίκηση της ανώνυμης εταιρείας με την επωνυμία «ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ, ΧΗΜΙΚΩΝ ΚΑΙ ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ LAVIPHARM Α.Ε.» (στο εξής η LAVIPHARM ή ο Εντολέας), σε εκτέλεση της από 10/01/2019 απόφασης του διοικητικού της συμβουλίου, και αφορά στην κατάρτιση έκθεσης αποτίμησης της αξίας της κατά 95,62% συμμετοχής της LAVIPHARM στην εταιρεία «PHARMA PLUS ΕΞΥΠΗΡΕΤΗΣΗ ΦΑΡΜΑΚΕΙΩΝ Α.Ε.» (στο εξής η PHARMA PLUS), η οποία θα εισφερθεί για σκοπούς αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου στην «LAVIPHARM ACTIVE SERVICES ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΜΠΟΡΙΑΣ ΚΑΙ ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ» (στο εξής η LAS) σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 17 του Ν.4548/2018.

Σε εκτέλεση της απόφασης αυτής, πραγματοποιήσαμε αποτίμηση της κατά 95,6% συμμετοχής της LAVIPHARM στην PHARMA PLUS, προκειμένου να προσδιορισθεί η αξία της εισφερόμενης εταιρικής περιουσίας στην LAS.

Η εκτίμηση της αξίας της συμμετοχής γίνεται σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 17 του Ν.4548/2018. Για την εξακρίβωση της αξίας των εισφορών σε είδος συντάσσεται έκθεση αποτίμησης από δύο ορκωτούς ελεγκτές λογιστές ή ελεγκτική εταιρεία ή, κατά περίπτωση, από δύο ανεξάρτητους πιστοποιημένους εκτιμητές. Στην προκειμένη περίπτωση, ο Εντολέας επέλεξε η εκτίμηση να διενεργηθεί από την ελεγκτική εταιρεία «PKF ΕΥΡΩΕΛΕΓΚΤΙΚΗ Α.Ε.».

Με βάση τα παραπάνω διενεργήθηκε η αποτίμησης της αξίας της κατά 95,62% συμμετοχής της LAVIPHARM στην PHARMA PLUS με ημερομηνία αναφοράς την 31/12/2018.

1.2 Ημερομηνία αναφοράς της εργασίας μας

Ημερομηνία αναφοράς για την εργασία μας αποτέλεσε η 31/12/2018, σύμφωνα με τις τελευταίες διαθέσιμες προσωρινές οικονομικές καταστάσεις (pro-forma) της PHARMA PLUS, οι οποίες συντάχθηκαν από την Διοίκησης της εταιρείας, βάσει των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Αναφοράς (IFRS).

1.3 Στοιχεία στα οποία βασίσθηκε η εργασία μας

Έχουμε βασίσει την ανάλυση μας στις πληροφορίες που μας παρείχε η Διοίκηση, καθώς επίσης και σε εξωτερικές πηγές που θεωρήσαμε απαραίτητες. Πιο συγκεκριμένα η εργασία μας βασίσθηκε στα κάτωθι:

- Επιχειρηματικό σχέδιο της PHARMA PLUS για την περίοδο 2019 – 2025 όπως αυτό παρασχέθηκε από τη Διοίκηση, και υποστηρικτικά στοιχεία του χρηματοοικονομικού μοντέλου,
- Οικονομικές καταστάσεις της PHARMA PLUS βάσει των IFRS της 31/12/2016 και 31/12/2017 καθώς και ιστορικά στοιχεία,
- Λογιστικά στοιχεία της εταιρείας που τέθηκαν υπόψη μας από την διοίκηση της Εταιρείας καθώς και δημοσιευμένες πληροφορίες που την αφορούν,
- Πληροφοριακά στοιχεία και αναλύσεις της Διοίκησης (management accounts),
- Aswath Damodaran, Stern School of Business / New York University,
- Διευκρινίσεις και επεξηγήσεις που μας δόθηκαν από τη Διοίκηση και τα διευθυντικά στελέχη της εταιρείας σχετικά με την PHARMA PLUS.

2. ΓΕΝΙΚΕΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ ΓΙΑ ΤΗΝ PHARMA PLUS

2.1 Ιστορικό εταιρείας

Η PHARMA PLUS ιδρύθηκε το 2000 από τον Όμιλο Lavipharm, με στόχο να συμβάλλει ενεργά στην εξέλιξη του ελληνικού φαρμακείου, μέσα από τη δημιουργία ενός ισχυρού πανελλαδικού δικτύου φαρμακείων.

Από το 2014 εισήλθε δυναμικά και στην αγορά του ηλεκτρονικού εμπορίου, θέλοντας να προσφέρει στους τελικούς καταναλωτές όλη την τεχνογνωσία που διαθέτει στον χώρο των παραφαρμακευτικών και καλλυντικών προϊόντων.

Σήμερα, η PHARMA PLUS αριθμεί συνολικά 111 φαρμακεία και απασχολεί 14 άτομα.

2.2 Διοικητικό Συμβούλιο

Στον ακόλουθο πίνακα παρατίθεται η σύνθεση των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου της PHARMA PLUS:

Διοικητικό Συμβούλιο	
Ονοματεπώνυμο	**Θέση**
ΑΘΑΝΑΣΙΟΣ ΛΑΒΙΔΑΣ	Πρόεδρος και εκτελεστικό μέλος
ΑΝΤΩΝΗΣ ΒΟΓΙΑΤΖΗΣ	Σύμβουλος, εκτελεστικό μέλος
ΣΤΥΛΙΑΝΟΣ ΜΟΥΣΑΜΑΣ	Σύμβουλος, εκτελεστικό μέλος
ΑΘΑΝΑΣΙΟΣ ΧΡΙΣΤΟΔΟΥΛΟΥ	Σύμβουλος, εκτελεστικό μέλος
ΑΡΙΣΤΟΜΕΝΗΣ ΜΟΥΡΙΚΗΣ	Σύμβουλος, μη εκτελεστικό μέλος

Το ανωτέρω Διοικητικό Συμβούλιο εκλέχθηκε δυνάμει του από 03/09/2018 πρακτικού του Διοικητικού Συμβουλίου της εταιρείας. Η θητεία του Διοικητικού Συμβουλίου, σύμφωνα με το άρθρο 11 παράγραφο 2 του καταστατικού της εταιρείας ορίζεται σε 5 έτη και παρατείνεται μέχρι την πρώτη τακτική Γενική Συνέλευση, μετά τη λήξη της θητείας του, η οποία θα εκλέξει το νέο Διοικητικό Συμβούλιο.

2.3 Μετοχικό κεφάλαιο

Το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας ανέρχεται στο ποσό των € 272.440, διαιρούμενο σε 272.440 μετοχές ονομαστικής αξίας € 1 η κάθε μία. Από τις μετοχές αυτές, 260.840 μετοχές είναι κοινές με δικαίωμα ψήφου και 11.600 μετοχές είναι προνομιούχες χωρίς δικαίωμα ψήφου.

2.4 Μετοχική σύνθεση

Στον ακόλουθο πίνακα παρατίθεται η παρούσα μετοχική σύνθεση της PHARMA PLUS:

Μετοχική Σύνθεση	
Μέτοχος	**Ποσοστό**
LAVIPHARM A.E.	95,62%
LAVIPHARM GROUP HOLDING S.A.	1,76%
Συνεργαζόμενα Φαρμακεία	2,62%
Σύνολο	**100,00%**

Η παραπάνω μετοχική σύνθεση αφορά στις κοινές μετοχές και δεν συμπεριλαμβάνει τις προνομιούχες μετοχές των συνεργαζόμενων φαρμακείων (11.600 μετοχές) οι οποίες δεν έχουν δικαίωμα ψήφου.

3. ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ PHARMA PLUS

3.1 Επιχειρηματικό σχέδιο

Στους επόμενους πίνακες παρατίθενται οι προβλεπόμενες οικονομικές καταστάσεις του επιχειρηματικού σχεδίου της PHARMA PLUS για την περίοδο 2019 – 2025, όπως μας παρασχέθηκαν από τη Διοίκηση.

Κατάσταση αποτελεσμάτων

(ποσά σε € '000)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Κύκλος εργασιών	2.992	3.309	3.946	4.571	5.137	5.732	6.190	6.500	6.629
Κόστος πωληθέντων	(1.973)	(2.206)	(2.630)	(3.091)	(3.504)	(3.944)	(4.275)	(4.508)	(4.620)
Μικτό αποτέλεσμα	**1.018**	**1.103**	**1.317**	**1.480**	**1.632**	**1.788**	**1.915**	**1.992**	**2.009**
Λειτουργικά έξοδα	(881)	(893)	(1.005)	(1.124)	(1.205)	(1.298)	(1.376)	(1.431)	(1.506)
Λοιπά αποτελέσματα	5	6	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA	**142**	**217**	**311**	**355**	**427**	**489**	**538**	**561**	**503**
Χρηματοοικονομικά έξοδα	(31)	(14)	(14)	(14)	(14)	(14)	(14)	(14)	(14)
Λοιπά χρηματοοικονομικά αποτελέσματα	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Αποσβέσεις	(29)	(37)	(37)	(37)	(37)	(37)	(37)	(37)	(37)
Κέρδη προ φόρων	**82**	**165**	**260**	**304**	**376**	**438**	**487**	**510**	**451**
Φόροι	3	7	(73)	(82)	(98)	(109)	(122)	(127)	(113)
Κέρδη μετά φόρων	**85**	**172**	**187**	**222**	**278**	**328**	**365**	**382**	**338**
KPIs									
Μεταβολή κύκλου εργασιών y-o-y	8,5%	10,6%	19,2%	15,8%	12,4%	11,6%	8,0%	5,0%	2,0%
Μεταβολή EBITDA y-o-y	125,5%	53,1%	43,6%	14,2%	20,2%	14,5%	10,0%	4,3%	(10,4%)
Μικτό αποτέλεσμα (%)	34,0%	33,3%	33,4%	32,4%	31,8%	31,2%	30,9%	30,6%	30,3%
EBITDA (%)	4,7%	6,6%	7,9%	7,8%	8,3%	8,5%	8,7%	8,6%	7,6%

Ανάλυση εσόδων

(ποσά σε € '000)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Πωλήσεις εμπορευμάτων	1.996	2.281	2.705	3.184	3.606	4.053	4.377	4.596	4.688
Παροχή υπηρεσιών	996	1.028	1.242	1.387	1.531	1.679	1.813	1.904	1.942
Σύνολο	**2.992**	**3.309**	**3.946**	**4.571**	**5.137**	**5.732**	**6.190**	**6.500**	**6.629**

Η ετήσια μεταβολή των εσόδων σταδιακά διπλασιάζεται βάσει εκτίμησης της Διοίκησης για αύξηση του πελατολογίου. Συγκεκριμένα, το 2018 τα συνεργαζόμενα φαρμακεία της Εταιρείας ανήλθαν σε 111, ενώ το 2024 η Διοίκηση εκτιμά πως θα ξεπεράσουν τα 200, οπότε και η Διοίκηση αναμένει να φτάσει στο επιθυμητό μέγεθος πελατολογίου, χωρίς να υπάρχουν προβλήματα επισφαλειών σε απαιτήσεις. Θα πρέπει να σημειωθεί πως η εταιρεία ήδη κατέγραψε αύξηση 56% στα συνεργαζόμενα φαρμακεία κατά την τελευταία 5ετία.

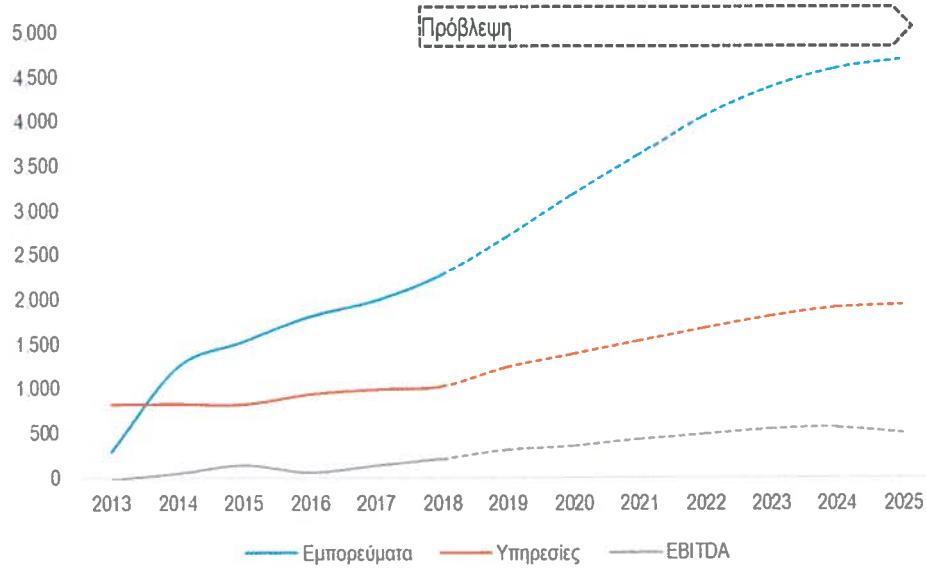
Η αύξηση του πελατολογίου βασίζεται τόσο στην μέχρι στιγμής πορεία ανάπτυξης της Εταιρείας, όσο και στην διενέργεια προωθητικών ενεργειών. Ο μέσος ρυθμός αύξησης των εσόδων (CAGR) υπολογίζεται σε 10% κατά την περίοδο 2018 – 2025.

Η αύξηση των εσόδων θα επέλθει από στοχευμένες ενέργειες της Διοίκησης, που λαμβάνουν χώρα κατά τα τελευταία έτη, και ειδικότερα:

- Ανάπτυξη δικτύου μέσω συνεργασιών με αλυσίδα supermarket για το άνοιγμα φαρμακείων PHARMA PLUS εντός των χώρων του. Ήδη στο 2019 αναμένεται να λειτουργήσουν τα τρία πρώτα φαρμακεία PHARMA PLUS σε χώρους γνωστής αλυσίδας supermarket, ενώ η Διοίκηση αναμένει να υπάρξουν παρόμοιες ενέργειες και με άλλες αλυσίδες supermarkets.
- Νέες πηγές εσόδων στις υπηρεσίες, συμπεριλαμβανομένου υπηρεσιών διαχείριση ραφιού.
- Στοχευμένες ενέργειες περαιτέρω ενίσχυσης του προσωπικού που απασχολείται με την υποστήριξη των φαρμακείων καθώς και των πωλητών για την προσέλκυση νέων φαρμακείων.

Ήδη τα τελευταία έτη η εταιρεία έχει πετύχει σημαντική αύξηση των πωλήσεων και της κερδοφορίας της, καθώς έχει ηγετική θέση στον κλάδο. Συγκεκριμένα, τα τελευταία 5έτη η εταιρεία 3πλασίασε τα έσοδά της, ενώ το EBITDA από οριακά θετικό ανέρχεται πλέον σε επίπεδα άνω των € 200 χιλ.:

Ανάλυση εσόδων και κερδοφορίας



Ανάλυση κόστους πωληθέντων

(ποσά σε € '000)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Κόστος εμπορευμάτων	1.762	2.014	2.388	2.811	3.184	3.579	3.865	4.058	4.139
Προσωπικό	143	140	182	217	255	296	338	374	401
Λοιπά λειτουργικά έξοδα	69	51	60	63	66	69	73	77	80
Σύνολο	**1.973**	**2.206**	**2.630**	**3.091**	**3.504**	**3.944**	**4.275**	**4.508**	**4.620**
KPIs									
Κόστος πωληθέντων / πωλήσεις (%)	66,0%	66,7%	66,6%	67,6%	68,2%	68,8%	69,1%	69,4%	69,7%
Μικτό κέρδος εμπορευμάτων (%)	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%
Κόστος υπηρεσίας (%)	14,4%	13,6%	14,6%	15,6%	16,6%	17,6%	18,6%	19,6%	20,6%

Ανάλυση κόστους πωληθέντων

(ποσά σε € '000)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Προσωπικό	348	348	401	456	478	510	540	560	619
Management fees	163	135	135	135	135	135	135	135	135
Έξοδα προβολής	174	198	236	273	307	342	370	388	396
Έξοδα μεταφορών	32	32	42	49	55	62	67	70	71
Προμήθειες πωλήσεων	76	87	104	121	136	151	164	172	175
Παροχές τρίτων	39	41	42	44	46	47	49	51	53
Αμοιβές και έξοδα τρίτων	6	34	36	37	39	40	42	43	45
Φόροι - τέλη	5	6	7	7	7	7	8	8	8
Προβλέψεις και έκτακτα αποτελέσματα	15	9	-	-	-	-	-	-	-
Διάφορα έξοδα	24	3	3	3	3	3	3	3	3
Σύνολο	**881**	**893**	**1.005**	**1.124**	**1.205**	**1.298**	**1.376**	**1.431**	**1.506**
Λειτουργικά έξοδα / πωλήσεις (%)	29,5%	27,0%	25,5%	24,6%	23,5%	22,7%	22,2%	22,0%	22,7%

Προβλεπόμενες ελεύθερες ταμειακές ροές

(ποσα σε € '000)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
EBITDA	**142**	**217**	**311**	**355**	**427**	**489**	**538**	**561**	**503**
Φόρος εισοδήματος	-	-	(73)	(82)	(98)	(109)	(122)	(127)	(113)
Προσαρμογές	11	1	-	-	-	-	-	-	-
Μεταβολές κεφαλαίου κίνησης									
Αποθέματα	(3)	(12)	(56)	(61)	(55)	(58)	(44)	(31)	(15)
Απαιτήσεις	(1)	(134)	(152)	(149)	(135)	(142)	(109)	(74)	(31)
Υποχρεώσεις	(151)	35	115	124	103	113	96	74	46
Συνδεδεμένα μέρη	601	(810)	22	(11)	(8)	(8)	(4)	0	4
Λειτουργικές ταμειακές ροές	**599**	**(703)**	**168**	**177**	**235**	**285**	**356**	**404**	**395**
Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου	-	986	-	-	-	-	-	-	-
Αγορές παγίων	(62)	(45)	(30)	(30)	(30)	(30)	(30)	(30)	(30)
Επενδυτικές ταμειακές ροές	**(62)**	**941**	**(30)**	**(30)**	**(30)**	**(30)**	**(30)**	**(30)**	**(30)**
Πληρωμές δανείων	(485)	(216)	-	-	-	-	-	-	-
Πληρωμές τόκων και χρηματοοικονομικών εξόδων	(31)	(14)	(14)	(14)	(14)	(14)	(14)	(14)	(14)
Χρηματοδοτικές ροές	**(517)**	**(231)**	**(14)**	**(14)**	**(14)**	**(14)**	**(14)**	**(14)**	**(14)**
Καθαρές ταμειακές ροές	**20**	**7**	**123**	**132**	**191**	**240**	**311**	**360**	**351**

3.2 Μεθοδολογία αποτίμησης

Η μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε για τον προσδιορισμό της εύλογης αξίας της PHARMA PLUS είναι η διεθνώς αποδεκτή μέθοδο του Discounted Free Cash Flows (DFCF) η οποία αποτελεί την πιο διαδεδομένη μέθοδο εκτίμησης αξίας εταιρειών παγκοσμίως.

Προεξόφληση Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (Discounted Free Cash Flows)

Η αποτίμηση της μετοχικής αξίας διενεργήθηκε βάσει της ευρέως αποδεκτής μεθόδου αποτίμησης Discounted Free Cash Flows (DFCF) η οποία αποτελεί την πιο διαδεδομένη μέθοδο εκτίμησης αξίας εταιρειών παγκοσμίως. Το μοντέλο εξετάζει την επιχείρηση «δυναμικά» και όχι «στατικά», αναλύοντας την απόδοση της κατά τη διάρκεια των χρόνων και εξετάζοντας τη δυνατότητά της να δημιουργεί «ταμειακά πλεονάσματα».

Η καθαρή παρούσα αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών αποτελείται από: α) την παρούσα αξία που αντιστοιχεί σε μία χρονική περίοδο για την οποία είναι δυνατόν να σχηματιστούν προβλέψεις, και η οποία προσδιορίζεται από τον χρόνο που χρειάζεται για να επιτευχθεί το επιχειρηματικό σχέδιο της εταιρείας και (β) την αξία της εταιρείας στο διηνεκές. Έτσι, αν θέλουμε να λάβουμε υπόψη τη διαχρονική αξία του χρήματος, η μέθοδος των Προεξοφλημένων

Ελεύθερων Ταμειακών Ροών θεωρείται η πιο κατάλληλη για την εκτίμηση της αξίας μιας εταιρείας.

Το μοντέλο των Προεξοφλημένων Ελεύθερων Ταμειακών Ροών εκτιμά τα Ίδια Κεφάλαια μιας εταιρείας ως την αξία της εκμετάλλευσης της εταιρείας μείον την αξία του χρέους και διαφόρων άλλων απαιτήσεων που υπερβαίνουν το ύψος των Ιδίων Κεφαλαίων. Σημειώνεται ότι η αξία της επιχείρησης σήμερα εξομοιώνει πάντοτε τη μελλοντική προεξοφλητική ταμειακή ροή, με κόστος ευκαιρίας το κόστος κεφαλαίου. Οι αξίες των λειτουργιών και των δανείων είναι ίσες με τις αναμενόμενες μελλοντικές ελεύθερες ταμειακές ροές, προεξοφλημένες με συντελεστές που αντανακλούν την επικινδυνότητα αυτών των ταμειακών ροών.

Η μέθοδος των Προεξοφλημένων Ελεύθερων Ταμειακών Ροών απαιτεί αρχικά τον υπολογισμό των μελλοντικών ελεύθερων ταμειακών ροών για μια περίοδο τουλάχιστον 3 ετών.

Εν συνεχεία, οι μελλοντικές ελεύθερες ταμειακές ροές προεξοφλούνται με το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου και υπολογίζεται η Καθαρή Παρούσα Αξία τους (Net Present Value), καθώς και η Διηνεκής Αξία της εταιρείας (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 εταιρείας στο διηνεκές (Growth in perpetuity).

Οι τύποι που χρησιμοποιούνται για την εφαρμογή της μεθόδου είναι οι ακόλουθοι:

- **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 προβλεπόμενη περίοδο / ((Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC) – Αναμενόμενος ρυθμός μεγέθυνσης στο διηνεκές (growth))
- **Λειτουργική Αξία (Firm Value)** = Παρούσα Αξία των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών της προβλεπόμενης περιόδου + Διηνεκής Αξία

Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου

Το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου είναι το προεξοφλητικό επιτόκιο που μετατρέπει την αναμενόμενη μελλοντική απόδοση σε παρούσα αξία. Θεωρείται ο πιο κατάλληλος συντελεστής προεξόφλησης, καθώς λαμβάνει υπ' όψιν ποιοτικούς παράγοντες όπως: ο συστηματικός κίνδυνος της εταιρείας, το πριμ κινδύνου της απόδοσης και οι φορολογικές υποχρεώσεις της εταιρείας. Υπολογίζεται με βάση τον τύπο:

Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου = $k_e * \frac{E}{D+E} + (k_d * \frac{D}{D+E} * (1-T))$

όπου:

Ke = Το κόστος των ιδίων κεφαλαίων προσδιορίστηκε σε 17,06%

Kd = Το κόστος των τοκοφόρων δανείων το οποίο προσδιορίστηκε σε 4,51% (αποφορολογημένο από 3,25% έως 3,38%)

T = Ο Φορολογικός Συντελεστής για Ελληνικές επιχειρήσεις, ήτοι 28% για το 2019 σταδιακά διαμορφωμένο σε 25% για το 2022 και μετέπειτα

D = Η αξία των ξένων κεφαλαίων

E = Η αξία των ιδίων κεφαλαίων

Η σχέση ξένα/συνολικά κεφάλαια (D/(D+E)) προσδιορίστηκε με βάση τη μέση κεφαλαιακή διάρθρωση δείγματος ομοειδών εταιρειών, εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών ή σε χρηματιστήρια του εξωτερικού (Πηγή: Διεθνείς Βάσεις Δεδομένων).

Το κόστος των ιδίων κεφαλαίων (Cost of Equity) προσδιορίστηκε με βάση το Μοντέλο Τιμολόγησης Κεφαλαιουχικών Περιουσιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model), σύμφωνα με το οποίο:

Ke = Rf + Beta * (Erm – Rf) + (Extra Rp)

όπου:

Rf = Το άνευ κινδύνου επιτόκιο απόδοσης. Ως τιμή του, χρησιμοποιούμε την απόδοση του 10ετούς Γερμανικού ομολόγου για την 31/12/2018, ήτοι 0,24% (Πηγή: Διεθνείς Βάσεις Δεδομένων).

Beta = Ο συστηματικός κίνδυνος της εταιρείας. Ο συντελεστής υπολογίστηκε σε 0,97, βάσει δείγματος ομοειδών με τη PHARMA PLUS εταιρειών, εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών ή σε χρηματιστήρια του εξωτερικού (Πηγή: Διεθνείς Βάσεις Δεδομένων).

Erm-Rf = Η απόδοση κινδύνου της αγοράς. Η απόδοση κινδύνου είναι η πλεονάζουσα απόδοση στο επικίνδυνο περιουσιακό στοιχείο, δηλαδή η διαφορά της αναμενόμενης απόδοσης μεταξύ μετοχών και ομολόγων. Η τιμή της απόδοσης κινδύνου προσδιορίστηκε σε 12,2%. (πηγή: A.Damodaran, Ιανουάριος 2019, βάσει αξιολόγησης B+ της S&P σε ελληνικά κρατικά ομόλογα).

Extra Rp = Επιπλέον πριμ κινδύνου 5%, που εκφράζει την αβεβαιότητα του επιχειρηματικού σχεδίου της Εταιρείας.

Με βάση τα ανωτέρω, το WACC προσδιορίστηκε σε 9,2% για την 31/12/2018, σταδιακά διαμορφούμενο σε 9,3% το 2022, λόγω μείωσης του φορολογικού συντελεστή (2019: 28%, 2020: 27%, 2021: 26% και από 2022: 25%).

3.3 Αποτίμησης εταιρείας

Βάσει της μεθόδου των Προεξοφλημένων Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (Discounted Free Cash Flows) προσδιορίστηκε η εύλογη αξία της συμμετοχής που κατέχει η LAVIHPARM A.E. στην εταιρεία PHARMA PLUS A.E., στα πλαίσια της εισφοράς της συμμετοχής από την LAVIPHARM A.E. στην LAVIPHARM ACTIVE SERVICES A.E. για σκοπούς αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου της LAVIPHARM ACTIVE SERVICES A.E.

Discounted Free Cash Flows (DFCF)

Κατά των προσδιορισμό της εύλογης αξίας του 100% της Εταιρείας εφαρμόσαμε την ευρέως αποδεκτή μέθοδο αποτίμησης Μοντέλο Προεξόφλησης Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (Discounted Free Cash Flows).

Η μεθοδολογία αποτίμησής μας βασίζεται στις ελεύθερες ταμειακές ροές που είναι διαθέσιμες στην Εταιρεία λαμβάνοντας παράλληλα υπόψη την αξία της στο διηνεκές (υπολειμματική αξία). Έχουμε αναπτύξει ένα μοντέλο DFCF για την PHARMA PLUS A.E., το οποίο περιλαμβάνει τα τις προβλέψεις για την περίοδο 2019 - 2025, όπως μας έχουν παρασχεθεί από τη Διοίκηση για το επιχειρηματικό σχέδιο.

Αποτίμηση Εταιρείας – Ελεύθερες Ταμειακές Ροές

Οι Προβλεπόμενες Ελεύθερες Ταμειακές ροές, σύμφωνα με το Επιχειρηματικό Σχέδιο που μας κατέθεσε η Διοίκηση, ανέρχονται ως ακολούθως:

(ποσα σε € '000)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Λειτουργικές ταμειακές ροές	168	177	235	285	356	404	395
Αγορές παγίων	(30)	(30)	(30)	(30)	(30)	(30)	(30)
Ελεύθερες ταμειακές ροές	**138**	**147**	**205**	**255**	**326**	**374**	**365**

Το αποτελέσματα αποτίμησης των προβλεπόμενων ελεύθερων ταμειακών ροών σύμφωνα με το επιχειρηματικό σχέδιο συνοψίζονται ως ακολούθως:

(ποσά σε € '000)		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Δην εκες
Ελεύθερες ταμειακές ροές		138	147	205	255	326	374	365	4.327
Συν τελεστής προεξόφλησης		1,04	1,14	1,25	1,36	1,49	1,62	1,77	1,85
Καθαρή παρούσα αξία	**3.600**	**132**	**129**	**165**	**187**	**219**	**230**	**206**	**2.333**
μείον : καθαρός δαν εισμός	52								
Αξία ιδίων κεφαλαίων	**3.652**								

3.4. Συμπέρασμα

Με βάση τα παραπάνω, η αξία της συμμετοχής της LAVIHPARM A.E. στην εταιρεία PHARMA PLUS A.E. (συμμετοχή 95,62%), η οποία θα εισφερθεί για σκοπούς αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου στην LAVIPHARM ACTIVE SERVICES A.E., ανέρχεται σε € 3,492 εκ.
Θεωρούμε ότι η ανωτέρω τιμή αντικατοπτρίζει την εύλογη αξία της εισφερόμενης συμμετοχής με βάση τις προβλέψεις και παραδοχές που τέθηκαν υπόψη μας από τη Διοίκηση.

Με εκτίμηση

Για την PKF ΕΥΡΩΕΛΕΓΚΤΙΚΗ Α.Ε.

PKF Ευρωελεγκτική Α.Ε. PKF Audit Tax & Business Advisory PKF Euroauditing S.A.

Αντώνιος Προκοπίδης

Διευθύνων Σύμβουλος

Ορκωτός Ελεγκτής Λογιστής

Α.Μ. Σ.Ο.Ε.Λ. 14511