Δ/ΝΣΗ: ΜΗΤΡΩΩΝ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΚΩΝ ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ
ΤΜΗΜΑ: ΜΗΤΡΩΟΥ / Υπηρεσία Γ.Ε.ΜΗ.
Πληροφορίες: Φαντοπούλου Νίνα
Τηλέφωνο: 2103382428
Fax: 2103617217
E-mail: fantopoulou@acci.gr

Αθήνα, 02/09/2019
Αριθ.Πρωτ.: 1658489

ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ

Καταχώρισης στο Γενικό Εμπορικό Μητρώο (Γ.Ε.ΜΗ.) στη μερίδα της Εταιρείας με την επωνυμία **«ΜΠΡΕΤΟΝ ΕΜΠΟΡΙΟ ΠΑΙΔΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ»**, δ.τ. **«ΜΠΡΕΤΟΝ Α.Ε.»**, και αρ. **Γ.Ε.ΜΗ. 008394001000.**

Ο ΠΡΟΕΔΡΟΣ
ΤΟΥ ΕΜΠΟΡΙΚΟΥ & ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΟΥ ΕΠΙΜΕΛΗΤΗΡΙΟΥ ΑΘΗΝΩΝ
Ανακοινώνει ότι :

Την **30/08/2019** καταχωρίσθηκε στο Γενικό Εμπορικό Μητρώο (Γ.Ε.ΜΗ.), με Κωδικό Αριθμό Καταχώρησης **1836454,** η **από 10/07/2019 Μελέτη Αποτίμησης της «AUDIT OPINION Ε.Π.Ε.»**, με σκοπό την εκτίμηση της εμπορικής αξίας του συνόλου των μετοχών της Εταιρείας **«ΜΠΡΕΤΟΝ ΕΜΠΟΡΙΟ ΠΑΙΔΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ»**, βάσει διαθέσιμων οικονομικών στοιχείων κατά την 31η Δεκεμβρίου 2018.

Η ανωτέρω Έκθεση Αποτίμησης αποτελεί αναπόσπαστο μέρος της παρούσης.

Με Εντολή Προέδρου ΕΒΕΑ
Ο ΕΙΔΙΚΟΣ ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ

ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΓΕΩΡΓΑΚΟΠΟΥΛΟΣ

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

AUDIT
OPINION

ΜΕΛΕΤΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΟΥ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

"ΜΠΡΕΤΟΝ ΕΜΠΟΡΙΟ ΠΑΙΔΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ"

ΚΑΤΑ ΤΗΝ **31.12.2018**

ΙΟΥΛΙΟΣ 2019

AUDIT OPINION ΟΡΚΩΤΟΙ ΕΛΕΓΚΤΕΣ Ε.Π.Ε. ΧΡΥΣΟΣΤΟΜΟΥ ΣΜΥΡΝΗΣ 79, 18345 ΜΟΣΧΑΤΟ
Α.Μ. Ε.Λ.Τ.Ε. 043 Α.Μ. Σ.Ο.Ε.Λ. 175, Τηλ. / Tel.: +30 210 9404198, Φαξ / Fax: + 30 210 9404131,
www.auditopinion.gr email: audit@auditopinion.gr

Πίνακας Περιεχομένων

1. Επιτελική Σύνοψη 3
1.1 Εντολή & Αντικείμενο Μελέτης 3
1.2 Στοιχεία στα οποία βασίστηκε η Μελέτη 4
1.3 Αποτέλεσμα Μελέτης 5
1.4 Περιοριστικοί Παράγοντες & Αναγκαίες Διευκρινήσεις 6
2. Επισκόπηση Εταιρείας 9
2.1 Ίδρυση-Έδρα-Διάρκεια 9
2.2 Σκοπός 9
2.3 Μετοχικό Κεφάλαιο 10
2.4 Περιγραφή δραστηριότητας 10
3. Μεθοδολογία Αποτίμησης 12
4. Ανάλυση Ιστορικών Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων 14
4.1 Ισολογισμοί 14
4.2 Καταστάσεις Αποτελεσμάτων Χρήσης 15
4.3 Συμπεράσματα ανάλυσης 16
5. Παρουσίαση & Επιλογή Μεθόδων Αποτίμησης 18
5.1 Μέθοδος Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών 18
5.2 Μέθοδος Οικονομικού Κέρδους (EP) 21
5.3 Μέθοδος Δεικτών Κεφαλαιαγοράς (Multiples) 24
5.4 Μέθοδος των Συγκρίσιμων Συναλλαγών 25
5.5 Μέθοδος Κεφαλαιοποιημένων Οργανικών Κερδών 26
5.6 Μέθοδος Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης 27
5.7 Μέθοδος της Υπερπροσόδου (Μέθοδος της καθαρής περιουσιακής θέσης προσαυξημένης κατά την υπερπρόσοδο της προηγούμενης ή/και της επόμενης περιόδου) 28
5.8 Μέθοδος Χρηματιστηριακής Αξίας 29
5.9 Μέθοδος Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 30
5.10 Επιλογή Μεθόδων Αποτίμησης 30
6. Υπολογισμός της Συνολικής Αξίας της Εταιρείας 32
6.1 Μέθοδος των Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών 32
6.1.1 Πρόβλεψη της Μελλοντικής Απόδοσης της Εταιρείας 32

6.1.2 Προβλεπόμενες Ταμειακές Ροές 34
6.1.3 Εκτίμηση του Κόστους Κεφαλαίου της Εταιρείας 34
6.1.4 Εκτίμησης της Υπολειμματικής Αξίας της Εταιρείας 39
6.1.5 Υπολογισμός Συνολικής Αξίας της Εταιρείας 40
6.2 Μέθοδος του Οικονομικού Κέρδους 41
6.2.1 Πρόβλεψη της Μελλοντικής Απόδοσης της Εταιρείας 41
6.2.2 Προβλεπόμενο Οικονομικό Κέρδος 42
6.2.3 Εκτίμηση του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου της Εταιρείας 42
6.2.4 Εκτίμηση της Υπολειμματικής Αξίας της Εταιρείας 42
6.2.5 Υπολογισμός Συνολικής Αξίας της Εταιρείας 44
6.3 Μέθοδος της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης 45
6.4 Μέθοδος των Δεικτών Κεφαλαιαγοράς 46
6.4.1 Επιλογή συγκρίσιμων εταιρειών και δεικτών 46
6.4.2 Υπολογισμός Συνολικής Αξίας της Εταιρείας 46
6.5 Τελική Αποτίμηση - Συμπέρασμα 47
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ 49
Παράρτημα 1: Βασικά Οικονομικά Μεγέθη και Οικονομικοί Δείκτες περιόδου 2014-2024 49
Παράρτημα 2α: Ιστορικοί & Προβλεπόμενοι Ισολογισμοί 50
Παράρτημα 2β: Ιστορικοί & Προβλεπόμενοι Ισολογισμοί (Κάθετη Ανάλυση) 51
Παράρτημα 2γ: Ιστορικοί & Προβλεπόμενοι Ισολογισμοί (Οριζόντια Ανάλυση) 52
Παράρτημα 3α: Ιστορικές & Προβλεπόμενες Καταστάσεις Αποτελεσμάτων Χρήσης 53
Παράρτημα 3β: Ιστορικές & Προβλεπόμενες Καταστάσεις Αποτελεσμάτων Χρήσης (Κάθετη Ανάλυση) 54
Παράρτημα 3γ: Ιστορικές & Προβλεπόμενες Καταστάσεις Αποτελεσμάτων Χρήσης (Οριζόντια Ανάλυση) 54
Παράρτημα 4: Υπολογισμός Ιστορικών & Προβλεπομένων Ελευθέρων Ταμειακών Ροών 55
Παράρτημα 5: Αποτίμηση Αξίας Εταιρείας – Μέθοδος Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών 56
Παράρτημα 6: Αποτίμηση Αξίας Εταιρείας – Μέθοδος Οικονομικού Κέρδους 57
Παράρτημα 7: Αποτίμηση Αξίας Εταιρείας – Μέθοδος Δεικτών Κεφαλαιαγοράς 58

Προς: το Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρείας
"ΜΠΡΕΤΟΝ ΕΜΠΟΡΙΟ ΠΑΙΔΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ"
Αχαΐας 2 & Τροιζηνίας, ΤΚ 14 500
Κηφισιά

Ημερομηνία: 10 Ιουλίου 2019

Θέμα: Μελέτη αποτίμησης της αξίας του συνόλου των μετοχών της Εταιρείας "ΜΠΡΕΤΟΝ ΕΜΠΟΡΙΟ ΠΑΙΔΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ" κατά την 31.12.2018

1. Επιτελική Σύνοψη

1.1 Εντολή & Αντικείμενο Μελέτης

Η παρούσα μελέτη συντάχθηκε κατόπιν σχετικής εντολής της Διοίκησης (εφεξής αναφερόμενος και ως "**Εντολέας**") της Εταιρείας **"ΜΠΡΕΤΟΝ ΕΜΠΟΡΙΟ ΠΑΙΔΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ"** (εφεξής αναφερόμενη και ως **"ΜΠΡΕΤΟΝ Α.Ε."** ή ως **"Εταιρεία"**) προς την εταιρεία **"AUDIT OPINION Ε.Π.Ε."** (εφεξής αναφερόμενη ως **"Σύμβουλος"** ή ως **"AUDIT OPINION"**), με σκοπό **την εκτίμηση** της εμπορικής αξίας του συνόλου των μετοχών της Εταιρείας, βάσει διαθέσιμων οικονομικών στοιχείων κατά την **31η Δεκεμβρίου 2018**.

Για τους σκοπούς της εκτίμησης, ο όρος **εμπορική αξία** ορίζεται ως η τιμή στην οποία οι μετοχές μιας Εταιρείας μεταβιβάζονται από τον πωλητή στον αγοραστή από τους οποίους, όμως, κανείς δεν θα βρισκόταν υπό πίεση να πωλήσει ή να αγοράσει και ο καθένας θα είχε πλήρη γνώση των αναγκαίων στοιχείων για την αξιολόγηση της Εταιρείας. Συνεπώς, η εμπορική αξία αποτελεί μια λογική εκτίμηση της τιμής στην οποία θα μεταβιβαζόταν το σύνολο των μετοχών της Εταιρείας.

Πρέπει όμως να επισημανθεί ότι η **πραγματική τιμή** στην οποία η συναλλαγή θα ολοκληρωνόταν, θα μπορούσε να είναι διαφορετική από την αξία που εκτιμήθηκε, για διαφόρους λόγους όπως π.χ. το κίνητρο των συναλλασσομένων, η μορφή της συναλλαγής (π.χ. ο τρόπος πληρωμής, ο τρόπος αποκτήσεως του ελέγχου της

Εταιρείας κλπ.) καθώς και για άλλους λόγους που μπορούν να αφορούν αποκλειστικά στην συγκεκριμένη συναλλαγή.

Η αποτίμηση βασίστηκε και στην παραδοχή ότι η Εταιρεία "ΜΠΡΕΤΟΝ Α.Ε." θα συνεχίσει να διοικείται ικανοποιητικά και υπεύθυνα σύμφωνα με τις γενικά παραδεκτές επιχειρηματικές αρχές και ότι θα συνεχίσει κανονικά την δραστηριότητά της στο μέλλον. Αυτή η παραδοχή προϋποθέτει:

- Ότι η διοίκηση της Εταιρείας θα συνεχίσει να εφαρμόζει μόνο εκείνες τις λειτουργικές και χρηματοοικονομικές στρατηγικές οι οποίες θα μεγιστοποιήσουν την αξία της, και

- Ότι δεν θα συμβούν απρόβλεπτα μελλοντικά γεγονότα τα οποία θα εμποδίσουν την ομαλή και απρόσκοπτη λειτουργία της Εταιρείας.

1.2 Στοιχεία στα οποία βασίστηκε η Μελέτη

Για τον προσδιορισμό της τελικής εκτιμώμενης εμπορικής αξίας του συνόλου των μετοχών της Εταιρείας "ΜΠΡΕΤΟΝ Α.Ε.", βασιστήκαμε στα εξής στοιχεία:

- Στις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις της Εταιρείας "ΜΠΡΕΤΟΝ Α.Ε." για τις χρήσεις 2014, 2015, 2016 και 2017, οι οποίες έχουν συνταχθεί βάσει των αρχών και κανόνων που προβλέπονται από τα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα (Ν. 4308/2014) καθώς και στις Εκθέσεις Ελέγχου των Ορκωτών Ελεγκτών Λογιστών της Εταιρείας για τις προαναφερθείσες χρήσεις.

- Στο σχέδιο των οικονομικών καταστάσεων της Εταιρείας για την χρήση 2018, οι οποίες έχουν συνταχθεί βάσει των αρχών και κανόνων που προβλέπονται από τα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα (Ν. 4308/2014) από την Διοίκηση της Εταιρείας για τους σκοπούς της Μελέτης. Σημειώνεται πως οι εν λόγω οικονομικές καταστάσεις δεν έχουν ελεγχθεί/επισκοπηθεί από ανεξάρτητους ελεγκτές, συνεπώς τα επιμέρους κονδύλια αυτών λήφθηκαν υπ' όψιν αυτούσια ως έχουν χωρίς να διενεργηθεί οποιοσδήποτε έλεγχος της ορθότητας ή πληρότητας αυτών από την AUDIT OPINION.

- Στο Επιχειρησιακό Σχέδιο (Business Plan) που συνέταξε ο Εντολέας μας με τα προσδοκώμενα αποτελέσματα χρήσεως της Εταιρείας κατά την επόμενη περίοδο 2019 έως και 2024.

- Στις οικονομικές πληροφορίες σχετικά με την υπάρχουσα κατάσταση βασικών μεγεθών της Ελληνικής οικονομίας και κεφαλαιαγοράς καθώς και των κρατών-μελών της ευρωζώνης.

- Στις χρηματοοικονομικές πληροφορίες σχετικά με συγκρίσιμες εταιρείες που λειτουργούν στον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται η Εταιρεία και σε παρεμφερείς κλάδους των οποίων οι μετοχές διαπραγματεύονται σε διεθνή χρηματιστήρια.

- Στις πληροφορίες, διευκρινίσεις και λοιπά στοιχεία που μας παρείχε ο Εντολέας μας, τα οποία θεωρήσαμε ότι είναι ακριβή και ότι αντικατοπτρίζουν την πραγματική οικονομική θέση της Εταιρείας, έγγραφα και παραστατικά που τέθηκαν υπ' όψιν μας, καθώς και συγκεκριμένες παραδοχές και επιμέρους εκτιμήσεις που περιγράφονται στην συνέχεια της μελέτης.

1.3 Αποτέλεσμα Μελέτης

Με βάση τις παραδοχές, τις εκτιμήσεις, καθώς και τις υιοθετούμενες μεθόδους αποτίμησης, οι οποίες περιγράφονται αναλυτικά στα επόμενα κεφάλαια της μελέτης, η εμπορική αξία του συνόλου των μετοχών της Εταιρείας **"ΜΠΡΕΤΟΝ Α.Ε."** κατά την **31η Δεκεμβρίου 2018** εκτιμάται ότι κυμαίνεται:

Από **€ 1.444.594,05** έως **€ 1.765.614,95** με μέση τιμή **€ 1.605.104,50.**

Πιο αναλυτικά, η εκτιμώμενη εμπορική αξία του συνόλου των μετοχών της Εταιρείας "ΜΠΡΕΤΟΝ Α.Ε." κατά την 31.12.2018, κατά υιοθετούμενη μέθοδο, έχει ως ακολούθως:

ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΤΕΛΙΚΗΣ ΕΚΤΙΜΩΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ "ΜΠΡΕΤΟΝ Α.Ε." ΚΑΤΑ ΤΗΝ 31.12.2018			
ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΕΩΣ	**ΕΚΤΙΜΩΜΕΝΗ ΑΞΙΑ**	**ΛΑΜΒΑΝΟΜΕΝΟ ΠΟΣΟΣΤΟ ΜΕΘΟΔΩΝ**	**ΤΕΛΙΚΗ ΕΚΤΙΜΩΜΕΝΗ ΑΞΙΑ**
	Α	**Β**	**Α × Β**
Προεξοφλημένες Ταμειακές Ροές	1.559.762,40	40,0%	623.904,96
Οικονομικό Κέρδος	1.559.762,40	20,0%	311.952,48
Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση	1.765.520,83	20,0%	353.104,17
Δείκτες Κεφαλαιαγοράς	1.580.714,47	20,0%	316.142,89
ΤΕΛΙΚΗ ΕΚΤΙΜΩΜΕΝΗ ΑΞΙΑ ΤΟΥ 100% ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ "ΜΠΡΕΤΟΝ Α.Ε." ΚΑΤΑ ΤΗΝ 31.12.2018			**1.605.104,50**
	[-10 %]		**1.444.594,05**
	[+10 %]		**1.765.614,95**

Σημειώνεται πως οι ως άνω προσδιορισθείσες αξίες σύμφωνα με έκαστη μεθοδολογία, λαμβάνουν υπ' όψιν κατά την εφαρμογή αυτών (όπως περιγράφεται στις επόμενες ενότητες) την αξία του καθαρού δανεισμού (δάνεια μείον διαθέσιμα) της Εταιρείας κατά την ημερομηνία αναφοράς, ως αφαιρετικό στοιχείο αξίας.

Περαιτέρω, η τελική εκτιμώμενη αξία βάσει έκαστης μεθόδου προκύπτει μετά και την αφαίρεση των παρατηρήσεων που αναφέρονται στην Έκθεση Ελέγχου των Ορκωτών Ελεγκτών της Εταιρείας για την χρήση 2017, συνολικού ποσού € 92.000,00. Η επίδραση των σχετικών ποσών στην Καθαρή Θέση της Εταιρείας κατά την 31.12.2018 εκτιμάται πως είναι ισόποση.

1.4 Περιοριστικοί Παράγοντες & Αναγκαίες Διευκρινήσεις

Το αποτέλεσμα της αποτίμησης, όπως αυτό υπολογίσθηκε ανωτέρω, υπόκειται στους ακόλουθους περιορισμούς:

- Η Εταιρεία "ΜΠΡΕΤΟΝ Α.Ε." δεν έχει ελεγχθεί φορολογικά για τις χρήσεις 2014 - 2017 και 2018. Η εταιρεία έχει υπαχθεί σε έλεγχο Ορκωτών Ελεγκτών Λογιστών που προβλέπεται από τις διατάξεις του άρθρου 65Α του ν. 4174/2013 για τις χρήσεις 2011, 2012, 2013 & 2016 και οι σχετικές εκθέσεις

φορολογικής συμμόρφωσης έχουν υποβληθεί εμπρόθεσμα στις φορολογικές αρχές. Για τους σκοπούς της μελέτης δεν έχει ληφθεί υπ' όψιν κάποια πρόβλεψη κατά την 31.12.2018 για ανέλεγκτες φορολογικά χρήσεις. Καθώς οι φορολογικές υποχρεώσεις της Εταιρείας δεν έχουν καταστεί οριστικές, οι οποιεσδήποτε διαφορές φόρων προκύψουν κατά τον φορολογικό έλεγχο των ανέλεγκτων χρήσεων, θα πρέπει να αφαιρεθούν από την τελική εκτιμώμενη αξία της Εταιρείας κατά την 31.12.2018.

- Θεωρήθηκε ότι η Εταιρεία "ΜΠΡΕΤΟΝ Α.Ε." λειτουργεί σύμφωνα με το ισχύον νομοθετικό και κανονιστικό πλαίσιο. Σύμφωνα με διαβεβαιώσεις που έχουμε λάβει από τον Εντολέα μας θεωρήθηκε ότι δεν υπήρχαν λοιπά εκκρεμή νομικά θέματα, αμφισβητήσεις ή άλλα ζητήματα που να την εμπλέκουν σε δικαστικές διαμάχες και τα οποία ενδέχεται να έχουν ουσιαστική επίπτωση επί της κερδοφορίας και χρηματοοικονομικής θέσης της Εταιρείας εάν αυτή είχε συνεχίσει απρόσκοπτα την επιχειρηματική δραστηριότητά της.

- Οι οικονομικές και επιχειρησιακές πληροφορίες, τα στοιχεία, και οι λοιπές πληροφορίες που παρασχέθηκαν από τον Εντολέα μας σχετικά με την πορεία αυτής, ιστορικά και στο μέλλον, θεωρήσαμε ότι είναι ορθές και πλήρεις. Για την εγκυρότητα των οικονομικών και άλλων στοιχείων της Εταιρείας τα οποία τέθηκαν υπ' όψιν μας, την πλήρη ευθύνη φέρει ο Εντολέας μας

- Η εργασία μας δεν περιλαμβάνει καμία εγγύηση για την επίτευξη των προβλέψεων ή των παραδοχών εργασίας στις οποίες αυτή βασίστηκε ούτε διαβεβαιώνει ότι έλαβε υπ' όψιν σημαντικά γεγονότα που ίσως προέκυπταν από εκτενέστερες διαδικασίες ελέγχου. Σημειώνεται, ότι ενδέχεται να προκύψουν διαφορές μεταξύ των προβλεπόμενων και των πραγματοποιηθέντων αποτελεσμάτων στο μέλλον, εξαιτίας απρόβλεπτων και αστάθμητων παραγόντων.

- Η αποτίμηση έγινε σύμφωνα με διεθνώς παραδεκτές μεθόδους, βάσει των οποίων προέκυψε η εκτιμώμενη εμπορική αξία του συνόλου των μετοχών της Εταιρείας ως έχει σήμερα ["as is basis"].

Κατά τη γνώμη μας, εφόσον ληφθούν υπ' όψιν οι ανωτέρω διευκρινίσεις και περιορισμοί, η τελική εκτιμώμενη εμπορική αξία του συνόλου των μετοχών της Εταιρείας "**ΜΠΡΕΤΟΝ Α.Ε.**" κατά την **31.12.2018**, κρίνεται ως εύλογη και λογική.

Ο διενεργήσας την μελέτη,



Στέφανος Κ. Κιουλάφας

Ορκωτός Ελεγκτής Λογιστής

Α.Μ. Σ.Ο.Ε.Λ. 32681

2. Επισκόπηση Εταιρείας

2.1 Ίδρυση-Έδρα-Διάρκεια

Η εταιρεία "ΜΠΡΕΤΟΝ ΕΜΠΟΡΙΟ ΠΑΙΔΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ" (δ.τ. "ΜΠΡΕΤΟΝ Α.Ε.") συστάθηκε αρχικά την 25.10.1996 ως εταιρεία περιορισμένης ευθύνης με επωνυμία ΜΠΡΕΤΟΝ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΕΝΗΣ ΕΥΘΥΝΗΣ" (δ.τ. "ΜΠΡΕΤΟΝ Ε.Π.Ε."). Κατ' επέκτασιν μετετράπη σε Ανώνυμη Εταιρεία το 2008 βάσει ισολογισμού μετασχηματισμού της 31.12.2007 και σύμφωνα με την από 30.04.2008 έκθεση εκτίμησης ανεξάρτητων ορκωτών λογιστών. Το καταστατικό της μετασχηματισθείσας Εταιρείας με την τροποποιημένη πλέον επωνυμία "ΜΠΡΕΤΟΝ ΕΜΠΟΡΙΟ ΠΑΙΔΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ" δημοσιεύτηκε στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως (τεύχος Α.Ε & Ε.Π.Ε.) με αρ. φύλλου 10150, την 03.09.2008.

Έδρα της Εταιρείας έχει οριστεί ο Δήμος Κηφισίας και η διεύθυνση των γραφείων αυτής βρίσκεται στην οδό Αχαΐας 2 & Τροιζηνίας. Μετά από απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου μπορεί να ιδρύονται υποκαταστήματα, πρακτορεία ή παραρτήματα της εταιρείας σε οποιαδήποτε πόλη του εσωτερικού ή του εξωτερικού ή και να καταργούνται τυχόν υπάρχοντα.

Η διάρκεια της Εταιρείας έχει ορισθεί πεντηκονταετής (50 έτη), αρχόμενη από την καταχώριση στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιρειών από την αρμόδια εποπτεύουσα αρχή της διοικητικής απόφασης για την σύσταση της Εταιρείας και την έγκριση του καταστατικού της και λήγει την αντίστοιχη ημερομηνία του έτους 2058.

2.2 Σκοπός

Σύμφωνα με το τελευταία κωδικοποιημένο καταστατικό, σκοπός της Εταιρείας είναι:

1. α) Οι εισαγωγές και εμπορία παιδικών αμαξιών, επίπλων και παιδικών ενδυμάτων, υποδημάτων, ειδών βρεφανάπτυξης και συναφών ειδών, β) η αντιπροσώπευση οίκων εξωτερικού με τα πιο πάνω είδη, γ) η αγορά από οίκους του εξωτερικού και η εμπορία ομοίων ή παρεμφερών προς τα πιο πάνω ειδών, δ) η κατασκευή και εμπορία των ως άνω ειδών. ε) Εισαγωγές και εμπορία καλλυντικών και συναφών ειδών.

2. Για την επίτευξη του σκοπού της η εταιρεία μπορεί:

α) Να συμμετέχει σε κάθε μορφής εμπορικές επιχειρήσεις, υφιστάμενες ή που πρόκειται να συσταθούν στο μέλλον, που επιδιώκουν όμοιους ή συναφείς σκοπούς στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό.

β) Να συνεργάζεται με οποιοδήποτε φυσικό ή νομικό πρόσωπο και με οποιοδήποτε τρόπο.

γ) Να αντιπροσωπεύει οποιαδήποτε επιχείρηση ημεδαπή ή αλλοδαπή με όμοιο ή παρεμφερή σκοπό.

δ) Να ιδρύει θυγατρικές εταιρείες ομοίου ή παρεμφερούς σκοπού είτε στην Ελλάδα είτε στο εξωτερικό.

ε) Να κοινοπρακτεί ή να εξαγοράζει επιχειρήσεις ημεδαπές ή αλλοδαπές οποιασδήποτε μορφής, με τους ίδιους ή παρεμφερείς σκοπούς.

2.3 Μετοχικό Κεφάλαιο

Το Μετοχικό Κεφάλαιο της Εταιρείας κατά την 31.12.2018 ανερχόταν σε € 180.000,00 και διαιρούνταν σε 6.000 μετοχές αξίας € 30,00 έκαστη.

Η μετοχική σύνθεση της Εταιρείας κατά την 31.12.2018 παρουσιάζεται στον παρακάτω πίνακα:

Όνομα μετόχου	% κατεχομένων μετοχών	Αριθμός μετοχών
ΠΕΛΑΓΙΑ ΑΝΕΖΙΡΗ	79%	4.740
ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ ΑΝΑΣΤΑΣΑΚΗΣ	20%	1.200
ΛΕΥΚΟΘΕΑ ΑΝΕΖΙΡΗ	1%	60
ΣΥΝΟΛΟ	**100%**	**6.000**

2.4 Περιγραφή δραστηριότητας

Η εταιρεία "ΜΠΡΕΤΟΝ Α.Ε." δραστηριοποιείται στην εισαγωγή εμπορία βρεφικών ειδών, ειδών βρεφανάπτυξης και άλλων συναφών ειδών. Σύμφωνα με την ταξινόμηση της Ε.Σ.Υ.Ε (ΣΤΑΚΟΔ-2003), το αντικείμενο της δραστηριότητας της Εταιρείας εμπίπτει στους εξής κλάδους δραστηριότητας:

Δραστηριότητα (κωδικός και περιγραφή)	Κωδικός
ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ - ΜΕΤΑ ΑΠΟ ΕΙΣΑΓΩΓΗ - ΠΑΙΔΙΚΩΝ ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ (Κύρια)	46421104
ΕΜΠΟΡΙΚΟΙ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΟΙ ΠΟΥ ΜΕΣΟΛΑΒΟΥΝ ΣΤΗΝ ΠΩΛΗΣΗ ΕΙΔΩΝ ΙΜΑΤΙΣΜΟΥ, ΓΟΥΝΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΔΗΜΑΤΩΝ (Δευτερεύουσα)	46161200
ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ ΥΠΟΔΗΜΑΤΩΝ (Δευτερεύουσα)	46421200
ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ ΦΩΤΙΣΤΙΚΟΥ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΥ (Δευτερεύουσα)	46471200
ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ ΠΑΙΔΙΚΩΝ ΑΜΑΞΙΩΝ (Δευτερεύουσα)	46493918
ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ ΠΑΙΔΙΚΩΝ ΚΑΡΟΤΣΙΩΝ ΚΑΙ ΜΕΡΩΝ ΤΟΥΣ (Δευτερεύουσα)	46493919

Η Εταιρεία εισάγει βρεφικά είδη & είδη βρεφανάπτυξης από χώρες της Ε.Ε. (Γαλλία, Ολλανδία, Σουηδία, Βέλγιο, Αγγλία, Ισπανία) και από τρίτες χώρες (Κίνα, Αφρική).
Η Εταιρεία είναι αποκλειστικός αντιπρόσωπος για την Ελλάδα (και την Κύπρο) διεθνώς αναγνωρισμένων επώνυμων προϊόντων (brands), όπως Mamas & Papas, Dorel France, Dorel Netherlands, Babylover,Diset Elodie, Praia, Candide, Childwood, Done by Deer, Widdop, Kymera.

Η Εταιρεία διανέμει τα εμπορεύματα της μέσα από το δίκτυο καταστημάτων της εταιρείας ΣΤ. ΠΑΠΑΙΩΑΝΝΟΥ Α.Β.Ε.Ε. (LAPIN HOUSE) ενώ παράλληλα διαθέτει επιλεγμένο πελατολόγιο χονδρικής σε όλη την Ελλάδα.

3. Μεθοδολογία Αποτίμησης

Η εργασία αποτίμησης της αξίας του συνόλου των μετοχών της Εταιρείας "ΜΠΡΕΤΟΝ Α.Ε." αποτελείται από πέντε βασικά στάδια:

Κατά το **πρώτο στάδιο** επιχειρήθηκε η οικονομική ανάλυση της Εταιρείας "ΜΠΡΕΤΟΝ Α.Ε.", με ανάλυση των βασικών μεγεθών των Οικονομικών Καταστάσεων (Ισολογισμός και Κατάσταση Αποτελεσμάτων) των χρήσεων 2014-2018. Στο τέλος του σταδίου αυτού γίνεται παρουσίαση των μεθόδων αποτίμησης και επιλογή των πιο κατάλληλων, για την αποτίμηση της εν λόγω Εταιρείας.

Κατά το **δεύτερο στάδιο** επιχειρήθηκε η εκτίμηση της αποδοτικότητας της Εταιρείας για την περίοδο 2019-2024. Βασιζόμενοι στην θέση στην οποία βάσιμα πιθανολογείται κατά την 31.12.2018 ότι θα κατέχει η Εταιρεία στην αγορά, καταρτίσθηκε ένα **Βασικό Σενάριο** αποδοτικότητας, το οποίο βασίσθηκε στις επιχειρησιακές και χρηματοοικονομικές παραδοχές του επιχειρησιακού σχεδίου για την εν λόγω περίοδο που καταρτίσθηκε από τον Εντολέα μας, οι οποίες θεωρήθηκαν κατά την ημερομηνία αναφοράς της μελέτης ως οι πλέον πραγματοποιήσιμες.

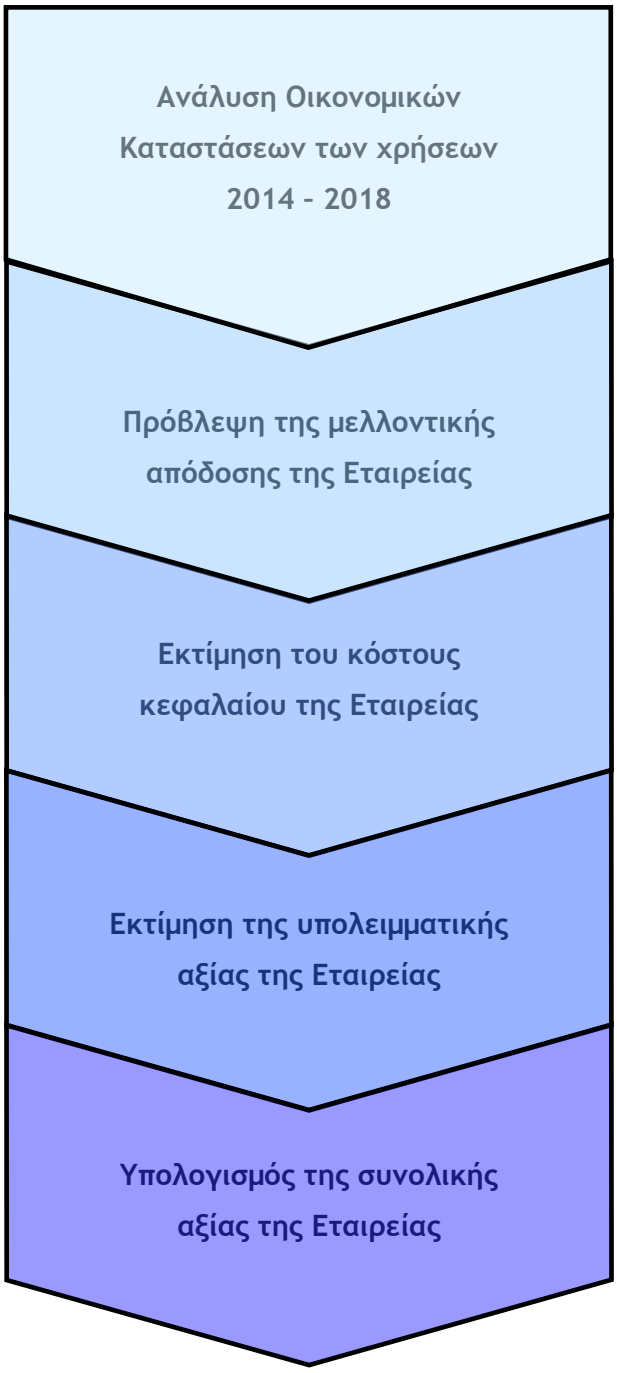
Κατά το **τρίτο στάδιο** επιχειρήθηκε η εκτίμηση του κόστους κεφαλαίου της Εταιρείας (αναπτύχθηκαν σταθμίσεις – στόχοι της κεφαλαιακής διάρθρωσης και εκτιμήθηκε το κόστος ευκαιρίας των μετοχών της Εταιρείας).

Κατά το **τέταρτο στάδιο** επιχειρήθηκε η εκτίμηση της υπολειμματικής αξίας της Εταιρείας (επελέγησαν οι κατάλληλες τεχνικές, εκτιμήθηκαν οι σχετικές παράμετροι και υπολογίσθηκε η υπολειμματική αξία της Εταιρείας κατά το έτος 2024).

Κατά το **πέμπτο** και τελευταίο **στάδιο** υπολογίστηκε η συνολική αξία της Εταιρείας "ΜΠΡΕΤΟΝ Α.Ε.", σύμφωνα με τις μεθόδους αποτίμησης που επιλέχθηκαν και εξετάσθηκε η αντικειμενικότητα των αποτελεσμάτων.

Τα πέντε ως άνω στάδια παρουσιάζονται συνοπτικά από τον ακόλουθο πίνακα:

Τα στάδια της αποτίμησης



4. Ανάλυση Ιστορικών Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων

Η οικονομική ανάλυση της Εταιρείας "ΜΠΡΕΤΟΝ Α.Ε." περιλαμβάνει την ανάλυση των βασικών οικονομικών μεγεθών των Οικονομικών Καταστάσεων των χρήσεων 2014 & 2018. Τα αναλυτικά οικονομικά μεγέθη και οι σχετικοί χρηματοοικονομικοί δείκτες για την εξετασθείσα χρονική περίοδο παρουσιάζονται στα συνημμένα Παραρτήματα 1, 2 & 3.

4.1 Ισολογισμοί

ΒΑΣΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ	ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΠΕΡΙΟΔΟΣ					
	01.01.2014-31.12.2014	01.01.2015-31.12.2015	01.01.2016-31.12.2016	01.01.2017-31.12.2017	01.01.2018-31.08.2018	Μ.Ο. 2015-2018
Ιδιοχρησιμοποιούμενα πάγια περιουσιακά στοιχεία	91.959,75	76.905,30	65.886,03	6.164,98	1.149,78	**48.413,17**
Ως ποσοστό του συνόλου του ενεργητικού	*3,6%*	*3,6%*	*2,7%*	*0,3%*	*0,0%*	***2,0%***
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	29.473,34	21.978,68	13.522,75	9.326,39	5.873,15	**16.034,86**
Ως ποσοστό του συνόλου του ενεργητικού	*1,2%*	*1,0%*	*0,6%*	*0,4%*	*0,2%*	***0,7%***
Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	16.603,61	16.765,61	18.179,99	16.026,21	17.012,85	**16.917,65**
Ως ποσοστό του συνόλου του ενεργητικού	*0,7%*	*0,8%*	*0,8%*	*0,7%*	*0,7%*	***0,7%***
Σύνολο πάγιου ενεργητικού	138.036,70	115.649,59	97.588,77	31.517,58	24.035,78	**81.365,68**
Ως ποσοστό του συνόλου του ενεργητικού	*5,4%*	*5,4%*	*4,1%*	*1,3%*	*1,0%*	***3,4%***
Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού (εκτός διαθεσίμων)	2.164.500,10	1.969.323,12	2.181.569,01	2.267.156,04	2.399.850,03	**2.196.479,66**
Ως ποσοστό του συνόλου του ενεργητικού	*85,0%*	*91,4%*	*90,9%*	*95,9%*	*95,8%*	***91,8%***
Σύνολο μακροπροθέσμων υποχρεώσεων (εκτός δανείων) & προβλέψεις	18.517,23	18.517,23	18.517,23	18.517,23	18.517,23	**18.517,23**
Ως ποσοστό του συνόλου του παθητικού	*0,7%*	*0,9%*	*0,8%*	*0,8%*	*0,7%*	***0,8%***
Σύνολο βραχυπροθέσμων υποχρεώσεων (εκτός δανείων)	593.306,29	356.254,52	427.752,36	319.141,26	477.242,27	**434.739,34**
Ως ποσοστό του συνόλου του παθητικού	*23,3%*	*16,5%*	*17,8%*	*13,5%*	*19,0%*	***18,0%***
Καθαρός δανεισμός (σύνολο δανείων μείον σύνολο διαθεσίμων)	(90.969,07)	83.474,52	32.073,97	86.582,64	70.605,48	**36.353,51**
Ως ποσοστό του συνόλου του παθητικού	*-3,6%*	*3,9%*	*1,3%*	*3,7%*	*2,8%*	***1,6%***
Σύνολο τραπεζικών υποχρεώσεων	152.607,72	152.532,00	152.536,99	152.541,42	152.544,60	**152.552,55**
Ως ποσοστό του συνόλου του παθητικού	*6,0%*	*7,1%*	*6,4%*	*6,5%*	*6,1%*	***6,4%***
Σύνολο κεφαλαίου κινήσεως (εξαιρούμενου καθαρού δανεισμού)	1.571.193,81	1.613.068,60	1.753.816,65	1.948.014,78	1.922.607,76	**1.761.740,32**
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων Εταιρείας	1.781.682,35	1.626.726,44	1.800.814,22	1.874.432,49	1.857.520,83	**1.788.235,27**
Ως ποσοστό του συνόλου του παθητικού	*70,0%*	*75,5%*	*75,0%*	*79,3%*	*74,1%*	***74,8%***

4.2 Καταστάσεις Αποτελεσμάτων Χρήσης

ΒΑΣΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ	ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΠΕΡΙΟΔΟΣ					
	01.01.2014-31.12.2014	01.01.2015-31.12.2015	01.01.2016-31.12.2016	01.01.2017-31.12.2017	01.01.2018-31.08.2018	Μ.Ο. 2015-2018
Κύκλος εργασιών	4.014.612,57	3.106.675,38	3.384.191,50	3.121.622,22	2.906.329,05	**3.306.686,14**
Ετήσια μεταβολή	-	*-22,6%*	*8,9%*	*-7,8%*	*-6,9%*	***-7,1%***
Μικτό αποτέλεσμα	1.128.919,97	900.192,39	1.066.620,44	1.004.009,58	621.436,71	**944.235,82**
Ως ποσοστό των πωλήσεων	*28,1%*	*29,0%*	*31,5%*	*32,2%*	*21,4%*	***28,4%***
Καθαρό χρηματοοικονομικό κόστος	27.688,27	40.664,62	27.733,80	36.327,50	32.849,36	**33.052,71**
Ως ποσοστό των πωλήσεων	*0,7%*	*1,3%*	*0,8%*	*1,2%*	*1,1%*	***1,0%***
Αποτελέσματα προ φόρων	42.084,55	(154.955,91)	174.087,78	75.196,36	89.694,70	**45.221,50**
Ως ποσοστό των πωλήσεων	*1,0%*	*-5,0%*	*5,1%*	*2,4%*	*3,1%*	***1,3%***
Καθαρά αποτελέσματα μετά από φόρους	42.084,55	(154.955,91)	174.087,78	73.618,27	63.068,34	**39.580,61**
Ως ποσοστό των πωλήσεων	*1,0%*	*-5,0%*	*5,1%*	*2,4%*	*2,2%*	***1,1%***
Κέρδη προ τόκων και φόρων (EBIT)	69.772,82	(114.291,29)	201.821,58	111.523,86	122.544,06	**78.274,21**
Ως ποσοστό των πωλήσεων	*1,7%*	*-3,7%*	*6,0%*	*3,6%*	*4,2%*	***2,4%***
Κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων (EBITDA)	98.559,24	(87.739,29)	224.696,06	130.122,65	134.080,51	**99.943,83**
Ως ποσοστό των πωλήσεων	*2,5%*	*-2,8%*	*6,6%*	*4,2%*	*4,6%*	***3,0%***

4.3 Συμπεράσματα ανάλυσης

Σχετικά με τα μεγέθη του Ισολογισμού της Εταιρείας "ΜΠΡΕΤΟΝ Α.Ε." κατά την 31.12.2018 (και των ετών 2014-2017) αναφέρονται τα εξής:

- Η Εταιρεία κατέχει ενσώματα περιουσιακά στοιχεία που αφορούν σε κτηριακές εγκαταστάσεις (αναπόσβεστου υπολοίπου την 31.12.2018 €131,41), μηχανήματα & τεχνικές εγκαταστάσεις (πλήρως αποσβεσμένα την 31.12.2018), μεταφορικά μέσα (πλήρως αποσβεσμένα την 31.12.2018), έπιπλα και λοιπό εξοπλισμό (αναπόσβεστου υπολοίπου την 31.12.2018 €1.018,31).

- Η Εταιρεία κατέχει άυλα περιουσιακά στοιχεία αναπόσβεστου υπολοίπου € 5.873,15 που αφορούν σε λογισμικό και λοιπά άυλα.

- Τέλος, τα λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσικά στοιχεία της Εταιρείας περιλαμβάνει ποσό € 17.012,85, το οποίο αφορά σε δοσμένες εγγυήσεις κατά την 31.12.2018.

- Σχετικά με το Κυκλοφορούν Ενεργητικό της Εταιρείας κατά την 31.12.2018 , τα αποθέματα (εμπορεύματα, είδη συσκευασίας και προκαταβολές) ανέρχονται σε € 820.152,87. Οι δε εμπορικές απαιτήσεις της Εταιρείας ανέρχονται σε € 1.480.967,53 (διάφοροι πελάτες εσωτερικού & γραμμάτια εισπρακτέα, με μέση κυκλοφορική ταχύτητα είσπραξης 183 ημερών) και οι προκαταβολές και λοιπές απαιτήσεις σε € 98.617,13 (χρεώστες διάφοροι και προπληρωμένα έξοδα). Όσον αφορά τα κατεχόμενα χρηματικά διαθέσιμα & ισοδύναμα από την Εταιρεία, αυτά ανέρχονταν σε € 81.939,12 (ταμείο € 1.424,76 και καταθέσεις όψεως και προθεσμίας € 80.514,36).

- Τα ίδια κεφάλαια της Εταιρείας κατά την 31.12.2018 ανέρχονταν σε € 1.857.520,83 και περιλαμβάνουν το Μετοχικό κεφάλαιο της Εταιρείας το οποίο ανέρχεται σε € 180.000,00, αποθεματικά νόμων ή καταστατικού ποσού € 102.713,15, αφορολόγητα αποθεματικά ποσού € 23,30 καθώς και το υπόλοιπο εις νέο ποσού € 1.574.784,38.

- Όσον αφορά τις προβλέψεις της Εταιρείας κατά την 31.12.2018, αυτές αφορούν αυτές αφορούν σχηματισμένη πρόβλεψη αποζημίωσης προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία ποσού € 18.517,23.
- Όσον αφορά τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της Εταιρείας κατά την 31.12.2018, αυτές αφορούν: κατά το ποσό των € 152.544,60 βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις προς την ALPHA BANK, κατά το ποσό € 296.684,30 εμπορικές υποχρεώσεις (προμηθευτές εσωτερικού & εξωτερικού και προκαταβολές), κατά το ποσό € 97.548,10 τρέχουσες φορολογικές υποχρεώσεις και κατά το ποσό € 83.009,87 λοιπές υποχρεώσεις (ασφαλιστικοί οργανισμοί € 10.435,03, πιστωτές διάφοροι € 69.405,37 και έξοδα χρήσεως δουλευμένα ποσού € 3.169,47).

Σχετικά με τα μεγέθη των αποτελεσμάτων της Εταιρείας "ΜΠΡΕΤΟΝ Α.Ε." για την χρήση 2018 (και την περίοδο 2014-2017) σημειώνονται τα εξής:

- Ο κύκλος εργασιών της Εταιρείας κατά την χρήση 01.01-31.12.2018 ανήλθε σε € 2.906.329,05. Περαιτέρω, το κόστος πωληθέντων ανήλθε σε € 2.284.892,34 και κατ' επέκτασιν το μικτό κέρδος σε € 621.436,71 (μικτό περιθώριο κέρδους 21,4%, με μέσο όρο την περίοδο 2014-2018 28,4%).

- Τα έξοδα διοίκησης & διάθεσης ανήλθαν αθροιστικά κατά την περίοδο 01.01-31.12.2018 σε € 226.207,98 (περιθώριο ως προς τις πωλήσεις 23,3%, με μέσο όρο την περίοδο 2014-2018 26,9%).

- Το καθαρό χρηματοοικονομικό κόστος ανήλθε κατά την περίοδο 01.01-31.12.2018 σε € 32.849,36 (περιθώριο ως προς τις πωλήσεις 1,1%, με μέσο όρο την περίοδο 2014-2018 1,0%).

- Τα αποτελέσματα προ (και μετά) φόρων της Εταιρείας κατά την περίοδο 01.01-31.12.2018 ανήλθαν σε € 327.715 (περιθώριο ως προς τις πωλήσεις 3,9% έναντι 2,7% το 2017 και -4,1% το 2016).

Μεγαλύτερη ανάλυση σχετικά με τα κονδύλια των Οικονομικών Καταστάσεων της Εταιρείας και την εξέλιξη αυτών (οριζόντια και κάθετη ανάλυση) για την περίοδο 2014–2018 παρατίθεται στα Παραρτήματα 1, 2 & 3.

5. Παρουσίαση & Επιλογή Μεθόδων Αποτίμησης

Στο παρόν κεφάλαιο της μελέτης αναφέρονται οι πλέον παραδεκτές μέθοδοι αποτίμησης μιας Επιχείρησης σε λειτουργία, οι οποίες είναι οι εξής:

- Η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών
- Η μέθοδος του οικονομικού κέρδους
- Η μέθοδος των δεικτών κεφαλαιαγοράς
- Η μέθοδος των συγκρίσιμων συναλλαγών
- Η μέθοδος των κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών
- Η μέθοδος της αναπροσαρμοσμένης καθαρής Θέσης
- Η μέθοδος της υπερπροσόδου
- Η μέθοδος της χρηματιστηριακής αξίας
- Η μέθοδος της επιτροπής της κεφαλαιαγοράς

Κάθε μία από αυτές τις μεθόδους περιγράφεται συνοπτικά στη συνέχεια και τέλος γίνεται η επιλογή των πλέον καταλλήλων για την παρούσα αποτίμηση.

5.1 Μέθοδος Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών

Η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών, που χρησιμοποιείται ευρύτατα, βασίζεται στην παραδοχή ότι η αξία μιας Επιχείρησης προκύπτει από την προεξόφληση του μελλοντικού εισοδήματος των μετόχων της, δηλαδή από την ικανότητά της να αποφέρει κέρδη με την μορφή "ταμειακών ροών" που μπορούν να διατεθούν στους μετόχους της, αφού ληφθούν υπ' όψιν οι ανάγκες που απαιτούνται για τη λειτουργία και την ανάπτυξη της Επιχείρησης.

Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή η αξία μίας Επιχείρησης ισούται με την παρούσα αξία των ταμειακών ροών που αναμένεται να πραγματοποιηθούν σε ορισμένο αριθμό ετών, συν την παρούσα αξία της υπολειμματικής αξίας (Continuing value) της Επιχείρησης στο τέλος του χρονικού ορίζοντα. Πιο συγκεκριμένα η αξία της Επιχείρησης, σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, προσδιορίζεται από την παρακάτω σχέση:

Αξία Επιχείρησης	=	Παρούσα αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών της πρώτης περιόδου πρόβλεψης	+	Παρούσα αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών της εναπομένουσας χρονικής περιόδου (υπολειμματική αξία)

Εφόσον η επιχείρηση έχει στην κατοχή της περιουσιακά στοιχεία που δεν χρησιμοποιούνται στην συνήθη παραγωγική διαδικασία, η αξία των περιουσιακών αυτών στοιχείων προστίθεται στην αξία των προεξοφλημένων ταμειακών πλεονασμάτων. Αντίστοιχα, εφόσον έχουν χορηγηθεί δάνεια προς την επιχείρηση, η αξία αυτών αφαιρείται από την αξία των προεξοφλημένων ταμειακών πλεονασμάτων, προκειμένου να υπολογιστεί η συνολική αξία αυτής.

Τα ανωτέρω συνοψίζονται στον πίνακα που ακολουθεί:

ΠΙΝΑΚΑΣ Γ: Συνολική Αξία Εταιρείας (Ιδίων Κεφαλαίων – Equity)

	Άθροισμα προεξοφλημένων ταμειακών ροών πρώτης περιόδου της πρόβλεψης
+	Προεξοφλημένη υπολειμματική αξία
+	Αξία μη λειτουργικών περιουσιακών στοιχείων
+	Αξία Διαθεσίμων
-	Αξία βραχυπροθέσμου και μακροπροθέσμου δανεισμού
=	Συνολική αξία Εταιρείας (Ιδίων Κεφαλαίων – Equity)

Η αναγωγή των μελλοντικών ελεύθερων ταμειακών ροών στο παρόν (προεξόφληση) γίνεται με έναν συντελεστή, το ύψος του οποίου εξαρτάται από το μέγεθος των κινδύνων που αναλαμβάνει η συγκεκριμένη επιχείρηση.

Τα σημαντικότερα πλεονεκτήματα της μεθόδου αυτής, έναντι των άλλων μεθόδων, είναι τα εξής:

- Αξιολογεί την επιχείρηση σαν ζωντανό οργανισμό, ανεξάρτητα από τα περιουσιακά στοιχεία που την αποτελούν.
- Στηρίζεται στις αναμενόμενες αποδόσεις και όχι στις αποδόσεις των παρελθόντων ετών.

- Λαμβάνει υπ' όψιν της την φορολογία του εισοδήματος που αλλοιώνει σημαντικά την εικόνα της αποδόσεως.
- Λαμβάνει υπ' όψιν την κατάσταση της αγοράς και την ενσωματώνει στο προεξοφλητικό επιτόκιο.

Τέλος απαραίτητη προϋπόθεση για την εφαρμογή της μεθόδου είναι η αναμενόμενη ύπαρξη κερδών της Εταιρείας. Ωστόσο, αν τα κέρδη είναι πολύ μικρά, είναι ενδεχόμενο η αξία της να εκτιμηθεί ότι είναι μικρότερη από την καθαρή περιουσιακή θέση αυτής.

Ορισμός των ελεύθερων ταμειακών ροών (FCF)

Σύμφωνα με τα όσα προαναφέρθηκαν, η μέθοδος της προεξόφλησης των ταμειακών ροών ορίζει ότι η αξία μίας Επιχείρησης ισούται με το άθροισμα των προσδοκώμενων ταμειακών ροών που θα πραγματοποιήσει η επιχείρηση στο μέλλον, προεξοφλώντας το άθροισμα αυτό με ένα συντελεστή το ύψος του οποίου εξαρτάται από το μέγεθος των κινδύνων (riskiness) που αναλαμβάνει η συγκεκριμένη επιχείρηση.

Στην διεθνή πρακτική, ως πιο αντιπροσωπευτικό μέγεθος της ταμειακής ροής μίας Επιχείρησης χρησιμοποιείται η έννοια της ελεύθερης ταμειακής ροής της μη - μοχλευμένης Επιχείρησης (free cash flow of the un-levered firm), η οποία ορίζεται ως εξής:

ΠΙΝΑΚΑΣ Δ: Ορισμός Ελεύθερης Ταμειακής Ροής

	Καθαρό λειτουργικό αποτελέσμα πλην αναπροσαρμοσμένων φόρων (NOPLAT)
+	Αποσβέσεις Χρήσης
-	Ακαθάριστη επένδυση εντός της Χρήσης
=	Ελεύθερη ταμειακή ροή της μη μοχλευμένης Επιχείρησης

Για τον υπολογισμό της συνολικής αξίας της Εταιρείας σύμφωνα με την υπό εξέταση μέθοδο, θα πρέπει πρώτα να προσδιορισθεί η υπολειμματική αξία αυτής. Η υπολειμματική αξία της Εταιρείας μετά το πέρας της 5ετίας (Ε1-Ε5), δίνεται από την εξής σχέση:

$$YA = ETP_{E6}\ 1/(1+ΜΣΚΚ) + ETP_{E7}\ 1/(1+ΜΣΚΚ)^2 + ...ETP_N\ 1/(1+ ΜΣΚΚ)^N$$

Όπου:

YA = Υπολειμματική Αξία (continuing value)

$ETP_{(E6)}$ = Ελεύθερη Ταμειακή Ροή (free cash flow) του έτους Ε6

ETP_N = Ελεύθερη Ταμειακή Ροή (free cash flow) του έτους Ν, όπου Ν ⇒ 00

ΜΣΚΚ = Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (weighted average cost of capital)

5.2 Μέθοδος Οικονομικού Κέρδους (ΕΡ)

Σύμφωνα με τη μέθοδο του οικονομικού κέρδους (economic profit), η αξία της Επιχείρησης ισούται με το ποσό του επενδυμένου κεφαλαίου (invested capital) πλέον μίας προσαυξήσεως (premium) η οποία ισούται με την παρούσα αξία της αξίας η οποία εκτιμάται ότι θα δημιουργηθεί από την Επιχείρηση στο μέλλον.

Το οικονομικό κέρδος μετρά την αξία που δημιουργείται από μία επιχείρηση σε μία δεδομένη χρονική περίοδο και ορίζεται ως κάτωθι:

Οικονομικό Κέρδος = Ε.Κ. × (Α.Ε.Κ. - Μ.Σ.Κ.Κ.)

Όπου:

Ε.Κ. = είναι το Επενδυμένο Κεφάλαιο, δηλαδή το ποσό που έχει επενδυθεί στις λειτουργικές δραστηριότητες της Επιχείρησης. Το επενδυμένο κεφάλαιο ισούται με το άθροισμα του λειτουργικού κεφαλαίου κίνησης και της αναπόσβεστης αξίας των παγίων στοιχείων και εξόδων πολυετούς αποσβέσεως.

Α.Ε.Κ. = είναι η Απόδοση του Επενδυμένου Κεφαλαίου (Return On Invested Capital), η οποία ισούται με τον λόγο των καθαρών λειτουργικών αποτελεσμάτων μετά φόρων προς το ποσό του επενδυμένου κεφαλαίου.

Μ.Σ.Κ.Κ. = είναι το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (Weighted Average Cost of Capital) της Επιχείρησης.

Από τον ανωτέρω τύπο προκύπτει ότι το οικονομικό κέρδος ισούται με τη διαφορά μεταξύ της αποδόσεως του επενδυμένου κεφαλαίου και του κόστους του χρησιμοποιούμενου κεφαλαίου επί το ποσό του επενδυμένου κεφαλαίου.

Εναλλακτικά το οικονομικό κέρδος μπορεί να οριστεί ως η διαφορά του καθαρού λειτουργικού αποτελέσματος μετά φόρων και μίας επιβάρυνσης για το χρησιμοποιούμενο κεφάλαιο από την Επιχείρηση. Τα ανωτέρω δίνονται από τον ακόλουθο τύπο:

Οικονομικό Κέρδος	=	Κ.Λ.Α.Π.Α.Φ.	-	Κ.Ε.
	=	Κ.Λ.Α.Π.Α.Φ	-	(Ε.Κ. × Μ.Σ.Κ.Κ.)

Όπου:

Κ.Λ.Α.Π.Α.Φ = είναι το Καθαρό Λειτουργικό Αποτέλεσμα Πλην Αναπροσαρμοσμένων Φόρων.

Κ.Ε. = είναι η Κεφαλαιακή Επιβάρυνση, η οποία ισούται με το γινόμενο του Επενδυμένου Κεφαλαίου επί το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου της Επιχείρησης.

Ε.Κ. = είναι το Επενδυμένο Κεφάλαιο.

Μ.Σ.Κ.Κ. = είναι το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (Weighted Average Cost of Capital) της Επιχείρησης.

Ο εναλλακτικός υπολογισμός του οικονομικού κέρδους οδηγεί στην ίδια ακριβώς αξία που προκύπτει από την εφαρμογή του αρχικού τρόπου υπολογισμού αυτού.

Σύμφωνα με τη μέθοδο του οικονομικού κέρδους η αξία μίας Επιχείρησης ισούται με ποσό του κεφαλαίου που έχει επενδυθεί στις λειτουργικές δραστηριότητες της Επιχείρησης, πλέον μίας προσαυξήσεως (ή μειώσεως) η οποία ισούται με την παρούσα αξία του προσδοκώμενου οικονομικού κέρδους. Τα ανωτέρω συνοψίζονται στον ακόλουθο τύπο:

Αξία Επιχείρησης	=	Επενδεδυμένο Κεφάλαιο	+	Παρούσα Αξία Προσδοκώμενου Οικονομικού Κέρδους

Η παρούσα αξία του προσδοκώμενου οικονομικού κέρδους, αντίστοιχα με τη μεθοδολογία που ακολουθείται και από τη μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών, αναλύεται ως εξής:

Παρούσα Αξία Προσδοκώμενου Οικονομικού Κέρδους	=	Παρούσα Αξία Οικονομικού Κέρδους Πρώτης Περιόδου Πρόβλεψης	+	Παρούσα Αξία Οικονομικού Κέρδους Εναπομένουσας Περιόδου (Υπολειμματική Αξία)

Σημειώνεται ότι, οποιαδήποτε μη λειτουργικά περιουσιακά στοιχεία βρίσκονται στην κατοχή της Επιχείρησης προσθέτονται στο προηγούμενο άθροισμα για να προκύψει η συνολική αξία της Επιχείρησης.

Η λογική της παρούσης μεθόδου είναι ότι αν μία επιχείρηση κερδίζει ακριβώς το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου της, σε κάθε χρήση, τότε η προεξοφλημένη αξία των εκτιμώμενων ελεύθερων ταμειακών ροών της θα πρέπει να ισούται με το ποσό του επενδυμένου κεφαλαίου. Δηλαδή η επιχείρηση αξίζει όσο με το ποσό το οποίο αρχικά έχει επενδυθεί σε αυτή.

Μία επιχείρηση αξίζει περισσότερο ή λιγότερο από το ποσό του κεφαλαίου που έχει επενδυθεί σε αυτή μόνο στην περίπτωση που μπορεί να κερδίζει περισσότερο ή λιγότερο από το Μέσο Σταθμικό Κόστος του Κεφαλαίου της. Έτσι η προσαύξηση ή η μείωση στο επενδυμένο κεφάλαιο ισούται με την παρούσα αξία του προσδοκώμενου (μελλοντικού) οικονομικού κέρδους της Επιχείρησης.

Για τον υπολογισμό της συνολικής αξίας της Εταιρείας σύμφωνα με την υπό εξέταση μέθοδο, θα πρέπει πρώτα να προσδιορισθεί η υπολειμματική αξία αυτής. Η υπολειμματική αξία της Εταιρείας μετά το πέρας της 5ετίας (Ε1-Ε5), δίνεται από την εξής σχέση:

$$\mathbf{ΥΑ} = \frac{\mathbf{ΟΚ}_{E6}}{\mathbf{ΜΣΚΚ}} + \frac{(\mathbf{ΚΛΑΠΑΦ}_{E6}) \times (\mathbf{g}/\mathbf{ΑΕΚ}) \times (\mathbf{ΑΕΚ} - \mathbf{ΜΣΚΚ})}{\mathbf{ΜΣΚΚ} \times (\mathbf{ΜΣΚΚ} - \mathbf{g})}$$

Όπου:

ΥΑ	=	Υπολειμματική Αξία (continuing value)
ΟΚ$_{Ε6}$	=	Οικονομικό Κέρδος (economic profit) του έτους Ε6
ΚΛΑΠΑΦ$_{Ε6}$	=	Καθαρό Λειτουργικό Αποτέλεσμα Πλην Αναπροσαρμοσμένων Φόρων του Έτους Ε6
g	=	Εκτιμώμενος Ρυθμός Αύξησης του Καθαρού Λειτουργικού Αποτελέσματος Πλην Αναπροσαρμοσμένων Φόρων εις το Διηνεκές
Α.Ε.Κ.	=	Εκτιμώμενο Ποσοστό Απόδοσης Επενδυμένου Κεφαλαίου
Μ.Σ.Κ.Κ.	=	Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (weighted average cost of capital).

5.3 Μέθοδος Δεικτών Κεφαλαιαγοράς (Multiples)

Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, η αξία της Επιχείρησης εκτιμάται βάσει εμπειρικών δεικτών που προκύπτουν από αντίστοιχες, ομοειδείς και συγκρίσιμες εταιρείες των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο. Η εν λόγω μέθοδος βασίζεται στην παραδοχή ότι η αξία μίας Επιχείρησης είναι ίση με το ποσό που θα ήταν πρόθυμοι να πληρώσουν για το κεφάλαιό της επενδυτές οι οποίοι ενεργούν ορθολογικά και έχουν καλή γνώση της αγοράς. Δηλαδή, η συγκεκριμένη μέθοδος προϋποθέτει την αποτελεσματικότητα της αγοράς ώστε η τιμή των μετοχών μίας εταιρείας να αντανακλά όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες που αφορούν τη συγκεκριμένη εταιρεία, τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται καθώς και το σύνολο της χρηματιστηριακής αγοράς.

Αφετηρία για την εφαρμογή της μεθόδου των δεικτών κεφαλαιαγοράς είναι η επιλογή ενός κατάλληλου δείγματος συγκρίσιμων εταιρειών. Έχοντας επιλέξει ένα δείγμα συγκρίσιμων εταιρειών με την υπό εκτίμηση εταιρεία, υπολογίζονται αντιπροσωπευτικοί χρηματοοικονομικοί δείκτες για τις εταιρείες του δείγματος.

Οι πιο ευρέως χρησιμοποιούμενοι δείκτες είναι οι ακόλουθοι:

- Χρηματιστηριακή αξία προς Ίδια Κεφάλαια **(MVE/BVE)**
- Χρηματιστηριακή αξία προς Καθαρά Κέρδη Χρήσης μετά Φόρων **(MVE/EAT)**
- Αξία εταιρείας προς Επενδυμένο Κεφάλαιο **(EV/Invested Capital)**
- Αξία Επιχείρησης προς Σύνολο Ενεργητικού **(EV/BVA)**
- Αξία Επιχείρησης προς πωλήσεις **(EV/Sales)**
- Αξία Επιχείρησης προς Κέρδη προ Τόκων & Φόρων **(EV/EBIT)**
- Αξία Επιχείρησης προς Κέρδη προ Τόκων, Φόρων & Αποσβέσεων **(EV/EBITDA)**

Σημειώνεται ότι σύμφωνα με την μεθοδολογία της υπό εξέταση μεθόδου, κατά τον υπολογισμό των ανωτέρω δεικτών η αξία μίας επιχείρησης (EV) ισούται με το άθροισμα της χρηματιστηριακής αξίας της εταιρείας (MVE) και των πάσης φύσεως δανείων μείον τα διαθέσιμα αυτής.

Μετά τον υπολογισμό των ανωτέρω δεικτών για κάθε εταιρεία του δείγματος, και τον προσδιορισμό πολλαπλασιαστών για κάθε ένα εξ αυτών, υπολογίζονται οι παρανομαστές των ανωτέρω δεικτών και για την υπό εκτίμηση εταιρεία οι οποίοι πολλαπλασιαζόμενοι με τους αντίστοιχους πολλαπλασιαστές τους δίνουν την αξία αυτής.

Για τον προσδιορισμό της τελικής αξίας της εταιρείας, σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, η αξία της εταιρείας που έχει προκύψει ανωτέρω προσαρμόζεται ανάλογα (προσαυξάνεται ή μειώνεται) λαμβάνοντας υπ' όψιν παράγοντες όπως η δυνατότητα ελέγχου της εταιρείας από τους ιδιοκτήτες της, η μειωμένη εμπορευσιμότητα των μετοχών της εταιρείας (σε περίπτωση που η υπό εκτίμηση εταιρεία είναι μη εισηγμένη) κλπ. Η τελική αξία που θα προκύψει ύστερα από τις αναγκαίες κατά περίπτωση προσαρμογές, αποτελεί την εκτίμηση της κεφαλαιαγοράς για την αξία της εταιρείας.

5.4 Μέθοδος των Συγκρίσιμων Συναλλαγών

Η μέθοδος των συγκρίσιμων συναλλαγών προσδιορίζει την αξία μιας εταιρείας συγκρίνοντας την υπό μελέτη εταιρεία με τις αποτιμήσεις παρόμοιων εταιρειών των οποίων σημαντικά πακέτα μετοχών υπήρξαν αντικείμενο σχετικά πρόσφατων

συναλλαγών. Η εν λόγω μέθοδος βασίζεται στην παραδοχή ότι η αξία μίας Επιχείρησης είναι ίση με το ποσό που θα ήταν πρόθυμοι να πληρώσουν για το κεφάλαιό της επενδυτές οι οποίοι ενεργούν ορθολογικά και έχουν καλή γνώση της αγοράς. Δηλαδή, η συγκεκριμένη μέθοδος προϋποθέτει την αποτελεσματικότητα της αγοράς ώστε η τιμή των μετοχών μίας εταιρείας να αντανακλά όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες που αφορούν τη συγκεκριμένη εταιρεία, τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται καθώς και το σύνολο της χρηματιστηριακής αγοράς.

Αφετηρία για την εφαρμογή της μεθόδου των συγκρίσιμων συναλλαγών είναι η επιλογή κατάλληλων συναλλαγών/ αγοραπωλησιών που έχουν πραγματοποιηθεί στον ελληνικό και διεθνή χώρο. Με βάση αυτά τα στοιχεία υπολογίζεται η αξία της αποτιμώμενης Εταιρείας με βάση το προσφερόμενο τίμημα και το εξαγοραζόμενο ποσοστό συμμετοχής. Στη συνέχεια υπολογίζονται πολλαπλασιαστές όπως: Αξία Εταιρείας προς Ίδια κεφάλαια, Αξία Εταιρείας προς Καθαρά κέρδη Χρήσης μετά φόρων, Αξία Επιχείρησης προς Σύνολο ενεργητικού, Αξία Επιχείρησης προς Πωλήσεις, Αξία Επιχείρησης προς Κέρδη προ τόκων & φόρων και Αξία Επιχείρησης προς κέρδη προ τόκων, φόρων & αποσβέσεων.

Μετά τον υπολογισμό των ανωτέρω δεικτών για κάθε Εταιρεία/Όμιλο του δείγματος, και τον προσδιορισμό πολλαπλασιαστών για κάθε ένα εξ αυτών, υπολογίζονται οι παρανομαστές των ανωτέρω δεικτών και για την υπό εκτίμηση εταιρεία οι οποίοι πολλαπλασιαζόμενοι με τους αντίστοιχους πολλαπλασιαστές τους δίνουν την αξία αυτής.

Η τελική αξία που θα προκύψει ύστερα από τις αναγκαίες κατά περίπτωση προσαρμογές, αποτελεί την εκτίμηση της για την αξία της εταιρείας.

5.5 Μέθοδος Κεφαλαιοποιημένων Οργανικών Κερδών

Σύμφωνα με τη μέθοδο των Κεφαλαιοποιημένων Οργανικών Κερδών, η αξία μιας επιχείρησης είναι ίση με την προεξοφλημένη αξία των οργανικών κερδών των επομένων 5 έως 8 ετών, πλέον την προεξοφλημένη υπολειμματική αξία της Επιχείρησης και πλέον την αξία των μη λειτουργικών περιουσιακών στοιχείων. Οι υποθέσεις που γίνονται με αυτή τη μέθοδο είναι ότι:

- Τα οργανικά κέρδη δεν περιλαμβάνουν άλλα έσοδα πλην εκείνων που προέρχονται από πωλήσεις προϊόντων, εμπορευμάτων και υπηρεσιών, τα δε έξοδα (σε αντίθεση με τη μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών), δεν περιλαμβάνουν έκτακτα έξοδα, όπως πρόστιμα, τόκους υπερημερίας κ.λ.π.
- Για τον υπολογισμό των οργανικών αποτελεσμάτων λαμβάνονται υπ' όψιν και οι χρηματοοικονομικές δαπάνες, δηλαδή οι τόκοι των ξένων κεφαλαίων καθώς και οι αποσβέσεις.
- Η εκτίμηση των εσόδων και των εξόδων γίνεται και πάλι υπό συνθήκες φυσιολογικής λειτουργίας της Επιχείρησης, χωρίς να λαμβάνονται υπ' όψιν γεγονότα που διαταράσσουν την αγορά και προκαλούν αιφνίδιες μεταβολές στις τιμές ή επηρεάζουν την ομαλή εξέλιξη της παραγωγής, και δημιουργούν υποαπασχόληση τμημάτων της Επιχείρησης.
- Ο συντελεστής κεφαλαιοποίησης καθορίζεται από το μέσο αποπληθωρισμένο τραπεζικό επιτόκιο.
- Η υπολειμματική αξία της Επιχείρησης υπολογίζεται όπως και στη μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών. Ανάλογα δηλαδή με το αν η πορεία των κερδών αναμένεται ανοδική ή πτωτική, λαμβάνονται υπ' όψιν τα κέρδη μιας δεύτερης σειράς ετών, προεξοφλημένα στο τέλος του χρονικού ορίζοντα ή λαμβάνεται υπ' όψιν η περιουσιακή θέση της εταιρείας. Στην πρώτη περίπτωση τα ετήσια κέρδη της δεύτερης σειράς είναι ίσα με το μέσο όρο των κερδών της πρώτης περιόδου.

Σημειώνεται, τέλος, ότι εφόσον η επιχείρηση διαθέτει πάγια που δεν χρησιμοποιούνται στην παραγωγική διαδικασία , η αξία τους προστίθεται στο άθροισμα της προεξοφλημένης αξίας των οργανικών κερδών πλέον της προεξοφλημένης υπολειμματικής αξίας.

5.6 Μέθοδος Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης

Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, η αξία της Επιχείρησης είναι ίση με την τρέχουσα αξία των καθαρών περιουσιακών της στοιχείων. Με την επιλογή των κατάλληλων ανά περίπτωση μεθόδων αποτίμησης, αποτιμάται η τρέχουσα αξία κάθε περιουσιακού στοιχείου (π.χ. ενσώματες ακινητοποιήσεις, απαιτήσεις, διαθέσιμα, χρεόγραφα,

συμμετοχές κλπ.) και κάθε υποχρεώσεως της υπό εκτίμηση Επιχείρησης. Στη συνέχεια υπολογίζεται η συνολική τρέχουσα αξία των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας, με την άθροιση όλων των επιμέρους σχετικών αξιών, και η συνολική τρέχουσα αξία των υποχρεώσεων, μακροπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων, με την άθροιση επίσης όλων των επιμέρους σχετικών αξιών των υποχρεώσεων. Η διαφορά της συνολικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων, αποτελεί την εκτίμηση της τρέχουσας αξίας της καθαρής θέσης της υπό εκτίμηση εταιρείας.

5.7 Μέθοδος της Υπερπροσόδου (Μέθοδος της καθαρής περιουσιακής θέσης προσαυξημένης κατά την υπερπρόσοδο της προηγούμενης ή/και της επόμενης περιόδου)

Σημείο αφετηρίας της "Μεθόδου της υπερπροσόδου" είναι η παραδοχή, ότι η αξία μιας επιχειρήσεως είναι μεγαλύτερη από το άθροισμα των περιουσιακών της στοιχείων. Η επιπλέον αυτή αξία, που ονομάζεται υπερπρόσοδος (goodwill), οφείλεται στο γεγονός ότι το κεφάλαιο της επιχειρήσεως εξασφαλίζει μεγαλύτερες αποδόσεις από το κόστος ιδίων κεφαλαίων.

Η διαφορά σε ετήσια βάση των οργανικών κερδών της επιχειρήσεως και του κόστους του απασχολουμένου κεφαλαίου ονομάζεται υπερπρόσοδος. Αν οι θετικές αυτές διαφορές υπολογιστούν για μία σειρά ετών και εν συνεχεία αναχθούν στο παρόν με βάση το επιτόκιο και αθροιστούν, έχουμε την εκτίμηση της υπεραξίας της επιχειρήσεως.

Για τον υπολογισμό της υπεραξίας μπορούμε να αθροίσουμε την υπερπρόσοδο 5 έως 8 ετών ή ακόμα να παραστήσουμε τις τρέχουσες αξίες των υπερπροσόδων σαν τους διαδοχικούς όρους μίας γεωμετρικής προόδου και να υπολογίσουμε το άθροισμα των απείρων όρων της προόδου.

Η Μέθοδος της καθαρής περιουσιακής θέσης προσαυξημένης κατά την υπερπρόσοδο της προηγούμενης ή της επόμενης πενταετίας θεωρεί ότι η αξία της επιχειρήσεως είναι το άθροισμα της καθαρής περιουσιακής θέσης αυτής και της παρούσας αξίας της υπερπροσόδου της. Ο υπολογισμός της καθαρής περιουσιακής θέσης, δηλαδή η

αποτίμηση κάθε στοιχείου του ενεργητικού και του παθητικού πρέπει να στηρίζεται σε πραγματικά δεδομένα και όχι σε ιστορικές αξίες.

Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, η αξία της επιχειρήσεως είναι το άθροισμα της καθαρής περιουσιακής θέσης της και της παρούσας αξίας της υπερπροσόδου της. Η παρούσα αξία της υπερπροσόδου υπολογίζεται ως εξής:

1. Υπολογίζονται τα πραγματικά οργανικά κέρδη των προηγούμενων πέντε ετών ή τα αναμενόμενα οργανικά κέρδη των επομένων πέντε ετών.
2. Υπολογίζεται το απασχολούμενο κεφάλαιο της επιχειρήσεως, αφαιρώντας από το σύνολο του ενεργητικού όλα τα στοιχεία που χαρακτηρίζονται μη λειτουργικά.
3. Υπολογίζεται για κάθε χρόνο το κόστος του απασχολούμενου κεφαλαίου. Το ποσό αυτό ονομάζεται κανονική πρόσοδος και αποτελεί το εναλλακτικό όφελος της επένδυσης.
4. Από το οργανικό κέρδος κάθε χρόνου αφαιρείται η κανονική πρόσοδος του ιδίου χρόνου και προκύπτει η υπερπρόσοδος.
5. Βρίσκεται ο μέσος όρος των αναμενομένων υπερπροσόδων των επομένων πέντε ετών.
6. Υπολογίζεται η παρούσα αξία των υπερπροσόδων (δηλαδή η υπεραξία της επιχειρήσεως) με συντελεστή προεξόφλησης το επιτόκιο, αυξημένο ανάλογα με τον κίνδυνο της επιχειρήσεως

5.8 Μέθοδος Χρηματιστηριακής Αξίας

Σε περιπτώσεις όπου οι μετοχές της υπό εκτίμηση εταιρείας διαπραγματεύονται σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά, κρίνεται σκόπιμο να λαμβάνεται υπ' όψιν η χρηματιστηριακή αξία αυτών. Λόγω του γεγονότος ότι η χρηματιστηριακή αξία κάθε εισηγμένης εταιρείας είναι δυνατόν να εμφανίζει σημαντικές αποκλίσεις ακόμα και κατά τη διάρκεια σύντομων χρονικών περιόδων, συνήθης πρακτική, προς εξομάλυνση των σημαντικών βραχυπρόθεσμων αποκλίσεων, αποτελεί η λήψη στοιχείων για την χρηματιστηριακή αξία της υπό εκτίμηση εταιρείας όχι μόνο κατά την ημερομηνία αποτίμησης, αλλά και κατά τη διάρκεια συγκεκριμένης χρονικής περιόδου, η οποία μπορεί να καλύπτει χρονικό διάστημα ενός, δύο ή περισσοτέρων μηνών πριν ή και μετά την ημερομηνία αποτίμησης.

5.9 Μέθοδος Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

Η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται από την Επιτροπή της Κεφαλαιαγοράς, παράλληλα με άλλες μεθόδους, για τον υπολογισμό της αξίας των μετοχών που δεν είναι εισηγμένες στο Χ.Α. Η μέθοδος περιγράφεται από τον τύπο:

$$\text{Αξία Εταιρείας} = \frac{\text{Κ.Π.Θ.} + (\text{Μ.Ο.Κ.} \times 12)}{2}$$

Όπου:

Κ.Π.Θ. = είναι η καθαρή περιουσιακή θέση της Εταιρείας.

Μ.Ο.Κ. = είναι το μέσο οργανικό κέρδος της τελευταίας πενταετίας.

Σύμφωνα με τον παρά πάνω τύπο, η αξία της Εταιρείας είναι ο μέσος όρος της καθαρής περιουσιακής θέσης και του δωδεκαπλάσιου των μέσων ετήσιων οργανικών κερδών της πενταετίας.

5.10 Επιλογή Μεθόδων Αποτίμησης

Η αποτίμηση της εμπορικής αξίας του συνόλου των μετοχών της Εταιρείας **"ΜΠΡΕΤΟΝ Α.Ε."** διενεργήθηκε με ημερομηνία **31η Δεκεμβρίου 2018**. Για την επιλογή των πλέον καταλλήλων μεθόδων αποτίμησης ελήφθησαν υπ' όψιν, μεταξύ άλλων, τα ακόλουθα στοιχεία:

- Ότι η Εταιρεία "ΜΠΡΕΤΟΝ Α.Ε." είναι εταιρεία εισαγωγής & εμπορίας ειδών βρεφανάπτυξης έχοντας αναλάβει την αντιπροσώπευση σημαντικών επώνυμων προϊόντων (brands), δραστηριοποιείται μέσω του δικτύου διανομής των καταστημάτων με την επωνυμία "LAPIN HOUSE", έχοντας σταθερή πελατειακή βάση και καλή φήμη.

- Ότι από την ίδρυσή της το 1996 έως σήμερα, η Εταιρεία έχει επεκτείνει σταθερά τις δραστηριότητές της στην Ελλάδα ενώ οι προσδοκίες σχετικά με την μελλοντική ανάπτυξη των δραστηριοτήτων της είναι συντηρητικές, γεγονός που συνάδει με τις αντίστοιχες προσδοκίες του κλάδου

δραστηριοποίησης της και με τις γενικότερες προσδοκίες της ελληνικής οικονομίας.

Με βάση τα ανωτέρω στοιχεία και λαμβάνοντας υπ' όψιν τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των μεθόδων αποτίμησης που αναπτύχθηκαν στις προηγούμενες ενότητες 5.1 έως 5.9, χρησιμοποιήθηκαν ως καταλληλότερες για την αποτίμηση του συνόλου των μετοχών της Εταιρείας **"ΜΠΡΕΤΟΝ Α.Ε."** η **Μέθοδος των Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών**, η **Μέθοδος του Οικονομικού Κέρδους**, η **Μέθοδος της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης** και η **Μέθοδος των Δεικτών Κεφαλαιαγοράς**.

Δεν κρίθηκε σκόπιμο να χρησιμοποιηθούν η **Μέθοδος των Κεφαλαιοποιημένων Οργανικών Κερδών των επόμενων ετών** και η **Μέθοδος της Καθαρής Θέσης πλέον Υπερπροσόδου** καθώς, σύμφωνα με την μεθοδολογία των εν λόγω μεθόδων και τις παραδοχές που λάβαμε υπ' όψιν για την ανάπτυξη της Εταιρείας για την περίοδο 2019-2024, οδηγούν σε υποεκτίμηση της συνολικής αξίας της Εταιρείας.

Επίσης, υπήρξε αδυναμία εφαρμογής της μεθοδολογίας της **Μεθόδου της Χρηματιστηριακής Αξίας** και της **Μεθόδου των Συγκρίσιμων Συναλλαγών** καθότι αφ' ενός οι μετοχές της αποτιμώμενης Εταιρείας δεν διαπραγματεύονται σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά, αφ' ετέρου δεν βρέθηκε επαρκές δείγμα τέτοιων συναλλαγών στον κλάδο που δραστηριοποιείται η Εταιρεία.

Τέλος, δεν κρίθηκε σκόπιμο να χρησιμοποιηθεί η **Μέθοδος της Επιτροπής της Κεφαλαιαγοράς** καθ' ότι η αποτίμηση με αυτή τη μέθοδο βασίζεται σε αποτελέσματα που έχουν ήδη πραγματοποιηθεί και όχι σε προβλεπόμενα.

6. Υπολογισμός της Συνολικής Αξίας της Εταιρείας

6.1 Μέθοδος των Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών

Σύμφωνα με όσα αναφέρονται στις ενότητες 3 και 5.1 της μελέτης, για την αποτίμηση της αξίας της Εταιρείας σύμφωνα με την Μέθοδο των Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών ακολουθήθηκαν τα εξής στάδια:

Καταρχήν, αναπτύχθηκε ένα Βασικό Σενάριο Αποδοτικότητας της Εταιρείας, το οποίο στηρίχθηκε στις παραδοχές του Επιχειρησιακού Σχεδίου (Business Plan) το οποίο συνέταξε η Διοίκηση της Εταιρείας για την περίοδο 2019-2024. Εν συνεχεία υπολογίστηκαν οι ελεύθερες ταμειακές ροές που αναμένεται να πραγματοποιήσει η Εταιρεία βάσει του εν λόγω Σεναρίου Αποδοτικότητας. Κατόπιν επιχειρήθηκε η εκτίμηση του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (προεξοφλητικό επιτόκιο των ελευθέρων ταμειακών ροών), της υπολειμματικής αξίας [μετά το πέρας της περιόδου 2019-2024] και τέλος ο υπολογισμός της Τελικής Αξίας της Εταιρείας.

6.1.1 Πρόβλεψη της Μελλοντικής Απόδοσης της Εταιρείας

Η κατάρτιση των προβλεπόμενων οικονομικών καταστάσεων και ο υπολογισμός των μελλοντικών ταμειακών ροών της Εταιρείας, σύμφωνα με το Επιχειρησιακό Σχέδιο (Business Plan) που συνέταξε ο Εντολέας μας για την περίοδο 2019-2024, έγιναν με βάση τις εξής βασικές παραδοχές (για μεγαλύτερη ανάλυση βλ. Παραρτήματα 1, 2 & 3):

- Όσον αφορά σε επενδύσεις σε *ενσώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία*, ελήφθη υπ ’όψιν η παραδοχή πως θα γίνουν νέες επενδύσεις της τάξεως των € 3.000,00 σε λοιπό εξοπλισμό κατ’ έτος για όλα τα έτη των προβλέψεων.
- Όσον αφορά στους λογαριασμούς *καθαρού κεφαλαίου κίνησης (πλην διαθεσίμων και δανείων)*, ελήφθησαν υπ’ όψιν οι εξής παραδοχές: για τα αποθέματα μέση κυκλοφοριακή ταχύτητα 141 ημερών κατ’ έτος. Για τις εμπορικές απαιτήσεις & υποχρεώσεις μέση κυκλοφοριακή ταχύτητα 174 και 49 ημερών αντιστοίχως κατ’ έτος ενώ για τις λοιπές απαιτήσεις & υποχρεώσεις μέση κυκλοφοριακή ταχύτητα 10 και 8 ημερών αντιστοίχως κατ’ έτος
- Όσον αφορά την κεφαλαιακή διάρθρωση της Εταιρείας, εκτιμάται πως το Μετοχικό κεφάλαιο θα παραμείνει σταθερό στο ποσό των € 180.000,00.

- Όσον αφορά στην εξέλιξη των *βραχυπρόθεσμων δανειακών υποχρεώσεων* της Εταιρείας, ελήφθη υπ' όψιν η παραδοχή πως θα παραμείνουν σταθερές την περίοδο 2019-2024 στο ποσό που ανέρχονταν το 2018 ήτοι σε € 152.544,60.
- Όσον αφορά στα λειτουργικά έσοδα (κύκλος εργασιών & λοιπά συνήθη έσοδα) ελήφθη υπ' όψιν αύξηση 1% κατ' έτος για την περίοδο 2019-2024 για τον κύκλο εργασιών, τα δε λοιπά έσοδα θα ανέρχονται σε € 8.000 κατ' έτος για όλα τα έτη των προβλέψεων ή 0,1% ως προς τις πωλήσεις της περιόδου 2019-2024.
- Όσον αφορά στα *λειτουργικά έξοδα (κόστος πωληθέντων, έξοδα διοίκησης και διάθεσης, λοιπά έξοδα)* ελήφθη υπ' όψιν για το δε κόστος πωληθέντων πως θα κυμαίνεται κατά την περίοδο 2019-2024 από 72,2% έως 71,3% ως προς τις πωλήσεις της περιόδου. Τα έξοδα διοίκησης και διάθεσης θα κυμαίνονται κατά την περίοδο 2019-2024 από 21,9% έως 21,5% ως προς τις πωλήσεις της περιόδου. Τα δε λοιπά έξοδα εκτιμάται πως ανέρχονται κατ' έτος σε € 24.000,00 ή 0,8% ως προς τις πωλήσεις της περιόδου 2019-2024.
- Οι ως άνω παραδοχές προβλέπουν την επίτευξη λειτουργικών αποτελεσμάτων (προ τόκων & φόρων) τα οποία θα κυμανθούν από 5,3% έως 6,7% ως προς τις πωλήσεις της περιόδου 2019-2024.
- Όσον αφορά στα *χρηματοοικονομικά αποτελέσματα* εκτιμάται πως θα ανέρχονται κατ' έτος σε 1,1 % ως προς τις πωλήσεις της περιόδου 2019-2024.
- Οι ως άνω παραδοχές προβλέπουν την επίτευξη *αποτελεσμάτων προ φόρων* τα οποία θα κυμανθούν από 4,2% έως 5,6% ως προς τις πωλήσεις της περιόδου 2019-2024. Ακόμη, εκτιμάται πως για τα έτη 2019-2024 η *καθαρή κερδοφορία* θα κυμαίνεται από 3,0% έως 4,1% ως προς τις πωλήσεις.

Σημειώνεται ότι τα αποτελέσματα της αποτίμησης εξαρτώνται από τις παραδοχές που έχουν γίνει. Καταβλήθηκε προσπάθεια ώστε αυτές να είναι εύλογες για την περίοδο την οποία και ελήφθησαν. Ωστόσο επειδή οι μελλοντικές συνθήκες είναι αδύνατον να προβλεφθούν με απόλυτη ακρίβεια δεν αποκλείεται να υπάρξουν αποκλίσεις, οι οποίες ενδέχεται να είναι σημαντικές, λόγω απρόβλεπτων μελλοντικών γεγονότων.

6.1.2 Προβλεπόμενες Ταμειακές Ροές

Για την περίοδο των προβλέψεων 2019-2024 οι ελεύθερες ταμειακές ροές που αναμένεται να πραγματοποιήσει η Εταιρεία, ανέρχονται στα εξής ποσά:

Έτος	Ελεύθερες Ταμειακές Ροές (ποσά σε €)
2019	127.001,28
2020	127.424,66
2021	128.084,47
2022	128.326,47
2023	128.707,23
2024	129.171,13

Για τον υπολογισμό των ανωτέρω ποσών υπάρχει ανάλυση στο παράρτημα 4.

6.1.3 Εκτίμηση του Κόστους Κεφαλαίου της Εταιρείας

Για την διαμόρφωση του συνολικού κόστους του κεφαλαίου, το οποίο χρησιμοποιείται για την επίτευξη των σκοπών της Εταιρείας, απαιτείται η αναγνώριση και ο καθορισμός του κόστους κάθε επιμέρους στοιχείου που το απαρτίζει, ώστε συνδυαζόμενα αυτά καταλλήλως να διαμορφώσουν το μέσο σταθμικό κόστος του κεφαλαίου της Εταιρείας.

Είναι γενικά παραδεκτό ότι τα σχετικά συστατικά στοιχεία του κεφαλαίου, για τον σκοπό της εύρεσης του κόστους κεφαλαίου, είναι: (1) το μέρος του βραχυπρόθεσμου χρέους το οποίο χρησιμοποιείται ως πηγή διαρκούς χρηματοδότησης, (2) το σύνολο του μακροπρόθεσμου χρέους και (3) το σύνολο των κοινών μετοχών της Εταιρείας. Πρακτικά το μέσο σταθμικό κόστος του κεφαλαίου δίνεται από την παρακάτω σχέση:

$$\text{ΜΣΚΚ (WACC)} = K_d\,(1 - T_c)\,B/V + K_p\,P/V + K_s\,S/V$$

Όπου:

K_d = το μετά φόρων αναμενόμενο κόστος των δανειακών υποχρεώσεων της εταιρείας

T_c = ο φορολογικός συντελεστής με τον οποίο φορολογούνται τα κέρδη της εταιρείας

B = η τρέχουσα αξία όλων των δανείων της εταιρείας

V = η τρέχουσα αξία της υπό εκτίμηση εταιρείας (V = B+P+S)

K_s = το καθοριζόμενο από την αγορά κόστος ευκαιρίας των κοινών μετοχών της Εταιρείας

S = η τρέχουσα αξία των κοινών μετοχών της Εταιρείας

Για την χρηματοδότηση της Εταιρείας καθ' όλη την διάρκεια της περιόδου 2016-2018 έχουν χρησιμοποιηθεί ίδια κεφάλαια και ξένα κεφάλαια (τραπεζικός δανεισμός). Εκτιμάται ότι για την χρηματοδότηση της Εταιρείας με βάση το Επιχειρησιακό της Σχέδιο, θα χρησιμοποιούνται επίσης ίδια κεφάλαια και ξένα κεφάλαια στην προβλεπόμενη περίοδο 2019-2024 με μέση αναλογία 91,50%-8,50% περίπου.

Τα ίδια κεφάλαια συνίστανται από το άθροισμα των μετοχών και των παρακρατουμένων κερδών προηγούμενων χρήσεων όπως είναι το τακτικό αποθεματικό, τα έκτακτα και αφορολόγητα αποθεματικά και το υπόλοιπο κερδών/ζημιών εις νέον. Πιο συγκεκριμένα σχετικά με τα δύο συστατικά στοιχεία των ιδίων κεφαλαίων της Εταιρείας, οι μετοχές και τα παρακρατούμενα κέρδη επισημαίνονται τα εξής:

Η διάθεση κερδών ή όχι μιας επιχείρησης, είναι μία επιλογή η οποία αφήνει ανεπηρέαστο το κόστος κεφαλαίου, διότι με βάση τη διεθνή πρακτική το σταθμισμένο κόστος των μη διανεμόμενων κερδών εξομοιώνεται με αυτό των μετοχών. Αν πράγματι μέρος των κερδών της χρήσης δεν διανεμηθεί, τότε αυτόματα προκύπτει ένα κόστος ευκαιρίας. Οι μέτοχοι της Εταιρείας θα μπορούσαν να είχαν λάβει αυτά τα κέρδη ως μέρισμα και να τα τοποθετούσαν σε ποικίλες επενδύσεις.

Ως εκ τούτου η Εταιρεία οφείλει να κερδίσει από αυτά τα μη διανεμηθέντα κέρδη το λιγότερο τα ίδια χρήματα τα οποία θα μπορούσαν να κερδίσουν οι μέτοχοι της από τοποθετήσεις σε επενδύσεις ισοδύναμου ρίσκου (επενδυτικού κινδύνου). Το ποσοστό δε αυτό της αποδόσεως, το οποίον προσδοκούν οι μέτοχοι της Εταιρείας να κερδίσουν από εναλλακτικές επενδύσεις ισοδύναμου ρίσκου, είναι το καθορισμένο από την αγορά κόστος ευκαιρίας των μετοχών ή μεριδίων αυτής.

Για τον υπολογισμό του κόστους ευκαιρίας των μετοχών της Εταιρείας, επιλέξαμε ως πιο ιδανική τη μέθοδο του μοντέλου CAPM (Capital Asset Pricing Model). Παρά το γεγονός ότι το μοντέλο αυτό παρουσιάζει σημαντικές αδυναμίες εφαρμογής, είναι το πιο διαδεδομένο και αποδεκτό διεθνώς για την εκτίμηση του κόστους ευκαιρίας των μετοχών (ή εταιρικών μεριδίων) εταιρειών, λόγω της ορθολογιστικής του δομής και της έλλειψης ενός εναλλακτικού μοντέλου, το οποίο να είναι πρακτικά επαληθεύσιμο. Το παραπάνω μοντέλο προσδιορίζεται από την ακόλουθη σχέση:

$$K_S = K_{RF} + (K_m - K_{RF}) \cdot b_i$$

Όπου:

K_{RF} = το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου (risk – free rate)

$K_m - K_{RF}$ = η αναμενόμενη διαφορά της αποδόσεως του χαρτοφυλακίου όλης της οικονομίας (K_m) από το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου (K_{RF})

b_i = ο συντελεστής βήτα της εταιρείας που εκφράζει την εξάρτηση της αποδόσεως (μεταβλητότητα) της μετοχής της σε σχέση με μία μέση (σταθερή) μετοχή και σε σχέση, πάντα, με την απόδοση (μεταβλητότητα) του συνόλου της κεφαλαιαγοράς

Προσδιορισμός του επιτοκίου μηδενικού κινδύνου (K_{RF})

Στην πραγματικότητα το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου είναι μια έννοια που δεν υφίσταται, εφόσον περιουσιακό στοιχείο με μηδενικό κίνδυνο δεν υπάρχει. Υποθετικά, το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου είναι η απόδοση ενός χρεογράφου ή χαρτοφυλακίου χρεογράφων, για το οποίο θεωρούμε ότι υπάρχει μηδενική πιθανότητα να μην αποδώσει τα προσδοκώμενα και το οποίο είναι εντελώς ανεπηρέαστο από τις αποδόσεις οποιασδήποτε άλλης τοποθέτησης στην αγορά. Στην εγχώρια και διεθνή βιβλιογραφία έχει γίνει αποδεκτό ότι τα κρατικά ομόλογα μακροπροθέσμου λήξεως, (10-15 χρόνια), φθάνουν πολύ κοντά στην έννοια του μηδενικού κινδύνου.

Ως εκ τούτου για τον προσδιορισμό του επιτοκίου μηδενικού κινδύνου ελήφθη υπ' όψιν η μέση απόδοση των 10ετών κρατικών ομολόγων των 19 κρατών μελών της Ευρωζώνης, (πηγή: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα) η οποία ανήλθε σε 1,21% τον

Δεκέμβριο 2018 ενώ η καθαρή απόδοση μετά φόρων (φόρος 15%), διαμορφώνεται σε **1,03%**.

Προσδιορισμός της αναμενόμενης διαφοράς της αποδόσεως του χαρτοφυλακίου όλης της Κεφαλαιαγοράς (K_m) από το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου (K_{RF})

Στη διεθνή πρακτική χρησιμοποιείται η ιστορική μέση διαφορά αποδόσεως (market risk premium) για μια σειρά ετών. Ωστόσο τα διαθέσιμα ιστορικά στατιστικά στοιχεία της ελληνικής κεφαλαιαγοράς θεωρείται ότι δεν είναι αντιπροσωπευτικά καθώς υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία μόλις για τα τελευταία χρόνια. Έτσι χρησιμοποιήθηκε για τους υπολογισμούς της παρούσας αποτίμησης, εκτίμηση του συνολικού συντελεστή κινδύνου για την Ελληνική Οικονομία, η οποία ανέρχεται κατά την ημερομηνία της αποτίμησης σε **12,21%** (**Πηγή:** New York University, Leonard N. Stern School of Business), για τον προσδιορισμό του όρου K_m.

Προσδιορισμός του συντελεστή βήτα (b_i) της Εταιρείας

Όπως προαναφέρθηκε, ο συντελεστής βήτα μίας εταιρείας εκφράζει την εξάρτηση της αποδόσεως της μετοχής της, συγκριτικά με την απόδοση του συνόλου της κεφαλαιαγοράς. Σχετικά με την έννοια του βήτα επισημαίνουμε τα εξής:

Μία μέση μετοχή, εξ ορισμού, μεταβάλλεται αναλογικά σε σχέση με την μεταβολή της κεφαλαιαγοράς όπως αυτή μετριέται από κάποιο δείκτη (π.χ. το γενικό δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών). Δηλαδή μία μέση μετοχή, θεωρείται ότι έχει βήτα ίσο με το 1,00, το οποίο δείχνει ότι αν η κεφαλαιαγορά αυξηθεί (ή μειωθεί) κατά 10 ποσοστιαίες μονάδες, η μέση μετοχή και αυτή θα τείνει να αυξηθεί (ή μειωθεί) κατά 10 ποσοστιαίες μονάδες αντίστοιχα.

Για τον υπολογισμό του συντελεστή βήτα της Εταιρείας, χρησιμοποιήθηκε ο μέσος μοχλευμένος συντελεστής βήτα ευρωπαϊκών εταιρειών των κλάδων “Retail (General)” και “Apparel” ο οποίος ανέρχεται σε **0,815** (**Πηγή**: New York University, Leonard N. Stern School of Business), καθώς εκτιμάται ότι το δείγμα εταιρειών των συγκεκριμένων κλάδων έχει συγκρίσιμο συντελεστή β με την αποτιμώμενη Εταιρεία.

Με βάση την παραπάνω ανάλυση, το κόστος των μετοχών της Εταιρείας "ΜΠΡΕΤΟΝ Α.Ε." όπως προκύπτει από την παραπάνω σχέση (σελ. 36) κατά την 31.12.2018 ανέρχεται σε **10,98%** και πιο συγκεκριμένα:

$$K_S = K_{RF} + (K_m - K_{RF}) \cdot b_i$$
$$10,98\% = 1,03\% + (12,21\%) \cdot 0,815$$

Με βάση την προηγούμενη ανάλυση, το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου της Εταιρείας εκτιμάται ότι θα ανέρχεται σε **10,48%** κατά την 31.12.2018 έως **7,79%** την 31.12.2024, εξαιτίας της σταδιακής μείωσης σε ορίζοντα εξαετίας του επιτοκίου/ασφαλίστρου κινδύνου αγοράς όπως αυτό εκφράζεται από την εκτίμηση του συνολικού συντελεστή κινδύνου για την Ελληνική Κεφαλαιαγορά. Η εν λόγω παραδοχή στηρίζεται στην σταδιακή ανάκαμψη της Ελληνικής οικονομίας, λαμβάνοντας υπ' όψιν εκτιμώμενες εξελίξεις στη πιστοληπτική διαβάθμιση της χώρας (βελτίωση κατά μία μονάδα πιστοληπτικής διαβάθμισης κατ' έτος), όπως αυτή εκφράζεται από την εκτίμηση του συνολικού συντελεστή κινδύνου για την Ελληνική Κεφαλαιαγορά, ως αντιστοιχεί κατά την ημερομηνία αναφοράς της παρούσας μελέτης, (**Πηγή:** New York University, Leonard N. Stern School of Business). Το τελικό εκτιμώμενο μέγεθος αντιστοιχεί σε πιστοληπτική διαβάθμιση ισοδύναμη με Ba2 (Standard & Poor's και Fitch), το οποίο κρίνεται ως εύλογο καθώς είναι συγκρίσιμο με την υπάρχουσα πιστοληπτική διαβάθμιση των όμορων με την Ελλάδα κρατών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, Κύπρο, Πορτογαλία, Ιταλία και Ιρλανδία.

Το χρησιμοποιούμενο Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου της Εταιρείας κατ' έτος δίνεται αναλυτικά από τον ακόλουθο πίνακα:

ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ίδια κεφάλαια	91,55%	91,55%	91,55%	91,55%	91,55%	91,55%
Ξένα κεφάλαια	8,45%	8,45%	8,45%	8,45%	8,45%	8,45%
Σύνολο	**100,00%**	**100,00%**	**100,00%**	**100,00%**	**100,00%**	**100,00%**
Κόστος ιδίων κεφαλαίων	10,98%	9,96%	9,29%	8,72%	8,38%	8,04%
Κόστος δανεισμού*	5,04%	5,04%	5,04%	5,04%	5,04%	5,04%
ΜΣΚΚ	**10,48%**	**9,54%**	**8,93%**	**8,40%**	**8,10%**	**7,79%**

*Απόδοση μετά φόρων, *βάσει του εκτιμώμενου μεσοσταθμικού κόστους δανεισμού της Εταιρείας*

6.1.4 Εκτίμησης της Υπολειμματικής Αξίας της Εταιρείας

Σύμφωνα με όσα αναφέρονται στις ενότητες 5.1 και 6.1.2, για τον υπολογισμό της υπολειμματικής αξίας της Εταιρείας μετά το πέρας της πενταετίας 2019-2024 ελήφθη υπ' όψιν η προβλεπόμενη ταμειακή ροή της χρήσης 2024 με την παραδοχή ότι αυτή θα εμφανίσει κατά τα επόμενα έτη σταθερό ρυθμό ανάπτυξης της τάξεως του **1,00%**, ρυθμός ο οποίος θεωρείται αντιπροσωπευτικός του προβλεπόμενου ρυθμού ανάπτυξης της Εταιρείας και του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται.

Για την ποσοτικοποίηση των παραπάνω παραδοχών χρησιμοποιήθηκε ο ακόλουθος χρηματοοικονομικός τύπος:

$$\mathbf{YA} = \frac{\mathbf{ETP_{2024}}}{\mathbf{ΜΣΚΚ\text{-}g}}$$

Όπου:

YA	=	υπολειμματική αξία (continuing value)
ETP_{2024}	=	η ελεύθερη ταμειακή ροή του έτους 2024
ΜΣΚΚ	=	το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου
g	=	ο ετήσιος ρυθμός αυξήσεως της ελεύθερης ταμειακής ροής

Εναλλακτικά η υπολειμματική αξία της Εταιρείας μπορεί να υπολογιστεί και από τον εξής τύπο:

$$\mathbf{YA} = \frac{\mathbf{ΚΛΑΠΑΦ_{2024} \times (1\text{-}g / ΑΕΚ)}}{\mathbf{ΜΣΚΚ\text{-}g}}$$

Όπου:

YA	=	υπολειμματική αξία (continuing value)
$ΚΛΑΠΑΦ_{2024}$	=	το καθαρό λειτουργικό αποτέλεσμα πλην αναπροσαρμοσμένων φόρων του έτους 2024
g	=	ο εκτιμώμενος ρυθμός αυξήσεως του καθαρού λειτουργικού αποτελέσματος πλην αναπροσαρμοσμένων φόρων εις το

διηνεκές

ΑΕΚ = εκτιμώμενο ποσοστό αποδόσεως επενδυμένου κεφαλαίου

ΜΣΚΚ = το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου

Οι ανωτέρω δύο τρόποι υπολογισμού της υπολειμματικής αξίας της Εταιρείας καταλήγουν στην ίδια ακριβώς αξία.

Με βάση τα ανωτέρω και τα όσα αναφέρονται στην ενότητα 5.1, η υπολειμματική αξία της Εταιρείας κατά το έτος 2024 διαμορφώνεται ως ακολούθως (βλ. και Παράρτημα 5):

Έτος	ETP_{2024}	Υπολειμματική αξία
2024	129.171,13	**1.902.928,47**

6.1.5 Υπολογισμός Συνολικής Αξίας της Εταιρείας

Με βάση την Μέθοδο των Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών και αφού ληφθούν υπ' όψιν η εκτίμηση του κόστους κεφαλαίου και της υπολειμματικής αξίας, η συνολική αξία της Εταιρείας "ΜΠΡΕΤΟΝ Α.Ε." έχει ως εξής:

(α) Προεξόφληση των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών της περιόδου 2019-2024:

Έτος	Ελεύθερες Ταμειακές Ροές	Συντελεστής προεξόφλησης	Προεξόφληση στο παρόν (31.12.2018)
2019	127.001,28	0,9052	114.955,55
2020	127.424,66	0,8263	105.289,55
2021	128.084,47	0,7586	97.160,48
2022	128.326,47	0,6998	89.796,96
2023	128.707,23	0,6473	83.317,73
Σύνολο			**490.520,28**

(β) Προεξόφληση της υπολειμματικής αξίας του έτους 2024:

Έτος	Υπολειμματική αξία	Συντελεστής προεξόφλησης	Προεξόφληση στο παρόν (31.12.2018)
2024	1.902.928,47	0,6473	**1.231.847,60**

(γ) Συνολική αξία Εταιρείας:

Η συνολική αξία της Εταιρείας **"ΜΠΡΕΤΟΝ Α.Ε."** κατά την **31.12.2018** ανέρχεται σε **€ 1.651.762,40** όπως κατωτέρω αναφέρεται (βλ. και Παράρτημα 5):

Προεξοφλημένες ταμειακές ροές περιόδου 2019-2024	490.520,28
Προεξοφλημένη υπολειμματική αξία	1.231.847,60
Αξία Επιχείρησης (Enterprise Value)	**1.722.367,88**
Πλέον/ (μείον):	
Χρηματικά διαθέσιμα	81.939,12
Τραπεζικός δανεισμός	(152.544,60)
Συνολική αξία Εταιρείας (Equity Value)	**1.651.762,40**

6.2 Μέθοδος του Οικονομικού Κέρδους

Σύμφωνα με όσα αναφέρονται στις ενότητες 3 και 5.2 της μελέτης, για την αποτίμηση της αξίας της Εταιρείας σύμφωνα με την Μέθοδο του Οικονομικού Κέρδους ακολουθήθηκαν τα εξής στάδια:

Καταρχήν, χρησιμοποιήθηκε το ίδιο Σενάριο αποδοτικότητας της Εταιρείας για την περίοδο 2019-2024 όπως και για την Μέθοδο των Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών. Εν συνεχεία υπολογίστηκε το οικονομικό κέρδος που αναμένεται να πραγματοποιήσει η Εταιρεία βάσει του εν λόγω Σεναρίου Αποδοτικότητας. Κατόπιν, χρησιμοποιήθηκε η εκτίμηση του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (προεξοφλητικό επιτόκιο του οικονομικού κέρδους) όπως υπολογίσθηκε στην ενότητα 6.1.3. Περαιτέρω, χρησιμοποιήθηκε η εκτίμηση της υπολειμματικής αξίας (μετά το πέρας της περιόδου 2019-2024) και τέλος ο υπολογισμός της Συνολικής Αξίας της Εταιρείας. Πιο συγκεκριμένα:

6.2.1 Πρόβλεψη της Μελλοντικής Απόδοσης της Εταιρείας

Για τον υπολογισμό του μελλοντικού οικονομικού κέρδους της Εταιρείας, χρησιμοποιήθηκε το ίδιο σενάριο αποδοτικότητας της Εταιρείας για την περίοδο 2019-2024 όπως και για την Μέθοδο των Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών σύμφωνα με το Επιχειρησιακό Σχέδιο (Business Plan) που συνέταξε η Διοίκηση της Εταιρείας για την αντίστοιχη περίοδο, (βλ. και Παραρτήματα 1, 2 & 3).

6.2.2 Προβλεπόμενο Οικονομικό Κέρδος

Για την περίοδο των προβλέψεων 2019-2024 το οικονομικό κέρδος που αναμένεται να πραγματοποιήσει η Εταιρεία, ανέρχεται στα εξής ποσά:

Έτος	Οικονομικό Κέρδος (ποσά σε €)
2019	(89.977,28)
2020	(59.831,14)
2021	(41.674,96)
2022	(25.490,95)
2023	(13.567,17)
2024	(1.745,31)

Για τον υπολογισμό των ανωτέρω ποσών υπάρχει ανάλυση στο παράρτημα 6.

6.2.3 Εκτίμηση του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου της Εταιρείας

Με βάση τα όσα αναλυτικά παρουσιάστηκαν στην προηγούμενη ενότητα 6.1.3 το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου εκτιμάται ότι θα ανέρχεται σε **10,48%** κατά την 31.12.2018, αναμένεται δε να κατέλθει σταδιακά έως και **7,79%** κατά την 31.12.2024.

6.2.4 Εκτίμηση της Υπολειμματικής Αξίας της Εταιρείας

Για τον υπολογισμό της υπολειμματικής αξίας μετά το πέρας της πενταετίας 2019-2024 ελήφθη υπ' όψιν το προβλεπόμενο οικονομικό κέρδος της χρήσεως 2024 με την παραδοχή ότι αυτό θα εμφανίσει κατά τα επόμενα έτη σταθερό ρυθμό ανάπτυξης της τάξεως του **1,00%**, ρυθμός ο οποίος θεωρείται αντιπροσωπευτικός του προβλεπόμενου μακροπρόθεσμου ρυθμού ανάπτυξης της Εταιρείας και του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται.

Για την ποσοτικοποίηση των παραπάνω παραδοχών χρησιμοποιήθηκε ο ακόλουθος χρηματοοικονομικός τύπος:

$$\mathbf{ΥΑ} = \frac{\mathbf{ΟΚ}_{2024}}{\mathbf{ΜΣΚΚ}} + \frac{(\mathbf{ΚΛΑΠΑΦ}_{2024}) \times (\mathbf{g}/\mathbf{ΑΕΚ}) \times (\mathbf{ΑΕΚ} - \mathbf{ΜΣΚΚ})}{\mathbf{ΜΣΚΚ} \times (\mathbf{ΜΣΚΚ} - \mathbf{g})}$$

Όπου:

ΥΑ	=	υπολειμματική αξία (continuing value)
ΟΚ$_{2024}$	=	το οικονομικό κέρδος του έτους 2024
ΚΛΑΠΑΦ$_{2024}$	=	το καθαρό λειτουργικό αποτέλεσμα πλην αναπροσαρμοσμένων φόρων του έτους 2024
g	=	ο εκτιμώμενος ρυθμός αυξήσεως του καθαρού λειτουργικού αποτελέσματος μετά φόρων εις το διηνεκές
ΑΕΚ	=	το εκτιμώμενο ποσοστό αποδόσεως επενδυμένου κεφαλαίου
ΜΣΚΚ	=	το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου

Με βάση τα δεδομένα του Επιχειρησιακού Σχεδίου της Εταιρείας, υπολογίστηκε το καθαρό λειτουργικό αποτέλεσμα πλην αναπροσαρμοσμένων φόρων, το ποσοστό αποδόσεως επενδυμένου κεφαλαίου και το οικονομικό κέρδος του 6ου έτους (2024), τα οποία έχουν ως ακολούθως (ποσά σε χιλιάδες ευρώ):

Οικονομικό Κέρδος	Καθαρό λειτουργικό αποτέλεσμα πλην αναπροσαρμοσμένων φόρων	Απόδοση επενδυμένου κεφαλαίου
(1.745,31)	148.457,53	7,70%

Με βάση τα ανωτέρω και τα όσα αναφέρονται στην ενότητα 5.2, η υπολειμματική αξία της Εταιρείας κατά το έτος 2024 διαμορφώνεται, ως ακολούθως (βλ. και Παράρτημα 6):

Έτος	Υπολειμματική αξία
2024	(25.711,66)

Στην υπολειμματική αξία της Εταιρείας, όπως αυτή υπολογίζεται από την εν λόγω μέθοδο, εάν προστεθεί το απασχολούμενο κεφάλαιο που είναι επενδυμένο σε λειτουργικές δραστηριότητες της Εταιρείας την αρχή του τελευταίου έτους της πρόβλεψης (2024) προκύπτει η υπολειμματική αξία της Εταιρείας, όπως αυτή υπολογίζεται με βάση τη μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών. Πράγματι λαμβάνοντας υπ' όψιν την υπολειμματική αξία της Εταιρείας όπως προσδιορίσθηκε ανωτέρω καθώς και το απασχολούμενο κεφάλαιο που εκτιμάται ότι θα είναι

επενδυμένο σε λειτουργικές δραστηριότητες της Εταιρείας κατά την αρχή του έτους 2024 (βλ. και Παράρτημα 6) παρατηρούμε τα εξής:

(ποσά σε €)	Υπολειμματική αξία κατά το έτος 2024
- Υπολειμματική αξία Μεθόδου Οικονομικού Κέρδους	(25.711,66)
Πλέον:	
- Απασχολούμενο κεφάλαιο κατά το έτος 2024	1.928.640,13
- Υπολειμματική Αξία Μεθόδου Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών	1.902.928,47

6.2.5 Υπολογισμός Συνολικής Αξίας της Εταιρείας

Με βάση την Μέθοδο του Οικονομικού Κέρδους και αφού ληφθούν υπ' όψιν η εκτίμηση του κόστους κεφαλαίου και της υπολειμματικής αξίας, η συνολική αξία της Εταιρείας "ΜΠΡΕΤΟΝ Α.Ε." έχει ως εξής:

(α) Προεξόφληση του Οικονομικού Κέρδους της περιόδου 2019-2024:

Έτος	Οικονομικό Κέρδος	Συντελεστής προεξόφλησης	Προεξόφληση στο παρόν (31.12.2018)
2019	(89.977,28)	0,9052	(81.443,18)
2020	(59.831,14)	0,8263	(49.437,79)
2021	(41.674,96)	0,7586	(31.613,19)
2022	(25.490,95)	0,6998	(17.837,39)
2023	(13.567,17)	0,6473	(8.782,61)
Σύνολο			**(189.114,16)**

(β) Προεξόφληση της υπολειμματική αξίας του έτους 2024:

Έτος	Υπολειμματική αξία	Συντελεστής προεξόφλησης	Προεξόφληση στο παρόν (31.12.2018)
2024	(25.711,66)	0,6473	**(16.644,27)**

(γ) Συνολική αξία Εταιρείας:

Η συνολική αξία της Εταιρείας **"ΜΠΡΕΤΟΝ Α.Ε."** κατά την 31.12.2018 ανέρχεται σε **€ 1.651.762,40** όπως κατωτέρω αναφέρεται (βλ. και Παράρτημα 6):

Προεξοφλημένο οικονομικό κέρδος περιόδου 2019-2024	(189.114,16)
Προεξοφλημένη υπολειμματική αξία	(16.644,27)
Επενδυμένο κεφάλαιο κατά την 31.12.2018	1.928.126,31
Αξία Επιχείρησης (Enterprise Value)	**1.722.367,88**
Πλέον/ (μείον):	
Χρηματικά διαθέσιμα	81.939,12
Τραπεζικός δανεισμός	(152.544,60)
Συνολική αξία Εταιρείας (Equity Value)	**1.651.762,40**

6.3 Μέθοδος της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης

Η συνολική αξία της Εταιρείας **"ΜΠΡΕΤΟΝ Α.Ε."** κατά την **31.12.2018** με βάση την Μέθοδο της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης ανέρχεται σε **€ 1.765.520,83.**

Για την εφαρμογή της εν λόγω μεθόδου βασιστήκαμε στα ευρήματα της από 30.07.2018 Έκθεσης Ελέγχου των Ορκωτών Ελεγκτών της Εταιρείας για την χρήση 2017. Η επίδραση των σχετικών ποσών στην Καθαρή Θέση της Εταιρείας κατά την 31.12.2018 εκτιμάται πως είναι ισόποση. Οι εν λόγω παρατηρήσεις αφορούν:
α) Μη διενέργεια απομείωσης από τη μη ρευστοποίηση απαιτήσεων σε καθυστέρηση οι οποίες περιλαμβάνονται στις εμπορικές απαιτήσεις, ποσού € 75.000,00.
β) Μη σχηματισμός επαρκούς πρόβλεψης για αποζημίωση προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία, συνολικού ύψους € 17.000,00.

Πιο συγκεκριμένα:

Λογιστική Καθαρή θέση κατά την 31.12.2018

(βάσει των δεδομένων των Οικονομικών Καταστάσεων της 31.12.2018)	**€**	**1.857.520,83**
Πλέον/μείον:		
- Πρόβλεψη επισφαλών απαιτήσεων	€	(75.000,00)
- Πρόβλεψη αποζημίωσης προσωπικού	"	(17.000,00)
Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση κατά την 31.12.2018	**€**	**1.765.520,83**

6.4 Μέθοδος των Δεικτών Κεφαλαιαγοράς

6.4.1 Επιλογή συγκρίσιμων εταιρειών και δεικτών

Για την εφαρμογή της συγκεκριμένης μεθόδου με βάση τα όσα αναφέρονται στην ενότητα 5.2, χρησιμοποιήθηκαν χρηματοοικονομικοί δείκτες 139 ευρωπαϊκών εισηγμένων σε διεθνή χρηματιστήρια εταιρειών που δραστηριοποιούνται στους κλάδους "Retail (General)", και "Apparel" (Πηγή: New York University, Leonard N. Stern School of Business). για την χρήση 2018.

Συγκεκριμένα χρησιμοποιήθηκαν οι δείκτες "Χρηματιστηριακή Αξία προς Κέρδη μετά φόρων" (MktCap/Net Income), "Χρηματιστηριακή Αξία προς Ίδια κεφάλαια" (PBV), "Αξία Επιχείρησης προς Επενδεδυμένο Κεφάλαιο" (EV/Invested Capital), "Αξία Επιχείρησης προς Πωλήσεις" (EV/Sales), "Αξία Επιχείρησης προς Κέρδη προ τόκων, φόρων & αποσβέσεων" (EV/EBITDA) και "Αξία Επιχείρησης προς κέρδη προ τόκων & φόρων" (EV/EBIT).

Οι επιλεχθέντες δείκτες αναπροσαρμόσθηκαν αρνητικά αφενός λόγω του γεγονότος ότι η αποτιμώμενη Εταιρεία δραστηριοποιείται στην Ελληνική Αγορά (αρνητικό οικονομικό περιβάλλον σε σύγκριση με τα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια).

6.4.2 Υπολογισμός Συνολικής Αξίας της Εταιρείας

Η προκύπτουσα τιμή των δεικτών εφαρμόσθηκε στις τιμές των αντίστοιχων μεγεθών της αποτιμώμενης εταιρείας κατά την 31.12.2018. Κατόπιν, δίνοντας σχετικούς συντελεστές βαρύτητας σε κάθε ένα από τους σχετικούς δείκτες κεφαλαιαγοράς, προέκυψε μία σταθμισμένη αξία € 1.858.571,68. Η εκτιμώμενη αξία σύμφωνα με τους δεικτών που βασίζονται στο μέγεθος "Αξία Επιχείρησης" περιλαμβάνει την αξία του καθαρού δανεισμού της Εταιρείας.

Για τον προσδιορισμό της τελικής εκτιμώμενης αξίας της Εταιρείας, η ανωτέρω αξία, € 1.858.571,68 προσαυξήθηκε κατά **20,0%** λόγω δυνατότητας ελέγχου των μετοχών της και μειώθηκε κατά **30,0%** λόγω μειωμένης εμπορευσιμότητας τους (καθώς η Εταιρεία δεν είναι εισηγμένη συνεπώς όχι αμιγώς συγκρίσιμη με το δείγμα εταιρειών).

Ως εκ τούτου η συνολική αξία της Εταιρείας **"ΜΠΡΕΤΟΝ Α.Ε."** σύμφωνα με την Μέθοδο των Δεικτών Κεφαλαιαγοράς μετά τις προσαρμογές, ανέρχεται σε **€ 1.672.714,47** (μεγαλύτερη ανάλυση παρατίθεται στο συνημμένο Παράρτημα 7).

ΔΕΙΚΤΕΣ	ΧΡΗΜ/ΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ	ΑΝΑΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗ ΔΕΙΚΤΩΝ	ΠΡΟΚΥΠΤΩΝ ΠΟΛ/ΣΙΑΣΤΗΣ	ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ	ΑΞΙΑ ΒΑΣΕΙ ΔΕΙΚΤΗ	ΕΚΤΙΜΩΜΕΝΗ ΑΞΙΑ	ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΣΤΑΘΜΙΣΗΣ	ΣΤΑΘΜΙΣΜΕΝΗ ΑΞΙΑ
Mkt Cap/Net Income	17,36	-15%	14,76	63.068,34	930.636,43	930.636,43	5%	46.531,82
PBV	2,25	-45%	1,24	1.857.520,83	2.298.682,03	2.298.682,03	10%	229.868,20
EV/Inv.Cap.	2,36	-45%	1,30	1.928.126,31	2.502.707,95	2.432.102,47	10%	243.210,25
EV/Sales	1,27	-15%	1,08	2.906.329,05	3.125.030,31	3.054.424,83	25%	763.606,21
EV/EBIT	14,47	-15%	12,30	122.544,06	1.507.623,42	1.437.017,94	25%	359.254,48
EV/EBITDA	8,20	-15%	6,97	134.080,51	935.008,34	864.402,86	25%	216.100,72
ΣΥΝΟΛΟ							**100%**	**1.858.571,68**
ΠΛΕΟΝ	ΠΡΟΣΑΥΞΗΣΗ **20,0 %** ΛΟΓΩ ΔΥΝΑΤΟΤΗΤΑΣ ΕΛΕΓΧΟΥ							371.714,34
ΜΕΙΟΝ	ΜΕΙΩΣΗ **30,0 %** ΛΟΓΩ ΜΕΙΩΜΕΝΗΣ ΕΜΠΟΡΕΥΣΙΜΟΤΗΤΑΣ ΜΕΤΟΧΩΝ							(557.571,54)
Σ Υ Ν Ο Λ Ι Κ Η Α Ξ Ι Α Ε Τ Α Ι Ρ Ε Ι Α Σ								**1.672.714,47**

6.5 Τελική Αποτίμηση - Συμπέρασμα

Στις προηγούμενες ενότητες αναπτύχθηκαν αναλυτικά οι τέσσερεις μέθοδοι αποτίμησης που χρησιμοποιήθηκαν για την εκτίμηση της εμπορικής αξίας του συνόλου των μετοχών της Εταιρείας "ΜΠΡΕΤΟΝ Α.Ε.".

Η τελική εκτιμώμενη αξία με βάση έκαστη μέθοδο αποτίμησης, προκύπτει μετά και την αφαίρεση των παρατηρήσεων που αναφέρονται στην Έκθεση Ελέγχου των Ορκωτών Ελεγκτών της Εταιρείας για την χρήση 2017, συνολικού ποσού € 92.000,00 (πλην της μεθόδου της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης η οποία τις λαμβάνει ήδη υπ' όψιν).

Μετά την ως άνω αναπροσαρμογή, για τον προσδιορισμό βάσει των επιλεχθεισών μεθόδων της τελικής αξίας αποτίμησης, λήφθηκαν ως συντελεστές βαρύτητας ποσοστό **40,0%** για την Μέθοδο των Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών και **20,00%** για τις λοιπές μεθόδους.

Οι σχετικές αξίες αποτίμησης δίδονται στον πίνακα που ακολουθεί:

Μεθοδολογία Αποτίμησης	Συνολική εκτιμώμενη αξία	Παρατηρήσεις Ορκωτών Λογιστών	Τελική εκτιμώμενη αξία	Λαμβανόμενο ποσοστό	Σταθμισμένη αξία / Τελική αξία
Προεξοφλημένες Ταμειακές Ροές	1.651.762,40	(92.000,00)	**1.559.762,40**	40,0%	**623.904,96**
Οικονομικό Κέρδος	1.651.762,40	(92.000,00)	**1.559.762,40**	20,0%	**311.952,48**
Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση	1.765.520,83	-	**1.765.520,83**	20,0%	**353.104,17**
Δείκτες Κεφαλαιαγοράς	1.672.714,47	(92.000,00)	**1.580.714,47**	20,0%	**316.142,89**
ΤΕΛΙΚΗ ΕΚΤΙΜΩΜΕΝΗ ΑΞΙΑ ΤΟΥ 100% ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ "ΜΠΡΕΤΟΝ Α.Ε." ΚΑΤΑ ΤΗΝ 31.12.2018				**100,00%**	**1.605.104,50**
	Ελάχιστη τιμή εύρους εκτιμώμενης αξίας			**[-10 %]**	**1.444.594,05**
	Μέγιστη τιμή εύρους εκτιμώμενης αξίας			**[+10 %]**	**1.765.614,95**

Λαμβάνοντας υπ' όψιν τις ανωτέρω προσαρμογές και σταθμίσεις της αξίας της Εταιρείας, σύμφωνα και με όσα αναφέρονται στις προηγούμενες σελίδες της παρούσας μελέτης, η τελική εκτιμώμενη εμπορική αξία του συνόλου των μετοχών της Εταιρείας **"ΜΠΡΕΤΟΝ Α.Ε."** κατά την **31.12.2018**, κυμαίνεται από **€ 1.444.594,05** έως **€ 1.765.614,95**, με μέση τιμή **€ 1.605.104,50**.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ

Παράρτημα 1: Βασικά Οικονομικά Μεγέθη και Οικονομικοί Δείκτες περιόδου 2014-2024

ΜΠΡΕΤΟΝ ΕΜΠΟΡΙΟ ΠΑΙΔΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΠΕΡΙΟΔΟΣ					ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΠΡΟΒΛΕΨΕΩΝ					
	01.01.2014-31.12.2014	01.01.2015-31.12.2015	01.01.2016-31.12.2016	01.01.2017-31.12.2017	01.01.2018-31.08.2018	01.01.2019-31.12.2019	01.01.2020-31.12.2020	01.01.2021-31.12.2021	01.01.2022-31.12.2022	01.01.2023-31.12.2023	01.01.2024-31.12.2024
ΒΑΣΙΚΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ											
Μικτές πωλήσεις	4.014.612,57	3.106.675,38	3.384.191,50	3.121.622,22	2.906.329,05	2.935.392,34	2.964.746,26	2.994.393,73	3.024.337,66	3.054.581,04	3.085.126,85
Μικτά αποτελέσματα εκμετάλλευσης	1.128.919,97	900.192,39	1.066.620,44	1.004.009,58	621.436,71	814.797,20	827.841,42	841.267,05	855.090,45	869.328,79	884.000,04
Έξοδα διοίκησης και διάθεσης	1.060.626,61	1.009.821,31	864.462,98	832.607,82	678.623,95	643.153,73	641.326,69	646.496,58	651.636,47	656.742,11	661.809,02
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	28.014,00	40.856,43	27.753,29	36.331,74	32.852,40	32.678,12	32.678,12	32.678,12	32.678,12	32.678,12	32.678,12
Αποτελέσματα προ φόρων	42.084,55	(154.955,91)	174.087,78	75.196,36	89.694,70	123.081,81	138.044,44	146.392,06	155.167,93	164.393,30	174.090,74
Αποτελέσματα μετά από φόρους	42.084,55	(154.955,91)	174.087,78	73.618,27	63.068,34	88.618,90	99.392,00	105.402,28	111.720,91	118.363,17	125.345,33
Κέρδη προ τόκων και φόρων (EBIT)	69.772,82	(114.291,29)	201.821,58	111.523,86	122.544,06	155.643,48	170.514,73	178.770,46	187.453,99	196.586,69	206.191,02
Κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων (EBITDA)	98.559,24	(87.739,29)	224.696,06	130.122,65	134.080,51	162.966,41	171.114,73	179.670,46	188.653,99	198.086,69	207.991,02
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	1.781.682,35	1.626.726,44	1.800.814,22	1.874.432,49	1.857.520,83	1.946.139,73	2.045.531,73	2.150.934,01	2.262.654,92	2.381.018,09	2.506.363,42
Σύνολο τραπεζικών υποχρεώσεων (μακροπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων)	152.607,72	152.532,00	152.536,99	152.541,42	152.544,60	152.544,60	152.544,60	152.544,60	152.544,60	152.544,60	152.544,60
Κεφάλαιο κίνησης (εξαιρουμένων διαθεσίμων και τραπεζικού δανεισμού)	1.571.193,81	1.613.068,60	1.753.816,65	1.948.014,78	1.922.607,76	1.911.992,71	1.904.938,66	1.903.468,92	1.908.309,32	1.919.644,51	1.937.730,91
Σύνολο επενδύσεων σε πάγια περιουσιακά στοιχεία	2.485,81	4.002,89	3.399,28	(45.318,62)	3.068,01	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00
Σύνολο επενδύσεων σε κεφάλαιο κίνησης	(74.174,65)	41.874,79	140.748,05	194.198,13	(25.407,02)	(10.615,05)	(7.054,05)	(1.469,74)	4.840,40	11.335,19	18.086,40
Σύνολο επενδεδυμένων κεφαλαίων στις λειτουργικές δραστηριότητες της Εταιρείας	1.690.713,28	1.710.200,96	1.832.888,19	1.961.015,13	1.928.126,31	1.913.188,33	1.908.534,28	1.909.164,54	1.915.804,94	1.928.640,13	1.947.926,53
Σύνολο Ενεργητικού	2.546.113,59	2.154.030,19	2.399.620,80	2.364.632,40	2.505.824,93	2.558.040,16	2.674.261,39	2.792.865,08	2.915.088,03	3.044.230,98	3.180.643,52
ΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ											
Δείκτης κυκλοφοριακής ρευστότητας (Current ratio)	3,2	4,0	4,0	4,9	3,9	4,3	4,3	4,4	4,6	4,7	4,8
Δείκτης άμεσης ρευστότητας (Acid test ratio)	2,0	2,4	2,3	3,1	2,6	2,9	3,0	3,1	3,2	3,3	3,5
ΔΕΙΚΤΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ											
Δείκτης διάρκειας είσπραξης απαιτήσεων (Days sales outstanding ratio)	115	131	126	161	196	187	185	184	183	183	183
Δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας περιουσιακών στοιχείων (Total assets turnover ratio)	1,6	1,4	1,4	1,3	1,2	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0
ΔΕΙΚΤΕΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ											
Δείκτης συνολικού χρέους (Debt ratio)	41,9%	31,3%	32,2%	25,2%	33,9%	30,5%	29,8%	29,0%	28,0%	27,1%	26,2%
Δείκτης κάλυψης τόκων (Times interest earned ratio)	2,5	-2,8	7,3	3,1	3,7	4,8	5,2	5,5	5,7	6,0	6,3
ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ											
Δείκτης περιθωρίου κέρδους στις πωλήσεις (Profit margin on sales)	1,0%	-5,0%	5,1%	2,4%	3,1%	4,2%	4,7%	4,9%	5,1%	5,4%	5,6%
Δείκτης δύναμης Βασικής κερδοφορίας (Basic earning power ratio)	2,5%	-5,8%	8,1%	4,2%	3,4%	4,4%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,7%
Δείκτης αποδοτικότητας του συνολόλου του ενεργητικού (Return on total assets-ROA)	1,7%	-7,2%	7,3%	3,2%	3,6%	4,8%	5,2%	5,2%	5,3%	5,4%	5,5%
Δείκτης αποδοτικότητας της καθαρής θέσης (Return on common equity-ROE)	2,4%	-9,5%	9,7%	4,0%	4,8%	6,3%	6,7%	6,8%	6,9%	6,9%	6,9%
Δείκτης απόδοσης επενδυμένου κεφαλαίου (Return on invested capital-ROIC)	n/a	-7,4%	11,4%	5,4%	4,4%	5,8%	6,4%	6,7%	7,1%	7,4%	7,7%

Παράρτημα 2α: Ιστορικοί & Προβλεπόμενοι Ισολογισμοί

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ	Ι Σ Τ Ο Ρ Ι Κ Η Π Ε Ρ Ι Ο Δ Ο Σ					Π Ε Ρ Ι Ο Δ Ο Σ Π Ρ Ο Β Λ Ε Ψ Ε Ω Ν					
ποσά σε €	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ											
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία											
Ενσώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία	389.758,92	392.544,54	397.811,80	242.926,17	244.419,18	247.419,18	250.419,18	253.419,18	256.419,18	259.419,18	262.419,18
Μείον: Αποσβέσεις	(297.799,17)	(315.639,24)	(331.925,77)	(236.761,19)	(243.269,40)	(244.719,18)	(245.319,18)	(246.219,18)	(247.419,18)	(248.919,18)	(250.719,18)
Αναπόσβεστο υπόλοιπο	*91.959,75*	*76.905,30*	*65.886,03*	*6.164,98*	*1.149,78*	*2.700,00*	*5.100,00*	*7.200,00*	*9.000,00*	*10.500,00*	*11.700,00*
Ασώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία	97.941,79	97.941,79	97.941,79	97.941,79	99.516,79	99.516,79	99.516,79	99.516,79	99.516,79	99.516,79	99.516,79
Μείον: Αποσβέσεις	(68.468,45)	(75.963,11)	(84.419,04)	(88.615,40)	(93.643,64)	(99.516,79)	(99.516,79)	(99.516,79)	(99.516,79)	(99.516,79)	(99.516,79)
Αναπόσβεστο υπόλοιπο	*29.473,34*	*21.978,68*	*13.522,75*	*9.326,39*	*5.873,15*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*
Δάνεια και απαιτήσεις	16.603,61	16.765,61	18.179,99	16.026,21	17.012,85	17.012,85	17.012,85	17.012,85	17.012,85	17.012,85	17.012,85
Σύνολο μη κυκλοφορούντων	**138.036,70**	**115.649,59**	**97.588,77**	**31.517,58**	**24.035,78**	**19.712,85**	**22.112,85**	**24.212,85**	**26.012,85**	**27.512,85**	**28.712,85**
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία											
Αποθέματα	883.524,58	839.663,43	993.365,46	871.599,38	820.152,87	828.354,40	836.637,94	845.004,32	853.454,37	861.988,91	870.608,80
Εμπορικές απαιτήσεις	1.268.033,75	1.112.675,81	1.158.979,15	1.394.278,96	1.480.967,53	1.424.759,98	1.433.489,86	1.445.079,90	1.459.530,70	1.472.344,16	1.487.067,60
Προκαταβολές & λοιπές απαιτήσεις	12.941,77	16.983,88	29.224,40	1.277,70	98.729,63	99.716,93	92.478,69	84.253,94	76.695,54	77.462,50	83.272,78
Χρηματικά διαθέσιμα	243.576,79	69.057,48	120.463,02	65.958,78	81.939,12	185.496,00	289.542,05	394.314,08	499.394,58	604.922,57	710.981,49
Σύνολο κυκλοφορούντων	**2.408.076,89**	**2.038.380,60**	**2.302.032,03**	**2.333.114,82**	**2.481.789,15**	**2.538.327,31**	**2.652.148,54**	**2.768.652,23**	**2.889.075,18**	**3.016.718,13**	**3.151.930,67**
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	**2.546.113,59**	**2.154.030,19**	**2.399.620,80**	**2.364.632,40**	**2.505.824,93**	**2.558.040,16**	**2.674.261,39**	**2.792.865,08**	**2.915.088,03**	**3.044.230,98**	**3.180.643,52**
ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ, ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ & ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ											
Καθαρή θέση											
Μετοχικό κεφάλαιο	180.000,00	180.000,00	180.000,00	180.000,00	180.000,00	180.000,00	180.000,00	180.000,00	180.000,00	180.000,00	180.000,00
Αποθεματικά νόμων ή καταστατικού	102.713,15	102.713,15	102.713,15	102.713,15	102.713,15	102.713,15	102.713,15	102.713,15	102.713,15	102.713,15	102.713,15
Αφορολόγητα αποθεματικά	23,30	23,30	23,30	23,30	23,30	23,30	23,30	23,30	23,30	23,30	23,30
Υπόλοιπο εις νέο	1.498.945,90	1.343.989,99	1.518.077,77	1.591.696,04	1.574.784,38	1.663.403,28	1.762.795,28	1.868.197,56	1.979.918,47	2.098.281,64	2.223.626,97
Σύνολο καθαρής θέσης	**1.781.682,35**	**1.626.726,44**	**1.800.814,22**	**1.874.432,49**	**1.857.520,83**	**1.946.139,73**	**2.045.531,73**	**2.150.934,01**	**2.262.654,92**	**2.381.018,09**	**2.506.363,42**
Προβλέψεις											
Πρόβλεψη για παροχές σε εργαζόμενους	18.517,23	18.517,23	18.517,23	18.517,23	18.517,23	18.517,23	18.517,23	18.517,23	18.517,23	18.517,23	18.517,23
Σύνολο προβλέψεων	**18.517,23**	**18.517,23**	**18.517,23**	**18.517,23**	**18.517,23**	**18.517,23**	**18.517,23**	**18.517,23**	**18.517,23**	**18.517,23**	**18.517,23**
Υποχρεώσεις											
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις											
Δάνεια τραπεζών	152.607,72	152.532,00	152.536,99	152.541,42	152.544,60	152.544,60	152.544,60	152.544,60	152.544,60	152.544,60	152.544,60
Εμπορικές υποχρεώσεις	418.841,59	284.761,87	366.196,69	243.603,28	296.684,30	276.855,48	284.920,65	293.064,46	298.271,49	303.507,26	308.769,18
Φόροι πληρωτέοι	58.733,16	41.141,44	32.633,94	43.018,69	97.548,10	113.925,81	122.304,89	126.979,55	131.894,04	137.060,25	142.490,81
Δουλευμένες & λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	115.731,54	30.351,21	28.921,73	32.519,29	83.009,87	50.057,31	50.442,30	50.825,22	51.205,75	51.583,56	51.958,28
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	**745.914,01**	**508.786,52**	**580.289,35**	**471.682,68**	**629.786,87**	**593.383,20**	**610.212,43**	**623.413,84**	**633.915,88**	**644.695,66**	**655.762,87**
Σύνολο υποχρεώσεων	**745.914,01**	**508.786,52**	**580.289,35**	**471.682,68**	**629.786,87**	**593.383,20**	**610.212,43**	**623.413,84**	**633.915,88**	**644.695,66**	**655.762,87**
ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΗΣ, ΠΡΟΒΛΕΨΕΩΝ & ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	**2.546.113,59**	**2.154.030,19**	**2.399.620,80**	**2.364.632,40**	**2.505.824,93**	**2.558.040,16**	**2.674.261,39**	**2.792.865,08**	**2.915.088,03**	**3.044.230,98**	**3.180.643,52**

Παράρτημα 2β: Ιστορικοί & Προβλεπόμενοι Ισολογισμοί (Κάθετη Ανάλυση)

ΚΑΘΕΤΗ ΑΝΑΛΥΣΗ (ΕΤΗΣΙΑ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΜΕΓΕΘΩΝ ΒΑΣΕΙ % ΕΠΙ ΤΩΝ (Α) ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΚΑΙ (Β) ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ & ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ)											
ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ	ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΠΕΡΙΟΔΟΣ					ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΠΡΟΒΛΕΨΕΩΝ					
	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ											
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία											
Ενσώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία	15,3%	18,2%	16,6%	10,3%	9,8%	9,7%	9,4%	9,1%	8,8%	8,5%	8,3%
Μείον: Αποσβέσεις	-11,7%	-14,7%	-13,8%	-10,0%	-9,7%	-9,6%	-9,2%	-8,8%	-8,5%	-8,2%	-7,9%
Αναπόσβεστο υπόλοιπο	*3,6%*	*3,6%*	*2,7%*	*0,3%*	*0,0%*	*0,1%*	*0,2%*	*0,3%*	*0,3%*	*0,3%*	*0,4%*
Ασώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία	3,8%	4,5%	4,1%	4,1%	4,0%	3,9%	3,7%	3,6%	3,4%	3,3%	3,1%
Μείον: Αποσβέσεις	-2,7%	-3,5%	-3,5%	-3,7%	-3,7%	-3,9%	-3,7%	-3,6%	-3,4%	-3,3%	-3,1%
Αναπόσβεστο υπόλοιπο	*1,2%*	*1,0%*	*0,6%*	*0,4%*	*0,2%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Δάνεια και απαιτήσεις	0,7%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%
Σύνολο μη κυκλοφορούντων	**5,4%**	**5,4%**	**4,1%**	**1,3%**	**1,0%**	**0,8%**	**0,8%**	**0,9%**	**0,9%**	**0,9%**	**0,9%**
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία											
Αποθέματα	34,7%	39,0%	41,4%	36,9%	32,7%	32,4%	31,3%	30,3%	29,3%	28,3%	27,4%
Εμπορικές απαιτήσεις	49,8%	51,7%	48,3%	59,0%	59,1%	55,7%	53,6%	51,7%	50,1%	48,4%	46,8%
Προκαταβολές & λοιπές απαιτήσεις	0,5%	0,8%	1,2%	0,1%	3,9%	3,9%	3,5%	3,0%	2,6%	2,5%	2,6%
Χρηματικά διαθέσιμα	9,6%	3,2%	5,0%	2,8%	3,3%	7,3%	10,8%	14,1%	17,1%	19,9%	22,4%
Σύνολο κυκλοφορούντων	**94,6%**	**94,6%**	**95,9%**	**98,7%**	**99,0%**	**99,2%**	**99,2%**	**99,1%**	**99,1%**	**99,1%**	**99,1%**
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**
ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ, ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ & ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ											
Καθαρή θέση											
Μετοχικό κεφάλαιο	7,1%	8,4%	7,5%	7,6%	7,2%	7,0%	6,7%	6,4%	6,2%	5,9%	5,7%
Αποθεματικά νόμων ή καταστατικού	4,0%	4,8%	4,3%	4,3%	4,1%	4,0%	3,8%	3,7%	3,5%	3,4%	3,2%
Αφορολόγητα αποθεματικά	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Υπόλοιπο εις νέο	58,9%	62,4%	63,3%	67,3%	62,8%	65,0%	65,9%	66,9%	67,9%	68,9%	69,9%
Σύνολο καθαρής θέσης	**70,0%**	**75,5%**	**75,0%**	**79,3%**	**74,1%**	**76,1%**	**76,5%**	**77,0%**	**77,6%**	**78,2%**	**78,8%**
Προβλέψεις											
Πρόβλεψη για παροχές σε εργαζόμενους	0,7%	0,9%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%
Σύνολο προβλέψεων	**0,7%**	**0,9%**	**0,8%**	**0,8%**	**0,7%**	**0,7%**	**0,7%**	**0,7%**	**0,6%**	**0,6%**	**0,6%**
Υποχρεώσεις											
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις											
Δάνεια τραπεζών	6,0%	7,1%	6,4%	6,5%	6,1%	6,0%	5,7%	5,5%	5,2%	5,0%	4,8%
Εμπορικές υποχρεώσεις	16,5%	13,2%	15,3%	10,3%	11,8%	10,8%	10,7%	10,5%	10,2%	10,0%	9,7%
Φόροι πληρωτέοι	2,3%	1,9%	1,4%	1,8%	3,9%	4,5%	4,6%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Δουλευμένες & λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	4,5%	1,4%	1,2%	1,4%	3,3%	2,0%	1,9%	1,8%	1,8%	1,7%	1,6%
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	**29,3%**	**23,6%**	**24,2%**	**19,9%**	**25,1%**	**23,2%**	**22,8%**	**22,3%**	**21,7%**	**21,2%**	**20,6%**
Σύνολο υποχρεώσεων	**29,3%**	**23,6%**	**24,2%**	**19,9%**	**25,1%**	**23,2%**	**22,8%**	**22,3%**	**21,7%**	**21,2%**	**20,6%**
ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΗΣ, ΠΡΟΒΛΕΨΕΩΝ & ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**

Παράρτημα 2γ: Ιστορικοί & Προβλεπόμενοι Ισολογισμοί (Οριζόντια Ανάλυση)

ΟΡΙΖΟΝΤΙΑ ΑΝΑΛΥΣΗ (ΕΤΗΣΙΑ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΜΕΓΕΘΩΝ)											
ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ	ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΠΕΡΙΟΔΟΣ					ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΠΡΟΒΛΕΨΕΩΝ					
	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ											
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία											
Ενσώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία	-	0,7%	1,3%	-38,9%	0,6%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Μείον: Αποσβέσεις	-	6,0%	5,2%	-28,7%	2,7%	0,6%	0,2%	0,4%	0,5%	0,6%	0,7%
Αναπόσβεστο υπόλοιπο	-	*-16,4%*	*-14,3%*	*-90,6%*	*-81,3%*	*134,8%*	*88,9%*	*41,2%*	*25,0%*	*16,7%*	*11,4%*
Ασώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία	-	0,0%	0,0%	0,0%	1,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Μείον: Αποσβέσεις	-	10,9%	11,1%	5,0%	5,7%	6,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Αναπόσβεστο υπόλοιπο	-	*-25,4%*	*-38,5%*	*-31,0%*	*-37,0%*	*-100,0%*	-	-	-	-	-
Δάνεια και απαιτήσεις	-	1,0%	8,4%	-11,8%	6,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Σύνολο μη κυκλοφορούντων	**-**	**-16,2%**	**-15,6%**	**-67,7%**	**-23,7%**	**-18,0%**	**12,2%**	**9,5%**	**7,4%**	**5,8%**	**4,4%**
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία											
Αποθέματα	-	-5,0%	18,3%	-12,3%	-5,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Εμπορικές απαιτήσεις	-	-12,3%	4,2%	20,3%	6,2%	-3,8%	0,6%	0,8%	1,0%	0,9%	1,0%
Προκαταβολές & λοιπές απαιτήσεις	-	31,2%	72,1%	-95,6%	7627,1%	1,0%	-7,3%	-8,9%	-9,0%	1,0%	7,5%
Χρηματικά διαθέσιμα	-	-71,6%	74,4%	-45,2%	24,2%	126,4%	56,1%	36,2%	26,6%	21,1%	17,5%
Σύνολο κυκλοφορούντων	**-**	**-15,4%**	**12,9%**	**1,4%**	**6,4%**	**2,3%**	**4,5%**	**4,4%**	**4,3%**	**4,4%**	**4,5%**
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	**-**	**-15,4%**	**11,4%**	**-1,5%**	**6,0%**	**2,1%**	**4,5%**	**4,4%**	**4,4%**	**4,4%**	**4,5%**
ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ, ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ & ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ											
Καθαρή θέση											
Μετοχικό κεφάλαιο	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Αποθεματικά νόμων ή καταστατικού	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Αφορολόγητα αποθεματικά	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Υπόλοιπο εις νέο	-	-10,3%	13,0%	4,8%	-1,1%	5,6%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Σύνολο καθαρής θέσης	**-**	**-8,7%**	**10,7%**	**4,1%**	**-0,9%**	**4,8%**	**5,1%**	**5,2%**	**5,2%**	**5,2%**	**5,3%**
Προβλέψεις	**-**	**-**									
Πρόβλεψη για παροχές σε εργαζόμενους	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Σύνολο προβλέψεων	**-**	**0,0%**	**0,0%**	**0,0%**	**0,0%**	**0,0%**	**0,0%**	**0,0%**	**0,0%**	**0,0%**	**0,0%**
Υποχρεώσεις											
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις											
Δάνεια τραπεζών	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Εμπορικές υποχρεώσεις	-	-32,0%	28,6%	-33,5%	21,8%	-6,7%	2,9%	2,9%	1,8%	1,8%	1,7%
Φόροι πληρωτέοι	-	-30,0%	-20,7%	31,8%	126,8%	16,8%	7,4%	3,8%	3,9%	3,9%	4,0%
Δουλευμένες & λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	-	-73,8%	-4,7%	12,4%	155,3%	-39,7%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	**-**	**-31,8%**	**14,1%**	**-18,7%**	**33,5%**	**-5,8%**	**2,8%**	**2,2%**	**1,7%**	**1,7%**	**1,7%**
Σύνολο υποχρεώσεων	**-**	**-31,8%**	**14,1%**	**-18,7%**	**33,5%**	**-5,8%**	**2,8%**	**2,2%**	**1,7%**	**1,7%**	**1,7%**
ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΗΣ, ΠΡΟΒΛΕΨΕΩΝ & ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	**-**	**-15,4%**	**11,4%**	**-1,5%**	**6,0%**	**2,1%**	**4,5%**	**4,4%**	**4,4%**	**4,4%**	**4,5%**

Παράρτημα 3α: Ιστορικές & Προβλεπόμενες Καταστάσεις Αποτελεσμάτων Χρήσης

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ	ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΠΕΡΙΟΔΟΣ					ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΠΡΟΒΛΕΨΕΩΝ					
ποσά σε €	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024
Αποτελέσματα εκμετάλλευσης											
Κύκλος εργασιών (πωλήσεις)	4.014.612,57	3.106.675,38	3.384.191,50	3.121.622,22	2.906.329,05	2.935.392,34	2.964.746,26	2.994.393,73	3.024.337,66	3.054.581,04	3.085.126,85
Μείον: Κόστος πωλήσεων	(2.885.692,60)	(2.206.482,99)	(2.317.571,06)	(2.117.612,64)	(2.284.892,34)	(2.120.595,14)	(2.136.904,84)	(2.153.126,68)	(2.169.247,21)	(2.185.252,25)	(2.201.126,81)
Μικτά αποτελέσματα εκμετάλλευσης	**1.128.919,97**	**900.192,39**	**1.066.620,44**	**1.004.009,58**	**621.436,71**	**814.797,20**	**827.841,42**	**841.267,05**	**855.090,45**	**869.328,79**	**884.000,04**
Λοιπά συνήθη έσοδα	5.938,79	475,83	1.256,78	1.081,48	200.687,36	2.000,00	2.000,00	2.000,00	2.000,00	2.000,00	2.000,00
Μερικά αποτελέσματα εκμετάλλευσης	**1.134.858,76**	**900.668,22**	**1.067.877,22**	**1.005.091,06**	**822.124,07**	**816.797,20**	**829.841,42**	**843.267,05**	**857.090,45**	**871.328,79**	**886.000,04**
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	(106.062,66)	(100.982,13)	(86.446,29)	(245.882,72)	(201.764,39)	(191.656,12)	(191.138,00)	(192.604,11)	(194.061,71)	(195.509,59)	(196.946,49)
Έξοδα λειτουργίας διάθεσης	(954.563,95)	(908.839,18)	(778.016,69)	(586.725,10)	(476.859,56)	(451.497,61)	(450.188,69)	(453.892,48)	(457.574,76)	(461.232,52)	(464.862,53)
Λοιπά έσοδα και κέρδη	2.450,66	6.043,17	8.646,86	6.463,49	186.315,95	6.000,00	6.000,00	6.000,00	6.000,00	6.000,00	6.000,00
Λοιπά έξοδα και ζημίες	(6.909,99)	(11.181,37)	(10.239,52)	(67.422,87)	(207.272,01)	(24.000,00)	(24.000,00)	(24.000,00)	(24.000,00)	(24.000,00)	(24.000,00)
Αποτελέσματα προ τόκων και φόρων	**69.772,82**	**(114.291,29)**	**201.821,58**	**111.523,86**	**122.544,06**	**155.643,48**	**170.514,73**	**178.770,46**	**187.453,99**	**196.586,69**	**206.191,02**
Πιστωτικοί τόκοι και συναφή έσοδα	325,73	191,81	19,49	4,24	3,04	116,45	207,83	299,72	392,06	484,73	577,84
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	(28.014,00)	(40.856,43)	(27.753,29)	(36.331,74)	(32.852,40)	(32.678,12)	(32.678,12)	(32.678,12)	(32.678,12)	(32.678,12)	(32.678,12)
Αποτελέσματα προ φόρων	**42.084,55**	**(154.955,91)**	**174.087,78**	**75.196,36**	**89.694,70**	**123.081,81**	**138.044,44**	**146.392,06**	**155.167,93**	**164.393,30**	**174.090,74**
Φόρος εισοδήματος	0,00	0,00	0,00	(1.578,09)	(26.626,36)	(34.462,91)	(38.652,44)	(40.989,78)	(43.447,02)	(46.030,12)	(48.745,41)
Αποτελέσματα χρήσης μετά φόρων	**42.084,55**	**(154.955,91)**	**174.087,78**	**73.618,27**	**63.068,34**	**88.618,90**	**99.392,00**	**105.402,28**	**111.720,91**	**118.363,17**	**125.345,33**

Παράρτημα 3β: Ιστορικές & Προβλεπόμενες Καταστάσεις Αποτελεσμάτων Χρήσης (Κάθετη Ανάλυση)

ΚΑΘΕΤΗ ΑΝΑΛΥΣΗ (ΕΤΗΣΙΑ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΜΕΓΕΘΩΝ ΒΑΣΕΙ % ΕΠΙ ΤΟΥ ΚΥΚΛΟΥ ΕΡΓΑΣΙΩΝ)											
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ	ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΠΕΡΙΟΔΟΣ					ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΠΡΟΒΛΕΨΕΩΝ					
	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024
Αποτελέσματα εκμετάλλευσης											
Κύκλος εργασιών (πωλήσεις)	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Μείον: Κόστος πωλήσεων	-71,9%	-71,0%	-68,5%	-67,8%	-78,6%	-72,2%	-72,1%	-71,9%	-71,7%	-71,5%	-71,3%
Μικτά αποτελέσματα εκμετάλλευσης	**28,1%**	**29,0%**	**31,5%**	**32,2%**	**21,4%**	**27,8%**	**27,9%**	**28,1%**	**28,3%**	**28,5%**	**28,7%**
Λοιπά συνήθη έσοδα	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	6,9%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	-2,6%	-3,3%	-2,6%	-7,9%	-6,9%	-6,5%	-6,4%	-6,4%	-6,4%	-6,4%	-6,4%
Έξοδα λειτουργίας διάθεσης	-23,8%	-29,3%	-23,0%	-18,8%	-16,4%	-15,4%	-15,2%	-15,2%	-15,1%	-15,1%	-15,1%
Λοιπά έσοδα και κέρδη	0,1%	0,2%	0,3%	0,2%	6,4%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Λοιπά έξοδα και ζημίες	-0,2%	-0,4%	-0,3%	-2,2%	-7,1%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%
Αποτελέσματα προ τόκων και φόρων	**1,7%**	**-3,7%**	**6,0%**	**3,6%**	**4,2%**	**5,3%**	**5,8%**	**6,0%**	**6,2%**	**6,4%**	**6,7%**
Πιστωτικοί τόκοι και συναφή έσοδα	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	-0,7%	-1,3%	-0,8%	-1,2%	-1,1%	-1,1%	-1,1%	-1,1%	-1,1%	-1,1%	-1,1%
Αποτελέσματα προ φόρων	**1,0%**	**-5,0%**	**5,1%**	**2,4%**	**3,1%**	**4,2%**	**4,7%**	**4,9%**	**5,1%**	**5,4%**	**5,6%**
Φόρος εισοδήματος	0,0%	0,0%	0,0%	-0,1%	-0,9%	-1,2%	-1,3%	-1,4%	-1,4%	-1,5%	-1,6%
Αποτελέσματα χρήσης μετά φόρων	**1,0%**	**-5,0%**	**5,1%**	**2,4%**	**2,2%**	**3,0%**	**3,4%**	**3,5%**	**3,7%**	**3,9%**	**4,1%**

Παράρτημα 3γ: Ιστορικές & Προβλεπόμενες Καταστάσεις Αποτελεσμάτων Χρήσης (Οριζόντια Ανάλυση)

ΟΡΙΖΟΝΤΙΑ ΑΝΑΛΥΣΗ (ΕΤΗΣΙΑ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΜΕΓΕΘΩΝ)											
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ	ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΠΕΡΙΟΔΟΣ					ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΠΡΟΒΛΕΨΕΩΝ					
	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024
Αποτελέσματα εκμετάλλευσης											
Κύκλος εργασιών (πωλήσεις)	-	-22,6%	8,9%	-7,8%	-6,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Μείον: Κόστος πωλήσεων	-	-23,5%	5,0%	-8,6%	7,9%	-7,2%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%
Μικτά αποτελέσματα εκμετάλλευσης	**-**	**-20,3%**	**18,5%**	**-5,9%**	**-38,1%**	**31,1%**	**1,6%**	**1,6%**	**1,6%**	**1,7%**	**1,7%**
Λοιπά συνήθη έσοδα	-	-92,0%	164,1%	-13,9%	18456,7%	-99,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	-	-4,8%	-14,4%	184,4%	-17,9%	-5,0%	-0,3%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%
Έξοδα λειτουργίας διάθεσης	-	-4,8%	-14,4%	-24,6%	-18,7%	-5,3%	-0,3%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Λοιπά έσοδα και κέρδη	-	146,6%	43,1%	-25,3%	2782,6%	-96,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Λοιπά έξοδα και ζημίες	-	61,8%	-8,4%	558,5%	207,4%	-88,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Αποτελέσματα προ τόκων και φόρων	**-**	**-263,8%**	**-276,6%**	**-44,7%**	**9,9%**	**27,0%**	**9,6%**	**4,8%**	**4,9%**	**4,9%**	**4,9%**
Πιστωτικοί τόκοι και συναφή έσοδα	-	-41,1%	-89,8%	-78,2%	-28,3%	3730,7%	78,5%	44,2%	30,8%	23,6%	19,2%
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	-	45,8%	-32,1%	30,9%	-9,6%	-0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Αποτελέσματα προ φόρων	**-**	**-468,2%**	**-212,3%**	**-56,8%**	**19,3%**	**37,2%**	**12,2%**	**6,0%**	**6,0%**	**5,9%**	**5,9%**
Φόρος εισοδήματος	-	-	-	-	1587,3%	29,4%	12,2%	6,0%	6,0%	5,9%	5,9%
Αποτελέσματα χρήσης μετά φόρων	**-**	**-468,2%**	**-212,3%**	**-57,7%**	**-14,3%**	**40,5%**	**12,2%**	**6,0%**	**6,0%**	**5,9%**	**5,9%**

Παράρτημα 4: Υπολογισμός Ιστορικών & Προβλεπομένων Ελευθέρων Ταμειακών Ροών

Υπολογισμός Ελευθέρων Ταμειακών Ροών	ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΠΕΡΙΟΔΟΣ					ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΠΡΟΒΛΕΨΕΩΝ					
	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024
Καθαρά αποτελέσματα χρήσεως προ φόρων	42.084,55	(154.955,91)	174.087,78	75.196,36	89.694,70	123.081,81	138.044,44	146.392,06	155.167,93	164.393,30	174.090,74
Μείον:											
Φόρος εισοδήματος χρήσεως	0,00	0,00	0,00	1.578,09	26.626,36	34.462,91	38.652,44	40.989,78	43.447,02	46.030,12	48.745,41
Καθαρά κέρδη χρήσεως	42.084,55	(154.955,91)	174.087,78	73.618,27	63.068,34	88.618,90	99.392,00	105.402,28	111.720,91	118.363,17	125.345,33
Πλέον:											
Έξοδα από χρεωστικούς τόκους × (1-συντελεστή φ.ε.)	22.411,20	30.233,76	20.537,43	25.795,54	23.325,20	23.528,25	23.528,25	23.528,25	23.528,25	23.528,25	23.528,25
Έξοδα από συμμετοχές & χρεόγραφα × (1-συντελεστή φ.ε.)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Μείον:											
Έσοδα από πιστωτικούς τόκους × (1-συντελεστή φ.ε.)	260,58	141,94	14,42	3,01	2,16	83,85	149,64	215,80	282,28	349,01	416,04
Καθαρό λειτουργικό αποτέλεσμα πλην προσαρμοσμένων φόρων (NOPLAT)	**64.235,17**	**(124.864,09)**	**194.610,79**	**99.410,80**	**86.391,39**	**112.063,30**	**122.770,60**	**128.714,73**	**134.966,87**	**141.542,41**	**148.457,53**
Πλέον:											
Αποσβέσεις χρήσεως	28.786,42	26.552,00	22.874,48	18.598,79	11.536,45	7.322,93	600,00	900,00	1.200,00	1.500,00	1.800,00
Μικτή χρηματική ροή	**93.021,59**	**(98.312,09)**	**217.485,27**	**118.009,59**	**97.927,84**	**119.386,23**	**123.370,60**	**129.614,73**	**136.166,87**	**143.042,41**	**150.257,53**
Μείον:											
Ακαθάριστη επένδυση											
Μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης	(74.174,65)	41.874,79	140.748,05	194.198,13	(25.407,02)	(10.615,05)	(7.054,05)	(1.469,74)	4.840,40	11.335,19	18.086,40
Δαπάνες παγίων	2.485,81	4.002,89	3.399,28	(45.318,62)	3.068,01	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00
Αύξηση λοιπών καθαρών στοιχείων ενεργητικού	22,68	162,00	1.414,38	(2.153,78)	986,64	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Λειτουργική ταμειακή ροή	**164.687,75**	**(144.351,77)**	**71.923,56**	**(28.716,15)**	**119.280,21**	**127.001,28**	**127.424,66**	**128.084,47**	**128.326,47**	**128.707,23**	**129.171,13**
Πλέον:											
Μη λειτουργική ταμειακή ροή	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ελεύθερη ταμειακή ροή (FCF)	**164.687,75**	**(144.351,77)**	**71.923,56**	**(28.716,15)**	**119.280,21**	**127.001,28**	**127.424,66**	**128.084,47**	**128.326,47**	**128.707,23**	**129.171,13**

Παράρτημα 5: Αποτίμηση Αξίας Εταιρείας - Μέθοδος Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών

Αποτίμηση Αξίας Εταιρείας (Μέθοδος Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024
Ελεύθερη Ταμειακή Ροή (Free Cash Flow to the Firm)	127.001,28	127.424,66	128.084,47	128.326,47	128.707,23	129.171,13
Προβλεπόμενος Συντελεστής Αύξησης FCF_{2024} στο Διηνεκές (g)						1,00%
Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC)	10,48%	9,54%	8,93%	8,40%	8,10%	7,79%
Υπολειματική Αξία: FCF_{2024} / ($WACC_{2024}$ - g)						1.902.928,47
Συντελεστής προεξόφλησης (Discount Factor): $DF^{(i-1)}$ × [1/(1+WACC)]	0,9052	0,8263	0,7586	0,6998	0,6473	0,6473
Προεξοφλημένη Ταμειακή Ροή	114.955,55	105.289,55	97.160,48	89.796,96	83.317,73	1.231.847,60
Αξία Επιχείρησης (Enterprise Value)						**1.722.367,88**
Μείον: Σύνολο δανεισμού						(152.544,60)
Πλέον: Σύνολο διαθεσίμων						81.939,12
Αξία Εταιρείας (Equity Value)						**1.651.762,40**

Εκτίμηση Προεξοφλητικού Επιτοκίου (WACC)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024
Επιτόκιο Μηδενικού Κινδύνου (R_f) - απόδοση μετά φόρων (15%)	1,03%	1,03%	1,03%	1,03%	1,03%	1,03%
Επιτόκιο Κινδύνου Αγοράς (R_m)	13,24%	11,99%	11,16%	10,46%	10,05%	9,63%
Συντελεστής Βήτα (b_i)	0,815	0,815	0,815	0,815	0,815	0,815
Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων ($K_{eq} = R_f + (R_{pr} \times b_i)$)	10,98%	9,96%	9,29%	8,72%	8,38%	8,04%
Κόστος Δανειακών Κεφαλαίων (K_{ln}) - μετά φόρων	5,04%	5,04%	5,04%	5,04%	5,04%	5,04%
Αξία Δανείων (λογιστική)	152.544,60	152.544,60	152.544,60	152.544,60	152.544,60	152.544,60
Αξία Ιδίων Κεφαλαίων (αγοράς)	1.651.762,40	1.651.762,40	1.651.762,40	1.651.762,40	1.651.762,40	1.651.762,40
Φορολογικός Συντελεστής	28,00%	28,00%	28,00%	28,00%	28,00%	28,00%
Συντελεστής Βαρύτητας Δανειακών Κεφαλαίων	8,45%	8,45%	8,45%	8,45%	8,45%	8,45%
Συντελεστής Βαρύτητας Ιδίων Κεφαλαίων	91,55%	91,55%	91,55%	91,55%	91,55%	91,55%
Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC)[1]	10,48%	9,54%	8,93%	8,40%	8,10%	7,79%

[1] **Παραδοχές & Πηγές Υπολογισμού Προεξοφλητικού Επιτοκίου (WACC)**

Επιτόκιο Μηδενικού Κινδύνου (R_f): Βασισμένο στην μέση απόδοση των δεκαετών ομολόγων εκδόσεως των κυβερνήσεων 19 κρατών-μελών της Ευρωζώνης κατά τον Δεκέεμβριο 2018, (Πηγή: European Central Bank Statistics)

Επιτόκιο Κινδύνου Αγοράς (R_m): Εκτίμηση Κινδύνου Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς (Πηγή: New York University, Leonard N. Stern School of Business)

Συντελεστής Βήτα (b_i): Βασισμένος στον μη μοχλευμένο συντελεστή των κλάδων Retail (General) και Apparel, (Πηγή: New York University, Leonard N. Stern School of Business)

Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων: Επιτόκιο Μηδενικού Κινδύνου + Επιτόκιο Κινδύνου Αγοράς × Συντελεστή Βήτα + Επιτόκιο Κινδύνου Μεγέθους

Κόστος Δανειακών Κεφαλαίων (προ φόρων): Εκτιμώμενο επιτόκιο βραχυπρόθεσμου και μακροπρόθεσμου δανεισμού της Εταιρείας

[1] **Υπολογισμός του ΜΣΚΚ:**

Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων × Συντελεστή Βαρύτητας Ιδίων Κεφαλαίων + ((Κόστος Δανειακών Κεφαλαίων × (1-% φόρου)) × Συντελεστή Βαρύτητας Δανειακών Κεφαλαίων

Παράρτημα 6: Αποτίμηση Αξίας Εταιρείας - Μέθοδος Οικονομικού Κέρδους

Αποτίμηση Αξίας Εταιρείας (Μέθοδος Οικονομικού Κέρδους)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024
Αποθέματα	828.354,4	836.637,9	845.004,3	853.454,4	861.988,9	870.608,8
Απαιτήσεις	1.524.476,91	1.525.968,55	1.529.333,84	1.536.226,24	1.549.806,66	1.570.340,38
Μείον: Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	440.838,60	457.667,83	470.869,24	481.371,28	492.151,06	503.218,27
Κεφάλαιο Κίνησης	**1.911.992,71**	**1.904.938,66**	**1.903.468,92**	**1.908.309,32**	**1.919.644,51**	**1.937.730,91**
Πλέον: Ασώματες & Ενσώματες ακινητοποιήσεις	2.700,00	5.100,00	7.200,00	9.000,00	10.500,00	11.700,00
Πλέον: Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις (υποχρεώσεις)	(1.504,38)	(1.504,38)	(1.504,38)	(1.504,38)	(1.504,38)	(1.504,38)
Επενδυμένο κεφάλαιο στις δραστηριότητες της Εταιρείας	**1.913.188,33**	**1.908.534,28**	**1.909.164,54**	**1.915.804,94**	**1.928.640,13**	**1.947.926,53**
Καθαρό λειτουργικό αποτέλεσμα πλην αναπροσαρμοσμένων φόρων (NOPLAT)	112.063,30	122.770,60	128.714,73	134.966,87	141.542,41	148.457,53
Επενδυμένο κεφάλαιο στις δραστηριότητες της Εταιρείας (αρχή περιόδου)	1.928.126,31	1.913.188,33	1.908.534,28	1.909.164,54	1.915.804,94	1.928.640,13
Απόδοση επενδυμένου κεφαλαίου	**5,81%**	**6,42%**	**6,74%**	**7,07%**	**7,39%**	**7,70%**
Μείον: Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου	10,48%	9,54%	8,93%	8,40%	8,10%	7,79%
Διαφορά	**-4,67%**	**-3,13%**	**-2,18%**	**-1,34%**	**-0,71%**	**-0,09%**
Οικονομικό Κέρδος (Διαφορά × Επενδεδυμένο κεφάλαιο)	**(89.977,28)**	**(59.831,14)**	**(41.674,96)**	**(25.490,95)**	**(13.567,17)**	**(1.745,31)**
Συντελεστής προεξόφλησης	0,90515	0,82629	0,75857	0,69975	0,64734	0,64734
Παρούσα Αξία Οικονομικού Κέρδους	**(81.443,18)**	**(49.437,79)**	**(31.613,19)**	**(17.837,39)**	**(8.782,61)**	
Υπολειμματική αξία						(25.711,66)
Παρούσα αξία υπολειμματικής αξίας						(16.644,27)
Παρούσα Αξία συνολικού προβλεπόμενου Οικονομικού Κέρδους						**(205.758,43)**
Πλέον: Σύνολο επενδυμένου κεφαλαίου κατά την **31.12.2018**						1.928.126,31
Αξία Επιχείρησης (Enterprise Value)						**1.722.367,88**
Μείον: Σύνολο Δανεισμού						(152.544,60)
Πλέον: Σύνολο Διαθεσίμων						81.939,12
Αξία Εταιρείας (Equity Value)						**1.651.762,40**

Παράρτημα 7: Αποτίμηση Αξίας Εταιρείας - Μέθοδος Δεικτών Κεφαλαιαγοράς

	ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ					
Συγκρίσιμος κλάδος (ευρωπαϊκές εταιρείες)*	**Mkt Cap/Net Income**	**PBV**	**EV/Inv.Cap.**	**EV/Sales**	**EV/EBITDA**	**EV/EBIT**
Apparel	20,96	3,43	3,34	2,35	10,21	14,52
Retail (General)	13,76	1,07	1,38	0,18	6,19	14,43
Μέση τιμή Δεικτών	**17,36**	**2,25**	**2,36**	**1,27**	**8,20**	**14,47**
** Πηγή: New York University, Leonard N. Stern School of Business*						
Αναπροσαρμογή Δεικτών						
Επασφάλιστρο κινδύνου χώρας (-)	-15%	-45%	-45%	-15%	-15%	-15%
Σταθμισμένη Τιμή Χρηματοοικονομικών Δεικτών	**14,76**	**1,24**	**1,30**	**1,08**	**6,97**	**12,30**

	Καθαρά Κέρδη	**Ίδια Κεφάλαια**	**Επ. Κεφάλαιο**	**Πωλήσεις**	**EBITDA**	**EBIT**	
Στοιχεία Αποτιμώμενης Εταιρείας	**63.068,34**	**1.857.520,83**	**1.928.126,31**	**2.906.329,05**	**134.080,51**	**122.544,06**	
Βάσει Δείκτη Market Cap/Net Income	**930.636,43**						
Βάσει Δείκτη Price/Book Value		**2.298.682,03**					
Βάσει Δείκτη Enterprise Value/Sales			**2.502.707,95**				
Βάσει Δείκτη Enterprise Value/Invested Capital				**3.125.030,31**			
Βάσει Δείκτη Enterprise Value/EBITDA					**935.008,34**		
Βάσει Δείκτη Enterprise Value/EBIT						**1.507.623,42**	
Μείον: Δανεισμός			(152.544,60)	(152.544,60)	(152.544,60)	(152.544,60)	
Πλέον: Διαθέσιμα			81.939,12	81.939,12	81.939,12	81.939,12	
ΕΚΤΙΜΩΜΕΝΗ ΑΞΙΑ	**930.636,43**	**2.298.682,03**	**2.432.102,47**	**3.054.424,83**	**864.402,86**	**1.437.017,94**	
Συντελεστές βαρύτητας	*5%*	*10%*	*10%*	*25%*	*25%*	*25%*	***100%***
ΣΤΑΘΜΙΣΜΕΝΗ ΑΞΙΑ	**46.531,82**	**229.868,20**	**243.210,25**	**763.606,21**	**216.100,72**	**359.254,48**	**1.858.571,68**

Αναπροσαρμογή Σταθμισμένης Αξίας	**Ανώτατη**	**Κατώτατη**	
Δυνατότητα ελέγχου (+)	20%		**371.714,34**
Έλλειψη ρευστότητας (-)		-30%	**(557.571,54)**
ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΑΞΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ			**1.672.714,47**