

Δ/ΝΣΗ: ΜΗΤΡΩΩΝ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ
ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΚΩΝ ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ
ΤΜΗΜΑ: ΜΗΤΡΩΟΥ / Υπηρεσία Γ.Ε.ΜΗ.
Πληροφορίες: ΑΡΓΥΡΟΠΟΥΛΟΣ ΑΡΓΥΡΙΟΣ
Τηλέφωνο: 2103382213
Fax: 2103617217
E-mail: aargyropoulos@acci.gr

Αθήνα, 16/05/2020
Αριθ. Πρωτ.: 1976870

ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ

Καταχώρισης στο Γενικό Εμπορικό Μητρώο (Γ.Ε.ΜΗ.), στοιχείων της Ανώνυμης Εταιρείας με την επωνυμία **JANSSEN-CILAG ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ**, το διακριτικό τίτλο **JANSSEN - CILAG** και αριθμό ΓΕΜΗ **314201000**.

Την **15/05/2020** καταχωρίστηκε στο Γενικό Εμπορικό Μητρώο (Γ.Ε.ΜΗ.), με ΚΑΚ **2133686**, η από 16/03/2020 ΕΚΘΕΣΗ ΠΡΑΓΜΑΤΟΓΝΩΜΟΣΥΝΗΣ ΤΗΣ ΕΥΛΟΓΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ «ACTELION» του ορκωτού Ελεγκτή Λογιστή Βασίλειου Τζίφα με Αρ Μ ΣΟΕΛ: 30011, για τη συγχώνευση δια απορροφήσεως της Εταιρείας από την εταιρεία JANSSEN CILAG ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΑΕΒΕ, στην μερίδα της Εταιρείας με την επωνυμία **JANSSEN-CILAG ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ**, το διακριτικό τίτλο **JANSSEN - CILAG** και αριθμό ΓΕΜΗ **314201000**,

Η ανωτέρω Έκθεση Αποτίμησης αποτελεί αναπόσπαστο μέρος της παρούσης.

«Η καταχώριση έγινε, μετά από «έλεγχο πληρότητας», όπως ορίζεται στη διάταξη του άρθρου 85, παράγρ. 2ε, του Ν. 4635/2019 (ΦΕΚ 167/Α)»

Ο ΠΡΟΪΣΤΑΜΕΝΟΣ

α.α.

Ο ΕΙΔΙΚΟΣ ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ

ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΓΕΩΡΓΑΚΟΠΟΥΛΟΣ

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

ΕΚΘΕΣΗ ΠΡΑΓΜΑΤΟΓΝΩΜΟΣΥΝΗΣ ΤΗΣ
ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ «ACTELION
PHARMACEUTICALS ΕΛΛΑΣ Ανώνυμη
Εμπορική Εταιρεία Φαρμακευτικών Προϊόντων»
ΣΤΙΣ 31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2019

Περιεχόμενα

1.	Εισαγωγή – Γενικά	1
1.1.	Εντολή και αντικείμενο της εργασίας μας.....	1
1.2.	Στοιχεία στα οποία στηριχθήκαμε και περιορισμοί εργασίας.....	2
1.3.	Μετοχικό κεφάλαιο – Μετοχική σύνθεση	3
1.4.	Μέτοχοι	3
2.	Εκτίμηση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων της Εταιρείας στις 31 Δεκεμβρίου 2019.....	4
3.	Παράρτημα -1 Έκθεση αποτίμησης των περιουσιακών στοιχείων της Εταιρείας, από την εταιρεία «ΕΡΝΣΤ ΚΑΙ ΓΙΑΝΓΚ Ανώνυμη Εταιρεία Συμβουλευτικών Υπηρεσιών»	5

ΕΚΘΕΣΗ ΠΡΑΓΜΑΤΟΓΝΩΜΟΣΥΝΗΣ ΤΗΣ ΕΥΛΟΓΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ «ACTELION» ΣΤΗΣ 31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2019

**Προς το Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρείας ACTELION PHARMACEUTICALS
ΕΛΛΑΣ Ανώνυμη Εμπορική Εταιρεία Φαρμακευτικών Προϊόντων**

Ειρήνης 56, Πεύκη, 151

16 Μαρτίου 2020

Αξιότιμες Κυρίες / Αξιότιμοι Κύριοι,

1. Εισαγωγή – Γενικά

1.1. Εντολή και αντικείμενο της εργασίας μας

Η παρούσα έκθεση («Έκθεση Πραγματογνωμοσύνης ή Γνωμοδότηση») συντάχθηκε στο πλαίσιο της απόφασης που έλαβε το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας ACTELION PHARMACEUTICALS ΕΛΛΑΣ Ανώνυμη Εμπορική Εταιρεία Φαρμακευτικών Προϊόντων (εφεξής «Εταιρεία») στις 16 Δεκεμβρίου 2019 για τη συγχώνευση δια απορροφήσεως (εφεξής «Συγχώνευση») της Εταιρείας από την εταιρεία JANSSEN CILAG ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΑΕΒΕ, η οποία κατέχει το 100% των μετοχών της Εταιρείας, σύμφωνα με τα άρθρα 69-77α του 2190/1920, των διατάξεων των άρθρων 6-21 του ν.4601/2019, του νόμου 4172/2013 και το άρθρο 17 του Ν. 4548/2018. Σημειώνεται ότι το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας JANSSEN CILAG ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΑΕΒΕ με απόφασή του στις 16 Δεκεμβρίου 2019 έχει επίσης εγκρίνει την ως άνω Συγχώνευση. Η παρούσα έκθεση έχει σκοπό την αποτύπωση της εκτίμησης της αξίας των περιουσιακών στοιχείων της Εταιρείας κατά την 31 Δεκεμβρίου 2019 (εφεξής «Ημερομηνία Αποτίμησης»).

Η εκτίμηση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων της Εταιρείας έγινε σύμφωνα με τις διατάξεις του ν.4172/2013 και του άρθρου 17 του ν.4548/2018, όπως αυτή έχει ανατεθεί στην Ελεγκτική Εταιρεία «Ερνστ & Γιανγκ (Ελλάς) Ορκωτοί Ελεγκτές Λογιστές Α.Ε.» σύμφωνα με την απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της Εταιρείας στις 16 Δεκεμβρίου 2019.

Σημειώνουμε ότι η εταιρεία «Ερνστ & Γιανγκ (Ελλάς) Ορκωτοί Ελεγκτές Λογιστές Α.Ε.» δεν συνδέεται και δεν διατηρεί οποιοδήποτε συμφέρον ή σχέση με την ανωτέρω Εταιρεία, ώστε τυχόν τέτοια σύνδεση ή συμφέρον ή συγκρουόμενο συμφέρον να επηρεάζει τα πορίσματα της παρούσας έκθεσης πραγματογνωμοσύνης.

Η αποτίμηση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων της Εταιρείας πραγματοποιήθηκε με ημερομηνία αναφοράς την 31η Δεκεμβρίου 2019 και βασίστηκε στις ελεγμένες Οικονομικές Καταστάσεις της Εταιρείας για τις χρήσεις 2015 έως 2018, τις μη ελεγμένες Οικονομικές Καταστάσεις της 31 Δεκεμβρίου 2019 και στο επιχειρηματικό σχέδιο της Εταιρείας των επόμενων πέντε ετών (2020-2024) που προετοιμάστηκε από την Διοίκηση της Εταιρείας καθώς επίσης και σε διάφορα στοιχεία της αγοράς.

Η εργασία μας απευθύνεται στο Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρείας προκειμένου να χρησιμοποιηθεί αποκλειστικά και μόνο για τους σκοπούς που ορίζονται στην από 16 Δεκεμβρίου 2019 απόφασή του αναφορικά με την ως άνω Συγχώνευση της Εταιρείας σύμφωνα με τον ν.4172/2013 και το άρθρο 17 του ν. 4548/2018.

ΕΚΘΕΣΗ ΠΡΑΓΜΑΤΟΓΝΩΜΟΣΥΝΗΣ ΤΗΣ ΕΥΛΟΓΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ «ACTELION» ΣΤΗΣ 31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2019

1.2. Στοιχεία στα οποία στηριχθήκαμε και περιορισμοί εργασίας

Πιο συγκεκριμένα για την εκτίμηση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων της Εταιρείας, στο πλαίσιο της ανωτέρω Συγχώνευσης κατά την 31 Δεκεμβρίου 2019, βασιστήκαμε μεταξύ άλλων στα ακόλουθα στοιχεία:

- Τις ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις για την περίοδο 2015 έως 2018.
- Τις μη ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις με ημερομηνία 31 Δεκεμβρίου 2019
- Στο επιχειρηματικό σχέδιο της Εταιρείας για την περίοδο 2020– 2024.
- Οικονομικές μελέτες, στοιχεία συγκρίσιμων εταιρειών, εκθέσεις αναλυτών, άλλη πληροφόρηση και αναλύσεις από βάσεις δεδομένων που κρίνουμε σημαντικές για τους σκοπούς της εργασίας μας.
- Πληροφορίες από χρηματοοικονομικές βάσεις δεδομένων οι οποίες είναι διαθέσιμες στην ΕΥ μέσω συνδρομής ή κατά παραγγελία (S&P Capital IQ, Global Insight, OneSource, Business Monitor International, Thomson Research, Factset, Company InfoGator κλπ.).
- Πληροφόρηση κοινώς διαθέσιμη και σχετική με την Εταιρεία, τις συνθήκες αγοράς στις οποίες λειτουργεί καθώς και τους ανταγωνιστές της σε παγκόσμιο και εγχώριο επίπεδο (δημοσιευμένες ετήσιες και εξαμηνιαίες οικονομικές εκθέσεις, οικονομικές μελέτες, εκθέσεις αναλυτών, αναλύσεις από βάσεις δεδομένων που κρίνουμε σημαντικές για τους σκοπούς της εργασίας μας, κλπ.).

Πέραν των ανωτέρω, επικοινωνήσαμε με την Διοίκηση της Εταιρείας και λάβαμε διευκρινίσεις αναφορικά με τη δραστηριότητα, τις λειτουργίες καθώς και τις οικονομικές επιδόσεις της Εταιρείας κατά τα προηγούμενα, τρέχοντα και μελλοντικά έτη.

Κατά την εκτέλεση της εργασίας μας, βασιστήκαμε σε πληροφορίες και υποθέσεις που μας παρασχέθηκαν από την Διοίκηση. Δεν διενεργήσαμε ανεξάρτητη επαλήθευση ή έλεγχο ή επισκόπηση σύμφωνα με τα Διεθνή Ελεγκτικά Πρότυπα σε σχέση με τις πληροφορίες, τα στοιχεία και τις προβλέψεις που μας παρασχέθηκαν. Στην περίπτωση που πραγματοποιούσαμε έλεγχο των ανωτέρω πληροφοριών και στοιχείων ενδεχομένως τα συμπεράσματα της εργασίας μας να ήταν διαφορετικά. Στο πλαίσιο της εργασίας μας εξετάσαμε τις οικονομικές προβλέψεις ως προς την λογικότητα και τη συνοχή τους αναφορικά με τις βασικές υποθέσεις καθώς και τις συνθήκες της αγοράς. Σημειώνεται ότι, η Διοίκηση της Εταιρείας μας έχει προσκομίσει επιστολή διαβεβαίωσης στοιχείων αναφορικά με την ορθότητα, εγκυρότητα και την ακρίβεια των πληροφοριών που μας παρασχέθηκαν.

Προκειμένου να καταλήξουμε στη γνωμοδότησή μας, δεν πραγματοποιήσαμε αυτοπρόσωπη απογραφή των περιουσιακών στοιχείων της Εταιρείας και δεν διενεργήσαμε ούτε λάβαμε ανεξάρτητη αποτίμηση ή εκτίμηση της αξίας των στοιχείων του ενεργητικού ή παθητικού της Εταιρείας. Η γνωμοδότησή μας κατ' ανάγκη βασίζεται σε χρηματοοικονομικές, οικονομικές, αγοραίες και λοιπές συνθήκες ως αυτές έχουν, και μπορούν να αξιολογηθούν, κατά την Ημερομηνία Αποτίμησης. Δεν αναλαμβάνουμε καμία υποχρέωση να επικαιροποιήσουμε, αναθεωρήσουμε ή επιβεβαιώσουμε τη γνωμοδότησή μας βάσει περιστάσεων που ενδεχομένως θα επισέλθουν μετά την ημερομηνία της παρούσας Έκθεσης Γνωμοδότησης.

Κατά την εκπόνηση της εργασίας μας δεν εξετάσαμε το Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης που θα τεθεί στη διάθεση των μετόχων της Εταιρείας για την έγκριση της Συγχώνευσης και συνεπώς δεν αναλαμβάνουμε καμία ευθύνη εάν αυτό συμμορφώνεται από κάθε ουσιώδη άποψη με την εργασία μας.

ΕΚΘΕΣΗ ΠΡΑΓΜΑΤΟΓΝΩΜΟΣΥΝΗΣ ΤΗΣ ΕΥΛΟΓΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ «ACTELION» ΣΤΗΣ 31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2019

Η ΕΥ έλαβε εντολή από το Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρείας αποκλειστικώς για την παροχή γνωμοδότησης για την εκτίμηση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων της Εταιρείας στο πλαίσιο της συγχώνευσης δια απορροφήσεως της Εταιρείας από την εταιρεία JANSSEN CILAG ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΑΕΒΕ, σύμφωνα με τα άρθρα 69-77α του 2190/1920, των διατάξεων των άρθρων 6-21 του ν.4601/2019, του νόμου 4172/2013 και το άρθρο 17 του Ν. 4548/2018, συνεπώς η εργασία μας δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί για κανέναν άλλο λόγο ή σκοπό.

Προς αποφυγή κάθε αμφιβολίας, δεν παρέχουμε συμβουλευτικές υπηρεσίες στην Εταιρεία ή σε οποιονδήποτε άλλο αναφορικά με την ως άνω Συγχώνευση. Ειδικότερα, δε μας ζητήθηκε να αποφανθούμε ως προς αυτό, και η παρούσα γνωμοδότηση δεν αφορά καθ' οποιονδήποτε τρόπο άλλα στοιχεία που σχετίζονται με τη Συγχώνευση. Για την παροχή της παρούσας επιστολής γνωμοδότησης προς την Εταιρεία, βασιστήκαμε εξ' ολοκλήρου στην ακρίβεια και πληρότητα των πληροφοριών και εγγράφων αναφορικά με την Εταιρεία, τα οποία μας παρασχέθηκαν από την Διοίκησή της σε σχέση με τη Συγχώνευση. Κατά συνέπεια, δεν εκφέρουμε οποιαδήποτε γνώμη, ούτε αποδεχόμαστε οποιαδήποτε ευθύνη προς οποιονδήποτε, σχετικά με οτιδήποτε τυχόν έλαβε χώρα σχετικά με τους όρους της Συγχώνευσης.

Η ΕΥ δεν έχει ευθύνη σε κανέναν άλλον πέραν της Εταιρείας σύμφωνα με την από 27 Ιανουαρίου 2020 σύμβαση ανάθεσης εργασίας. Η παρούσα γνωμοδότηση απευθύνεται αποκλειστικά προς το Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρείας και κατανοούμε ότι θα δημοσιοποιηθεί από την Εταιρεία στο πλαίσιο της ως άνω Συγχώνευσης. Δεν είναι δυνατή η χρήση ή αναφορά σε αυτή για οποιαδήποτε άλλο σκοπό και η δημοσιοποίηση ή διάθεση μέρους ή ολόκληρης της Έκθεσης Γνωμοδότησης σε τρίτους δεν είναι δυνατή και δεν δύναται να δημιουργήσει υποχρεώσεις έναντι τρίτων, πέραν των όσων ορίζονται στη σύμβαση ανάθεσης εργασίας μας, με οποιονδήποτε τρόπο χωρίς την προηγούμενη γραπτή συγκατάθεση και έγκριση της ΕΥ.

1.3. Μετοχικό κεφάλαιο – Μετοχική σύνθεση

Το μετοχικό κεφάλαιο της Εταιρείας ανέρχεται σε Ευρώ 7.381.500 διαιρούμενο σε 246.050 κοινές ονομαστικές μετοχές, ονομαστικής αξίας Ευρώ 30,00 έκαστη.

1.4. Μέτοχοι

Όπως μας γνωστοποιήθηκε, εντός της χρήσης 2018, μεταβιβάσθηκε το σύνολο των 246.045 ονομαστικών μετοχών ονομαστικής αξίας € 30 που ανήκαν στην Ελβετική εταιρεία ACTELION LIMITED προς την Ελληνική εταιρεία JANSSEN CILAG ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΑΕΒΕ που εδρεύει στην Πεύκη, Λεωφ. Ειρήνης 56.

ΕΚΘΕΣΗ ΠΡΑΓΜΑΤΟΓΝΩΜΟΣΥΝΗΣ ΤΗΣ ΕΥΛΟΓΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ «ΑCΤΕΛΙΟΝ» ΣΤΗΣ 31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2019

2. Εκτίμηση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων της Εταιρείας στις 31 Δεκεμβρίου 2019

Στο παράρτημα 1 παρουσιάζεται η έκθεση αποτίμησης που λάβαμε από την εταιρεία «ΕΡΝΣΤ ΚΑΙ ΓΙΑΝΓΚ Ανώνυμη Εταιρεία Συμβουλευτικών Υπηρεσιών» προκειμένου να προσδιορίσουμε την αξία των περιουσιακών στοιχείων της Εταιρείας στις 31 Δεκεμβρίου 2019. Από την σχετική εργασία προέκυψε ότι η αξία της ελάχιστα αποδεκτής και της μέγιστης αποδεκτής τιμής των περιουσιακών στοιχείων της Εταιρείας ανέρχεται σε ευρώ 6.294.000 και ευρώ 6.679.000 αντίστοιχα. Το ποσό αυτό παρουσιάζεται ως ακολούθως :

Εύρος Αξίας - 31 Δεκεμβρίου 2019

Νόμισμα: € 000	Εύρος Αξίας		
	Ελάχιστη	Κεντρική	Μέγιστη
Αξία Ιδίων Κεφαλαίων	6.294	6.478	6.679

Με βάση την ανωτέρω ανάλυση συμπεραίνουμε ότι η αξία των περιουσιακών στοιχείων της Εταιρείας στις 31 Δεκεμβρίου 2019 ανέρχεται στο ποσό των ευρώ 6.478.000 που εμπίπτει εντός του αποδεκτού εύρους τιμών (κεντρική τιμή) που προέκυψε από την αποτίμηση που λάβαμε από την εταιρεία «ΕΡΝΣΤ ΚΑΙ ΓΙΑΝΓΚ Ανώνυμη Εταιρεία Συμβουλευτικών Υπηρεσιών» προκειμένου να προσδιορίσουμε την αξία των περιουσιακών στοιχείων της Εταιρείας στις 31 Δεκεμβρίου 2019.

Αθήνα, 16 Μαρτίου 2020

Ο Ορκωτός Ελεγκτής Λογιστής

Βασίλειος Τζίφας
Αρ Μ ΣΟΕΛ: 30011



ΕΡΝΣΤ & ΓΙΑΝΓΚ (ΕΛΛΑΣ)
ΟΡΚΩΤΟΙ ΕΛΕΓΚΤΕΣ ΛΟΓΙΣΤΕΣ Α.Ε.
8Β ΧΕΙΜΑΡΡΑΣ
ΜΑΡΟΥΣΙ 15125
Α.Μ. Σ.Ο.Ε.Λ. 107

3. Παράρτημα -1 Έκθεση αποτίμησης των περιουσιακών στοιχείων της Εταιρείας, από την εταιρεία «ΕΡΝΣΤ ΚΑΙ ΓΙΑΝΓΚ Ανώνυμη Εταιρεία Συμβουλευτικών Υπηρεσιών»



ΑΣΤΕΛΙΟΝ PHARMACEUTICALS ΕΛΛΑΣ Ανώνυμη Εμπορική Εταιρεία Φαρμακευτικών Προϊόντων

Έκθεση Ανεξάρτητης Αποτίμησης

16 Μαρτίου 2020



Περιορισμένη Ευθύνη

Προς: ACTELION
ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.
Λ. Ειρήνης 56,
151 21 Λυκόβρυση – Πεύκη,
Αττική, Ελλάδα

Ernst & Young Business Advisory Solutions
Χειμάρρας 8B, Μαρούσι,
151 25 Αθήνα, Ελλάδα
Τηλ: +30 210 2886000
Φαξ: +30 210 2886907
www.ey.com

16 Μαρτίου 2020

Αξιότιμοι Κύριοι/Κυρίες,

Βρισκόμαστε στην ευχάριστη θέση να σας υποβάλλουμε την εργασία μας (εφεξής «Έκθεση») αναφορικά με την ανεξάρτητη συμβουλευτική αποτίμηση της εταιρείας «ACTELION PHARMACEUTICALS ΕΛΛΑΣ Ανώνυμη Εμπορική Εταιρεία Φαρμακευτικών Προϊόντων» (εφεξής η «Εταιρεία», ο «Πελάτης» ή «Actelion»), με σκοπό την επικείμενη απορρόφηση της Εταιρείας από τη μητρική της, «Janssen Cilag Φαρμακευτική ΑΕΒΕ» (εφεξής «Janssen Hellas»), με βάση τα Διεθνή Πρότυπα Αποτίμησης («ΔΠΑ») με ημερομηνία αναφοράς την 31η Δεκεμβρίου 2019 («Ημερομηνία Αποτίμησης»).

Σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα Αποτίμησης, η αγοραία αξία βασίζεται στην εκτίμηση της τιμής η οποία θα μπορούσε να προκύψει μετά από διαπραγμάτευση ενός καλά πληροφορημένου και πρόθυμου αλλά μη επειγόμενου αγοραστή και ενός καλά πληροφορημένου και πρόθυμου αλλά μη επειγόμενου πωλητή. Η Έκθεση παρουσιάζει τις μεθόδους που χρησιμοποιήθηκαν και τα αποτελέσματα αποτίμησης βάσει αυτών των μεθόδων.

Κατά τη διάρκεια της εργασίας μας βασιστήκαμε σε πληροφορίες και προβλέψεις της διοίκησης της Εταιρείας («Διοίκηση»), καθώς και σε πηγές δημόσιας πληροφόρησης που θεωρούνται αξιόπιστες.

Για τα στοιχεία, τις πληροφορίες και τις προβλέψεις σχετικά με τη μελλοντική πορεία της Εταιρείας που μας παρασχέθηκαν από τη Διοίκηση, αλλά και αυτών που αντλήσαμε από πηγές δημόσιας πληροφόρησης, δεν έγινε οποιασδήποτε μορφής διερεύνηση, επιβεβαίωση ή έλεγχος αυτών. Παρόλα αυτά προβήκαμε σε επισκόπηση των βασικών παραδοχών που μας προσκόμισε η Διοίκηση και σε έλεγχο λογικότητας αυτών. Επίσης, εντοπίστηκαν οι παράμετροι που ενσωματώνουν σχετική αβεβαιότητα ως προς την επιτευξιμότητά τους και επιδρούν στην αναμενόμενη κερδοφορία της επιχείρησης και στα αποτελέσματα της αποτίμησης. Πάνω στις παραμέτρους αυτές πραγματοποιήθηκε ανάλυση ευαισθησίας για να αναδειχθεί η επίδραση πάνω στην αξία της Εταιρείας.

Σημειώνεται ότι εξαιτίας απρόβλεπτων και αστάθμητων οικονομικών και μη παραγόντων, ενδέχεται να προκύψουν διαφορές μεταξύ των προβλεπόμενων και των πραγματοποιηθέντων χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων, οι οποίες μπορεί να είναι σημαντικές. Η Ernst & Young Ανώνυμη Εταιρεία Παροχής Συμβουλευτικών Υπηρεσιών (εφεξής «ΕΥ» ή «εμείς»), δεν φέρει καμία ευθύνη για επανεκτέλεση της εργασίας και την επανασύνταξη και ενημέρωση της παρούσας έκθεσης ή μέρους αυτής για γεγονότα που θα συμβούν ή καταστάσεις που θα δημιουργηθούν μετά την ημερομηνία έκδοσής της.

Οποιαδήποτε περίληψη ή αναφορά της Έκθεσης ή οποιαδήποτε προφορική παρουσίαση που σχετίζεται με την Έκθεση, οποιαδήποτε υποβολή της Έκθεσης, μέρους ή του συνόλου αυτής, σε οποιονδήποτε εκτός της Διοίκησης της Εταιρείας θα υπόκειται στην διάθεση και γραπτή έγκρισή μας. Οι συστάσεις και η Έκθεση δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν για οτιδήποτε άλλο πέραν του Σκοπού.

Η παρούσα έκθεση υπόκειται στις Γενικές Υποθέσεις και Περιοριστικούς Όρους που παρατίθενται στο αντίστοιχο τμήμα της Έκθεσης. Η εργασία μας διενεργήθηκε σύμφωνα με τους όρους της υπογεγραμμένης σύμβασης ανάθεσης έργου της 27 Ιανουαρίου 2020.

Με εκτίμηση,

Τάσος Ιωσηφίδης

Νόμιμος Εκπρόσωπος



Πίνακας Ελέγχου Περιεχόμενα

- 1 Επιτελική Σύνοψη
- 2 Ανάλυση Αγοράς
- 3 Επισκόπηση Εταιρείας
- 4 Επιχειρηματικό Σχέδιο
- 5 Αποτελέσματα Αποτίμησης
- 6 Παραρτήματα

Επιτελική Σύνοψη

1

Σελίδα 4

Ανάλυση Αγοράς

2

Σελίδα 11

Επισκόπηση Εταιρείας

3

Σελίδα 15

Επιχειρηματικό Σχέδιο

4

Σελίδα 21

Αποτελέσματα Αποτίμησης

5

Σελίδα 26

Παραρτήματα

6

Σελίδα 31

1

Επιτελική Σύνοψη





1 Επιτελική Σύνοψη

Εισαγωγή και Σκοπός εργασίας

1 Επιτελική Σύνοψη

- 2 Ανάλυση Αγοράς
- 3 Επισκόπηση Εταιρείας
- 4 Επιχειρηματικό Σχέδιο
- 5 Αποτελέσματα Αποτίμησης
- 6 Παραρτήματα

Εισαγωγή

Η Εταιρεία αποτελεί μέλος του ομίλου εταιρειών Actelion Pharmaceuticals, ο οποίος δραστηριοποιείται κυρίως στην προώθηση, εισαγωγή και εμπορία φαρμακευτικών προϊόντων. Σε παγκόσμιο επίπεδο, το 2017, η Johnson & Johnson αγόρασε την Actelion Pharmaceuticals, μέσω της θυγατρικής της, Janssen Hellas.

Στην Ελλάδα, η Εταιρεία λειτουργεί ως θυγατρική της Janssen Hellas και είναι διανομέας περιορισμένου κινδύνου (LRD), με προκαθορισμένο περιθώριο κερδών προ φόρων και τόκων (ΚΠΦΤ %).

Αντιλαμβανόμαστε ότι η διοίκηση της Εταιρείας επιθυμεί να πραγματοποιήσει αποτίμηση της Εταιρείας λόγω της επερχόμενης απορρόφησης της από τη μητρική της εταιρεία Janssen Hellas με βάση το Ν.4172/2013 και το άρθρο 17 του Ν. 4548/2018.

Στο πλαίσιο αυτό, ο Πελάτης επιθυμεί τη συνδρομή της ΕΥ για τον προσδιορισμό της αξίας της Εταιρείας αναφορικά με την αγοραία αξία των ιδίων κεφαλαίων.

Σκοπός της Εργασίας

Ο σκοπός της εργασίας μας περιλαμβάνει την εκτίμηση της αγοραίας αξίας των ιδίων κεφαλαίων της Εταιρείας, βασισμένη στα Διεθνή Πρότυπα Εκτίμησης (IVS).

Η αποτίμηση της Εταιρείας βασίστηκε σε διεθνώς αποδεκτές μεθόδους αποτίμησης με βασική παραδοχή τη συνέχιση της δραστηριότητας (going concern), με βάση το εισόδημα και, συγκεκριμένα, μέσω της μεθόδου προεξόφλησης μελλοντικών ταμειακών ροών. Η αποτίμηση πραγματοποιήθηκε με ημερομηνία αναφοράς την 31η Δεκεμβρίου 2019 και βασίστηκε κυρίως σε ιστορικά στοιχεία, πληροφορίες, υποθέσεις και προβλέψεις που δόθηκαν από τη Διοίκηση της Εταιρείας.

Η αποτίμηση κατέληξε σε μια κεντρική τιμή και ένα εύρος τιμών σχετικά με την αξία της Εταιρείας, που τεκμηριώνεται ως εύλογο κάτω από τις υπάρχουσες συνθήκες.

Κατά τη διάρκεια της εργασίας μας βασιστήκαμε σε πληροφορίες και προβλέψεις της Διοίκησης της Εταιρείας και στο επιχειρηματικό σχέδιο που συντάχθηκε σε συνεργασία με τη Διοίκηση, καθώς και σε πηγές δημόσιας πληροφόρησης που θεωρούνται αξιόπιστες.

Εφαρμόσαμε, επιπλέον, για σκοπούς ελέγχου λογικότητας (sanity check), την Προσέγγιση της Αγοράς με την χρήση δεικτών συγκρίσιμων εισηγμένων εταιρειών και συναλλαγών οι οποίες δραστηριοποιούνται στο εξωτερικό, με έμφαση στην Ευρώπη.

Πρότυπο, προϋπόθεση και ορισμός της αξίας

Η εκτίμηση της αξίας της Εταιρείας πραγματοποιείται από την ΕΥ σύμφωνα με τις διεθνώς αποδεκτές αρχές της «Αγοραίας Αξίας», όπως ορίζεται από τα Διεθνή Πρότυπα Εκτίμησης (IVS).

IVS

Αγοραία Αξία

«Το εκτιμώμενο ποσό για το οποίο ένα περιουσιακό στοιχείο ή μια εταιρεία θα ανταλλάσσονταν κατά την ημερομηνία της αποτίμησης μετά από διαπραγμάτευση ενός καλά πληροφορημένου και πρόθυμου αλλά μη επειγόμενου αγοραστή και ενός καλά πληροφορημένου και πρόθυμου αλλά μη επειγόμενου πωλητή».

Προϋπόθεση

Εκτιμούμε ότι η πληροφόρηση που μας παρασχέθηκε είναι αξιόπιστη και ακριβής. Θεωρούμε ότι η πληροφόρηση που μας παρασχέθηκε αποτελεί αξιόπιστη εικόνα της αξίας των περιουσιακών στοιχείων που αποτιμώνται την ημερομηνία αποτίμησης.

Η αποτίμηση κατέληξε σε ένα εύρος τιμών σχετικά με την αξία της Εταιρείας, που τεκμηριώνεται ως εύλογο κάτω από τις υπάρχουσες συνθήκες.



1 Επιτελική Σύνοψη

Πηγές Πληροφόρησης και Περιορισμοί

1 Επιτελική Σύνοψη

- 2 Ανάλυση Αγοράς
- 3 Επισκόπηση Εταιρείας
- 4 Επιχειρηματικό Σχέδιο
- 5 Αποτελέσματα Αποτίμησης
- 6 Παραρτήματα

Πηγές πληροφόρησης

- Για τους σκοπούς της εργασίας μας λάβαμε υπ' όψιν πληροφόρηση που μας παρασχέθηκε από τον Πελάτη, καθώς και εσωτερική και εξωτερική έρευνα και ανάλυση που κρίναμε απαραίτητη ή/και αρμόζουσα.
- Για την εκτίμηση της Αγοραίας Αξίας της Εταιρείας έχουμε, εκτός άλλων:
 - λάβει υπ' όψιν ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις για την περίοδο 2015Α έως 2018Α,
 - λάβει υπ' όψιν κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης και ισολογισμό με ημερομηνία 31 Δεκεμβρίου 2019 (μη ελεγμένες από ορκωτό ελεγκτή),
 - πραγματοποιήσει συναντήσεις και τηλεφωνικές επικοινωνίες με τη Διοίκηση της Εταιρείας προκειμένου να κατανοήσουμε καλύτερα τον κλάδο δραστηριοποίησής της, τις προοπτικές εξέλιξής της, καθώς και τους κύριους περιορισμούς,
 - λάβει υπ' όψιν το επιχειρηματικό σχέδιο της Εταιρείας για την περίοδο 2020Π– 2024Π,
 - υλοποιήσει περιορισμένο έλεγχο των παραδοχών σε επίπεδο λογικότητας και συνέπειας,
 - λάβει υπ' όψιν οικονομικές μελέτες, στοιχεία συγκρίσιμων εταιρειών, εκθέσεις αναλυτών, άλλη πληροφόρηση και αναλύσεις από βάσεις δεδομένων που κρίνουμε σημαντικά για τους σκοπούς της εργασίας μας,
 - αντλήσει πληροφόρηση από χρηματοοικονομικές βάσεις δεδομένων οι οποίες είναι διαθέσιμες στην ΕΥ μέσω συνδρομής ή κατά παραγγελία (S&P Capital IQ, Global Insight, OneSource, Business Monitor International, Thomson Research, Factset, Company InfoGator κλπ.).
 - λάβει υπ' όψιν πληροφόρηση κοινώς διαθέσιμη και σχετική με την Εταιρεία, τις συνθήκες αγοράς στις οποίες εκείνη λειτουργεί καθώς και τους ανταγωνιστές της σε παγκόσμιο και εγχώριο επίπεδο (δημοσιευμένες ετήσιες και εξαμηνιαίες οικονομικές εκθέσεις, οικονομικές μελέτες, εκθέσεις αναλυτών, αναλύσεις από βάσεις δεδομένων που κρίνουμε σημαντικές για τους σκοπούς της εργασίας μας, κλπ.).

Περιορισμοί

- Η παρούσα έκθεση συντάχθηκε σύμφωνα με τους όρους, προϋποθέσεις και περιορισμούς που τέθηκαν στη σύμβαση. Αυτοί οι όροι, προϋποθέσεις και περιορισμοί εφαρμόζονται παράλληλα με τις προβλέψεις του εγγράφου αυτού.
- Για να πραγματοποιήσουμε την εργασία μας, βασιστήκαμε σε πληροφόρηση και παραδοχές που μας παρασχέθηκαν από τη Διοίκηση.
- Δεν έχουμε εξετάσει, ελέγξει ή επιβεβαιώσει την ορθότητα των πληροφοριών, στοιχείων και προβλέψεων που μας παρασχέθηκαν. Ωστόσο, ο Πελάτης έχει παρουσιάσει με ακρίβεια τις πληροφορίες που μας παρέχισε, ενώ εμείς έχουμε θέσει υπό αμφισβήτηση και ελέγξει τις οικονομικές προβλέψεις σε θέματα λογικότητας και συνέπειας ως προς τις παραδοχές και τις συνθήκες της αγοράς.
- Η έκθεση αποτίμησης αυτή δεν εξετάζει φορολογικές υποχρεώσεις ή ελαφρύνσεις που πιθανόν να ανακύψουν κατά την περίοδο προβλέψεων ή λόγω μη ελεγχόμενων προηγούμενων φορολογικών χρήσεων.
- Η παρούσα έκθεση αποτίμησης συντάσσεται μόνον για το σκοπό που αναφέρεται παραπάνω και όχι για κάποιον άλλο σκοπό χωρίς προηγούμενη γραπτή μας συγκατάθεση. Η διανομή του εγγράφου αυτού περιορίζεται σε όσους απευθύνεται και δεν επιτρέπεται σε τρίτα πρόσωπα παρά μόνον με γραπτή συγκατάθεση της ΕΥ και όπως ορίζεται από τη σύμβαση.



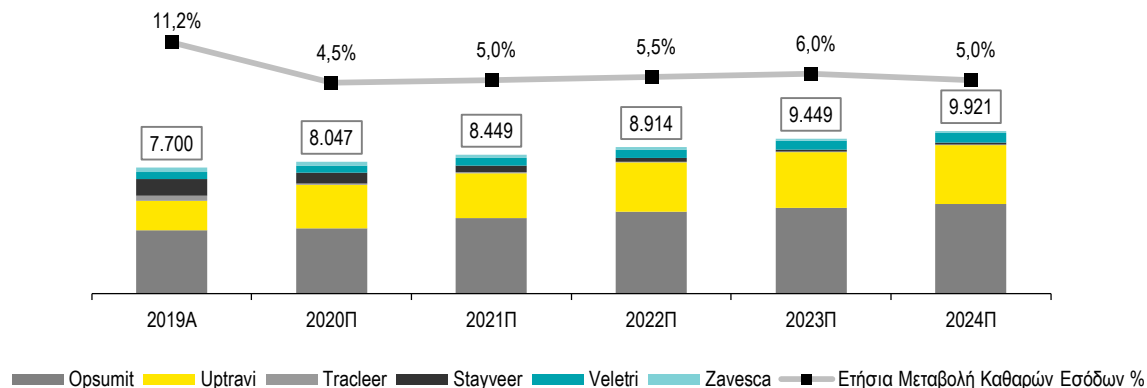
1 Επιτελική Σύνοψη

Σύνοψη Επιχειρηματικού Σχεδίου

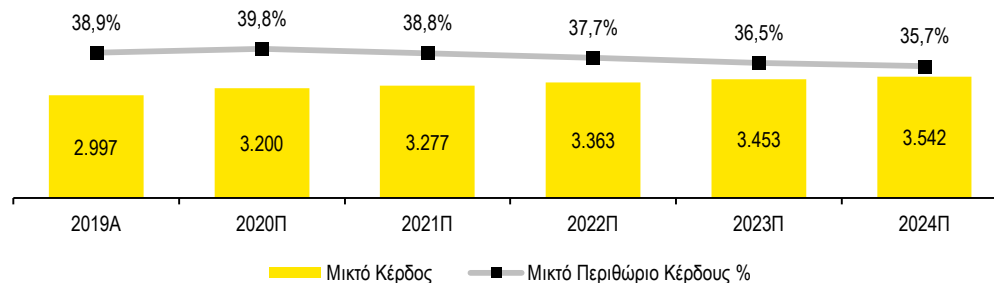
1 Επιτελική Σύνοψη

- 2 Ανάλυση Αγοράς
- 3 Επισκόπηση Εταιρείας
- 4 Επιχειρηματικό Σχέδιο
- 5 Αποτελέσματα Αποτίμησης
- 6 Παραρτήματα

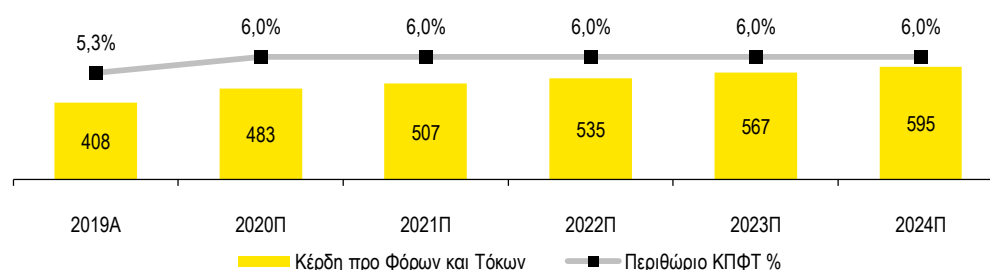
Καθαρά Έσοδα (ανά προϊόν)



Μικτό Κέρδος



ΚΠΦΤ



Ανάπτυξη Καθαρού Κύκλου Εργασιών

- Ο καθαρός κύκλος εργασιών της Εταιρείας εκτιμάται ότι θα αυξηθεί με μέσο ετήσιο ρυθμό μεταβολής (CAGR) της τάξεως του 5,2% κατά τη διάρκεια της προβλεπόμενης περιόδου.
- Το μεγαλύτερο ποσοστό των πωλήσεων αφορά στα έσοδα τα οποία προκύπτουν από τις πωλήσεις του φαρμάκου Opsumit. Ειδικότερα, αναφορικά με την υπό εξέταση περίοδο, εκτιμάται ότι ο κύκλος εργασιών θα διαμορφώνεται κατά μέσο όρο κατά 54% από έσοδα τα οποία θα προκύπτουν από πωλήσεις του Opsumit. Επίσης το 34% των καθαρών πωλήσεων εκτιμάται ότι θα προέρχεται από τις πωλήσεις του Upravi ενώ το υπόλοιπο 12% θα κατανέμεται μεταξύ των υπόλοιπων φαρμάκων.

Μικτό Αποτέλεσμα

- Το μικτό περιθώριο κέρδους της Εταιρείας εκτιμάται να παρουσιάσει ελαφρώς καθοδική πορεία κατά την εξεταζόμενη περίοδο και να μειωθεί από το 38,9% στο 35,7% το έτος 2024Π.

ΚΠΦΤ

- Κατά την περίοδο 2019Α-2024Π, τα Κέρδη προ Φόρων και Τόκων θα χαρακτηριστούν από ένα μέσο ετήσιο ρυθμό ανάπτυξης (CAGR) της τάξεως του 4,4%. Ενώ, το περιθώριο ΚΠΦΤ θα προκαθοριστεί στο 6,0% κατά την προβλεπόμενη πενταετία καθώς η Εταιρεία είναι διανομέας περιορισμένου κινδύνου (LRD). Η τιμή αυτή κυμαίνεται κοντά στο 3^ο τεταρτημόριο του δείγματος δεικτών κερδοφορίας συγκρίσιμων εταιρειών (LRD), σύμφωνα με το φάκελο τεκμηρίωσης ενδοομιλικών συναλλαγών (2018) της Εταιρείας.

1 Επιτελική Σύνοψη

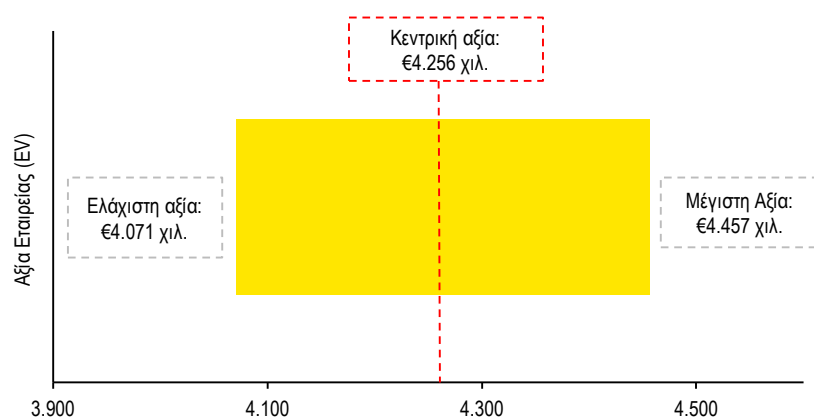
Προσέγγιση με βάση το Εισόδημα

Αξία Εταιρείας (EV) – Αξία Ιδίων Κεφαλαίων

1 Επιτελική Σύνοψη

- 2 Ανάλυση Αγοράς
- 3 Επισκόπηση Εταιρείας
- 4 Επιχειρηματικό Σχέδιο
- 5 Αποτελέσματα Αποτίμησης
- 6 Παραρτήματα

Αξία Εταιρείας (31.12.2019)



- ▶ Προκειμένου να εξαγάγουμε την Αξία Ιδίων Κεφαλαίων της Εταιρείας (100%) κατά την ημερομηνία αποτίμησης, η Αξία Ιδίων Κεφαλαίων προσαρμόζεται για:

- ▶ Ταμειακά διαθέσιμα €3.073 χιλ.
- ▶ Προβλέψεις αποζημίωσης €850 χιλ.

- 1 Η Αξία της Εταιρείας (Enterprise Value) αντικατοπτρίζει την αξία της Εταιρείας για τους μετόχους και τους δανειστές
- 2 Η Αξία των Ιδίων Κεφαλαίων (Equity Value) απεικονίζει την αξία προς τους μετόχους

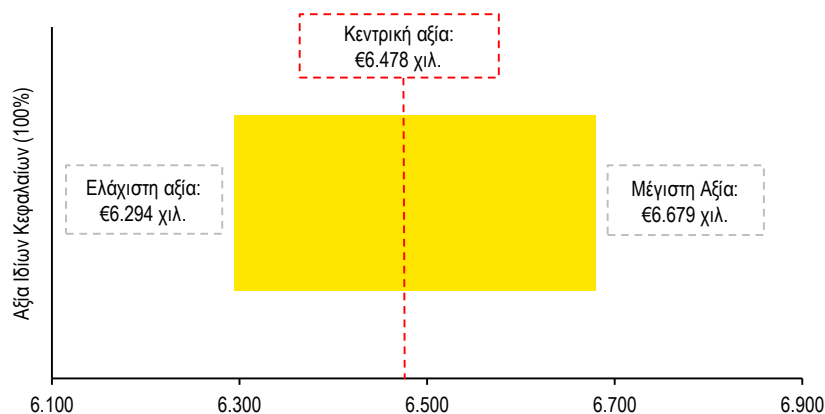
Εύρος Αξίας - 31 Δεκεμβρίου 2019

Νόμισμα: € 000

	Εύρος Αξίας		
	Ελάχιστη	Κεντρική	Μέγιστη
1 Αξία Εταιρείας (EV)	4.071	4.256	4.457
2 Αξία Ιδίων Κεφαλαίων (100%)	6.294	6.478	6.679

Πηγή: Διοίκηση, Ανάλυση ΕΥ

Αξία Ιδίων Κεφαλαίων (100%)



1 Επιτελική Σύνοψη

Προσέγγιση με βάση το Εισόδημα

1 Επιτελική Σύνοψη

- 2 Ανάλυση Αγοράς
- 3 Επισκόπηση Εταιρείας
- 4 Επιχειρηματικό Σχέδιο
- 5 Αποτελέσματα Αποτίμησης
- 6 Παραρτήματα

Ανάλυση Ευαισθησίας Αξίας Εταιρείας

Νόμισμα: € χιλ.		Μεσοσταθμικό Κόστος Κεφαλαίου WACC (Δ +/- %)				
		9,60%	9,85%	10,10%	10,35%	10,60%
	2,00%	4.436	4.285	4.144	4.011	3.887
Ρυθμός Ανάπτυξης στο Διηνεκές (Δ +/- %)	2,25%	4.502	4.345	4.198	4.060	3.931
	2,50%	4.573	4.409	4.256	4.112	3.978
	2,75%	4.649	4.477	4.317	4.168	4.028
	3,00%	4.731	4.550	4.383	4.227	4.081

Πηγή: Διοίκηση, Ανάλυση ΕΥ

- Διενεργήθηκε επίσης ανάλυση ευαισθησίας σχετικά με τους ετήσιους ρυθμούς μεταβολής των καθαρών εσόδων (+/- 1% ετησίως).
- Τα αποτελέσματα που προέκυψαν από κυμαίνονται εντός του εύρους αποτίμησης που είχε ήδη υπολογισθεί, από τις αναλύσεις ευαισθησίας.

Εύρος αξίας

Εύρος Αξίας – 31 Δεκεμβρίου 2019

Νόμισμα: € 000	Εύρος Αξίας		
	Ελάχιστη	Κεντρική	Μέγιστη
Αξία Εταιρείας (ΕΥ)	4.071	4.256	4.457
Αξία Ιδίων Κεφαλαίων (100%)	6.294	6.478	6.679

Πηγή: Διοίκηση, Ανάλυση ΕΥ

Εύρος αποτίμησης



- Προκειμένου να αξιολογήσουμε πιθανά ρίσκα ενσωματωμένα στις προβλέψεις της Διοίκησης, διεξήγαμε αναλύσεις ευαισθησίας ώστε να προσδιορίσουμε την επίπτωση πιθανών δυσμενών μεταβολών στην Αξία της Εταιρείας.
- Υπολογίσαμε την επίδραση μίας αλλαγής του μεσοσταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC) (+/-0,5%) και του ρυθμού ανάπτυξης στο διηνεκές (+/-0,5%), προκειμένου να εξαγάγουμε το εύρος αποτίμησης.
- Η Αξία Ιδίων Κεφαλαίων (100%) εκτιμάται μεταξύ της ελάχιστης τιμής €6,3 εκατ. και της μέγιστης €6,7 εκατ., με κεντρική τιμή €6,5 εκατ.

1 Επιτελική Σύνοψη

Προσέγγιση με βάση την Αγορά

1 Επιτελική Σύνοψη

- 2 Ανάλυση Αγοράς
- 3 Επισκόπηση Εταιρείας
- 4 Επιχειρηματικό Σχέδιο
- 5 Αποτελέσματα Αποτίμησης
- 6 Παραρτήματα

Προσέγγιση με βάση την Αγορά / Δείκτες Κεφαλαιαγοράς (έλεγχος λογικότητας)

Μέθοδος Δεικτών Κεφαλαιαγοράς Συγκρίσιμων Εταιρειών:

- Η μέθοδος αυτή για την αποτίμηση εταιρειών βασίζεται στη συγκριτική ανάλυση των οικονομικών μεγεθών της υπό εκτίμηση Εταιρείας σε σχέση με τα μεγέθη ενός δείγματος συγκρίσιμων εισηγμένων σε χρηματιστήριο εταιρειών. Ένα κρίσιμο βήμα σε αυτή τη μέθοδο είναι η επιλογή ενός δείγματος συγκρίσιμων εισηγμένων εταιρειών που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο με την υπό εξέταση Εταιρεία και παρουσιάζουν ομοιότητες ως προς τη δραστηριότητα, τα χαρακτηριστικά λειτουργίας και την ανάπτυξη. Για κάθε εταιρεία του δείγματος υπολογίζεται ένας αριθμός δεικτών που συνήθως περιλαμβάνει βασικούς δείκτες που είναι διεθνώς αποδεκτοί και χρησιμοποιούνται για την εκτίμηση της αξίας εταιρειών στον υπό εξέταση κλάδο. Η προσέγγιση με βάση την Αγορά πραγματοποιείται μόνον για σκοπούς ελέγχου λογικότητας.
- Πραγματοποιήσαμε ανάλυση αγοράς και εντοπίστηκαν οι δείκτες κεφαλαιαγοράς συγκρίσιμων εισηγμένων εταιρειών καθώς και οι δείκτες συγκρίσιμων συναλλαγών στον κλάδο της υαλουργίας.
- Θεωρήσαμε ως καταλληλότερο δείκτη, το Δείκτη - Συνολική αξία εταιρείας προς ΚΠΦΤΑ (λειτουργική κερδοφορία). Ο δείκτης αυτός προέκυψε από τη διάμεσο των αντίστοιχων δεικτών της κάθε εταιρείας του δείγματος για τα έτη 2019 και 2020, καθώς και ένα εύρος αυτών με άνω και κάτω όρια το 3ο και 1ο τεταρτημόριο των τιμών των δεικτών, αντίστοιχα.
- Οι δείκτες κεφαλαιαγοράς καλύπτουν ένα μεγάλο εύρος εταιρειών με παρόμοια δραστηριότητα με αυτήν της Εταιρείας. Από την ανάλυση προκύπτει ότι το δείγμα εταιρειών παρουσιάζει διάμεσο 10,3 φορές για το έτος της ημερομηνίας αποτίμησης (2019), ενώ ο προκύπτων δείκτης από την αποτίμηση της Εταιρείας είναι επίσης 10,3 φορές για το ίδιο έτος.

Μέθοδος Συγκρίσιμων Συναλλαγών:

- Επιπλέον, βασίσαμε την ανάλυσή μας σε δείκτες συγκρίσιμων συναλλαγών στον κλάδο της διανομής φαρμακευτικών προϊόντων. Οι δείκτες αυτοί κυμαίνονται μεταξύ 7,5 και 10,5 φορές, με διάμεσο τις 9,1 φορές.
- Για λόγους επαλήθευσης έχουμε βασιστεί στα ΚΠΦΤΑ της περιόδου (2019-2020), έτσι ώστε να εξάγουμε μια καθαρή εικόνα της λειτουργικής κερδοφορίας της Εταιρείας. Ο μέσος όρος των ΚΠΦΤΑ για την περίοδο αυτή είναι €450 χιλ. οι οποίες θεωρούνται ως επιτεύξιμες και στα επόμενα χρόνια, λόγω του περιορισμένου ρίσκου λειτουργίας της Εταιρείας.
- Τα αποτελέσματα του ελέγχου επαλήθευσης της αξίας της Εταιρείας αποκαλύπτουν ότι ο προκύπτων δείκτης από τα αποτελέσματα αποτίμησης με βάση το εισόδημα (DCF) κυμαίνεται σε επίπεδα κοντά στο εύρος των δεικτών του δείγματος, όπως φαίνεται και στον παρακάτω πίνακα.

Προκύπτοντες Δείκτες Εταιρείας έναντι Δεικτών συγκρίσιμων εταιρειών και συναλλαγών

	Δείκτες κεφαλαιαγοράς συγκρίσιμων εταιρειών		Δείκτες συγκρίσιμων συναλλαγών	Προκύπτοντες Δείκτες Εταιρείας	
	2019Α	2020Π		2019Α	2020Π
Δείκτης Αξία Εταιρείας προς ΚΠΦΤΑ					
1 ^ο Τεταρτημόριο	8,0x	7,9x	7,5x		
Διάμεσος	10,3x	9,4x	9,1x	10,3x	8,7x
3 ^ο Τεταρτημόριο	11,6x	12,2x	11,3x		

2

Ανάλυση Αγοράς



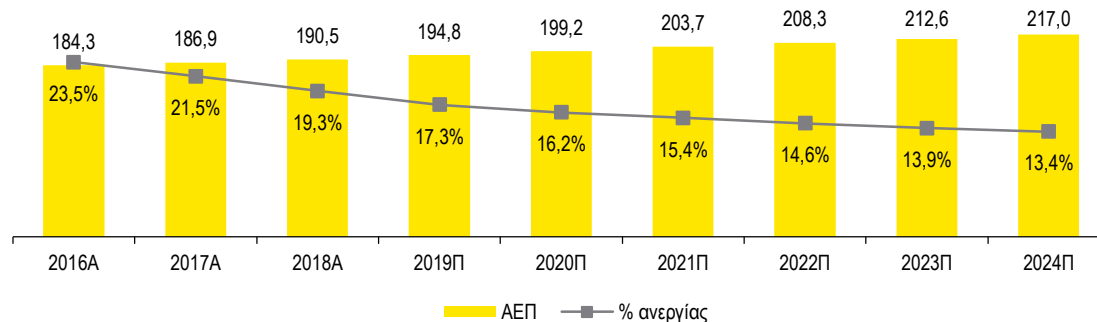
2 Ανάλυση Αγοράς

Μακροοικονομική Ανάλυση

- 1 Επιτελική Σύνοψη
- 2 Ανάλυση Αγοράς**
- 3 Επισκόπηση Εταιρείας
- 4 Επιχειρηματικό Σχέδιο
- 5 Αποτελέσματα Αποτίμησης
- 6 Παραρτήματα

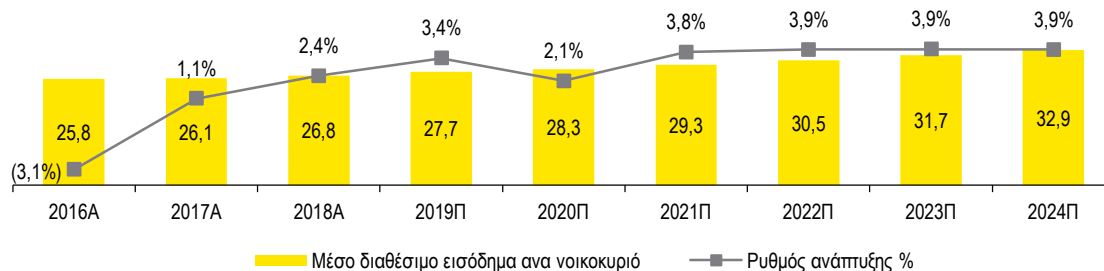
ΑΕΠ και % ποσοστό ανεργίας (2016Α – 2024Π)

€ δις.

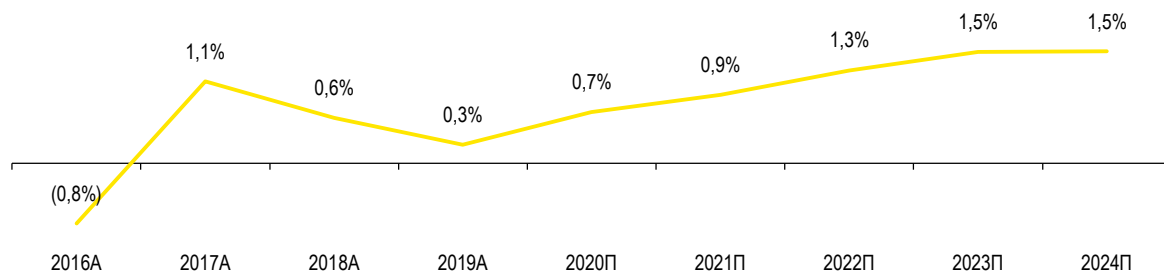


Διαθέσιμο εισόδημα ανά νοικοκυριό (2016Α – 2024Π)

€ χιλ.



Δείκτης τιμών καταναλωτή (2016Α – 2024Π)



Σχολιασμός

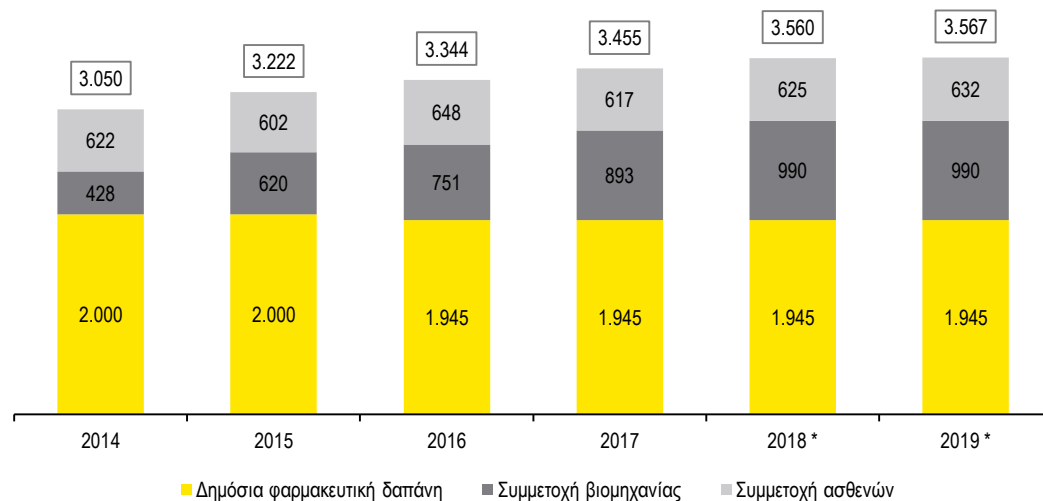
- Σύμφωνα με την Oxford Economics, η ελληνική οικονομία συνεχίζει να ανακάμπτει σταδιακά. Το ελληνικό ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 1,9% το 2018 ενώ για το 2019 αναμένεται να αυξηθεί με σχεδόν τον ίδιο ρυθμό, 2,2%. Παρόλα αυτά, ενώ υπήρξαν κάποιες θετικές εξελίξεις, η πολιτική αβεβαιότητα, η καθυστέρηση στην πρόοδο των μεταρρυθμίσεων και η υψηλή έκθεση των τραπεζών σε μη εξυπηρετούμενα δάνεια εξακολουθούν να δημιουργούν αξιοσημείωτους κινδύνους για την επαλήθευση των προβλέψεων.
- Τα τελευταία χρόνια η αύξηση της απασχόλησης περιορίστηκε, ωστόσο η ανεργία συνεχίζει να μειώνεται, ενώ παράλληλα ένα αυξανόμενο μερίδιο των νέων θέσεων εργασίας είναι πλήρους απασχόλησης.
- Οι μισθοί και η ιδιωτική κατανάλωση αυξάνονται μετά από μια παρατεταμένη στασιμότητα. Παρ' όλα αυτά, η ανεργία και η πλεονάζουσα παραγωγική δυναμικότητα παραμένουν σε υψηλά επίπεδα.
- Η αύξηση των καταναλωτικών δαπανών που παρατηρήθηκε το 2018, απλώς ανέτρεψε την αδυναμία του 2017. Γενικότερα οι δαπάνες για κατανάλωση ήταν αμετάβλητες στα έξι τελευταία χρόνια. Επιπλέον, ο κατώτατος μισθός αυξήθηκε κατά 10,9%, από €586 σε €650, γεγονός που εκτιμάται να ενισχύσει οικονομικά περίπου 600 χιλ. εργαζόμενους, τονώνοντας έτσι την κατανάλωση.
- Ο δείκτης τιμών καταναλωτή εκτιμάται ότι θα κυμανθεί περί του 1,0% κατά μέσο όρο κατά τη διάρκεια της προβλεπόμενης περιόδου, διαμορφούμενος σε χαμηλότερα επίπεδα από το επίπεδο – στόχο (ύψους 2,0%) το οποίο έχει οριστεί από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.

2 Ανάλυση Αγοράς

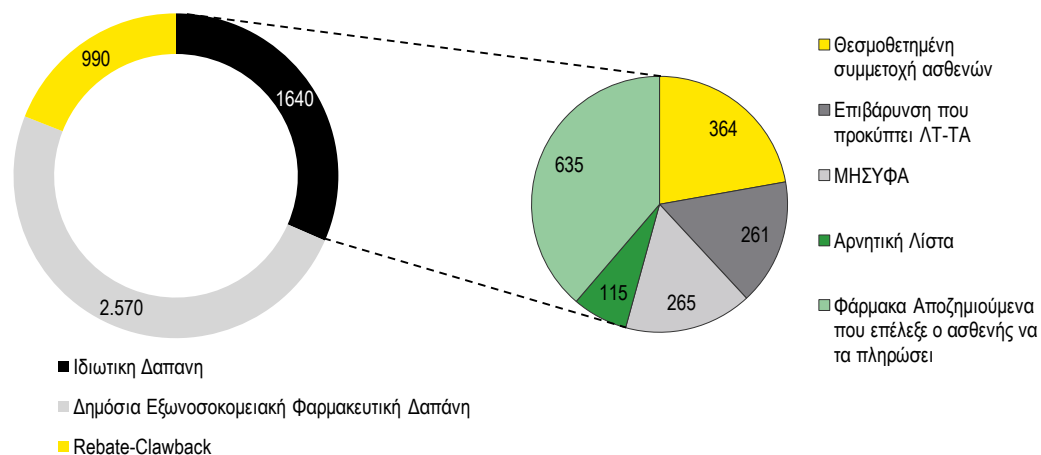
Η Φαρμακευτική Αγορά στην Ελλάδα

- 1 Επιτελική Σύνοψη
- 2 Ανάλυση Αγοράς**
- 3 Επισκόπηση Εταιρείας
- 4 Επιχειρηματικό Σχέδιο
- 5 Αποτελέσματα Αποτίμησης
- 6 Παραρτήματα

Δημόσια εξωνοσοκομειακή φαρμακευτική δαπάνη (€ εκατ.)



Συνολική και ιδιωτική φαρμακευτική δαπάνη 2018*



Σχολιασμός

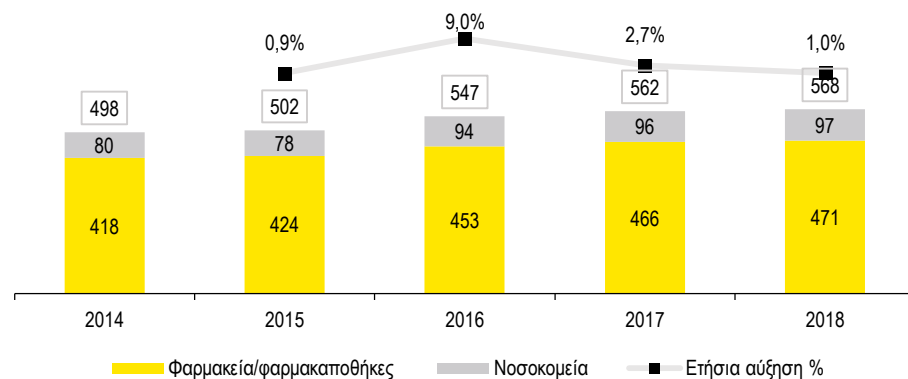
- Στην Ελλάδα η συνολική εξωνοσοκομειακή φαρμακευτική δαπάνη διαμορφώθηκε στα €3,6 δισ. το 2018, ενώ εκτιμάται ότι θα κινηθεί περίπου στα ίδια επίπεδα και το 2019. Από τα €3,6 δισ. ευρώ, το €1,95 δισ. αποτελεί δημόσια χρηματοδότηση και αφορά στη δαπάνη του ΕΟΠΥΥ για φάρμακα των ασφαλισμένων. Ωστόσο, ο κλάδος καλείται να επιστρέψει στο Δημόσιο, υπό τη μορφή rebate και clawback, ένα χρηματικό ποσό σε περίπτωση υπέρβασης της δαπάνης του ΕΟΠΥΥ. Αυτό το ποσό ανήλθε στα €990 εκατ., ενώ αυξημένη είναι και η συμμετοχή των ασθενών, η οποία διαμορφώθηκε στα €625 εκατ., από €416 εκατ. το 2012.
- Κατά την περίοδο 2014-2018, η συμμετοχή της βιομηχανίας υπερδιπλασιάστηκε από τα €428 εκατ. το 2014 σε €990 εκατ. το 2018, γεγονός που οφείλεται στη ραγδαία μείωση της συμβολής του κράτους στη φαρμακευτική δαπάνη, κατά περίπου 61% την περίοδο της κρίσης. Ο μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής της δημόσιας φαρμακευτικής δαπάνης ήταν -0,7%, αφού μειώθηκε από τα €2,0 δισ. το 2014 σε €1,9 δισ. το 2018. Το βάρος της ανεπαρκούς δαπάνης μετατέθηκε τόσο στους ασθενείς όσο και στις εταιρείες.
- Κατά το πρώτο δίμηνο του 2019, το clawback του ΕΟΠΥΥ παρουσιάστηκε αυξημένο κατά 16% σε σχέση με το προηγούμενο έτος και έφτασε τα €104 εκατ., από τα €80 εκατ. την αντίστοιχη χρονική περίοδο του 2018.
- Η συνολική φαρμακευτική δαπάνη για το 2018 εκτιμήθηκε στα €5,2 δισ. Τα οποία αποτελούνται κατά περίπου το ήμισυ (49%) από τη δημόσια εξωνοσοκομειακή φαρμακευτική δαπάνη, κατά 32% από την ιδιωτική φαρμακευτική δαπάνη και κατά 19% από τα rebates και clawback.
- Τέλος στο γράφημα παρουσιάζονται οι συνιστώσες της ιδιωτικής δαπάνης (€1,6 δισ. Συνολικά) η οποία αποτελείται κατά 16% από μη συνταγογραφούμενα φάρμακα (ΜΗΣΥΦΑ).

2 Ανάλυση Αγοράς

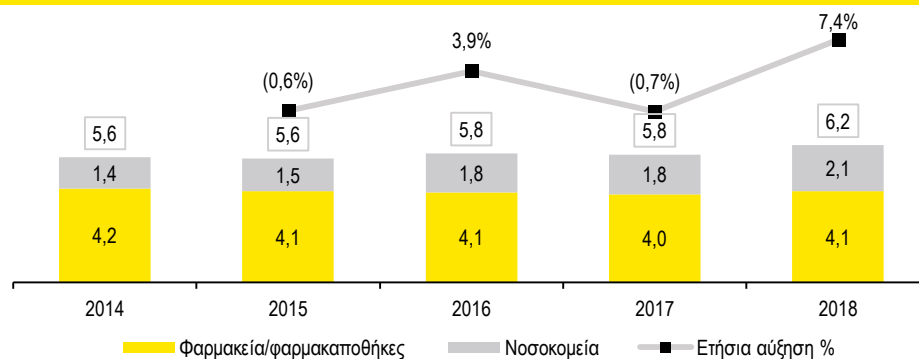
Η Φαρμακευτική Αγορά στην Ελλάδα

- 1 Επιτελική Σύνοψη
- 2 Ανάλυση Αγοράς**
- 3 Επισκόπηση Εταιρείας
- 4 Επιχειρηματικό Σχέδιο
- 5 Αποτελέσματα Αποτίμησης
- 6 Παραρτήματα

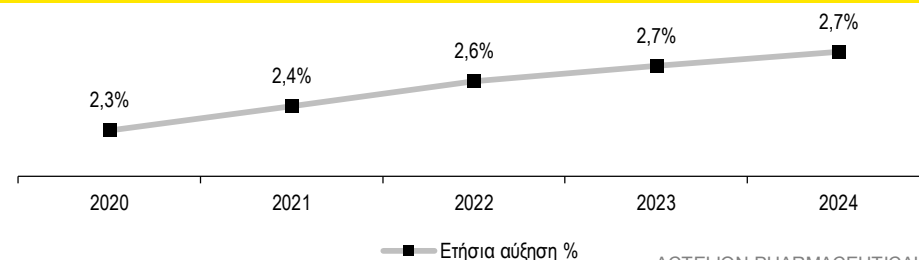
Πωλήσεις φαρμάκων σε όγκο (εκατ. συσκευασίες)



Πωλήσεις φαρμάκων σε αξία (€ δις.)



Προβλεπόμενος ετήσιος ρυθμός αύξησης πωλήσεων φαρμάκων (%)



Σχολιασμός

- ▶ Σύμφωνα με τον Εθνικό Οργανισμό Φαρμάκων (ΕΟΦ), την περίοδο 2014-2018 οι πωλήσεις φαρμάκων αυξήθηκαν από περίπου 500 εκατομμύρια συσκευασίες το 2014 σε περίπου 570 εκατομμύρια συσκευασίες το 2018. Αυτή η ανοδική τάση οφείλεται κυρίως στις αυξανόμενες πωλήσεις των φαρμακείων/φαρμακαποθηκών, που χαρακτηρίζονται από μέσο ετήσιο ρυθμό ανάπτυξης 3% και αποτελούν κατά μέσο όρο το 83% των συνολικών πωλήσεων. Παρ' όλα αυτά, οι πωλήσεις σε νοσοκομεία αυξάνονται ταχύτερα, με μέσο ετήσιο ρυθμό ανάπτυξης 5%.
- ▶ Η Ελλάδα βρίσκεται στις πρώτες θέσεις της Ε.Ε., όσον αφορά την ιδιωτική κατά κεφαλήν δαπάνη για φάρμακα και για άλλα υγειονομικά αναλώσιμα (πχ. οροί, εμβόλια, επίδεσμοι κ.λπ.). Συγκεκριμένα, η χώρα βρίσκεται σε υψηλότερη θέση από τον μέσο όρο των 22 χωρών της Ε.Ε., για τις οποίες υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία, όσον αφορά το ύψος της εν λόγω δαπάνης, καταλαμβάνοντας την 5η θέση το 2016. Ως αποτέλεσμα, στη χώρα μας αυτή η δαπάνη ανήλθε στα €171, έναντι €135 στις λοιπές χώρες της Ε.Ε. Αντίθετη είναι, ωστόσο, η τάση της δημόσιας κατά κεφαλήν δαπάνης, η οποία, λόγω του κλειστού φαρμακευτικού προϋπολογισμού που επιβλήθηκε την περίοδο των μνημονίων, υπολείπεται του μέσου όρου των αντίστοιχων χωρών της Ε.Ε.
- ▶ Κατά την περίοδο της κρίσης η δαπάνη των νοικοκυριών στον τομέα της υγείας επικεντρώθηκε κυρίως στη φαρμακευτική και νοσοκομειακή περίθαλψη. Η έκθεση του ΙΟΒΕ σε συνεργασία με τον ΣΦΕΕ αναφέρει ότι από τα €103 μηνιαίας δαπάνης των νοικοκυριών για την υγεία το 2017, το 34,2% αφορά τη φαρμακευτική περίθαλψη και το 31,5% την κάλυψη των νοσοκομειακών αναγκών, έναντι 13,6% οδοντιατρικών ή άλλων ιατρικών υπηρεσιών (11,4%), οι οποίες κατείχαν μεγαλύτερο μερίδιο το 2009.
- ▶ Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της BMI, κατά την περίοδο 2020-2024, οι πωλήσεις φαρμάκων στην Ελλάδα αναμένεται να ακολουθήσουν ανοδική τάση με μέσο ετήσιο ρυθμό μεταβολής 2,5%

3

Επισκόπηση Εταιρείας



3 Επισκόπηση Εταιρείας

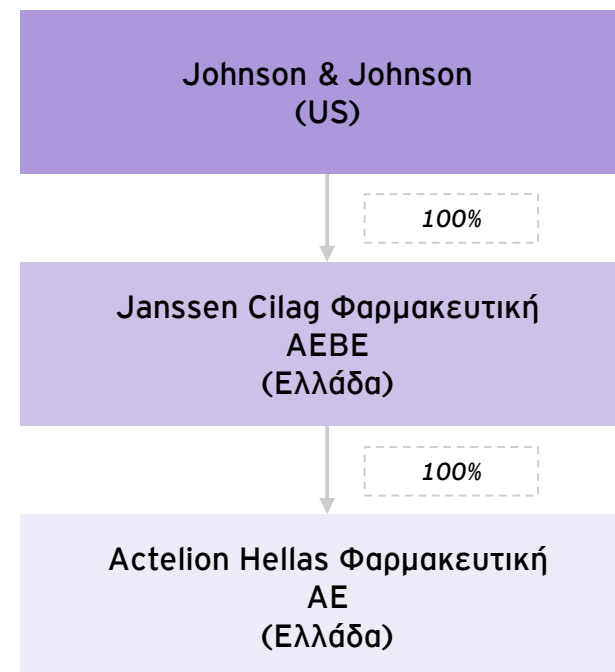
Συνοπτική παρουσίαση Εταιρείας

- 1 Επιτελική Σύνοψη
- 2 Ανάλυση Αγοράς
- 3 Επισκόπηση Εταιρείας**
- 4 Επιχειρηματικό Σχέδιο
- 5 Αποτελέσματα Αποτίμησης
- 6 Παραρτήματα

Επισκόπηση Εταιρείας

- ▶ Από την ίδρυσή του, το 1997, ο όμιλος Actelion Pharmaceuticals λειτουργεί ως βιοφαρμακευτική εταιρεία με επίκεντρο την ανακάλυψη, ανάπτυξη και εμπορευματοποίηση καινοτόμων φαρμάκων για ασθένειες με σημαντικές ανεκπλήρωτες ιατρικές ανάγκες. Η Actelion Pharmaceuticals ειδικεύεται σε προϊόντα πνευμονικής αρτηριακής υπέρτασης ("ΠΑΥ"). Η ΠΑΥ είναι μια χρόνια, απειλητική για τη ζωή διαταραχή, που χαρακτηρίζεται από ασυνήθιστα υψηλή αρτηριακή πίεση στις αρτηρίες μεταξύ της καρδιάς και των πνευμόνων ενός προσβεβλημένου ατόμου. Το franchise της ΠΑΥ της Actelion Pharmaceuticals συμπεριλαμβάνει στοματικές, εισπνεόμενες και ενδοφλέβιες συνταγοποιήσεις ενώσεων για ασθενείς σε διάφορα στάδια κατά τη διάρκεια της ΠΑΥ (δηλ. Λειτουργικές Τάξεις II-IV), επιτρέποντας στον όμιλο Actelion Pharmaceuticals να καλύπτει όλα τα στάδια θεραπείας της νόσου.
- ▶ Στις 16 Ιουνίου 2017, η Johnson & Johnson ("J&J") ολοκλήρωσε την εξαγορά του ομίλου. Η εξαγορά ολοκληρώθηκε μέσω μιας δημόσιας προσφοράς από την ελβετική θυγατρική της J&J, Janssen Holding GmbH (εφεξής "Janssen"), για την απόκτηση του συνόλου των μετοχών της Actelion Pharmaceuticals Ltd. Με την εξαγορά της, η Actelion Pharmaceuticals έγινε μέρος των Janssen Pharmaceutical Companies της J&J. Σε σχέση με την ολοκλήρωση της εξαγοράς, η Actelion Pharmaceuticals έχει αναθέσει τις λειτουργίες ανακάλυψης φαρμάκων και τα περιουσιακά στοιχεία κλινικής ανάπτυξης πρώιμου σταδίου σε μια νεοϊδρυθείσα ελβετική βιοφαρμακευτική εταιρεία, την Idorsia Ltd (εφεξής "Idorsia"). Η εξαγορά δεν είχε ως αποτέλεσμα καμία αλλαγή στις λειτουργίες του ομίλου, εκτός από εκείνη που περιγράφηκε παραπάνω και δεν είχε ως αποτέλεσμα την αλλαγή των λειτουργιών της ελληνικής Actelion.
- ▶ Η διαχείριση και στρατηγικές λειτουργίες του ομίλου εδρεύουν στην Ελβετία. Οι τοπικές οντότητες του ομίλου αναλαμβάνουν δραστηριότητες χονδρικής διανομής, πωλήσεις και μάρκετινγκ, καθώς και τοπική διαχείριση των δραστηριοτήτων υποστήριξης της κλινικής ανάπτυξης, ανάλογα με την τοποθεσία. Τέλος, η Actelion Pharmaceuticals δεν διαθέτει εγκαταστάσεις παραγωγής. Αντίθετα, αναθέτει την παραγωγή σε τρίτους.
- ▶ Η Actelion ιδρύθηκε το Δεκέμβριο του 2001 στην Αθήνα (Ελλάδα) με σκοπό τη χονδρική πώληση προϊόντων στα κανάλια διανομής της, στον ελληνικό χώρο. Η Actelion είναι υπεύθυνη για τη διανομή των προϊόντων της στην Ελλάδα και τις απαραίτητες σχετικές ενέργειες μάρκετινγκ, συμπεριλαμβανομένης της προώθησης των πωλήσεων.

Μετοχική σύνθεση εταιρείας



Προϊόντα





3 Επισκόπηση Εταιρείας

Συνοπτική παρουσίαση Χρηματοοικονομικών Στοιχείων

- 1 Επιτελική Σύνοψη
- 2 Ανάλυση Αγοράς
- 3 Επισκόπηση Εταιρείας**
- 4 Επιχειρηματικό Σχέδιο
- 5 Αποτελέσματα Αποτίμησης
- 6 Παραρτήματα

Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσεως

Νόμισμα: € χιλ.	2015Α	2016Α	2017Α	2018Α	2019Α
Καθαρά έσοδα	12.528	9.263	5.860	6.926	7.700
Κόστος πωλήσεων	(7.973)	(5.918)	(1.601)	(3.015)	(4.703)
Συνολικό Κόστος Πωληθέντων	(7.973)	(5.918)	(1.601)	(3.015)	(4.703)
Μικτό Κέρδος	4.555	3.345	4.259	3.910	2.997
Λοιπά συνήθη έσοδα	6	14	35	154	78
Έξοδα διοίκησης	(794)	(594)	(209)	(165)	(163)
Παροχές σε εργαζομένους	(1.174)	(1.561)	(1.997)	(1.769)	(1.169)
Αμοιβές και έξοδα τρίτων	(398)	(434)	(379)	(358)	-
Παροχές τρίτων	(399)	(377)	(367)	(362)	(144)
Φόροι - τέλη	(425)	(110)	(272)	(129)	(218)
Διάφορα έξοδα	(927)	(855)	(798)	(760)	(700)
Προβλέψεις εκμεταλλεύσεως	(69)	(652)	(18)	(39)	(325)
Έξοδα διάθεσης	(3.392)	(3.989)	(3.831)	(3.417)	(2.555)
Λειτουργικά Έξοδα	(4.186)	(4.583)	(4.040)	(3.583)	(2.718)
Λοιπά έξοδα και ζημιές	(18)	(22)	(39)	(194)	(22)
Κέρδη/Ζημιές από διάθεση μη κυκλοφορούντων στοιχείων	-	-	-	37	-
Λοιπά έσοδα και κέρδη	60	1.582	16	39	78
Κέρδη προ Φόρων, Τόκων και Αποσβέσεων	418	337	231	363	412
Αποσβέσεις	(11)	(8)	(18)	(27)	(4)
Κέρδη προ Φόρων και Τόκων	406	328	213	336	408
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	(2)	(7)	(4)	(3)	(5)
Πιστωτικοί τόκοι και συναφή έσοδα	0	2	3	17	1
Κέρδη προ Φόρων	405	323	212	350	403
Φόροι εισοδήματος	-	-	-	-	(146)
Καθαρά Κέρδη	405	323	212	350	403
Δείκτες Κερδοφορίας					
Ετήσια Μεταβολή Πωλήσεων %	(15,9%)	(39,7%)	30,9%	μδ	
Ετήσια Μεταβολή Καθαρών Εσόδων %	(26,1%)	(36,7%)	18,2%	11,2%	
Μικτό Περιθώριο Κέρδους %	36,4%	36,1%	72,7%	56,5%	38,9%
Περιθώριο ΚΠΦΤΑ %	3,3%	3,6%	3,9%	5,2%	5,4%
Περιθώριο ΚΠΦΤ %	3,2%	3,5%	3,6%	4,9%	5,3%
Περιθώριο ΚΠΦ %	3,2%	3,5%	3,6%	5,1%	5,2%
Περιθώριο Καθαρού Κέρδους %	3,2%	3,5%	3,6%	5,1%	3,3%

Σχολιασμός

Κύκλος εργασιών

- ▶ Τα έσοδα των Εταιρείας προέρχονται από έσοδα από πωλήσεις έξι φαρμακευτικών προϊόντων (Opsumit, Uptravi, Tracleer, Stayveer, Veletri και Zavesca).
- ▶ Το ύψος των καθαρών πωλήσεων της Εταιρείας παρουσίασε σημαντική μείωση κατά τη διάρκεια της ιστορικής περιόδου 2015Α-2019Α, καθώς το ύψος του Clawback αυξήθηκε κατά €1 εκατ. την περίοδο αυτή. Παρ' όλα αυτά η Εταιρεία διαφαίνεται να ανακάμπτει την τελευταία τριετία και τα καθαρά έσοδα παρουσιάστηκαν αυξημένα το 2019Α κατά περίπου 31% σε σχέση με το 2017Α.

Μικτό περιθώριο

- ▶ Το μικτό περιθώριο της Εταιρείας παρουσίασε σημαντικές διακυμάνσεις κατά την ιστορική περίοδο κάτι που οφείλεται στη σταθερή φύση των περιθωρίων ΚΠΦΤΑ και ΚΠΦΤ, με συνέπεια το κόστος πωληθέντων να πρέπει να αντισταθμίσει την αντίστοιχη αύξηση ή μείωση των πωλήσεων της Εταιρείας.
- ▶ Κατά μέσο όρο, την περίοδο 2015Α -2019Α, το μικτό περιθώριο κέρδους ανήλθε σε 48,1% με το 2017Α να παρουσιάζει το υψηλότερο μικτό περιθώριο κέρδους (72,7%).

Λειτουργικά έξοδα / Λειτουργική κερδοφορία

- ▶ Τα λειτουργικά έξοδα της Εταιρείας αποτελούνται από τα έξοδα διοίκησης και διάθεσης. Τα έξοδα διοίκησης ακολουθούν καθοδική πορεία κατά την ιστορική πενταετία και ανήλθαν στις €163 χιλ. το 2019Α.
- ▶ Τα έξοδα διάθεσης αφορούν σε παροχές σε εργαζομένους, αμοιβές και έξοδα τρίτων, παροχές τρίτων, φόρους-τέλη, διάφορα έξοδα και προβλέψεις εκμεταλλεύσεως. Στο σύνολο μειώθηκαν κατά 25% κατά τη διάρκεια της ιστορικής περιόδου.
- ▶ Το περιθώριο ΚΠΦΤΑ αυξήθηκε κατά τη διάρκεια της περιόδου 2015Α-2019Α, διαμορφούμενο σε 5,4% από 3,3% το 2015Α, ως αποτέλεσμα και της μείωσης των λειτουργικών εξόδων της Εταιρείας.
- ▶ Τέλος, το περιθώριο ΚΠΦΤ ανήλθε στο 5,3% το τελευταίο έτος της ιστορικής πενταετίας, αυξημένο κατά 2% σε σχέση με το 2015Α.

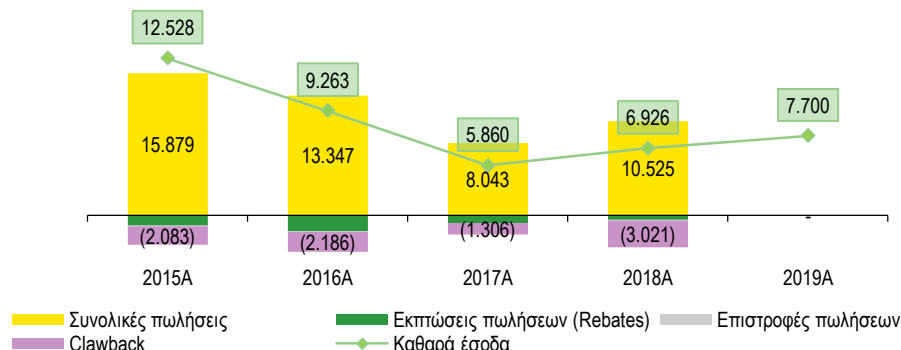
3 Επισκόπηση Εταιρείας

Συνοπτική παρουσίαση Χρηματοοικονομικών Στοιχείων

- 1 Επιτελική Σύνοψη
- 2 Ανάλυση Αγοράς
- 3 Επισκόπηση Εταιρείας**
- 4 Επιχειρηματικό Σχέδιο
- 5 Αποτελέσματα Αποτίμησης
- 6 Παραρτήματα

Ανάλυση πωλήσεων

Νόμισμα: € χιλ.	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
Συνολικές πωλήσεις	15.879	13.347	8.043	10.525	μδ
Εκπτώσεις πωλήσεων (Rebates)	(1.203)	(1.806)	(862)	(532)	μδ
Επιστροφές πωλήσεων	(65)	(92)	(15)	(46)	μδ
Clawback	(2.083)	(2.186)	(1.306)	(3.021)	μδ
Καθαρά έσοδα	12.528	9.263	5.860	6.926	7.700
Ετήσια μεταβολή (Συνολικές πωλήσεις)		(15,9%)	(39,7%)	30,9%	μδ
Ετήσια Μεταβολή Καθαρών Εσόδων %		(26,1%)	(36,7%)	18,2%	11,2%



Ανάλυση λειτουργικών εξόδων

Νόμισμα: € χιλ.	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
Έξοδα διοίκησης	794	594	209	165	163
Έξοδα διάθεσης	3.392	3.989	3.831	3.417	2.555
Παροχές σε εργαζομένους	1.174	1.561	1.997	1.769	1.169
Αμοιβές και έξοδα τρίτων	398	434	379	358	-
Παροχές τρίτων	399	377	367	362	144
Φόροι - τέλη	425	110	272	129	218
Διάφορα έξοδα	927	855	798	760	700
Προβλέψεις εκμεταλλεύσεως	69	652	18	39	325
Συνολικά λειτουργικά έξοδα	4.186	4.583	4.040	3.583	2.718
Ετήσια μεταβολή λειτουργικών εξόδων	-	9,5%	(11,8%)	(11,3%)	(24,1%)
Ως ποσοστό του κύκλου εργασιών	33,4%	49,5%	69,0%	51,7%	35,3%

Σχολιασμός

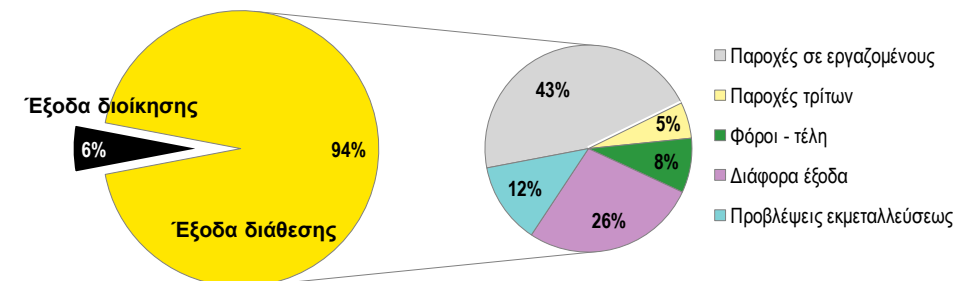
Πωλήσεις (Συνολικές / Καθαρές)

- Κατά την ιστορική περίοδο, οι συνολικές πωλήσεις μειώθηκαν κατά περίπου €5 εκατ. από το 2015A έως το 2018A ενώ αύξηση παρουσίασαν τα clawback που αφορούν επιστροφή χρημάτων στο δημόσιο. Ως αποτέλεσμα των ανωτέρω, τα καθαρά έσοδα της Εταιρείας παρουσίασαν αντίστοιχη μείωση και έφτασαν τα €7,7 εκατ. το 2019A.
- Από τον Ιούλιο του 2019, η Εταιρεία λειτουργεί υπό τη διοίκηση της Janssen Hellas και οι πωλήσεις της παρουσίασαν ανοδική τάση, κάτι που σύμφωνα με τη Διοίκηση αναμένεται να συνεχιστεί και τα επόμενα έτη.
- Πιο συγκεκριμένα, οι καθαρές πωλήσεις παρουσίασαν ετήσιο ρυθμό μεταβολής ίσο με 18,2% το 2018A και 11,2% το 2019A.
- Αξίζει να σημειωθεί ότι τα καθαρά έσοδα της Εταιρείας, αποτέλεσαν κατά μέσο όρο το 71% των συνολικών πωλήσεων, κάτι που σημαίνει ότι σχεδόν το 30% αυτών είτε επιστράφηκε στο δημόσιο υπό τη μορφή clawback είτε αποτέλεσε εκπτώσεις υπό τη μορφή rebates.

Λειτουργικά έξοδα

- Κατά τη διάρκεια της περιόδου 2015A-2018A, τα λειτουργικά έξοδα της εταιρείας παρουσίασαν μείωση της τάξης του 35,1%.
- Το 2019A τα λειτουργικά έξοδα συντελέστηκαν κατά 94% από τα έξοδα διάθεσης και κατά 6% από τα έξοδα διοίκησης. Τις μεγαλύτερες κατηγορίες των εξόδων διάθεσης αποτέλεσαν οι παροχές σε εργαζομένους (43%) και τα διάφορα έξοδα (26%) τα οποία αφορούν σε έξοδα εξωτερικών συμβούλων, έξοδα μεταφοράς προσωπικού, έξοδα για εκδηλώσεις κλπ.

Επιμερισμός λειτουργικών εξόδων 2019A:





3 Επισκόπηση Εταιρείας

Συνοπτική παρουσίαση Χρηματοοικονομικών Στοιχείων

- 1 Επιτελική Σύνοψη
- 2 Ανάλυση Αγοράς
- 3 Επισκόπηση Εταιρείας**
- 4 Επιχειρηματικό Σχέδιο
- 5 Αποτελέσματα Αποτίμησης
- 6 Παραρτήματα

Ιστορικός Ισολογισμός Εταιρείας

Νόμισμα: € χιλ.	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
Ακίνητα	48	44	41	0	0
Λοιπός εξοπλισμός	17	56	48	38	3
Λοιπές χρηματοοικονομικές απαιτήσεις	63	58	66	66	16
Μη Κυκλοφορούντα Περιουσιακά Στοιχεία	129	158	155	104	19
Αποθέματα	2.289	1.953	1.663	5.391	-
Εμπορικές απαιτήσεις	16.023	2.835	2.803	3.044	3.146
Λοιπές απαιτήσεις	1.180	2.782	492	439	516
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	3.586	15.761	16.758	11.840	3.073
Τρέχουσες φορολογικές απαιτήσεις	-	-	-	-	92
Κυκλοφορούντα Περιουσιακά Στοιχεία	23.078	23.331	21.716	20.714	6.826
Σύνολο Ενεργητικού	23.206	23.489	21.870	20.818	6.845
ΠΑΘΗΤΙΚΟ					
Καταβεβλημένα κεφάλαια	422	422	7.382	7.382	7.382
Αποθεματικά νόμων ή καταστατικού	154	154	154	154	154
Αποτελέσματα εις νέο	(4.312)	(3.989)	(3.776)	(3.499)	(3.242)
Ίδια Κεφάλαια	(3.736)	(3.413)	3.760	4.037	4.294
Προβλέψεις για παροχές σε εργαζομένους	176	128	146	185	202
Λοιπές προβλέψεις	1.342	757	784	757	772
Προβλέψεις	1.518	885	930	942	974
Τραπεζικά δάνεια	22.000	22.000	-	-	-
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	22.000	22.000	-	-	-
Τραπεζικά δάνεια	-	-	15.040	10.040	-
Εμπορικές υποχρεώσεις	1.285	1.033	1.179	4.763	1.316
Λοιποί φόροι-τέλη	108	72	83	84	210
Οργανισμοί κοινωνικής ασφάλισης	68	69	73	67	77
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις και έξοδα χρήσης δεδουλευμένα	1.863	2.843	807	886	(25)
Έσοδα επόμενων χρήσεων	100	-	-	-	-
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	3.424	4.017	17.181	15.839	1.577
Συνολικές υποχρεώσεις	25.424	26.017	17.181	15.839	1.577
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων και Υποχρεώσεων	23.206	23.489	21.870	20.818	6.845

Σχολιασμός

Ισολογισμός

- ▶ Δεδομένης της δραστηριότητας της Εταιρείας, το ενεργητικό της αποτελείται κατά το μεγαλύτερο μέρος του από κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία. Τα ενσώματα πάγια αφορούν σε εξοπλισμό και λοιπές χρηματοοικονομικές απαιτήσεις (δοσμένες εγγυήσεις για την εκμίσθωση γραφείων και αυτοκινήτων).
- ▶ Τα κυκλοφορούντα στοιχεία περιλαμβάνουν αποθέματα (τα οποία μηδενίζονται από το 2019A και έπειτα), εμπορικές και λοιπές απαιτήσεις και ταμειακά διαθέσιμα.
- ▶ Οι εμπορικές απαιτήσεις παρουσίασαν μικρή αύξηση κατά τη διάρκεια της τελευταίας τριετίας. Ειδικότερα, από €2,8 εκατ. το 2017A, διαμορφώθηκαν σε €3,2 εκατ. το 2019A. Αυτές αφορούν κατά το μεγαλύτερο μέρος τους σε απαιτήσεις προς τον ΕΟΠΥΥ και απαιτήσεις από συνδεδεμένες εταιρείες.
- ▶ Οι λοιπές απαιτήσεις αναλύονται σε παρακρατούμενους φόρους 4% από πωλήσεις στο Ελληνικό δημόσιο, απαιτήσεις από συνδεδεμένες εταιρείες και παρακρατούμενους φόρους από τόκους και ανήλθαν σε €516 χιλ. το 2019A.
- ▶ Τα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα παρουσίασαν σημαντική μείωση καθώς χρησιμοποιήθηκαν για την πλήρη αποπληρωμή του τραπεζικού δανείου της Εταιρείας, και ανήλθαν σε €3,1 εκατ. το τελευταίο έτος της ιστορικής περιόδου.
- ▶ Ο τραπεζικός δανεισμός ανήλθε σε €22 εκατ. το 2015A και 2016A, ενώ από το 2017A κατατάχθηκε στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της Εταιρείας και όπως προαναφέρθηκε, αποπληρώθηκε πλήρως εντός του 2019A.
- ▶ Οι εμπορικές υποχρεώσεις της Εταιρείας αφορούν σε υποχρεώσεις προς προμηθευτές και συνδεδεμένες εταιρείες, και ανήλθαν κατά μέσο όρο σε €1,2 εκατ.

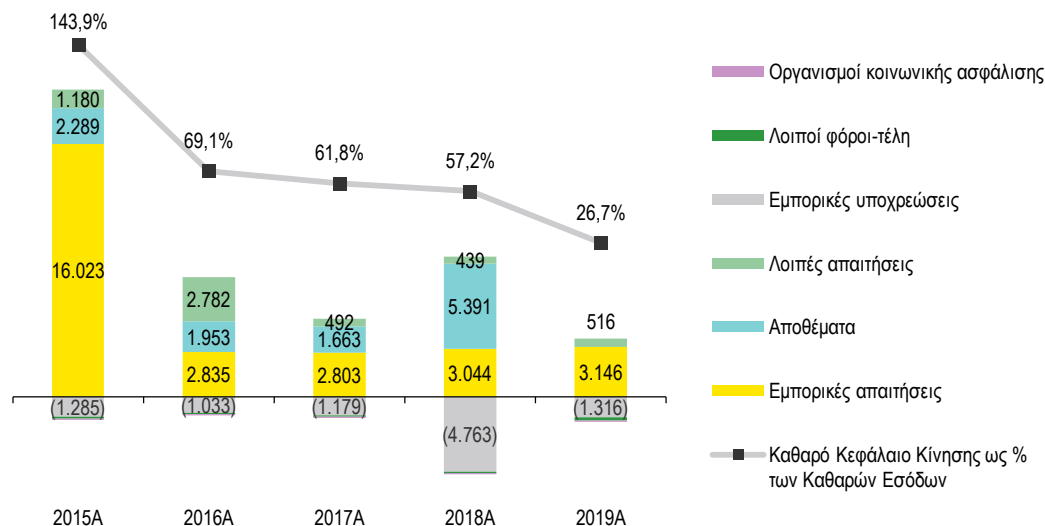
3 Επισκόπηση Εταιρείας

Συνοπτική παρουσίαση Χρηματοοικονομικών Στοιχείων

- 1 Επιτελική Σύνοψη
- 2 Ανάλυση Αγοράς
- 3 Επισκόπηση Εταιρείας**
- 4 Επιχειρηματικό Σχέδιο
- 5 Αποτελέσματα Αποτίμησης
- 6 Παραρτήματα

Αποσπάσματα από τον Ισολογισμό – Κεφάλαιο Κίνησης

Νόμισμα: € χιλ.	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
Αποθέματα	2.289	1.953	1.663	5.391	-
Εμπορικές απαιτήσεις	16.023	2.835	2.803	3.044	3.146
Λοιπές απαιτήσεις	1.180	2.782	492	439	516
Βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις	19.491	7.570	4.957	8.874	3.662
Εμπορικές υποχρεώσεις	(1.285)	(1.033)	(1.179)	(4.763)	(1.316)
Λοιποί φόροι-τέλη	(108)	(72)	(83)	(84)	(210)
Οργανισμοί κοινωνικής ασφάλισης	(68)	(69)	(73)	(67)	(77)
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	(1.461)	(1.174)	(1.335)	(4.914)	(1.603)
Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης	18.030	6.396	3.623	3.960	2.059
ΚΚΚ ως % των Καθαρών Εσόδων	143,9%	69,1%	61,8%	57,2%	26,7%



Ταμειακός κύκλος	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
Ημέρες κυκλοφορίας των αποθεμάτων	105	120	379	653	-
Ημέρες είσπραξης των απαιτήσεων	467	112	175	160	149
Ημέρες αποπληρωμής των εμπορικών (και λοιπών) υποχρεώσεων	59	64	269	576	102

Σχολιασμός

Κεφάλαιο Κίνησης

- Το καθαρό ταμειακό κεφάλαιο κίνησης παρουσίασε καθοδική πορεία κατά την ιστορική περίοδο και ανήλθε στα €2,1 εκατ. το 2019A, μειωμένο κατά €1,6 εκατ. από τα επίπεδα του 2017A.
- Ως ποσοστό των καθαρών εσόδων της Εταιρείας, το ΚΚΚ αποτέλεσε το 26,7% αυτών, κατά τη χρήση 2019A.
- Οι εμπορικές απαιτήσεις αποτελούν τη μεγαλύτερη συνιστώσα του καθαρού κεφαλαίου κίνησης, αφού πλέον τα αποθέματα της Εταιρείας παρουσιάζονται μηδενικά.
- Οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις αποτελούνται κατά τη συντριπτική πλειοψηφία τους από τις εμπορικές υποχρεώσεις της Εταιρείας (~82%).

Ημέρες Κεφαλαίου Κίνησης

- Κατά την ιστορική περίοδο παρουσιάστηκε αύξηση στις ημέρες κυκλοφορίας των αποθεμάτων. Σύμφωνα με τη νέα πολιτική της Εταιρείας, δε θα παραμένουν αποθέματα στην Εταιρεία καθώς τα εμπορεύματα θα παραλαμβάνονται και θα αποδίδονται στους πελάτες βάσει παραγγελιών.
- Οι ημέρες είσπραξης των απαιτήσεων ανήλθαν σε 149 ημέρες, ακολουθώντας ελαφρώς καθοδική πορεία την τελευταία τριετία (από 175 το 2017A), ενώ οι ημέρες αποπληρωμής των εμπορικών και λοιπών υποχρεώσεων επανήλθαν στις 102 ημέρες, όπου είναι και ο συνηθής κύκλος αποπληρωμής των υποχρεώσεων σύμφωνα με τη Διοίκηση της Εταιρείας.
- Ο ταμειακός κύκλος της Εταιρείας βελτιώθηκε το 2019, κυρίως λόγω της αλλαγής της πολιτικής της Εταιρείας αναφορικά με τα αποθέματα. Οι ημέρες είσπραξης απαιτήσεων ανέρχονται κατά μέσο όρο σε 161 ημέρες κατά την τελευταία τριετία, και αφορούν απαιτήσεις από το ΕΟΠΥΥ που χαρακτηρίζονται ανελαστικές και βάσει πολιτικής του Υπουργείου Υγείας.

4

Επιχειρηματικό Σχέδιο





4 Επιχειρηματικό Σχέδιο

Προβλεπόμενη Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης

- 1 Επιτελική Σύνοψη
- 2 Ανάλυση Αγοράς
- 3 Επισκόπηση Εταιρείας
- 4 Επιχειρηματικό Σχέδιο**
- 5 Αποτελέσματα Αποτίμησης
- 6 Παραρτήματα

Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσεων (2019Α – 2024Π)

Νόμισμα: € χιλ.	2019Α	2020Π	2021Π	2022Π	2023Π	2024Π
Καθαρά έσοδα	7.700	8.047	8.449	8.914	9.449	9.921
Κόστος πωλήσεων	(4.703)	(4.846)	(5.172)	(5.550)	(5.996)	(6.379)
Συνολικό Κόστος Πωληθέντων	(4.703)	(4.846)	(5.172)	(5.550)	(5.996)	(6.379)
Μικτό Κέρδος	2.997	3.200	3.277	3.363	3.453	3.542
Λοιπά συνήθη έσοδα	78	50	50	50	50	50
Έξοδα διοίκησης	(163)	(157)	(160)	(163)	(166)	(170)
Παροχές σε εργαζομένους	(1.169)	(1.192)	(1.216)	(1.240)	(1.265)	(1.290)
Παροχές τρίτων	(144)	(147)	(150)	(153)	(156)	(160)
Φόροι - τέλη	(218)	(222)	(226)	(231)	(236)	(240)
Διάφορα έξοδα	(700)	(714)	(728)	(743)	(758)	(773)
Προβλέψεις εκμεταλλεύσεως	(325)	(331)	(338)	(345)	(351)	(359)
Έξοδα διάθεσης	(2.555)	(2.606)	(2.658)	(2.712)	(2.766)	(2.821)
Λειτουργικά Έξοδα	(2.718)	(2.763)	(2.818)	(2.875)	(2.932)	(2.991)
Λοιπά έξοδα και ζημιές	(22)	-	-	-	-	-
Λοιπά έσοδα και κέρδη	78	-	-	-	-	-
Κέρδη προ Φόρων, Τόκων και Αποσβέσεων	412	487	509	539	571	601
Αποσβέσεις	(4)	(5)	(2)	(4)	(4)	(6)
Κέρδη προ Φόρων και Τόκων	408	483	507	535	567	595
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	(5)	-	-	-	-	-
Πιστωτικοί τόκοι και συναφή έσοδα	1	1	1	2	2	2
Κέρδη προ Φόρων	403	484	508	536	569	597
Φόροι εισοδήματος	(146)	(116)	(122)	(129)	(136)	(143)
Καθαρά Κέρδη	257	368	386	408	432	454

Δείκτες Κερδοφορίας

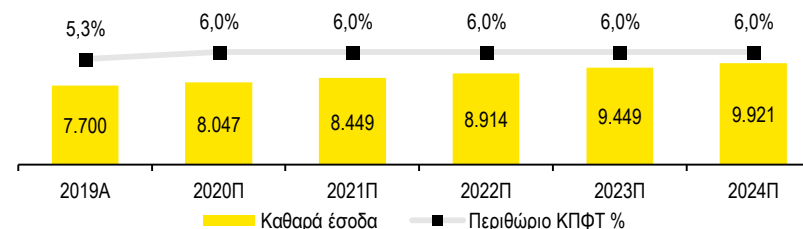
Ετήσια Μεταβολή Καθαρών Εσόδων %	11,2%	4,5%	5,0%	5,5%	6,0%	5,0%
Μικτό Περιθώριο Κέρδους %	38,9%	39,8%	38,8%	37,7%	36,5%	35,7%
Περιθώριο ΚΠΦΤΑ %	5,4%	6,1%	6,0%	6,0%	6,0%	6,1%
Περιθώριο ΚΠΦΤ %	5,3%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Περιθώριο ΚΠΦ %	5,2%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Περιθώριο Καθαρού Κέρδους %	3,3%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%

Σχολιασμός

- Σύμφωνα με τη Διοίκηση, τα καθαρά έσοδα (συνολικές πωλήσεις αφαιρούμενων των Rebates και Clawback) εκτιμάται να παρουσιάσουν ανοδική τάση κατά τη διάρκεια της χρήσεως του 2020Π με ρυθμό αύξησης 4,5%, δεδομένης της προοπτικής ανάπτυξης του φαρμακευτικού κλάδου αλλά και των στρατηγικών στόχων του ομίλου. Στη συνέχεια της προβλεπόμενης πενταετίας τα καθαρά έσοδα αναμένεται να παρουσιάσουν ελαφρώς ανοδικό ρυθμό μεταβολής, και να διαμορφωθούν σε €9,9 εκατ. το 2024Π.
- Το μικτό περιθώριο κέρδους εκτιμάται να μειωθεί ελαφρώς κατά τη διάρκεια της πενταετίας, διαμορφούμενο στο 35,7% το τελευταίο έτος των προβλέψεων.
- Επιπλέον, τα λειτουργικά έξοδα της Εταιρείας αναμένεται να παρουσιάσουν αύξηση ελαφρώς μεγαλύτερη του πληθωρισμού, με ετήσιο ρυθμό μεταβολής 2%, από το 2020Π και μετά, αγγίζοντας τα €3,0 εκατ. το τελευταίο έτος του επιχειρηματικού σχεδίου.
- Το περιθώριο ΚΠΦΤ, σύμφωνα με απόφαση της Διοίκησης, λόγω LRD, θα παραμείνει σταθερό στο 6,0% διαμορφώνοντας τα κέρδη προ φόρων και τόκων της Εταιρείας στα €0,6 εκατ. το 2024Π.
- Τέλος, όσον αφορά τα κέρδη μετά φόρων, αυτά αναμένεται αρχικά να παρουσιάσουν σημαντική αύξηση (κατά €111 χιλ.) το 2020Π και στη συνέχεια να αυξάνονται σταδιακά, κατά περίπου €20 χιλ. το χρόνο.
- Στη συνέχεια της υπό εξέταση περιόδου, τα καθαρά κέρδη εκτιμάται ότι θα αυξάνονται σταθερά με μέσο ετήσιο ρυθμό μεταβολής ίσο με 5,4% και θα φτάσουν τις €454 χιλ. το 2024Π.

Ανάλυση κερδοφορίας (2019Α – 2024Π)

€ χιλ.



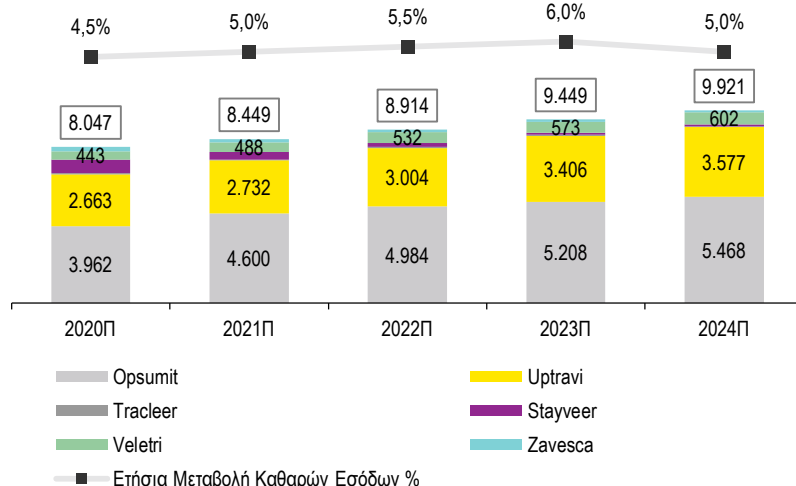
4 Επιχειρηματικό Σχέδιο

Εισαγωγή και Σκοπός εργασίας

- 1 Επιτελική Σύνοψη
- 2 Ανάλυση Αγοράς
- 3 Επισκόπηση Εταιρείας
- 4 Επιχειρηματικό Σχέδιο**
- 5 Αποτελέσματα Αποτίμησης
- 6 Παραρτήματα

Ανάλυση Καθαρών Εσόδων

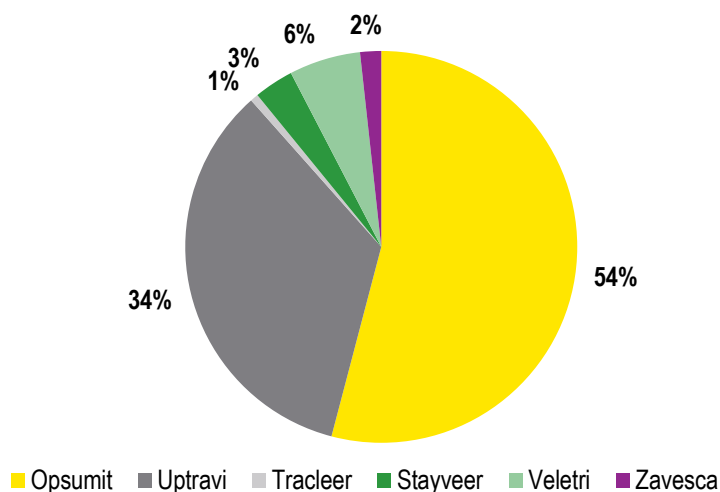
€ χιλ.



Σχολιασμός

- Τη μεγαλύτερη πηγή καθαρών εσόδων της Εταιρείας αναμένεται να αποτελέσουν οι πωλήσεις του φαρμάκου Opsumit, καθώς αυτές εκτιμώνται να αποτελούν το 54% των εσόδων, κατά μέσο όρο, στην πενταετία προβλέψεων, παρ' ότι η τιμή πώλησής του αναμένεται να μειωθεί ελαφρώς (από περίπου €1900 σε περίπου €1600)
- Τη μεγαλύτερη τιμή ανά συσκευασία έχει το Upravi (~ €3 χιλ.) το οποίο αποτελεί τη δεύτερη μεγαλύτερη πηγή εσόδων, καταλαμβάνοντας το 34% αυτών κατά μέσο όρο κατά την προβλεπόμενη περίοδο. Αξίζει επίσης να αναφερθεί ότι η Εταιρεία σχεδιάζει να προωθήσει το προϊόν αυτό και να αυξήσει τις πωλήσεις του (σε συσκευασίες) κατά 24% ετησίως.
- Το Tracleer αναμένεται να παρουσιάσει τη μεγαλύτερη αύξηση στην τιμή πώλησης με μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης ίσο με 16%. Παρ' όλα αυτά ο όγκος πωλήσεων του συγκεκριμένου προϊόντος αναμένεται να μειωθεί δραματικά με αποτέλεσμα οι πωλήσεις του να ακολουθούν καθοδική πορεία.
- Ο μεγαλύτερος όγκος πωλήσεων αντιστοιχεί στο Veletri το οποίο πωλείται και στη χαμηλότερη τιμή σχετικά με τα υπόλοιπα προϊόντα (~ €45).

Επιμερισμός καθαρών εσόδων ανά προϊόν (2020Π – 2024Π):



Καθαρές Πωλήσεις φαρμάκων (2020Π – 2024Π)

Νόμισμα: € χιλ.	2020Π	2021Π	2022Π	2023Π	2024Π
Opsumit	3.962	4.600	4.984	5.208	5.468
Upravi	2.663	2.732	3.004	3.406	3.577
Tracleer	64	62	59	55	58
Stayveer	676	391	202	94	99
Veletri	443	488	532	573	602
Zavesca	239	177	133	111	117
Καθαρά έσοδα	8.047	8.449	8.914	9.449	9.921
Ετήσια μεταβολή λειτουργικών εξόδων	4,5%	5,0%	5,5%	6,0%	5,0%

4 Επιχειρηματικό Σχέδιο

Εισαγωγή και Σκοπός εργασίας

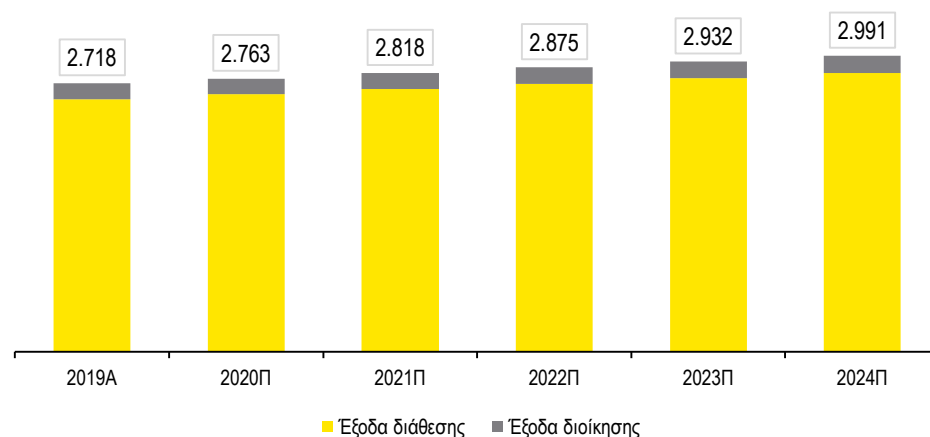
- 1 Επιτελική Σύνοψη
- 2 Ανάλυση Αγοράς
- 3 Επισκόπηση Εταιρείας
- 4 Επιχειρηματικό Σχέδιο**
- 5 Αποτελέσματα Αποτίμησης
- 6 Παραρτήματα

Ανάλυση λειτουργικών εξόδων

Νόμισμα: € χιλ.	2019Α	2020Π	2021Π	2022Π	2023Π	2024Π
Έξοδα διοίκησης	163	157	160	163	166	170
Έξοδα διάθεσης	2.555	2.606	2.658	2.712	2.766	2.821
Παροχές σε εργαζομένους	1.169	1.192	1.216	1.240	1.265	1.290
Παροχές τρίτων	144	147	150	153	156	160
Φόροι - τέλη	218	222	226	231	236	240
Διάφορα έξοδα	700	714	728	743	758	773
Προβλέψεις εκμεταλλεύσεως	325	331	338	345	351	359
Συνολικά λειτουργικά έξοδα	2.718	2.763	2.818	2.875	2.932	2.991
Ετήσια μεταβολή λειτουργικών εξόδων	(24,1%)	1,7%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Ως ποσοστό των καθαρών εσόδων	35,3%	34,3%	33,4%	32,2%	31,0%	30,1%

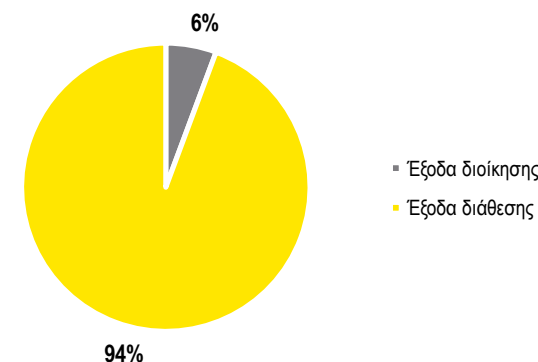
Επιμερισμός λειτουργικών εξόδων (2019Α – 2024Π):

€ χιλ.



Σχολιασμός

- Σε σχέση με τα καθαρά έσοδα της Εταιρείας, τα λειτουργικά έξοδα αναμένεται να αυξηθούν με χαμηλότερο ρυθμό, κατά την διάρκεια της προβλεπόμενης περιόδου 2020Π-2024Π.
- Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής τους αναμένεται να ανέλθει στο 1,9%, ενώ ως ποσοστό των καθαρών εσόδων εκτιμάται ότι θα κυμανθούν από 30,1% έως 34,3%.
- Τα έξοδα διάθεσης αποτελούν το μεγαλύτερο μέρος των λειτουργικών εξόδων και εκτιμάται ότι θα ισούνται, κατά μέσο όρο, με το 94% αυτών, στη διάρκεια της υπό εξέτασης περιόδου. Η δαπάνη αυτή θα αυξάνεται κατά 2,0% ανά έτος, αντίστοιχα με τις προβλέψεις για την αύξηση του πληθωρισμού.
- Το μεγαλύτερο μερίδιο των εξόδων διάθεσης (46%) το κατέχουν οι παροχές στους εργαζόμενους, ενώ σημαντικό ποσοστό κατέχουν τα διάφορα έξοδα (27%).
- Όσον αφορά τα έξοδα διοίκησης, σύμφωνα με το επιχειρηματικό σχέδιο της Διοίκησης, αυτά αναμένεται να ανέλθουν σε €163 χιλ. το 2019Α κυρίως λόγω των ενεργειών εξορθολογισμού των εξόδων. Στη συνέχεια της υπό εξέτασης περιόδου, αυτά αναμένεται να αυξάνονται κατά 2,0% ετησίως, ομοίως με τα έξοδα διάθεσης, και να φτάσουν τις €170 χιλ. το 2024Π.
- Συνολικά, τα λειτουργικά έξοδα της Εταιρείας εκτιμάται ότι θα αγγίξουν τα €3 εκατ. το τελευταίο έτος του επιχειρηματικού σχεδίου.



4 Επιχειρηματικό Σχέδιο

Ανάλυση Κεφαλαίου Κίνησης και Κεφαλαιουχικών Δαπανών

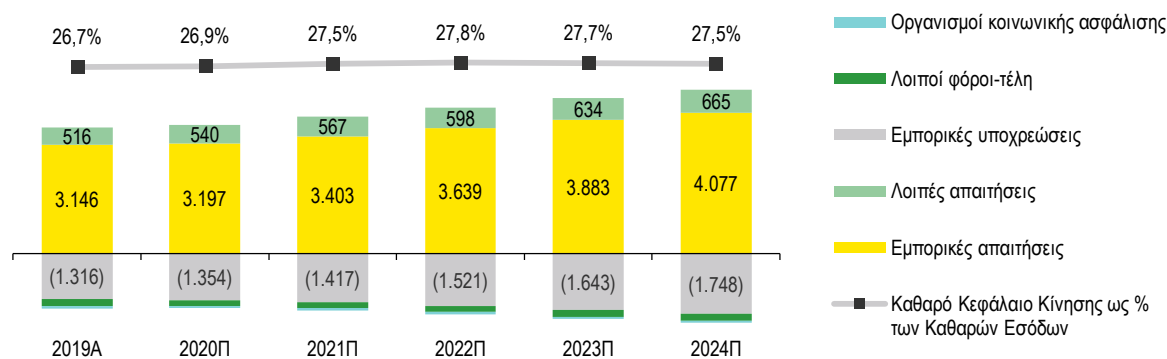
1 Επιτελική Σύνοψη
2 Ανάλυση Αγοράς
3 Επισκόπηση Εταιρείας
4 Επιχειρηματικό Σχέδιο
5 Αποτελέσματα Αποτίμησης
6 Παραρτήματα

Ανάλυση Κεφαλαίου Κίνησης (2019Α 2024Π)

Νόμισμα: € χιλ.	2019Α	2020Π	2021Π	2022Π	2023Π	2024Π
Εμπορικές απαιτήσεις	3.146	3.197	3.403	3.639	3.883	4.077
Λοιπές απαιτήσεις	516	540	567	598	634	665
Εμπορικές υποχρεώσεις	1.316	1.354	1.417	1.521	1.643	1.748
Λοιποί φόροι-τέλη	210	159	167	176	187	196
Οργανισμοί κοινωνικής ασφάλισης	77	62	63	65	66	67
Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης	2.059	2.161	2.322	2.475	2.621	2.732
Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης ως % των Καθαρών Εσόδων	26,7%	26,9%	27,5%	27,8%	27,7%	27,5%

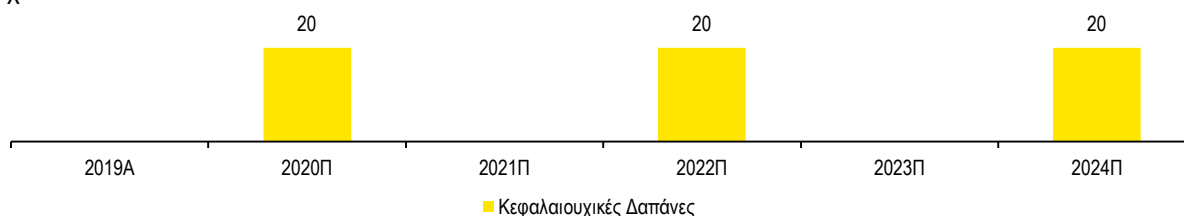
Ανάλυση κεφαλαίου κίνησης (2019Α-2024Π):

€ χιλ.



Κεφαλαιουχικές Δαπάνες (2019Α - 2024Π)

€ χιλ.



Ταμειακός Κύκλος

	2019Α	2020Π	2021Π	2022Π	2023Π	2024Π
Ημέρες είσπραξης των απαιτήσεων	149	145	147	149	150	150
Ημέρες αποπληρωμής λοιπών και εμπορικών υποχρεώσεων	102	102	100	100	100	100

Σχολιασμός

- ▶ Κατά τη διάρκεια της προβλεπόμενης περιόδου, το κεφάλαιο κίνησης παρουσιάζει ελαφρά ανοδική πορεία, και ως ποσοστό επί του κύκλου εργασιών ανέρχεται από 26,7% έως 27,5% αυτού.
- ▶ Σε ότι αφορά την εξέλιξη του λογαριασμού απαιτήσεων, προβλέπεται ότι η κυκλοφοριακή του ταχύτητα θα διαμορφωθεί κατά μέσο όρο στις 148 ημέρες κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου.
- ▶ Το ύψος των εμπορικών υποχρεώσεων εκτιμάται ότι θα αυξηθεί σταδιακά κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, κατ' αναλογία με τα καθαρά έσοδα, μετά από μια σημαντική μείωση το 2019Π η οποία οφείλεται στη μείωση των ημερών πληρωμών προς τους προμηθευτές.
- ▶ Οι κεφαλαιουχικές δαπάνες της εταιρείας εκτιμάται να ανέρχονται σε €20 χιλ. ανά δύο έτη καθ' όλη την περίοδο του επιχειρηματικού σχεδίου και σχετίζονται κυρίως με συντήρηση συγκεκριμένου πάγιου εξοπλισμού.

5

Αποτελέσματα Αποτίμησης





5 Αποτελέσματα Αποτίμησης

Προσέγγιση με βάση το Εισόδημα

- 1 Επιτελική Σύνοψη
- 2 Ανάλυση Αγοράς
- 3 Επισκόπηση Εταιρείας
- 4 Επιχειρηματικό Σχέδιο
- 5 Αποτελέσματα ...**
- 6 Παραρτήματα

Ελεύθερες ταμειακές ροές της Εταιρείας:

Νόμισμα: € χιλ.	2019Α	2020Π	2021Π	2022Π	2023Π	2024Π	ΤΡ
Κύκλος Εργασιών	8.047	8.449	8.914	9.449	9.921	10.169	
% Μεταβολή	4,5%	5,0%	5,5%	6,0%	5,0%	2,5%	
ΚΠΦΤΑ	487	509	539	571	601	620	
Περιθώριο ΚΠΦΤΑ %	6,1%	6,0%	6,0%	6,0%	6,1%	6,1%	
ΚΠΦΤ	483	507	535	567	595	610	
Περιθώριο ΚΠΦΤ %	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	
Προσαρμογές:							
Μείον: Φόρος Εισοδήματος	(116)	(122)	(128)	(136)	(143)	(146)	
Πλέον: Αποσβέσεις	5	2	4	4	6	10	
Μείον: Κεφαλαιουχικές Δαπάνες	(20)	-	(20)	-	(20)	(10)	
Κεφαλαιουχικές Δαπάνες ως % του Κύκλου Εργασιών	0,25%	0,00%	0,22%	0,00%	0,20%	0,10%	
Κεφάλαιο Κίνησης	2.161	2.322	2.475	2.621	2.732	2.800	
Κεφάλαιο Κίνησης ως % του Κύκλου Εργασιών	26,9%	27,5%	27,8%	27,7%	27,5%	27,5%	
Μείον: Μεταβολή Κεφαλαίου Κίνησης	(102)	(161)	(153)	(146)	(110)	(68)	
Ελεύθερη Ταμειακή Ροή Εταιρείας	250	226	237	289	328	395	
Τερματική Αξία							5.203
Συντελεστής Προεξόφλησης	0,95	0,87	0,79	0,71	0,65	0,62	
Παρούσα αξία ελεύθερης ταμειακής ροής	238	196	187	206	213	3.216	
Παρούσα αξία - Προβλεπόμενη περίοδος	1.040						
Παρούσα αξία - Διηκενές	3.216						
Πλέον: Αναβαλλόμενες Φορολογικές Απαιτήσεις	-						
Αξία Εταιρείας (ΕΥ)	4.256						
Προσαρμογές την 31.12.2019							
Μείον: Τραπεζικός Δανεισμός	-						
Μείον: Προβλέψεις	(850)						
Πλέον: Ταμειακά Διαθέσιμα και Ισοδύναμα	3.073						
Αξία Ιδίων Κεφαλαίων (100%)	6.478						
Πηγή: Διοίκηση, Ανάλυση ΕΥ							

Οι προβλέψεις (€850 χιλ.) αναφέρονται σε πρόβλεψη αποζημίωσης προσωπικού καθώς και σε προβλέψεις για δικαστικές αγωγές

Παραδοχές αποτίμησης

- ▶ Ημερομηνία αποτίμησης είναι η 31^η Δεκεμβρίου 2019.
- ▶ Το μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC) υπολογίζεται σε **10,10%**.
- ▶ Το επιχειρηματικό σχέδιο το οποίο παρασχεθήκε από τη Διοίκηση περιλαμβάνει 5-ετή προβλεπόμενη περίοδο, 2020Π έως 2024Π.
- ▶ Έχουμε αναπτύξει ένα μοντέλο προεξόφλησης μελλοντικών ταμειακών ροών δύο σταδίων, το οποίο αποτελείται από τα εξής τμήματα αποτίμησης:
 - ▶ Προβλεπόμενη περίοδος: Προβλέψεις Διοίκησης για την περίοδο 2020Π – 2024Π;
 - ▶ Διηκενές: Εκτίμηση ελεύθερης ταμειακής ροής στο διηκενές.
- ▶ Η εκτίμηση της ελεύθερης ταμειακής ροής στο διηκενές (τερματική ροή, «ΤΡ») βασίζεται στα οικονομικά μεγέθη του τελευταίου έτους της προβλεπόμενης περιόδου, το 2024Π, καθώς και στις εξής παραδοχές:
 - ▶ Ο ρυθμός ανάπτυξης στο διηκενές εκτιμάται σε 2,5%, δεδομένου ότι η Εταιρεία θα λειτουργεί στα πλαίσια ώριμης αγοράς.
 - ▶ Το περιθώριο ΚΠΦΤ στην ΤΡ εκτιμάται σε 6,0%, σύμφωνα με την πολιτική της Εταιρείας για σταθερή λειτουργική κερδοφορία σύμφωνα με το εύρος αποδεκτών ποσοστών από το φάκελο τεκμηρίωσης ενδοομιλικών συναλλαγών.
 - ▶ Το κεφάλαιο κίνησης ως ποσοστό του κύκλου εργασιών στην ΤΡ εκτιμάται σε 27,5% ίσο με τον αντίστοιχο δείκτη του τελευταίου έτους προβλέψεων. Ο αντίστοιχος μέσος όρος συγκρίσιμων εταιρειών ανέρχεται σε 19,4%.
 - ▶ Οι κεφαλαιουχικές δαπάνες στην ΤΡ εκτιμώνται σε €10 χιλ. Ο δείκτης κεφαλαιουχικών δαπανών προς έσοδα εκτιμάται σε 0,1% και συνάδει με τον αντίστοιχο δείκτη συγκρίσιμων εταιρειών του κλάδου 0,3%-0,4%.

Αξία Ιδίων Κεφαλαίων (100%)

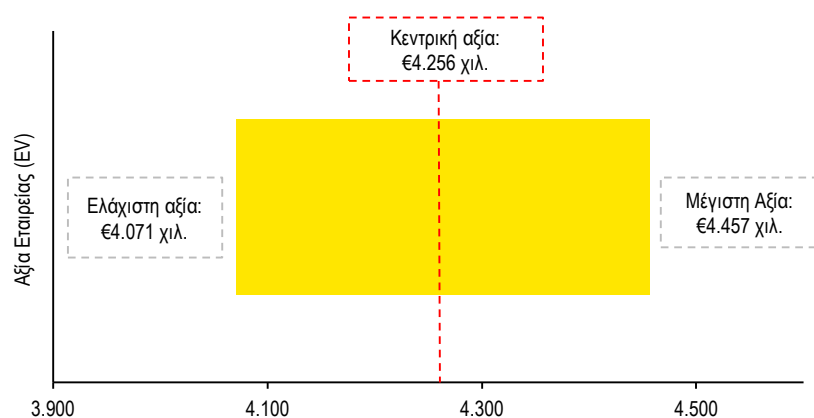
- ▶ Προκειμένου να εξαγάγουμε την Αξία Ιδίων Κεφαλαίων της Εταιρείας (100%) κατά την ημερομηνία αποτίμησης, η Αξία Ιδίων Κεφαλαίων προσαρμόζεται για:
 - ▶ Ταμειακά Διαθέσιμα €3.073 χιλ.
 - ▶ Προβλέψεις €850 χιλ.

5 Αποτελέσματα Αποτίμησης

Προσέγγιση με βάση το Εισόδημα

1 Επιτελική Σύνοψη
2 Ανάλυση Αγοράς
3 Επισκόπηση Εταιρείας
4 Επιχειρηματικό Σχέδιο
5 Αποτελέσματα ...
6 Παραρτήματα

Αξία Εταιρείας (31.12.2019)



- ▶ Προκειμένου να εξαγάγουμε την Αξία Ιδίων Κεφαλαίων της Εταιρείας (100%) κατά την ημερομηνία αποτίμησης, η Αξία Ιδίων Κεφαλαίων προσαρμόζεται για:

- ▶ Ταμειακά διαθέσιμα €3.073 χιλ.
- ▶ Προβλέψεις αποζημίωσης €850 χιλ.

- 1 Η Αξία της Εταιρείας (Enterprise Value) αντικατοπτρίζει την αξία της Εταιρείας για τους μετόχους και τους δανειστές
- 2 Η Αξία των Ιδίων Κεφαλαίων (Equity Value) απεικονίζει την αξία προς τους μετόχους

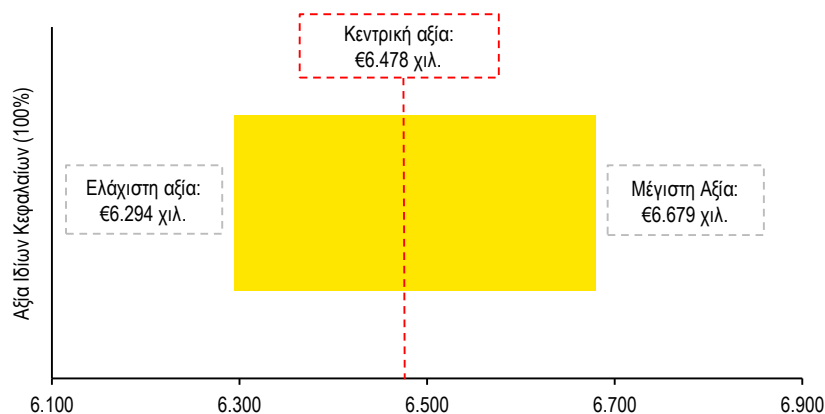
Εύρος Αξίας - 31 Δεκεμβρίου 2019

Νόμισμα: € 000

	Εύρος Αξίας		
	Ελάχιστη	Κεντρική	Μέγιστη
1 Αξία Εταιρείας (EV)	4.071	4.256	4.457
2 Αξία Ιδίων Κεφαλαίων (100%)	6.294	6.478	6.679

Πηγή: Διοίκηση, Ανάλυση ΕΥ

Αξία Ιδίων Κεφαλαίων (100%)



5 Αποτελέσματα Αποτίμησης

Προσέγγιση με βάση το Εισόδημα

- 1 Επιτελική Σύνοψη
- 2 Ανάλυση Αγοράς
- 3 Επισκόπηση Εταιρείας
- 4 Επιχειρηματικό Σχέδιο
- 5 Αποτελέσματα ...**
- 6 Παραρτήματα

Ανάλυση Ευαισθησίας Αξίας Εταιρείας

Νόμισμα: € χιλ.		Μεσοσταθμικό Κόστος Κεφαλαίου WACC (Δ +/- %)				
		9,60%	9,85%	10,10%	10,35%	10,60%
Ρυθμός Ανάπτυξης στο Διηκεές (Δ +/- %)	2,00%	4.436	4.285	4.144	4.011	3.887
	2,25%	4.502	4.345	4.198	4.060	3.931
	2,50%	4.573	4.409	4.256	4.112	3.978
	2,75%	4.649	4.477	4.317	4.168	4.028
	3,00%	4.731	4.550	4.383	4.227	4.081

Πηγή: Διοίκηση, Ανάλυση ΕΥ

- Διενεργήθηκε επίσης ανάλυση ευαισθησίας σχετικά με τους ετήσιους ρυθμούς μεταβολής των καθαρών εσόδων (+/- 1% ετησίως).
- Τα αποτελέσματα που προέκυψαν από κυμαίνονται εντός του εύρους αποτίμησης που είχε ήδη υπολογισθεί, από τις αναλύσεις ευαισθησίας.

Εύρος αξίας

Εύρος Αξίας – 31 Δεκεμβρίου 2019

Νόμισμα: € 000	Εύρος Αξίας		
	Ελάχιστη	Κεντρική	Μέγιστη
Αξία Εταιρείας (ΕΥ)	4.071	4.256	4.457
Αξία Ιδίων Κεφαλαίων (100%)	6.294	6.478	6.679

Πηγή: Διοίκηση, Ανάλυση ΕΥ

Εύρος αποτίμησης



- Προκειμένου να αξιολογήσουμε πιθανά ρίσκα ενσωματωμένα στις προβλέψεις της Διοίκησης, διεξήγαμε αναλύσεις ευαισθησίας ώστε να προσδιορίσουμε την επίπτωση πιθανών δυσμενών μεταβολών στην Αξία της Εταιρείας.
- Υπολογίσαμε την επίδραση μίας αλλαγής του μεσοσταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC) (+/-0,5%) και του ρυθμού ανάπτυξης στο διηκεές (+/-0,5%), προκειμένου να εξαγάγουμε το εύρος αποτίμησης.
- Η Αξία Ιδίων Κεφαλαίων (100%) εκτιμάται μεταξύ της ελάχιστης τιμής €6,3 εκατ. και της μέγιστης €6,7 εκατ., με κεντρική τιμή €6,5 εκατ.



5 Αποτελέσματα Αποτίμησης

Προσέγγιση με βάση την Αγορά

1 Επιτελική Σύνοψη
2 Ανάλυση Αγοράς
3 Επισκόπηση Εταιρείας
4 Επιχειρηματικό Σχέδιο
5 Αποτελέσματα ...
6 Παραρτήματα

Προσέγγιση με βάση την Αγορά / Δείκτες Κεφαλαιαγοράς (έλεγχος λογικότητας)

Μέθοδος Δεικτών Κεφαλαιαγοράς Συγκρίσιμων Εταιρειών:

- Η μέθοδος αυτή για την αποτίμηση εταιρειών βασίζεται στη συγκριτική ανάλυση των οικονομικών μεγεθών της υπό εκτίμηση Εταιρείας σε σχέση με τα μεγέθη ενός δείγματος συγκρίσιμων εισηγμένων σε χρηματιστήριο εταιρειών. Ένα κρίσιμο βήμα σε αυτή τη μέθοδο είναι η επιλογή ενός δείγματος συγκρίσιμων εισηγμένων εταιρειών που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο με την υπό εξέταση Εταιρεία και παρουσιάζουν ομοιότητες ως προς τη δραστηριότητα, τα χαρακτηριστικά λειτουργίας και την ανάπτυξη. Για κάθε εταιρεία του δείγματος υπολογίζεται ένας αριθμός δεικτών που συνήθως περιλαμβάνει βασικούς δείκτες που είναι διεθνώς αποδεκτοί και χρησιμοποιούνται για την εκτίμηση της αξίας εταιρειών στον υπό εξέταση κλάδο. Η προσέγγιση με βάση την Αγορά πραγματοποιείται μόνον για σκοπούς ελέγχου λογικότητας.
- Πραγματοποιήσαμε ανάλυση αγοράς και εντοπίστηκαν οι δείκτες κεφαλαιαγοράς συγκρίσιμων εισηγμένων εταιρειών καθώς και οι δείκτες συγκρίσιμων συναλλαγών στον κλάδο της υαλουργίας.
- Θεωρήσαμε ως καταλληλότερο δείκτη, το Δείκτη - Συνολική αξία εταιρείας προς ΚΠΦΤΑ (λειτουργική κερδοφορία). Ο δείκτης αυτός προέκυψε από τη διάμεσο των αντίστοιχων δεικτών της κάθε εταιρείας του δείγματος για τα έτη 2019 και 2020, καθώς και ένα εύρος αυτών με άνω και κάτω όρια το 3ο και 1ο τεταρτημόριο των τιμών των δεικτών, αντίστοιχα.
- Οι δείκτες κεφαλαιαγοράς καλύπτουν ένα μεγάλο εύρος εταιρειών με παρόμοια δραστηριότητα με αυτήν της Εταιρείας. Από την ανάλυση προκύπτει ότι το δείγμα εταιρειών παρουσιάζει διάμεσο 10,3 φορές για το έτος της ημερομηνίας αποτίμησης (2019), ενώ ο προκύπτων δείκτης από την αποτίμηση της Εταιρείας είναι επίσης 10,3 φορές για το ίδιο έτος.

Μέθοδος Συγκρίσιμων Συναλλαγών:

- Επιπλέον, βασίσαμε την ανάλυσή μας σε δείκτες συγκρίσιμων συναλλαγών στον κλάδο της διανομής φαρμακευτικών προϊόντων. Οι δείκτες αυτοί κυμαίνονται μεταξύ 7,5 και 10,5 φορές, με διάμεσο τις 9,1 φορές.
- Για λόγους επαλήθευσης έχουμε βασιστεί στα ΚΠΦΤΑ της περιόδου (2019-2020), έτσι ώστε να εξάγουμε μια καθαρή εικόνα της λειτουργικής κερδοφορίας της Εταιρείας. Ο μέσος όρος των ΚΠΦΤΑ για την περίοδο αυτή είναι €450 χιλ. οι οποίες θεωρούνται ως επιτεύξιμες και στα επόμενα χρόνια, λόγω του περιορισμένου ρίσκου λειτουργίας της Εταιρείας.
- Τα αποτελέσματα του ελέγχου επαλήθευσης της αξίας της Εταιρείας αποκαλύπτουν ότι ο προκύπτων δείκτης από τα αποτελέσματα αποτίμησης με βάση το εισόδημα (DCF) κυμαίνεται σε επίπεδα κοντά στο εύρος των δεικτών του δείγματος, όπως φαίνεται και στον παρακάτω πίνακα.

Προκύπτοντες Δείκτες Εταιρείας έναντι Δεικτών συγκρίσιμων εταιρειών και συναλλαγών

	Δείκτες κεφαλαιαγοράς συγκρίσιμων εταιρειών		Δείκτες συγκρίσιμων συναλλαγών	Προκύπτοντες Δείκτες Εταιρείας	
	2019Α	2020Π		2019Α	2020Π
Δείκτης Αξία Εταιρείας προς ΚΠΦΤΑ					
1 ^ο Τεταρτημόριο	8,0x	7,9x	7,5x		
Διάμεσος	10,3x	9,4x	9,1x	10,3x	8,7x
3 ^ο Τεταρτημόριο	11,6x	12,2x	11,3x		

6

Παραρτήματα



6 Παραρτήματα

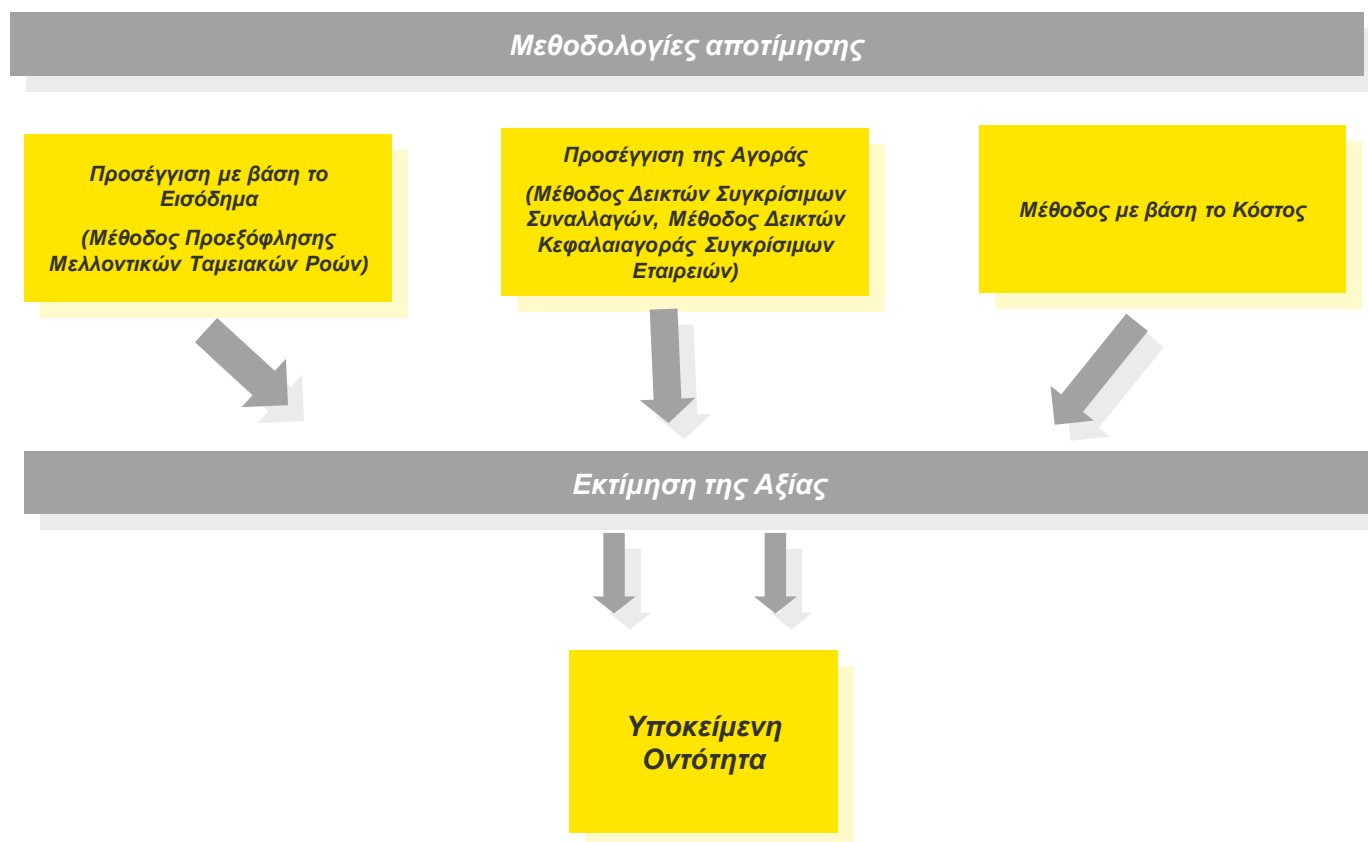
Παράρτημα Α – Μεθοδολογία αποτίμησης

- 1 Επιτελική Σύνοψη
- 2 Ανάλυση Αγοράς
- 3 Επισκόπηση Εταιρείας
- 4 Επιχειρηματικό Σχέδιο
- 5 Αποτελέσματα Αποτίμησης
- 6 Παραρτήματα**

Μεθοδολογίες αποτίμησης

Στα πλαίσιο αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων υπάρχουν τρεις διαφορετικές προσεγγίσεις:

- με βάση το εισόδημα,
- με βάση την αγορά, και
- με βάση υποθετικές παραδοχές κόστους.



6 Παραρτήματα**Παράρτημα Β – Προσέγγιση με βάση το Εισόδημα**

1 Επιτελική Σύνοψη
2 Ανάλυση Αγοράς
3 Επισκόπηση Εταιρείας
4 Επιχειρηματικό Σχέδιο
5 Αποτελέσματα Αποτίμησης
6 Παραρτήματα

Προσέγγιση με βάση το Εισόδημα**Μαθηματικός Τύπος**

$$PV = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+r)^i} + \frac{CF_{n+1}}{(1+r)^n (r-g)}$$

Όπου:

PV = παρούσα αξία μελλοντικών ταμειακών ροών

CF_i = ταμειακή ροή στο έτος i της περιόδου των προβλέψεων

r = συντελεστής προεξόφλησης (Discount Rate)

n = αριθμός μελλοντικών περιόδων

g = αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης των ταμειακών ροών στο διηνεκές

Free Cash Flow to the Firm (FCFF) = ΚΠΤΦ (Κέρδη προ Τόκων και Φόρων)

– Φόρος επί των ΚΠΤΦ

+ Αποσβέσεις

– Κεφαλαιακές Δαπάνες (CAPEX)

– (+) Αύξηση (Μείωση) Κεφαλαίου Κίνησης

Μέθοδος Προεξόφλησης των Μελλοντικών Ταμειακών Ροών

- Η μέθοδος Προεξόφλησης των Μελλοντικών Ταμειακών Ροών αποτελεί την πιο διαδεδομένη μέθοδο αποτίμησης, διότι λαμβάνει υπόψη τα επιμέρους χαρακτηριστικά της εταιρείας που αποτιμάται. Η εν λόγω μέθοδος στηρίζεται στην αρχή που ορίζει την παρούσα αξία μίας εταιρείας ως το άθροισμα των μελλοντικών ταμειακών ροών αυτής, αφού προεξοφληθούν με έναν αναμενόμενο συντελεστή απόδοσης (discount rate). Ο συντελεστής αυτός προσδιορίζεται ως η ελάχιστη απόδοση των κεφαλαίων της εταιρείας, που αναμένεται από τους μετόχους, ή και τους δανειστές της, ή από κάθε πιθανό επενδυτή και εμπεριέχει όλους τους επιχειρηματικούς κινδύνους. Εν γένει, ο συντελεστής προεξόφλησης θεωρείται ένας αξιόπιστος δείκτης για τον προσδιορισμό της αγοραίας αξίας μίας εταιρείας.
- Η μέθοδος Προεξόφλησης των Μελλοντικών Ταμειακών Ροών είναι ευρέως αποδεκτή και σπανίως αμφισβητείται, ωστόσο η κύρια δυσκολία που προκύπτει κατά την εφαρμογή της προέρχεται από την αβεβαιότητα σχετικά με τη μελλοντική απόδοση της εταιρείας υπό αποτίμηση, και ως εκ τούτου τις μελλοντικές της προβλέψεις. Σε μαθηματικούς όρους, η αξία που προκύπτει από την προεξόφληση των ελεύθερων μελλοντικών ταμειακών ροών της Εταιρείας μπορεί να εκφραστεί όπως παρατίθεται στον πίνακα αριστερά.
- Η εκτίμηση των μελλοντικών ταμειακών ροών απαιτεί ένα πλήθος αναλυτικών παραδοχών σχετικά με τα μελλοντικά έσοδα και έξοδα της επιχείρησης. Οι εκτιμήσεις αυτές περιλαμβάνουν προβλέψεις αναφορικά με την αγορά, τον όγκο των πωλήσεων, τις τιμές, τη διάρθρωση του κόστους, την εταιρεία, τις επενδύσεις, κλπ. Οι οικονομικές προβλέψεις αντιπροσωπεύουν τις πραγματικές προσδοκίες της διοίκησης της εταιρείας που αναμένεται να συμβούν στο μέλλον, με βάση το επιχειρηματικό σχέδιο της εταιρείας. Οι προβλέψεις βασίζονται στις αναμενόμενες συνθήκες, υπό συγκεκριμένες υποθετικές παραδοχές.
- Κατά την εφαρμογή αυτής της μεθόδου αποτίμησης, πραγματοποιήσαμε ανάλυση ευαισθησίας σχετικά με τις βασικές παραμέτρους της αποτίμησης, ήτοι το μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου και το ρυθμό αύξησης των εσόδων της Εταιρείας στο διηνεκές.

6 Παραρτήματα

Παράρτημα Β – Προσέγγιση με βάση την Αγορά

1	Επιτελική Σύνοψη
2	Ανάλυση Αγοράς
3	Επισκόπηση Εταιρείας
4	Επιχειρηματικό Σχέδιο
5	Αποτελέσματα Αποτίμησης

6 Παραρτήματα

Προσέγγιση με βάση την Αγορά

- Η προσέγγιση με βάση την αγορά βασίζεται στη συγκριτική ανάλυση οικονομικών μεγεθών εταιρειών. Η πλέον διαδεδομένη μέθοδος αποτίμησης που χρησιμοποιεί την προσέγγιση με βάση την αγορά είναι η Μέθοδος Δεικτών Κεφαλαιαγοράς Συγκρίσιμων Εταιρειών, η οποία μπορεί να εφαρμοστεί για σκοπούς ελέγχου λογικότητας των αποτελεσμάτων αποτίμησης.
- Σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα Εκτίμησης (IVS), η Αγοραία Αξία ορίζεται ως: «το εκτιμώμενο ποσό για το οποίο ένα περιουσιακό στοιχείο ή μια εταιρεία θα ανταλλάσσονταν κατά την ημερομηνία της αποτίμησης μετά από διαπραγμάτευση ενός καλά πληροφορημένου και πρόθυμου αλλά μη επειγόμενου αγοραστή και ενός καλά πληροφορημένου και πρόθυμου αλλά μη επειγόμενου πωλητή».

Μέθοδος Δεικτών Κεφαλαιαγοράς Συγκρίσιμων Εταιρειών

- Η μέθοδος των Δεικτών Κεφαλαιαγοράς Συγκρίσιμων Εταιρειών βασίζεται στη συγκριτική ανάλυση των οικονομικών μεγεθών, ρίσκου και προοπτικών εξέλιξης της υπό εξέταση εταιρείας σε σχέση με τα μεγέθη ενός δείγματος συγκρίσιμων, εισηγμένων εταιρειών σε οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές. Για κάθε εταιρεία του δείγματος υπολογίζεται ένας αριθμός δεικτών που συνήθως περιλαμβάνει βασικούς δείκτες που είναι διεθνώς αποδεκτοί και χρησιμοποιούνται για την εκτίμηση της αξίας εταιρειών. Οι δείκτες αυτοί παρέχουν μία προσέγγιση του τιμήματος που θα ήταν πρόθυμος να καταβάλει ένας καλά πληροφορημένος επενδυτής στην αγορά ώστε να αγοράσει την εταιρεία. Αυτοί οι δείκτες πρέπει, ακολούθως να εφαρμοστούν ως πολλαπλασιαστές στα σχετικά λειτουργικά μεγέθη της εταιρείας προς αποτίμηση ώστε να προσεγγιστεί η αγοραία αξία της.
- Το πιο κρίσιμο βήμα στην εν λόγω μέθοδο είναι η επιλογή ενός δείγματος συγκρίσιμων εισηγμένων εταιρειών που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο με την υπό εξέταση εταιρεία και παρουσιάζουν ομοιότητες ως προς τα χαρακτηριστικά λειτουργίας τους και την ανάπτυξη τους. Κατά την ανάλυση μας, έχουμε εξετάσει ένα δείγμα διεθνών εισηγμένων εταιρειών, συγκρίσιμων με την Εταιρεία.
- Αυτή η μέθοδος αποτιμά δυναμικά την εταιρεία δεδομένου ότι ενσωματώνει την εκτίμηση της αγοράς σχετικά με τα μελλοντικά χρηματοοικονομικά και λειτουργικά μεγέθη συγκρίσιμων εταιρειών όπως αποτυπώνονται από τις αγοραίες αξίες τους στη Χρηματιστηριακή Αγορά. Ωστόσο, παρ' όλο που λαμβάνει υπ' όψιν τις μελλοντικές εκτιμήσεις των μετόχων / επενδυτών των εταιρειών του δείγματος, δεν μπορεί να προβλέψει και να ενσωματώσει, αντίστοιχα, τις εκτιμήσεις τους για την εταιρεία που αποτιμάται. Ως εκ τούτου, ο εκτιμητής οφείλει να προσεγγίσει την αξία αποτίμησης της υποκείμενης εταιρείας βάσει των στοιχείων της αγοράς στην οποία δραστηριοποιείται.
- Η τελική τιμή των παραπάνω δεικτών μπορεί να προσαρμοστεί βάσει συντελεστών βαρύτητας.



6 Παραρτήματα

Παράρτημα Β – Προσέγγιση με βάση την Αγορά (συνέχεια)

1 Επιτελική Σύνοψη
2 Ανάλυση Αγοράς
3 Επισκόπηση Εταιρείας
4 Επιχειρηματικό Σχέδιο
5 Αποτελέσματα Αποτίμησης
6 Παραρτήματα

Προσέγγιση με βάση την Αγορά

Μέθοδος Δεικτών Συγκρίσιμων Συναλλαγών

- Η μέθοδος των Συγκρίσιμων Συναλλαγών υπολογίζει την αξία της υπό εξέταση εταιρείας συγκρίνοντας την με το τίμημα που καταβλήθηκε για παρόμοιες εταιρείες στα πλαίσια αντίστοιχων εξαγορών και συγχωνεύσεων που έλαβαν χώρα στο πρόσφατο παρελθόν. Το πιο κρίσιμο στάδιο για την εφαρμογή της εν λόγω μεθόδου είναι η επιλογή κατάλληλου δείγματος συναλλαγών που πραγματοποιήθηκαν κατά την διάρκεια των τελευταίων χρόνων και οι εμπλεκόμενες εταιρείες-στόχοι παρουσιάζουν ομοιότητες με την υπό εξέταση εταιρεία.
- Τα κριτήρια για την παραπάνω επιλογή, εκτός της εγγύτητας του χρόνου πραγματοποίησης της συναλλαγής, μπορεί να είναι η ομοιότητα των επιλεχθέντων εταιρειών σε επίπεδο δραστηριοτήτων, διάρθρωσης, επίδοσης και θέσης τους στην αγορά.
- Δείκτες Συγκρίσιμων Συναλλαγών εφαρμόζονται και στην υποκείμενη εταιρεία. Ορισμένα από τα κύρια κριτήρια επιλογής σε ότι αφορά τη σχετική αγορά, πέραν αυτών τα οποία χρησιμοποιούνται για την χρήση της μεθόδου των δεικτών συγκρίσιμων συναλλαγών, μπορεί να περιλαμβάνουν:
 - Προσδιορισμό πιθανών πρόσφατων συναλλαγών προκειμένου να υπολογιστούν δείκτες συγκρίσιμων συναλλαγών.
 - Γενικά απαιτείται εξαγορά 100% του κεφαλαίου της εταιρείας- στόχου σε κάθε συναλλαγή καθώς επίσης οι γενικοί όροι των συναλλαγών να είναι δημόσια διαθέσιμοι.
 - Επιλογή εταιρειών οι οποίες είναι συγκρίσιμες με την υποκείμενη εταιρεία.
 - Συντελεστές βαρύτητας μπορεί να εφαρμοστούν στους δείκτες συγκρίσιμων συναλλαγών που θα υπολογιστούν για κάθε μία από τις εταιρείες του δείγματος προκειμένου να προσαρμοστεί το δείγμα με τον βέλτιστο τρόπο στα ανωτέρω κριτήρια.



6 Παραρτήματα

Παράρτημα Γ – Μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC)

1	Επιτελική Σύνοψη
2	Ανάλυση Αγοράς
3	Επισκόπηση Εταιρείας
4	Επιχειρηματικό Σχέδιο
5	Αποτελέσματα Αποτίμησης

6 Παραρτήματα

Συντομογραφίες

D	Δανειακά Κεφάλαια
E	Ίδια Κεφάλαια
Ke	Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων
Kd	Κόστος Δανειακών Κεφαλαίων (μετά φόρων)
Rf	απόδοση επένδυσης μηδενικού ρίσκου
B	συνδιακύμανση συστηματικού κινδύνου
Pm	Απόδοση Αντιστάθμισης Κινδύνου Αγοράς
CRP	απόδοση αντιστάθμισης κρατικού κινδύνου

Μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC)

- Εξ' ορισμού, το μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίων (Weighted Average Cost of Capital, WACC) αντανakλά τον κίνδυνο της επιχείρησης στο σύνολό της και την ελάχιστη απόδοση που απαιτείται από όλους τους παρόχους κεφαλαίων. Το εκτιμώμενο κόστος στη συνέχεια προσαρμόζεται ανάλογα για premiums / εκπτώσεις, προκειμένου να εκτιμηθεί το κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο (απαιτούμενη απόδοση) από την αξιολόγηση του βαθμού στον οποίο το προφίλ κινδύνου των στοιχείων ενεργητικού ή παθητικού υπό εξέταση, διαφέρει από το συνολικό προφίλ κινδύνου της επιχείρησης.
- Η εφαρμογή της προσέγγισης του εισοδήματος απαιτεί τον προσδιορισμό του κατάλληλου προεξοφλητικού επιτοκίου με το οποίο οι μελλοντικές ταμειακές ροές προεξοφλούνται στην παρούσα αξία τους. Το προεξοφλητικό επιτόκιο πρέπει να αντανakλά την διαχρονική αξία του χρήματος και τους κινδύνους που συνδέονται με τις προβλεπόμενες μελλοντικές ταμειακές ροές. Προκύπτει με βάση την αναμενόμενη απόδοση, και την τιμή της καλύτερης εναλλακτικής λύσης για τη χρήση του κεφαλαίου, με την προϋπόθεση ότι δεν έχει επενδυθεί στο περιουσιακό στοιχείο υπό αποτίμηση.
- Το Μεσοσταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC) προέρχεται από τη στάθμιση του κόστους ιδίων κεφαλαίων και του κόστους δανειακών κεφαλαίων, σταθμισμένα ανάλογα με την αγοραία αξία των επενδυμένων κεφαλαίων. Για τον προσδιορισμό του Μεσοσταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (WACC), κάθε συστατικό θεωρήθηκε ξεχωριστά όπως παρουσιάζονται στην παρούσα ενότητα. Αριθμητικά, ο τύπος για τον υπολογισμό του Μεσοσταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (WACC) είναι:

$$WACC = \frac{E}{E + D} * K_e + \frac{D}{E + D} * K_d$$

- Ο υπολογισμός του κόστους ιδίων κεφαλαίων έγινε με βάση το μοντέλο C.A.P.M. (Capital Asset Pricing Model). Αριθμητικά, ο τύπος για τον υπολογισμό του κόστους κεφαλαίου είναι:

$$K_e = R_f + \beta * Pm + CRP + SRP + CSP$$



6 Παραρτήματα

Παράρτημα Γ – Μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC)

1 Επιτελική Σύνοψη
2 Ανάλυση Αγοράς
3 Επισκόπηση Εταιρείας
4 Επιχειρηματικό Σχέδιο
5 Αποτελέσματα Αποτίμησης

6 Παραρτήματα

Παράμετροι μεσοσταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC)

Παράμετρος	Σχόλιο
Απόδοση επένδυσης μηδενικού κινδύνου (Risk-free rate, Rf)	Μέση απόδοση 10-ετούς Γερμανικού Κρατικού Ομολόγου τελευταίων δύο ετών
Συντελεστής βήτα απομοχλευμένος (β)	Μέσος απομοχλευμένος συντελεστής βήτα όμοιων εταιρειών 5-ετής περίοδος μηνιαίων παρατηρήσεων
Καθαρός δανεισμός / Αξία επιχείρησης	Μέσος Καθαρός Δανεισμός / Αξία Επιχείρησης όμοιων εταιρειών
Απόδοση Αντιστάθμισης Κινδύνου Ιδίων Κεφαλαίων (ERP)	Βάσει της μεθοδολογίας Damodaran για τον υπολογισμό της απόδοσης αντιστάθμισης κινδύνου
Ασφάλιστρο κινδύνου μεγέθους της Εταιρείας (Size Risk Premium - SRP)	Βάσει του βιβλίου αποτίμησης του Ibbotson (2016) – «Guide to Cost of Capital»
Ασφάλιστρο ειδικού κινδύνου της Εταιρείας (Company Specific Risk Premium - CSP)	Σύμφωνα με συζητήσεις με τη Διοίκηση και την εκτίμησή μας σχετικά με την πλήρη υλοποίηση του επιχειρηματικού σχεδίου της Εταιρείας κατά την περίοδο προβλέψεων, δεν έχει ληφθεί υπόψη ασφάλιστρο ειδικού κινδύνου της Εταιρείας
Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων (CoE)	$R_f + \beta \times ERP + SRP + CSP$
Κόστος Δανειακών Κεφαλαίων (CoD)	3,5%
Φορολογικός Συντελεστής (t)	24%

Μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC) Εταιρείας

- Για τους σκοπούς ελέγχου και επιβεβαίωσης του υπολογισμού του Μεσοσταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (WACC), έχουμε αναγνωρίσει όμοιες εταιρείες οι οποίες λειτουργούν στον κλάδο δραστηριοτήτων της Εταιρείας. Ο υπολογισμός του Μεσοσταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (WACC) βασίζεται στις ακόλουθες παραδοχές:

Απόδοση επένδυσης μηδενικού κινδύνου (Rf)

- Η απόδοση επένδυσης μηδενικού κινδύνου αντιστοιχεί στην ελάχιστη απόδοση που μπορεί να αναμένει ένας επενδυτής από μία επένδυση «χωρίς ρίσκο». Ως εκ τούτου, η απόδοση μηδενικού κινδύνου εξάγεται από αποδόσεις μακροπρόθεσμων ομολόγων υψηλής ποιότητας. Τέτοιου είδους κρατικά ομόλογα θεωρούνται «μηδενικού κινδύνου» μόνον σε ονομαστικούς όρους. Εάν διατηρηθούν έως τη λήξη, ο κίνδυνος αθέτησης είναι μηδαμινός. Ο υπολογισμός της απόδοσης μηδενικού κινδύνου βασίστηκε στο Γερμανικό Κρατικό Ομολόγο εκδοθέν σε ευρώ.
- Για σκοπούς υπολογισμού του Μεσοσταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (WACC) θεωρήσαμε απόδοση μηδενικού κινδύνου ύψους 0,11%, η οποία αντιστοιχεί στη μέση απόδοση των τελευταίων δύο ετών του 10-ετούς Γερμανικού Κρατικού Ομολόγου.

Απόδοση αντιστάθμισης κινδύνου αγοράς (Market Risk Premium, Rm-Rf)

- Η απόδοση αντιστάθμισης κινδύνου αγοράς ορίζεται ως η διαφορά μεταξύ της αναμενόμενης απόδοσης του χαρτοφυλακίου της αγοράς και της απόδοσης μηδενικού κινδύνου. Ιστορικές αναλύσεις της αγοράς κεφαλαίων / στατιστικές έχουν δείξει ότι οι επενδύσεις σε μετοχές παράγουν υψηλότερες αποδόσεις από τις επενδύσεις σε χαμηλού κινδύνου χρεόγραφα. Λαμβάνοντας υπ' όψιν, μεταξύ άλλων, και την περίοδο παρατήρησης, αποδόσεις αντιστάθμισης κινδύνου αγοράς (MRP) ύψους μεταξύ 4,0% και 7,0% παρατηρούνται για ώριμες αγορές με σημαντικό ιστορικό αγοραπωλησίας μετοχών.
- Για σκοπούς υπολογισμού του Μεσοσταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (WACC) εφαρμόσαμε απόδοση αντιστάθμισης κινδύνου ύψους 5,20%, η οποία είναι σύμφωνη με πρόσφατες μελέτες και εκτιμήσεις για την πλειονότητα των ώριμων κεφαλαιαγορών.

Ασφάλιστρο κινδύνου μεγέθους της Εταιρείας (SRP)

- Ο συντελεστής προεξόφλησης ενσωματώνει ασφάλιστρο μεγέθους Εταιρείας ύψους 3,7% (Ibbotson SBBi Valuation Yearbook) που αφορά ρίσκο που αποδίδεται σε μικρότερες μη εισηγμένες εταιρείες σε σχέση με μεγαλύτερες εισηγμένες.



6 Παραρτήματα

Παράρτημα Γ – Μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC)

1	Επιτελική Σύνοψη
2	Ανάλυση Αγοράς
3	Επισκόπηση Εταιρείας
4	Επιχειρηματικό Σχέδιο
5	Αποτελέσματα Αποτίμησης
6	Παραρτήματα

Συντελεστής βήτα

- Η μέση απόδοση αντιστάθμισης κινδύνου αγοράς πρέπει να τροποποιηθεί ώστε να αντανakλά τη συγκεκριμένη δομή κινδύνου. Σύμφωνα με το μοντέλο C.A.P.M., ο κίνδυνος της Εταιρείας ενσωματώνεται στον συντελεστή βήτα (β). Το μοντέλο CAPM υποθέτει πλήρως διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια σε επίπεδο επενδυτή, όπου όλα τα μη συστηματικά στοιχεία κινδύνου μπορούν να εξαλειφθούν μέσω διαφοροποίησης και, για τον λόγο αυτό, δεν ανταμείβονται μέσω επιπλέον αποδόσεων. Με βάση τη λογική αυτή, ο συντελεστής βήτα αντικατοπτρίζει μόνον το μη διαφοροποιημένο, συστηματικό στοιχείο κινδύνου ενός συγκεκριμένου χαρτοφυλακίου μετοχών.
- Ο συντελεστής βήτα αποτελεί συντελεστή βαρύτητας της ευαισθησίας των αποδόσεων της Εταιρείας σύγκριση με την τάση της αγοράς. Συντελεστής βαρύτητας μεγαλύτερος της μονάδας αντικατοπτρίζει υψηλότερη μεταβλητότητα απ' ό,τι η αγορά κατά μέσο όρο. Ο συντελεστής βήτα ιδανικά προσδιορίζεται αναφορικά με το σύνολο της αγοράς μετοχών, δεδομένου ότι η έννοια του συστηματικού και του ειδικού κινδύνου απαιτεί οι μετοχές να προσδιορίζονται σε σχέση με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς.
- Οι συντελεστές βήτα που παρατηρούνται και υπολογίζονται με βάση τη χρηματιστηριακή αγορά αξιών είναι μοχλευμένοι, το οποίο σημαίνει ότι το επιπλέον ρίσκο που αναλαμβάνει ένας μέτοχος λόγω της χρηματοδότησης με δανειακά κεφάλαια (μόχλευση) της Εταιρείας έχει ενσωματωθεί στον συντελεστή βήτα. Δεδομένου ότι ο συντελεστής βήτα οφείλει να αντικατοπτρίζει τη συγκεκριμένη δομή κεφαλαίων της Εταιρείας που αποτιμώνται, είναι κοινή πρακτική να χρησιμοποιούνται απομοχλευμένοι συντελεστές βήτα όμοιων εταιρειών, οι οποίοι, εν συνεχεία, επαναμοχλεύονται για να αποτυπώσουν τη δομή κεφαλαίων των συγκρινόμενων εταιρειών.
- Για τον υπολογισμό του Μεσοσταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (WACC) της Εταιρείας, οι συντελεστές βήτα κάθε όμοιας συγκρίσιμης εταιρείας απόμοχλεύθηκε βάσει της δομής κεφαλαίων της Εταιρείας, και ο μέσος όρος των απόμοχλευμένων συντελεστών βήτα επαναμοχλεύθηκε βάσει της μέσης δομής κεφαλαίων του δείγματος συγκρίσιμων εταιρειών.
- Ο συντελεστής βήτα της Εταιρείας που προέκυψε και χρησιμοποιήθηκε ισούται με 1,08.

Απόδοση Αντιστάθμισης Κρατικού Κινδύνου (CRP)

- Σε σύγκριση με πιο ώριμες αγορές (ΗΠΑ, Ηνωμένο Βασίλειο, Γερμανία, κλπ), λιγότερο ανεπτυγμένες ή αναπτυσσόμενες χώρες ενέχουν επιπλέον κινδύνους για τους επενδυτές. Η ποσοτικοποίηση των κινδύνων αυτών ονομάζεται απόδοση αντιστάθμισης κρατικού κινδύνου (Country Risk Premium, CRP).
- Για σκοπούς υπολογισμού του Μεσοσταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (WACC), εφαρμόσαμε CRP της τάξης του 3,28% το οποίο υπολογίζεται βάσει των μελετών Damodaran για την Ελλάδα και της διαφοράς μεταξύ των αποδόσεων των Ελληνικών Κρατικών και Γερμανικών Κρατικών Ομολόγων 10-ετούς διάρκειας.

Ασφάλιστρο ειδικού κινδύνου της Εταιρείας (Company Specific Risk Premium - CSP)

- Το ασφάλιστρο ειδικού κινδύνου της Εταιρείας αποδίδει πιθανή αβεβαιότητα για την πραγματοποίηση του προβλεπόμενου επιχειρηματικού σχεδίου της Εταιρείας. Για την υποκείμενη Εταιρεία δε λήφθηκε ασφάλιστρο ειδικού κινδύνου.

Κόστος Δανειακών Κεφαλαίων

- Κατά τον υπολογισμό της απαιτούμενης απόδοσης μίας επένδυσης, το κόστος εξωτερικής χρηματοδότησης, όπως το κόστος βραχυπρόθεσμου και μακροπρόθεσμου δανεισμού θα έπρεπε να προστίθεται στην απαιτούμενη απόδοση. Το κόστος δανειακών κεφαλαίων εκτιμάται ότι αγγίζει το 3,5% (προ φόρων).

Φορολογικός Συντελεστής

- Ο φορολογικός συντελεστής είναι ίσος με τον τρέχων εταιρικό φορολογικό συντελεστή της Ελλάδας ύψους 24%.

Δομή Κεφαλαίων

- Η δομή κεφαλαίων της Εταιρείας (Δανειακά Κεφάλαια / Ίδια Κεφάλαια) βασίζεται στη μέση τιμή Δανειακών προς Ίδιων Κεφαλαίων συγκρίσιμων εταιρειών.

Λαμβάνοντας υπ' όψιν όλα τα παραπάνω δεδομένα, καταλήξαμε σε Μεσοσταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC) της τάξης του **10,10%**.

6 Παραρτήματα

Παράρτημα Γ – Μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC)

- 1 Επιτελική Σύνοψη
- 2 Ανάλυση Αγοράς
- 3 Επισκόπηση Εταιρείας
- 4 Επιχειρηματικό Σχέδιο
- 5 Αποτελέσματα Αποτίμησης

6 Παραρτήματα

Μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC)

Κόστος ιδίων κεφαλαίων

Απόδοση επένδυσης μηδενικού κινδύνου	0,11%	(α)
Απόδοση αντιστάθμισης κινδύνου ιδίων κεφαλαίων (ERP)	5,20%	(β)
Συντελεστής βήτα απομοχλευμένος (b)	0,85	(γ)
Συνολικό χρέος/Ίδια κεφάλαια	34,33%	
Συντελεστής βήτα μοχλευμένος (b)	1,08	
Ασφάλιστρο κινδύνου μεγέθους της εταιρείας	3,7%	(δ)
Απόδοση αντιστάθμισης κρατικού κινδύνου	3,28%	(ε)
Ασφάλιστρο ειδικού κινδύνου της εταιρείας	0,00%	(στ)
Κόστος ιδίων κεφαλαίων	12,65%	

Κόστος δανειακών κεφαλαίων

Κόστος δανειακών κεφαλαίων	3,53%	(ζ)
Φορολογικός Συντελεστής (t)	24,00%	(η)
Κόστος δανειακών κεφαλαίων μετά φόρων	2,68%	

Μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC)

Δανειακά κεφάλαια	25,6%	2,7%	0,69%
Ίδια κεφάλαια	74,4%	12,6%	9,41%
Μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου			10,10%

Σημειώσεις:

- (α) Μέση ετήσια απόδοση 10-ετούς Γερμανικού Κρατικού Ομολόγου
- (β) Βάσει της μεθοδολογίας Damodaran για τον υπολογισμό της απόδοσης αντιστάθμισης κινδύνου
- (γ) Μέσος απομοχλευμένος συντελεστής βήτα όμοιων εταιρειών, 5-ετής περίοδος εβδομαδιαίων παρατηρήσεων
- (δ) Βάσει του βιβλίου αποτίμησης του Ibbotson (2017) – «Guide to Cost of Capital»
- (ε) Βάσει του κρατικού κινδύνου της Ελλάδας
- (στ) Σύμφωνα με συζητήσεις με τη Διοίκηση και την εκτίμησή μας σχετικά με την πλήρη υλοποίηση του επιχειρηματικού σχεδίου της Εταιρείας κατά την περίοδο προβλέψεων, δεν έχει ληφθεί υπόψιν ασφάλιστρο ειδικού κινδύνου της Εταιρείας
- (ζ) Βάση του ετήσιου μέσου όρου των επιτοκίων για νέες χρηματοδοτήσεις προς μη χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς όπως δημοσιεύονται από την Τράπεζα της Ελλάδος, για μακροπρόθεσμα δάνεια που υπερβαίνουν το €1 εκ.
- (η) Τρέχων εταιρικός φορολογικός συντελεστής της Ελλάδας



6 Παραρτήματα

Παράρτημα Δ – Δείγμα Συγκρίσιμων Εταιρειών Κλάδου

- 1 Επιτελική Σύνοψη
- 2 Ανάλυση Αγοράς
- 3 Επισκόπηση Εταιρείας
- 4 Επιχειρηματικό Σχέδιο
- 5 Αποτελέσματα Αποτίμησης
- 6 Παραρτήματα**

Μέθοδος Δεικτών Κεφαλαιαγοράς Συγκρίσιμων Εταιρειών

Εταιρεία	Χώρα	EV/EBITDA	
		LTM	NFY
Medios AG	Γερμανία	31,3x	22,9x
AmerisourceBergen Corporation	Αμερική	8,0x	7,9x
Profarma Distribuidora de Produtos Farmacêuticos S.A.	Βραζιλία	12,3x	12,7x
Sigma Healthcare Limited	Αυστραλία	13,5x	13,9x
Guangxi Liuzhou Pharmaceutical Co., Ltd.	Κίνα	10,3x	10,5x
China National Medicines Corporation Ltd.	Κίνα	8,6x	7,9x
Medika d.d.	Κροατία	11,4x	μδ
Charmacy Pharmaceutical Co., Ltd.	Κίνα	11,6x	μδ
Cachet Pharmaceutical Co., Ltd.	Κίνα	7,8x	6,7x
Jointown Pharmaceutical Group Co., Ltd.	Κίνα	11,3x	10,2x
McKesson Corporation	Αμερική	9,1x	8,7x
Toho Holdings Co., Ltd.	Ιαπωνία	5,4x	5,8x
Vital KSK Holdings, Inc.	Ιαπωνία	7,7x	μδ
1ο Τεταρτημόριο		8,0x	7,9x
Διάμεσος		10,3x	9,4x
3ο Τεταρτημόριο		11,6x	12,2x



6 Παραρτήματα

Παράρτημα Ε - Συντομογραφίες

- 1 Επιτελική Σύνοψη
- 2 Ανάλυση Αγοράς
- 3 Επισκόπηση Εταιρείας
- 4 Επιχειρηματικό Σχέδιο
- 5 Αποτελέσματα Αποτίμησης
- 6 Παραρτήματα**

Συντομογραφίες

CAGR	Μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής
ΑΕΠ	Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν
δισ.	Δισεκατομμύρια
ΕΕ	Ευρωπαϊκή Ένωση
εκατ.	Εκατομμύρια
ΕΟΦ	Εθνικός Οργανισμός Φαρμάκων
ΕΟΠΥΥ	Εθνικός Οργανισμός Παροχής Υπηρεσιών Υγείας
ΙΟΒΕ	Ίδρυμα Οικονομικών & Βιομηχανικών Ερευνών
ΚΚΚ	Καθαρό Κεφάλαιο Κ
ΚΠΦΤΑ	Καθαρά Κέρδη Προ Φόρων, Τόκων και Αποσβέσεων
ΚΠΦΤ	Καθαρά Κέρδη Προ Φόρων και Τόκων
ΚΠΦ	Καθαρά Κέρδη Προ Φόρων
μδ	Μη διαθέσιμο
ΣΦΕΕ	Σύνδεσμος Φαρμακευτικών Υπηρεσιών Ελλάδος
ΤΡ	Τερματική Ροή
χιλ.	Χιλιάδες
2019Α	2019 Απολογιστικό
2020Π	2020 Προβλεπόμενο



6 Παραρτήματα

Παράρτημα ΣΤ – Ισολογισμός Εταιρείας

- 1 Επιτελική Σύνοψη
- 2 Ανάλυση Αγοράς
- 3 Επισκόπηση Εταιρείας
- 4 Επιχειρηματικό Σχέδιο
- 5 Αποτελέσματα Αποτίμησης
- 6 Παραρτήματα**

Νόμισμα: € χιλ.	2019Α	2020Π	2021Π	2022Π	2023Π	2024Π
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ						
Ακίνητα	0	0	0	0	0	0
Λοιπός εξοπλισμός	3	18	16	32	28	42
Λοιπά Άυλα	-	-	-	-	-	-
Λοιπές χρηματοοικονομικές απαιτήσεις	16	16	16	16	16	16
Μη Κυκλοφορούντα Περιουσιακά Στοιχεία	19	34	32	48	44	58
Αποθέματα	-	-	-	-	-	-
Εμπορικές απαιτήσεις	3.146	3.197	3.403	3.639	3.883	4.077
Λοιπές απαιτήσεις	516	540	567	598	634	665
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	3.073	3.516	3.752	4.000	4.301	4.641
Τρέχουσες φορολογικές απαιτήσεις	92	-	-	-	-	-
Κυκλοφορούντα Περιουσιακά Στοιχεία	6.826	7.252	7.721	8.237	8.818	9.383
Σύνολο Ενεργητικού	6.845	7.286	7.753	8.285	8.862	9.441
ΠΑΘΗΤΙΚΟ						
Καταβεβλημένα κεφάλαια	7.382	7.382	7.382	7.382	7.382	7.382
Αποθεματικά νόμων ή καταστατικού	154	173	192	213	234	257
Αποτελέσματα εις νέο	(3.242)	(2.892)	(2.525)	(2.138)	(1.727)	(1.296)
Ίδια Κεφάλαια	4.294	4.662	5.048	5.456	5.888	6.342
Προβλέψεις για παροχές σε εργαζομένους	202	167	170	173	177	180
Λοιπές προβλέψεις	772	772	772	772	772	772
Προβλέψεις	974	939	942	946	949	953
Τραπεζικά δάνεια	-	-	-	-	-	-
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	-	-	-	-	-	-
Τραπεζικά δάνεια	-	-	-	-	-	-
Εμπορικές υποχρεώσεις	1.316	1.354	1.417	1.521	1.643	1.748
Λοιποί φόροι-τέλη	210	159	167	176	187	196
Οργανισμοί κοινωνικής ασφάλισης	77	62	63	65	66	67
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις και έξοδα χρήσης δεδουλευμένα	(25)	110	116	122	129	136
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	1.577	1.686	1.763	1.883	2.025	2.147
Συνολικές υποχρεώσεις	1.577	1.686	1.763	1.883	2.025	2.147
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων και Υποχρεώσεων	6.845	7.286	7.753	8.285	8.862	9.441

6 Παραρτήματα

Παράρτημα Ζ - Περιορισμοί και γενικοί όροι και προϋποθέσεις

1	Επιτελική Σύνοψη
2	Ανάλυση Αγοράς
3	Επισκόπηση Εταιρείας
4	Επιχειρηματικό Σχέδιο
5	Αποτελέσματα Αποτίμησης

6 Παραρτήματα

- Η αποτίμηση της Εταιρείας βασίστηκε στις διεθνώς αναγνωρισμένες παραδοχές αποτίμησης για λειτουργία «going concern» της Εταιρείας για σκοπούς υπολογισμού της αγοραίας αξίας τους. Going concern σημαίνει ότι η Εταιρεία θα συνεχίσει τη λειτουργία της στο προσεχές μέλλον και δεν υπάρχει πρόθεση, ή αναγκαιότητα ρευστοποίησης ή άλλοι λόγοι να περιορίσει τις δραστηριότητές της.
- Η εργασία μας δεν περιλαμβάνει καμία εγγύηση για την επίτευξη των προβλέψεων ή των παραδοχών εργασίας στις οποίες αυτή βασίστηκε, ούτε διαβεβαιώνει ότι έλαβε υπόψη τυχόν 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, οι οποίες διαφορές μπορεί να είναι σημαντικές.
- Δεν υπέπεσε στην αντίληψή μας κάποιο στοιχείο που να αμφισβητεί την ορθότητα των πληροφοριών που παρουσιάζονται στην παρούσα Έκθεση.
- Η ΕΥ καθώς και οι υπάλληλοι και συνεργάτες της δεν έχουν άμεσο ή έμμεσο συμφέρον στην Εταιρεία το οποίο να τους απαγορεύει την αμερόληπτη εργασία τους.
- Η αμοιβή παροχής συμβουλευτικών υπηρεσιών δεν εξαρτάται από τα αποτελέσματα που εκτίθενται.
- Για τα στοιχεία, τις πληροφορίες και τις προβλέψεις σχετικά με τη μελλοντική πορεία της Εταιρείας που μας παρασχέθηκαν από τη Διοίκηση αυτής, από τους δυνητικούς επενδυτές, αλλά και αυτών που αντλήσαμε από πηγές δημόσιας πληροφόρησης, δεν έγινε οποιασδήποτε μορφής διερεύνηση, επιβεβαίωση ή έλεγχος αυτών. Στα πλαίσια αυτά, η εργασία μας είναι συμβουλευτική και δεν αποτελεί γνωμοδότηση ούτε αντικείμενο υπηρεσιών ελέγχου ή φορολογικών υπηρεσιών οι οποίες μπορούν να παρασχεθούν από την ΕΥ.
- Δεν έχει πραγματοποιηθεί έρευνα σχετικά με τον τίτλο της Εταιρείας και η αξίωση του ιδιοκτήτη στις μετοχές υπό αποτίμηση εικάζεται ότι είναι έγκυρη. Δεν αναλαμβάνεται καμία ευθύνη για ζητήματα νομικής φύσης, συμπεριλαμβανομένου επισχέσεων ή επιβαρύνσεων εναντίον της Εταιρείας, εκτός αυτών που ρητώς αναφέρονται στην Έκθεση. Γίνεται η υπόθεση όλες οι απαραίτητες άδειες, πιστοποιητικά κατοχής, συναινέσεις, ή άλλη νομική ή διοικητική εξουσία που πηγάζει από οποιαδήποτε κυβέρνηση, ιδιωτική οντότητα ή οργανισμό έχει ήδη ή μπορεί άμεσα να αποκτηθεί ή να ανανεωθεί για οποιαδήποτε χρήση προορίζονται τα αποτελέσματα αξίας που περιέχονται στην παρούσα Έκθεση.
- Η εργασία αυτή συντάχθηκε μόνο για τον σκοπό που περιγράφεται στην παρούσα έκθεση και δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί για κανέναν άλλο σκοπό. Αν ο Πελάτης επιθυμεί να παραδώσει, ή να χορηγήσει την έκθεση μας ή τμήμα αυτής σε τρίτους, τούτο μπορεί να συμβεί μόνο με προηγούμενη γραπτή συγκατάθεσή μας.
- Τα αποτελέσματα της αποτίμησης τα οποία περιλαμβάνονται στην παρούσα έκθεση αναφέρονται αποκλειστικά στην ημερομηνία αποτίμησης η οποία επίσης αναφέρεται ρητά στην παρούσα έκθεση. Πιθανές αλλαγές στην οικονομία ή τις αγορές θα μπορούσαν να έχουν ως αποτέλεσμα διαφορετικό αποτέλεσμα αποτίμησης με μεγάλη απόκλιση από αυτό που παρουσιάζεται στην παρούσα έκθεση το οποίο βασίζεται σε συγκεκριμένη ημερομηνία αποτίμησης. Δεν αναλαμβάνουμε καμία ευθύνη για αλλαγές στις αγορές ή για πιθανή αδυναμία του ιδιοκτήτη να εντοπίσει αγοραστή των μετοχών της Εταιρείας στην τιμή που αποτυπώνεται στην παρούσα Έκθεση. Δεν έχουμε την ευθύνη να ενημερώσουμε την παρούσα Έκθεση για γεγονότα που θα συμβούν μετά την ημερομηνία αποτίμησης. Δεν αναγνωρίζεται ευθύνη για πληροφόρηση που μας παρασχέθηκε από άλλους η οποία και κρίνεται αξιόπιστη.
- Για την ολοκλήρωση της ανάλυσής μας, μας παρασχέθηκε γραπτή και προφορική πληροφόρηση, καθώς και στοιχεία σε ηλεκτρονική μορφή (π.χ. e-mails), τα οποία σχετίζονται με τη δομή, τη λειτουργία και τις χρηματοοικονομικές επιδόσεις της Εταιρείας. Βασιστήκαμε στις πληροφορίες αυτές για την ανάλυση μας και την προετοιμασία της Έκθεσης και δεν έχουμε επιβεβαιώσει ανεξάρτητα την ακρίβεια ή την πληρότητά τους.
- Ορισμένα ιστορικά οικονομικά στοιχεία που χρησιμοποιήθηκαν στην αποτίμηση αντλήθηκαν από ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις της Εταιρείας. Οι οικονομικές καταστάσεις αυτές είναι αποδεκτές από τη Διοίκηση, η οποία Διοίκηση φέρει και την αποκλειστική ευθύνη για αυτές και δεν προβήκαμε σε ανεξάρτητη επαλήθευση της ακρίβειας ή της πληρότητας αυτών.
- Οι μελλοντικές ταμειακές ροές παρουσιάζονται σε ονομαστικές αξίες και προεξοφλήθηκαν με ονομαστικούς προεξοφλητικούς παράγοντες.
- Η ΕΥ δεν φέρει ευθύνη για οικονομικές ή φορολογικές εκτιμήσεις. Θεωρείται δεδομένο ότι η Διοίκηση της Εταιρείας αναλαμβάνει την ευθύνη για οικονομικά και φορολογικά στοιχεία που αφορούν τα περιουσιακά στοιχεία που καλύπτει η ανάλυση μας.
- Η ΕΥ ή οποιοδήποτε μέλος της που υπογράφει αυτή την εργασία ή σχετίζεται με αυτή δεν είναι υποχρεωμένοι να παράσχουν επιπλέον συμβουλευτικές υπηρεσίες, να καταθέσουν ή να παρουσιάσουν ενώπιον δικαστηρίου ή να εμπλακούν σε οποιαδήποτε άλλη δικονομική διαδικασία, εκτός αν έχει προηγηθεί σχετική συνεννόηση.
- Η έκθεση αυτή πρέπει να θεωρείται και να αξιολογείται ως πλήρες έγγραφο.

Σχετικά με την ΕΥ

Η ΕΥ είναι ένας παγκόσμιος ηγέτης στις εκλεκτικές, φορολογικές, χρηματοοικονομικές και συμβουλευτικές υπηρεσίες. Παγκοσμίως, οι 175.000 υπάλληλοι μας ενστερνίζονται τις ίδιες αξίες και με την δέσμευση τους στην ποιότητα. Κάνουμε τη διαφορά βοηθώντας τους ανθρώπους μας, τους πελάτες μας και την ευρύτερη κοινωνία να επιτύχουν τους στόχους τους.

Η Εταιρεία ΕΥ αναφέρεται στην παγκόσμια ένωση εταιριών – μελών της EY Global Limited, κάθε μία εκ των οποίων αποτελεί μια ξεχωριστή νομική οντότητα. Η EY Global Limited, η οποία είναι μια Limited με έδρα το Ηνωμένο Βασίλειο δεν παρέχει υπηρεσίες στον πελάτη.

Για περισσότερες πληροφορίες σχετικά με την ΕΥ, παρακαλώ επισκεφθείτε στην ιστοσελίδα visit www.ey.com.

© 2020 ΕΥ.

Με επιφύλαξη παντός νόμιμου δικαιώματος