
**ΕΚΘΕΣΗ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΥ ΑΞΙΑΣ
(Μέθοδοι και Παραδοχές Αποτίμησης)
της εταιρείας
ΓΕΝΙΚΗ ΚΛΙΝΙΚΗ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ Α.Ε.**

Σημαντική Σημείωση

Το παρόν εμπεριέχει αποκλειστικές πληροφορίες σχετικές με την εταιρεία «ΓΕΝΙΚΗ ΚΛΙΝΙΚΗ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ Α.Ε.» (εφεξής «Εταιρεία»).

Το παρόν έχει συνταχθεί από την Επενδυτική Τράπεζα Ελλάδος Α.Ε. (εφεξής «Τράπεζα»), για λογαριασμό της εταιρείας EUROMEDICA ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΑΡΟΧΗΣ ΙΑΤΡΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ (εφεξής «EUROMEDICA»), με σκοπό τον προσδιορισμό της αξίας της εταιρείας ΓΕΝΙΚΗ ΚΛΙΝΙΚΗ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ Α.Ε. που επιθυμεί να αγοράσει η EUROMEDICA, στα πλαίσια του άρθρου 312, «Αύξηση με σκοπό την εξαγορά άλλης επιχείρησης», του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών, από πληροφορίες και στοιχεία που δόθηκαν στην Τράπεζα με ευθύνη και επιμέλεια της Διοίκησης της EUROMEDICA.

Η εργασία του προσδιορισμού της αξίας βασίζεται σε έναν αριθμό υποθέσεων και παραδοχών, είτε αυτές έχουν μακροοικονομικό περιεχόμενο όπως επίπεδα πληθωρισμού και επιτοκίων, είτε αυτές αναφέρονται στη μελλοντική πορεία της Εταιρείας. Οι εν λόγω υποθέσεις και παραδοχές έχουν γίνει με επιμέλεια και ευθύνη της EUROMEDICA. Εν τούτοις, οι ενδιαφερόμενοι επενδυτές παροτρύνονται όπως προβούν με δικούς τους χρηματοοικονομικούς συμβούλους σε ανεξάρτητη κρίση και αξιολόγηση των εν λόγω χρησιμοποιηθέντων υποθέσεων και παραδοχών. Σημειώνεται ότι ο προσδιορισμός της αξίας της Εταιρείας επηρεάζεται άμεσα από τον βαθμό επαλήθευσης των υποθέσεων και παραδοχών στις οποίες έχει βασιστεί. Νοείται ότι οποιαδήποτε απόκλιση μεταξύ των προβλεφθέντων και των πραγματικών αποτελεσμάτων, δύναται να οδηγήσει σε διαφοροποίηση της αξιολόγησης της Εταιρείας.

Η Τράπεζα δεν επιβεβαιώνει την ακρίβεια των υποθέσεων και παραδοχών καθώς δεν προχώρησε σε ανεξάρτητη επαλήθευση και έλεγχο αυτών.

Η Τράπεζα εξέτασε τις εν λόγω υποθέσεις και παραδοχές μόνον για λόγους συνοχής και πληρότητας αυτών.

Η Τράπεζα δεν αναλαμβάνει καμία ευθύνη ή υποχρέωση σε περίπτωση που κάποια πληροφορία, υπόθεση ή πρόβλεψη που της έχει δοθεί, από την EUROMEDICA αποδειχθεί ανακριβής ή λανθασμένη ή παραπλανητική ή μη αποδεκτή. Ούτε αναλαμβάνει καμία ευθύνη ή υποχρέωση ακόμη και στην περίπτωση που αποδειχθεί ότι η EUROMEDICA, παρακράτησε σημαντικά έγγραφα ή πληροφορίες.

Περιεχόμενα

1. ΣΚΟΠΟΣ, ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΟ ΚΑΙ ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ ΤΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	4
1.1 Εισαγωγή	4
1.2 Περιοριστικοί Παράγοντες Εργασίας Προσδιορισμού Αξίας	5
2. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ	6
3. ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΓΕΝΙΚΗ ΚΛΙΝΙΚΗ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ Α.Ε.	7
4. ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΜΕΘΟΔΩΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ	8
4.1 Εισαγωγή	8
4.2 Προβλέψεις και Παραδοχές Εκτίμησης Αξίας της Εταιρείας	8
4.3 Μεθοδολογία Προεξόφλησης Μελλοντικών Χρηματικών Ροών	9
4.3.1 Αρχές της Μεθόδου των Προεξοφλημένων Μελλοντικών Χρηματικών Ροών	9
4.3.2 Εφαρμογή της Μεθόδου των Προεξοφλημένων Μελλοντικών Χρηματικών Ροών	10
4.4 Μεθοδολογία Δεικτών Κεφαλαιαγοράς	13
4.4.1 Αρχές της Μεθόδου Δεικτών Κεφαλαιαγοράς	13
4.4.2 Εφαρμογή της Μεθόδου Δεικτών Κεφαλαιαγοράς	13
5. ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	16
5.1 Προβλεπόμενα Αποτελέσματα Χρήσεως	17
5.2 Προβλεπόμενοι Ισολογισμοί	18
5.3 Παραδοχές	19

1. Σκοπός, Αντικείμενο και Περιορισμοί της Εργασίας

1.1 Εισαγωγή

Το παρόν έχει συνταχθεί από την Επενδυτική Τράπεζα Ελλάδος Α.Ε. (εφεξής «Τράπεζα»), για λογαριασμό της εταιρείας EUROMEDICA ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΑΡΟΧΗΣ ΙΑΤΡΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ (εφεξής η «EUROMEDICA»). Σκοπός του παρόντος είναι η αποτίμηση της εταιρείας ΓΕΝΙΚΗ ΚΛΙΝΙΚΗ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ Α.Ε (εφεξής «Εταιρεία»), και ειδικότερα το 48,7% του μετοχικού κεφαλαίου αυτής, το οποίο επιθυμεί να αγοράσει η EUROMEDICA, προκειμένου στη συνέχεια και με βάση την προαναφερθείσα αποτίμηση να εκτιμηθεί το δίκαιο και εύλογο του συμφωνηθέντος από τις εμπλεκόμενες εταιρείες τίμημα εξαγοράς (εφεξής «Τίμημα Εξαγοράς»). Το παρόν έχει συνταχθεί στο πλαίσιο του άρθρου 312, «Αύξηση με σκοπό την εξαγορά άλλης επιχείρησης», του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών, από πληροφορίες και στοιχεία που δόθηκαν στην Τράπεζα με ευθύνη και επιμέλεια της EUROMEDICA.

Ο προσδιορισμός της αξίας της Εταιρείας έγινε σύμφωνα με τις γενικά παραδεκτές αρχές και μεθόδους που ακολουθούνται διεθνώς και το τελικό αποτέλεσμα εξήχθη, αφού ελήφθη υπόψη ο βαθμός καταλληλότητας της κάθε μεθόδου. Κατά την άποψή μας τόσο οι μέθοδοι που υιοθετήθηκαν, όσο και η βαρύτητα που αποδόθηκε σε κάθε μία από αυτές, είναι ενδεδειγμένες και κατάλληλες για τη συγκεκριμένη περίπτωση.

Στην παρούσα έκθεση υπολογίστηκε, όπως παρουσιάζεται αναλυτικά στη συνέχεια, ένα εύρος τιμήματος εξαγοράς το οποίο κρίνεται δίκαιο και εύλογο και εντός του οποίου περιλαμβάνεται το Τίμημα Εξαγοράς (€ 16.868 χιλ.). Ως εκ τούτου, εκφέρουμε την άποψη για το δίκαιο και εύλογο του Τιμήματος Εξαγοράς. Η κρίση μας βασίστηκε σε στοιχεία, πληροφορίες, υποθέσεις και παραδοχές που μας δόθηκαν από τη Διοίκηση της EUROMEDICA, η οποία μας διαβεβαίωσε ότι είναι ακριβείς και πλήρεις για τις ανάγκες της αποτίμησης.

Για την εργασία στηριχθήκαμε στα ακόλουθα:

- ❖ Μελλοντική οικονομική κατάσταση και αναμενόμενες προοπτικές της Εταιρείας και του κλάδου, με βάση τις προβλέψεις εξέλιξης των μεγεθών της (αναμενόμενα μελλοντικά κέρδη και οι προκύπτουσες μελλοντικές χρηματικές ροές της) που μας παρείχε η EUROMEDICA.
- ❖ Λοιπές πληροφορίες, μελέτες και αναλύσεις, καθώς και χρηματοοικονομικούς και χρηματιστηριακούς δείκτες που θεωρήσαμε συναφείς και κατάλληλους για τους σκοπούς της διαμόρφωσης της γνώμης μας.

Για την εκπόνηση της εργασίας του προσδιορισμού της αξίας της Εταιρείας εφαρμόστηκαν, ειδικότερα, οι κάτωθι διεθνώς αποδεκτές μέθοδοι αποτίμησης:

- ❖ Προεξόφληση Μελλοντικών Χρηματικών Ροών (Discounted Cash Flow)
- ❖ Δείκτες Κεφαλαιαγοράς (Market Multiples)

1.2 Περιοριστικοί Παράγοντες Εργασίας Προσδιορισμού Αξίας

Αναφορικά με τους περιορισμούς της χρήσης της παρούσας επισημαίνονται τα παρακάτω:

- ❖ Ο προσδιορισμός της αξίας της Εταιρείας βασίζεται σε μια σειρά βασικών παραδοχών οι οποίες έχουν δοθεί από τη Διοίκηση της EUROMEDICA, όπως για παράδειγμα το μέγεθος των πωλήσεων και τα περιθώρια κέρδους.
- ❖ Τα ιστορικά οικονομικά στοιχεία που μας δόθηκαν, δεν έχουν υποστεί οποιοδήποτε ανεξάρτητο έλεγχο από την Τράπεζα.

2. Αποτελέσματα Εκτίμησης

Η εκτιμώμενη αξία του τιμήματος για την απόκτηση του 48,7% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας «ΓΕΝΙΚΗ ΚΛΙΝΙΚΗ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ Α.Ε.», χρησιμοποιώντας τις συγκεκριμένες μεθόδους, που παρουσιάζονται αναλυτικά παρακάτω, προσδιορίσθηκε στο εύρος των **€ 17.465 χιλ.** και **€ 16.396 χιλ.** εντός του οποίου περιλαμβάνεται το Τίμημα Εξαγοράς (€ 16.868 χιλ.).

Το ανωτέρω εύρος της αξίας προκύπτει από τα 2 σενάρια που χρησιμοποιήθηκαν (χαμηλού και υψηλού κινδύνου) για κάθε μία από της μεθόδους αποτίμησης που εφαρμόστηκαν.

Συγκεκριμένα:

Μέθοδος Αποτίμησης	Αξία		Στάθμιση
	Σενάριο Χαμηλού Κινδύνου	Σενάριο Υψηλού Κινδύνου	
(Αξίες σε €)			
Προεξόφληση Μελλοντικών Χρηματικών Ροών (DCF)	41.209	38.598	0,60
Δείκτες Κεφαλαιαγοράς (Market Multiples) 2004	23.575	22.265	0,40
Σταθμισμένη Αξία Εταιρείας (Equity Value)	34.155	32.065	1,00
Προκύπτουσα Αξία του 48,7% της Εταιρείας	16.634	15.616	
Συντελεστής Προσαύξησης ⁽¹⁾	5%	5%	
Προκύπτουν εύρος αξίας Τιμήματος Εξαγοράς του 48,7% της Εταιρείας	17.465	16.396	
<i>1. Λόγω έμμεσης απόκτησης ελέγχου πλειοψηφίας, σε συνδυασμό με την AXON HOLDINGS A.E.,</i>			

3. Παρουσίαση της εταιρείας ΓΕΝΙΚΗ ΚΛΙΝΙΚΗ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ Α.Ε.

Η Εταιρεία συστάθηκε με βάση την από 4.2.1971 απόφαση του Νομάρχη Θεσσαλονίκης και η περίληψη του καταστατικού της δημοσιεύθηκε την 17.2.1971 στο ΦΕΚ Νο 95.

Βασικός σκοπός της είναι η ίδρυση και εκμετάλλευση Γενικής Κλινικής κάθε ιατρικής ειδικότητας και η παροχή νοσηλείας και ιατρικών υπηρεσιών δευτεροβάθμιας και πρωτοβάθμιας περίθαλψης.

Η Εταιρεία είναι εγκαταστημένη σε ιδιόκτητο επταόροφο ακίνητο 8.600 τ.μ. στην Παραλιακή Λεωφόρο της Θεσσαλονίκης, δυναμικότητας 268 κλινών. Η Γενική Κλινική Θεσσαλονίκης Α.Ε. διαθέτει νοσηλευτικές μονάδες όλων των ειδικοτήτων, 13 χειρουργεία, 2 Μονάδες Εντατικής Θεραπείας 16 κλινών, 7 αίθουσες τοκετού και 2 αίθουσες μικροεπεμβάσεων. Παράλληλα, η Εταιρεία παρέχει υπηρεσίες πρωτοβάθμιας περίθαλψης στα εξωτερικά ιατρεία και εργαστήρια που λειτουργούν στις εγκαταστάσεις της.

Το 2005 ολοκληρώνεται το μεγαλύτερο τμήμα του εν εξελίξει επενδυτικού προγράμματος εκσυγχρονισμού της Εταιρείας, το οποίο περιλαμβάνει την κατασκευή νέου μαιευτικού συγκροτήματος, την ανακαίνιση του συγκροτήματος των χειρουργείων και τον εκσυγχρονισμό του ιατρικού εξοπλισμού.

Η εξέλιξη του μέσου όρου του απασχολούμενου προσωπικού της Εταιρείας για την περίοδο 2001-2003 παρατίθεται ακολούθως:

ΠΡΟΣΩΠΙΚΟ	Μ.Ο. 2001	Μ.Ο. 2002	Μ.Ο. 2003
Διοικητικό	39	41	49
Νοσηλευτικό	167	171	189
Λοιπό Βοηθητικό	27	33	27
Σύνολο	233	245	265

Η Γενική Κλινική Θεσσαλονίκης Α.Ε. είναι συμβεβλημένη με όλες τις Ιδιωτικές Ασφαλιστικές Εταιρείες και με όλα τα Δημόσια Ασφαλιστικά Ταμεία.

4. ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΜΕΘΟΔΩΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

4.1 Εισαγωγή

Για τον προσδιορισμό της αξίας της Εταιρείας χρησιμοποιήθηκαν οι ακόλουθες διεθνώς αποδεκτές μέθοδοι αποτίμησης:

- ❖ Προεξόφληση Μελλοντικών Χρηματικών Ροών (Discounted Cash Flow)
- ❖ Δείκτες Κεφαλαιαγοράς (Market Multiples)

4.2 Προβλέψεις και Παραδοχές Εκτίμησης Αξίας της Εταιρείας

Το πρώτο βήμα για τον προσδιορισμό της αξίας της Εταιρείας είναι η χρήση βασικών παραδοχών και προβλέψεων (που μας παρέχει η EUROMEDICA) βάσει των οποίων δομούνται οι μελλοντικές οικονομικές καταστάσεις και τα απαραίτητα οικονομικά στοιχεία για την εκτίμηση της αξίας.

Συγκεκριμένα:

- ❖ Προσδιορισμός μελλοντικών αποτελεσμάτων με βάση εμπειριστατωμένες προβλέψεις για τη διαμόρφωση του επίπεδου του κύκλου εργασιών, των μικτών αποτελεσμάτων, καθώς και των μελλοντικών οργανικών εξόδων και των λειτουργικών και χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων.
- ❖ Προσδιορισμός των μελλοντικών Ισολογισμών της Εταιρείας με βάση εμπειριστατωμένες προβλέψεις και τις προγραμματισμένες επενδύσεις της Εταιρείας, καθώς και η κεφαλαιακή της διάθρωση.

Τα ανωτέρω στοιχεία παρατίθενται σε πίνακες στο Παράρτημα της παρούσας έκθεσης.

4.3 Μεθοδολογία Προεξόφλησης Μελλοντικών Χρηματικών Ροών

4.3.1 Αρχές της Μεθόδου των Προεξοφλημένων Μελλοντικών Χρηματικών Ροών

Η μέθοδος αυτή, (Discounted Cash Flow – «DCF») βασίζεται στην αρχή ότι η αξία μιας εταιρείας εξαρτάται από τη πρόσθετη απόδοση που αυτή προσφέρει σε σύγκριση με το κόστος των κεφαλαίων της, λαμβάνοντας υπόψη τον επιχειρηματικό κίνδυνο της συγκεκριμένης απόδοσης.

Με τη μέθοδο «DCF» καθορίζεται η Καθαρή Παρούσα Αξία μιας εταιρείας και περιλαμβάνει τα εξής:

- ❖ Η Παρούσα Αξία των μελλοντικών της χρηματικών ροών για μια ορισμένη χρονική περίοδο,
- ❖ Η Υπολειμματική της Αξία (Residual Value) η οποία εκτιμάται σαν η Παρούσα Αξία των μετά τη περίοδο των προβλεπομένων χρηματικών ροών της,

Οι μελλοντικές χρηματικές ροές καθορίζονται από τη διαφορά μεταξύ όλων των πραγματικών εισροών και εκροών. Οι μετά από φόρους χρηματικές ροές συνυπολογίζοντας τις εκάστοτε αποσβέσεις χρήσης, αντιπροσωπεύουν τα διαθέσιμα της εταιρείας που μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την αποπληρωμή των δανείων και την καταβολή μερισμάτων προς τους μετόχους της καθώς και για επανεπένδυση στην επιχείρηση με σκοπό την αύξηση των μελλοντικών κερδών.

Εκροές θεωρούνται όλες οι δαπάνες για επενδύσεις σε κεφαλαιουχικό εξοπλισμό και σε κεφάλαια κινήσεως που θεωρούνται απαραίτητα για την λειτουργία της επιχείρησης και στην υποστήριξη των στρατηγικών της στόχων.

Ο συντελεστής που χρησιμοποιήθηκε για την προεξόφληση των μελλοντικών χρηματικών ροών κάθε μιας από τις προβλεπόμενες χρήσεις της Εταιρείας, είναι το Μέσο Σταθμισμένο Κόστος των Κεφαλαίων (Weighted Average Cost of Capital –“WACC”), το οποίο αντιπροσωπεύει το μέσο μετά φόρων κόστος δανεισμού και το μέσο κόστος ιδίων κεφαλαίων της Εταιρείας, σταθμισμένα ως προς την κεφαλαιακή δομή της.

Το κόστος ιδίων κεφαλαίων εκφράζει το ελάχιστο ποσοστό απόδοσης των κεφαλαίων μιας εταιρείας που απαιτείται από τους μετόχους της. Η απαιτούμενη απόδοση των κεφαλαίων πρέπει να τους αποζημιώνει για τους επιχειρηματικούς κινδύνους καθώς και από τον κίνδυνο της αγοράς και της οικονομίας γενικότερα. Για τους σκοπούς της παρούσας μελέτης, πραγματοποιήθηκε μία ανάλυση ευαισθησίας, έτσι ώστε ο συντελεστής προεξόφλησης να αντικατοπτρίζει πιθανές μεταβολές των μεταβλητών που επηρεάζουν το κόστος κεφαλαίων της επιχείρησης. Η διαφοροποίηση σε ορισμένες μεταβλητές που αναλύεται στην συνέχεια, μπορεί να διαφοροποιήσει την αξία της Εταιρείας σε σημαντικό βαθμό.

4.3.2 Εφαρμογή της Μεθόδου των Προεξοφλημένων Μελλοντικών Χρηματικών Ροών

Η αποτίμηση της αξίας της Εταιρείας η οποία βασίζεται στη μεθοδολογία της προεξόφλησης των μελλοντικών χρηματικών ροών συνοψίζεται ως εξής:

(Αξίες σε χιλ. €)	Σενάριο Χαμηλού Κινδύνου	Σενάριο Υψηλού Κινδύνου
Επιπλέον απόδοση χαρτοφυλακίου (Risk Premium)	6,00%	6,50%
Καθαρή Παρούσα Αξία Επιχείρησης 30/11/2004	46.065	43.453
Μείον: Καθαρός Δανεισμός 31/12/2003	4.856	4.856
Καθαρή Παρούσα Αξία Ιδίων Κεφαλαίων 30/11/2004	41.209	38.598

Υπολογισμός Χρηματικών Ροών

Οι προβλεπόμενες καθαρές χρηματικές ροές μετά φόρων της περιόδου 2004-2008, προκύπτουν από τα κέρδη προ φόρων και τόκων αφού υπολογιστούν τα παρακάτω:

- ❖ Φόροι που αναλογούν στα Κέρδη προ Φόρων και Τόκων (Μείον)
- ❖ Αποσβέσεις (Πλέον)
- ❖ Μεταβολές στο κεφάλαιο κίνησης (για την αύξηση Μείον, για την μείωση Πλέον)
- ❖ Επενδύσεις πάγιου εξοπλισμού (Μείον)

Υπολογισμός Μέσου Σταθμισμένου Κόστους Κεφαλαίου (WACC)

- ❖ Κόστος δανεισμού: Υπολογίστηκε σε 5,0%
- ❖ Απόδοση επένδυσης μηδενικού κινδύνου: Υπολογίστηκε σε 4,5% βάσει της απόδοσης του 10ετούς Ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου
- ❖ Απόδοση (risk premium) του συνόλου του χαρτοφυλακίου της κεφαλαιαγοράς: Υπολογίστηκαν 2 σενάρια με 6,0% και 6,5% (σημειώνεται ότι στις περιπτώσεις μη εισηγμένων εταιρειών η απόδοση αυτή προσαυξάνεται ώστε να αντικατοπτρίζει την έλλειψη εμπορευσιμότητας).
- ❖ Συντελεστής Beta: Προσδιορίζει το βαθμό σχετικού κινδύνου της Εταιρείας σε σχέση με το βαθμό επικινδυνότητας του χαρτοφυλακίου του συνόλου της αγοράς στις περιπτώσεις που η εταιρεία είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο. Για την Εταιρεία δεδομένου ότι δεν έχει εισάγει τις μετοχές της στο Χ.Α., ο συντελεστής Beta για κάθε μία από τις μελλοντικές χρήσεις καθώς και για το διηνεκές, προσδιορίστηκε βάσει αντίστοιχων συντελεστών εισηγμένων στο Χ.Α. ομοειδών επιχειρήσεων (και σε κάθε περίπτωση προσαρμοσμένο ως προς τα δεδομένα χρηματοοικονομικής μόχλευσης).

Σενάριο Χαμηλού Κινδύνου: Επιπλέον απόδοση χαρτοφυλακίου (Risk Premium) = 6,0%

Προεξόφληση Μελλοντικών Χρηματοροών	2004 Ε	2005 Π	2006 Π	2007 Π	2008 Π	Διηνεκές ⁽²⁾
(Αξίες σε χιλ. €)						
Κέρδη Προ Φόρων & Τόκων (EBIT)	1.993	2.509	2.747	3.116	3.280	
Μείον Αναλογούντες Φόροι	-	(757)	(824)	(935)	(984)	
NOPLAT	1.993	1.752	1.923	2.181	2.296	
Πλέον Αποσβέσεις	1.350	1.416	1.426	1.450	1.500	
Μεταβολές στο Κεφάλαιο Κίνησης ⁽¹⁾	1.692	(285)	170	64	143	
Μείον Επενδύσεις Πάγιου Εξοπλισμού	(2.141)	(1.503)	(100)	(250)	(400)	
Συντελεστής Ανάπτυξης στο Διηνεκές (g)						2,5%
Καθαρές Χρηματοροές	2.894	1.381	3.419	3.445	3.539	53.262
Κόστος Κεφαλαίων (WACC) ⁽³⁾	9,7%	9,7%	8,9%	9,0%	9,2%	9,3%
Συντελεστής Προεξόφλησης ⁽⁴⁾	0,992	0,905	0,831	0,762	0,698	0,639
Προεξοφλημένες Χρηματοροές	2.872	1.249	2.840	2.625	2.470	34.009
Καθαρή Παρούσα Αξία Επιχείρησης	46.065					
Μείον: Καθαρός Δανεισμός Προηγούμενης Χρήσης	4.856					
Καθαρή Παρούσα Αξία Ιδίων Κεφαλαίων	41.209					

Σημειώσεις

1) Μεταβολές στο Κεφάλαιο Κίνησης Υπολογίζοντας τα Διαθέσιμα σε 20 ημέρες Βραχ. Υποχ. εκτός Δανείων

2) Χρηματοροή στο Διηνεκές: $(FCF \cdot (1+g)) / (WACC - g)$

3) WACC: Αρχής Χρήσης

4) Για τη χρήση 2004 η προεξόφληση αφορά μόνο σε 1 μήνα

Μέσο Σταθμικό Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων (WACC)	2003	2004 Ε	2005 Π	2006 Π	2007 Π	2008 Π
Απόδοση Επένδυσης Μηδενικού Κινδύνου	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Επιπλέον Απόδοση Χαρτοφυλακίου (market premium)	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Συντελεστής ΒΕΤΑ (Β) (σχετικού κινδύνου)	1,41	1,24	1,04	0,99	0,94	0,90
Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων	13,0%	11,9%	10,7%	10,4%	10,1%	9,9%
Κόστος Δανεισμού	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Ιδια Κεφάλαια/Σύνολο Κεφαλαίων	59,5%	67,6%	74,8%	79,5%	85,5%	91,1%
Δάνεια/Σύνολο Κεφαλαίων	40,5%	32,4%	25,2%	20,5%	14,5%	8,9%
(1 - Συντελεστής Φόρου Εισοδήματος)	100,0%	100,0%	69,8%	70,0%	70,0%	70,0%
Μέσο Σταθμικό Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων (WACC)	9,7%	9,7%	8,9%	9,0%	9,2%	9,3%

Σενάριο Υψηλού Κινδύνου: Επιπλέον απόδοση χαρτοφυλακίου (Risk Premium) = 6,5%

Προεξόφληση Μελλοντικών Χρηματοροών	2004 Ε	2005 Π	2006 Π	2007 Π	2008 Π	Διηνεκές ⁽²⁾
(Αξίες σε χιλ. €)						
Κέρδη Προ Φόρων & Τόκων (EBIT)	1.993	2.509	2.747	3.116	3.280	
Μείον Αναλογούντες Φόροι	-	(757)	(824)	(935)	(984)	
NOPLAT	1.993	1.752	1.923	2.181	2.296	
Πλέον Αποσβέσεις	1.350	1.416	1.426	1.450	1.500	
Μεταβολές στο Κεφάλαιο Κίνησης ⁽¹⁾	1.692	(285)	170	64	143	
Μείον Επενδύσεις Πάγιου Εξοπλισμού	(2.141)	(1.503)	(100)	(250)	(400)	
Συντελεστής Ανάπτυξης στο Διηνεκές (g)						2,5%
Καθαρές Χρηματοροές	2.894	1.381	3.419	3.445	3.539	50.249
Κόστος Κεφαλαίων (WACC) ⁽³⁾	10,2%	10,1%	9,3%	9,4%	9,6%	9,7%
Συντελεστής Προεξόφλησης ⁽⁴⁾	0,992	0,901	0,824	0,753	0,688	0,627
Προεξοφλημένες Χρηματοροές	2.871	1.244	2.818	2.596	2.433	31.491
Καθαρή Παρούσα Αξία Επιχείρησης	43.453					
Μείον: Καθαρός Δανεισμός Προηγούμενης Χρήσης	4.856					
Καθαρή Παρούσα Αξία Ιδίων Κεφαλαίων	38.598					

Σημειώσεις

1) Μεταβολές στο Κεφάλαιο Κίνησης Υπολογίζοντας τα Διαθέσιμα σε 20 ημέρες Βραχ. Υποχ. εκτός Δανείων

2) Χρηματοροή στο Διηνεκές: $(FCF \cdot (1+g)) / (WACC-g)$

3) WACC: Αρχής Χρήσης

4) Για τη χρήση 2004 η προεξόφληση αφορά μόνο σε 1 μήνα

Μέσο Σταθμικό Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων (WACC)	2003	2004 Ε	2005 Π	2006 Π	2007 Π	2008 Π
Απόδοση Επένδυσης Μηδενικού Κινδύνου	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Επιπλέον Απόδοση Χαρτοφυλακίου (market premium)	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Συντελεστής ΒΕΤΑ (Β) (σχετικού κινδύνου)	1,41	1,24	1,04	0,99	0,94	0,90
Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων	13,7%	12,6%	11,2%	10,9%	10,6%	10,3%
Κόστος Δανεισμού	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Ιδία Κεφάλαια/Σύνολο Κεφαλαίων	59,5%	67,6%	74,8%	79,5%	85,5%	91,1%
Δάνεια/Σύνολο Κεφαλαίων	40,5%	32,4%	25,2%	20,5%	14,5%	8,9%
(1 - Συντελεστής Φόρου Εισοδήματος)	100,0%	100,0%	69,8%	70,0%	70,0%	70,0%
Μέσο Σταθμικό Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων (WACC)	10,2%	10,1%	9,3%	9,4%	9,6%	9,7%

4.4 Μεθοδολογία Δεικτών Κεφαλαιαγοράς

4.4.1 Αρχές της Μεθόδου Δεικτών Κεφαλαιαγοράς

Η συγκεκριμένη μέθοδος, αφορά στη χρήση αποτιμητικών δεικτών κατάλληλου δείγματος,

- ❖ εισηγμένων σε κεφαλαιαγορές εταιρειών,
- ❖ ή /και του συνόλου ενός κλάδου (σύνολο εισηγμένων εταιρειών παρεμφερούς δραστηριότητας)
- ❖ ή /και του συνόλου της εκάστοτε κεφαλαιαγοράς.

Οι εν λόγω δείκτες, εφαρμόζονται επί των οικονομικών στοιχείων της υπό εξέταση εταιρείας αποδίδοντας ένα σύνολο δυνητικών αξιών, από το σταθμισμένο μέσο όρο των οποίων προκύπτει το εύρος της εκάστοτε αποτίμησης μιας εταιρείας.

Σε περιπτώσεις προσδιορισμού αξίας μη εισηγμένων σε κεφαλαιαγορά εταιρειών, οι ως άνω προκύπτουσα αξία προσαρμόζεται ως προς συντελεστή έκπτωσης ώστε κατά περίπτωση να αντικατοπτρίζεται η περιορισμένη εμπορευσιμότητα ή /και μέγεθος της υπό εξέταση εταιρείας σε σύγκριση με το δείγμα αναφοράς.

4.4.2 Εφαρμογή της Μεθόδου Δεικτών Κεφαλαιαγοράς

Βάσει της μεθοδολογίας των δεικτών κεφαλαιαγοράς, χρησιμοποιήθηκαν δείκτες εταιρειών οι οποίες δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα στον κλάδο της Υγείας και οι οποίες είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Οι αποτιμητικοί δείκτες των ανωτέρω, αφορούν σε προβλέψεις για το έτος 2004 (Πηγή JCF Group) και εφαρμόστηκαν επί των προβλεπόμενων για τη χρήση 2004 οικονομικών μεγεθών της Εταιρείας. Η επιλογή της συγκεκριμένης οικονομικής χρήσης έγινε με γνώμονα την χρονική περίοδο σύνταξης της παρούσας (4^ο τρίμηνο 2004).

Σημειώνεται, ότι οι αξίες που προκύπτουν από την εφαρμογή των αντίστοιχων δεικτών έχουν προσαρμοστεί (μειωθεί) βάσει του συντελεστή «Marketability Discount» που ορίζεται ως η μερική έκπτωση της προκύπτουσας αξίας λόγω της περιορισμένης εμπορευσιμότητας των μετοχών της Εταιρείας ή /και των περιορισμένων οικονομικών μεγεθών σε σχέση με το επιλεγμένο δείγμα από τα στοιχεία του οποίου έχουν προκύψει οι χρηματιστηριακοί δείκτες.

Με σκοπό την ανάλυση ευαισθησίας και τον προσδιορισμό του ενδεικτικού εύρους της αξίας της Εταιρείας εφαρμόστηκαν δύο (2) διαφορετικοί συντελεστές έκπτωσης.

Η αποτίμηση της αξίας της Εταιρείας η οποία βασίζεται στη μεθοδολογία των δεικτών κεφαλαιαγοράς συνοψίζεται ως εξής:

Τα δεδομένα του επιλεγμένου δείγματος αναφοράς είναι τα κάτωθι:

Δείγμα Σύγκρισης						
Εκτιμήσεις 2004*	Χώρα	EV/Sales	P/E	P/BV	EV/EBITDA	Συντελεστής Βαρύτητας
Εισηγμένες Εταιρείες						
EUROMEDICA A.E.	Ελλάδα	1,1	17,5	0,9	8,1	25,0%
ΙΑΣΩ Α.Ε.	Ελλάδα	1,9	Μ/Δ	2,4	9,6	25,0%
ΙΑΤΡΙΚΟ Α.Ε.	Ελλάδα	1,1	23,9	1,0	7,9	25,0%
ΥΓΕΙΑ Α.Ε.	Ελλάδα	1,4	27,7	1,3	9,4	25,0%
Σταθμισμένος Μέσος Όρος		1,4	23,0	1,4	8,7	1,0

*Πηγή: JCF Group

Μ/Δ: Μη Διαθέσιμα Στοιχεία

Στη συνέχεια ο προσδιορισμός του εύρους της αξίας προκύπτει ως εξής:

Προσδιορισμός Αξίας		
(Με τους παραπάνω δείκτες επί των εκτ. οικ. στοιχείων της Εταιρείας το 2004)		
(Αξίες σε χιλ. €)	Συντελεστής Βαρύτητας	Αξία
Πωλήσεις	25%	34.652
Κέρδη μετά Φόρων	25%	32.391
Ίδια Κεφάλαια	25%	12.008
EBITDA	25%	25.726
Προκύπτουσα Αξία Ιδίων Κεφαλαίων		26.194
Έκπτωση*		10%
Αξία (Σενάριο Χαμηλού Κινδύνου)		23.575
Έκπτωση*		15%
Αξία (Σενάριο Υψηλού Κινδύνου)		22.265

**Για λόγους έλλειψης εμπορευσιμότητας, και συγκρισιμότητας των μεγεθών*

5. ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

5.1 Προβλεπόμενα Αποτελέσματα Χρήσεως

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΕΩΝ	2002	2003	2004 Ε	2005 Π	2006 Π	2007 Π	2008 Π
(Αξίες σε χιλ. €)							
Κύκλος Εργασιών	18.388	21.255	27.730	30.500	32.330	34.270	36.330
Κόστος Παροχής Υπηρεσιών (Εκτός Αποσβέσεων)	16.257	18.776	22.245	24.339	25.832	27.354	29.020
Μικτά Αποτελέσματα Εκμεταλλεύσεως	2.130	2.479	5.485	6.161	6.498	6.916	7.310
% Κ.Ε.	12%	12%	20%	20%	20%	20%	20%
Λοιπά έσοδα	152	76	110	250	300	400	400
Έξοδα Διοικητικής Λειτουργίας (Εκτός Αποσβέσεων)	1.594	1.653	2.252	2.486	2.625	2.750	2.930
Έξοδα Λειτουργίας Διάθεσης (Εκτός Αποσβέσεων)	-	-	-	-	-	-	-
Έξοδα Έρευνας & Ανάπτυξης (Εκτός Αποσβέσεων)	-	-	-	-	-	-	-
Κέρδη (Ζημιές) Εκμετάλλευσης /EBITDA	688	902	3.343	3.925	4.173	4.566	4.780
% Κ.Ε.	4%	4%	12%	13%	13%	13%	13%
EBIT	(472)	(292)	1.993	2.509	2.747	3.116	3.280
% Κ.Ε.	-3%	-1%	7%	8%	8%	9%	9%
Χρεωστικοί/(Πιστωτικοί) Τόκοι	257	373	586	730	685	634	595
Έκτακτα και Ανόργανα Έξοδα/(Έσοδα)	-	64	-	1.067	-	-	-
Συνολικές Αποσβέσεις	1.161	1.194	1.350	1.416	1.426	1.450	1.500
Καθαρά Αποτελέσματα Προ Φόρων	(729)	(729)	1.407	712	2.062	2.482	2.685
% Κ.Ε.	-4%	-3%	5%	2%	6%	7%	7%
Φόρος Εισοδήματος	-	-	-	215	619	745	805
Λοιποί Φόροι	43	161	-	-	-	-	-
Κέρδη Μετά Φόρων	(772)	(890)	1.407	497	1.443	1.737	1.879
% Κ.Ε.	-4%	-4%	5%	2%	4%	5%	5%
ΔΙΑΘΕΣΗ ΚΕΡΔΩΝ	2002	2003	2004 Ε	2005 Π	2006 Π	2007 Π	2008 Π
(Αξίες σε €)							
Κέρδη προς Διάθεση	(772)	(890)	1.407	497	1.443	1.737	1.879
Αποθεματικά	-	-	70	25	72	87	94
Μέρισμα	-	-	-	174	505	608	658
Υπόλοιπο κερδών εις νέο	(772)	(890)	1.337	298	866	1.042	1.128

5.2 Προβλεπόμενοι Ισολογισμοί

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΙ	2002	2003	2004 Ε	2005 Π	2006 Π	2007 Π	2008 Π
(Αξίες σε χιλ. €)							
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ							
Σύνολο Παγίων	17.851	18.912	21.052	22.555	22.655	22.905	23.305
Σύνολο Αναπόσβεστων Παγίων	10.753	10.590	11.415	11.568	10.318	9.168	8.118
	-	-	-	-	-	-	-
Συμμετοχές	1.222	1.064	1.064	-	-	-	-
Λοιπές Μακρ. Απαιτήσεις	4	4	4	-	-	-	-
	-	-	-	-	-	-	-
Αποθέματα	790	953	950	980	980	980	980
Πελάτες / Επιταγές	6.559	9.194	9.500	9.760	9.860	9.850	9.800
Λοιπές Απαιτήσεις & Μεταβατικοί Λογ.	121	1.281	1.000	400	400	400	400
Διαθέσιμα	187	766	641	617	2.870	4.641	6.429
Σύνολο Κυκλ/ντος Ενεργητικού	7.657	12.194	12.091	11.757	14.110	15.871	17.609
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	19.636	23.852	24.574	23.325	24.428	25.039	25.727
ΠΑΘΗΤΙΚΟ							
Μετοχικό Κεφάλαιο	4.555	4.920	4.778	4.778	4.778	4.778	4.778
Διαφορά υπέρ το άρτιο	1.467	3.602	2.769	2.769	2.769	2.769	2.769
Αποθεματικά	875	847	917	942	1.014	1.101	1.195
Αποτελέσματα εις νέον	(208)	(1.098)	239	537	1.403	2.445	3.573
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	6.690	8.271	8.703	9.026	9.964	11.093	12.315
Προβλέψεις & Λοιπές Μακρ. Υποχρεώσεις	-	-	-	-	-	-	-
Μακροπρόθεσμα Δάνεια	3.462	3.621	2.613	2.600	2.568	1.884	1.200
Βραχυπρόθεσμα Δάνεια	2.000	2.000	1.553	440	-	-	-
Προμηθευτές	6.325	8.791	10.500	10.000	9.900	9.800	9.800
Ασφαλιστικοί Οργανισμοί	352	441	454	468	482	496	511
Υποχρεώσεις από φόρους - τέλη	179	256	250	250	619	745	805
Μερίσματα Πληρωτέα	255	64	-	174	505	608	658
Λοιπές Βραχ. Υποχρεώσεις & Μεταβατικοί Λογ.	371	406	500	367	390	412	438
Σύνολο Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων	9.483	11.959	13.258	11.699	11.895	12.061	12.212
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	19.636	23.852	24.574	23.325	24.428	25.039	25.727

5.3 Παραδοχές

Σύμφωνα με στοιχεία, πληροφορίες, υποθέσεις και παραδοχές που μας δόθηκαν από τη Διοίκηση της EUROMEDICA,

1. Έγινε χρήση Εταιρικών Οικονομικών στοιχείων και όχι ενοποιημένων τα οποία συμπεριλαμβάνουν συμμετοχές σε ανενεργές εταιρείες.
2. Λόγω του παραπάνω, υπολογίζεται η διαγραφή των εν λόγω συμμετοχών στη χρήση 2005 και αντίστοιχα, τα αποτελέσματα της χρήσης 2005 έχουν μειωθεί ισόποσα (έκτακτα έξοδα).
3. Η αξία των παγίων προσαυξάνεται σύμφωνα με το επενδυτικό πρόγραμμα της Εταιρείας (€ 4,4 εκ. περίπου), αφαιρουμένων των αναλογούντων αποσβέσεων.
4. Τόσο οι ημέρες διατήρησης αποθεμάτων και είσπραξης απαιτήσεων όσο και οι ημέρες πληρωμής των προμηθευτών βαίνουν μειούμενες καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου 2004-2005.
5. Για λόγους συντηρητικότητας δεν έχει υπολογιστεί είσπραξη τόκων καταθέσεων.
6. Ο Μακροπρόθεσμος Δανεισμός μειώνεται βάσει εκτιμώμενου προγράμματος αποπληρωμής.
7. Δεν προκύπτει ανάγκη για ανάληψη Βραχυπρόθεσμου Δανεισμού.
8. Ο Κύκλος Εργασιών αναμένεται να σημειώσει σημαντική άνοδο (30%) τη χρήση 2004 λαμβάνοντας υπόψη την πρόσφατη αναβάθμιση των εγκαταστάσεων της Εταιρείας. Κατά την υπόλοιπη προβλεπόμενη περίοδο, η αναμενόμενη αύξηση (μ.ο. 7% ετησίως) υπολογίζεται ότι θα προέλθει εν μέρει από τιμολογιακή αναπροσαρμογή και εν μέρει από αύξηση της πληρότητας, με την ολοκλήρωση των προβλεπόμενων επενδύσεων.
9. Το ποσοστό του Κόστους Παροχής Υπηρεσιών καθώς και των Λειτουργικών Δαπανών επί του Κύκλου Εργασιών υπολογίζεται ότι θα διατηρηθεί σταθερό καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου 2004-2005.
10. Οι χρεωστικοί τόκοι για την προβλεπόμενη περίοδο περιλαμβάνουν το κόστος του Μακροπρόθεσμου Δανεισμού (μέσο επιτόκιο 5%), καθώς και τοκοχρεολύσιο για την αποπληρωμή σύμβασης Leasing ύψους € 1.700 χιλ. πενταετούς διάρκειας για την αγορά μηχανολογικού εξοπλισμού.
11. Για τη χρήση 2004 δεν έχει υπολογιστεί φόρος εισοδήματος και παράλληλα ο φόρος χρήσης 2005 είναι μειωμένος, λαμβάνοντας υπόψη τις ζημιές προηγούμενων χρήσεων. Ο φορολογικός συντελεστής έχει υπολογιστεί σε 32,5% για τη χρήση 2005 και σε 30% για τις επόμενες χρήσεις.
12. Η Διανομή μερίσματος έχει προϋπολογιστεί ως το 35% των ελεύθερων προς διανομή κερδών.