



BKR GLOBAL ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ Α.Ε.

Ορκωτοί Ελεγκτές Λογιστές

**Μ. ΠΑΝΟΥ - Θ. ΜΑΥΡΟΥΔΗΣ ΑΕ –
ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ**

**ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ
(30/06/2007)**



**Έδρα: Αθήνα, Αλίτσας 6,
Γραφεία: Χέυθεν 8, 104 34 Αθήνα,
Τηλ. (+30) 210 82 57 010, Fax. (+30) 210 82 57 039**

ΕΚΘΕΣΗ ΤΟΥ Δ.Σ. ΤΗΣ ALAPIS A.B.E.E.

Προς Το Χ.Α.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας ALAPIS A.B.E.E. σύμφωνα με το άρθρο 289 του κανονισμού του Χ.Α., σχετικά με την πραγματοποιηθείσα αύξηση μετοχικού κεφαλαίου κατά 817 εκ. και συγκεκριμένα στην περίπτωση της παραγράφου 4γ όπου αναφέρεται για εξαγορές που δεν έχουν προσδιορισθεί κατά τον χρόνο της αυξήσεως, ενημερώνει το επενδυτικό κοινό ότι προχώρησε στην εξαγορά του 100% της εταιρείας Μ. ΠΑΝΟΥ – Θ. ΜΑΥΡΟΥΔΗΣ Α.Ε.-ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΕ. (με δ.τ. ΦΑΡΜΑΓΟΡΑ) με έδρα τη Θέρμη Θεσσαλονίκης.

Η εταιρεία ασχολείται με τη χονδρική διακίνηση της συνολικής γκάμας φαρμακευτικών και παραφαρμακευτικών ειδών που κυκλοφορούν στην Ελληνική αγορά και εδρεύει στην Θεσσαλονίκη.

Ο κύριος όγκος των πωλήσεων της διεξάγεται στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, με σημαντική όμως παρουσία τόσο στις Βαλκανικές χώρες, όσο και στις χώρες της Μέσης Ανατολής.

Στο πελατολόγιό της συγκαταλέγονται μεγάλοι οίκοι εξωτερικού στο χώρο των φαρμάκων όπως KOHL PHARMA Γερμανίας, BOOTS UNICHEM Μεγάλης Βρετανίας, PARANOVA με έδρα τις Σκανδιναβικές Χώρες. Επίσης συνεργάζεται με το σύνολο των πολυεθνικών και τις εγχώριες βιομηχανίες φαρμάκων όπως NOVARTIS, JANSSEN CILAG, PFIZER, GLAXOSMITHKLINE κ.α.

Στον ελληνικό χώρο έχει σταθερή συνεργασία στο χώρο εξυπηρέτησης των φαρμακείων για πάνω από πενήντα χρόνια.

Η εταιρεία κατέχει το 100% της ΣΑΝΤΕ ΠΑΡΑΓΩΓΗ & ΕΜΠΟΡΙΑ ΕΠΙΔΕΣΜΙΚΟ ΥΛΙΚΟΥ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ που έχει ως αντικείμενο εργασιών την κατασκευή αποστειρωμένων επιθεμάτων γάζας και επιδέσμων.

Διαθέτει πλήρη γκάμα περιποίησης τραύματος και επίδεσης στην Ελληνική αγορά, γεγονός που κατατάσσει την εταιρεία ανάμεσα στους πρωτοπόρους του κλάδου στην Ελλάδα και στο εξωτερικό (εξάγει σε 10 χώρες).

Τα τελευταία χρόνια η εταιρεία δραστηριοποιείται στην ανάπτυξη και διάθεση ορθοπεδικών βοηθημάτων.

Τέλος, η εταιρεία είναι ιδιοκτήτρια κατά 50% βρετανικής και κατά 100% κυπριακής εταιρείας, οι οποίες κατέχουν άδεια χονδρικών πωλήσεων φαρμακευτικών προϊόντων στις χώρες αυτές και τους σχετικούς αποθηκευτικούς χώρους. Η πρώτη διαθέτει υπερσύγχρονες εγκαταστάσεις στη Νότια Αγγλία καθώς και άδεια χονδρικών πωλήσεων κτηνιατρικών φαρμάκων. Η Κυπριακή θυγατρική έχει συνάψει σύμβαση αντιπροσώπευσης με μεγάλο καναδέζικο εργοστάσιο generic φαρμάκων.

Το συνολικό κόστος εξαγοράς ανέρχεται σε 20,7 εκατ. ευρώ. Η εταιρεία για την χρήση 01/07/2006-30/06/2007 εμφάνισε πωλήσεις € 121,9εκ., EBITDA € 8 εκ. και κέρδη προ φόρων € 7 εκ. περίπου. Η διοίκηση της ALAPIS σκοπεύει να προβεί άμεσα σε αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εν λόγω εξαγοραζόμενης εταιρείας κατά € 90 εκ. περίπου. Η συγκεκριμένη αύξηση θα χρησιμοποιηθεί για μείωση του δανεισμού της καθώς και για επενδύσεις που θα αφορούν στην οργανική ανάπτυξη της εταιρείας, αυξάνοντας το κεφάλαιο κίνησης με απώτερο σκοπό τη διεύρυνση του δικτύου διανομής και της προϊόντικής της γκάμας στην Ελλάδα και στο εξωτερικό.

Η διοίκηση της ALAPIS ανέθεσε την αποτίμηση της Μ. ΠΑΝΟΥ – Θ. ΜΑΥΡΟΥΔΗΣ Α.Ε.-ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΕ. (με δ.τ. ΦΑΡΜΑΓΟΡΑ) στην ελεγκτική εταιρεία BKR Global Ελεγκτική ΑΕ η οποία εκτίμησε ότι το τίμημα εξαγοράς είναι δίκαιο και εύλογο και ότι οι μέθοδοι που υιοθετήθηκαν είναι κατάλληλες για την συγκεκριμένη περίπτωση. Η έκθεση-μελέτη αποτιμήσεως της αξίας του συνόλου των μετοχών της Μ. ΠΑΝΟΥ – Θ. ΜΑΥΡΟΥΔΗΣ Α.Ε.-ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΕ. (με δ.τ. ΦΑΡΜΑΓΟΡΑ) επισυνάπτεται σε παράρτημα.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

**ΕΚΘΕΣΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ (30/06/2007)
ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ
Μ. ΠΑΝΟΥ - Θ. ΜΑΥΡΟΥΔΗΣ ΑΕ –
ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ**

ΑΠΟ ΤΗΝ BKR GLOBAL ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ Α.Ε.

Αθήνα, 1/8/2007

Υπόψη: Διοικητικού Συμβουλίου της

ALAPIS A.B.E.E.

Πεντέλης 34

175 64 Παλαιό Φάληρο

ΘΕΜΑ: Έκθεση Μελέτης Αποτίμησης της Μ. ΠΑΝΟΥ - Θ. ΜΑΥΡΟΥΔΗΣ ΑΕ - ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ

Αξιότιμοι Κύριοι,

Σας αποστέλλουμε την Έκθεση Μελέτης Αποτίμησης της εταιρείας Μ. ΠΑΝΟΥ - Θ. ΜΑΥΡΟΥΔΗΣ ΑΕ -ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ (εφ' εξής "Εταιρεία") της 30/6/2007.

Λαμβάνοντας υπόψη τις επισημάνσεις και επιφυλάξεις που αναφέρονται στη συνημμένη έκθεση (ήτοι τη χρηματοοικονομική βάση της διενεργηθείσας αποτίμησης, τις υιοθετηθείσες από τη Διοίκηση της Εταιρείας παραδοχές μελλοντικής επιχειρησιακής δραστηριοποίησης, καθώς και τις ενδεχόμενες μελλοντικές φορολογικές υποχρεώσεις της Εταιρείας), εκτιμούμε ότι η εύλογη αξία του 100% της Εταιρείας, από χρηματοοικονομικής άποψης, κυμαίνεται μεταξύ 20.007 και 26.676 χιλιάδες ευρώ.

Τα συμπεράσματά μας παρατίθενται υπό μορφή εύρους ευλόγων, από χρηματοοικονομική άποψη, τιμών. Διευκρινιστικά αναφέρουμε ότι η υψηλότερη τιμή του εύρους ευλόγων αξιών αντιπροσωπεύει αξία, πάνω από την οποία η αγορά της εταιρείας θα ήταν ασύμφορη για τον υποψήφιο αγοραστή, ενώ η κατώτερη τιμή του εύρους αντιπροσωπεύει αξία, κάτω από την οποία η πώλησή της θα μπορούσε να χαρακτηριστεί ασύμφορη για τον πωλητή.

Τονίζουμε επίσης ότι για την εγκυρότητα των οικονομικών και άλλων στοιχείων της Εταιρείας που τέθηκαν υπόψη μας, την πλήρη ευθύνη φέρει η Διοίκηση της Εταιρείας. Επιπρόσθετα, διευκρινίζεται ότι οποιαδήποτε στοιχεία μας δόθηκαν από την Εταιρεία, θεωρήθηκαν σωστά και πλήρη και δεν προβήκαμε σε ανεξάρτητη επαλήθευση ή έλεγχο και δεν θα εκδώσουμε οποιοδήποτε σχετικό πιστοποιητικό.

Παραμένουμε στη διάθεσή σας για τυχόν επιπρόσθετες πληροφορίες ή/και διευκρινίσεις.

Ευχαριστώντας σας για τη συνεργασία, διατελούμε.

Με τιμή,

Αστέριος Κουφός

Ορκωτός Ελεγκτής Λογιστής

Συνημμένα: Μελέτη Αποτίμησης της Μ. ΠΑΝΟΥ - Θ. ΜΑΥΡΟΥΔΗΣ ΑΕ -ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ

ΠΕΡΙΛΗΠΤΙΚΟ ΣΗΜΕΙΩΜΑ (EXECUTIVE SUMMARY)

Εισαγωγικά	Η μελέτη αποτίμησης της αξίας του 100% της Εταιρείας Μ. ΠΑΝΟΥ - Θ. ΜΑΥΡΟΥΔΗΣ ΑΕ – ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ (εφ’ εξής η “Εταιρεία”) έχει διενεργηθεί, σύμφωνα με τους όρους εντολής της Διοίκησης της Εταιρείας.			
Στόχοι, Εύρος & Όρια Εργασίας	Οι στόχοι, το εύρος και τα όρια της εκπονηθείσας εργασίας αναφέρονται αναλυτικά στο Εισαγωγικό Κεφάλαιο της Μελέτης.			
Κύρια Χρησιμοποιηθείσα Μεθοδολογία Αποτίμησης	Η κύρια μεθοδολογία αποτίμησης που εφαρμόστηκε ήταν η “ <u>Προεξόφληση των Μελλοντικών Ταμειακών Ροών</u> ”, στηριζόμενη στο βασικό σενάριο μελλοντικής δραστηριοποίησης της Εταιρείας, βάσει επιχειρησιακών παραδοχών υιοθετηθέντων από τη Διοίκηση της Εταιρείας.			
Άλλες Χρησιμοποιηθείσες Υποστηρικτικές Μεθοδολογίες	Άλλες χρησιμοποιηθείσες υποστηρικτικές μεθοδολογίες αποτίμησης αφορούσαν την <u>Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση</u> , καθώς και την εφαρμογή σταθμισμένων και αναπροσαρμοσμένων <u>Πολλαπλάσιων Δεικτών Αγοράς</u> (όπως Χρηματιστηριακή Αξία προς Ίδια Κεφάλαια και Αξία Εταιρείας προς Πωλήσεις - προς EBITDA) «Συγκρίσιμων/Παραμεφερών» Εισηγμένων Εταιρειών στο Ελληνικό και σε Διεθνή Χρηματιστήρια.			
Αποτελέσματα Αποτίμησης	Η αξία της Εταιρείας διαμορφώνεται, κατά χρησιμοποιηθείσα μεθοδολογία, στο ακόλουθο εύρος (σε χιλιάδες ευρώ):			
	Μεθοδολογία Αποτίμησης	Εύρος Αξίας Εταιρείας (σε €χιλ.)		
		Ελάχιστο	Μέσο	Μέγιστο
	Προεξόφληση Ταμειακών Ροών	18.348	20.340	22.331
	Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση	20.007	23.341	26.676
	Χρηματιστηριακή Αξία / Ίδια Κεφάλαια	26.212	29.489	32.765
	Αξία Εταιρείας / Πωλήσεις	82.295	103.280	124.266
	Αξία Εταιρείας / EBITDA	42.502	49.770	57.037
Εύλογο Εύρος Αξίας Ομίλου	Η εύλογη αξία του 100% της Εταιρείας, <u>από χρηματοοικονομικής άποψης</u> , κυμαίνεται μεταξύ 20.007 και 26.676 χιλιάδων ευρώ . Το εύρος αυτό περιλαμβάνεται μέσα στο εύρος αποτελεσμάτων της μεθοδολογίας των προεξοφλημένων ταμειακών ροών. Το <u>ελάχιστο σημείο</u> του καλύπτεται από το κατώτατο σημείο της μεθοδολογίας των προεξοφλημένων ταμειακών ροών. Το δε <u>μέγιστο σημείο</u> του υπερκαλύπτεται του κατώτατου σημείου του εύρους αξίας της μεθοδολογίας του Λόγου «Χρηματιστηριακή Αξία προς Ίδια Κεφάλαια» και υπολείπεται από το κατώτατο σημείο του εύρους αξίας της μεθοδολογίας του Λόγου «Αξία Εταιρείας προς πωλήσεις» και «Αξία Εταιρείας προς EBITDA».			
Επισημάνσεις & Επιφυλάξεις	Οι επισημάνσεις και επιφυλάξεις μας αποτελούν αναπόσπαστο μέρος της μελέτης αποτίμησης και αφορούν τη χρηματοοικονομική βάση της διενεργηθείσας αποτίμησης, τις υιοθετηθείσες από τη Διοίκηση της Εταιρείας παραδοχές μελλοντικής επιχειρησιακής δραστηριοποίησης, καθώς και τις ενδεχόμενες μελλοντικές φορολογικές υποχρεώσεις της Εταιρείας.			

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΛΗΠΤΙΚΟ ΣΗΜΕΙΩΜΑ (EXECUTIVE SUMMARY)

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ	3
2. ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΘΕΣΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ (30/6/2007)	4
3. ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΩΝ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΩΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ	5
3.1 Προεξόφληση Μελλοντικών Ταμειακών Ροών	5
3.2 Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση	6
3.3 Πολλαπλάσια Χρηματοοικονομικών Δεικτών Αγοράς	6
3.4 Χρηματιστηριακή Αξία Εταιρείας	Σφάλμα! Δεν έχει οριστεί σελιδοδείκτης.
4. ΕΦΑΡΜΟΓΗ & ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ	7
4.1 Προεξόφληση Μελλοντικών Ταμειακών Ροών	7
4.1.1 Βασικό Σενάριο Μελλοντικής Δραστηριοποίησης Εταιρείας.....	7
4.1.2 Παραδοχές Μελλοντικής Δραστηριοποίησης	7
4.1.3 Εφαρμογή Μεθοδολογίας.....	8
4.1.4 Αποτελέσματα Μεθοδολογίας	8
4.2 Αναπροσαρμογή Καθαρής Θέσης.....	9
4.3 Πολλαπλάσιοι Δείκτες Αγοράς Εισηγμένων Εταιρειών	10
4.3.1 Επιλεγθέν Δείγμα “Συγκρίσιμων/Παρεμφερών” Εταιρειών	10
4.3.2 Επιλογή Αντιπροσωπευτικών Δεικτών.....	10
4.3.3 Στάθμιση των Δεικτών των «Συγκρίσιμων/Παρεμφερών» Εταιρειών.....	11
4.3.4 Αναπροσαρμογή των Δεικτών.....	11
4.3.5 Εφαρμογή Σταθμισμένων Αναπροσαρμοσμένων Δεικτών.....	11
4.3.6 Αποτελέσματα Εφαρμογής Πολλαπλάσιων Δεικτών Εισηγμένων Εταιρειών.....	11
4.4 Διακύμανση Χρηματιστηριακής Αξίας Εταιρείας.....	Σφάλμα! Δεν έχει οριστεί σελιδοδείκτης.
5. ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ.....	12
6. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	13
7. ΕΠΙΣΗΜΑΝΣΕΙΣ & ΕΠΙΦΥΛΑΞΕΙΣ	14
8. ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ ΕΚΘΕΣΕΩΝ.....	15
8.1 Παράρτημα 1: “Προεξόφληση Μελλοντικών Ταμειακών Ροών”	15
8.1.1 Παράρτημα 1.1.: “Υπολογισμός Καθαρής Παρούσας Αξίας Εταιρείας ”	15
8.1.2 Παράρτημα 1.2.: “Ιστορικές & Προβλεπόμενες Οικονομικές Καταστάσεις”	15
8.1.3 Παράρτημα 1.3.: “Προβλεπόμενες Ταμειακές Ροές”	15
8.1.4 Παράρτημα 1.4.: “Παραδοχές Επιχειρησιακής Λειτουργίας”	15
8.2 Παράρτημα 2: “Πολλαπλάσιοι Δείκτες Αγοράς Εισηγμένων Εταιρειών”	15
8.3 Παράρτημα 3: “Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση”	15
8.4 Παράρτημα 4: “Συγκερασμός Αποτελεσμάτων Αποτίμησης”	15
8.4.1 Παράρτημα 4.1.: “Διαγραμματική Απεικόνιση Εύρους Αξίας Εταιρείας ”	15
8.4.2 Παράρτημα 4.2.: “Πίνακας Συγκερασμού Εύλογου Εύρους Αξίας Εταιρείας ”	15

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Σύμφωνα με τις οδηγίες και εντολές της Διοίκησης του Ομίλου Εταιρειών ALAPIS A.B.E.E. έχει συνταχθεί η τελική έκθεση της Μελέτης Αποτίμησης της Εταιρείας Μ. ΠΑΝΟΥ - Θ. ΜΑΥΡΟΥΔΗΣ ΑΕ - ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ (εφεξής η «Εταιρεία»).

Κύριος στόχος της παρούσας εργασίας απετέλεσε η διενέργεια αποτίμησης του 100% των μετοχών της Εταιρείας κατά την 30/6/2007, ώστε ο Όμιλος Εταιρειών ALAPIS A.B.E.E. να υποβοηθηθεί κατάλληλα στη διερεύνηση και συνακόλουθη αξιολόγηση της σκοπιμότητας εξαγοράς της Μ. ΠΑΝΟΥ - Θ. ΜΑΥΡΟΥΔΗΣ ΑΕ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ, έναντι συνολικού τιμήματος € 20.650 χιλ..

Η εργασία αποτίμησης στηρίχθηκε κυρίως στην εφαρμογή της μεθοδολογίας προεξόφλησης των μελλοντικών ταμειακών ροών, η οποία βασίστηκε στις επιχειρησιακές παραδοχές που υιοθετήθηκαν από τη Διοίκηση της Εταιρείας. Σημειώνεται ότι για την εγκυρότητα των οικονομικών και άλλων στοιχείων που τέθηκαν υπόψη μας, κατά την εκτέλεση της εργασίας αποτίμησης, πλήρη ευθύνη φέρει η Διοίκηση της Μ. ΠΑΝΟΥ - Θ. ΜΑΥΡΟΥΔΗΣ ΑΕ – ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ. Επίσης, χρησιμοποιήθηκαν υποστηρικτικά η μέθοδος της αναπροσαρμογής της καθαρής θέσης, καθώς και συγκριτικοί πολλαπλάσιοι δείκτες “παρεμφερών” εισηγμένων εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αθηνών καθώς και άλλα σε ευρωπαϊκά χρηματιστήρια.

Ως οριστική ημερομηνία σύνταξης της μελέτης αποτίμησης θεωρείται η 30η Ιουνίου 2007. Δεν περιλαμβάνεται στα όρια της εκπονηθείσας εργασίας τυχόν τροποποίηση ή ενημέρωση της αποτίμησης με βάση πιθανά νέα στοιχεία ή μελλοντικές εξελίξεις μετά την προαναφερθείσα ημερομηνία σύνταξης.

Στα Κεφάλαια που ακολουθούν:

- ♦ Παρουσιάζεται συνοπτικά η θέση της Εταιρείας κατά την 30/6/2007 (βλ. **Κεφάλαιο 2: “Ανασκόπηση Θέσης του Εταιρείας (30/6/2007)”**).
- ♦ Περιγράφονται συνεκτικά οι μεθοδολογίες αποτίμησης που επιλέχθηκαν (βλ. **Κεφάλαιο 3: “Παρουσίαση των Μεθοδολογιών Αποτίμησης”**).
- ♦ Αναλύεται η εφαρμογή των μεθοδολογιών αποτίμησης και τα αποτελέσματα αυτών (βλ. **Κεφάλαιο 4: “Εφαρμογή και Αποτελέσματα Αποτίμησης”**).
- ♦ Συνοψίζονται τα αποτελέσματα εφαρμογής των μεθοδολογιών αποτίμησης (βλ. **Κεφάλαιο 5: “Συγκεντρωτική Παρουσίαση Αποτελεσμάτων”**).
- ♦ Συνάγονται συμπεράσματα, από χρηματοοικονομικής άποψης, ως προς το εύλογο εύρος αξίας του συνόλου του Ομίλου (βλ. **Κεφάλαιο 6: “Συμπεράσματα”**).
- ♦ Τέλος, καταγράφονται σχετικές επισημάνσεις και επιφυλάξεις. (βλ. **Κεφάλαιο 7: “Επισημάνσεις & Επιφυλάξεις”**).

2. ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΘΕΣΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ(30/6/2007)

Η Εταιρεία Μ. ΠΑΝΟΥ - Θ. ΜΑΥΡΟΥΔΗΣ ΑΕ – ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ιδρύθηκε το έτος 1941 ως Φαρμακευτική Εταιρεία Χονδρικής Πώλησης. Η Εταιρεία δραστηριοποιείται στο εμπόριο όλων των επιτρεπόμενων φαρμακευτικών, παραφαρμακευτικών, καλλυντικών, OTC και διαγνωστικών προϊόντων. Οι βασικές της δραστηριότητες περιλαμβάνουν τον εφοδιασμό, διατήρηση, προμήθεια, διανομή, εισαγωγή και εξαγωγή ιαματικών προϊόντων για χρήση από ανθρώπους.

Την τελευταία εικοσαετία η Εταιρεία έχει εισχωρήσει στην Ευρωπαϊκή Αγορά Φαρμάκων έχοντας εξελιχθεί σε μία από τις ηγέτιδες Ελληνικές εξαγωγικές εταιρείες με παρουσία σε περισσότερες από 40 χώρες. Παράλληλα, η Εταιρεία παρουσιάζει σημαντική διείσδυση στις αγορές Βαλκανικών, Ασιατικών, Αφρικανικών και κρατών της Μέσης Ανατολής.

Σε εθνικό επίπεδο, η Εταιρεία προμηθεύει περισσότερα από 5.000 φαρμακεία, καλύπτοντας γεωγραφικά το 95% της εγχώριας αγοράς. Για την παροχή βέλτιστων υπηρεσιών διανομής σε διεθνείς και εγχώριους πελάτες της, η Εταιρεία έχει συγχωνεύσει την Μεταφορική Εταιρεία United Freight Services S.A. Επίσης, η Εταιρεία έχει την δική της παραγωγική μονάδα μέσω της θυγατρικής της SANTE διευρύνοντας έτσι την λίστα των προϊόντων που προσφέρει.

Η Εταιρεία Μ. ΠΑΝΟΥ - Θ. ΜΑΥΡΟΥΔΗΣ ΑΕ – ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ στα περισσότερα από 50 χρόνια λειτουργίας της έχει να επιδείξει σημαντικούς ρυθμούς ανάπτυξης και κερδοφορίας έχοντας αναπτύξει ένα ολοκληρωμένο δίκτυο μέσω στρατηγικών συνεργασιών.

Το Μετοχικό Κεφάλαιο της Εταιρείας ανέρχεται σε € 3.392 χιλ. και διαιρείται σε 4.240.000 κοινές ανώνυμες μετοχές, ονομαστικής αξίας € 0,80 η κάθε μια.

Η εξέλιξη της χρηματοοικονομικής πορείας της Εταιρείας για τις ιστορικές οικονομικές χρήσεις 1/7/2002-30/6/2003, 1/7/2003-30/6/2004, 1/7/2004-30/6/2005, 1/7/2005-30/6/2006 και 1/7/2006-30/6/2007 παρουσιάζεται συνοπτικά ως ακολούθως:

Μεγέθη Εταιρείας (€ χιλ.)	<u>30/6/07</u>	<u>30/6/06</u>	<u>30/6/05</u>	<u>30/6/04</u>	<u>30/6/03</u>
Κύκλος εργασιών (πωλήσεις)	121.866	120.933	129.815	124.780	97.658
Μικτά κέρδη	11.820	11.962	10.441	9.946	10.622
<i>Μικτό Περιθώριο Κέρδους</i>	<i>9,7%</i>	<i>9,9%</i>	<i>8,0%</i>	<i>8,0%</i>	<i>10,9%</i>
Καθαρά Κέρδη π. φ.	7.027	1.724	1.970	2.201	1.832
<i>Καθαρό Περιθώριο Κέρδους</i>	<i>5,8%</i>	<i>1,4%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,9%</i>	<i>1,7%</i>
Καθαρά Κέρδη μ. φ.	4.985	738	1.275	1.989	1.189
Πάγιο Ενεργητικό	2.577	2.067	1.720	155	176
Κυκλοφορούν Ενεργητικό	42.326	32.768	29.407	35.000	33.401
Σύνολο Ενεργητικού	44.926	34.853	31.159	35.202	33.601
Ίδια Κεφάλαια	6.966	3.726	3.666	4.408	4.678
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	3.167	3.000	0	36	0
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	34.793	28.126	27.493	30.759	28.924

Τα αναλυτικά ιστορικά οικονομικά στοιχεία παρατίθενται στο **Παράρτημα 1.2: «Ιστορικές Οικονομικές Καταστάσεις»**.

3. ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΩΝ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΩΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Για την αποτίμηση μιας εταιρείας η πλέον «επιστημονική» μέθοδος και ενδεδειγμένη διεθνής πρακτική, είναι εκείνη της «προεξόφλησης μελλοντικών ταμειακών ροών (Discounted Cash Flow analysis ή DCF) ή μέθοδος Καθαρής Παρούσας Αξίας (Net Present Value) των προσδοκώμενων ταμειακών ροών.

Μια άλλη ευρέως αποδεκτή μέθοδος αποτίμησης είναι η αποτίμηση με βάση την αναπροσαρμοσμένη καθαρή θέση.

Επίσης, η αποτίμηση με βάση τα πολλαπλάσια χρηματοοικονομικών δεικτών παρέχει ενδείξεις για την πιθανή αξία μιας επιχείρησης. Ενδεικτικά, οι δείκτες αποτίμησης που κυρίως χρησιμοποιούνται είναι οι εξής: ο λόγος τιμής προς Κέρδη (Price/Earning), ο λόγος τιμής ή αξίας της εταιρείας προς τα Ίδια Κεφάλαια, ο λόγος τιμής ή αξίας της εταιρείας προς το Σύνολο Ενεργητικού, ο λόγος τιμής ή αξίας της εταιρείας προς τις Πωλήσεις και ο λόγος τιμής ή αξίας της εταιρείας προς τα κέρδη προ φόρων ή/και προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων.

Επιπλέον των παραπάνω μεθόδων, για την αποτίμηση μιας εταιρείας, είναι δυνατόν να χρησιμοποιηθούν, για λόγους σύγκρισης, τα τιμήματα που καταβλήθηκαν σε αντίστοιχες εξαγορές και συγχωνεύσεις που έγιναν στην εγχώρια και διεθνή αγορά.

Κάθε μέθοδος αξιολόγησης οδηγεί σε πιθανώς διαφορετικά συμπεράσματα. Ο συγκερασμός των συμπερασμάτων των διαφόρων μεθοδολογιών, καθώς και οι ενδείξεις διακύμανσης της χρηματιστηριακής αξίας της εταιρείας, δίνουν την τελική εύλογη αξία της εταιρείας.

3.1 Προεξόφληση Μελλοντικών Ταμειακών Ροών

Η μέθοδος της προεξόφλησης των μελλοντικών ταμειακών ροών ή της Καθαρής Παρούσας Αξίας των Ταμειακών Ροών (Discounted cash flow analysis) βασίζεται στη θεωρία ότι η αξία μιας επένδυσης/ εταιρείας είναι η καθαρή παρούσα αξία των ελεύθερων μελλοντικών ταμειακών ροών, δηλαδή των μετρητών που θα στοιχίσει η επένδυση και αυτών που θα αποφέρει στον επενδυτή, προεξοφλημένη με ένα επιτόκιο που ανταποκρίνεται στη συγκεκριμένη αγορά και τη συγκεκριμένη επένδυση.

Η μέθοδος αυτή είναι ο πλέον δόκιμος τρόπος εκτίμησης μιας επένδυσης ή εταιρείας, εφ' όσον βέβαια υπάρχουν εύλογες παραδοχές για τα τρία παρακάτω θέματα :

1. τις μελλοντικές ταμειακές ροές,
2. την υπολειμματική αξία της επένδυσης, η οποία είναι η τελευταία ταμειακή ροή π.χ. από την μελλοντική πώληση της εταιρείας, και
3. την εκτίμηση του προεξοφλητικού επιτοκίου.

Το άθροισμα των προεξοφλημένων ελεύθερων ταμειακών ροών της επιχείρησης και της προεξοφληθείσας υπολειμματικής αξίας της μας δίνει την Καθαρά Παρούσα Αξία της Εταιρείας.

Όσον αφορά στην εκτίμηση του προεξοφλητικού επιτοκίου στις αποτιμήσεις των εταιρειών χρησιμοποιείται συνήθως το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (Weighted Average Cost of Capital) σύμφωνα με το οποίο σταθμίζεται το κόστος των ιδίων κεφαλαίων και το κόστος

του μακροπρόθεσμου δανεισμού και τυχόν επιχορηγήσεις για να υπολογιστεί το κόστος των συνολικών κεφαλαίων της εταιρείας.

3.2 Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση

Η λογιστική καθαρή θέση αντανακλά τη διαφορά μεταξύ του συνόλου του ενεργητικού και του συνόλου των υποχρεώσεων μιας εταιρείας και αποτελεί μια πρώτη ένδειξη πιθανής αξίας της εταιρείας προς αποτίμηση. Με δεδομένες τις διαφορές σε λογιστικά πρότυπα και στην ερμηνεία και εφαρμογή τους, είναι συχνά απαραίτητο και σκόπιμο να διενεργηθούν αναπροσαρμογές στην καθαρή θέση που εμφανίζεται στις λογιστικές καταστάσεις της εταιρείας προς αποτίμηση, έτσι ώστε να αντιπροσωπεύει την οικονομική αξία της εταιρείας.

Συγκεκριμένα, για την αποτίμηση της εν λόγω εταιρείας, θεωρείται ότι οι αναπροσαρμογές που θα πρέπει να γίνουν στις λογιστικές καταστάσεις θα περιλαμβάνουν τον υπολογισμό τυχόν άυλων υπεραξιών από συμμετοχές και φήμη και πελατεία (goodwill).

3.3 Πολλαπλάσια Χρηματοοικονομικών Δεικτών Αγοράς

Τα πολλαπλάσια συγκεκριμένων δεικτών της αγοράς είναι μια ευρέως χρησιμοποιούμενη εναλλακτική μέθοδος αποτίμησης. Η μεθοδολογία αυτή βασίζεται στο γεγονός ότι η πιθανή αξία μίας εταιρείας ή μετοχής μπορεί να εκτιμηθεί βάσει εμπειρικών δεικτών που προκύπτουν από αντίστοιχες ομοειδείς, κατά προτίμηση, καθώς και συγκρίσιμες εταιρείες ή μετοχές, εισηγμένες στο Χρηματιστήριο.

Αυτή η μέθοδος στηρίζεται στην αποτελεσματικότητα της αγοράς η οποία υποδεικνύει ότι η τιμή των μετοχών μιας εταιρείας αντανακλά όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες και την επίδραση της προσφοράς και ζήτησης των ορθολογικών αγοραστών και πωλητών. Με άλλα λόγια η αγορά, συνεχώς αποτιμά κάθε μετοχή.

Για τη συγκριτική αυτή αποτίμηση, θεσπίζονται τα κριτήρια επιλογής του συγκριτικού δείγματος των επιχειρήσεων, επιλέγεται το συγκριτικό δείγμα, καθώς και οι πλέον αντιπροσωπευτικοί δείκτες για τη συγκεκριμένη αποτίμηση. Στη συνέχεια, εφαρμόζονται, μετά από κατάλληλες προσαρμογές, οι δείκτες στα μεγέθη της εταιρείας ώστε να προκύψει το εύλογο εύρος αξιών σε κάθε περίπτωση.

4. ΕΦΑΡΜΟΓΗ & ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Οι μεθοδολογίες αποτίμησης που χρησιμοποιήθηκαν ήταν οι ακόλουθες:

- ♦ Αποτίμηση βάσει προεξόφλησης μελλοντικών ταμειακών ροών ως κύρια μεθοδολογία.
- ♦ Αποτίμηση, σε δευτερεύουσα βάση, στηριζόμενη στην αναπροσαρμογή της καθαρής θέσης της Εταιρείας και τον υπολογισμό τυχόν επιπρόσθετων άυλων υπεραξιών.
- ♦ Συγκριτική Αποτίμηση, βάσει “πολλαπλάσιων δεικτών αγοράς” εισηγμένων “παρεμφερών” εταιρειών, ως υποστηρικτική μεθοδολογία.

Ακολουθεί αναλυτική περιγραφή της εφαρμογής των μεθοδολογιών αυτών και των συνακόλουθων αποτελεσμάτων.

4.1 Προεξόφληση Μελλοντικών Ταμειακών Ροών

Για την εφαρμογή της κύριας μεθοδολογίας αποτίμησης (Προεξόφληση Μελλοντικών Ταμειακών Ροών) βασιστήκαμε στα ιστορικά δημοσιευμένα στοιχεία της Εταιρείας για τις οικονομικές χρήσεις 1/7/2002-30/6/2003, 1/7/2003-30/6/2004, 1/7/2004-30/6/2005, 1/7/2005-30/6/2006 και 1/7/2006-30/6/2007 και τα σχετικά πιστοποιητικά ελέγχου, καθώς και τις προβλέψεις οικονομικών στοιχείων που κατήρτισε η Διοίκηση της Εταιρείας για τον χρονικό ορίζοντα 1/7/2007-30/6/2013, βάσει του εκπονηθέντος επιχειρησιακού σχεδίου. Σημειώνεται ότι τα στοιχεία αυτά έχουν καταρτιστεί με βάση τα ελληνικά λογιστικά πρότυπα και δεν έχουν ελεγχθεί.

Στη συνέχεια παρουσιάζεται το βασικό σενάριο μελλοντικής δραστηριοποίησης της Εταιρείας, οι συνακόλουθες υποστηρικτικές παραδοχές, τα βήματα εφαρμογής της κύριας αυτής μεθοδολογίας, καθώς και τα αποτελέσματα αυτής.

4.1.1 Βασικό Σενάριο Μελλοντικής Δραστηριοποίησης Εταιρείας

Η Διοίκηση της Εταιρείας διαμόρφωσε ένα βασικό σενάριο μελλοντικής δραστηριοποίησης του Εταίρου, βάσει των παραδοχών του εκπονηθέντος επιχειρησιακού της σχεδίου για τον χρονικό ορίζοντα 1/7/2007-30/6/2013.

4.1.2 Παραδοχές Μελλοντικής Δραστηριοποίησης

Οι παραδοχές μελλοντικής επιχειρησιακής λειτουργίας παρουσιάζονται λεπτομερώς στο **Παράρτημα 1.4: “Παραδοχές Επιχειρησιακής Λειτουργίας”**.

Οι χρησιμοποιηθείσες παραδοχές αφορούν παραμέτρους οικονομικών μεγεθών του επιχειρησιακού σχεδίου, όπως πάγιο ενεργητικό, συμμετοχές και μακροπρόθεσμες χρηματοοικονομικές απαιτήσεις, κυκλοφορούν ενεργητικό, ίδια κεφάλαια, μακροπρόθεσμες και βραχυπρόθεσμες τραπεζικές και λοιπές υποχρεώσεις, μεταβατικούς λογαριασμούς, καθώς και έσοδα από πωλήσεις, κόστος πωλήσεων, έξοδα διοίκησης και διάθεσης, λοιπά έσοδα και έξοδα, έκτακτα αποτελέσματα, φόρο εισοδήματος και μερισματική πολιτική.

4.1.3 Εφαρμογή Μεθοδολογίας

Για το αναπτυχθέν Σενάριο μελλοντικής δραστηριοποίησης:

- * χρησιμοποιήθηκαν παραδοχές επιχειρησιακής λειτουργίας (καταρτισθείσες από τη Διοίκηση της αποτιμώμενης εταιρείας) για τον υπολογισμό των προβλεπόμενων οικονομικών μεγεθών,
- * καταρτίστηκαν, βάσει των προβλεπόμενων οικονομικών μεγεθών, οι ταμειακές ροές (λειτουργικής, επενδυτικής και χρηματοδοτικής δραστηριότητας) και η ελεύθερη ταμειακή ροή για τις προβλεπόμενες οικονομικές χρήσεις 2008-2013,
- * υπολογίστηκε η ελεύθερη ταμειακή ροή στο διηνεκές (ίση με τη μέση ελεύθερη ταμειακή ροή του τελευταίου έτους των προβλέψεων 2013),
- * καθορίστηκε το ενδεδειγμένο προεξοφλητικό επιτόκιο με βάση το μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίων (weighted average cost of capital),
- * προεξοφλήθηκαν, βάσει του προαναφερθέντος προεξοφλητικού επιτοκίου, οι μελλοντικές ελεύθερες ταμειακές ροές (ροές περιόδου 1/7/2007-30/6/2013) στην παρούσα αξία τους,
- * προεξοφλήθηκε η υπολειμματική αξία στο έτος 2013 βάσει ράντας (με προεξοφλητικό επιτόκιο το μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίων μείον εναλλακτικούς ρυθμούς ανάπτυξης στο διηνεκές) και στη συνέχεια στην παρούσα αξία της βάσει του προεξοφλητικού επιτοκίου του έτους 2012, και
- * υπολογίστηκε η συνολική καθαρή παρούσα αξία της αποτιμώμενης εταιρείας, ήτοι η παρούσα αξία μελλοντικών ταμειακών ροών πλέον της παρούσας αξίας της υπολειμματικής αξίας μείον τον υφιστάμενο δανεισμό και πλέον τα υπάρχοντα διαθέσιμα και συμμετοχές.

Οι συναφείς αναλυτικοί υπολογισμοί και τα παραχθέντα αποτελέσματα (Ιστορικές και Προβλεπόμενες Οικονομικές Καταστάσεις, Προβλεπόμενες Ταμειακές Ροές και Υπολογισμός Καθαρής Παρούσας Αξίας Εταιρείας) παρατίθενται στο **Παράρτημα 1: “Προεξόφληση Μελλοντικών Ταμειακών Ροών”**.

4.1.4 Αποτελέσματα Μεθοδολογίας

Τα αποτελέσματα της μεθοδολογίας αυτής έχουν ως εξής:

- ♦ Το εύρος αξίας της αποτιμώμενης εταιρείας κυμαίνεται μεταξύ € **18.348** και € **22.331** χιλιάδες, οριοθετούμενο ως ακολούθως:
 - * σε € **18.348** χιλιάδες (ελάχιστο)
 - * σε € **20.340** χιλιάδες (ενδιάμεσο)
 - * σε € **22.331** χιλιάδες (μέγιστο)

4.2 Αναπροσαρμογή Καθαρής Θέσης

Για τον υπολογισμό της οικονομικής αξίας της αποτιμώμενης εταιρείας με βάση τη μέθοδο της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης (βλ. **Παράρτημα 3: «Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση»**), έχει ληφθεί η λογιστική καθαρή θέση της Εταιρείας στις 30/06/2007, ήτοι € 6.966 χιλιάδες.

Η αρχικά αναπροσαρμοσμένη καθαρή θέση (προ τυχόν άυλων υπεραξιών) της Εταιρείας έχει ως ακολούθως:

Μεγέθη σε € χιλιάδες	30/09/06
Λογιστική Καθαρή Θέση	6.966
Μείον: Παρατηρήσεις Ορκωτού Ελεγκτή Λογιστή	297
Αρχικά Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση	6.669

Όσον αφορά τις τυχόν άυλες υπεραξίες της Εταιρείας, θεωρήθηκε σκόπιμο να συμπεριληφθεί προσαύξηση της παραπάνω αρχικά αναπροσαρμοσμένης καθαρής θέσης της Εταιρείας (30/06/07) κατά ένα εύρος ποσοστού, ώστε να ληφθεί υπόψη η άυλη υπεραξία της Εταιρείας που απορρέει από την “φήμη και πελατεία” (goodwill) της. Αυτή η άυλη υπεραξία περιλαμβάνει, μεταξύ άλλων, την υπεραξία του πελατειακού της δικτύου, την υπεραξία του δικτύου συνεργατών, την υπεραξία της καινοτόμου έρευνας και ανάπτυξης προϊόντων, καθώς και την υπεραξία από τη συνεχιζόμενη λειτουργία της Εταιρείας.

Ο υπολογισμός του εύρους της προαναφερθείσας προσαύξησης έγινε με τους ακόλουθους συντελεστές, βάσει διεθνών πρακτικών αποτίμησης, που εφαρμόστηκαν στην αρχικά αναπροσαρμοσμένη καθαρή θέση.

Αρχικά Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση	Συντελεστής Προσαύξησης Άυλης Υπεραξίας	Προκύπτων Εύρος Τελικής Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης
€ 6.669 χιλιάδες	3,00	€ 20.007 χιλ. (ελάχιστο)
	3,50	€ 23.341 χιλ. (μέσο)
	4,00	€ 26.676 χιλ. (μέγιστο)

4.3 Πολλαπλάσιοι Δείκτες Αγοράς Εισηγμένων Εταιρειών

Βάσει της συγκριτικής αυτής μεθοδολογίας, ακολουθήθηκε η παρακάτω προσέγγιση:

1. Επιλέχθηκε συγκριτικό δείγμα Ελληνικών και Ευρωπαϊκών παρεμφερών εισηγμένων εταιρειών.
2. Επιλέχθηκαν και υπολογίστηκαν αντιπροσωπευτικοί χρηματιστηριακοί δείκτες, με ημερομηνία χρηματιστηριακής αποτίμησης την 30/6/2007.
3. Σταθμίστηκαν οι δείκτες των συγκρίσιμων εταιρειών.
4. Αναπροσαρμόστηκαν οι δείκτες των παρεμφερών εταιρειών, κυρίως λόγω διαφοράς μεγέθους εταιρειών.
5. Τέλος, εφαρμόστηκαν οι σταθμισμένοι αντιπροσωπευτικοί δείκτες στα μεγέθη της αποτιμώμενης εταιρείας.

Στη συνέχεια περιγράφονται αναλυτικά τα βήματα εργασίας που ακολουθήθηκαν, καθώς και συναχθέντα αποτελέσματα.

4.3.1 Επιλεγθέν Δείγμα “Συγκρίσιμων/Παρεμφερών” Εταιρειών

Χρησιμοποιήθηκαν ως «συγκρίσιμες/παρεμφερείς» οι ακόλουθες εταιρείες :

Εισηγμένες “Συγκρίσιμες / Παρεμφερείς” Εταιρείες
▪ LAVIPHARM AE ▪ MEDICON HELLAS AE ▪ Amplifon Group SpA ▪ OPG Groep N.V. ▪ Celesio AG ▪ Alltracel Pharmaseuticals plc ▪ Healthcare Enterprise Group PLC ▪ Selcuk Ecza Deposu Ticaret ve Sanayi AS ▪ Andreae-Noris Zahn AG

Ακολουθεί η επιλογή των αντιπροσωπευτικών χρηματοοικονομικών δεικτών αγοράς.

4.3.2 Επιλογή Αντιπροσωπευτικών Δεικτών

Για την αποτίμηση της Εταιρείας υπολογίστηκαν οι ακόλουθοι χρηματοοικονομικοί δείκτες:

- α) Χρηματιστηριακή Αξία / Ίδια Κεφάλαια
- β) Αξία Εταιρείας / Πωλήσεις και
- γ) Αξία Εταιρείας / Κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA).

Οι δείκτες αυτοί υπολογίστηκαν για τα οικονομικά αποτελέσματα των συγκρίσιμων εταιρειών της 31/12/2006, ενώ η Χρηματιστηριακή Αξία των συγκρίσιμων εταιρειών λήφθηκε την 30/6/2007. Οι δε δείκτες εφαρμόστηκαν στα οικονομικά στοιχεία της 30/6/2007 της αποτιμώμενης Εταιρείας.

4.3.3 Στάθμιση των Δεικτών των «Συγκρίσιμων/Παρεμφερών» Εταιρειών

Οι επιλεγθέντες πολλαπλάσιοι δείκτες των “συγκρίσιμων”/“παρεμφερών” εταιρειών σταθμίστηκαν με διαφοροποιημένη βαρύτητα στάθμισης κατά επιλεγθείσα συγκρίσιμη εταιρεία.

4.3.4 Αναπροσαρμογή των Δεικτών

Το γεγονός ότι η αποτιμώμενη Εταιρεία δεν είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο και, σε σύγκριση με τις επιλεγθείσες εισηγμένες παρεμφερείς εταιρείες, διαφέρει, δηλ. δε θεωρείται «ομοειδής», έχει άμεση επίδραση στους χρηματοοικονομικούς δείκτες που εξάγονται από το επιλεγθέν δείγμα συγκρίσιμων/παρεμφερών εταιρειών. Κρίθηκε αναγκαίο λοιπόν, βάσει διεθνών πρακτικών αποτίμησης, ο κάθε δείκτης να εφαρμοσθεί στο ανάλογο μέγεθος της προς αποτίμηση Εταιρείας με κατάλληλες προσαρμογές.

4.3.5 Εφαρμογή Σταθμισμένων Αναπροσαρμοσμένων Δεικτών

Ο κάθε σταθμισμένος και αναπροσαρμοσμένος πολλαπλάσιος δείκτης εφαρμόστηκε στο ανάλογο μέγεθος της προς αποτίμηση εταιρείας και υπολογίστηκε ένα εύρος αξίας τιμών.

Το εύρος τιμών που προέκυψε από την εκτίμηση των δεικτών, βάσει των μεγεθών της Εταιρείας της 30/6/2007, θεωρείται ότι οριοθετεί το κατώτατο και ανώτατο εύλογο εύρος αξίας της Εταιρείας, λαμβάνοντας υπόψη τις τρέχουσες συνθήκες της Εταιρείας, αλλά και της αγοράς.

Οι αναλυτικοί υπολογισμοί παρατίθενται στο **Παράρτημα 2: “Πολλαπλάσιοι Δείκτες Αγοράς Εισηγμένων Εταιρειών”**.

4.3.6 Αποτελέσματα Εφαρμογής Πολλαπλάσιων Δεικτών Εισηγμένων Εταιρειών

Τα αποτελέσματα της μεθοδολογίας αυτής έχουν ως εξής:

- ♦ Το εύρος της αξίας της αποτιμώμενης εταιρείας, βάσει του Πολλαπλάσιου Δείκτη **“Χρηματιστηριακή Αξία προς Ίδια Κεφάλαια”** κυμαίνεται σε € 26.212 - € 32.765 χιλ.
- ♦ Το εύρος της αξίας της αποτιμώμενης εταιρείας, βάσει του Πολλαπλάσιου Δείκτη **“Αξία Εταιρείας προς Πωλήσεις”** κυμαίνεται σε € 82.295 - € 124.266 χιλ.
- ♦ Το εύρος της αξίας της αποτιμώμενης εταιρείας, βάσει του Λόγου **“Αξία Εταιρείας προς EBITDA”** κυμαίνεται μεταξύ € 42.502 και € 57.037 χιλ.

5. ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

Τα αποτελέσματα των εφαρμοσθεισών μεθοδολογιών αποτίμησης του 100% της αποτιμηθείσας Εταιρείας (Μ. ΠΑΝΟΥ - Θ. ΜΑΥΡΟΥΔΗΣ ΑΕ -ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ) παρουσιάζονται συγκεντρωτικά στον πίνακα που ακολουθεί.

ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ	ΕΥΡΟΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ (χιλ. ευρώ)		
	Κατώτατο	Μέσο	Ανώτατο
ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ (ΚΑΘΑΡΗ ΠΑΡΟΥΣΑ ΑΞΙΑ)			
	18.348	20.340	22.331
ΑΝΑΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΗ ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ (Συμπεριλαμβανομένης Άυλης Υπεραξίας)			
	20.007	23.341	26.676
ΠΟΛΥΠΛΑΣΙΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΣΥΓΚΡΙΣΙΜΩΝ/ΠΑΡΕΜΦΕΡΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ			
Χρημ/κή Αξία προς Ίδια Κεφάλαια	26.212	29.489	32.765
Αξία Εταιρείας προς Πωλήσεις	82.295	103.280	124.266
Αξία Εταιρείας προς EBITDA	42.502	49.770	57.037

6. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Τα συμπεράσματά μας παρατίθενται υπό μορφή εύρους ευλόγων, από χρηματοοικονομική άποψη, τιμών. Διευκρινιστικά αναφέρουμε ότι η υψηλότερη τιμή του εύρους ευλόγων αξιών αντιπροσωπεύει αξία, πάνω από την οποία η αγορά της εταιρείας θα ήταν ασύμφορη για τον υποψήφιο αγοραστή, ενώ η κατώτερη τιμή του εύρους αντιπροσωπεύει αξία, κάτω από την οποία η πώλησή της θα μπορούσε να χαρακτηριστεί ασύμφορη για τον πωλητή.

Τα συμπεράσματα αποτίμησης της αξίας της Εταιρείας έχουν ως ακολούθως:

Το εύλογο εύρος της αξίας του 100% της Εταιρείας , από χρηματοοικονομικής άποψης, κυμαίνεται μεταξύ € 20.007 και € 26.676 χιλιάδες.

Όπως φαίνεται στη Διαγραμματική Απεικόνιση “Εύρος Αξίας Αποτιμώμενης Εταιρείας ” και στον Πίνακα Συγκερασμού “Εύλογο Εύρος Αξίας Εταιρείας ” (βλ. *Παράρτημα 4*):

- ♦ Το εύλογο εύρος αυτό (από 20.007 έως 26.676 χιλ. ευρώ) περιλαμβάνεται σε ικανοποιητικό βαθμό μέσα στο εύρος αξίας που προκύπτει από την εφαρμογή της μεθοδολογίας των προεξοφλημένων ταμειακών ροών (ήτοι από 18.348 έως 22.331 χιλ. ευρώ).
- ♦ Το ελάχιστο εύλογο σημείο του εύρους αξίας του Εταιρείας (ήτοι 20.007 χιλ. ευρώ.) υπερκαλύπτεται από το κατώτατο σημείο που προκύπτει από τη μεθοδολογία των προεξοφλημένων ταμειακών ροών.
- ♦ Το δε μέγιστο σημείο του εύλογου εύρους αξίας του Εταιρείας (ήτοι 26.676 χιλ. ευρώ) υπερκαλύπτεται από το κατώτατο σημείο που προκύπτει από την εφαρμογή της μεθοδολογίας του Λόγου «Χρηματιστηριακή Αξία προς Ίδια Κεφάλαια» (ήτοι 26.212 χιλ. ευρώ).

7. ΕΠΙΣΗΜΑΝΣΕΙΣ & ΕΠΙΦΥΛΑΞΕΙΣ

Οι χρησιμοποιούμενες στα προηγούμενα κεφάλαια μέθοδοι αποτίμησης θεωρούνται διεθνώς παραδεκτές μέθοδοι αποτίμησης μιας επιχείρησης σε λειτουργία και κρίνονται ως κατάλληλες για την αποτίμηση της τρέχουσας αξίας του συνόλου των μετοχών της Εταιρείας **Μ. ΠΑΝΟΥ - Θ. ΜΑΥΡΟΥΔΗΣ ΑΕ – ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ** κατά την 30/6/2007.

Δεν προέκυψε καμία δυσκολία κατά την εφαρμογή της μεθοδολογίας που προδιαγράφεται από την κάθε μέθοδο αποτίμησης που επιλέχθηκε για την αποτίμηση της τρέχουσας αξίας του συνόλου των μετοχών της Εταιρείας.

Το προσφερόμενο τίμημα για την εξαγορά του συνόλου των μετοχών της Εταιρείας, ήτοι ποσό € 20.650 χιλ., είναι εύλογο και δίκαιο καθώς βρίσκεται εντός του εύλογου εύρους αξίας € 20.007 χιλ. έως € 26.676 χιλ. το οποίο προκύπτει από την αποτίμηση της εξαγοραζόμενης Εταιρείας.

Οι επισημάνσεις και επιφυλάξεις μας αποτελούν αναπόσπαστο μέρος της μελέτης αποτίμησης και εστιάζονται σε θέματα που αφορούν τη χρηματοοικονομική βάση της διενεργηθείσας αποτίμησης, τις υιοθετηθείσες από τη Διοίκηση του Εταιρείας παραδοχές μελλοντικής επιχειρησιακής δραστηριοποίησης, καθώς και τις ενδεχόμενες φορολογικές υποχρεώσεις του Εταιρείας.

♦ Χρηματοοικονομική βάση αποτίμησης

Επισημαίνουμε ότι τα συμπεράσματά μας στηρίζονται σε χρηματοοικονομικές θεωρήσεις και ότι η παρούσα αποτίμηση δεν αποτελεί πρόταση για οποιαδήποτε αγορά ή πώληση μετοχών, αποτελεί ενιαίο σύνολο και η δημοσιοποίηση των συμπερασμάτων ή άλλων στοιχείων της θα πρέπει να γίνει με τη δημοσιοποίηση του πλήρους κειμένου της αποτίμησης και κατόπιν σύμφωνης γνώμης μας.

♦ Παραδοχές μελλοντικής επιχειρησιακής δραστηριοποίησης

Οι βασικές παραδοχές της Διοίκησης της Εταιρείας, στις οποίες βασίστηκαν οι προβλέψεις των χρηματοοικονομικών καταστάσεων, θεωρούνται λογικές. Εντούτοις, θα πρέπει να σημειωθεί ότι τα προβλεπόμενα κέρδη και ταμειακές ροές αντιπροσωπεύουν μια δυναμική διαδικασία η οποία βασίζεται στις παρατεθείσες παραδοχές, μερικές από τις οποίες μπορεί αναπόφευκτα να μην πραγματοποιηθούν, καθ' ότι απρόβλεπτα γεγονότα και περιστάσεις μπορεί να συμβούν. Συνεπώς, τα πραγματικά αποτελέσματα, κατά την προβλεπόμενη περίοδο, μπορεί να διαφέρουν από τις προβλέψεις που παρατίθενται στην παρούσα μελέτη και αυτές οι διαφορές μπορεί να είναι σημαντικές.

♦ Ενδεχόμενες Φορολογικές Υποχρεώσεις

Η Εταιρεία δεν έχει ελεγχθεί φορολογικά για την περίοδο 1/07/06-30/6/07. Συνεπώς, οι φορολογικές της υποχρεώσεις δεν έχουν καταστεί οριστικές. Για τους σκοπούς της παρούσας αποτίμησης, η οποιαδήποτε διαφορά φόρου ενδεχόμενα προκύψει σε μελλοντικό φορολογικό έλεγχο της προαναφερθείσας οικονομικής χρήσεως θα πρέπει να συνυπολογιστεί αφαιρετικά από την εύλογη χρηματοοικονομική αξία της Εταιρείας κατά την 30/06/2007.

8. ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ

8.1 *Παράρτημα 1: “Προεξόφληση Μελλοντικών Ταμειακών Ροών”*

8.1.1 Παράρτημα 1.1.: “Υπολογισμός Καθαρής Παρούσας Αξίας Εταιρείας ”

8.1.2 Παράρτημα 1.2.: “Ιστορικές & Προβλεπόμενες Οικονομικές Καταστάσεις”

8.1.2.1 Παράρτημα 1.2.1.: “Αποτελέσματα Χρήσεων & Διάθεσης”

8.1.2.2 Παράρτημα 1.2.2.: “Στοιχεία Ισολογισμού”

8.1.2.3 Παράρτημα 1.2.3.: “Μεταβολή Ιδίων Κεφαλαίων”

8.1.3 Παράρτημα 1.3.: “Προβλεπόμενες Ταμειακές Ροές”

8.1.4 Παράρτημα 1.4.: “Παραδοχές Επιχειρησιακής Λειτουργίας”

8.2 *Παράρτημα 2: “Πολλαπλάσιοι Δείκτες Αγοράς Εισηγμένων Εταιρειών”*

8.3 *Παράρτημα 3: “Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση”*

8.4 *Παράρτημα 4: “Συγκερασμός Αποτελεσμάτων Αποτίμησης”*

8.4.1 Παράρτημα 4.1.: “Διαγραμματική Απεικόνιση Εύρους Αξίας Εταιρείας”

8.4.2 Παράρτημα 4.2.: “Πίνακας Συγκερασμού Εύλογου Εύρους Αξίας Εταιρείας”

ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗ ΚΑΘΑΡΩΝ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1.1.

Ποσά σε χιλ. ευρώ

	30/6/2008	30/6/2009	30/6/2010	30/6/2011	30/6/2012	30/6/2013
Καθαρές Μελλοντικές Ταμειακές Ροές (μεταβολή έτους) ΚΑΘΑΡΗ ΤΑΜΕΙΑΚΗ ΡΟΗ ΠΡΟΣ ΜΕΤΟΧΟΥΣ	637	1.774	1.948	2.089	2.604	3.003

Υπολογισμοί Υπολειμματικής Αξίας

Ταμειακή ροή (διηλεκές) → **3.003**

Συντελεστής Προεξόφλησης	0,930250	0,862506	0,798401	0,737966	0,682107
Προεξοφλημένες Ταμειακές Ροές	593	1.530	1.555	1.542	1.776

Καθαρή Παρούσα Αξία Ροών (2008-2012)	6.996	6.996	6.996
Καθαρή Παρούσα Αξία Υπολειμματικής Αξίας	26.644	28.497	30.627
Μείον: Δανεισμός (βραχυχρόνιος & μακροχρόνιος)	-17.785	-17.785	-17.785
Πλέον: Διαθέσιμα	2.147	2.147	2.147
Πλέον: Συμμετοχές σε συνδεδεμένες και λοιπές επιχειρήσεις	346	346	346

Συνολική Καθαρή Παρούσα Αξία

18.348 20.201 22.331

Διακύμανση Εύρους Αξίας (+/- από μέσο σημείο)

-9,17% 10,54%

Συνολική Διακύμανση Εύρους Αξίας (από ελάχιστο σε μέγιστο σημείο)

21,71%

Μέση Τιμή Εύλογου Εύρους

20.340

(1) Υπολειμματική Αξία	
Προεξοφλημένη Αξία (2011)	39.061
Προεξοφλητικό Επιτόκιο	8,19%
Αναπτυξιακός Ρυθμός (1)	0,50%

(2) Υπολειμματική Αξία	
Προεξοφλημένη Αξία (2011)	41.777
Προεξοφλητικό Επιτόκιο	8,19%
Αναπτυξιακός Ρυθμός (2)	1,00%

(3) Υπολειμματική Αξία	
Προεξοφλημένη Αξία (2011)	44.900
Προεξοφλητικό Επιτόκιο	8,19%
Αναπτυξιακός Ρυθμός (3)	1,50%

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΜΕΣΟΣΤΑΘΜΙΚΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (ΠΡΟΞΕΟΦΛΗΤΙΚΟΥ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ)

	30/6/2008	30/6/2009	30/6/2010	30/6/2011	30/6/2012
Επιτόκιο (άνευ κινδύνου)	4,18%	4,52%	4,52%	4,82%	4,82%
Επιδότηση Κινδύνου	5,70%	5,70%	5,70%	5,70%	5,70%
Συντελεστής συστηματικού κινδύνου	1,042	1,042	1,042	1,042	1,042
Αναλογία Ιδίων Κεφαλαίων	53,35%	53,35%	53,35%	53,35%	53,35%
Αναλογία Δανεισμού (μακροπρόθεσμου)	46,65%	46,65%	46,65%	46,65%	46,65%
Αναλογία Επιχορηγήσεων	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων	10,12%	10,46%	10,46%	10,76%	10,76%
Κόστος Δανεισμού	4,50%	4,88%	5,25%	5,25%	5,25%
Κόστος Επιχορηγήσεων	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Μεσοσταθμικό Κόστος Κεφαλαίων	7,50%	7,85%	8,03%	8,19%	8,19%
Weighted Average Cost of Capital					

Σημειώσεις Υπολογισμού

* Επιτόκιο άνευ κινδύνου	Βασισμένο κυρίως στο ετήσιο ΕΓΕΔ και το πενταετές ΟΕΔ
* Επιδότηση Κινδύνου	Επιδότηση κινδύνου αγοράς + επιδότηση κινδύνου συγκεκριμένης δραστηριότητας (ευαισθησία εξάρτησης από έναν μεγάλο πελάτη)
* Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων	Επιτόκιο άνευ κινδύνου + επιδότηση κινδύνου (risk premium)
* Κόστος Δανεισμού	Κόστος βραχυχρόνιου και μακροχρόνιου δανεισμού (στις χρήσεις που προκύπτει)
* Κόστος Επιχορηγήσεων	Δίχως κόστος
* Υπολογισμός MKK	$MKK = (\text{Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων} * \text{Αναλογία Ιδίων Κεφαλαίων}) + (\text{Κόστος Δανεισμού} * (1 - \% \text{ φόρου}) * \text{Αναλογία Δανεισμού}) +$ $+ (\text{Κόστος Επιχορηγήσεων} * \text{Αναλογία Επιχορηγήσεων})$

<u>Ενδεικτικές Τιμές Επιτοκίων (άνευ κινδύνου)</u>		<u>Διάρκεια</u>	<u>Απόδοση</u>	<u>Δημοπρασία</u>
	ΕΓΕΔ	3μηνο	3,82%	3/7/07
	ΕΓΕΔ	6μηνο	3,97%	3/7/07
επιλεγθέν *	ΕΓΕΔ	ετήσιο	4,18%	3/7/07
εκτός χρονικού ορίου ημερομηνίας αποτίμησης	ΟΕΔ	3ετές	4,52%	29/6/07
επιλεγθέν *	ΟΕΔ	5ετές	4,41%	29/5/07
επιλεγθέν *	ΟΕΔ	10ετές	4,82%	10/7/07

ΙΣΤΟΡΙΚΑ και ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΕΩΝ και ΔΙΑΘΕΣΕΩΝ

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1.2.1.

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ ποσά σε χιλιάδες ευρώ	ΙΣΤΟΡΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ					ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΑ ΜΕΓΕΘΗ					
	30/6/2003	30/6/2004	30/6/2005	30/6/2006	30/6/2007	30/6/2008	30/6/2009	30/6/2010	30/6/2011	30/6/2012	30/6/2013
Ι. Αποτελέσματα εκμεταλλεύσεως											
Κύκλος εργασιών (πολήσεις)	97.658	124.780	129.815	120.933	121.866	126.131	130.546	135.115	139.169	143.344	147.644
Μείον: Κόστος πωλήσεων	87.037	114.834	119.373	108.970	110.046	116.041	120.102	124.306	128.035	131.876	136.128
Μικτά αποτελέσματα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως	10.622	9.946	10.441	11.962	11.820	10.091	10.444	10.809	11.133	11.467	11.516
Μείον:											
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	1.984	3.037	1.259	1.086	1.234	1.451	1.501	1.554	1.600	1.648	1.698
Έξοδα λειτουργίας διαθέσεως	6.332	4.233	6.770	9.384	2.897	4.415	4.569	4.932	5.219	5.375	5.537
Μερικά αποτελέσματα (κέρδη) εκμετ/σεως	2.307	2.676	2.413	1.492	7.689	4.225	4.373	4.324	4.314	4.444	4.282
ΠΛΕΟΝ:											
Λοιπά έσοδα εκμεταλλεύσεως	7	42	45	380	113	117	121	125	129	134	139
Έσοδα από πιστωτικούς τόκους	5	4	7	3	8	12	3	4	7	13	24
Έσοδα από συμμετοχές και χρεόγραφα	0	0	0	59	0	0	0	0	0	0	0
Λοιπά έξοδα εκμεταλλεύσεως	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Έξοδα από χρεωστικούς τόκους, συμμετοχές και χρεόγραφα	481	521	494	464	795	1.067	1.156	1.245	1.245	1.245	1.245
Ολικά αποτελέσματα (κέρδη) εκμετ/σεως	1.837	2.201	1.970	1.469	7.015	3.287	3.341	3.208	3.206	3.346	3.199
Πλέον:											
Έκτακτα αποτελέσματα	-5	-55	0	254	12	0	0	0	0	0	0
Σύνολο αποσβέσεων ενσωματωμένες στο λειτουργικό κόστος	67	73	110	180	222	299	304	304	304	304	304
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΗ ΧΡΗΣΕΩΣ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ	1.832	2.146	1.970	1.724	7.027	3.287	3.341	3.208	3.206	3.346	3.199
Πλέον:											
Υπόλοιπο αποτελεσμάτων (κερδών) προηγούμενων χρήσεων	0	1.129	0	0	1	2.991	4.353	5.900	7.386	8.871	10.420
ΣΥΝΟΛΟ	1.832	3.276	1.970	1.724	7.028	6.278	7.694	9.108	10.592	12.217	13.619
Μείον:											
Φόρος Εισοδήματος	643	767	695	538	2.043	822	835	802	801	836	800
Μη ενσωματωμένοι στο λειτουργικό κόστος φόροι	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Διαφορές φορολογικού ελέγχου προηγ. χρήσεων	0	520	0	448	0	161	0	0	0	0	0
	643	1.287	695	986	2.043	983	835	802	801	836	800
Κέρδη προς διάθεση	1.189	1.989	1.275	738	4.985	5.296	6.859	8.306	9.790	11.380	12.820
Η διάθεση των κερδών γίνεται ως εξής:											
Τακτικό αποθεματικό	60	54	64	59	249	123	125	120	120	125	120
Πρώτο μέρισμα	0	1.129	1.211	678	1.744	820	833	800	799	834	798
Αφορολόγητα αποθεματικά	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Λοιπά αποθεματικά	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Αμοιβές Δ.Σ.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Υπόλοιπο κερδών εις νέον	1.129	805	0	1	2.991,4	4.353	5.900	7.386	8.871	10.420	11.902
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΗ ΧΡΗΣΕΩΣ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ	1.189	1.989	1.275	738	4.985	5.296	6.859	8.306	9.790	11.380	12.820

ΙΣΤΟΡΙΚΑ και ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΕΩΝ και ΔΙΑΘΕΣΕΩΝ

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1.2.1.

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΜΕΓΕΘΩΝ	ΙΣΤΟΡΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ					ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΑ ΜΕΓΕΘΗ					
	30/6/2003	30/6/2004	30/6/2005	30/6/2006	30/6/2007	30/6/2008	30/6/2009	30/6/2010	30/6/2011	30/6/2012	30/6/2013
I. Αποτελέσματα εκμεταλλεύσεως											
Κύκλος εργασιών (πωλήσεις)	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Μείον: Κόστος πωλήσεων	89,1%	92,0%	92,0%	90,1%	90,3%	92,0%	92,0%	92,0%	92,0%	92,0%	92,2%
Μικτά αποτελέσματα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως	10,9%	8,0%	8,0%	9,9%	9,7%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	7,8%
Μείον:											
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	2,0%	2,4%	1,0%	0,9%	1,0%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Έξοδα λειτουργίας διαθέσεως	6,5%	3,4%	5,2%	7,8%	2,4%	3,5%	3,5%	3,7%	3,8%	3,8%	3,8%
Μερικά αποτελέσματα (κέρδη) εκμετ/σεως	2,4%	2,1%	1,9%	1,2%	6,3%	3,3%	3,3%	3,2%	3,1%	3,1%	2,9%
ΠΑΕΟΝ:											
Λοιπά έσοδα εκμεταλλεύσεως	0,0%	0,0%	0,0%	0,3%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Έσοδα από πιστωτικούς τόκους	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Έσοδα από συμμετοχές και χρεόγραφα	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Λοιπά έξοδα εκμεταλλεύσεως	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Έξοδα από χρεωστικούς τόκους, συμμετοχές και χρεόγραφα	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,7%	0,8%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,8%
Ολικά αποτελέσματα (κέρδη) εκμετ/σεως	1,9%	1,8%	1,5%	1,2%	5,8%	2,6%	2,6%	2,4%	2,3%	2,3%	2,2%
Πλέον:											
Έκτακτα αποτελέσματα	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Σύνολο αποσβέσεων ενσωματωμένες στο λειτουργικό κόστος	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ ΧΡΗΣΕΩΣ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ	1,9%	1,7%	1,5%	1,4%	5,8%	2,6%	2,6%	2,4%	2,3%	2,3%	2,2%
Μείον:											
Φόρος Εισοδήματος	0,7%	0,6%	0,5%	0,4%	1,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%
Μη ενσωματωμένοι στο λειτουργικό κόστος φόροι	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Διαφορές φορολογικού ελέγχου προηγ. χρήσεων	0,0%	0,4%	0,0%	0,4%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	0,7%	1,0%	0,5%	0,8%	1,7%	0,8%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ ΧΡΗΣΕΩΣ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ	1,2%	1,6%	1,0%	0,6%	4,1%	4,2%	5,3%	6,1%	7,0%	7,9%	8,7%

ΙΣΤΟΡΙΚΑ και ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΕΩΝ και ΔΙΑΘΕΣΕΩΝ
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1.2.1.

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ ΕΞΕΛΙΞΗ ΜΕΓΕΘΩΝ	ΙΣΤΟΡΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ					ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΑ ΜΕΓΕΘΗ					
	30/6/2003	30/6/2004	30/6/2005	30/6/2006	30/6/2007	30/6/2008	30/6/2009	30/6/2010	30/6/2011	30/6/2012	30/6/2013
I. Αποτελέσματα εκμεταλλεύσεως											
Κύκλος εργασιών (πωλήσεις)		27,8%	4,0%	-6,8%	0,8%	3,5%	3,5%	3,5%	3,0%	3,0%	3,0%
Μείον: Κόστος πωλήσεων		31,9%	4,0%	-8,7%	1,0%	5,4%	3,5%	3,5%	3,0%	3,0%	3,2%
Μικτά αποτελέσματα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως		-6,4%	5,0%	14,6%	-1,2%	-14,6%	3,5%	3,5%	3,0%	3,0%	0,4%
Μείον:											
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας		53,1%	-58,6%	-13,8%	13,7%	17,6%	3,5%	3,5%	3,0%	3,0%	3,0%
Έξοδα λειτουργίας διαθέσεως		-33,1%	59,9%	38,6%	-69,1%	52,4%	3,5%	7,9%	5,8%	3,0%	3,0%
Μερικά αποτελέσματα (κέρδη) εκμετ/σεως		16,0%	-9,8%	-38,1%	415,2%	-45,0%	3,5%	-1,1%	-0,2%	3,0%	-3,6%
ΠΑΕΟΝ:											
Λοιπά έσοδα εκμεταλλεύσεως		486,2%	6,5%	750,3%	-70,3%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Έσοδα από πιστωτικούς τόκους		-3,4%	57,2%	-59,2%	192,5%	45,5%	-75,5%	46,6%	63,4%	88,4%	80,6%
Έσοδα από συμμετοχές και χρεόγραφα		-	-	-	-100,0%	-	-	-	-	-	-
Λοιπά έξοδα εκμεταλλεύσεως		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Έξοδα από χρεωστικούς τόκους, συμμετοχές και χρεόγραφα		8,2%	-5,1%	-6,0%	71,3%	34,2%	8,3%	7,7%	0,0%	0,0%	0,0%
Ολικά αποτελέσματα (κέρδη) εκμετ/σεως		19,8%	-10,5%	-25,4%	377,4%	-53,1%	1,6%	-4,0%	-0,1%	4,4%	-4,4%
Πλέον:											
Έκτακτα αποτελέσματα		1099,7%	-99,4%	-83462,8%	-95,2%	-100,0%	-	-	-	-	-
Σύνολο αποσβέσεων ενσωματωμένες στο λειτουργικό κόστος		8,4%	50,7%	63,0%	23,9%	34,2%	1,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ ΧΡΗΣΕΩΣ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ		17,1%	-8,2%	-12,5%	307,6%	-53,2%	1,6%	-4,0%	-0,1%	4,4%	-4,4%
Μείον:											
Φόρος Εισοδήματος		19,3%	-9,5%	-22,6%	279,7%	-59,8%	1,6%	-4,0%	-0,1%	4,4%	-4,4%
Μη ενσωματωμένοι στο λειτουργικό κόστος φόροι		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Διαφορές φορολογικού ελέγχου προηγ. χρήσεων		-	-100,0%	-	-100,0%	-	-100,0%	-	-	-	-
		100,0%	-46,0%	41,9%	107,2%	-51,9%	-15,0%	-4,0%	-0,1%	4,4%	-4,4%
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ ΧΡΗΣΕΩΣ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ		67,3%	-35,9%	-42,1%	575,6%	6,2%	29,5%	21,1%	17,9%	16,2%	12,7%

ΙΣΤΟΡΙΚΑ και ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1.2.2.

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ ποσά σε χιλιάδες ευρώ	ΙΣΤΟΡΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ					ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΑ ΜΕΓΕΘΗ					
	30/6/2003	30/6/2004	30/6/2005	30/6/2006	30/6/2007	30/6/2008	30/6/2009	30/6/2010	30/6/2011	30/6/2012	30/6/2013
ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ											
Αξία κτήσεως	40	77	78	81	98	98	98	98	98	98	98
Μείον: Αποσβέσεις	16	29	47	63	76	98	98	98	98	98	98
ΣΥΝΟΛΟ ΕΞΟΔΩΝ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ	24	48	32	18	22	0	0	0	0	0	0
ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ											
Ασώματες ακινητοποιήσεις											
Αξία κτήσεως	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Μείον: Αποσβέσεις	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ασώματες ακινητοποιήσεις (αναπόσβεστη αξία)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ενσώματες ακινητοποιήσεις											
Αξία κτήσεως	319	355	1.858	2.348	2.530	2.830	3.130	3.430	3.730	4.030	4.330
Μείον: Αποσβέσεις	143	200	291	449	658	935	1.239	1.543	1.847	2.151	2.455
Ενσώματες ακινητοποιήσεις (αναπόσβεστη αξία)	176	155	1.567	1.899	1.871	1.895	1.891	1.887	1.883	1.879	1.875
Συμμετοχές και άλλες μακροπρόθεσμες χρηματ/κές απαιτήσεις											
Υπεραξία	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Συμμετοχές σε συγγενείς επιχειρήσεις	0	0	153	153	690	690	690	690	690	690	690
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	0	0	0	15	16	16	16	16	16	16	16
Συμμετοχές και άλλες μακρ. χρηματ/κές απαιτήσεις (αναπ.αξία)	0	0	153	168	706	706	706	706	706	706	706
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	176	155	1.720	2.067	2.577	2.601	2.597	2.593	2.589	2.585	2.581
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ											
Αποθέματα	7.030	8.207	7.319	8.522	9.750	10.315	10.676	11.049	11.381	11.722	12.100
Εμπορικές απαιτήσεις	18.057	16.179	13.206	14.764	18.369	19.270	20.670	21.769	22.808	23.492	23.536
Προκαταβολές & λοιπές απαιτήσεις	5.886	7.223	6.557	7.087	12.060	12.613	13.055	13.512	13.917	14.334	14.764
Χρηματικά διαθέσιμα	2.428	3.391	2.326	2.394	2.147	249	338	522	883	1.764	3.017
ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	33.401	35.000	29.407	32.768	42.326	42.446	44.738	46.851	48.989	51.313	53.418
ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ											
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	33.601	35.202	31.159	34.853	44.926	45.047	47.335	49.444	51.578	53.898	55.998

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1.2.2.

[illegible]

ΙΣΤΟΡΙΚΑ και ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1.2.2.

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ ΕΞΕΛΙΞΗ ΜΕΓΕΘΩΝ	ΙΣΤΟΡΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ					ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΑ ΜΕΓΕΘΗ					
	30/6/2003	30/6/2004	30/6/2005	30/6/2006	30/6/2007	30/6/2008	30/6/2009	30/6/2010	30/6/2011	30/6/2012	30/6/2013
ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ											
Αξία κτήσεως		93,1%	1,6%	3,2%	22,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Μείον: Αποσβέσεις		87,8%	59,7%	35,7%	20,8%	29,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
ΣΥΝΟΛΟ ΕΞΟΔΩΝ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ		96,5%	-33,8%	-44,5%	26,6%	-100,0%	-	-	-	-	-
ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ											
Ασώματες ακινητοποιήσεις											
Αξία κτήσεως		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Μείον: Αποσβέσεις		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ασώματες ακινητοποιήσεις (αναπόσβεστη αξία)		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ενσώματες ακινητοποιήσεις											
Αξία κτήσεως		11,1%	423,8%	26,4%	7,7%	11,9%	10,6%	9,6%	8,7%	8,0%	7,4%
Μείον: Αποσβέσεις		39,6%	45,6%	54,3%	46,6%	42,0%	32,5%	24,5%	19,7%	16,5%	14,1%
Ενσώματες ακινητοποιήσεις (αναπόσβεστη αξία)		-12,0%	911,2%	21,2%	-1,5%	1,3%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Συμμετοχές και άλλες μακροπρόθεσμες χρηματ/κές απαιτήσεις											
Υπεραξία		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Συμμετοχές σε συγγενείς επιχειρήσεις		-	-	0,0%	351,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις		-100,0%	-	18085,4%	6,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Συμμετοχές και άλλες μακρ. χρηματ/κές απαιτήσεις (αναπ. αξία)		0,0%	189426,8%	9,5%	321,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ		-12,0%	1009,4%	20,2%	24,7%	0,9%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ											
Αποθέματα		16,7%	-10,8%	16,4%	14,4%	5,8%	3,5%	3,5%	3,0%	3,0%	3,2%
Εμπορικές απαιτήσεις		-10,4%	-18,4%	11,8%	24,4%	4,9%	7,3%	5,3%	4,8%	3,0%	0,2%
Προκαταβολές & λοιπές απαιτήσεις		22,7%	-9,2%	8,1%	70,2%	4,6%	3,5%	3,5%	3,0%	3,0%	3,0%
Χρηματικά διαθέσιμα		39,7%	-31,4%	3,0%	-10,3%	-88,4%	36,0%	54,4%	69,2%	99,8%	71,1%
ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ		4,8%	-16,0%	11,4%	29,2%	0,3%	5,4%	4,7%	4,6%	4,7%	4,1%
ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ											
		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ		4,8%	-11,5%	11,9%	28,9%	0,3%	5,1%	4,5%	4,3%	4,5%	3,9%

ΙΣΤΟΡΙΚΑ και ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1.2.2.

ΠΑΘΗΤΙΚΟ ποσά σε χιλιάδες ευρώ	ΙΣΤΟΡΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ					ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΑ ΜΕΓΕΘΗ					
	30/6/2003	30/6/2004	30/6/2005	30/6/2006	30/6/2007	30/6/2008	30/6/2009	30/6/2010	30/6/2011	30/6/2012	30/6/2013
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ											
Ίδια Κεφάλαια Μετόχων Εταιρείας											
Μετοχικό κεφάλαιο	3.392	3.392	3.392	3.392	3.392	3.392	3.392	3.392	3.392	3.392	3.392
Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Τακτικό αποθεματικό & λοιπά αποθεματικά	156	210	274	333	582	706	831	951	1.071	1.197	1.317
Αποθεματικό εύλογης αξίας	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Υπόλοιπο εις νέο	1.129	805	0	1	2.991	4.353	5.900	7.386	8.871	10.420	11.902
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	4.678	4.408	3.666	3.726	6.966	8.451	10.123	11.729	13.334	15.009	16.611
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ											
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις											
Ομολογιακά δάνεια	0	0	0	3.000	3.167	3.167	3.167	3.167	3.167	3.167	3.167
Δάνεια τραπεζών	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Παροχές στο προσωπικό	0	36	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Προβλεψεις για ενδεχόμενους κινδύνους	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	0	36	0	3.000	3.167	3.167	3.167	3.167	3.167	3.167	3.167
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις											
Δάνεια τραπεζών	13.971	13.890	10.330	9.504	14.619	14.619	14.619	14.619	14.619	14.619	14.619
Εμπορικές υποχρεώσεις	14.056	15.437	14.731	16.736	15.021	16.117	16.681	17.265	17.783	18.316	18.907
Φόροι πληρωτέοι	721	1.229	835	869	3.197	1.520	1.545	1.484	1.483	1.547	1.480
Μερίσματα πληρωτέα	0	0	1.211	678	1.744	820	833	800	799	834	798
Δουλευμένες & λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	176	202	384	339	212	322	334	345	356	366	378
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	28.924	30.759	27.493	28.126	34.793	33.398	34.011	34.512	35.039	35.683	36.181
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	28.924	30.795	27.493	31.126	37.960	36.564	37.178	37.679	38.206	38.850	39.347
ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	0	0	0	0	0	33	34	36	38	39	40
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	33.601	35.202	31.159	34.853	44.926	45.047	47.335	49.444	51.578	53.898	55.998

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1.2.2.

[illegible]

ΙΣΤΟΡΙΚΑ και ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1.2.2.

ΠΑΘΗΤΙΚΟ ΕΞΕΛΙΞΗ ΜΕΓΕΘΩΝ	ΙΣΤΟΡΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ					ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΑ ΜΕΓΕΘΗ					
	30/6/2003	30/6/2004	30/6/2005	30/6/2006	30/6/2007	30/6/2008	30/6/2009	30/6/2010	30/6/2011	30/6/2012	30/6/2013
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ											
Ίδια Κεφάλαια Μετόχων Εταιρείας											
Μετοχικό κεφάλαιο		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Τακτικό αποθεματικό & λοιπά αποθεματικά		34,6%	30,5%	21,4%	74,9%	21,2%	17,8%	14,5%	12,6%	11,7%	10,0%
Αποθεματικό εύλογης αξίας		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Υπόλοιπο εις νέο		-28,7%	-100,0%	-	234759,7%	45,5%	35,5%	25,2%	20,1%	17,5%	14,2%
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ		-5,8%	-16,8%	1,6%	86,9%	21,3%	19,8%	15,9%	13,7%	12,6%	10,7%
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ											
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις											
Ομολογιακά δάνεια		-	-	-	5,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Δάνεια τραπεζών		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Παροχές στο προσωπικό		-	-100,0%	-	-	-	-	-	-	-	-
Προβλεψεις για ενδεχόμενους κινδύνους		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις		-	-100,0%	-	5,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις											
Δάνεια τραπεζών		-0,6%	-25,6%	-8,0%	53,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Εμπορικές υποχρεώσεις		9,8%	-4,6%	13,6%	-10,2%	7,3%	3,5%	3,5%	3,0%	3,0%	3,2%
Φόροι πληρωτέοι		70,6%	-32,1%	4,0%	268,0%	-52,4%	1,6%	-4,0%	-0,1%	4,4%	-4,4%
Μερίσματα πληρωτέα		-	-	-44,0%	157,3%	-53,0%	1,6%	-4,0%	-0,1%	4,4%	-4,4%
Δουλειμμένες & λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις		15,3%	90,0%	-11,7%	-37,5%	51,8%	3,5%	3,5%	3,0%	3,0%	3,2%
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις		6,3%	-10,6%	2,3%	23,7%	-4,0%	1,8%	1,5%	1,5%	1,8%	1,4%
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ		6,5%	-10,7%	13,2%	22,0%	-3,7%	1,7%	1,3%	1,4%	1,7%	1,3%
ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ		-	-	-	-	12247,5%	3,5%	6,8%	5,1%	3,0%	3,0%
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ		4,8%	-11,5%	11,9%	28,9%	0,3%	5,1%	4,5%	4,3%	4,5%	3,9%

ΠΙΝΑΚΑΣ ΜΕΤΑΒΟΛΗΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ						
ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	ΔΙΑΦΟΡΑ ΥΠΕΡ ΤΟ ΑΡΤΙΟ	ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΟ ΕΥΛΟΓΗΣ ΑΞΙΑΣ	ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	ΥΠΟΛΟΙΠΟ ΕΙΣ ΝΕΟ	ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΤΡΙΤΩΝ	ΣΥΝΟΛΟ
3.392,0	0,0	0,0	156,2	1.129,4	0,0	4.677,6
0,0	0,0	0,0	0,0	859,5	0,0	859,5
0,0	0,0	0,0	54,0	-1.183,4	0,0	-1.129,4
3.392,0	0,0	0,0	210,3	805,4	0,0	4.407,7
0,0	0,0	0,0	0,0	1.275,3	0,0	1.275,3
0,0	0,0	0,0	64,0	-2.080,7	0,0	-2.016,7
3.392,0	0,0	0,0	274,3	0,0	0,0	3.666,3
0,0	0,0	0,0	0,0	737,9	0,0	737,9
0,0	0,0	0,0	58,6	-736,6	0,0	-678,0
3.392,0	0,0	0,0	332,9	1,3	0,0	3.726,2
0,0	0,0	0,0	0,0	4.984,0	0,0	4.984,0
0,0	0,0	0,0	249,5	-1.993,9	0,0	-1.744,4
3.392,0	0,0	0,0	582,3	2.991,4	0,0	6.965,8
0,0	0,0	0,0	0,0	2.304,5	0,0	2.304,5
0,0	0,0	0,0	123,3	-943,0	0,0	-819,7
3.392,0	0,0	0,0	705,6	4.352,9	0,0	8.450,5
0,0	0,0	0,0	0,0	2.505,8	0,0	2.505,8
0,0	0,0	0,0	125,3	-958,5	0,0	-833,2
3.392,0	0,0	0,0	830,9	5.900,2	0,0	10.123,1
0,0	0,0	0,0	0,0	2.406,1	0,0	2.406,1
0,0	0,0	0,0	120,3	-920,3	0,0	-800,0
3.392,0	0,0	0,0	951,2	7.386,0	0,0	11.729,2
0,0	0,0	0,0	0,0	2.404,3	0,0	2.404,3
0,0	0,0	0,0	120,2	-919,6	0,0	-799,4
3.392,0	0,0	0,0	1.071,4	8.870,6	0,0	13.334,0
0,0	0,0	0,0	0,0	2.509,4	0,0	2.509,4
0,0	0,0	0,0	125,5	-959,8	0,0	-834,4
3.392,0	0,0	0,0	1.196,9	10.420,2	0,0	15.009,1
0,0	0,0	0,0	0,0	2.399,4	0,0	2.399,4
0,0	0,0	0,0	120,0	-917,8	0,0	-797,8
3.392,0	0,0	0,0	1.316,9	11.901,8	0,0	16.610,7

ΙΣΤΟΡΙΚΑ
ΜΕΓΕΘΗ

ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΑ
ΜΕΓΕΘΗ

ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1.3.

Ποσά σε χιλ. ευρώ

		ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΑ ΜΕΓΕΘΗ					
		30/6/2008	30/6/2009	30/6/2010	30/6/2011	30/6/2012	30/6/2013
ΡΟΕΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ							
	Καθαρά αποτελέσματα χρήσεως προ φόρων	3.287	3.341	3.208	3.206	3.346	3.199
	Μείον Φόρος εισοδήματος χρήσεως	983	835	802	801	836	800
	Καθαρά κέρδη χρήσεως	2.304	2.506	2.406	2.404	2.509	2.399
	Πλέον Χρεωστικοί τόκοι Χ (1-φορολογικό συντελεστή)	800	867	934	934	934	934
	Μείον Πιστωτικοί τόκοι Χ (1-φορολογικό συντελεστή)	9	2	3	5	10	18
	Έκτακτα αποτελέσματα Χ (1-συντελεστή φ.ε.)	0	0	0	0	0	0
	Καθαρό λειτουργικό αποτέλεσμα μετά φόρων	3.096	3.371	3.337	3.333	3.433	3.315
	Πλέον Αποσβέσεις χρήσεως	299	304	304	304	304	304
	Μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης	-2.458	-1.601	-1.393	-1.247	-833	-316
	Αύξηση λοιπών καθαρών στοιχείων ενεργητικού	0	0	0	0	0	0
(1)	Ταμειακές Ροές Λειτουργικής Δραστηριότητας	937	2.074	2.248	2.389	2.904	3.303
ΡΟΕΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ							
	Αγορά Παγίων Στοιχείων	-300	-300	-300	-300	-300	-300
	Επενδύσεις σε συμμετοχές	0	0	0	0	0	0
	Έσοδα συμμετοχών και χρεωγράφων	0	0	0	0	0	0
(2)	Ταμειακές Ροές Επενδυτικής Δραστηριότητας	-300	-300	-300	-300	-300	-300
ΡΟΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ							
	Αύξηση / (μείωση) Μακροχρόνιου Δανεισμού	0	0	0	0	0	0
	Έξοδα Τόκων	-800	-867	-934	-934	-934	-934
	Αύξηση / (μείωση) Βραχυχρόνιου Δανεισμού	0	0	0	0	0	0
	Διανεμόμενα κέρδη	-1.744	-820	-833	-800	-799	-834
(3)	Ταμειακές Ροές Χρηματοδοτικής Δραστηριότητας	-2.545	-1.687	-1.767	-1.734	-1.733	-1.768
(1)+(2)+(3)	Καθαρή Αύξηση/(Μείωση) Ταμειακής Ροής Έτους	-1.908	87	181	356	871	1.235
(1)+(2)	ΚΑΘΑΡΗ ΕΛΕΥΘΕΡΗ ΤΑΜΕΙΑΚΗ ΡΟΗ	637	1.774	1.948	2.089	2.604	3.003

ΠΑΡΑΔΟΧΕΣ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1.4.

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΠΑΡΑΔΟΧΕΣ

Επενδύσεις σε Πάγια

Ασώματες Ακίνητοποιήσεις	Μηδενικές (2008-2012)
Κτίρια-τεχνικά έργα	€ 50 χιλ. ετησίως (2008-2012)
Μηχανήματα	Μηδενικές (2008-2012)
Μεταφορικά Μέσα	Μηδενικές (2008-2012)
Έπιπλα & λοιπός εξοπλισμός	€ 250 χιλ. ετησίως (2008-2012)

Αποσβέσεις Παγίων

Ενσώματων ακινητοποιήσεων	Βάσει Π.Δ. 299/2003 (Κτίρια 20 έτη, Μηχανήματα 9 έτη, Μεταφορικά μέσα 7 έτη, Λοιπός εξοπλισμός 5 έτη)
Ασώματων ακινητοποιήσεων	Βάσει Ν. 2238/1994 (Λογισμικά προγράμματα 5 έτη)

Επενδύσεις σε Συμμετοχές

Συμμετοχές σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις	Μηδενικές επενδύσεις για όλα τα έτη
---	-------------------------------------

Αποθέματα

Εμπορικές Απαιτήσεις	Θα κυμανθούν σε 21,7%-22,9% περίπου του Ενεργητικού (2008-2012)
----------------------	---

Προκαταβολές & Λοιπές Απαιτήσεις	Θα κυμανθούν σε 42,8%-43,6% περίπου του Ενεργητικού (2008-2012)
----------------------------------	---

Χρηματικά Διαθέσιμα	Θα κυμανθούν σε 26,6%-28,0% περίπου του Ενεργητικού (2008-2012)
---------------------	---

Μετοχικό Κεφάλαιο	Θα κυμανθούν σε 0,6%-3,3% περίπου του Ενεργητικού (2008-2012)
-------------------	---

Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	Μετοχικό κεφάλαιο σταθερό όλα τα έτη (€ 3.392 χιλ.)
----------------------------	---

Ομολογιακά Δάνεια	Θα κυμανθούν μεταξύ 5,9% και 7,0% του Παθητικού (2008-2012)
-------------------	---

Τραπεζικές	Θα κυμανθούν μεταξύ 5,9% και 7,0% του Παθητικού (2008-2012)
------------	---

Λοιπές	Θα κυμανθούν μεταξύ 0,0% και 0,0% του Παθητικού (2008-2012)
--------	---

Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	Θα κυμανθούν μεταξύ 0,0% και 0,0% του Παθητικού (2008-2012)
----------------------------	---

Τραπεζικές	Θα κυμανθούν μεταξύ 66,2% και 74,1% του Παθητικού (2008-2012)
------------	---

Εμπορικές Υποχρεώσεις	Θα κυμανθούν μεταξύ 27,1% και 32,5% του Παθητικού (2008-2012)
-----------------------	---

Λοιπές	Θα κυμανθούν μεταξύ 34,0% και 35,8% του Παθητικού (2008-2012)
--------	---

Κύκλος Εργασιών	Θα κυμανθούν μεταξύ 0,7% και 0,8% του Παθητικού (2008-2012)
-----------------	---

Κόστος Πωλήσεων	Μέση ετήσια μεταβολή 16% [3,5% (2008), 3,5% (2009), 3,5% (2010), 3,0% (2011), 3,0% (2012)
-----------------	--

Μικτό Κέρδος	Θα κυμανθεί μεταξύ 91,9%-92,0% περίπου του Κύκλου Εργασιών (2008-2012)
--------------	--

Έξοδα Διοικητικής Λειτουργίας	Θα κυμανθεί μεταξύ 8,1%-8,0% περίπου του Κύκλου Εργασιών (2008-2012)
-------------------------------	--

Έξοδα Λειτουργίας Διαθέσεως	Θα κυμανθούν μεταξύ 1,2%-1,2% περίπου του Κύκλου Εργασιών (2008-2012)
-----------------------------	---

Κέρδη προ Φόρων	Θα κυμανθούν μεταξύ 3,5%-3,8% περίπου του Κύκλου Εργασιών (2008-2012)
-----------------	---

Φόρος Εισοδήματος	Θα κυμανθούν μεταξύ 2,3%-2,6% περίπου του Κύκλου Εργασιών (2008-2012)
-------------------	---

	Εφαρμογή φορολογικού συντελεστή 25% (2008-2012)
--	---

	ΜΕΓΕΘΗ 30/9/2006			(1)	(2)	(3)	(4)
	ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	ΠΩΛΗΣΕΙΣ	EBITDA	Χρημ/ριακή Αξία 30/9/2006	Δάνεια	Διαθέσιμα	Αξία Εταιρείας (1)+(2)-(3)
"Συγκρίσιμες" Εταιρείες							
LAVIPHARM A.E.	10.038	230.265	20.629	216.112	121.072	6.023	331.161
MEDICON HELLAS AE	17.208	18.243	4.732	23.318	16.853	633	39.538
Amplifon Group SpA	266.028	613.122	105.085	1.224.066	106.170	37.888	1.292.348
OPG Groep N.V.	511.218	2.281.042	147.277	393.676	160.175	13.471	540.380
Celesio AG	2.628.060	21.569.146	803.706	8.188.614	1.253.425	9.644	9.432.395
Alltracel Pharmaseuticals plc	23.378	20.055	813	2.739.222	2.537	1.375	2.740.383
Healthcare Enterprise Group PLC	33.007	18.791	-5.726	14.207	0	1.024	13.183
Selcuk Ecza Deposu Ticaret ve Sanayi AS	304.617	1.776.103	76.913	334.837	107.079	18.904	423.011
Andraee-Noris Zahn AG	289.345	3.369.686	41.926	387.520	228.760	36	616.244
Αποτιμώμενη Εταιρεία	6.966	121.866	8.024				

ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ			
Χρημ/ριακή Αξία προς Ίδια Κεφάλαια	Αξία Εταιρείας προς Ίδια Πωλήσεις	Αξία Εταιρείας προς EBITDA	
21.53	1,44	16,05	
1,36	2,17	8,36	
4,60	2,11	12,30	
0,77	0,24	3,67	
3,12	0,44	11,74	
117,17	136,65	3368,81	
0,43	0,70	-2,30	
1,10	0,24	5,50	
1,34	0,18	14,70	

Στάθμιση Δεικτών "Συγκρίσιμων Εταιρειών"	
LAVIPHARM A.E.	15%
MEDICON HELLAS AE	25%
Amplifon Group SpA	10%
OPG Groep N.V.	10%
Celesio AG	10%
Alltracel Pharmaseuticals plc	0%
Healthcare Enterprise Group PLC	10%
Selcuk Ecza Deposu Ticaret ve Sanayi AS	10%
Andraee-Noris Zahn AG	10%
Σύνολο	100%

ΣΤΑΘΜΙΣΜΕΝΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ			
Χρημ/ριακή Αξία προς Ίδια Κεφάλαια	Χρημ/ριακή Αξία προς Ίδια Πωλήσεις	Χρημ/ριακή Αξία προς EBITDA	
4,70	1,15	9,06	

Αναπροσαρμογές Δεικτών
Διαφορά μεγέθους εταιρειών
Μη εισηγμένης εταιρείας προς αποτίμηση
Μικρότερη σταθερότητα στη κερδοφορία
Διαφορά στη δυνατότητα ελέγχου των μετόχων

Ίδια Κεφάλαια		Πωλήσεις		EBITDA	
Ανότατη Αναπροσ.	Κατώτατη Αναπροσ.	Ανότατη Αναπροσ.	Κατώτατη Αναπροσ.	Ανότατη Αναπροσ.	Κατώτατη Αναπροσ.
0%	-20%	0%	-30%	0%	-20%
0%	-20%	0%	-30%	0%	-20%

ΑΝΑΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΟΙ ΣΤΑΘΜΙΣΜΕΝΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ					
Χρημ/ριακή Αξία προς Ίδια Κεφάλαια		Χρημ/ριακή Αξία προς Πωλήσεις		Χρημ/ριακή Αξία προς EBITDA	
Ανότατη Αναπροσ.	Κατώτατη Αναπροσ.	Ανότατη Αναπροσ.	Κατώτατη Αναπροσ.	Ανότατη Αναπροσ.	Κατώτατη Αναπροσ.
4,70	3,76	1,15	0,80	9,06	7,25

Συγκριτική Αποτίμηση Εταιρείας
Εφαρμογή Πολλαπλασίων Δεικτών

Στοιχεία ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

Βάσει Δείκτη "Χρημ/ριακή Αξία προς Ίδια Κεφάλαια"

Ίδια Κεφάλαια 30/6/07		Πωλήσεις 30/6/07		EBITDA 30/6/07	
Ανότατη Αναπροσ.	Κατώτατη Αναπροσ.	Ανότατη Αναπροσ.	Κατώτατη Αναπροσ.	Ανότατη Αναπροσ.	Κατώτατη Αναπροσ.
6.966		121.866		8.024	
32.765	26.212	139.904	97.933	72.675	58.140

Μείον Δανεισμός	-17.785	-17.785	-17.785	-17.785
Πλέον Διαθέσιμα	2.147	2.147	2.147	2.147
Αναπροσαρμογή Αξίας	-15.638	-15.638	-15.638	-15.638

Βάσει Δείκτη "Αξία Εταιρείας προς Πωλήσεις"

Βάσει Δείκτη "Αξία Εταιρείας προς EBITDA"

124.266	82.295
57.037	42.502

ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΝΑΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗΣ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΗΣ

ποσά σε χιλιάδες ευρώ

Μετοχικό κεφάλαιο	3.392
Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο	0
Τακτικό αποθεματικό & λοιπά αποθεματικά	582
Αποθεματικό εύλογης αξίας	0
Υπόλοιπο εις νέο	2.991

Λογιστική Καθαρή Θέση	6.966
------------------------------	--------------

Αναπροσαρμογές βάσει Παρατηρήσεων ΟΕΛ

Μη διενεργηθείσα πρόβλεψη υποτίμησης αξίας συμμετοχών	-71
Μη διενεργηθείσα πρόβλεψη αποζημίωσης προσωπικού	-65
Πρόσθετοι φόροι φορολογικού ελέγχου χρήσεως 2006	-161

-297

Αρχική Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση

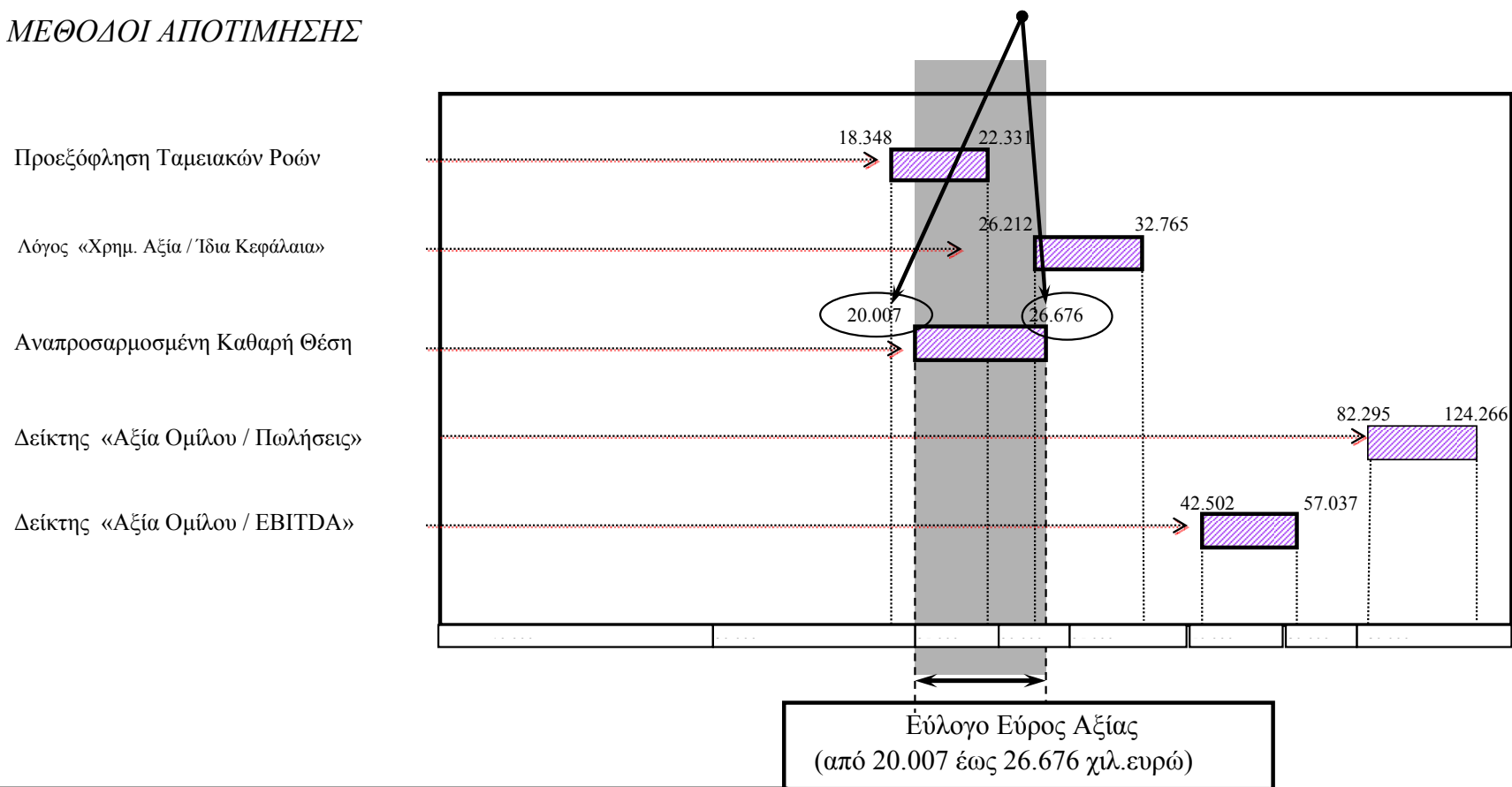
6.669

Προσαύξηση Αύλης Υπεραξίας

	<u>ελάχιστο</u>	<u>μέσο</u>	<u>μέγιστο</u>
Συντελεστές προσαύξησης	3,00	3,50	4,00
Εύλογο Εύρος Αξίας Εταιρείας			
- ελάχιστο	20.007		
- μέσο		23.341	
- μέγιστο			26.676

ΤΕΛΙΚΗ ΑΝΑΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΗ ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗαπό **20.007** έως **26.676**

ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ



Μελέτη Αποτίμησης της Εταιρείας Μ.ΠΑΝΟΥ-Θ.ΜΑΥΡΟΥΔΗΣ Α.Ε.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΣΥΓΚΕΡΑΣΜΟΥ "ΕΥΛΟΓΟ ΕΥΡΟΣ ΑΞΙΑΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ"**ΠΡΟΞΕΩΦΑΝΗΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ (ΚΠΑ)**

	Βασικό Σενάριο Διοίκησης		
	Ελάχιστο	Μέσο	Μέγιστο
Συνολική Καθαρή Παρούσα Αξία (ΚΠΑ)	18.348	20.201	22.331
Μέσο σημείο εύρους αξίας		20.340	
Απόλυτες αποκλίσεις (% εύρος)			
- προς ελάχιστο σημείο	10,85%		
- προς μέγιστο σημείο			9,79%

ΑΝΑΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΗ ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ

Ελάχιστο σημείο εύρους αξίας	20.007		
Μέγιστο σημείο εύρους αξίας			26.676
Μέσο σημείο εύρους αξίας		23.341	
Απόλυτες αποκλίσεις (% εύρος)			
- προς ελάχιστο σημείο	16,67%		
- προς μέγιστο σημείο			14,29%

ΔΕΙΚΤΗΣ "ΧΡΗΜ.ΑΞΙΑ / ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ"

Ελάχιστο σημείο εύρους αξίας	26.212		
Μέγιστο σημείο εύρους αξίας			32.765
Μέσο σημείο εύρους αξίας		29.489	
Απόλυτες αποκλίσεις (% εύρος)			
- προς ελάχιστο σημείο	12,50%		
- προς μέγιστο σημείο			11,11%

ΔΕΙΚΤΗΣ "ΑΞΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ / ΠΩΛΗΣΕΙΣ"

Ελάχιστο σημείο εύρους αξίας	82.295		
Μέγιστο σημείο εύρους αξίας			124.266
Μέσο σημείο εύρους αξίας		103.280	
Απόλυτες αποκλίσεις (% εύρος)			
- προς ελάχιστο σημείο	25,50%		
- προς μέγιστο σημείο			20,32%

ΔΕΙΚΤΗΣ "ΑΞΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ / ΕΒΙΤΔΑ"

Ελάχιστο σημείο εύρους αξίας	42.502		
Μέγιστο σημείο εύρους αξίας			57.037
Μέσο σημείο εύρους αξίας		49.770	
Απόλυτες αποκλίσεις (% εύρος)			
- προς ελάχιστο σημείο	17,10%		
- προς μέγιστο σημείο			14,60%

ΕΥΛΟΓΟ ΕΥΡΟΣ ΑΞΙΑΣ (ΣΥΓΚΕΡΑΣΜΟΣ)

Ελάχιστο σημείο εύλογου εύρους αξίας	20.007		
Μέγιστο σημείο εύλογου εύρους αξίας			26.676
Μέσο σημείο εύλογου εύρους αξίας		23.341	
Απόλυτες αποκλίσεις (% εύρος)			
- προς ελάχιστο εύλογο σημείο	16,67%		
- προς μέγιστο εύλογο σημείο			14,29%

Αριθμός μετοχών

4.240.000

Εύλογο εύρος αξίας μετοχής

4,72

5,51

6,29