

**ΟΡΚΩΤΟΙ ΕΛΕΓΚΤΕΣ ΛΟΓΙΣΤΕΣ: ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΚΑΣΙΜΑΤΗΣ
ΙΩΑΝΝΗΣ ΖΟΥΡΙΔΑΚΗΣ**

Αθήνα 28 Μαΐου 2004

**Προς
Το Διοικητικό Συμβούλιο της
ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΧΗΜΙΚΗΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ ΑΕ
ΒΙΠΑ Αυλώνος**

**ΕΚΘΕΣΗ
ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ
ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΧΗΜΙΚΗΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ
Της 31/12/03**

1. Εντολή και σκοπός της εργασίας

Η εργασία αυτή συντάχθηκε με βάση το από 1.4.2004 έγγραφο της Εταιρείας “ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΧΗΜΙΚΗΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ Α.Ε.”.

2.1 Σκοπός του έργου

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η εκτίμηση της εύλογης αγοραίας αξίας της εταιρείας “ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΧΗΜΙΚΗΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ Α.Ε, με ημερομηνία αναφοράς την 31.12.2003 και κατ’ επέκταση της αξιολόγησης του δίκαιου και λογικού της σχέσης ανταλλαγής των μετοχών της με αυτές της απορροφώσας εταιρείας “ΕΛΤΟΝ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΕΜΠΟΡΙΟΥ Α.Ε.Β.Ε.”

Ως «εύλογη αγοραία αξία» ορίζεται η τιμή στην οποία θα άλλαζαν κάτοχο οι μετοχές της Εταιρείας, μεταξύ ενός αγοραστή και ενός πωλητή, υπό την προϋπόθεση ότι και οι δύο έχουν ικανοποιητική γνώση των σχετικών στοιχείων και της κατάστασης της Εταιρείας και των συνθηκών που επικρατούν στην αγορά τη στιγμή της συναλλαγής.

3.Μεθοδολογίες αποτίμησης

Για την αποτίμηση της αξίας της Εταιρείας χρησιμοποιήσαμε τις ακόλουθες μεθόδους αποτίμησης:

3.1 Αναπροσαρμοσμένη καθαρή θέση βάσει παρατηρήσεων πιστοποιητικού ελέγχου

Η μέθοδος της αναπροσαρμοσμένης καθαρής θέσης είναι μια έμμεση μέθοδος αποτίμησης της αξίας της επιχείρησης. Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή η αξία της επιχείρησης είναι ίση με την Καθαρή Θέση της όπως εμφανίζεται στον Ισολογισμό κατά την ημερομηνία αποτίμησης, αφού προηγουμένως γίνουν λογιστικές διορθώσεις στα στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού με βάση τις παρατηρήσεις των πιστοποιητικών των Ορκωτών Ελεγκτών-Λογιστών.

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η μέθοδος αυτή είναι στατική, δηλαδή δεν λαμβάνει υπόψη την αξία που προσδίδουν στην εταιρεία άλλα στοιχεία πέραν αυτών που εμφανίζονται στις δημοσιευμένες καταστάσεις της, όπως η φήμη και η πελατεία της, οι ικανότητες της Διοίκησης καθώς και οι προοπτικές της Εταιρείας για πραγματοποίηση κερδών στο μέλλον. Για το λόγο αυτό, η συγκεκριμένη μέθοδος χρησιμοποιείται σε συνδυασμό με άλλες αναγνωρισμένες μεθόδους αποτίμησης.

3.2. Προεξόφληση ελεύθερων ταμειακών ροών

Η μέθοδος των Προεξοφλημένων Ελεύθερων Ταμειακών Ροών βασίζεται στην παραδοχή ότι η αξία μιας επιχείρησης προκύπτει από την προεξόφληση των μελλοντικών ταμειακών ροών που παράγει μέσω της καθημερινής και συνεχούς λειτουργίας της. Για την εφαρμογή της μεθόδου καταρτίζονται Ισολογισμοί, Καταστάσεις Αποτελεσμάτων Χρήσης και Καταστάσεις Ταμειακών Ροών με βάση τις προβλέψεις διαφόρων μεγεθών (π.χ. πωλήσεων, επενδύσεων κλπ) για την προσεχή πενταετία, όπως αυτές εκτιμήθηκαν από τους αρμόδιους της Εταιρείας.

Ανάλογα με τη λειτουργική δραστηριότητα, της προς αποτίμηση, Εταιρείας υπάρχουν κυρίως δύο προσεγγίσεις: προεξόφληση ελεύθερων ταμειακών ροών προς το σύνολο της Εταιρείας (Free Cash Flows to the Firm) ή προς τους μετόχους (Free Cash Flows to Equity). Ως ελεύθερες ταμειακές ροές προς την εταιρεία ορίζονται οι ροές που απομένουν αφού καλυφθούν οι ανάγκες σε κεφάλαια κίνησης, σε επενδύσεις, σε πάγιο εξοπλισμό καθώς και σε χρηματοοικονομικές επενδύσεις και συμμετοχές. Στην περίπτωση των ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους θα πρέπει να καλυφθούν επιπλέον των ανωτέρω οι τόκοι και η εξόφληση των δανείων της Εταιρείας.

Για τον υπολογισμό των ροών απαιτούνται επομένως επιμέρους αναλύσεις τόσο των εσόδων, εξόδων και των κεφαλαιουχικών επενδύσεων όσο και της κεφαλαιακής δομής και των αναγκών σε κεφάλαιο κίνησης της Εταιρείας.

Η ανάλυση εσόδων περιλαμβάνει πρόβλεψη εσόδων από τις πωλήσεις των προϊόντων της Εταιρείας. Σε αυτή την ανάλυση λαμβάνονται υπόψη οι εξελίξεις της αγοράς, οι συνθήκες ανταγωνισμού, οι μεταβολές του νομικού πλαισίου λειτουργίας τους κλπ.

Η ανάλυση κεφαλαιουχικών επενδύσεων περιλαμβάνει επί μέρους αναλύσεις του ελάχιστου απαιτούμενου κεφαλαίου κίνησης, των προϋπολογιζόμενων εξόδων για επενδύσεις κεφαλαίου κλπ.

Η ανάλυση κεφαλαιακής δομής περιλαμβάνει επί μέρους αναλύσεις της παρούσας δομής κεφαλαίου και του κόστους κεφαλαίου όπως καθορίζεται από το κόστος κάθε επιμέρους στοιχείου του κεφαλαίου (δάνεια, ίδια κεφάλαια κλπ) και από τους αντίστοιχους παράγοντες συστηματικού και μη συστηματικού κινδύνου.

Με βάση τα αποτελέσματα των παραπάνω αναλύσεων, διενεργείται πρόβλεψη των ελεύθερων ταμειακών ροών που προκύπτουν από τη λειτουργία της επιχείρησης για το χρονικό ορίζοντα που προκαθορίστηκε και οι οποίες προεξοφλούνται με το κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο. Το προεξοφλητικό αυτό επιτόκιο εκφράζει είτε το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίων της εταιρείας (Μ.Σ.Κ.Κ.) στην περίπτωση των ελεύθερων ταμειακών ροών προς το σύνολο της εταιρείας, είτε το κόστος των ιδίων κεφαλαίων στην περίπτωση των ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους.

Επιπρόσθετα, υπολογίζεται η παρούσα αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών που ακολουθούν μετά από το τέλος του χρονικού διαστήματος για το οποίο γίνονται οι προβλέψεις (υπολειμματική αξία). Η τελική αξία της Εταιρείας προκύπτει από την άθροιση των προεξοφλημένων ταμειακών ροών της περιόδου πρόβλεψης και της υπολειμματικής αξίας της Εταιρείας κατά την ημερομηνία αποτίμησης. Η αξία των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας προκύπτει εάν από την αξία της εταιρείας αφαιρεθεί η αγοραία αξία των υφιστάμενων δανείων της εταιρείας κατά την ημερομηνία αποτίμησης.

Ο υπολογισμός της υπολειμματικής αξίας περιλαμβάνει τον προσδιορισμό της ταμειακής ροής που παράγει η εταιρεία μετά το τέλος της περιόδου για την οποία γίνονται συγκεκριμένες προβλέψεις και μπορεί να υπολογιστεί με διάφορους τρόπους.

Ο καθορισμός του προεξοφλητικού επιτοκίου εξαρτάται από το εάν οι ταμειακές ροές που προεξοφλούνται είναι πριν την εξυπηρέτηση του καθαρού δανεισμού της εταιρείας, οπότε εφαρμόζεται το Μ.Σ.Κ.Κ. ή άλλως εφαρμόζεται η προεξόφληση με το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου.

Το κόστος μετοχικού κεφαλαίου εκφράζει την ελάχιστη απόδοση που θα απαιτούσε ένας επενδυτής προκειμένου να αποκτήσει μετοχές στην εταιρεία. Το κόστος αυτό εκτιμήθηκε με το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model ή «CAMP») βάσει της ακόλουθης σχέσης:

$$K_e = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f)$$

Όπου:

K_e : το κόστος μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρείας

R_f : η απόδοση μηδενικού (άνευ) κινδύνου

B : ο συντελεστής κινδύνου β (beta coefficient)

$R_m - R_f$: η προσαύξηση κίνδυνου κεφαλαιαγοράς

Η μέθοδος CAPM είναι από τις πιο διαδεδομένες και επιστημονικά τεκμηριωμένες μεθόδους υπολογισμού προεξοφλητικού επιτοκίου για την αποτίμηση επιχειρήσεων. Ειδικότερα, για την εκτίμηση του κόστους κεφαλαίου γίνονται ορισμένες παραδοχές σχετικά με τους παράγοντες κινδύνου και την αναμενόμενη απόδοση της επιχείρησης, οι οποίες περιγράφονται στη συνέχεια.

Απόδοση Άνευ Κινδύνου (R_f)

Ως απόδοση άνευ κινδύνου θεωρείται η ελάχιστη άνευ κινδύνου απόδοση την οποία θα απαιτούσε ένας λογικός επενδυτής από μία επένδυση σε ευρώ. Την απόδοση αυτή θεωρείται ότι προσφέρουν τα ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου (ΟΕΔ) διάρκειας αντίστοιχης με εκείνη της προς αποτίμηση επένδυσης.

Προκειμένου για μια μακροχρόνια επένδυση, όπως είναι η επένδυση σε μετοχές μιας μη εισηγμένης στο χρηματιστήριο Εταιρείας, συνήθως επιλέγεται το μετά φόρων σταθερό επιτόκιο έκδοσης του δεκατετούς ΟΕΔ. Κατά την ημερομηνία της εργασίας μας η απόδοση στη λήξη δεκαετούς ΟΕΔ λήξης 20/5/2014, ανερχόταν σε 4,50% προ φόρων και, λαμβάνοντας υπόψη συντελεστή φορολόγησης 10%, σε 4,05% μετά από φόρους.

Προσαύξηση Κινδύνου Κεφαλαιαγοράς (R_m)

Σύμφωνα με την οικονομική θεωρία, ένας επενδυτής που τοποθετεί τα κεφάλαιά του σε μετοχές μιας Εταιρείας μπορεί δικαιολογημένα να απαιτεί μια αυξημένη απόδοση σε σχέση με αυτή των ανωτέρω κρατικών ομολόγων ή άλλης επένδυσης μηδενικού κινδύνου, ως αποζημίωση για το υψηλότερο ρίσκο που αναλαμβάνει. Η ποσοτικοποίηση της διαφοράς αυτής είναι γνωστή ως προσαύξηση κινδύνου κεφαλαιαγοράς (R_m).

Η προσαύξηση κινδύνου κεφαλαιαγοράς εξαρτάται από πολλούς παράγοντες, ο σημαντικότερος εκ των οποίων σχετίζεται με τις αποδόσεις του συνόλου της κεφαλαιαγοράς και τη γενικότερη κατάσταση της οικονομίας.

Μελέτες που αναλύουν αντίστοιχες αγορές των ΗΠΑ, μεταξύ των οποίων και η μελέτη της Ibbotson Associates, χρησιμοποιώντας διαφορετικές μεθόδους συλλογής και ανάλυσης στατιστικών στοιχείων, καταλήγουν σε προσαύξηση κινδύνου η οποία κυμαίνεται μεταξύ 4% και 6%.

Βάσει των ανωτέρω και σταθμίζοντας τόσο τις ιδιαιτερότητες της Ελληνικής κεφαλαιαγοράς όσο και τις πρόσφατες οικονομικές εξελίξεις στις διεθνείς κεφαλαιαγορές, εκτιμούμε ότι η προσαύξηση του κινδύνου που αρμόζει στην φύση των προς αποτίμηση εταιρειών και τους σκοπούς της παρούσας έκθεσης ανέρχεται στο 5%.

Συντελεστής Κινδύνου β (beta coefficient)

Σε σχέση με την μέτρηση του κινδύνου που αναλαμβάνει ένας επενδυτής, τοποθετώντας τα κεφάλαιά του στις μετοχές μιας Εταιρείας, απαιτείται επιπλέον προσαρμογή στον υπολογισμό του κόστους κεφαλαίου η οποία εκφράζεται από τον συντελεστή βήτα (β).

Ο συντελεστής β ενσωματώνει στο κόστος μετοχικού κεφαλαίου παράγοντες κινδύνου που σχετίζονται με τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται μία εταιρεία.

Ειδικότερα, ο εν λόγω συντελεστής αποτελεί ένα στατιστικό μέτρο ποσοτικής απεικόνισης του κινδύνου μιας επένδυσης σε σχέση με την αγορά στο σύνολό της, καθώς υποδηλώνει την ευαισθησία της απόδοσης μιας συγκεκριμένης μετοχής στις διακυμάνσεις της αγοράς.

Συγκεκριμένα, συντελεστής β μεγαλύτερος της μονάδας (>1) αποτελεί ένδειξη ότι η επένδυση εμπεριέχει μεγαλύτερο κίνδυνο από ότι η αγορά στο σύνολό της, ενώ συντελεστής β μικρότερος της μονάδας (<1) το αντίθετο. Ο μέσος επενδυτής, τοποθετώντας τα κεφάλαιά του σε μετοχές μιας εταιρείας με υψηλότερο κίνδυνο ($\beta > 1$) αναμένει απόδοση μεγαλύτερη από την απόδοση μιας μετοχής με μικρότερο κίνδυνο ($\beta < 1$).

Η συνήθης μέθοδος εκτίμησης του συντελεστή β μιας μη εισηγμένης στο χρηματιστήριο Εταιρείας είναι η ανάλυση των αντίστοιχων συντελεστών που ισχύουν για συγκρίσιμες εταιρείες εισηγμένες σε κάποιο χρηματιστήριο.

Στην περίπτωση μας η εταιρεία είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο και ο συντελεστής προκύπτει από στοιχεία του δικτύου Essect.

Σύμφωνα με τα ανωτέρω, το ύψος των προεξοφλητικών επιτοκίων που εφαρμόστηκαν για την αποτίμηση κάθε μιας από τις εταιρείες υπολογίστηκαν ως εξής :

Απόδοση μηδενικού επιτοκίου (R_f)	4,05%
Προσαύξηση κινδύνου κεφαλαιαγοράς ($R_m - R_f$)	5,00%
Συντελεστής κινδύνου B (B)	0,45%
Προεξοφλητικό επιτόκιο (K_e)	8,55%

Παρούσα αξία στο Δινηκεές

Όπως προαναφέραμε η τελική αξία μιας επιχείρησης προσδιορίζεται από την ακόλουθη σχέση:

Αξία Επιχείρησης = Παρούσα Αξία Μελλοντικών Ταμειακών Ροών + Παρούσα Αξία στο δινηκεές (υπολειμματική αξία).

Η παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών μιας εταιρείας υπολογίζεται κατά την προεξόφληση των ταμειακών ροών μιας συγκεκριμένης χρονικής περιόδου για την οποία υπάρχουν συγκεκριμένες προβλέψεις. Η παρούσα αξία στο δινηκεές εκφράζει το ύψος του κεφαλαίου το οποίο ένας επενδυτής θα ήταν διατεθειμένος να επενδύσει σε μια εταιρεία, προκειμένου να απολαμβάνει το σύνολο των μελλοντικών ταμειακών ροών που θα προκύψουν μετά το πέρας της ανωτέρω περιόδου των προβλέψεων.

Ο προσδιορισμός των μελλοντικών αυτών εσόδων προϋποθέτει την εκτίμηση του ρυθμού ανάπτυξης μιας εταιρείας στο δινηκεές, λαμβάνοντας υπόψη τη δυναμική και τις προοπτικές της.

Για την περίοδο αυτή, οι αποσβέσεις, οι κεφαλαιουχικές δαπάνες και οι ανάγκες σε κεφάλαια κίνησης της εταιρείας αναπροσαρμόζονται έτσι ώστε να εκφράζουν τα αποτελέσματα που πραγματοποιεί μια εταιρεία σε κατάσταση ισορροπίας και ωρίμανσης των εργασιών της.

Οι ταμειακές ροές της περιόδου αυτής, ήτοι μετά το 2009, προεξοφλούνται χρησιμοποιώντας το ίδιο προεξοφλητικό επιτόκιο με αυτό που χρησιμοποιείται κατά την προεξόφληση των ταμειακών ροών της περιόδου των προβλέψεων,

προσαρμοσμένο ως προς τον συντελεστή ανάπτυξης της εταιρείας εις το διηνεκές. Η παραδοχή που έγινε για τον ονομαστικό ρυθμό ανάπτυξης των εταιρειών στο διηνεκές είναι 3%.

Με βάση την ανωτέρω μέθοδο προεξοφλητικών ταμειακών ροών προσδιορίζεται η αξία μιας εταιρείας. Ενδέχεται όμως από τις προς αποτίμηση εταιρείες μερικές να διαθέτουν περιουσιακά στοιχεία όπως χαρτοφυλάκια χρεογράφων, συμμετοχές σε ομοειδείς ή/ και σε άλλες εταιρείες, πλεονάζοντα πάγια ή/ και υποχρεώσεις, καθώς επίσης και σημαντικά επίπεδα διαθεσίμων ή/ και δανεισμού. Σε αυτές τις περιπτώσεις, η πραγματική αξία μιας εταιρείας προκύπτει βάσει της ακόλουθης σχέσης :

Παρούσα Αξία των Μελλοντικών Ταμειακών Ροών (περιόδου προβλέψεων)

+ Παρούσα Αξία στο Διηνεκές
= **Αξία Επιχείρησης**
+ Παρούσα Αξία Συμμετοχών
+ Πλεόνασμα Πάγια/ Υποχρεώσεις
+ Αγοραία Αξία Διαθεσίμων / Δανεισμού
= **Συνολική Αξία Επιχείρησης**

Επισημαίνεται ότι οι συμμετοχές της εταιρείας αποτιμώνται χωριστά με κάποια από τις μεθόδους ανάλογα με την περίπτωση και η αξία τους προστίθεται στην τελική αξία όπως έχει υπολογιστεί με την παραπάνω μέθοδο.

Ανάλυση Ευαισθησίας

Η αξία μιας εταιρείας όπως προκύπτει βάσει της μεθόδου προεξοφλημένων ελεύθερων ταμειακών ροών, πάντοτε εξετάζεται για την ευαισθησία των αποτελεσμάτων στα οποία καταλήγει ως προς τη μεταβολή βασικών παραδοχών που περιλαμβάνονται στο χρηματοοικονομικό μοντέλο. Οι μεταβλητές που εξετάζονται και τα περιθώρια μεταβολών τους εξαρτώνται από τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της, προς αποτίμηση, εταιρείας.

3.3 Κεφαλαιοποίηση μέσου όρου των πιθανών κερδών της προσεχούς πενταετίας

Στη μέθοδο αυτή κυριαρχεί η σκέψη ότι ο μέτοχος πρέπει να αποκομίσει από την επιχείρηση ετήσια κέρδη ίσα τουλάχιστον με το εισόδημα από τόκους που θα αποκόμιζε από τα κεφάλαια τα οποία θα διαθέσει για την αγορά της επιχειρήσεως. Γι' αυτό λοιπόν κεφαλαιοποιείται ο μέσος όρος των οργανικών κερδών που προβλέπεται να υπάρξουν στην επόμενη πενταετία με το τρέχον επιτόκιο τοποθετήσεως.

Από την εταιρεία μας δόθηκαν προϋπολογιστικά στοιχεία αποτελεσμάτων της προσεχούς πενταετίας τα οποία θεωρούμε ότι, σύμφωνα με τη δυναμικότητα της εταιρείας είναι πραγματοποιήσιμα.

4. Πηγές πληροφοριών

Για τη διενέργεια της αποτίμησης έχουμε λάβει υπόψη δεδομένα και πληροφορίες από τις ακόλουθες καταστάσεις/έντυπα, βάσεις δεδομένων και επαφές:

- Ελεγμένες από άλλες ελεγκτικές εταιρείες οικονομικές καταστάσεις των συγχωνευόμενων εταιρειών για τις χρήσεις 1999-2003
- Ισοζύγια Λογαριασμών των συγχωνευόμενων εταιρειών με ημερομηνία αναφοράς την 31.12.2003
- Καταστάσεις ετήσιων προβλέψεων της Διοικήσεως των εταιρειών σχετικά με τα κύρια οικονομικά τους μεγέθη της περιόδου 2004 έως 2008
- Πληροφορίες από στελέχη των συγχωνευόμενων εταιρειών

4.1. Περιορισμοί

Οι περιορισμοί που διέπουν την εργασία αποτίμησης της εταιρείας έχουν ως εξής:

- Η εργασία αποτίμησης στηρίχθηκε σε ορισμένες παραδοχές σε συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Με το πέρασμα του χρόνου είναι δυνατόν ορισμένοι παράγοντες, οι οποίοι επηρεάζουν κάποιες από τις παραδοχές αυτές, να μεταβληθούν ή να μην εκπληρωθούν στο μέλλον. Συνεπώς δεν πρέπει να δοθεί ο ίδιος βαθμός βαρύτητας που δίνεται σε περιπτώσεις ελεγμένων στοιχείων παρελθουσών χρήσεων.
- Βασική αρχή για την εργασία αποτίμησης μας είναι ότι οι εργασίες της εταιρείας θα συνεχιστούν απρόσκοπτα και στο απώτερο μέλλον (going concern principle).
- Η εταιρεία μας δεν έχει καμία ευθύνη ούτε και για την ακρίβεια των πληροφοριών που μας δόθηκαν και οι οποίες αποτέλεσαν τη βάση για την αποτίμηση της εταιρείας και των συνδεδεμένων εταιρειών με αυτή ούτε και τις συνέπειες που θα επιφέρει η μεταβολή των προαναφερθέντων παραγόντων.
- Η εργασία μας δεν αποτελεί διενέργεια ελέγχου των οικονομικών καταστάσεων των εταιριών και των συνδεδεμένων με αυτές και για το λόγο αυτό η παρούσα έκθεση δεν αποτελεί πιστοποιητικό ελέγχου και ούτε μπορεί να χρησιμοποιηθεί για το σκοπό αυτό.
- Η παρούσα μελέτη αποτίμησης θα χρησιμοποιηθεί αποκλειστικά για εσωτερική χρήση της Διοίκησης της εταιρείας καθώς και των κύριων μετόχων. Δεν πρέπει να διανεμηθεί ή να αναφερθεί ολόκληρη ή μέρος αυτής, για οποιαδήποτε άλλη χρήση χωρίς την προηγούμενη γραπτή συγκατάθεσή μας.

5. Ιστορικό

Η ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΧΗΜΙΚΗΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ, προήλθε από την εταιρεία ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ ΧΗΜΙΚΑ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ η οποία λειτουργούσε από το 1968 με την παραπάνω νομική μορφή και αυτή προήλθε με την σειρά της από μετατροπή προϋφιστάμενης ομόρρυθμης εταιρείας που έφερε την επωνυμία «Ι. ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ Ο.Ε.» και η οποία ιδρύθηκε το 1957.

Η ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΧΗΜΙΚΗΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ είναι η παλαιότερη και μία από τις μεγαλύτερες εταιρείες στον κλάδο με ετήσιο κύκλο εργασιών 22.000.000 περίπου ευρώ.

Η εταιρεία διαθέτει υποκατάστημα στην περιοχή της Θεσσαλονίκης (Νεοχωρούδα) το οποίο εξυπηρετεί την αγορά της Βορείου Ελλάδος, είναι ιδιοκτήτρια του οικοπέδου (26.121 τ.μ.) και του κτιρίου αποθηκών – γραφείων (3.962,87 τ.μ.) όπου στεγάζεται το υποκατάστημα στη Νεοχωρούδα, καθώς και του 5^{ου} ορόφου γραφείων της επί της οδού Κουμουνδούρου (163 τ.μ.) Στο τέλος του 2002 μεταφέρθηκαν σε ιδιόκτητες εγκαταστάσεις στη ΒΙΠΑ Αυλώνας Αττικής συνολικής έκτασης 28.400 τ.μ με αποθήκες 5.548,5 τ.μ. και στις αρχές του 2003 μεταφέρθηκαν και τα γραφεία της εταιρείας (900 τ.μ.).

6. Αντικείμενο Δραστηριότητας

Η Εταιρεία καλύπτει τις ανάγκες σε χημικά προϊόντα ενός ευρύτατου φάσματος της βιομηχανικής παραγωγής. Οι βασικές κατηγορίες των προϊόντων που εμπορεύεται η εταιρεία . ανά κλάδο βιομηχανίας αφορούν:

- Κλωστοϋφαντουργία – Βαφεία και Φινιριστήρια
- Επεξεργασία νερού και Λυμάτων
- Λιπάσματα _ Προϊόντα Φυτοπροστασίας – Γεωργικά εφόδια
- Βυρσοδεψία
- Διυλιστήρια
- Επεξεργασία Μετάλλων
- Χημικά Αντιδραστήρια
- Απορρυπαντικά – Καθαριστικά – Απολυμαντικά
- Πλαστικά Ελαιοχρώματα Βερνίκια
- Τρόφιμα και Ποτά
- Φαρμακοβιομηχανία και Καλλυντικά.

7. Συμμετοχές

Η ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΧΗΜΙΚΗΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ στα πλαίσια ενδυνάμωσης του τμήματος αγροχημικών (λιπάσματα, προϊόντα φυτοπροστασίας, γεωργικά εφόδια κ.α.) συμμετέχει στο μετοχικό κεφάλαιο των εταιρειών:

α) ΕΥΡΩΦΑΡΜ-Γεωργικά Φάρμακα Α.Ε.

Έτος ίδρυσης	: 1993
Έδρα	: Αλεξάνδρεια Ημαθίας
Μετοχικό Κεφάλαιο	: 945.000 Ευρώ
Ονομαστική Αξία Μετοχής	: 3 Ευρώ
Ποσοστό συμμετοχής	: 15,6% έμμεση συμμετοχή (ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΧΗΜΙΚΗΣ ΒΙΟΜ. ΑΕ 30%)

Η ΕΥΡΩΦΑΡΜ Γεωργικά Φάρμακα Α.Ε. ιδρύθηκε με στόχο την ολοκληρωμένη παρέμβαση στην εμπορία και διακίνηση γεωργικών εφοδίων και τη γενικότερη παροχή συμβουλευτικών υπηρεσιών σε γεωργούς και καταστήματα λιανικής.

β) ΑΓΚΡΙΠΛΑΣ ΕΠΕ

Έτος ίδρυσης : 1997
Έδρα : ΒΙΠΑ ΑΥΛΩΝΑ ΑΤΤΙΚΗΣ, ΘΕΣΗ ΝΤΡΑΣΕΖΑ
Μετοχικό Κεφάλαιο : 17.608,22 €
Εταίροι : Φαρίδης Γρηγόρης (33,33%),
ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ ΠΡ.ΧΗΜ. ΒΙΟΜ/ΝΙΑΣ ΑΕ. (66,67%)

Η ΑΓΚΡΙΠΛΑΣ ΕΠΕ δραστηριοποιείται στον τομέα γεωργικών φαρμάκων, λιπασμάτων, σπόρων και γεωργικών εφοδίων. Η εταιρεία έχει δημιουργήσει σε συνεργασία με αξιόπιστους προμηθευτές πρώτων υλών, και συνεχώς επεκτείνει δικιά της σειρά γεωργικών φαρμάκων που διαθέτει στην ελληνική αγορά.

8. Εφαρμογή και αποτελέσματα μεθόδων αποτίμησης

8.1. Αναπροσαρμοσμένη καθαρή θέση βάσει παρατηρήσεων πιστοποιητικού ελέγχου

Η αποτίμηση της ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΧΗΜΙΚΗΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ με την παραπάνω μέθοδο διενεργήθηκε με βάση τις τελευταίες ελεγμένες από άλλους αναγνωρισμένους ελεγκτές δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις της 31.12.2003 στα πιστοποιητικά ελέγχου των οποίων στηριχθήκαμε για να προσδιορίσουμε τη καθαρή θέση. Σύμφωνα λοιπόν με τον τελευταίο δημοσιευμένο ισολογισμό της προαναφερθείσας ημερομηνίας, η αξία των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας ανέρχεται σε ευρώ 8.876.011,27. Με βάση τις παρατηρήσεις του Ορκωτού Ελεγκτή-Λογιστή προκύπτουν οι παρακάτω αναπροσαρμογές στα στοιχεία του Ενεργητικού και του Παθητικού και κατά συνέπεια στην αξία των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας.

- Μείωση της αξίας των συμμετοχών σε λοιπές επιχειρήσεις που δεν είναι εισηγμένες στο Χ.Α. κατά ευρώ 498.000,00 περίπου διότι η αποτίμηση αυτών της 31.12.2003 έγινε στην αξία κτήσεως τους και όχι όπως προβλέπεται από τον νόμο 2190/1920 (άρθρο 43 παρ. 6β) βάσει της αξίας των τελευταίων δημοσιευμένων ισολογισμών.
- Μείωση των απαιτήσεων κατά ευρώ 76.163,67 που αφορά μη σχηματισθείσα επί πλέον πρόβλεψη επισφαλών απαιτήσεων.
- Αύξηση των προβλέψεων για κινδύνους και έξοδα κατά ευρώ 165.000,00 περίπου που αντιστοιχεί στη μη σχηματισθείσα από την εταιρία πρόβλεψη για

αποζημίωση του προσωπικού της, λόγω εξόδου του από την υπηρεσία για συνταξιοδότηση.

- Αύξηση των υποχρεώσεων κατά ευρώ 314.000,00 περίπου που ενδέχεται να προκύψουν στο μέλλον από φορολογικούς ελέγχους (ευρώ 226.000,00) και από επίδικη απαίτηση ασφαλιστικού ταμείου (ευρώ 88.000,00).

Βάσει των ανωτέρω η αναπροσαρμοσμένη καθαρή θέση της εταιρείας την 31.12.2003 προσδιορίζεται στο ποσό των ευρώ 7.822.847,60.

8.2. Προεξόφληση ελεύθερων ταμειακών ροών

Η μέθοδος αυτή θεωρείται διεθνώς η πιο αποδεκτή και ενδεδειγμένη μέθοδος αποτίμησης εταιρειών, καθώς λαμβάνει υπόψη τη δυνατότητα μίας επιχείρησης να δημιουργεί κέρδη – ταμειακές ροές για τους μετόχους της. Για τον προσδιορισμό της αξίας της ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΧΗΜΙΚΗΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ βάσει της μεθόδου αυτής ετοιμάστηκε ένα χρηματοοικονομικό μοντέλο πρόβλεψης των κύριων οικονομικών μεγεθών της Εταιρείας για την περίοδο 2004 – 2008. Η ανάπτυξη του μοντέλου αυτού έγινε βάσει των παραδοχών της Διοίκησης της εταιρείας και κάποιων αναπροσαρμογών που κρίναμε σκόπιμες, λαμβάνοντας υπόψη τα ιστορικά οικονομικά στοιχεία της εταιρείας, τα προβλεπόμενα στοιχεία για το μέλλον καθώς και την αναμενόμενη εξέλιξη του κλάδου μέσα στον οποίο δραστηριοποιείται.

Ο σπουδαιότερος παράγοντας που επηρεάζει την αξία μιας εταιρείας είναι η ικανότητα της να αποφέρει κέρδη με την μορφή «ελεύθερων ταμειακών ροών» που μπορούν να διατεθούν στους ιδιοκτήτες της εταιρείας, αφού ληφθούν υπόψη οι ανάγκες για τη λειτουργία και ανάπτυξή της.

Καθαρά κέρδη χρήσεως

Συν:

Έξοδα που δεν αντιστοιχούν σε χρηματικές ροές (π.χ. αποσβέσεις)

Αύξηση τραπεζικών υποχρεώσεων

Μείον:

Απαιτούμενη αύξηση κεφαλαίου κίνησης

Απαιτούμενες δαπάνες κεφαλαιουχικών επενδύσεων

Ισον:

Ελεύθερη ταμειακή ροή στους μετόχους

Εφόσον η μερισματική πολιτική της εταιρείας είναι ορθολογική, ο παραπάνω ορισμός ταυτίζεται με τα μερίσματα που μπορούν να διανεμηθούν στους μετόχους.

Για τον προσδιορισμό της Αξίας της Εταιρείας με βάση τη μέθοδο αυτή αναπτύξαμε τρία σενάρια, το Βασικό Σενάριο, το Απαισιόδοξο ή Συντηρητικό Σενάριο και το Αισιόδοξο Σενάριο. Το Βασικό Σενάριο στηρίχθηκε σε έγγραφες προβλέψεις της Διοίκησης πάνω στις οποίες έγιναν ορισμένες αναπροσαρμογές που θεωρήσαμε αναγκαίες. Στα υπόλοιπα σενάρια χρησιμοποιήσαμε είτε πιο

αισιόδοξες, είτε πιο απαισιόδοξες παραδοχές όσον αφορά στις προβλέψεις των εσόδων και αντίστοιχων εξόδων.

8.2.1 Ταμειακές ροές

Η πρόβλεψη των ταμειακών ροών έγινε έπειτα από μία ολοκληρωμένη πρόβλεψη ισολογισμών και καταστάσεων αποτελεσμάτων χρήσεως, για κάθε ένα από τα έτη της 5ετίας 2004-2008, έτσι ώστε να αξιολογηθούν σωστά οι σχέσεις μεταξύ των ταμειακών ροών και των μεγεθών των προβλεπομένων οικονομικών καταστάσεων.

Ο προβλεπόμενος κύκλος εργασιών για το βασικό σενάριο υπολογίστηκε βάσει της αναμενόμενης αύξησης του ΑΕΠ (Ακαθάριστο Εθνικό Προϊόν) το οποίο αναμένεται να διαμορφωθεί σε 4% περίπου (σε τρέχουσες τιμές) για το 2004 και να ανέλθει σε 6% μέχρι το 2008 (σύμφωνα με τις προβλέψεις της Ελληνικής Κυβέρνησης), της αναμενόμενης διαμόρφωσης του πληθωρισμού καθώς και της εκτιμώμενης αύξησης του κύκλου εργασιών της Εταιρείας που προβλέπεται να επέλθει την επόμενη 5ετία, από τις επενδύσεις των προηγούμενων ετών λαμβανομένου υπόψη και του συντελεστή αύξησης της προηγούμενης 5ετίας.

Τα έξοδα Διοίκησης και Διάθεσης για το βασικό σενάριο υπολογίστηκαν βάσει των προβλέψεων της Εταιρείας, οι οποίες στηρίζονται κυρίως σε ένα σταθερό ποσοστό επί των πωλησεών της.

Περαιτέρω πληροφορίες για την μέθοδο που εφαρμόστηκε για την ανάλυση των προβλεπόμενων χρηματοοικονομικών μεγεθών της ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΧΗΜΙΚΗΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ παρατίθενται στο βιβλίο «VALUATION Measuring and Managing the Value of Companies» των Tom Copeland, Tim Koller και Jack Murrin καθώς και στο βιβλίο «Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων» του καθηγητή του Πανεπιστημίου Πειραιώς κ. Ανδρέα Νικολάου.

Για το Αισιόδοξο σενάριο χρησιμοποιήθηκαν οι εξής παραδοχές:

- Αυξημένες Πωλήσεις και Κόστος Πωληθέντων κατά 5% σε σχέση με το βασικό σενάριο
- Αυξημένες Απαιτήσεις και Λοιπές Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις ως σταθερό ποσοστό του εκάστοτε διαμορφούμενου κύκλου εργασιών και κόστους πωληθέντων αντίστοιχα
- Σταθερά έξοδα Διοίκησης και Διάθεσης σε σχέση με το σενάριο βάσης

Για το Συντηρητικό σενάριο χρησιμοποιήθηκαν οι εξής παραδοχές:

- Μειωμένες Πωλήσεις και Κόστος Πωληθέντων κατά 5% σε σχέση με το βασικό σενάριο
- Μειωμένες Απαιτήσεις και Λοιπές Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις ως σταθερό ποσοστό του εκάστοτε διαμορφούμενου κύκλου εργασιών και κόστους πωληθέντων αντίστοιχα
- Αναλογικά μειωμένα (5%) έξοδα Διοίκησης και Διάθεσης σε σχέση με το βασικό σενάριο και τα οποία προσαρμόστηκαν (αυξήθηκαν) με ένα ποσοστό σταθερών εξόδων

Παραδοχές Προβλέψεων κύκλου εργασιών και μικτού κέρδους

Ο κύκλος εργασιών της Εταιρείας εκτιμάται ότι θα επηρεαστεί θετικά από την χρήση 2004 και έπειτα λόγω της διατήρησης και ενδυνάμωσης της θέσης της εταιρείας στις αγορές στις οποίες δραστηριοποιείται σε συνάρτηση με την εμπορία νέων προϊόντων υψηλότερου περιθωρίου κέρδους.

Το κόστος πωληθέντων εκτιμάται ότι θα αυξάνεται με μειούμενο ρυθμό εν σχέσει με τις πωλήσεις λόγω της αύξησης του περιθωρίου Μικτού Κέρδους.

Έτσι, το μικτό κέρδος με βάση τα παραπάνω υπολογίζεται ως εξής:

	<u>2003</u>	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>	<u>2008</u>
<u>Περιθώριο Μικτού</u>						
<u>Κέρδους</u>	<u>17,39</u>	<u>17,84</u>	<u>19,80</u>	<u>21,51</u>	<u>22,41</u>	<u>23,90</u>
<u>Μικτό Κέρδος (σε</u>						
<u>εκατ. €)</u>	<u>3.817</u>	<u>4.050</u>	<u>4.850</u>	<u>5.700</u>	<u>6.500</u>	<u>7.600</u>

Παραδοχές Προβλέψεων Εξόδων Διοίκησης και Διάθεσης

Τα έξοδα Διοίκησης και Διάθεσης (προ αποσβέσεων) στη χρήση 2003 ανέρχονται σε 13,23% του κύκλου εργασιών. Η σχέση αυτή λήφθηκε υπόψη στη διαμόρφωση των εξόδων της επόμενης 5ετίας, το δε ποσοστό βαίνει μειούμενο λόγω του ότι, η αύξηση του κύκλου εργασιών δεν επηρεάζει τα σταθερά έξοδα της εταιρείας όπως φαίνεται κατωτέρω:

	<u>2003</u>	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>	<u>2008</u>
<u>Ποσοστό συμμετοχής στον</u>						
<u>Κύκλο Εργασιών</u>	<u>13,23</u>	<u>12,72</u>	<u>11,02</u>	<u>9,43</u>	<u>8,33</u>	<u>8,50</u>
<u>Σύνολο εξόδων Διοίκησης</u>						
<u>& Διάθεσης σε εκατ. €</u>	<u>2.904</u>	<u>2.900</u>	<u>2.700</u>	<u>2.500</u>	<u>2.417</u>	<u>2.703</u>

Παραδοχές Εκτίμησης Κεφαλαίου Κίνησης

Για την εκτίμηση του κεφαλαίου κίνησης (εξαιρουμένων των βραχυπρόθεσμων τραπεζικών υποχρεώσεων) χρησιμοποιήθηκαν οι αριθμοδείκτες:

Απαιτήσεις/Κύκλος εργασιών ήτοι 47,9%

Βραχ/σμες υποχρεώσεις (χωρίς τραπεζικό δανεισμό, μερίσματα κλπ)/ Κόστος πωληθέντων ήτοι 25,7%

Για το συντηρητικό και αισιόδοξο σενάριο οι προαναφερθέντες αριθμοδείκτες διατηρήθηκαν σταθεροί.

Αναμενόμενες επενδύσεις

Η ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΧΗΜΙΚΗΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ ΑΕ, σύμφωνα με σχετικές έγγραφες διαβεβαιώσεις της, θα επενδύσει περίπου Ευρώ 1.000.000,00,

κατά τις χρήσεις 2004 έως 2008 σε εξοπλισμό για την αναβάθμιση και τον εκσυγχρονισμό της επιχείρησης.

Άλλες Παραδοχές

- Οι Αποσβέσεις υπολογίσθηκαν με τους ίδιους συντελεστές της χρήσης 2003 προσαυξημένες με τις αποσβέσεις των προσθηκών και μειούμενες με τις αποσβέσεις των ολοσχερώς αποσβεσθέντων εξόδων εγκατάστασης
- Ο συντελεστής φόρου εισοδήματος ανέρχεται σε 35%
- Το επιτόκιο δανεισμού προσδιορίστηκε από τον αριθμοδείκτη Χρεωστικοί τόκοι/Υπόλοιπο τραπεζών του έτους βάσης 2003, ήτοι 4,25%.

Μετά τα ανωτέρω παραθέτουμε στη συνέχεια την εξέλιξη των ταμειακών ροών της εταιρείας όπως αυτές διαμορφώθηκαν από τις οικονομικές καταστάσεις (ισολογισμοί και αποτελέσματα χρήσεως) για το διάστημα 2004 έως 2008 και για τα τρία σενάρια ήτοι βασικό , συντηρητικό, αισιόδοξο.

1.ΒΑΣΙΚΟ ΣΕΝΑΡΙΟ

ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΧΗΜΙΚΗΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ ΑΕ

Ισολογισμοί**ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ****ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ****ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ**

Ενσώματες ακινητοποιήσεις

Συμμετοχές και άλλες μακροπρόθεσμες

Χρηματοοικονομικές απαιτήσεις

ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ

Αποθέματα

Απαιτήσεις

Διαθέσιμα

Σύνολο κυκλοφορούντος Ενεργητικού**ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ****ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ****ΠΑΘΗΤΙΚΟ****Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις**

Υποχρεώσεις από φόρους & τέλη

Τράπεζες

Λοιπές Υποχρεώσεις

Προβλέψεις

Μεταβατικοί λογαριασμοί Παθητικού

Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις

ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ**ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ****ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ**

Κεφάλαιο (μετοχικό)

Αποθεματικά κεφάλαια

Καθαρά κέρδη χρήσεως εις νέο

Σύνολο ιδίων κεφαλαίων**χρ. 2003****χρ. 2004****χρ. 2005****χρ. 2006****χρ. 2007****χρ. 2008**

203 585,00

101 585,00

28 585,00

0,00

0,00

0,00

4 860 058,36

4 730 058,36

4 590 058,36

4 440 058,36

4 280 058,36

4 110 058,36

976 860,30

976 860,30

976 860,30

976 860,30

976 860,30

976 860,30

3 829 426,58

3 859 000,00

4 165 000,00

4 505 000,00

4 930 000,00

5 406 000,00

10 051 336,89

9 761 000,71

10 535 045,97

11 395 006,02

12 470 033,15

13 674 000,00

170 417,570,000,000,000,00585 000,0014 051 181,0413 620 000,7114 700 045,9715 900 006,0217 400 033,1519 665 000,009 508,629 508,629 508,629 508,629 508,629 508,62**20 101 193,32****19 438 012,99****20 305 058,25****21 326 433,30****22 666 460,43****24 761 427,28**

384 483,34

172 217,50

537 465,25

939 471,75

1 281 248,68

1 585 365,25

5 587 361,11

5 378 000,00

4 800 000,00

3 290 000,00

1 535 000,00

0,00

4 310 850,39

4 084 859,15

4 166 506,91

4 551 142,21

4 924 930,59

5 306 531,12

583 836,33

583 836,33

583 836,33

583 836,33

583 836,33

583 836,33

23 256,24

23 256,24

23 256,24

23 256,24

23 256,24

23 256,24

335 394,640,000,000,000,000,0011 225 182,0510 242 169,2210 111 064,739 387 706,538 348 271,847 498 988,94**8 876 011,27****9 195 843,77****10 193 993,52****11 938 726,77****14 318 188,60****17 262 438,35**

8 691 357,36

8 691 357,36

8 691 357,36

8 691 357,36

8 691 357,36

8 691 357,36

71 516,52

184 653,91

504 486,41

1 502 636,16

3 247 369,41

5 626 831,24

113 137,39319 832,50998 149,751 744 733,252 379 461,832 944 249,75**8 876 011,27****9 195 843,77****10 193 993,52****11 938 726,77****14 318 188,60****17 262 438,35**

ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΧΗΜΙΚΗΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ ΑΕ

Αποτελέσματα χρήσης

	<u>χρ. 2003</u>	<u>χρ. 2004</u>	<u>χρ. 2005</u>	<u>χρ. 2006</u>	<u>χρ. 2007</u>	<u>χρ. 2008</u>
Κύκλος εργασιών	21 953 209,48	22 700 000,00	24 500 000,00	26 500 000,00	29 000 000,00	31 800 000,00
% μεταβολής	-6,27	3,40	7,93	8,16	9,43	9,66
Μείον: Κόστος πωλήσεων	18 136 174,25	18 650 000,00	19 650 000,00	20 800 000,00	22 500 000,00	24 200 000,00
Μικτά αποτ/τα (κέρδη) εκμ/σης	3 817 035,23	4 050 000,00	4 850 000,00	5 700 000,00	6 500 000,00	7 600 000,00
% επί των πωλήσεων	17,39	17,84	19,80	21,51	22,41	23,90
Πλέον: Άλλα έσοδα εκμ/σης	2 615,00	2 615,00	2 615,00	2 615,00	2 615,00	2 615,00
ΜΕΙΟΝ:						
Έξοδα διοικ. λειτουργίας & λειτουργείας διαθέσεως	2 903 831,32	2 900 000,00	2 700 000,00	2 500 000,00	2 416 667,00	2 703 000,00
ΚΠΦΤΑ	915 818,91	1 152 615,00	2 152 615,00	3 202 615,00	4 085 948,00	4 899 615,00
% επί των πωλήσεων	4,17	5,08	8,79	12,09	14,09	15,41
Αποσβέσεις	394 470,58	432 000,00	413 000,00	378 585,00	360 000,00	370 000,00
ΚΠΦΤ	521 348,33	720 615,00	1 739 615,00	2 824 030,00	3 725 948,00	4 529 615,00
% επί των πωλήσεων	2,37	3,17	7,10	10,66	12,85	14,24
Τόκοι Συμμετοχές & Έκτακτα	324 930,30	228 565,00	204 000,00	139 825,00	65 237,50	0,00
ΚΠΦ	196 418,03	492 050,00	1 535 615,00	2 684 205,00	3 660 710,50	4 529 615,00
% επί των πωλήσεων	0,89	2,17	6,27	10,13	12,62	14,24
Φόρος εισοδήματος	83 280,64	172 217,50	537 465,25	939 471,75	1 281 248,68	1 585 365,25
Καθαρά Κέρδη	113 137,39	319 832,50	998 149,75	1 744 733,25	2 379 461,83	2 944 249,75
% επί των πωλήσεων	0,52	1,41	4,07	6,58	8,21	9,26

ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΧΗΜΙΚΗΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ ΑΕ

Ταμειακές ροές	<u>χρ. 2003</u>	<u>χρ. 2004</u>	<u>χρ. 2005</u>	<u>χρ. 2006</u>	<u>χρ. 2007</u>	<u>χρ. 2008</u>
ΚΠΤΦ	521 348,33	720 615,00	1 739 615,00	2 824 030,00	3 725 948,00	4 529 615,00
% μεταβολής	-74,30	38,22	141,41	62,34	31,94	21,57
Πλέον : Αποσβέσεις	394 470,58	432 000,00	413 000,00	378 585,00	360 000,00	370 000,00
(Αύξηση) / Μείωση σε Κεφάλαιο Κίνησης	-557 500,21	34 771,52	-998 397,50	-815 324,75	-1 126 238,75	-1 298 366,32
Λειτουργικές ταμειακές ροές	358 318,70	1 187 386,52	1 154 217,50	2 387 290,25	2 959 709,25	3 601 248,68
% μεταβολής		231,38	-2,79	106,83	23,98	21,68
Έκτακτα έσοδα	20 118,17	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Πλέον: Προβλέψεις έτους	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Επενδύσεις	-1 807 523,30	-200 000,00	-200 000,00	-200 000,00	-200 000,00	-200 000,00
Φόρος	-16 399,41	-384 483,34	-172 217,50	-537 465,25	-939 471,75	-1 281 248,68
Ελεύθερες ταμειακές ροές	-1 445 485,84	602 903,18	782 000,00	1 649 825,00	1 820 237,50	2 120 000,01
% μεταβολής		-141,71	29,71	110,98	10,33	16,47
Πλήρωμή μερίσματος	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Είςπρ.αύξησης Μετοχ.κεφαλαίου	1 999 200,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Υπόλοιπο προηγούμενου έτους	-5 310 332,80	-5 416 943,54	-5 378 000,00	-4 800 000,00	-3 290 000,00	-1 535 000,00
Υπόλοιπο έτους προ τόκων	-4 756 618,64	-4 814 040,36	-4 596 000,00	-3 150 175,00	-1 469 762,50	585 000,01
Μεταβολή σε μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	-335 394,60	-335 394,64	0,00	0,00	0,00	0,00
Τόκοι & συμμετοχές	-324 930,30	-228 565,00	-204 000,00	-139 825,00	-65 237,50	0,00
Τελικό Υπόλοιπο	-5 416 943,54	-5 378 000,00	-4 800 000,00	-3 290 000,00	-1 535 000,00	585 000,01

2. ΣΥΝΤΗΡΗΤΙΚΟ ΣΕΝΑΡΙΟ

ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΧΗΜΙΚΗΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ ΑΕ

Ισολογισμοί**ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ****ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ****χρ. 2003****χρ. 2004****χρ. 2005****χρ. 2006****χρ. 2007****χρ. 2008**

203 585,00

101 585,00

28 585,00

0,00

0,00

0,00

ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ

Ενσώματες ακινητοποιήσεις

4 860 058,36

4 730 058,36

4 590 058,36

4 440 058,36

4 280 058,36

4 110 058,36

Συμμετοχές και άλλες μακροπρόθεσμες

Χρηματοοικονομικές απαιτήσεις

976 860,30

976 860,30

976 860,30

976 860,30

976 860,30

976 860,30

ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ

Αποθέματα

3 829 426,58

3 666 050,00

3 956 750,00

4 279 750,00

4 683 500,00

5 135 700,00

Απαιτήσεις

10 051 336,89

9 272 950,00

10 008 250,00

10 825 250,00

11 846 500,00

12 990 300,00

Διαθέσιμα

170 417,570,000,000,000,00215 645,26**Σύνολο κυκλοφορούντος Ενεργητικού**14 051 181,0412 939 000,0013 965 000,0015 105 000,0016 530 000,0018 341 645,26**ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ**9 508,629 508,629 508,629 508,629 508,629 508,62**ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ****20 101 193,32****18 757 012,28****19 570 012,28****20 531 427,28****21 796 427,28****23 438 072,54****ΠΑΘΗΤΙΚΟ****Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις**

Υποχρεώσεις από φόρους & τέλη

384 483,34

105 596,75

458 168,38

839 944,88

1 165 044,30

1 452 365,25

Τράπεζες

5 587 361,11

5 092 000,00

4 425 000,00

3 275 000,00

1 700 000,00

0,00

Λοιπές Υποχρεώσεις

4 310 850,39

3 880 203,44

4 156 747,69

4 326 488,57

4 677 735,44

5 034 810,00

Προβλέψεις

583 836,33

583 836,33

583 836,33

583 836,33

583 836,33

583 836,33

Μεταβατικοί λογαριασμοί Παθητικού

23 256,24

23 256,24

23 256,24

23 256,24

23 256,24

23 256,24

Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις

335 394,640,000,000,000,000,00

ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ

11 225 182,059 684 892,769 647 008,649 048 526,028 149 872,317 094 267,82**ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ****8 876 011,27****9 072 119,52****9 923 003,65****11 482 901,27****13 646 554,97****16 343 804,72****ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ**

Κεφάλαιο (μετοχικό)

8 691 357,36

8 691 357,36

8 691 357,36

8 691 357,36

8 691 357,36

8 691 357,36

Αποθεματικά κεφάλαια

71 516,52

184 653,91

380 762,16

1 231 646,29

2 791 543,91

4 955 197,61

Καθάρά κέρδη χρήσεως εις νέο

113 137,39196 108,25850 884,131 559 897,632 163 653,702 697 249,75**Σύνολο ιδίων κεφαλαίων****8 876 011,27****9 072 119,52****9 923 003,65****11 482 901,27****13 646 554,97****16 343 804,72**

ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΧΗΜΙΚΗΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ ΑΕ

Αποτελέσματα χρήσης

	<u>χρ. 2003</u>	<u>χρ. 2004</u>	<u>χρ. 2005</u>	<u>χρ. 2006</u>	<u>χρ. 2007</u>	<u>χρ. 2008</u>
Κύκλος εργασιών	21 953 209,48	21 565 000,00	23 275 000,00	25 175 000,00	27 550 000,00	30 210 000,00
% μεταβολής	-6,27	-1,77	7,93	8,16	9,43	9,66
Μείον: Κόστος πωλήσεων	18 136 174,25	17 717 500,00	18 667 500,00	19 760 000,00	21 375 000,00	22 990 000,00
Μικτά αποτ/τα (κέρδη) εκμ/σης	3 817 035,23	3 847 500,00	4 607 500,00	5 415 000,00	6 175 000,00	7 220 000,00
% επί των πωλήσεων	17,39	17,84	19,80	21,51	22,41	23,90
Πλέον: Άλλα έσοδα εκμ/σης	2 615,00	2 615,00	2 615,00	2 615,00	2 615,00	2 615,00
ΜΕΙΟΝ:						
Έξοδα διοικ. λειτουργίας & λειτουργίας διαθέσεως	2 903 831,32	2 900 000,00	2 700 000,00	2 500 000,00	2 416 667,00	2 703 000,00
ΚΠΦΤΑ	915 818,91	950 115,00	1 910 115,00	2 917 615,00	3 760 948,00	4 519 615,00
% επί των πωλήσεων	4,17	4,41	8,21	11,59	13,65	14,96
Αποσβέσεις	394 470,58	432 000,00	413 000,00	378 585,00	360 000,00	370 000,00
ΚΠΦΤ	521 348,33	518 115,00	1 497 115,00	2 539 030,00	3 400 948,00	4 149 615,00
% επί των πωλήσεων	2,37	2,40	6,43	10,09	12,34	13,74
Τόκοι Συμμετοχές & Έκτακτα	324 930,30	216 410,00	188 062,50	139 187,50	72 250,00	0,00
ΚΠΦ	196 418,03	301 705,00	1 309 052,50	2 399 842,50	3 328 698,00	4 149 615,00
% επί των πωλήσεων	0,89	1,40	5,62	9,53	12,08	13,74
Φόρος εισοδήματος	83 280,64	105 596,75	458 168,38	839 944,88	1 165 044,30	1 452 365,25
Καθαρά Κέρδη	113 137,39	196 108,25	850 884,13	1 559 897,63	2 163 653,70	2 697 249,75
% επί των πωλήσεων	0,52	0,91	3,66	6,20	7,85	8,93

ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΧΗΜΙΚΗΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ ΑΕ

ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ	<u>χρ. 2003</u>	<u>χρ. 2004</u>	<u>χρ. 2005</u>	<u>χρ. 2006</u>	<u>χρ. 2007</u>	<u>χρ. 2008</u>
ΚΠΤΦ	521 348,33	518 115,00	1 497 115,00	2 539 030,00	3 400 948,00	4 149 615,00
% μεταβολής	-74,30	-0,62	188,95	69,59	33,95	22,01
πλέον : Αποσβέσεις	394 470,58	432 000,00	413 000,00	378 585,00	360 000,00	370 000,00
(Αύξηση) / Μείωση σε Κεφάλαιο Κίνησης	-557 500,21	511 116,52	-749 455,75	-970 259,12	-1 073 753,13	-1 238 925,44
Λειτουργικές ταμειακές ροές	358 318,70	1 461 231,52	1 160 659,25	1 947 355,88	2 687 194,87	3 280 689,56
% μεταβολής		307,80	-20,57	67,78	37,99	22,09
Έκτακτα έσοδα	20 118,17	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
πλέον: Προβλέψεις έτους	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Επενδύσεις	-1 807 523,30	-200 000,00	-200 000,00	-200 000,00	-200 000,00	-200 000,00
Φόρος	-16 399,41	-384 483,34	-105 596,75	-458 168,38	-839 944,88	-1 165 044,30
Ελεύθερες ταμειακές ροές	-1 445 485,84	876 748,18	855 062,50	1 289 187,51	1 647 250,00	1 915 645,26
% μεταβολής		-160,65	-2,47	50,77	27,77	16,29
Είσπρα.αύξησης Μετοχ.κεφαλαίου	1 999 200,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Υπόλοιπο προηγούμενου έτους	-5 310 332,80	-5 416 943,54	-5 092 000,00	-4 425 000,00	-3 275 000,00	-1 700 000,00
Υπόλοιπο έτους προ τόκων	-4 756 618,64	-4 540 195,36	-4 236 937,50	-3 135 812,50	-1 627 750,00	215 645,26
Μεταβολή σε μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	-335 394,60	-335 394,64	0,00	0,00	0,00	0,00
Τόκοι & συμμετοχές	-324 930,30	-216 410,00	-188 062,50	-139 187,50	-72 250,00	0,00
Τελικό Υπόλοιπο	-5 416 943,54	-5 092 000,00	-4 425 000,00	-3 275 000,00	-1 700 000,00	215 645,26

3. ΑΙΣΙΟΔΟΞΟ ΣΕΝΑΡΙΟ

ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΧΗΜΙΚΗΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ ΑΕ

Ισολογισμοί**ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ****ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ****ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ**

Ενσώματες ακινητοποιήσεις

Συμμετοχές και άλλες μακροπρόθεσμες

Χρηματοοικονομικές απαιτήσεις

ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ

Αποθέματα

Απαιτήσεις

Διαθέσιμα

Σύνολο κυκλοφορούντος Ενεργητικού**ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ****ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ****ΠΑΘΗΤΙΚΟ**Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις

Υποχρεώσεις από φόρους & τέλη

Τράπεζες

Λοιπές Υποχρεώσεις

Προβλέψεις

Μεταβατικοί λογαριασμοί Παθητικού

Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις

ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ**ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ****ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ**

Κεφάλαιο (μετοχικό)

Αποθεματικά κεφάλαια

Καθαρά κέρδη χρήσεως εις νέο

Σύνολο ιδίων κεφαλαίων**χρ. 2003****χρ. 2004****χρ. 2005****χρ. 2006****χρ. 2007****χρ. 2008**

203 585,00

101 585,00

28 585,00

0,00

0,00

0,00

4 860 058,36

4 730 058,36

4 590 058,36

4 440 058,36

4 280 058,36

4 110 058,36

976 860,30

976 860,30

976 860,30

976 860,30

976 860,30

976 860,30

3 829 426,58

4 051 950,00

4 373 250,00

4 730 250,00

5 176 500,00

5 676 300,00

10 051 336,89

10 249 050,00

11 061 750,00

11 964 750,00

13 093 500,00

14 357 700,00

170 417,570,000,000,000,00951 058,5114 051 181,0414 301 000,0015 435 000,0016 695 000,0018 270 000,0020 985 058,519 508,629 508,629 508,629 508,629 508,629 508,62**20 101 193,32****20 119 012,28****21 040 012,28****22 121 427,28****23 536 427,28****26 081 485,79**

384 483,34

238 749,00

622 072,50

1 039 073,00

1 397 631,55

1 718 365,25

5 587 361,11

5 670 000,00

4 818 000,00

3 300 000,00

1 358 000,00

0,00

4 310 850,39

4 283 768,44

4 518 167,44

4 770 874,94

5 173 714,94

5 564 790,00

583 836,33

583 836,33

583 836,33

583 836,33

583 836,33

583 836,33

23 256,24

23 256,24

23 256,24

23 256,24

23 256,24

23 256,24

335 394,640,000,000,000,000,0011 225 182,0510 799 610,0110 565 332,519 717 040,518 536 439,067 890 247,82**8 876 011,27****9 319 402,27****10 474 679,77****12 404 386,77****14 999 988,22****18 191 237,97**

8 691 357,36

8 691 357,36

8 691 357,36

8 691 357,36

8 691 357,36

8 691 357,36

71 516,52

184 653,91

628 044,91

1 783 322,41

3 713 029,41

6 308 630,86

113 137,39443 391,001 155 277,501 929 707,002 595 601,453 191 249,75**8 876 011,27****9 319 402,27****10 474 679,77****12 404 386,77****14 999 988,22****18 191 237,97**

ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΧΗΜΙΚΗΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ ΑΕ

Αποτελέσματα χρήσης

	<u>χρ. 2003</u>	<u>χρ. 2004</u>	<u>χρ. 2005</u>	<u>χρ. 2006</u>	<u>χρ. 2007</u>	<u>χρ. 2008</u>
Κύκλος εργασιών	21 953 209,48	23 835 000,00	25 725 000,00	27 825 000,00	30 450 000,00	33 390 000,00
% μεταβολής	-6,27	8,57	7,93	8,16	9,43	9,66
Μείον: Κόστος πωλήσεων	18 136 174,25	19 582 500,00	20 632 500,00	21 840 000,00	23 625 000,00	25 410 000,00
Μικτά αποτ/τα (κέρδη) εκμ/σης	3 817 035,23	4 252 500,00	5 092 500,00	5 985 000,00	6 825 000,00	7 980 000,00
% επί των πωλήσεων	17,39	17,84	19,80	21,51	22,41	23,90
Πλέον: Άλλα έσοδα εκμ/σης	2 615,00	2 615,00	2 615,00	2 615,00	2 615,00	2 615,00
ΜΕΙΟΝ:						
Έξοδα διοικ. λειτουργίας & λειτουργίας διαθέσεως	2 903 831,32	2 900 000,00	2 700 000,00	2 500 000,00	2 416 667,00	2 703 000,00
ΚΠΦΤΑ	915 818,91	1 355 115,00	2 395 115,00	3 487 615,00	4 410 948,00	5 279 615,00
% επί των πωλήσεων	4,17	5,69	9,31	12,53	14,49	15,81
Αποσβέσεις	394 470,58	432 000,00	413 000,00	378 585,00	360 000,00	370 000,00
ΚΠΦΤ	521 348,33	923 115,00	1 982 115,00	3 109 030,00	4 050 948,00	4 909 615,00
% επί των πωλήσεων	2,37	3,87	7,71	11,17	13,30	14,70
Τόκοι Συμμετοχές & Έκτακτα	324 930,30	240 975,00	204 765,00	140 250,00	57 715,00	0,00
ΚΠΦ	196 418,03	682 140,00	1 777 350,00	2 968 780,00	3 993 233,00	4 909 615,00
% επί των πωλήσεων	0,89	2,86	6,91	10,67	13,11	14,70
Φόρος εισοδήματος	83 280,64	238 749,00	622 072,50	1 039 073,00	1 397 631,55	1 718 365,25
Καθαρά Κέρδη	113 137,39	443 391,00	1 155 277,50	1 929 707,00	2 595 601,45	3 191 249,75
% επί των πωλήσεων	0,52	1,86	4,49	6,94	8,52	9,56

ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΧΗΜΙΚΗΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ ΑΕ

Ταμειακές ροές	<u>χρ. 2003</u>	<u>χρ. 2004</u>	<u>χρ. 2005</u>	<u>χρ. 2006</u>	<u>χρ. 2007</u>	<u>χρ. 2008</u>
ΚΠΤΦ	521 348,33	923 115,00	1 982 115,00	3 109 030,00	4 050 948,00	4 909 615,00
% μεταβολής	-74,30	77,06	114,72	56,85	30,30	21,20
Πλέον : Αποσβέσεις	394 470,58	432 000,00	413 000,00	378 585,00	360 000,00	370 000,00
(Αύξηση) / Μείωση σε Κεφάλαιο Κίνησης	-557 500,21	-447 318,48	-899 601,00	-1 007 292,50	-1 172 160,00	-1 372 924,94
Λειτουργικές ταμειακές ροές	358 318,70	907 796,52	1 495 514,00	2 480 322,50	3 238 788,00	3 906 690,06
% μεταβολής		153,35	64,74	65,85	30,58	20,62
Έκτακτα έσοδα	20 118,17	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Επενδύσεις	-1 807 523,30	-200 000,00	-200 000,00	-200 000,00	-200 000,00	-200 000,00
Φόρος	-16 399,41	-384 483,34	-238 749,00	-622 072,50	-1 039 073,00	-1 397 631,55
Ελεύτερες ταμειακές ροές	-1 445 485,84	323 313,18	1 056 765,00	1 658 250,00	1 999 715,00	2 309 058,51
% μεταβολής		-122,37	226,85	56,92	20,59	15,47
Είσπρα. αύξησης Μετοχ. κεφαλαίου	1 999 200,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Υπόλοιπο προηγούμενου έτους	-5 310 332,80	-5 416 943,54	-5 670 000,00	-4 818 000,00	-3 300 000,00	-1 358 000,00
Υπόλοιπο έτους προ τόκων	-4 756 618,64	-5 093 630,36	-4 613 235,00	-3 159 750,00	-1 300 285,00	951 058,51
Μεταβολή σε μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	-335 394,60	-335 394,64	0,00	0,00	0,00	0,00
Τόκοι & συμμετοχές	-324 930,30	-240 975,00	-204 765,00	-140 250,00	-57 715,00	0,00
Τελικό Υπόλοιπο	-5 416 943,54	-5 670 000,00	-4 818 000,00	-3 300 000,00	-1 358 000,00	951 058,51

8.2.2 Αποτίμηση συμμετοχών

Αποτιμήσαμε την αξία συμμετοχής της εταιρείας στην «ΑΓΚΡΙΠΛΑΣ ΕΠΕ» με τη μέθοδο της προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών (βασικό σενάριο).

Για την συμμετοχή στη μη συνδεδεμένη εταιρεία «ΕΥΡΩΦΑΡΜ _ Γεωργικά Φάρμακα ΑΕ» λάβαμε υπόψη μας την λογιστική αξία της 31.12.2003.

8.2.3. Συνολική αξία επιχειρήσεως

Μετά τον προσδιορισμό των ελεύθερων ταμειακών ροών όπως αυτές προκύπτουν από τις προηγούμενες σελίδες και τις προεξοφλήσεις τους, που ακολουθούν παρακάτω η συνολική αξία της επιχειρήσεως και για τα τρία σενάρια που προαναφέραμε διαμορφώνεται ως εξής:

1. ΒΑΣΙΚΟ ΣΕΝΑΡΙΟ

	<u>χρ. 2004</u>	<u>χρ. 2005</u>	<u>χρ. 2006</u>	<u>χρ. 2007</u>	<u>χρ. 2008</u>	<u>Χρ. 2009</u>	Διηνεκές
Ελεύθερες ταμειακές ροές	602 903,18	782 000,00	1 649 825,00	1 820 237,50	2 120 000,01	2 183 600,01	40 524 468,56
Προεξόφληση στις 31/12/03	555 415,18	663 662,22	1 289 877,29	1 311 018,28	1 406 652,18	1 334 732,14	24 770 704,67
Παρούσα αξία	31 332 061,97						
Πλέον:							
Συμμετοχή σε ΕΥΡΩΦΑΡΜ	771 828,69						
Συμμετοχή σε ΑΓΚΡΙΠΛΑΣ ΕΠΕ	<u>1 082 135,79</u>	(βλ. Παράρτ. β)					
Συνολική αξία επιχείρησης	<u>33 186 026,45</u>						

2. ΣΥΝΤΗΡΗΤΙΚΟ ΣΕΝΑΡΙΟ

	<u>χρ. 2004</u>	<u>χρ. 2005</u>	<u>χρ. 2006</u>	<u>χρ. 2007</u>	<u>χρ. 2008</u>	<u>χρ. 2009</u>	Διημερές
Ελεύθερες ταμειακές ροές	876 748,18	855 062,50	1 289 187,51	1 647 250,00	1 915 645,26	1 973 114,62	36 618 163,18
Προεξόφληση στις 31/12/03	807 690,63	725 668,39	1 007 921,26	1 186 424,77	1 271 059,70	1 206 072,31	22 382 963,62
Παρούσα αξία	28 587 800,68						
Πλέον:							
Συμμετοχή σε ΕΥΡΩΦΑΡΜ	771 828,69						
Συμμετοχή σε ΑΓΚΡΙΠΛΑΣ ΕΠΕ	<u>1 082 135,79</u>						
Συνολική αξία επιχείρησης	<u>30 441 765,16</u>						

3. ΑΙΣΙΟΔΟΞΟ ΣΕΝΑΡΙΟ

	<u>χρ. 2004</u>	<u>χρ. 2005</u>	<u>χρ. 2006</u>	<u>χρ. 2007</u>	<u>χρ. 2008</u>	<u>χρ. 2009</u>	Διημερές
Ελεύθερες ταμειακές ροές	323 313,18	1 056 765,00	1 658 250,00	1 999 715,00	2 309 058,51	2 378 330,27	44 138 381,50
Προεξόφληση στις 31/12/03	297 847,24	896 847,84	1 296 464,18	1 440 286,18	1 532 095,37	1 453 761,61	26 979 719,95
Παρούσα αξία	33 897 022,36						
πλέον: Συμμετοχή σε ΕΥΡΩΦΑΡΜ	771 828,69						
Συμμετοχή σε ΑΓΚΡΙΠΛΑΣ ΕΠΕ	<u>1 082 135,79</u>						
Συνολική αξία επιχείρησης	<u>35 750 986,84</u>						

8.2.4. Ανάλυση ευαισθησίας

Διενεργήσαμε ανάλυση ευαισθησίας στα αποτελέσματα που προκύπτουν με τη μέθοδο των προεξοφλημένων ελεύθερων ταμειακών ροών προκειμένου να ελέγξουμε κατά πόσο η τελική αξία της επηρεάζεται από σημαντικές παραμέτρους του δείγματος. Η ανάλυση ευαισθησίας έγινε ως προς τον ρυθμό αύξησης των ελεύθερων ταμειακών ροών στο διηνεκές, παράμετρος η οποία επηρεάζει την υπολειμματική αξία της εταιρείας, και ως προς το συστηματικό κίνδυνο της Εταιρείας, παράμετρος η οποία επηρεάζει τον συντελεστή προεξόφλησης. Το διάστημα τιμών που ελέγξαμε για την πρώτη παράμετρο είναι 2,5% έως 3,5% και για τη δεύτερη από 0,80 έως 1,00.

		Ανάλυση ευαισθησίας		
		Ρυθμός αύξησης ελεύθερων ταμειακών ροών στο διηνεκές		
		2,50	3,00	3,50
Συστηματικός κίνδυνος της εταιρείας	0,80	33.749.971,61	36.524.712,41	39.909.286,35
	0,85	32.269.540,01	34.776.158,14	37.804.988,38
	0,90	30.912.300,09	33.186.026,45	35.909.995,66
	0,95	29.663.577,13	31.733.822,12	34.194.679,37
	1,00	28.510.936,98	30.402.437,71	32.634.749,37

Η ανάλυση ευαισθησίας προσδιορίζει ένα εύρος εκτιμήσεων για την εύλογη αγοραία αξία της ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΧΗΜΙΚΗΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ ΑΕ από € 28.510 εκατ. έως € 39.909 εκατ.. Η αξία που αρχικά προσδιορίστηκε με την μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών, προέκυψε με ρυθμό αύξησης των ελεύθερων ταμειακών ροών στο διηνεκές 3% και συστηματικό κίνδυνο 0,90%.

8.3 Κεφαλαιοποίηση μέσου όρου πιθανών κερδών προσεχούς 5ετίας

Αν, όπως προαναφέραμε, θεωρήσουμε ότι κατά την προσεχή πενταετία η πραγματοποίηση ενός μέσου όρου κερδών προ φόρων είναι αυτή που προκύπτει από τον πίνακα αποτελεσμάτων των Ταμειακών ροών ήτοι :

$$(492.050+1.535.615+2.684.205+3.660.710,50+4.529.615)/5 = € 2.580.439, \text{ τότε εφαρμόζοντας την μέθοδο αυτή θα έχουμε:}$$

$$A_{\infty} = A * \frac{1-(1+i)^{-\infty}}{i} = \frac{A}{i} = \frac{2.580.439}{0,0855} = \underline{\underline{30.180.573,10}}$$

ΣΥΝΟΨΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

- Αναπροσαρμοσμένη καθαρή θέση (σελ. 9) € 7.822.847,60
- Προεξόφληση ελεύθερων ταμειακών ροών
(βασικό σενάριο, σελ.23) € 33.186.026,45
- Κεφαλαιοποίηση μέσου όρου πιθανών κερδών
προσεχούς πενταετίας (σελ.25) € 30.180.573,10

Με τιμή
Οι Ορκωτοί Ελεγκτές Λογιστές

ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΚΑΣΙΜΑΤΗΣ ΑΜ ΣΟΕΛ 10841	ΙΩΑΝΝΗΣ ΖΟΥΡΙΔΑΚΗΣ ΑΜ ΣΟΕΛ 10641
-------------------------------------	-------------------------------------

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α
ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΑΞΙΑΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗΣ ΣΕ “ΑΓΚΡΙΠΛΑΣ ΕΠΕ”
(Βάσει της μεθόδου της Προεξόφλησης των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών)

Συμμετοχή σε ΑΓΚΡΙΠΛΑΣ ΕΠΕ
Ισολογισμοί

	<u>χρ. 2003</u>	<u>χρ. 2004</u>	<u>χρ. 2005</u>	<u>χρ. 2006</u>	<u>χρ. 2007</u>	<u>χρ. 2008</u>
<u>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</u>						
<u>ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ</u>						
4. Λοιπά έξοδα εγκαταστάσεως	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<u>ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</u>						
Ενσώματες ακινητοποιήσεις	1 193,69	993,69	793,69	593,69	393,69	193,69
<u>ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</u>						
Απαιτήσεις	547 707,61	19 890,00	23 868,00	25 857,00	27 846,00	29 835,00
Διαθέσιμα	<u>4 866,90</u>	<u>122 790,54</u>	<u>194 973,14</u>	<u>265 431,80</u>	<u>341 270,99</u>	<u>422 447,02</u>
Σύνολο κυκλοφορούντος Ενεργητικού	<u>552 574,51</u>	<u>142 680,54</u>	<u>218 841,14</u>	<u>291 288,80</u>	<u>369 116,99</u>	<u>452 282,02</u>
ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	<u>-2 085,93</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	<u>551 682,27</u>	<u>143 674,23</u>	<u>219 634,83</u>	<u>291 882,49</u>	<u>369 510,68</u>	<u>452 475,71</u>
<u>ΠΑΘΗΤΙΚΟ</u>						
<u>Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις</u>						
Φόρος Εισοδήματος	47 963,54	22 162,00	34 235,60	37 154,32	40 051,02	42 924,16
Τράπεζες	285 766,46	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Λοιπές Υποχρεώσεις	152 441,61	4 380,00	4 686,60	5 014,66	5 365,69	5 741,29
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	<u>486 171,61</u>	<u>26 542,00</u>	<u>38 922,20</u>	<u>42 168,98</u>	<u>45 416,71</u>	<u>48 665,44</u>
ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ	<u>65 510,66</u>	<u>117 132,23</u>	<u>180 712,63</u>	<u>249 713,51</u>	<u>324 093,97</u>	<u>403 810,27</u>
<u>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</u>						
Κεφάλαιο (μετοχικό)	17 608,22	28 071,79	28 071,79	28 071,79	28 071,79	28 071,79
Αποθεματικά κεφάλαια	1 933,47	47 902,44	89 060,44	152 640,84	221 641,72	296 022,18
Καθαρά κέρδη χρήσεως εις νέο	<u>45 968,97</u>	<u>41 158,00</u>	<u>63 580,40</u>	<u>69 000,88</u>	<u>74 380,46</u>	<u>79 716,29</u>
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων	<u>65 510,66</u>	<u>117 132,23</u>	<u>180 712,63</u>	<u>249 713,51</u>	<u>324 093,97</u>	<u>403 810,27</u>

Συμμετοχή σε ΑΓΚΡΙΠΛΑΣ ΕΠΕ

Αποτελέσματα χρήσης

	<u>χρ. 2003</u>	<u>χρ. 2004</u>	<u>χρ. 2005</u>	<u>χρ. 2006</u>	<u>χρ. 2007</u>	<u>χρ. 2008</u>
Κύκλος εργασιών	740 054,85	100 000,00	120 000,00	130 000,00	140 000,00	150 000,00
% μεταβολής	0,00	-86,49	20,00	8,33	7,69	7,14
Μείον: Κόστος πωλήσεων	577 850,48	12 000,00	12 840,00	13 738,80	14 700,52	15 729,55
Μικτά αποτι/τα (κέρδη) εκμ/σης	162 204,37	88 000,00	107 160,00	116 261,20	125 299,48	134 270,45
% επί των πωλήσεων	21,92	88,00	89,30	89,43	89,50	89,51
Πλέον: Άλλα έσοδα εκμ/σης	14,23	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
ΜΕΙΟΝ:						
Έξοδα διοικ. λειτουργίας & λειτουργίας διαθέσεως	56 069,83	7 480,00	8 976,00	9 724,00	10 472,00	11 220,00
ΚΠΦΤΑ	106 148,77	80 520,00	98 184,00	106 537,20	114 827,48	123 050,45
% επί των πωλήσεων	14,34	80,52	81,82	81,95	82,02	82,03
Αποσβέσεις	108,50	200,00	200,00	200,00	200,00	200,00
ΚΠΦΤ	106 040,27	80 320,00	97 984,00	106 337,20	114 627,48	122 850,45
% επί των πωλήσεων	14,33	80,32	81,65	81,80	81,88	81,90
Τόκοι Συμμετοχές & Έκτακτα	35 318,78	17 000,00	168,00	182,00	196,00	210,00
ΚΠΦ	70 721,49	63 320,00	97 816,00	106 155,20	114 431,48	122 640,45
% επί των πωλήσεων	9,56	63,32	81,51	81,66	81,74	81,76
Φόρος εισοδήματος	24 752,52	22 162,00	34 235,60	37 154,32	40 051,02	42 924,16
Καθαρά Κέρδη	45 968,97	41 158,00	63 580,40	69 000,88	74 380,46	79 716,29
% επί των πωλήσεων	6,21	41,16	52,98	53,08	53,13	53,14

Συμμετοχή σε ΑΓΚΡΙΠΛΑΣ ΕΠΕ

	<u>χρ. 2003</u>	<u>χρ. 2004</u>	<u>χρ. 2005</u>	<u>χρ. 2006</u>	<u>χρ. 2007</u>	<u>χρ. 2008</u>
ΚΠΤΦ	106 040,27	80 320,00	97 984,00	106 337,20	114 627,48	122 850,45
% μεταβολής	-94,77	-24,26	21,99	8,53	7,80	7,17
Πλέον : Αποσβέσεις	108,50	200,00	200,00	200,00	200,00	200,00
(Αύξηση) / Μείωση σε Κεφάλαιο	-119 905,45	379 756,00	-3 671,40	-1 660,94	-1 637,97	-1 613,40
Κίνησης						
Λειτουργικές ταμειακές ροές	-13 756,68	460 276,00	94 512,60	104 876,26	113 189,51	121 437,05
% μεταβολής		-3 445,84	-79,47	10,97	7,93	7,29
Έκτακτα έσοδα	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
πλέον: Προβλέψεις έτους	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Επενδύσεις	-1 302,08					
Φόρος	22 852,64	-39 585,90	-22 162,00	-34 235,60	-37 154,32	-40 051,02
Ελεύθερες ταμειακές ροές	7 793,88	420 690,10	72 350,60	70 640,66	76 035,19	81 386,03
% μεταβολής		5 297,70	-82,80	-2,36	7,64	7,04
Πλήρωση μερίσματος	-4 581,24	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Υπόλοιπο προηγούμενου έτους	-248 793,42	-280 899,56	122 790,54	194 973,14	265 431,80	341 270,99
Υπόλοιπο έτους προ τόκων	-245 580,78	139 790,54	195 141,14	265 613,80	341 466,99	422 657,02
Τόκοι & συμμετοχές	-35 318,78	-17 000,00	-168,00	-182,00	-196,00	-210,00
Τελικό Υπόλοιπο	-280 899,56	122 790,54	194 973,14	265 431,80	341 270,99	422 447,02

Συμμετοχή σε ΑΓΚΡΙΠΛΑΣ ΕΠΕ

	<u>χρ. 2004</u>	<u>χρ. 2005</u>	<u>χρ. 2006</u>	<u>χρ. 2007</u>	<u>χρ. 2008</u>	<u>χρ. 2009</u>	Διηλεκτές
Ελεύθερες ταμειακές ροές	420 690,10	72 350,60	70 640,66	76 035,19	81 386,03	83 827,61	1 555 719,56
Προεξόφληση στις 31/12/03	387 554,21	61 401,99	55 228,76	54 764,02	54 000,86	51 239,88	950 938,31
 Παρούσα αξία	 1 615 128,05						
Συνολική αξία επιχείρησης	1 615 128,05						