

Έκθεση Αποτίμησης της
ΚΥΚΛΟΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΕΠΕΥ (εφεξής ο
«Αποτιμητής»)
προς το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας
“ΧΕΛΕΝΙΚ ΧΕΛΘΚΕΑΡ ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ”

Αναφορικά με την αποτίμηση των μετοχών της εταιρείας με την επωνυμία ««ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟΝ ΚΑΙ ΘΕΡΑΠΕΥΤΙΚΟΝ ΚΕΝΤΡΟΝ ΑΘΗΝΩΝ ΥΓΕΙΑ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ» (εφεξής η «Εταιρεία» ή «ΥΓΕΙΑ»), βάσει των διατάξεων των παρ. 6 και 7 του άρθρου 9 του Ν. 3461/2006, που προστέθηκαν με την παράγραφο 2 του άρθρου 108 του Ν. 4514/2018 (εφεξής η «Έκθεση Αποτίμησης» ή η «Έκθεση»), στο πλαίσιο της υποβολής υποχρεωτικής δημόσιας πρότασης αγοράς κινητών αξιών (εφεξής η «Δημόσια Πρόταση») από την εταιρεία με την επωνυμία ΧΕΛΕΝΙΚ ΧΕΛΘΚΕΑΡ ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (εφεξής ο «Προτείνων»).

Η σελίδα αυτή έχει αφεθεί κενή

Περιεχόμενα

1. Εισαγωγή	4
2. Σύνοψη Περιγραφή της Επικείμενης Συναλλαγής	6
2.1. Ιστορικό	6
2.2. Πληροφορίες για την Εταιρεία	6
3. Μεθοδολογία.....	7
3.1. Μέθοδος Α' - Προεξόφληση Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flow).....	7
3.2. Μέθοδος Β' – Σύγκριση Πολλαπλασιαστών/Δεικτών Κεφαλαιαγοράς Ομοειδών Εταιρειών (Relative Valuation Multiples)	9
3.3. Μέθοδος Γ' - Συγκρίσιμες Συναλλαγές Ομοειδών Εταιρειών (Global Comparable Transactions).....	11
3.4. Μέθοδος Δ' – Αποτίμηση με βάση τον Μέσο Οικονομικό Κύκλο (Mid-Cycle Fair Value) 12	
4. Σύνοψη Έκθεσης.....	14
5. Ρήτρα Μη Ευθύνης.....	15

1. Εισαγωγή

Η κατάρτιση της παρούσας Έκθεσης μας ανατέθηκε από τον Προτείνοντα και αφορά την αποτίμηση της αξίας των μετοχών της Εταιρείας στο πλαίσιο της Δημόσιας Πρότασης για την απόκτηση του συνόλου των μετοχών της Εταιρείας.

Για τον σκοπό αυτό :

- διενεργήσαμε αποτίμηση της αξίας των μετοχών της Εταιρείας
- αναφέρουμε και περιγράφουμε τις μεθόδους αποτίμησης που χρησιμοποιήσαμε
- αναφέρουμε αναλυτικά ανά μέθοδο καθώς και συνοπτικά τα αποτελέσματα της αποτίμησης.

Ημερομηνία αναφοράς της παρούσας Έκθεσης είναι η 30.06.2018 κατά την οποία συντάχθηκαν οι τελευταίες δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις του ομίλου της Εταιρείας βάσει των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Αναφοράς (ΔΠΧΑ).

Προκειμένου να καταλήξουμε στις απόψεις μας οι οποίες περιλαμβάνονται στην παρούσα Έκθεση συγκεντρώσαμε και μελετήσαμε :

- δημόσια διαθέσιμες επιχειρηματικές και χρηματοοικονομικές πληροφορίες που σχετίζονται με την Εταιρεία και τον όμιλο της.
- χρηματοοικονομικές και άλλες πληροφορίες σχετικές με τις προοπτικές των δραστηριοτήτων, συμπεριλαμβανομένων προβλέψεων πενταετίας (2018-2022) όσον αφορά την οικονομική θέση, τα αποτελέσματα και τις ταμειακές ροές του ομίλου της Εταιρείας, οι εν λόγω πληροφορίες μας παρασχέθηκαν από την διοίκηση της Εταιρείας,
- δημόσια διαθέσιμες χρηματοοικονομικές πληροφορίες εισηγμένων εταιρειών (εγχώριων και αλλοδαπών) με παρόμοιες δραστηριότητες,
- δημόσια διαθέσιμες πληροφορίες σχετικά με τους οικονομικούς όρους συγκρίσιμων συναλλαγών εξαγορών ή συγχωνεύσεων εταιρειών (εγχώριων και αλλοδαπών).

Για την διενέργεια της αποτίμησης χρησιμοποιήσαμε διεθνώς αναγνωρισμένες μεθόδους και συγκεκριμένα :

- Προεξόφληση Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flow)
- Πολλαπλασιαστές/Δείκτες Κεφαλαιαγοράς Ομοειδών Εταιρειών (Relative Valuation Multiples)
- Συγκρίσιμες Συναλλαγές Ομοειδών Εταιρειών (Global Comparable Transactions)
- Αποτίμηση με βάση τον Μέσο Οικονομικό Κύκλο (Mid-Cycle Fair Value)

Στο πλαίσιο της μελέτης της αποτίμησης επισημαίνουμε τα ακόλουθα :

- Εκτιμούμε ότι από τα στοιχεία και τις διευκρινίσεις επί αυτών, που τέθηκαν υπόψη μας, τεκμηριώνεται το συμπέρασμα στο οποίο κατέληξε η παρούσα Έκθεση. Εφιστούμε όμως την προσοχή σας στο γεγονός ότι οι αποτιμήσεις εταιρειών ενέχουν το στοιχείο της υποκειμενικότητας και κατά συνέπεια είναι ενδεχόμενο διαφορετικοί εκτιμητές να καταλήξουν σε διαφορετικές αποτιμήσεις της ίδιας εταιρείας. Δεδομένου ότι δεν υφίσταται μία και μοναδική μέθοδος αποτίμησης δεν υφίσταται επίσης μία, μοναδική και αδιαμφισβήτητη αξία. Άλλοι εκτιμητές ακόμα και εάν ελάμβαναν τα ίδια στοιχεία ενδεχομένως να κατέληγαν σε διαφορετικά συμπεράσματα,
- Θεωρήσαμε για τους σκοπούς της παρούσας Έκθεσης, ότι όλες οι πληροφορίες που μας παρασχέθηκαν είναι αληθείς, πλήρεις και ακριβείς ως προς τα ουσιώδη στοιχεία

τους. Σε σχέση με τις ιστορικές επιχειρηματικές και χρηματοοικονομικές πληροφορίες που τέθηκαν υπόψη μας υποθέσαμε ότι οι πληροφορίες αυτές έχουν συγκεντρωθεί κατά εύλογο τρόπο σύμφωνα με αδιαλείπτως εφαρμοζόμενα πρότυπα και απεικονίζουν με ακρίβεια και πληρότητα την πραγματική επιχειρηματική και οικονομική θέση της Εταιρείας και του ομίλου της κατά την ημερομηνία στην οποία αναφέρονται. Σχετικά με τις πληροφορίες και προβλέψεις που τέθηκαν υπόψη μας και αναφέρονται στο μέλλον, υποθέσαμε ότι αυτές έχουν διατυπωθεί κατά εύλογο τρόπο στη βάση των καλύτερων διαθέσιμων εκτιμήσεων και κρίσεων της διοίκησης της Εταιρείας, κατά την ημερομηνία της παρούσας, αναφορικά με την μελλοντική απόδοση της Εταιρείας και του ομίλου της,

- Δεν έχουμε προβεί σε ανεξάρτητη επαλήθευση ή επιβεβαίωση των πληροφοριών και εκτιμήσεων που μας παρασχέθηκαν και στην βάση των οποίων καταρτίσαμε την παρούσα Έκθεση. Κατά συνέπεια, η Έκθεση δεν αποτελεί πιστοποιητικό για την πληρότητα ή/και την ακρίβεια των στοιχείων ούτε για το εύλογο των προβλέψεων και εκτιμήσεων που μας παρασχέθηκαν,
- Δεν παρέχουμε γνώμη σχετικά με την πιθανότητα επίτευξης των προβλέψεων και παραδοχών στη βάση των οποίων καταρτίσαμε την Έκθεση και οι οποίες περιλαμβάνονται στις πληροφορίες που μας παρασχέθηκαν. Κατά συνέπεια, δεν αναλαμβάνουμε καμία ευθύνη σχετικά με την πραγματοποίηση αυτών των προβλέψεων και παραδοχών.
- Δεν έχουμε προβεί σε αποτίμηση ή ανεξάρτητη εκτίμηση των διακριτών περιουσιακών στοιχείων της Εταιρείας και του ομίλου της. Η παρούσα Έκθεση δεν περιλαμβάνει αποτίμηση ή εκτίμηση οποιουδήποτε περιουσιακού στοιχείου της. Δεν διενεργήσαμε επιτόπια επιθεώρηση περιουσιακών στοιχείων της. Δεν είχαμε οποιαδήποτε επαφή με προμηθευτές, συνεργάτες ή πελάτες της. Δεν έχουμε διενεργήσει οποιονδήποτε νομικό ή οικονομικό έλεγχο της Εταιρείας και του ομίλου της ή των επιμέρους περιουσιακών στοιχείων της. Δεν έχουμε εκτιμήσει τις επιπτώσεις τυχόν εκκρεμοδικιών στην περιουσιακή της κατάσταση και δεν έχουμε εκτιμήσει ούτε αναλαμβάνουμε οποιαδήποτε ευθύνη σε σχέση με την κυριότητα επί ή με οποιαδήποτε απαίτηση κατά περιουσιακών της στοιχείων.
- Η Έκθεση μας βασίζεται στις χρηματοοικονομικές και οικονομικές συνθήκες και στις συνθήκες αγοράς, όπως υφίστανται και μπορούν να εκτιμηθούν κατά την ημερομηνία της παρούσας και δεν εκφράζουμε γνώμη για το εάν οι συνθήκες αυτές θα συνεχίσουν να υφίστανται ή για το ποια επίδραση θα είχε τυχόν αλλαγή στις συνθήκες αυτές επί των απόψεων που εκφράζονται στην παρούσα. Οι απόψεις, επίσης, που εκφράζονται στην παρούσα Έκθεση τελούν υπό την επιφύλαξη αβεβαιοτήτων που σχετίζονται με σημαντικούς παράγοντες, όπως εξελίξεις στο νομικό, φορολογικό, ρυθμιστικό και κανονιστικό πλαίσιο, στο μακροοικονομικό και χρηματοοικονομικό περιβάλλον, στις ευρύτερες συνθήκες των κεφαλαιαγορών στην Ελλάδα και το εξωτερικό, καθώς και στην μελλοντική διαμόρφωση των συνθηκών αγοράς (προσφορά, ζήτηση, κόστος, ένταση ανταγωνισμού) στον κλάδο δραστηριοποίησης της Εταιρείας,
- Η παρούσα Έκθεση παρέχεται αποκλειστικά προς το Διοικητικό Συμβούλιο του Προτείνοντος, προκειμένου να υποβληθεί στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και να δημοσιοποιηθεί σύμφωνα με το άρθρο 16, παρ. 1 του Ν.3461/2006. Ο Αποτιμητής δεν αναλαμβάνει οποιαδήποτε ευθύνη έναντι οποιουδήποτε, εκτός από αυτές που απορρέουν από την ιδιότητα του ως Αποτιμητή,
- Δηλώνουμε, επίσης, ότι πληρούμε τα κριτήρια του άρθρου 9, παρ. 7 του Ν.3461/2006 και δεν έχουμε ούτε είχαμε ποτέ κατά τα τελευταία πέντε (5) έτη επαγγελματική σχέση ή συνεργασία με τον Προτείνοντα ή/και με τα πρόσωπα που

ενεργούν συντονισμένα με αυτόν ή/και με την Εταιρεία και τα συνδεδεμένα με αυτήν μέρη.

2. Σύντομη Περιγραφή της Επικείμενης Συναλλαγής

2.1. Ιστορικό

Σύμφωνα με την από 05.07.2018 ανακοίνωση (εφεξής ή «Ανακοίνωση») της εταιρείας MARFIN INVESTMENT GROUP A.E. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ στο Χρηματιστήριο Αθηνών (εφεξής το «Χ.Α.»), υπεγράφη κατά την ημερομηνία αυτή σύμβαση αγοραπωλησίας του συνολικού ποσοστού συμμετοχής της στην Εταιρεία, ήτοι 70,38%, προς την εταιρεία HELLENIC HEALTHCARE Srl, η οποία ελέγχεται από επενδυτικά κεφάλαια της CVC CAPITAL PARTNERS (CVC).

Ήδη όπως μας γνωστοποίησε ο Προτείνων, η μεταβίβαση ολοκληρώθηκε την 09.11.2018, με αποτέλεσμα ο Προτείνων (ο οποίος είναι 100% θυγατρική της HELLENIC HEALTHCARE Srl) να αποκτήσει άνω του 70% των μετοχών της Εταιρείας και συνεπεία τούτου να υποχρεούται να υποβάλει την Δημόσια Πρόταση για την οποία και διενεργήθηκε η παρούσα Αποτίμηση, όπως προβλέπεται από τις διατάξεις των παρ. 6 και 7 του Ν. 3461/2006 που προστέθηκαν με την παράγραφο 2 του άρθρου 108 του Ν. 4514/2018.

2.2. Πληροφορίες για την Εταιρεία

Το ΥΓΕΙΑ ιδρύθηκε το 1970 από ιατρούς, που ως επί το πλείστον ήταν καθηγητές στο Πανεπιστήμιο Αθηνών και δραστηριοποιείται στην παροχή υπηρεσιών πρωτοβάθμιας και δευτεροβάθμιας περίθαλψης.

Ειδικότερα η Εταιρεία διαθέτει:

- 3 ιδιωτικά νοσοκομεία στην Ελλάδα (το Δ.Θ.Κ.Α. ΥΓΕΙΑ, την ΓΕΝΙΚΗ, ΜΑΙΕΥΤΙΚΗ, ΓΥΝΑΙΚΟΛΟΓΙΚΗ & ΠΑΙΔΙΑΤΡΙΚΗ ΚΛΙΝΙΚΗ ΜΗΤΕΡΑ και το ΜΑΙΕΥΤΗΡΙΟ ΛΗΤΩ),
- παρουσία στο χώρο της πρωτοβάθμιας παροχής υγείας μέσω του Κέντρου Μοριακής Βιολογίας & Κυτταρογενετικής Άλφα-LAB,
- εταιρεία εμπορίας ειδικών υλικών, αναλωσίμων, φαρμακευτικών ειδών και ειδών ιατρικής γενικής χρήσης μέσω της εταιρείας Υ-LOGIMED A.E.,
- παρουσία στον κλάδο της έρευνας, παραγωγής και εμπορίας καλλυντικών μέσω της εταιρείας «BEATIFIC ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΡΕΥΝΑΣ, ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΑΣ ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ».

Οι μετοχές της Εταιρείας είναι εισηγμένες στο Χ.Α. από την 07.06.2002.

Η Εταιρεία αποτελούσε θυγατρική εταιρεία της «MARFIN INVESTMENT GROUP A.E.», από τον Ιανουάριο του 2006, στις ενοποιημένες καταστάσεις της οποίας ενοποιείται με ποσοστό 70,38%.

3. Μεθοδολογία

3.1. Μέθοδος Α' - Προεξόφληση Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flow)

Η συγκεκριμένη μέθοδος χρησιμοποιείται ευρέως σε μελέτες αποτίμησης εταιρειών, δεδομένου ότι τα αποτελέσματα αυτής απεικονίζουν τις προοπτικές μιας επιχείρησης βάσει των επιχειρηματικών προβλέψεων της διοίκησης της.

Η αποτίμηση της εταιρείας πραγματοποιείται με βάση τη σημερινή της κατάσταση λειτουργίας, χωρίς να λαμβάνει υπόψη τις επιπτώσεις που ενδέχεται να προκύψουν από τυχόν αλλαγές που θα προωθήσει στην επιχειρηματική δομή και υπόδειγμα λειτουργίας της Εταιρείας ο υποψήφιος αγοραστής.

Η μέθοδος βασίζεται στην θεωρία ότι η αξία μίας εταιρείας ισούται με την καθαρή παρούσα αξία των ελεύθερων μελλοντικών ταμειακών ροών της, η οποία προκύπτει από την προεξόφληση τους με ένα κατάλληλο επιτόκιο (συντελεστής προεξόφλησης), το οποίο αντιστοιχεί στο κόστος ευκαιρίας των κεφαλαίων για επενδύσεις ανάλογου επιχειρηματικού και χρηματοοικονομικού κινδύνου.

Οι ελεύθερες μελλοντικές ταμειακές ροές που προέρχονται από την λειτουργία της επιχείρησης υπολογίζονται αφού αφαιρεθούν από τις ταμειακές εισροές οι ταμειακές εκροές, οι οποίες αφορούν την χρηματοδότηση των επενδύσεων, την μεταβολή του κεφαλαίου κίνησης και την καταβολή των φόρων της επιχείρησης.

Για την εφαρμογή της μεθόδου απαιτείται:

- Εκτίμηση των ελεύθερων ταμειακών ροών της εταιρείας για συγκεκριμένο χρονικό ορίζοντα πρόβλεψης στο μέλλον (συνήθως 3 έως 10 χρόνια),
- Εκτίμηση της υπολειμματικής αξίας (terminal value) της εταιρείας, η οποία αντικατοπτρίζει την αξία της επιχείρησης στο διηνεκές μετά την ολοκλήρωση της περιόδου λεπτομερούς πρόβλεψης των ταμειακών ροών και εκτιμάται με βάση 'ομαλοποιημένες' ταμειακές ροές,
- Εκτίμηση του επιτοκίου (συντελεστής προεξόφλησης) των ταμειακών ροών της επιχείρησης, ο οποίος αντικατοπτρίζει το κόστος ευκαιρίας των κεφαλαίων που χρησιμοποιεί η επιχείρηση.

Η αποτίμηση της επιχείρησης με βάση μελλοντικές ταμειακές ροές στηρίζεται σε εκτιμήσεις και προβλέψεις στις οποίες ενέχονται αβεβαιότητες που προκύπτουν από παράγοντες όπως :

- Οι μακροοικονομικές συνθήκες
- Αλλαγές ρυθμιστικού και κανονιστικού περιβάλλοντος,
- Οι τάσεις της αγοράς
- Οι οικονομικές εξελίξεις του κλάδου της Εταιρείας (προσφορά, ζήτηση, κόστος, ένταση ανταγωνισμού)
- Η ταχύτητα υλοποίησης και η επιτυχία του επενδυτικού προγράμματος της Εταιρείας
- Η αποτελεσματική υλοποίηση του επιχειρηματικού σχεδιασμού της Εταιρείας

Εφαρμογή της μεθόδου στην Εταιρεία

Προκειμένου να εφαρμόσουμε τη συγκεκριμένη μεθοδολογία, συγκεντρώσαμε, μελετήσαμε και χρησιμοποιήσαμε στοιχεία για επιχειρηματικές και οικονομικές πληροφορίες που σχετίζονται με την Εταιρεία, καθώς και πληροφορίες και προβλέψεις που μας παρασχέθηκαν από τον Προτείνοντα και την Εταιρεία.

Για τους σκοπούς της Έκθεσης, υποθέσαμε ότι όλες οι πληροφορίες που μας παρασχέθηκαν είναι πλήρεις και ακριβείς και δεν έχουμε προβεί σε ανεξάρτητη επιβεβαίωση των πληροφοριών αυτών. Σε σχέση με τις ιστορικές επιχειρηματικές και οικονομικές πληροφορίες, υποθέσαμε ότι οι πληροφορίες αυτές απεικονίζουν με ακρίβεια την πραγματική επιχειρηματική και οικονομική θέση της Εταιρείας, κατά την ημερομηνία στην οποία αναφέρονται. Σχετικά με τις πληροφορίες που αναφέρονται στο μέλλον, υποθέσαμε ότι αυτές έχουν συγκεντρωθεί κατά εύλογο τρόπο επί τη βάσει των καλύτερων διαθέσιμων εκτιμήσεων και κρίσεων της διοίκησης της Εταιρείας ως προς τη μελλοντική απόδοση της Εταιρείας.

Οι προβλέψεις οι οποίες μας παρασχέθηκαν και βάσει των οποίων καταρτίσαμε την παρούσα Έκθεση περιλαμβάνουν εκτιμήσεις οικονομικών μεγεθών για την τρέχουσα χρήση 2018 και για τα τέσσερα (4) επόμενα έτη μέχρι και το 2022, όσον αφορά έσοδα, έξοδα, επενδύσεις και εξέλιξη δανεισμού.

Ειδικότερα η προσέγγιση που ακολουθήσαμε βασίστηκε στην προεξόφληση των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την Εταιρεία (Free Cash Flow to the Firm), από την οποία αφαιρείται ο καθαρός δανεισμός κατά την ημερομηνία αναφοράς της αποτίμησης (30.06.2018).

Η κεντρική τιμή του μεσοσταθμικού κόστους κεφαλαίου της Εταιρείας (WACC) , που χρησιμοποιήσαμε είναι 7,61% και η κεντρική τιμή του ρυθμού μεταβολής των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την Εταιρεία στο διηνεκές (g) είναι 2%. Οι τιμές αυτές είναι το βασικό σενάριο.

Διενεργήθηκε επίσης ανάλυση ευαισθησίας με μεταβολή των παραπάνω παραμέτρων ούτως ώστε να δημιουργηθούν δύο ακόμα σενάρια, ένα αισιόδοξο και ένα απαισιόδοξο.

Στο αισιόδοξο σενάριο το μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου της Εταιρείας μειώνεται κατά 1%, ενώ ο ρυθμός μεταβολής των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την Εταιρεία στο διηνεκές αυξάνεται κατά 0,50%.

Στο απαισιόδοξο σενάριο, αντίθετα, το μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου της Εταιρείας αυξάνεται κατά 1%, ενώ ο ρυθμός μεταβολής των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την Εταιρεία στο διηνεκές μειώνεται κατά 0,50%.

Ο καθαρός δανεισμός που χρησιμοποιήσαμε είναι αυτός που αναφέρεται στις οικονομικές καταστάσεις της 30.06.2018.

Ακολούθως παρατίθενται τα αποτελέσματα της μεθόδου :

Προεξόφληση Ταμειακών Ροών

Προκύπτουσα Αποτίμηση ανά Μετοχή σε €		Παραδοχές	
Αισιόδοξο Σενάριο	1,01	Αύξηση Ελεύθερων Ταμειακών ροών στο διηνεκές	2,50%
		WACC	6,61%
Βασικό Σενάριο	0,66	Αύξηση Ελεύθερων Ταμειακών ροών στο διηνεκές	2,00%
		WACC	7,61%
Απαισιόδοξο Σενάριο	0,45	Αύξηση Ελεύθερων Ταμειακών ροών στο διηνεκές	1,50%
		WACC	8,61%

Πηγή : Business Plan Εταιρείας, επεξεργασία Αποτιμητή

Συμπέρασμα

Από την εφαρμογή της Μεθόδου Προεξόφλησης των Μελλοντικών Ταμειακών Ροών προκύπτει αποτίμηση, στο βασικό σενάριο, που ανέρχεται σε € 0,66 ανά μετοχή.

Επισημαίνουμε ότι το συμπέρασμα μας σε σχέση με την αποτίμηση της Εταιρείας προέκυψε από ιστορικά χρηματοοικονομικά στοιχεία αλλά και εκτιμήσεις και προβλέψεις μελλοντικών οικονομικών στοιχείων, οι οποίες ενδεχομένως να μην επαληθευτούν. Επιπλέον, η τιμή της μετοχής της Εταιρείας είναι δυνατό να επηρεαστεί από εξωγενείς παράγοντες, όπως ενδεικτικά οι γενικότερες χρηματιστηριακές συνθήκες.

3.2. Μέθοδος Β' – Σύγκριση Πολλαπλασιαστών/Δεικτών Κεφαλαιαγοράς Ομοειδών Εταιρειών (Relative Valuation Multiples)

Η μέθοδος αποτίμησης με αριθμοδείκτες κεφαλαιαγοράς, στηρίζεται στην παραδοχή ότι η αξία μιας εταιρείας μπορεί να προσεγγιστεί βάσει χρηματοοικονομικών δεικτών (πολλαπλασιαστών/multiples) που προκύπτουν από τις τρέχουσες χρηματιστηριακές αξίες που αποδίδουν καλά πληροφορημένοι και ορθολογικοί επενδυτές, σε μετοχές άλλων, ομοειδών και άμεσα συγκρίσιμων εταιρειών και σε συνδυασμό με τις προβλέψεις των βασικών οικονομικών μεγεθών τους από αναλυτές. Με τον υπολογισμό των δεικτών αυτών και την εφαρμογή τους στα οικονομικά μεγέθη της αποτιμώμενης εταιρείας δύναται να εκτιμηθεί η αξία της. Η μέθοδος αυτή εφαρμόζεται άμεσα στο πλαίσιο της καθημερινής χρηματιστηριακής πρακτικής και όχι στο πλαίσιο απόκτησης του ελέγχου πλειοψηφίας μίας εταιρείας (η οποία, συνήθως, απαιτεί την πληρωμή κάποιας υπεραξίας).

Η μέθοδος αυτή θεωρείται σημαντική εφόσον εξευρεθεί ένα δείγμα ομοειδών και άμεσα συγκρίσιμων εταιρειών. Ο χρηματοοικονομικοί δείκτες που προκύπτουν από τα οικονομικά μεγέθη και τις χρηματιστηριακές αξίες των εταιρειών που περιλαμβάνονται στο δείγμα των

συγκρίσιμων εταιρειών, πολλαπλασιαζόμενοι με τα αντίστοιχα οικονομικά μεγέθη της εταιρείας δίνουν μια εκτίμηση για την αποτίμησή της.

Εφαρμογή της μεθόδου στην Εταιρεία

Συγκεντρώσαμε στοιχεία αριθμοδεικτών ομοειδών εταιρειών από την ελληνική αγορά και το εξωτερικό, αξιολογώντας τρεις βασικούς δείκτες και συγκεκριμένα το δείκτη τιμή μετοχής προς κέρδη ανά μετοχή (P/E), τη σχέση κεφαλαιοποίησης προς ίδια κεφάλαια (P/BV), και τη σχέση αξίας επιχείρησης προς λειτουργικά κέρδη προ τόκων, αποσβέσεων και φόρων (EV/EBITDA). Επιπλέον σταθμίσαμε το δείγμα μας, και υπολογίσαμε το σταθμισμένο μέσο όρο των εν λόγω δεικτών και αφού εφαρμόσαμε συντελεστή απομείωσης 25% για να αποτυπώσουμε την σημαντικά μικρότερη κεφαλαιοποίηση της Εταιρείας σε σχέση με τις εταιρείες του δείγματος και τις ιδιαιτερότητες της ελληνικής αγοράς, καταλήξαμε σε μια αποτίμηση των μετοχών της Εταιρείας, ως εξής:

Πολλαπλασιαστές / Δείκτες Κεφαλαιαγοράς Ομοειδών Εταιρειών				
Όνομα Εταιρείας	Κεφαλαιοποίηση σε εκατ. €	EV/EBITDA	P/BV	P/E
Iaso	87,95	6,03	0,86	7,96
Athens Medical Centre	84,57	11,10	1,88	45,38
RHOEN-KLINIKUM AG	1.477,19	10,80	1,29	37,20
Mediclin AG	268,38	6,67	1,32	13,78
Korian SA	2.765,88	11,27	1,14	25,99
Fresenius Medical Care AG	23.256,72	8,61	2,04	17,56
Orpea	7.094,81	19,48	2,42	32,09
Capio AB	793,00	11,12	1,38	18,68
LNA Sante SA	474,62	11,46	2,34	18,18
Σταθμισμένος Μ.Ο. Συντελεστής Απομείωσης Προκύπτουσα Απομειωμένη Αποτίμηση ανά Μετοχή σε €	4.033,68	11,10	2,00 25%	21,89
		0,73	0,66	0,67
Συντελεστής Στάθμισης Αριθμοδείκτη		0,33	0,33	0,33
Σταθμισμένη Αποτίμηση ανά Μετοχή			0,69	€

Πηγή : Bloomberg, επεξεργασία Αποτιμητή

Συμπέρασμα

Από την εφαρμογή της Μεθόδου μέσω Σύγκρισης Πολλαπλασιαστών/Δεικτών Κεφαλαιαγοράς προκύπτει αποτίμηση, στο βασικό σενάριο, που ανέρχεται σε € 0,69 ανά μετοχή.

Η χρησιμότητα της μεθόδου αυτής ενδεχομένως περιορίζεται από τα χαρακτηριστικά των εταιρειών που περιλαμβάνονται στο δείγμα και κυρίως όσον αφορά το μέγεθος των εν λόγω εταιρειών, το εύρος των παρεχόμενων υπηρεσιών, την κεφαλαιακή τους διάρθρωση, την χώρα δραστηριοποίησης και το χρηματιστήριο στο οποίο είναι εισηγμένες.

3.3. Μέθοδος Γ' - Συγκρίσιμες Συναλλαγές Ομοειδών Εταιρειών (Global Comparable Transactions)

Η μέθοδος των συγκρίσιμων συναλλαγών στηρίζεται στην παραδοχή ότι η εκτίμηση της αξίας μιας εταιρείας μπορεί να προσεγγιστεί βάσει δεικτών αποτίμησης (πολλαπλασίων/multiples) που προκύπτουν από εξαγορές ομοειδών εταιρειών.

Σημαντική παράμετρος στην συγκεκριμένη μέθοδο είναι η επιλογή του κατάλληλου δείγματος συγκρίσιμων συναλλαγών. Κριτήρια επιλογής του δείγματος είναι ο βαθμός σχετικότητας των εταιρειών – στόχων με την υπό αποτίμηση εταιρεία, η χρονική εγγύτητα των εν λόγω συναλλαγών με την υπό εξέταση συναλλαγή και επιπλέον, η πληρότητα και ομοιογένεια της διαθέσιμης πληροφόρησης για τις συναλλαγές.

Εφαρμογή της μεθόδου στην Εταιρεία

Στη συγκεκριμένη μέθοδο χρησιμοποιήθηκαν οι δείκτες σχέση αξίας συναλλαγής (TV) προς λειτουργικά κέρδη προ τόκων, αποσβέσεων και φόρων (TV/EBITDA) και σχέση αξίας συναλλαγής (TV) προς Ίδια Κεφάλαια (TV/BookValue), για τις αναγγελθείσες και είτε πραγματοποιηθείσες είτε εκκρεμούσες συναλλαγές στον κλάδο των Νοσοκομείων (Medical-Hospital) στις αγορές της Ευρώπης και της Βόρειας Αμερικής, για τις οποίες υπάρχουν διαθέσιμα και συγκρίσιμα στοιχεία. Επιπλέον υπολογίσαμε το σταθμισμένο μέσο όρο των εν λόγω δεικτών και εφαρμόσαμε συντελεστή απομείωσης 25% για να αποτυπώσουμε τη σημαντικά μικρότερη κεφαλαιοποίηση της Εταιρείας σε σχέση με τις εταιρείες του δείγματος και τις ιδιαιτερότητες της ελληνικής αγοράς.

Η αποτίμηση με βάση τις συγκρίσιμες συναλλαγές αποτυπώνεται στον πίνακα που ακολουθεί:

Συγκρίσιμες Συναλλαγές Ομοειδών Εταιρειών

Απορροφώμενη Εταιρεία	Απορροφώσα Εταιρεία	Αξία Συναλλαγής σε εκατ. €	TV/EBITDA	TV/BookValue
LifePoint Health Inc	RegionalCare HP Inc	4.574,07	8,07	2,38
Cario AB	Ramsay Generale de Sante	1.154,40	10,80	2,02
Envision Healthcare Corp	KKR & Co Inc	8.060,03	15,66	1,47
Σταθμισμένος Μ.Ο. Συντελεστής Απομείωσης			12,74 25%	1,82
Προκύπτουσα Απομειωμένη Αποτίμηση ανά Μετοχή			1,15	0,60
Συντελεστής Στάθμισης Αριθμοδείκτη			0,50	0,50
Σταθμισμένη Αποτίμηση ανά Μετοχή			0,87	€

Πηγή : Bloomberg, επεξεργασία Αποτιμητή

Συμπέρασμα

Από την εφαρμογή της Μεθόδου των Συγκρίσιμων Συναλλαγών Ομοειδών Επιχειρήσεων προκύπτει αποτίμηση, στο βασικό σενάριο, που ανέρχεται σε € 0,87 ανά μετοχή.

Η χρησιμότητα της μεθόδου αυτής ενδεχομένως περιορίζεται από τα χαρακτηριστικά των εταιρειών που περιλαμβάνονται στο δείγμα και κυρίως όσον αφορά το μέγεθος των εν λόγω εταιρειών, το εύρος των παρεχόμενων υπηρεσιών και την κεφαλαιακή τους διάρθρωση.

3.4. Μέθοδος Δ' – Αποτίμηση με βάση τον Μέσο Οικονομικό Κύκλο (Mid-Cycle Fair Value)

Η μέθοδος αποτίμησης με βάση το μέσο οικονομικό κύκλο, στηρίζεται στην παραδοχή, ότι μια εταιρεία κατά την διάρκεια ενός κύκλου οικονομικής δραστηριότητας, ο οποίος ενδεικτικά μπορεί να προσεγγιστεί από χρονική περίοδο 10 ετών, εκτίθεται διαδοχικά και στην ανοδική και την καθοδική φάση. Χρησιμοποιώντας τους μέσους όρους ιστορικών χρηματοοικονομικών δεικτών και αντίστοιχων ιστορικών οικονομικών μεγεθών είναι εφικτή η εκτίμηση μίας 'μέσης' αντιπροσωπευτικής τιμής της αξίας της.

Εφαρμογή της μεθόδου στην Εταιρεία

ue

Στη συγκεκριμένη μέθοδο του μέσου οικονομικού κύκλου, υπολογίσαμε τον μέσο όρο των δεικτών Αξία Επιχείρησης προς Πωλήσεις (EV/Sales) και Τιμή προς Λογιστική Αξία (P/B) για την περίοδο των τελευταίων 10 ετών (2008-2017), που θεωρείται ένας πλήρης οικονομικός κύκλος δραστηριότητας και το μέσο όρο των πωλήσεων και της λογιστικής αξίας στην ίδια περίοδο. Στην πρώτη περίπτωση (EV/Sales), υπολογίσαμε την αποτίμηση της Εταιρείας ανά μετοχή, πολλαπλασιάζοντας το μέσο όρο του EV/Sales με το μέσο όρο των πωλήσεων και αφού αφαιρέσαμε το μέσο όρο του καθαρού δανεισμού (Net Debt) της ίδιας χρονικής περιόδου και διαιρέσαμε με τον συνολικό αριθμό μετοχών. Στη δεύτερη περίπτωση (P/B) ακολουθήσαμε την ίδια μέθοδο, πολλαπλασιάζοντας αυτή τη φορά το μέσο (P/B) με το μέσο όρο του B της ίδιας χρονικής περιόδου.

Αποτίμηση 10ετούς Οικονομικού Κύκλου

Μέση Αξία Μεγεθών 10ετούς Κύκλου (Μέσοι Όροι) σε εκατ. € / πολλαπλασιαστές x					
EV/Sales	1,22	x		P/B	0,58 x
Sales	243,66	εκατ.		B	238,44 εκατ.
Καθαρός Δανεισμός	157,5				
Αριθμός Μετοχών	305,7	εκατ.			
				Σύμφωνα Με	
			EV/Sales	P/B	
Προκύπτουσα Αξία Εταιρείας	138,8	εκατ.		138,2	εκατ.
Αξία ανά Μετοχή	0,45	€		0,45	€
Συντελεστής Στάθμισης					
Αριθμοδείκτη	50%			50%	
Σταθμισμένη Αποτίμηση	0,45	€			

Πηγή : Bloomberg, επεξεργασία Αποτιμητή

Συμπέρασμα

Από την εφαρμογή της Μεθόδου Αποτίμησης με βάση τον Μέσο Οικονομικό Κύκλο προκύπτει αποτίμηση, στο βασικό σενάριο, που ανέρχεται σε € 0,45 ανά μετοχή.

Η χρησιμότητα της μεθόδου αυτής ενδεχομένως περιορίζεται από τα χαρακτηριστικά του συγκεκριμένου οικονομικού κύκλου των τελευταίων δέκα (10) ετών και τον βαθμό στον οποίο προσιδιάζει στην κανονικοποιημένη μορφή ενός πλήρη οικονομικού κύκλου καθώς και στην μεταβλητότητα των οικονομικών μεγεθών και κυρίως των αποτελεσμάτων χρήσης των εταιρειών.

4. Σύνοψη Έκθεσης

Τα αποτελέσματα της εργασίας της αποτίμησης της μετοχής της Εταιρείας όπως προκύπτουν με βάση την εφαρμογή των μεθόδων που χρησιμοποιήθηκαν συνοψίζονται ως εξής:

Μέθοδος	Έκθεση Συμβούλου / Αποτίμηση Ανά Μετοχή σε €
Μέθοδος Α' - Προεξόφληση Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flow)	0,66
Μέθοδος Β' – Σύγκριση Πολλαπλασιαστών/Δεικτών Κεφαλαιαγοράς Ομοειδών Εταιρειών (Relative Valuation Multiples)	0,69
Μέθοδος Γ' - Συγκρίσιμες Συναλλαγές Ομοειδών Εταιρειών (Global Comparable Transactions)	0,87
Μέθοδος Δ' – Αποτίμηση με βάση τον Μέσο Οικονομικό Κύκλο (Mid-Cycle Fair Value)	0,45

Πηγή : Bloomberg, επεξεργασία Αποτιμητή

Χρησιμοποιώντας τα αποτελέσματα όπως προέκυψαν από την εφαρμογή κάθε μεθοδολογίας και εφαρμόζοντας, κατά την κρίση μας, συντελεστές στάθμισης στα αποτελέσματα αυτών, προκύπτει η τελική αποτίμηση, η οποία ανέρχεται σε €0,69 ανά μετοχή, όπως φαίνεται στον πίνακα που ακολουθεί :

Μέθοδος	Αποτίμηση Ανά Μετοχή	Συντελεστής Στάθμισης
Προεξόφληση Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flow)	0,66	50%
Σύγκριση Πολλαπλασιαστών/Δεικτών Κεφαλαιαγοράς Ομοειδών Εταιρειών (Relative Valuation Multiples)	0,69	20%
Συγκρίσιμες Συναλλαγές Ομοειδών Εταιρειών (Global Comparable Transactions)	0,87	20%
Αποτίμηση με βάση τον Μέσο Οικονομικό Κύκλο (Mid-Cycle Fair Value)	0,45	10%
Σταθμισμένη Αποτίμηση σε €	0,69	100%

Πηγή : Bloomberg, επεξεργασία Αποτιμητή

Όπως προκύπτει από τον ανωτέρω πίνακα, έχει δοθεί ιδιαίτερη βαρύτητα στα αποτελέσματα της μεθοδολογίας Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών, καθώς η μέθοδος αυτή ενδείκνυται για την αποτύπωση της δυναμικής και των προοπτικών μίας εταιρείας με τη χρήση θεμελιωδών μεγεθών. Αντίθετα, έχει δοθεί μικρότερη βαρύτητα στις μεθοδολογίες Δεικτών Κεφαλαιαγοράς Ομοειδών Εταιρειών και Συγκρίσιμων Συναλλαγών Ομοειδών Εταιρειών, καθώς οι μεθοδολογίες αυτές λαμβάνουν υπόψη χρηματοοικονομικά στοιχεία εταιρειών ανόμοιου μεγέθους οι οποίες επιπλέον δραστηριοποιούνται σε αγορές με διαφορετικά χαρακτηριστικά, δυναμική, χαρακτηριστικά κινδύνου αλλά και νομικό / ρυθμιστικό πλαίσιο. Περαιτέρω, έχει δοθεί ακόμη μικρότερη βαρύτητα στη μεθοδολογία Αποτίμησης με βάση τον Μέσο Οικονομικό Κύκλο, καθώς η συγκεκριμένη μεθοδολογία βασίζεται περισσότερο σε ιστορικά στοιχεία, παρά σε τρέχοντα στοιχεία ή στοιχεία που αναμένεται να επικρατήσουν.

Επισημαίνουμε ότι στο αποτέλεσμα της παρούσας αποτίμησης ενέχεται το στοιχείο της υποκειμενικότητας που συνδέεται με τις αβεβαιότητες που σχετίζονται με α) τις παραδοχές που χρησιμοποιήσαμε και τις εκτιμήσεις και προβλέψεις που μας παρασχέθηκαν και β) τις μεθόδους αποτίμησης που χρησιμοποιήσαμε, οι οποίες όπως και οποιεσδήποτε άλλες μέθοδοι αποτίμησης έχουν τους περιορισμούς τους, στους οποίους αναφερθήκαμε στις αντίστοιχες ενότητες.

5. Ρήτρα Μη Ευθύνης

Η παρούσα Έκθεση εκπονήθηκε από τον Αποτιμητή προκειμένου να κατατεθεί στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και να δημοσιοποιηθεί σύμφωνα με τις διατάξεις των παρ. 6 και 7 του Ν. 3461/2006 που προστέθηκαν με την παράγραφο 2 του άρθρου 108 του Ν. 4514/2018. Η Έκθεση δε συνιστά πρόταση ή σύσταση για τη διενέργεια οποιασδήποτε συναλλαγής επί

χρηματοπιστωτικών μέσων στα οποία αναφέρεται, ούτε αποτελεί πρόταση για την οργάνωση, αναδοχή, χρηματοδότηση, επένδυση ή οποιασδήποτε άλλης φύσεως δέσμευση για την παροχή κεφαλαίων στην Εταιρεία ή εταιρεία συνδεδεμένη με αυτήν και έχει συνταχθεί για τον πιο πάνω λόγο και μόνο.

Θεωρήσαμε για τους σκοπούς της παρούσας Έκθεσης, ότι όλες οι πληροφορίες που μας παρασχέθηκαν είναι αληθείς, πλήρεις και ακριβείς ως προς τα ουσιώδη στοιχεία τους, και δεν έχουμε προβεί σε ανεξάρτητη επιβεβαίωση ή επαλήθευση των πληροφοριών αυτών. Σε σχέση με τις ιστορικές επιχειρηματικές και χρηματοοικονομικές πληροφορίες που τέθηκαν υπόψη μας υποθέσαμε ότι οι πληροφορίες αυτές έχουν συγκεντρωθεί κατά εύλογο τρόπο σύμφωνα με αδιαλείπτως εφαρμοζόμενα πρότυπα και απεικονίζουν με ακρίβεια και πληρότητα την πραγματική επιχειρηματική και οικονομική θέση της Εταιρείας και του ομίλου της κατά την ημερομηνία στην οποία αναφέρονται. Σχετικά με τις πληροφορίες και προβλέψεις που τέθηκαν υπόψη μας και αναφέρονται στο μέλλον, υποθέσαμε ότι αυτές έχουν διατυπωθεί κατά εύλογο τρόπο στη βάση των καλύτερων διαθέσιμων εκτιμήσεων και κρίσεων της διοίκησης της Εταιρείας, κατά την ημερομηνία της παρούσας, αναφορικά με την μελλοντική απόδοση της Εταιρείας και του ομίλου της,

Η Έκθεση μας βασίζεται στις χρηματοοικονομικές και οικονομικές συνθήκες και στις συνθήκες αγοράς, όπως υφίστανται και μπορούν να εκτιμηθούν κατά την ημερομηνία της παρούσας και δεν εκφράζουμε γνώμη για το εάν οι συνθήκες αυτές θα συνεχίσουν να υφίστανται ή για το ποια επίδραση θα είχε τυχόν αλλαγή στις συνθήκες αυτές επί των απόψεων που εκφράζονται στην παρούσα. Οι απόψεις, επίσης, που εκφράζονται στην παρούσα Έκθεση τελούν υπό την επιφύλαξη αβεβαιοτήτων που σχετίζονται με σημαντικούς παράγοντες, όπως εξελίξεις στο νομικό, φορολογικό, ρυθμιστικό και κανονιστικό πλαίσιο, στο μακροοικονομικό και χρηματοοικονομικό περιβάλλον, στις ευρύτερες συνθήκες των κεφαλαιαγορών στην Ελλάδα και το εξωτερικό, καθώς και στην μελλοντική διαμόρφωση των συνθηκών αγοράς (προσφορά, ζήτηση, κόστος, ένταση ανταγωνισμού) στον κλάδο δραστηριοποίησης της Εταιρείας, καθώς και τυχόν αλλαγές που θα προωθήσει στην επιχειρηματική δομή και υπόδειγμα λειτουργίας της Εταιρείας ο υποψήφιος αγοραστής. Γεγονότα, τα οποία συμβαίνουν μετά την ημερομηνία της παρούσας ενδέχεται να επηρεάσουν το αντικείμενο και τις παραδοχές που χρησιμοποιήσαμε για την κατάρτιση της και δεν αναλαμβάνουμε καμία υποχρέωση για επικαιροποίηση ή αναθεώρηση των εμπεριεχομένων πληροφοριών.

Για την ΚΥΚΛΟΣ Χρηματοπιστηριακή ΑΕΠΕΥ

Αναστάσιος Σταματοπούλος

Πρόεδρος & Διευθύνων Σύμβουλος