

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

Αθήνα 28 Μαΐου 2004

**Προς
Το Διοικητικό Συμβούλιο της
ΕΛΤΟΝ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΕΜΠΟΡΙΟΥ Α.Ε.Β.Ε.
Ανδρέου Μεταξά 5
Κάτω Κηφισιά**

**ΕΚΘΕΣΗ
ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ
ΕΛΤΟΝ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΕΜΠΟΡΙΟΥ ΑΕΒΕ
Της 31/12/03**

1. Εντολή και σκοπός της εργασίας

Η εργασία αυτή συντάχθηκε με βάση το από 1.4.2004 έγγραφο της Εταιρείας ΕΛΤΟΝ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΕΜΠΟΡΙΟΥ Α.Ε.Β.Ε.

2. Σκοπός του έργου

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η εκτίμηση της εύλογης αγοραίας αξίας της εταιρείας, 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 συγχωνευόμενης με απορρόφηση εταιρείας "ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΧΗΜΙΚΗΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ Α.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

β : 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 δεκαετούς 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 Δινηκέες

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

Αξία Επιχείρησης = Παρούσα Αξία Μελλοντικών Ταμειακών Ροών + Παρούσα Αξία στο δινηκέες (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 δινηκέες 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 δινηκέες, 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 επιχείρησής. 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 ΕΛΤΟΝ 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 ΕΛΤΟΝ ΧΗΜΙΚΑ Α.Ε.Β.Ε., ιδρύθηκε το 1981, από μετατροπή της προϋφισταμένης εταιρείας ΕΛΤΟΝ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΧΗΜΙΚΑ ΕΠΕ έχοντας ως σκοπό την εισαγωγή, εξαγωγή, αντιπροσώπευση και εμπορία χημικών Α' υλών, ετοιμών πάσης φύσεως χημικών προϊόντων και βιομηχανικών μηχανημάτων.

Αρχικά η Εταιρεία δραστηριοποιείται στον τομέα εμπορίας χημικών Α' υλών για την παραγωγή φαρμάκων και καλλυντικών.

Το 1986 οι δραστηριότητές της επεκτείνονται στην εμπορία Α' υλών και ειδικών προϊόντων για τον κλάδο τροφίμων. Αρχικά η εταιρεία ενεργοποιείται στους χώρους της αρτοποιίας, σοκολατοποιίας, γαλακτοκομικών, επεξεργασίας σταφίδας και αλλαντοποιίας. Πολύ σύντομα ακολουθεί η δραστηριοποίηση στα οινολογικά προϊόντα.

Το 1989 τα γραφεία και η αποθήκη της εταιρείας μεταφέρονται σε ιδιόκτητες, σύγχρονες εγκαταστάσεις στην Κάτω Κηφισιά. Η συνύπαρξη των δύο λειτουργιών στον ίδιο χώρο ωφέλησε σε μεγάλο βαθμό την εξυπηρέτηση των πελατών και την εσωτερική οργάνωση της εταιρείας, ενώ η επιλογή του χώρου με άμεση πρόσβαση στον κυριότερο οδικό άξονα της χώρας διευκολύνει σημαντικά την διανομή των προϊόντων.

Το 1990 δημιουργείται το τμήμα Πωλήσεων Βιομηχανικών Προϊόντων, με αρχική δραστηριοποίηση στην εμπορία Α' υλών για την παραγωγή χρωμάτων. Πολύ γρήγορα, το τμήμα εξαπλώνει τις δραστηριότητες του στον χώρο της εμπορίας προϊόντων για την παραγωγή απορρυπαντικών, βερνικιών, συγκολλητικών και μελανιών.

Το 1993 ενισχύεται η παρουσία της εταιρείας στην Βόρεια Ελλάδα με την εγκατάσταση Γραφείου Πωλήσεων στην Θεσσαλονίκη.

Το 1996, διπλασιάζεται σε έκταση ο αποθηκευτικός χώρος στην Κάτω Κηφισιά, σε οικόπεδο εφαιπτόμενο στο αρχικό. Στο τέλος της ίδιας χρονιάς αγοράζεται οικόπεδο στην Βιομηχανική Περιοχή Θεσσαλονίκης στην Σίνδο, στο οποίο αρχίζει η ανέγερση κτιρίου κέντρου διανομής και γραφείων το 1998. Το κτίριο ολοκληρώνεται το 1999 και στεγάζει πλέον τις δραστηριότητες της εταιρείας στην Βόρεια Ελλάδα.

Το 2001 και στα πλαίσια της συνεχούς προσπάθειας για βελτίωση των παρεχομένων προϊόντων και υπηρεσιών, η εταιρεία πιστοποιήθηκε για την εφαρμογή του συστήματος Διασφάλισης Ποιότητας σύμφωνα με τις απαιτήσεις του προτύπου ISO 9002.

Η όλη πορεία της Εταιρείας χαρακτηρίζεται από δυναμικότητα αλλά και από συστηματική προσπάθεια ερμηνείας του σύγχρονου επιχειρηματικού πλαισίου, πρόβλεψης των μελλοντικών εξελίξεων, και εκμετάλλευσης των κατάλληλων ευκαιριών στον σωστό χρόνο. Βασική δέσμευση αλλά και πυξίδα των δραστηριοτήτων της Εταιρείας, είναι η πλήρης κάλυψη των ιδιαίτερων αναγκών των πελατών της, έτσι όπως αυτές διαμορφώνονται από την ζήτηση των αγορών και από τα νεότερα επιστημονικά επιτεύγματα, και η ανάπτυξη και διατήρηση μακροχρόνιων επιχειρηματικών σχέσεων, βασισμένων στην εμπιστοσύνη, τόσο με τους πελάτες όσο και με τους προμηθευτές της.

6. Αντικείμενο Δραστηριότητας

Η Εταιρεία δραστηριοποιείται στον κλάδο εμπορίας χημικών προϊόντων, τα οποία χρησιμεύουν κυρίως ως πρώτες ύλες σε διάφορους κλάδους της βιομηχανίας. Μικρό μέρος του Κύκλου Εργασιών αφορά σε έσοδα από παροχή υπηρεσιών, και συγκεκριμένα σε προμήθειες μεσιτειών από πώληση προϊόντων οίκων που αντιπροσωπεύει η Εταιρεία.

7. Συμμετοχές

Η ELTON Διεθνούς Εμπορίου ΑΕΒΕ συμμετέχει στις παρακάτω εταιρείες:

α) ELTON CORPORATION S.A.

| | |
|--------------------|---|
| Έτος ίδρυσης | : 1997 |
| Έδρα | : Camplilui street 5, Pantelimon, Romania |
| Μετοχικό Κεφάλαιο | : 24.337.700.000 λεί |
| Ποσοστό συμμετοχής | : 99,984% |
| Είδος Μετοχών | : Ονομαστικές |

Η ELTON CORPORATION S.A. έχει σαν αντικείμενό της τις εισαγωγές, εξαγωγές, την αντιπροσώπευση και εμπορία χημικών πρώτων υλών, χημικών έτοιμων προϊόντων οποιασδήποτε φύσεως και βιομηχανικών μηχανημάτων και πέραν τούτου ο σκοπός της επεκτείνεται σε πλείστα αντικείμενα εμπορίας προϊόντων και παροχής υπηρεσιών.

β) ELTON CORPORATION LTD

| | |
|-------------------|--|
| Έτος ίδρυσης | : 2000 |
| Έδρα | : Sitnjakovo Blvd. 39A, Sofia 1505, Bulgaria |
| Μετοχικό Κεφάλαιο | : 54.900 BGL |
| Εταίροι | : ELTON ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΕΜΠΟΡΙΟΥ ΑΕΒΕ (100%) |

Η ELTON CORPORATION LTD έχει σαν αντικείμενό της τις εισαγωγές, εξαγωγές, εμπορία χημικών πρώτων υλών, έτοιμων χημικών προϊόντων, και βιομηχανικών μηχανημάτων, επεξεργασία διαφόρων χημικών και βιομηχανικών προϊόντων, αντιπροσώπευση οποιονδήποτε εταιριών στη χώρα και στο εξωτερικό με το ίδιο ή παρόμοιο αντικείμενο δραστηριότητας, συμμετοχή ή συνεργασία με οποιονδήποτε τρόπο με άλλες εταιρείες ή με φυσικά πρόσωπα, εμπορικές πράξεις οποιουδήποτε είδους, εκτός των απαγορευμένων από τον νόμο.

γ) ELTON CORPORATION DOO (Belgrade)

Έτος ίδρυσης : 2002
Έδρα : Bulevar Vojvode Misica 17, Belgrade
Μετοχικό Κεφάλαιο : 5.000 \$
Εταίροι : ELTON ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΕΜΠΟΡΙΟΥ Α.Ε.Β.Ε. (80%),
Nebojsa Bajavic (20%)

Η ELTON CORPORATION DOO έχει σαν αντικείμενό της τις εισαγωγές, εξαγωγές, εμπορία χημικών πρώτων υλών, έτοιμων χημικών προϊόντων, και βιομηχανικών μηχανημάτων, επεξεργασία διαφόρων χημικών και βιομηχανικών προϊόντων, αντιπροσώπευση οποιονδήποτε εταιριών στη χώρα και στο εξωτερικό με το ίδιο ή παρόμοιο αντικείμενο δραστηριότητας, συμμετοχή ή συνεργασία με οποιονδήποτε τρόπο με άλλες εταιρείες ή με φυσικά πρόσωπα, εμπορικές πράξεις οποιουδήποτε είδους, εκτός των απαγορευμένων από τον νόμο.

δ) ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΧΗΜΙΚΗΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ Α.Ε.

Έτος ίδρυσης : 1996
Έδρα : ΒΙΠΑ Αυλώνα Αττικής, Θέση Ντράσεζα
Μετοχικό Κεφάλαιο : 8.691.357,36 Ευρώ
Ποσοστό συμμετοχής : 52%

Η εταιρεία ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ ΧΗΜΙΚΑ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ από τον αποσχισθέν κλάδο εμπορίας χημικών προϊόντων της οποίας προήλθε η ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΧΗΜΙΚΗΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ, λειτουργούσε από το 1968 με την παραπάνω νομική μορφή και 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 ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΑ είναι η παλαιότερη και μια από τις μεγαλύτερες εταιρείες στον κλάδο, με ετήσιο κύκλο εργασιών περίπου 22.000.000 ευρώ. 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:

ε) 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.

στ) ΑΓΚΡΙΠΛΑΣ ΕΠΕ

| | |
|--------------------|---|
| Έτος ίδρυσης | : 1997 |
| Έδρα | : ΒΙΠΑ ΑΥΛΩΝΑ ΑΤΤΙΚΗΣ, ΘΕΣΗ ΝΤΡΑΣΕΖΑ |
| Μετοχικό Κεφάλαιο | : 17.608,22 € |
| Ποσοστό συμμετοχής | : 34,67% έμμεση συμμετοχή (ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΧΗΜΙΚΗΣ ΒΙΟΜ/ΝΙΑΣ ΑΕ) |

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 ΕΛΤΟΝ 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 την νέα καθαρή θέση. Σύμφωνα λοιπόν με τον τελευταίο δημοσιεύμενο ισολογισμό της προαναφερθείσας ημερομηνίας, η αξία των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας ανέρχεται σε ευρώ 14.076.235,08. 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 συνδεδεμένες επιχειρήσεις που δεν είναι εισηγμένες στο Χ.Α. κατά ευρώ 6.328.000,00 περίπου διότι η αποτίμηση αυτών κατά την 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 300.000,00 περίπου που αφορούν σε μη σχηματισθείσα επί πλέον πρόβλεψη επισφαλών απαιτήσεων.
- Αύξηση των προβλέψεων για κινδύνους και έξοδα κατά ευρώ 136.000,00 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 70.000,00 περίπου που ενδέχεται να προκύψουν στο μέλλον από φορολογικούς ελέγχους.

Βάσει των ανωτέρω η αναπροσαρμοσμένη καθαρή θέση της εταιρείας την 31.12.2003 προσδιορίζεται στο ποσό των ευρώ 7.242.235,08.

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 ΕΛΤΟΝ 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 προβλεπόμενων 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 .

Περισσότερες πληροφορίες για την μέθοδο που εφαρμόστηκε για την ανάλυση των προβλεπόμενων χρηματοοικονομικών μεγεθών της ΕΛΤΟΝ ΑΕ 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>18,62</u> | <u>18,63</u> | <u>20,17</u> | <u>21,75</u> | <u>21,33</u> | <u>21,49</u> |
| <u>Μικτό Κέρδος (σε</u> | | | | | | |
| <u>εκατ. €)</u> | <u>4.297</u> | <u>4.508</u> | <u>5.180</u> | <u>6.030</u> | <u>6.400</u> | <u>7.200</u> |

Παραδοχές Προβλέψεων Εξόδων Διοίκησης και Διάθεσης

Τα έξοδα Διοίκησης και Διάθεσης (προ αποσβέσεων) στη χρήση 2003 ανέχονται σε 8,5% 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>8,50</u> | <u>8,26</u> | <u>8,15</u> | <u>8,24</u> | <u>7,90</u> | <u>7,85</u> |
| <u>Σύνολο εξόδων Διοίκησης</u> | | | | | | |
| <u>& Διάθεσης σε εκατ. €</u> | <u>1.961</u> | <u>2.100</u> | <u>2.200</u> | <u>2.400</u> | <u>2.500</u> | <u>2.760</u> |

Παραδοχές Εκτίμησης Κεφαλαίου Κίνησης

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

Απαιτήσεις/Κύκλος εργασιών ήτοι 44,6%

Βραχ/σμες υποχρεώσεις (χωρίς τραπεζικό δανεισμό, μερίσματα κλπ)/ Κόστος πωληθέντων ήτοι 37,3%

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

Αναμενόμενες επενδύσεις

Η ELTON AE, 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

ΕΛΤΟΝ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΕΜΠΟΡΙΟΥ ΑΕΒΕ

Ισολογισμοί ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ

ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ

| | <u>χρ. 2003</u> | <u>χρ. 2004</u> | <u>χρ. 2005</u> | <u>χρ. 2006</u> | <u>χρ. 2007</u> | <u>χρ. 2008</u> |
|------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 4. Λοιπά έξοδα εγκαταστάσεως | 217.136,82 | 84.136,82 | 29.136,82 | 14.136,82 | 0,00 | 0,00 |

ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ

| | | | | | | |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Ενσώματες ακινητοποιήσεις | 2.158.946,44 | 2.211.946,44 | 2.256.946,44 | 2.291.946,44 | 2.316.946,44 | 2.331.946,44 |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|

Συμμετοχές και άλλες μακροπρόθεσμες

| | | | | | | |
|-------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| χρηματοοικονομικές απαιτήσεις | 11.732.616,88 | 11.732.616,88 | 11.732.616,88 | 11.732.616,88 | 11.732.616,88 | 11.732.616,88 |
|-------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|

ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ

| | | | | | | |
|-----------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Αποθέματα | 3.923.179,77 | 4.115.531,86 | 4.284.500,00 | 4.535.300,00 | 4.932.400,00 | 5.496.700,00 |
|-----------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|

| | | | | | | |
|------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Απαιτήσεις | 10.297.478,86 | 10.792.818,36 | 11.453.989,80 | 12.367.563,83 | 13.378.901,64 | 14.541.000,00 |
|------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|

| | | | | | | |
|-----------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|---------------------|
| Διαθέσιμα | <u>64.946,21</u> | <u>64.946,21</u> | <u>64.946,21</u> | <u>64.946,21</u> | <u>64.946,21</u> | <u>2.006.735,11</u> |
|-----------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|---------------------|

| | | | | | | |
|--|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Σύνολο κυκλοφορούντος Ενεργητικού | <u>14.285.604,84</u> | <u>14.973.296,43</u> | <u>15.803.436,01</u> | <u>16.967.810,04</u> | <u>18.376.247,85</u> | <u>22.044.435,11</u> |
|--|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|

| | | | | | | |
|---------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|
| ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ | <u>28.394.304,98</u> | <u>29.001.996,57</u> | <u>29.822.136,15</u> | <u>31.006.510,18</u> | <u>32.425.811,17</u> | <u>36.108.998,43</u> |
|---------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|

ΠΑΘΗΤΙΚΟ

Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις

| | | | | | | |
|-------------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| Φόρος Εισοδήματος | 641.410,06 | 667.478,53 | 913.185,22 | 1.176.649,69 | 1.294.912,74 | 1.489.600,00 |
|-------------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|

| | | | | | | |
|----------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|------|
| Τράπεζες | 6.230.729,03 | 5.232.435,10 | 3.809.397,00 | 2.097.500,00 | 285.000,00 | 0,00 |
|----------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|------|

| | | | | | | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Λοιπές Υποχρεώσεις | 7.004.630,35 | 7.344.944,42 | 7.646.500,00 | 8.094.100,00 | 8.802.800,00 | 9.809.900,00 |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|

| | | | | | | |
|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Προβλέψεις | 440.485,65 | 440.485,65 | 440.485,65 | 440.485,65 | 440.485,65 | 440.485,65 |
|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|

| | | | | | | |
|----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις | <u>814,81</u> | <u>814,81</u> | <u>814,81</u> | <u>814,81</u> | <u>814,81</u> | <u>814,81</u> |
|----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|

| | | | | | | |
|-------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ | <u>14.318.069,90</u> | <u>13.686.158,51</u> | <u>12.810.382,68</u> | <u>11.809.550,15</u> | <u>10.824.013,20</u> | <u>11.740.800,46</u> |
|-------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|

| | | | | | | |
|--------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|
| ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ | <u>14.076.235,08</u> | <u>15.315.838,06</u> | <u>17.011.753,47</u> | <u>19.196.960,03</u> | <u>21.601.797,97</u> | <u>24.368.197,97</u> |
|--------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|

ΙΑνάλυση Καθαρής Θέσης

ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

| | | | | | | |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Κεφάλαιο (μετοχικό) | 10.270.560,00 | 10.270.560,00 | 10.270.560,00 | 10.270.560,00 | 10.270.560,00 | 10.270.560,00 |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|

| | | | | | | |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο | 611.310,10 | 611.310,10 | 611.310,10 | 611.310,10 | 611.310,10 | 611.310,10 |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|------------|

| | | | | | | |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| Αποθεματικά κεφάλαια | 2.017.195,17 | 3.194.364,98 | 4.433.967,96 | 6.129.883,37 | 8.315.089,93 | 10.719.927,87 |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|

| | | | | | | |
|------------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| Καθάρά κέρδη χρήσεως εις νέο | <u>1.177.169,81</u> | <u>1.239.602,98</u> | <u>1.695.915,41</u> | <u>2.185.206,56</u> | <u>2.404.837,94</u> | <u>2.766.400,00</u> |
|------------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|

| | | | | | | |
|-------------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|
| Σύνολο ιδίων κεφαλαίων | <u>14.076.235,08</u> | <u>15.315.838,06</u> | <u>17.011.753,47</u> | <u>19.196.960,03</u> | <u>21.601.797,97</u> | <u>24.368.197,97</u> |
|-------------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|

ΕΛΤΟΝ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΕΜΠΟΡΙΟΥ ΑΕΒΕ

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 | 23.069.882,60 | 24.200.000,00 | 25.680.000,00 | 27.730.000,00 | 30.000.000,00 | 33.500.000,00 |
| % μεταβολής | -4,11 | 4,90 | 6,12 | 7,98 | 8,19 | 11,67 |
| Μείον: Κόστος πωλήσεων | 18.773.264,51 | 19.691.540,00 | 20.500.000,00 | 21.700.000,00 | 23.600.000,00 | 26.300.000,00 |
| Μικτά αποτ/τα (κέρδη) εκμ/σης | 4.296.618,09 | 4.508.460,00 | 5.180.000,00 | 6.030.000,00 | 6.400.000,00 | 7.200.000,00 |
| % επί των πωλήσεων | 18,62 | 18,63 | 20,17 | 21,75 | 21,33 | 21,49 |
| Πλέον: Άλλα έσοδα εκμ/σης | 1.000,00 | 1.000,00 | 1.000,00 | 1.000,00 | 1.000,00 | 1.000,00 |
| ΜΕΙΟΝ: | | | | | | |
| Έξοδα διοικ. λειτουργίας & λειτουργίας διαθέσεως | 1.961.308,29 | 2.100.000,00 | 2.200.000,00 | 2.400.000,00 | 2.500.000,00 | 2.760.000,00 |
| ΚΠΦΤΑ | 2.336.309,80 | 2.409.460,00 | 2.981.000,00 | 3.631.000,00 | 3.901.000,00 | 4.441.000,00 |
| % επί των πωλήσεων | 10,13 | 9,96 | 11,61 | 13,09 | 13,00 | 13,26 |
| Αποσβέσεις | 279.462,89 | 280.000,00 | 210.000,00 | 180.000,00 | 189.136,82 | 185.000,00 |
| ΚΠΦΤ | 2.056.846,91 | 2.129.460,00 | 2.771.000,00 | 3.451.000,00 | 3.711.863,18 | 4.256.000,00 |
| % επί των πωλήσεων | 8,92 | 8,80 | 10,79 | 12,45 | 12,37 | 12,70 |
| Τόκοι Συμμετοχές & Έκτακτα | 231.360,93 | 222.378,49 | 161.899,37 | 89.143,75 | 12.112,50 | 0,00 |
| ΚΠΦ | 1.825.485,98 | 1.907.081,51 | 2.609.100,63 | 3.361.856,25 | 3.699.750,68 | 4.256.000,00 |
| % επί των πωλήσεων | 7,91 | 7,88 | 10,16 | 12,12 | 12,33 | 12,70 |
| Φόρος εισοδήματος | 648.316,17 | 667.478,53 | 913.185,22 | 1.176.649,69 | 1.294.912,74 | 1.489.600,00 |
| Καθαρά Κέρδη | 1.177.169,81 | 1.239.602,98 | 1.695.915,41 | 2.185.206,56 | 2.404.837,94 | 2.766.400,00 |
| % επί των πωλήσεων | 5,10 | 5,12 | 6,60 | 7,88 | 8,02 | 8,26 |

ΕΛΤΟΝ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΕΜΠΟΡΙΟΥ ΑΕΒΕ

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 | 2.056.846,91 | 2.129.460,00 | 2.771.000,00 | 3.451.000,00 | 3.711.863,18 | 4.256.000,00 |
| % μεταβολής | 1,39 | 3,53 | 30,13 | 24,54 | 7,56 | 14,66 |
| πλέον : Αποσβέσεις | 279.082,23 | 280.000,00 | 210.000,00 | 180.000,00 | 189.136,82 | 185.000,00 |
| (Αύξηση) / Μείωση σε Κεφάλαιο Κίνησης | -864.707,38 | -347.377,52 | -528.584,00 | -716.774,03 | -699.737,81 | -719.298,36 |
| Λειτουργικές ταμειακές ροές | 1.471.221,76 | 2.062.082,48 | 2.452.416,00 | 2.914.225,97 | 3.201.262,19 | 3.721.701,64 |
| % μεταβολής | | 40,16 | 18,93 | 18,83 | 9,85 | 16,26 |
| Έκτακτα έσοδα | 33.505,18 | 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 | -1.398.860,76 | -200.000,00 | -200.000,00 | -200.000,00 | -200.000,00 | -200.000,00 |
| Φόρος | -728.071,22 | -641.410,06 | -667.478,53 | -913.185,22 | -1.176.649,69 | -1.294.912,74 |
| Ελεύθερες ταμειακές ροές | -622.205,04 | 1.220.672,42 | 1.584.937,47 | 1.801.040,75 | 1.824.612,50 | 2.226.788,90 |
| % μεταβολής | | -296,18 | 29,84 | 13,63 | 1,31 | 22,04 |
| Πλήρωμή μερίσματος | -322.009,80 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Υπόλοιπο προηγούμενου έτους | -4.956.701,87 | -6.165.782,82 | -5.167.488,89 | -3.744.450,79 | -2.032.553,79 | -220.053,79 |
| Υπόλοιπο έτους προ τόκων | -5.900.916,71 | -4.945.110,40 | -3.582.551,42 | -1.943.410,04 | -207.941,29 | 2.006.735,11 |
| Μεταβολή σε μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Τόκοι & συμμετοχές | -264.866,11 | -222.378,49 | -161.899,37 | -89.143,75 | -12.112,50 | 0,00 |
| Τελικό Υπόλοιπο | -6.165.782,82 | -5.167.488,89 | -3.744.450,79 | -2.032.553,79 | -220.053,79 | 2.006.735,11 |

1. ΣΥΝΤΗΡΗΤΙΚΟ ΣΕΝΑΡΙΟ

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ

| | | | | | | |
|------------------------------|------------|-----------|-----------|-----------|------|------|
| 4. Λοιπά έξοδα εγκαταστάσεως | 217.136,82 | 84.136,82 | 29.136,82 | 14.136,82 | 0,00 | 0,00 |
|------------------------------|------------|-----------|-----------|-----------|------|------|

ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ

| | | | | | | |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Ενσώματες ακινητοποιήσεις | 2.158.946,44 | 2.211.946,44 | 2.256.946,44 | 2.291.946,44 | 2.316.946,44 | 2.331.946,44 |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|

| | | | | | | |
|-------------------------------------|--|--|--|--|--|--|
| Συμμετοχές και άλλες μακροπρόθεσμες | | | | | | |
|-------------------------------------|--|--|--|--|--|--|

| | | | | | | |
|-------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| χρηματοοικονομικές απαιτήσεις | 11.732.616,88 | 11.732.616,88 | 11.732.616,88 | 11.732.616,88 | 11.732.616,88 | 11.732.616,88 |
|-------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|

ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ

| | | | | | | |
|-----------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Αποθέματα | 3.923.179,77 | 3.909.755,27 | 4.070.275,00 | 4.308.535,00 | 4.685.780,00 | 5.221.865,00 |
|-----------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|

| | | | | | | |
|------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Απαιτήσεις | 10.297.478,86 | 10.253.540,00 | 10.880.616,00 | 11.749.201,00 | 12.711.000,00 | 14.193.950,00 |
|------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|

| | | | | | | |
|-----------|-----------|------|------|------|------------|--------------|
| Διαθέσιμα | 64.946,21 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 184.859,83 | 3.373.423,50 |
|-----------|-----------|------|------|------|------------|--------------|

| | | | | | | |
|--|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Σύνολο κυκλοφορούντος Ενεργητικού | 14.285.604,84 | 14.163.295,27 | 14.950.891,00 | 16.057.736,00 | 17.581.639,83 | 22.789.238,50 |
|--|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|

| | | | | | | |
|---------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ | 28.394.304,98 | 28.191.995,41 | 28.969.591,14 | 30.096.436,14 | 31.631.203,15 | 36.853.801,82 |
|---------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|

ΠΑΘΗΤΙΚΟ

Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις

| | | | | | | |
|-------------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| Φόρος Εισοδήματος | 641.410,06 | 643.118,79 | 898.210,03 | 1.182.825,88 | 1.292.152,11 | 1.469.370,00 |
|-------------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|

| | | | | | | |
|----------|--------------|--------------|--------------|--------------|------|--------------|
| Τράπεζες | 6.230.729,03 | 4.860.111,72 | 3.427.897,00 | 1.647.000,00 | 0,00 | 1.360.000,00 |
|----------|--------------|--------------|--------------|--------------|------|--------------|

| | | | | | | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Λοιπές Υποχρεώσεις | 7.004.630,35 | 6.976.865,90 | 7.263.480,76 | 7.689.930,29 | 8.362.660,00 | 9.319.210,78 |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|

| | | | | | | |
|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Προβλέψεις | 440.485,65 | 440.485,65 | 440.485,65 | 440.485,65 | 440.485,65 | 440.485,65 |
|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|

| | | | | | | |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις | 814,81 | 814,81 | 814,81 | 814,81 | 814,81 | 814,81 |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|

| | | | | | | |
|-------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ | 14.318.069,90 | 12.921.396,87 | 12.030.888,25 | 10.961.056,63 | 10.096.112,57 | 12.589.881,24 |
|-------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|

| | | | | | | |
|--------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ | 14.076.235,08 | 15.270.598,54 | 16.938.702,89 | 19.135.379,51 | 21.535.090,58 | 24.263.920,58 |
|--------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|

Ανάλυση Καθαρής Θέσης

ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

| | | | | | | |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Κεφάλαιο (μετοχικό) | 10.270.560,00 | 10.270.560,00 | 10.270.560,00 | 10.270.560,00 | 10.270.560,00 | 10.270.560,00 |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|

| | | | | | | |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο | 611.310,10 | 611.310,10 | 611.310,10 | 611.310,10 | 611.310,10 | 611.310,10 |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|------------|

| | | | | | | |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| Αποθεματικά κεφάλαια | 2.017.195,17 | 3.194.364,98 | 4.388.728,44 | 6.056.832,79 | 8.253.509,41 | 10.653.220,48 |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|

| | | | | | | |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Καθάρα κέρδη χρήσεως εις νέο | 1.177.169,81 | 1.194.363,46 | 1.668.104,35 | 2.196.676,63 | 2.399.711,07 | 2.728.830,00 |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|

| | | | | | | |
|-------------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Σύνολο ιδίων κεφαλαίων | 14.076.235,08 | 15.270.598,54 | 16.938.702,89 | 19.135.379,51 | 21.535.090,58 | 24.263.920,58 |
|-------------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|

ΕΛΤΟΝ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΕΜΠΟΡΙΟΥ ΑΕΒΕ

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 | 23.069.882,60 | 22.990.000,00 | 24.396.000,00 | 26.343.500,00 | 28.500.000,00 | 31.825.000,00 |
| % μεταβολής | -4,11 | -0,35 | 6,12 | 7,98 | 8,19 | 11,67 |
| Μείον: Κόστος πωλήσεων | 18.773.264,51 | 18.706.963,00 | 19.475.000,00 | 20.615.000,00 | 22.420.000,00 | 24.985.000,00 |
| Μικτά αποτ/τα (κέρδη) εκμ/σης | 4.296.618,09 | 4.283.037,00 | 4.921.000,00 | 5.728.500,00 | 6.080.000,00 | 6.840.000,00 |
| % επί των πωλήσεων | 18,62 | 18,63 | 20,17 | 21,75 | 21,33 | 21,49 |
| Πλέον: Άλλα έσοδα εκμ/σης | 1.000,00 | 1.000,00 | 1.000,00 | 1.000,00 | 1.000,00 | 1.000,00 |
| ΜΕΙΟΝ: | | | | | | |
| Έξοδα διοικ. λειτουργίας & λειτουργίας διαθέσεως | 1.961.308,29 | 1.960.000,00 | 2.000.000,00 | 2.100.000,00 | 2.200.000,00 | 2.400.000,00 |
| ΚΠΦΤΑ | 2.336.309,80 | 2.324.037,00 | 2.922.000,00 | 3.629.500,00 | 3.881.000,00 | 4.441.000,00 |
| % επί των πωλήσεων | 10,13 | 10,11 | 11,98 | 13,78 | 13,62 | 13,95 |
| Αποσβέσεις | 279.462,89 | 280.000,00 | 210.000,00 | 180.000,00 | 189.136,82 | 185.000,00 |
| ΚΠΦΤ | 2.056.846,91 | 2.044.037,00 | 2.712.000,00 | 3.449.500,00 | 3.691.863,18 | 4.256.000,00 |
| % επί των πωλήσεων | 8,92 | 8,89 | 11,12 | 13,09 | 12,95 | 13,37 |
| Τόκοι Συμμετοχές & Έκτακτα | 231.360,93 | 206.554,75 | 145.685,62 | 69.997,50 | 0,00 | 57.800,00 |
| ΚΠΦ | 1.825.485,98 | 1.837.482,25 | 2.566.314,38 | 3.379.502,50 | 3.691.863,18 | 4.198.200,00 |
| % επί των πωλήσεων | 7,91 | 7,99 | 10,52 | 12,83 | 12,95 | 13,19 |
| Φόρος εισοδήματος | 648.316,17 | 643.118,79 | 898.210,03 | 1.182.825,88 | 1.292.152,11 | 1.469.370,00 |
| Καθαρά Κέρδη | 1.177.169,81 | 1.194.363,46 | 1.668.104,35 | 2.196.676,63 | 2.399.711,07 | 2.728.830,00 |
| % επί των πωλήσεων | 5,10 | 5,20 | 6,84 | 8,34 | 8,42 | 8,57 |

ΕΛΤΟΝ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΕΜΠΟΡΙΟΥ ΑΕΒΕ

| 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 | 2.056.846,91 | 2.044.037,00 | 2.712.000,00 | 3.449.500,00 | 3.691.863,18 | 4.256.000,00 |
| % μεταβολής | 1,39 | -0,62 | 32,68 | 27,19 | 7,03 | 15,28 |
| πλέον : Αποσβέσεις | 279.082,23 | 280.000,00 | 210.000,00 | 180.000,00 | 189.136,82 | 185.000,00 |
| (Αύξηση) / Μείωση σε Κεφάλαιο Κίνησης | -864.707,38 | 29.598,91 | -500.980,87 | -680.395,47 | -666.314,29 | -1.062.484,22 |
| Λειτουργικές ταμειακές ροές | 1.471.221,76 | 2.353.635,91 | 2.421.019,13 | 2.949.104,53 | 3.214.685,71 | 3.378.515,78 |
| % μεταβολής | | 59,98 | 2,86 | 21,81 | 9,01 | 5,10 |
| Έκτακτα έσοδα | 33.505,18 | 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 | -1.398.860,76 | -200.000,00 | -200.000,00 | -200.000,00 | -200.000,00 | -200.000,00 |
| Φόρος | -728.071,22 | -641.410,06 | -643.118,79 | -898.210,03 | -1.182.825,88 | -1.292.152,11 |
| Ελεύθερες ταμειακές ροές | -622.205,04 | 1.512.225,85 | 1.577.900,34 | 1.850.894,50 | 1.831.859,84 | 1.886.363,67 |
| % μεταβολής | | -343,04 | 4,34 | 17,30 | -1,03 | 2,98 |
| Πλήρωμή μερίσματος | -322.009,80 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| (Αγορά) / Πώληση Χρεογράφων | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Υπόλοιπο προηγούμενου έτους | -4.956.701,87 | -6.165.782,82 | -4.860.111,72 | -3.427.897,00 | -1.647.000,00 | 184.859,83 |
| Υπόλοιπο έτους προ τόκων | -5.900.916,71 | -4.653.556,97 | -3.282.211,38 | -1.577.002,50 | 184.859,83 | 2.071.223,50 |
| Μεταβολή σε μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Τόκοι & συμμετοχές | -264.866,11 | -206.554,75 | -145.685,62 | -69.997,50 | 0,00 | -57.800,00 |
| Τελικό Υπόλοιπο | -6.165.782,82 | -4.860.111,72 | -3.427.897,00 | -1.647.000,00 | 184.859,83 | 2.013.423,50 |

3. ΔΙΣΙΟΛΟΓΟ ΣΕΝΑΡΙΟ**ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ****ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ**

| | <u>χρ. 2003</u> | <u>χρ. 2004</u> | <u>χρ. 2005</u> | <u>χρ. 2006</u> | <u>χρ. 2007</u> | <u>χρ. 2008</u> |
|------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 4. Λοιπά έξοδα εγκαταστάσεως | 217.136,82 | 84.136,82 | 29.136,82 | 14.136,82 | 0,00 | 0,00 |

ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ

| | | | | | | |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Ενσώματες ακινητοποιήσεις | 2.158.946,44 | 2.211.946,44 | 2.256.946,44 | 2.291.946,44 | 2.316.946,44 | 2.331.946,44 |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|

| | | | | | | |
|-------------------------------------|--|--|--|--|--|--|
| Συμμετοχές και άλλες μακροπρόθεσμες | | | | | | |
|-------------------------------------|--|--|--|--|--|--|

| | | | | | | |
|-------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| χρηματοοικονομικές απαιτήσεις | 11.732.616,88 | 11.732.616,88 | 11.732.616,88 | 11.732.616,88 | 11.732.616,88 | 11.732.616,88 |
|-------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|

ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ

| | | | | | | |
|-----------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Αποθέματα | 3.923.179,77 | 4.321.308,45 | 4.498.725,00 | 4.762.065,00 | 5.179.020,00 | 5.771.535,00 |
|-----------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|

| | | | | | | |
|------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Απαιτήσεις | 10.297.478,86 | 11.332.478,36 | 12.026.653,80 | 12.985.959,00 | 14.047.901,64 | 15.288.050,00 |
|------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|

| | | | | | | |
|-----------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|---------------------|
| Διαθέσιμα | <u>64.946,21</u> | <u>64.946,21</u> | <u>64.946,21</u> | <u>64.946,21</u> | <u>147.757,32</u> | <u>2.561.174,75</u> |
|-----------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|---------------------|

| | | | | | | |
|--|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Σύνολο κυκλοφορούντος Ενεργητικού | <u>14.285.604,84</u> | <u>15.718.733,02</u> | <u>16.590.325,01</u> | <u>17.812.970,21</u> | <u>19.374.678,96</u> | <u>23.620.759,75</u> |
|--|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|

| | | | | | | |
|---------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|
| ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ | <u>28.394.304,98</u> | <u>29.747.433,16</u> | <u>30.609.025,15</u> | <u>31.851.670,35</u> | <u>33.424.242,28</u> | <u>37.685.323,07</u> |
|---------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|

ΠΑΘΗΤΙΚΟ**Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις**

| | | | | | | |
|-------------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Φόρος Εισοδήματος | 641.410,06 | 743.996,58 | 1.003.751,88 | 1.284.815,00 | 1.411.152,11 | 1.615.600,00 |
|-------------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|

| | | | | | | |
|----------|--------------|--------------|--------------|--------------|------|------|
| Τράπεζες | 6.230.729,03 | 5.392.435,10 | 3.815.000,00 | 1.920.000,00 | 0,00 | 0,00 |
|----------|--------------|--------------|--------------|--------------|------|------|

| | | | | | | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| Λοιπές Υποχρεώσεις | 7.004.630,35 | 7.711.758,01 | 8.026.919,18 | 8.497.416,25 | 9.242.940,00 | 10.299.172,91 |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|

| | | | | | | |
|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Προβλέψεις | 440.485,65 | 440.485,65 | 440.485,65 | 440.485,65 | 440.485,65 | 440.485,65 |
|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|

| | | | | | | |
|----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις | <u>814,81</u> | <u>814,81</u> | <u>814,81</u> | <u>814,81</u> | <u>814,81</u> | <u>814,81</u> |
|----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|

| | | | | | | |
|-------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ | <u>14.318.069,90</u> | <u>14.289.490,15</u> | <u>13.286.971,52</u> | <u>12.143.531,71</u> | <u>11.095.392,57</u> | <u>12.356.073,37</u> |
|-------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|

| | | | | | | |
|--------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|
| ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ | <u>14.076.235,08</u> | <u>15.457.943,01</u> | <u>17.322.053,64</u> | <u>19.708.138,64</u> | <u>22.328.849,70</u> | <u>25.329.249,70</u> |
|--------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|

Ανάλυση Καθαρής Θέσης**ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ**

| | | | | | | |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Κεφάλαιο (μετοχικό) | 10.270.560,00 | 10.270.560,00 | 10.270.560,00 | 10.270.560,00 | 10.270.560,00 | 10.270.560,00 |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|

| | | | | | | |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο | 611.310,10 | 611.310,10 | 611.310,10 | 611.310,10 | 611.310,10 | 611.310,10 |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|------------|

| | | | | | | |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| Αποθεματικά κεφάλαια | 2.017.195,17 | 3.194.364,98 | 4.576.072,91 | 6.440.183,54 | 8.826.268,54 | 11.446.979,60 |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|

| | | | | | | |
|------------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| Καθάρά κέρδη χρήσεως εις νέο | <u>1.177.169,81</u> | <u>1.381.707,93</u> | <u>1.864.110,63</u> | <u>2.386.085,00</u> | <u>2.620.711,07</u> | <u>3.000.400,00</u> |
|------------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|

| | | | | | | |
|-------------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|
| Σύνολο ιδίων κεφαλαίων | <u>14.076.235,08</u> | <u>15.457.943,01</u> | <u>17.322.053,64</u> | <u>19.708.138,64</u> | <u>22.328.849,70</u> | <u>25.329.249,70</u> |
|-------------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|

ΕΛΤΟΝ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΕΜΠΟΡΙΟΥ ΑΕΒΕ

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 | 23.069.882,60 | 25.410.000,00 | 26.964.000,00 | 29.116.500,00 | 31.500.000,00 | 35.175.000,00 |
| % μεταβολής | -4,11 | 10,14 | 6,12 | 7,98 | 8,19 | 11,67 |
| Μείον: Κόστος πωλήσεων | 18.773.264,51 | 20.676.117,00 | 21.525.000,00 | 22.785.000,00 | 24.780.000,00 | 27.615.000,00 |
| Μικτά αποτ/τα (κέρδη) εκμ/σης | 4.296.618,09 | 4.733.883,00 | 5.439.000,00 | 6.331.500,00 | 6.720.000,00 | 7.560.000,00 |
| % επί των πωλήσεων | 18,62 | 18,63 | 20,17 | 21,75 | 21,33 | 21,49 |
| Πλέον: Άλλα έσοδα εκμ/σης | 1.000,00 | 1.000,00 | 1.000,00 | 1.000,00 | 1.000,00 | 1.000,00 |
| ΜΕΙΟΝ: | | | | | | |
| Έξοδα διοικ. λειτουργίας & λειτουργίας διαθέσεως | 1.961.308,29 | 2.100.000,00 | 2.200.000,00 | 2.400.000,00 | 2.500.000,00 | 2.760.000,00 |
| ΚΠΦΤΑ | 2.336.309,80 | 2.634.883,00 | 3.240.000,00 | 3.932.500,00 | 4.221.000,00 | 4.801.000,00 |
| % επί των πωλήσεων | 10,13 | 10,37 | 12,02 | 13,51 | 13,40 | 13,65 |
| Αποσβέσεις | 279.462,89 | 280.000,00 | 210.000,00 | 180.000,00 | 189.136,82 | 185.000,00 |
| ΚΠΦΤ | 2.056.846,91 | 2.354.883,00 | 3.030.000,00 | 3.752.500,00 | 4.031.863,18 | 4.616.000,00 |
| % επί των πωλήσεων | 8,92 | 9,27 | 11,24 | 12,89 | 12,80 | 13,12 |
| Τόκοι Συμμετοχές & Έκτακτα | 231.360,93 | 229.178,49 | 162.137,50 | 81.600,00 | 0,00 | 0,00 |
| ΚΠΦ | 1.825.485,98 | 2.125.704,51 | 2.867.862,50 | 3.670.900,00 | 4.031.863,18 | 4.616.000,00 |
| % επί των πωλήσεων | 7,91 | 8,37 | 10,64 | 12,61 | 12,80 | 13,12 |
| Φόρος εισοδήματος | 648.316,17 | 743.996,58 | 1.003.751,88 | 1.284.815,00 | 1.411.152,11 | 1.615.600,00 |
| Καθαρά Κέρδη | 1.177.169,81 | 1.381.707,93 | 1.864.110,63 | 2.386.085,00 | 2.620.711,07 | 3.000.400,00 |
| % επί των πωλήσεων | 5,10 | 5,44 | 6,91 | 8,19 | 8,32 | 8,53 |

ΕΛΤΟΝ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΕΜΠΟΡΙΟΥ ΑΕΒΕ

| 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 | 2.056.846,91 | 2.354.883,00 | 3.030.000,00 | 3.752.500,00 | 4.031.863,18 | 4.616.000,00 |
| % μεταβολής | 1,39 | 14,49 | 28,67 | 23,84 | 7,44 | 14,49 |
| πλέον : Αποσβέσεις | 279.082,23 | 280.000,00 | 210.000,00 | 180.000,00 | 189.136,82 | 185.000,00 |
| (Αύξηση) / Μείωση σε Κεφάλαιο Κίνησης | -864.707,38 | -726.000,52 | -556.430,82 | -752.148,13 | -733.373,89 | -776.430,45 |
| Λειτουργικές ταμειακές ροές | 1.471.221,76 | 1.908.882,48 | 2.683.569,18 | 3.180.351,87 | 3.487.626,11 | 4.024.569,55 |
| % μεταβολής | | 29,75 | 40,58 | 18,51 | 9,66 | 15,40 |
| Έκτακτα έσοδα | 33.505,18 | 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 | -1.398.860,76 | -200.000,00 | -200.000,00 | -200.000,00 | -200.000,00 | -200.000,00 |
| Φόρος | -728.071,22 | -641.410,06 | -743.996,58 | -1.003.751,88 | -1.284.815,00 | -1.411.152,11 |
| Ελεύθερες ταμειακές ροές | -622.205,04 | 1.067.472,42 | 1.739.572,60 | 1.976.600,00 | 2.002.811,11 | 2.413.417,44 |
| % μεταβολής | | -271,56 | 62,96 | 13,63 | 1,33 | 20,50 |
| Πλήρωμή μερίσματος | -322.009,80 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| (Αγορά) / Πώληση Χρεογράφων | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Υπόλοιπο προηγούμενου έτους | -4.956.701,87 | -6.165.782,82 | -5.327.488,89 | -3.750.053,79 | -1.855.053,79 | 147.757,32 |
| Υπόλοιπο έτους προ τόκων | -5.900.916,71 | -5.098.310,40 | -3.587.916,29 | -1.773.453,79 | 147.757,32 | 2.561.174,75 |
| Μεταβολή σε μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Τόκοι & συμμετοχές | -264.866,11 | -229.178,49 | -162.137,50 | -81.600,00 | 0,00 | 0,00 |
| Τελικό Υπόλοιπο | -6.165.782,82 | -5.327.488,89 | -3.750.053,79 | -1.855.053,79 | 147.757,32 | 2.561.174,75 |

8.2.2 Αποτίμηση συμμετοχών

Αποτιμήσαμε την αξία των συμμετοχών σε όλες τις θυγατρικές εταιρείες με τη μέθοδο της προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών εκτός της συμμετοχής μας στην «ELTON CORPORATION DOO Belgrade», την οποία αποτιμήσαμε σε τιμή κτήσεως λόγω πρόσφατης λειτουργίας της..

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> | Διηλεκτές |
|------------------------------|----------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|---------------|
| Ελεύθερες ταμειακές ροές | 1.220.672,42 | 1.584.937,47 | 1.801.040,75 | 1.824.612,50 | 2.226.788,90 | 2.293.592,57 | 42.565.772,00 |
| Προεξόφληση στις 31/12/03 | 1.124.525,49 | 1.345.093,51 | 1.408.101,81 | 1.314.169,35 | 1.477.508,23 | 1.401.965,43 | 26.018.457,61 |
| Παρούσα αξία | 34.089.821,44 | | | | | | |
| Πλέον: | | | | | | | |
| Συμμετοχή σε ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ | 17.256.733,75 | | | | | | |
| Συμμετοχή σε ELTON Corp. Ltd | 7.802.909,06 | | | | | | |
| Συμμετοχή σε ELTON Corp.SA | 19.086.428,5 | | | | | | |
| Συμμετοχή σε ELTON Corp.doo | <u>4.504,50</u> | | | | | | |
| Συνολική αξία επιχείρησης | <u>78.240.397,25</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> | Διηνεκές |
|----------------------------------|-----------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|---------------|
| Ελεύθερες ταμειακές ροές | 1.512.225,85 | 1.577.900,34 | 1.850.894,50 | 1.831.859,84 | 1.886.363,67 | 1.942.954,58 | 36.058.436,29 |
| Προεξόφληση στις 31/12/03 | 1.393.114,56 | 1.339.121,29 | 1.447.078,80 | 1.319.389,21 | 1.251.630,92 | 1.187.636,90 | 22.040.828,86 |
| Παρούσα αξία | 29.978.800,54 | | | | | | |
| Πλέον: | | | | | | | |
| Συμμετοχή σε ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ | 15.829.717,88 | | | | | | |
| Συμμετοχή σε ELTON Corp. Ltd | 7.802.909,06 | | | | | | |
| Συμμετοχή σε ELTON Corp.SA | 19.086.428,5 | | | | | | |
| Συμμετοχή σε ELTON Corp.doo | <u>4.504,50</u> | | | | | | |
| Συνολική αξία επιχείρησης | <u>72.702.360,48</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> | Διηνεκές |
|----------------------------------|-----------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|---------------|
| Ελεύθερες ταμειακές ροές | 1.067.472,42 | 1.739.572,60 | 1.976.600,00 | 2.002.811,11 | 2.413.417,44 | 2.485.819,96 | 46.133.235,30 |
| Προεξόφληση στις 31/12/03 | 983.392,37 | 1.476.328,16 | 1.545.358,72 | 1.442.516,14 | 1.601.339,10 | 1.519.465,01 | 28.199.080,40 |
| Παρούσα αξία | 36.767.479,89 | | | | | | |
| Πλέον: | | | | | | | |
| Συμμετοχή σε ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ | 18.590.513,00 | | | | | | |
| Συμμετοχή σε ELTON Corp. Ltd | 7.802.909,06 | | | | | | |
| Συμμετοχή σε ELTON Corp.SA | 19.086.428,5 | | | | | | |
| Συμμετοχή σε ELTON Corp.doo | <u>4.504,50</u> | | | | | | |
| Συνολική αξία επιχείρησης | <u>82.251.835,11</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 της αξίας της ΕΛΤΟΝ | | | | |
|--|------|---------------|---------------|---------------|
| Ρυθμός αύξησης ελεύθερων ταμειακών ροών στο διηνεκές | | | | |
| | | 2,50 | 3,00 | 3,50 |
| Συστηματικός κίνδυνος της εταιρείας | 0,80 | 79.134.086,73 | 83.491.462,33 | 88.806.502,89 |
| | 0,85 | 76.805.203,73 | 80.741.526,96 | 85.497.917,53 |
| | 0,90 | 74.669.800,76 | 78.240.397,25 | 82.518.042,55 |
| | 0,95 | 72.704.832,90 | 75.995.887,91 | 79.820.349,53 |
| | 1,00 | 70.890.773,70 | 73.861.133,70 | 77.366.693,71 |

Η ανάλυση ευαισθησίας προσδιορίζει ένα εύρος εκτιμήσεων για την εύλογη αγοραία αξία της ΕΛΤΟΝ από € 70.890 εκατ. έως € 88.806 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 :

$(1.907.081+2.609.100+3.361.856+3.699.750+4.256.000)/5 = € 3.166.757$, τότε εφαρμόζοντας την μέθοδο αυτή θα έχουμε:

$$A_{\infty} = A * \frac{1-(1+i)^{-\infty}}{i} = \frac{A}{i} = \frac{3.166.757}{0,0855} = \underline{\underline{37.038.093,56}}$$

ΣΥΝΟΨΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

- | | |
|--|-----------------|
| - Αναπροσαρμοσμένη καθαρή θέση (σελ.11) | € 7.242.235,08 |
| - Προεξόφληση ελεύθερων ταμειακών ροών (βασικό σενάριο σελ. 25) | € 78.240.397,25 |
| - Κεφαλαιοποίηση μέσου όρου πιθανών κερδών προσεχούς πενταετίας (σελ. 27) | € 37.038.093,56 |

Με τιμή
Οι Ορκωτοί Ελεγκτές Λογιστές

ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΚΑΣΙΜΑΤΗΣ
ΑΜ ΣΟΕΛ 10841

ΙΩΑΝΝΗΣ ΖΟΥΡΙΔΑΚΗΣ
ΑΜ ΣΟΕΛ 10641

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α

**ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΑΞΙΑΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΣΕ “ELTON Corporation SA”
και “ELTON Corporation LTD”
(Βάσει της μεθόδου της Προεξόφλησης των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών)**

ELTON Corp.SA

Ισολογισμοί

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ

ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ

| | <u>χρ. 2003</u> | <u>χρ. 2004</u> | <u>χρ. 2005</u> | <u>χρ. 2006</u> | <u>χρ. 2007</u> | <u>χρ. 2008</u> |
|------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 4. Λοιπά έξοδα εγκαταστάσεως | 310,07 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |

ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ

| | | | | | | |
|---------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Ενσώματες ακινητοποιήσεις | 625 687,98 | 608 000,87 | 590 623,83 | 573 246,79 | 555 869,75 | 538 492,71 |
|---------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|

Συμμετοχές και άλλες μακροπρόθεσμες

| | | | | | | |
|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Χρηματοοικονομικές απαιτήσεις | 968,49 | 968,49 | 968,49 | 968,49 | 968,49 | 968,49 |
|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|

ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ

| | | | | | | |
|-----------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Αποθέματα | 745 296,71 | 1 001 088,00 | 1 301 414,40 | 1 626 768,00 | 2 127 312,00 | 1 798 047,90 |
|-----------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|

| | | | | | | |
|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| Απαιτήσεις | 470 108,61 | 634 400,00 | 824 720,00 | 1 030 900,00 | 1 348 100,00 | 1 744 600,00 |
|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|

| | | | | | | |
|-----------|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|---------------------|---------------------|
| Διαθέσιμα | <u>84 909,40</u> | <u>318 510,81</u> | <u>568 144,66</u> | <u>895 315,69</u> | <u>1 297 189,63</u> | <u>2 631 828,46</u> |
|-----------|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|---------------------|---------------------|

| | | | | | | |
|--|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| Σύνολο κυκλοφορούντος Ενεργητικού | <u>1 300 314,72</u> | <u>1 953 998,81</u> | <u>2 694 279,06</u> | <u>3 552 983,69</u> | <u>4 772 601,63</u> | <u>6 174 476,36</u> |
|--|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|

| | | | | | | |
|---------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|
| ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ | <u>1 927 281,26</u> | <u>2 562 968,17</u> | <u>3 285 871,38</u> | <u>4 127 198,97</u> | <u>5 329 439,87</u> | <u>6 713 937,56</u> |
|---------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|

ΠΑΘΗΤΙΚΟ

Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις

| | | | | | | |
|-------------------|------|-----------|------------|------------|------------|------------|
| Φόρος Εισοδήματος | 7,92 | 83 656,78 | 110 134,30 | 138 734,30 | 182 734,30 | 237 734,30 |
|-------------------|------|-----------|------------|------------|------------|------------|

| | | | | | | |
|----------|------|------|------|------|------|------|
| Τράπεζες | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
|----------|------|------|------|------|------|------|

| | | | | | | |
|--------------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Λοιπές Υποχρεώσεις | 919 008,29 | 1 220 076,00 | 1 586 098,80 | 1 982 623,50 | 2 592 661,50 | 3 208 956,30 |
|--------------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|

| | | | | | | |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Προβλέψεις | 57 072,14 | 57 072,14 | 57 072,14 | 57 072,14 | 57 072,14 | 57 072,14 |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|

| | | | | | | |
|-------------------------|-------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ | <u>976 088,35</u> | <u>1 360 804,92</u> | <u>1 753 305,24</u> | <u>2 178 429,94</u> | <u>2 832 467,94</u> | <u>3 503 762,74</u> |
|-------------------------|-------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|

| | | | | | | |
|--------------------|--------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|
| ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ | <u>951 192,91</u> | <u>1 202 163,25</u> | <u>1 532 566,14</u> | <u>1 948 769,04</u> | <u>2 496 971,93</u> | <u>3 210 174,82</u> |
|--------------------|--------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|

ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

| | | | | | | |
|---------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Κεφάλαιο (μετοχικό) | 591 323,68 | 591 323,68 | 591 323,68 | 591 323,68 | 591 323,68 | 591 323,68 |
|---------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|

| | | | | | | |
|----------------------|-----------|------------|------------|------------|--------------|--------------|
| Αποθεματικά κεφάλαια | 93 534,28 | 359 869,23 | 610 839,57 | 941 242,46 | 1 357 445,36 | 1 905 648,25 |
|----------------------|-----------|------------|------------|------------|--------------|--------------|

| | | | | | | |
|------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Καθάρά κέρδη χρήσεως εις νέο | <u>266 334,95</u> | <u>250 970,34</u> | <u>330 402,89</u> | <u>416 202,89</u> | <u>548 202,89</u> | <u>713 202,89</u> |
|------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|

| | | | | | | |
|-------------------------------|--------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|
| Σύνολο ιδίων κεφαλαίων | <u>951 192,91</u> | <u>1 202 163,25</u> | <u>1 532 566,14</u> | <u>1 948 769,04</u> | <u>2 496 971,93</u> | <u>3 210 174,82</u> |
|-------------------------------|--------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|

ELTON Corp. SA

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 | 2 963 153,02 | 4 000 000,00 | 5 200 000,00 | 6 500 000,00 | 8 500 000,00 | 11 000 000,00 |
| % μεταβολής | 0,00 | 34,99 | 30,00 | 25,00 | 30,77 | 29,41 |
| Μείον: Κόστος πωλήσεων | 2 317 528,50 | 3 128 400,00 | 4 066 920,00 | 5 083 650,00 | 6 647 850,00 | 8 603 100,00 |
| Μικτά αποτι/τα (κέρδη) εκμ/σης | 645 624,52 | 871 600,00 | 1 133 080,00 | 1 416 350,00 | 1 852 150,00 | 2 396 900,00 |
| % επί των πωλήσεων | 21,79 | 21,79 | 21,79 | 21,79 | 21,79 | 21,79 |
| Πλέον: Άλλα έξοδα εκμ/σης | 314,23 | 314,23 | 314,23 | 314,23 | 314,23 | 314,23 |
| ΜΕΙΟΝ: | | | | | | |
| Έξοδα διοικ. Λειτουργίας & λειτουργίας διαθέσεως | 181 606,90 | 244 800,00 | 318 240,00 | 397 800,00 | 520 200,00 | 673 200,00 |
| ΚΠΦΤΑ | 464 331,85 | 627 114,23 | 815 154,23 | 1 018 864,23 | 1 332 264,23 | 1 724 014,23 |
| % επί των πωλήσεων | 15,67 | 15,68 | 15,68 | 15,67 | 15,67 | 15,67 |
| Αποσβέσεις | 17 687,11 | 17 687,11 | 17 377,04 | 17 377,04 | 17 377,04 | 17 377,04 |
| ΚΠΦΤ | 446 644,74 | 609 427,12 | 797 777,19 | 1 001 487,19 | 1 314 887,19 | 1 706 637,19 |
| % επί των πωλήσεων | 15,07 | 15,24 | 15,34 | 15,41 | 15,47 | 15,51 |
| Τόκοι Συμμετοχές & Έκτακτα | 203 445,74 | 274 800,00 | 357 240,00 | 446 550,00 | 583 950,00 | 755 700,00 |
| ΚΠΦ | 243 199,00 | 334 627,12 | 440 537,19 | 554 937,19 | 730 937,19 | 950 937,19 |
| % επί των πωλήσεων | 8,21 | 8,37 | 8,47 | 8,54 | 8,60 | 8,64 |
| Φόρος εισοδήματος | 66 952,18 | 83 656,78 | 110 134,30 | 138 734,30 | 182 734,30 | 237 734,30 |
| Καθαρά Κέρδη | 176 246,82 | 250 970,34 | 330 402,89 | 416 202,89 | 548 202,89 | 713 202,89 |
| % επί των πωλήσεων | 5,95 | 6,27 | 6,35 | 6,40 | 6,45 | 6,48 |

ELTON Corp. SA

| | <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 | 446 644,74 | 609 427,12 | 797 777,19 | 1 001 487,19 | 1 314 887,19 | 1 706 637,19 |
| % μεταβολής | -77,98 | 36,45 | 30,91 | 25,53 | 31,29 | 29,79 |
| Πλέον : Αποσβέσεις | 17 687,11 | 17 997,18 | 17 377,04 | 17 377,04 | 17 377,04 | 17 377,04 |
| (Αύξηση) / Μείωση σε Κεφάλαιο Κίνησης | 613 730,59 | -119 014,97 | -124 623,60 | -135 008,90 | -207 706,00 | 549 058,90 |
| Λειτουργικές ταμειακές ροές | 1 078 062,44 | 508 409,33 | 690 530,63 | 883 855,33 | 1 124 558,23 | 2 273 073,13 |
| % μεταβολής | | -52,84 | 35,82 | 28,00 | 27,23 | 102,13 |
| Έκτακτα έσοδα | -183 061,67 | -250 000,00 | -350 000,00 | -420 000,00 | -550 000,00 | -700 000,00 |
| Πλέον: Προβλέψεις έτους | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Επενδύσεις | 100,37 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Φόρος | -76 352,62 | -7,92 | -83 656,78 | -110 134,30 | -138 734,30 | -182 734,30 |
| Ελεύθερες ταμειακές ροές | 818 748,52 | 258 401,41 | 256 873,85 | 353 721,03 | 435 823,93 | 1 390 338,83 |
| % μεταβολής | | -68,44 | -0,59 | 37,70 | 23,21 | 219,01 |
| Πληρωμή μερίσματος | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| (Αγορά) / Πώληση Χρεογράφων | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Υπόλοιπο προηγούμενου έτους | -603 118,50 | 84 909,40 | 318 510,81 | 568 144,66 | 895 315,69 | 1 297 189,63 |
| Υπόλοιπο έτους προ τόκων | 215 630,02 | 343 310,81 | 575 384,66 | 921 865,69 | 1 331 139,63 | 2 687 528,46 |
| Μεταβολή σε μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις | -110 802,60 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Τόκοι & συμμετοχές | -19 918,02 | -24 800,00 | -7 240,00 | -26 550,00 | -33 950,00 | -55 700,00 |
| Τελικό Υπόλοιπο | 84 909,40 | 318 510,81 | 568 144,66 | 895 315,69 | 1 297 189,63 | 2 631 828,46 |

ELTON Corp.SA

| | <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 | 258 401,41 | 256 873,85 | 353 721,03 | 435 823,93 | 1 390 338,83 | 1 432 049,00 | 26 576 765,18 |
| Προεξόφληση στις 31/12/03 | 238 048,28 | 218 001,88 | 276 548,56 | 313 900,32 | 922 510,92 | 875 344,31 | 16 245 128,55 |
| Παρούσα αξία | 19 089 482,82 | | | | | | |
| πλέον: Διαθέσιμα | 0,00 | | | | | | |
| Συνολική αξία επιχείρησης | 19 089 482,82 | | | | | | |

Συμμετοχή σε ELTON Corp. Ltd

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> |
|---|--------------------------|--------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|
| ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ | | | | | | |
| ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ | | | | | | |
| 4. Λοιπά έξοδα εγκαταστάσεως | 430,46 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ | | | | | | |
| Ενσώματες ακινητοποιήσεις | 108 999,44 | 106 929,90 | 105 559,90 | 105 129,90 | 105 129,90 | 105 129,90 |
| Συμμετοχές και άλλες μακροπρόθεσμες | | | | | | |
| Χρηματοοικονομικές απαιτήσεις | 6 701,28 | 6 701,28 | 6 701,28 | 6 701,28 | 6 701,28 | 6 701,28 |
| ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ | | | | | | |
| Αποθέματα | 206 686,49 | 359 050,00 | 610 385,00 | 897 625,00 | 1 256 675,00 | 1 633 677,50 |
| Απαιτήσεις | 229 117,28 | 397 800,00 | 676 260,00 | 994 500,00 | 1 392 300,00 | 1 809 990,00 |
| Διαθέσιμα | <u>32 767,86</u> | <u>123 487,54</u> | <u>288 153,04</u> | <u>555 705,79</u> | <u>943 509,64</u> | <u>1 475 712,64</u> |
| Σύνολο κυκλοφορούντος Ενεργητικού | <u>468 571,63</u> | <u>880 337,54</u> | <u>1 574 798,04</u> | <u>2 447 830,79</u> | <u>3 592 484,64</u> | <u>4 919 380,14</u> |
| ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ | <u>552,68</u> | <u>552,68</u> | <u>552,68</u> | <u>552,68</u> | <u>552,68</u> | <u>552,68</u> |
| ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ | <u>585 255,49</u> | <u>993 968,72</u> | <u>1 687 059,22</u> | <u>2 559 661,97</u> | <u>3 704 315,82</u> | <u>5 031 211,32</u> |
| ΠΑΘΗΤΙΚΟ | | | | | | |
| Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις | | | | | | |
| Φόρος Εισοδήματος | 23 633,77 | 34 144,50 | 58 607,25 | 86 496,15 | 121 212,00 | 157 575,60 |
| Λοιπές Υποχρεώσεις | 351 750,32 | 609 550,00 | 1 036 235,00 | 1 523 875,00 | 2 133 425,00 | 2 773 452,50 |
| Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις | <u>132,23</u> | <u>132,23</u> | <u>132,23</u> | <u>132,23</u> | <u>132,23</u> | <u>132,23</u> |
| ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ | <u>375 516,32</u> | <u>643 826,73</u> | <u>1 094 974,48</u> | <u>1 610 503,38</u> | <u>2 254 769,23</u> | <u>2 931 160,33</u> |
| ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ | <u>209 739,17</u> | <u>350 694,67</u> | <u>592 637,42</u> | <u>949 711,27</u> | <u>1 450 099,27</u> | <u>2 100 603,67</u> |
| ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ | | | | | | |
| Κεφάλαιο (μετοχικό) | 28 071,79 | 28 071,79 | 28 071,79 | 28 071,79 | 28 071,79 | 28 071,79 |
| Ποσά προοριζόμενα για αύξηση μετοχ. Κεφαλαίου | 97 773,80 | 97 773,80 | 97 773,80 | 97 773,80 | 97 773,80 | 97 773,80 |
| Αποθεματικά κεφάλαια | 7 150,46 | 83 893,58 | 224 849,08 | 466 791,83 | 823 865,68 | 1 324 253,68 |
| Καθαρά κέρδη χρήσεως εις νέο | <u>76 743,12</u> | <u>140 955,50</u> | <u>241 942,75</u> | <u>357 073,85</u> | <u>500 388,00</u> | <u>650 504,40</u> |
| Σύνολο ιδίων κεφαλαίων | <u>209 739,17</u> | <u>350 694,67</u> | <u>592 637,42</u> | <u>949 711,27</u> | <u>1 450 099,27</u> | <u>2 100 603,67</u> |

Συμμετοχή σε ELTON Corp. Ltd

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 | 1 151 778,95 | 2 000 000,00 | 3 400 000,00 | 5 000 000,00 | 7 000 000,00 | 9 100 000,00 |
| % μεταβολής | 0,00 | 73,64 | 70,00 | 47,06 | 40,00 | 30,00 |
| Μείον: Κόστος πωλήσεων | 961 773,76 | 1 670 000,00 | 2 839 000,00 | 4 175 000,00 | 5 845 000,00 | 7 598 500,00 |
| Μικτά αποτ/τα (κέρδη) εκμ/σης | 190 005,19 | 330 000,00 | 561 000,00 | 825 000,00 | 1 155 000,00 | 1 501 500,00 |
| % επί των πωλήσεων | 16,50 | 16,50 | 16,50 | 16,50 | 16,50 | 16,50 |
| Πλέον: Άλλα έσοδα εκμ/σης | 666,71 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| ΜΕΙΟΝ: | | | | | | |
| Έξοδα διοικ. λειτουργίας & λειτουργίας διαθέσεως | 86 153,11 | 149 600,00 | 254 320,00 | 374 000,00 | 523 600,00 | 680 680,00 |
| ΚΠΦΤΑ | 104 518,79 | 180 400,00 | 306 680,00 | 451 000,00 | 631 400,00 | 820 820,00 |
| % επί των πωλήσεων | 9,07 | 9,02 | 9,02 | 9,02 | 9,02 | 9,02 |
| Αποσβέσεις | 2 542,96 | 2 500,00 | 1 370,00 | 430,00 | 0,00 | 0,00 |
| ΚΠΦΤ | 101 975,83 | 177 900,00 | 305 310,00 | 450 570,00 | 631 400,00 | 820 820,00 |
| % επί των πωλήσεων | 8,85 | 8,90 | 8,98 | 9,01 | 9,02 | 9,02 |
| Τόκοι Συμμετοχές & Έκτακτα | 1 658,04 | 2 800,00 | 4 760,00 | 7 000,00 | 9 800,00 | 12 740,00 |
| ΚΠΦ | 100 317,79 | 175 100,00 | 300 550,00 | 443 570,00 | 621 600,00 | 808 080,00 |
| % επί των πωλήσεων | 8,71 | 8,76 | 8,84 | 8,87 | 8,88 | 8,88 |
| Φόρος εισοδήματος | 23 574,68 | 34 144,50 | 58 607,25 | 86 496,15 | 121 212,00 | 157 575,60 |
| Καθαρά Κέρδη | 76 743,11 | 140 955,50 | 241 942,75 | 357 073,85 | 500 388,00 | 650 504,40 |
| % επί των πωλήσεων | 6,66 | 7,05 | 7,12 | 7,14 | 7,15 | 7,15 |

Συμμετοχή σε ELTON Corp. Ltd

| | <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 | 101 975,83 | 177 900,00 | 305 310,00 | 450 570,00 | 631 400,00 | 820 820,00 |
| % μεταβολής | -94,97 | 74,45 | 71,62 | 47,58 | 40,13 | 30,00 |
| πλέον : Αποσβέσεις | 2 542,96 | 2 500,00 | 1 370,00 | 430,00 | 0,00 | 0,00 |
| (Αύξηση) / Μείωση σε Κεφάλαιο Κίνησης | -64 063,40 | -63 246,55 | -103 110,00 | -117 840,00 | -147 300,00 | -154 665,00 |
| Λειτουργικές ταμειακές ροές | 40 455,39 | 117 153,45 | 203 570,00 | 333 160,00 | 484 100,00 | 666 155,00 |
| % μεταβολής | | 189,59 | 73,76 | 63,66 | 45,31 | 37,61 |
| Έκτακτα έσοδα | 1 226,56 | 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 | -110 042,99 | | | | | |
| Φόρος | -2 781,91 | -23 633,77 | -34 144,50 | -58 607,25 | -86 496,15 | -121 212,00 |
| Ελεύθερες ταμειακές ροές | -71 142,95 | 93 519,68 | 169 425,50 | 274 552,75 | 397 603,85 | 544 943,00 |
| % μεταβολής | | -231,45 | 81,17 | 62,05 | 44,82 | 37,06 |
| Πληρωμή μερίσματος | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| (Αγορά) / Πώληση Χρεογράφων | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Υπόλοιπο προηγούμενου έτους | 25 086,35 | 32 767,86 | 123 487,54 | 288 153,04 | 555 705,79 | 943 509,64 |
| Υπόλοιπο έτους προ τόκων | -46 056,60 | 126 287,54 | 292 913,04 | 562 705,79 | 953 309,64 | 1 488 452,64 |
| Μεταβολή σε μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις | 81 709,06 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Τόκοι & συμμετοχές | -2 884,60 | -2 800,00 | -4 760,00 | -7 000,00 | -9 800,00 | -12 740,00 |
| Τελικό Υπόλοιπο | 32 767,86 | 123 487,54 | 288 153,04 | 555 705,79 | 943 509,64 | 1 475 712,64 |

Συμμετοχή σε ELTON Corp. Ltd

| | <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 | 93 519,68 | 169 425,50 | 274 552,75 | 397 603,85 | 544 943,00 | 561 291,29 | 10 416 757,27 |
| Προεξόφληση στις 31/12/03 | 86 153,55 | 143 786,83 | 214 652,68 | 286 372,47 | 361 577,95 | 343 091,01 | 6 367 274,57 |
| Παρούσα αξία | 7 802 909,06 | | | | | | |
| Συνολική αξία επιχείρησης | 7 802 909,06 | | | | | | |