

Έκθεση
της EUROXX ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗΣ Α.Ε.Π.Ε.Υ.
προς το Διοικητικό Συμβούλιο της
**«ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟΝ ΚΑΙ ΘΕΡΑΠΕΥΤΙΚΟΝ ΚΕΝΤΡΟΝ ΑΘΗΝΩΝ ΥΓΕΙΑ
ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ»**



Σχετικά με την Προαιρετική Δημόσια Πρόταση της **«ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΑΠΟΣΤΟΛΟΠΟΥΛΟΣ ΕΤΑΙΡΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΑ»** για την απόκτηση έως 91.719.731 κοινών ονομαστικών μετά ψήφου μετοχών της **«ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟΝ ΚΑΙ ΘΕΡΑΠΕΥΤΙΚΟΝ ΚΕΝΤΡΟΝ ΑΘΗΝΩΝ ΥΓΕΙΑ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ»**

έναντι **0,45** Ευρώ ανά μία (1) κοινή μετοχή, με καταβολή μετρητών

EUROXX ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.Π.Ε.Υ.
Ανεξάρτητος χρηματοοικονομικός σύμβουλος της
**«ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟΝ ΚΑΙ ΘΕΡΑΠΕΥΤΙΚΟΝ ΚΕΝΤΡΟΝ ΑΘΗΝΩΝ ΥΓΕΙΑ
ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ»**
σύμφωνα με το Αρ. 15 του Ν. 3461/2006 «Ενσωμάτωση στο Εθνικό Δίκαιο
της Οδηγίας 2004/25/ΕΚ σχετικά με τις Δημόσιες Προτάσεις»

Αθήνα, 20 Δεκεμβρίου 2017

Προσωπικό και Εμπιστευτικό

Προς το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας

**ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟΝ ΚΑΙ ΘΕΡΑΠΕΥΤΙΚΟΝ ΚΕΝΤΡΟΝ ΑΘΗΝΩΝ ΥΓΕΙΑ
ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ**
Ερυθρού Σταυρού 4,
15123, Μαρούσι, Αττική.

Θέμα: Γνωμοδότηση αναφορικά με το δίκαιο και εύλογο του προτεινόμενου τιμήματος σε σχέση με την υποβληθείσα προαιρετική Δημόσια Πρόταση Αγοράς Κινητών Αξιών (εφεξής η «Δημόσια Πρόταση») από την Εταιρεία «ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΑΠΟΣΤΟΛΟΠΟΥΛΟΣ ΕΤΑΙΡΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΑ» (εφεξής ο «Προτείνων») για την απόκτηση έως 91.719.731 μετοχών της Εταιρείας ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟΝ ΚΑΙ ΘΕΡΑΠΕΥΤΙΚΟΝ ΚΕΝΤΡΟΝ ΑΘΗΝΩΝ ΥΓΕΙΑ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ (εφεξής η «Εταιρεία») που δεν κατείχε κατά την 23.11.2017, ημερομηνία της Δημόσιας Πρότασης, οι οποίες αντιπροσωπεύουν το 30,00% του συνολικού καταβεβλημένου κεφαλαίου και δικαιωμάτων ψήφου της Εταιρείας.

Αξιότιμοι Κύριοι,

Εισαγωγή

Κατόπιν σχετικής εντολής που μας δόθηκε από το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟΝ ΚΑΙ ΘΕΡΑΠΕΥΤΙΚΟΝ ΚΕΝΤΡΟΝ ΑΘΗΝΩΝ ΥΓΕΙΑ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ προβήκαμε στη διατύπωση γνώμης κατά πόσο η προτεινόμενη τιμή αγοράς €0,45 ανά μετοχή από τον Προτείνοντα στο πλαίσιο της Δημόσιας Πρότασης είναι δίκαιη και εύλογη (εφεξής η «Έκθεση»).

Σχετικά με την εκπόνηση της Έκθεσης, επισημαίνουμε τα ακόλουθα:

I. Προκειμένου να καταλήξουμε στις απόψεις μας, οι οποίες περιλαμβάνονται στην παρούσα Έκθεση, μελετήσαμε τις δημόσια διαθέσιμες επιχειρηματικές και οικονομικές πληροφορίες που σχετίζονται με την Εταιρεία. Επιπλέον, μελετήσαμε πρόσθετες πληροφορίες σχετικά με το πλαίσιο λειτουργίας της Εταιρείας και το επενδυτικό σχέδιο και πραγματοποιήσαμε συναντήσεις με τα ανώτατα στελέχη της για να συζητήσουμε την παρούσα κατάσταση και τις προοπτικές της.

II. Συγκρίναμε την Εταιρεία με ελληνικές και διεθνείς εισηγμένες και μη εταιρείες με παρόμοιες δραστηριότητες. Λάβαμε επίσης υπόψη μας χρηματοοικονομικές μελέτες, οικονομικά κριτήρια και κριτήρια αγοράς καθώς και άλλες πληροφορίες που κρίναμε σχετικές. Για την αξιολόγηση του προσφερόμενου τιμήματος χρησιμοποιήσαμε διάφορες επιστημονικές μεθόδους τις οποίες κρίναμε κατάλληλες, ενδέχεται όμως από τη χρήση άλλων μεθόδων από αυτών που χρησιμοποιήσαμε το αποτέλεσμα να διαφέρει.

III. Θεωρήσαμε για τους σκοπούς της Έκθεσης μας, ότι όλες οι πληροφορίες που μας παρασχέθηκαν είναι πλήρεις και ακριβείς ως προς τα ουσιώδη στοιχεία τους και δεν έχουμε προβεί σε ανεξάρτητη επιβεβαίωση των πληροφοριών αυτών. Σε σχέση με ιστορικές, επιχειρηματικές, και οικονομικές πληροφορίες που μας χορηγήθηκαν από την Εταιρεία, θεωρήσαμε ότι οι πληροφορίες αυτές έχουν συγκεντρωθεί κατά εύλογο τρόπο σύμφωνα με αδιαλείπτως εφαρμοζόμενα πρότυπα και απεικονίζουν με ακρίβεια την πραγματική επιχειρηματική και οικονομική θέση της Εταιρείας κατά την ημερομηνία στην οποία αναφέρονται. Σχετικά με πληροφορίες που αναφέρονται στο μέλλον, θεωρήσαμε ότι αυτές έχουν συγκεντρωθεί κατά εύλογο τρόπο επί τη βάση των καλύτερων διαθέσιμων εκτιμήσεων και κρίσεων της παρούσας διοίκησης της Εταιρείας κατά τη σημερινή ημερομηνία, ως προς τη μελλοντική απόδοση της Εταιρείας.

IV. Δεν έχουμε προβεί σε αποτίμηση ή σε ανεξάρτητη εκτίμηση των διακριτικών περιουσιακών στοιχείων της Εταιρείας, ούτε μας έχουν παρασχεθεί τέτοιες αποτιμήσεις ή εκτιμήσεις από τη διοίκηση. Η παρούσα Έκθεση δεν περιλαμβάνει αποτίμηση ή εκτίμηση οποιαδήποτε περιουσιακού στοιχείου της Εταιρείας και δεν πρέπει να χρησιμοποιηθεί κατά τέτοιο τρόπο. Δεν προχωρήσαμε σε επιτόπια επιθεώρηση περιουσιακών στοιχείων ή εγκαταστάσεων της Εταιρείας στο πλαίσιο της προετοιμασίας της παρούσας. Δεν είχαμε οποιαδήποτε επαφή με συνεργάτες ή συνεργαζόμενες με την Εταιρεία εταιρείες. Δεν έχουμε διενεργήσει οποιανδήποτε οικονομικό ή νομικό έλεγχο της Εταιρείας ή των επιμέρους περιουσιακών στοιχείων της και δεν έχουμε εκτιμήσει τις επιπτώσεις τυχόν εκκρεμοδικιών στην περιουσιακή της κατάσταση. Δεν έχουμε ερευνήσει ούτε αναλαμβάνουμε οποιαδήποτε ευθύνη σε σχέση με την κυριότητα επί ή με οποιασδήποτε απαίτηση κατά των περιουσιακών της Εταιρείας. Αν και έχουμε, κατά περίπτωση, χρησιμοποιήσει διάφορες υποθέσεις, κρίσεις και εκτιμήσεις, τις οποίες θεωρούμε εύλογες και δέουσες ενόψει των καταστάσεων, δεν είναι δυνατό να βεβαιωθεί η ακρίβεια ή η δυνατότητα επίτευξης των υποθέσεων, κρίσεων και εκτιμήσεων αυτών. Οι υποθέσεις, εκτιμήσεις και κρίσεις αυτές έχουν συζητηθεί με τη διοίκηση της Εταιρείας πριν τη σύνταξη της παρούσας Έκθεσης.

V. Η Έκθεση μας, βασίζεται στις χρηματοοικονομικές, οικονομικές και πολιτικές συνθήκες και στις συνθήκες αγοράς, όπως υφίστανται και μπορούν να εκτιμηθούν κατά την ημερομηνία της παρούσας και δεν εκφράζουμε γνώμη για το αν οι συνθήκες αυτές θα συνεχίσουν να υφίστανται ή για το ποια τυχόν επίδραση θα είχε η αλλαγή των συνθηκών αυτών στις απόψεις που εκφράζονται στην παρούσα. Οι απόψεις που εκφράζονται στην παρούσα τελούν επίσης, υπό την επιφύλαξη αβεβαιοτήτων που σχετίζονται με σημαντικούς παράγοντες, όπως μελλοντικές εξελίξεις των δημοσιονομικών της χώρας και εξελίξεις στο εποπτικό και νομοθετικό πλαίσιο.

VI. Οι απόψεις μας που περιλαμβάνονται στην παρούσα Έκθεση παρέχονται αποκλειστικά προς το διοικητικό συμβούλιο της Εταιρείας για την υποστήριξη του ως προς τη χρηματοοικονομική αξιολόγηση της Δημόσιας Πρότασης και οποιαδήποτε χρήση από άλλο πρόσωπο πέρα του διοικητικού συμβουλίου πρέπει να γίνεται αποκλειστικά σε συνδυασμό και από κοινού με την αιτιολογημένη γνώμη του διοικητικού συμβουλίου της Εταιρείας. Δεν αναλαμβάνουμε οποιαδήποτε ευθύνη έναντι οποιουδήποτε, πέρα από αυτές που προκύπτουν από την ιδιότητα μας ως χρηματοοικονομικού συμβούλου (εφεξής ο «Σύμβουλος» ή ο «Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος») κατά το άρθρο 15 παρ. 2 του Ν. 3461/2006. Το διοικητικό συμβούλιο της Εταιρείας οφείλει να διατυπώσει εγγράφως αιτιολογημένη γνώμη σχετικά με τη Δημόσια Πρόταση, για το περιεχόμενο της οποίας δεν ευθύνεται ο Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος.

VII. Ο Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος ενδεχομένως να έχει παράσχει στο παρελθόν ή να παρέχει επί του παρόντος στην Εταιρεία ή στις συνδεδεμένες με αυτήν εταιρείες, επενδυτικές υπηρεσίες ή/και άλλες υπηρεσίες και ενδεχομένως να έχει λάβει ή να λάβει στο μέλλον αμοιβή για τις υπηρεσίες αυτές.

Μεθοδολογία

Για τη διαμόρφωση του τελικού μας συμπεράσματος χρησιμοποιήθηκε συνδυασμός διαφόρων κοινώς αποδεκτών μεθοδολογιών αποτίμησης, ήτοι:

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

Μέθοδος Β' - Αποτίμηση της Εταιρείας με Πολλαπλασιαστές / Αριθμοδείκτες (Multiples) Ομοειδών Εταιρειών,

Μέθοδος Γ' - Αποτίμηση της Αξίας με βάση τον Μέσο Οικονομικό Κύκλο (Mid-Cycle Fair Value), και

Μέθοδος Δ' - Συγκρίσιμες Συναλλαγές Εγχώριων Εταιρειών Συναφούς Δραστηριότητας

Α. Η μέθοδος Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών βασίζεται στην προεξόφληση των καθαρών (ελεύθερων) μελλοντικών λειτουργικών χρηματικών ροών της εταιρείας με σκοπό να υπολογισθεί η αξία που έχει για τους μετόχους της, θεωρώντας την εταιρεία ως μια δυναμική λειτουργική οντότητα. Οι χρηματικές ροές που προέρχονται από τη λειτουργία της επιχείρησης, υπολογίζονται ως η διαφορά μεταξύ των ταμειακών εισροών αφαιρουμένων των ταμειακών εκροών, έχοντας λάβει υπόψη τις εκροές που αφορούν στην καταβολή φόρου, στη χρηματοδότηση του κεφαλαίου κίνησης, καθώς και στις επενδυτικές ανάγκες της εταιρείας και για τους σκοπούς εφαρμογής της.

Για την εφαρμογή της μεθόδου μελετήσαμε επιχειρηματικές και οικονομικές πληροφορίες που σχετίζονται με την Εταιρεία και χρησιμοποιήσαμε πληροφορίες και προβλέψεις που μας παρασχέθηκαν από την Εταιρεία μέσω έντυπης και ηλεκτρονικής αλληλογραφίας και συναντηθήκαμε με τα ανώτατα στελέχη της για να συζητήσουμε την παρούσα κατάσταση και τις προοπτικές της.

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

Λαμβάνοντας μια σειρά από παραδοχές για τις μελλοντικές ταμειακές ροές της Εταιρείας σε ορίζοντα δετίας και χρησιμοποιώντας τα κατάλληλα μεγέθη ώστε να προεξοφληθούν αυτές στο παρόν, καταλήγουμε στην αξία της επιχείρησης. Στη συγκεκριμένη μεθοδολογία, επιλέχθηκε ως ημερομηνία βάσης αποτίμησης η 30.06.2017

Για την καλύτερη δυνατή προσέγγιση της αξίας της Εταιρείας εξετάζουμε το βασικό σενάριο εξέλιξης των μεγεθών της Εταιρείας, πραγματοποιώντας ταυτόχρονα ανάλυση ευαισθησίας ως προς το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου και το ρυθμό ανάπτυξης της Εταιρείας στο διηνεκές, για τη δημιουργία δύο επιπλέον σεναρίων, ενός αισιόδοξου και ενός απαισιόδοξου.

Στη συνέχεια παρατίθενται τα αποτελέσματα της μεθόδου με βάση την προαναφερθείσα μεθοδολογία:

Προεξόφληση Ταμειακών Ροών		
Σενάρια	Προκύπτουσα Αποτίμηση (€/μετοχή)	Παραδοχές
Βασικό Σενάριο	0,64	Προεξόφληση Ελεύθερων Ταμειακών Ροών / 2,0% αύξηση πωλήσεων στο διηνεκές, WACC: 8,0%
Αισιόδοξο Σενάριο	0,94	Προεξόφληση Ελεύθερων Ταμειακών Ροών / 3,0% αύξηση πωλήσεων στο διηνεκές, WACC: 7,5%
Απαισιόδοξο Σενάριο	0,46	Προεξόφληση Ελεύθερων Ταμειακών Ροών / 1,0% αύξηση πωλήσεων στο διηνεκές, WACC: 8,5%

Πηγή Στοιχείων: Εταιρεία

Η αποτίμηση της Εταιρείας με βάση τις μελλοντικές ταμειακές της ροές στηρίζεται σε εκτιμήσεις και προβλέψεις, συνεπώς μια σειρά από παράγοντες θα μπορούσαν να επηρεάσουν τη χρηματοοικονομική θέση ή τα αποτελέσματα λειτουργίας της είτε ευμενώς είτε δυσμενώς και ανάλογα να επηρεαστεί η αποτίμηση της.

Οι περιορισμοί στη συγκεκριμένη μεθοδολογία αποτίμησης, αφορούν κατά κύριο λόγο σε:

- Στην αβεβαιότητα για την επίτευξη των χρηματοοικονομικών προβλέψεων,
- Στην εξέλιξη του κύκλου εργασιών της επιχείρησης,
- Στην αβεβαιότητα αναφορικά με το βαθμό και την ταχύτητα υλοποίησης νέων επενδύσεων
- Στην αβεβαιότητα ως προς τις εξελίξεις της αγοράς στην οποία δραστηριοποιείται η επιχείρηση και τις ευρύτερες μακροοικονομικές συνθήκες της χώρας δραστηριότητας.

Σε ένα ιδιαίτερα ρευστό οικονομικό περιβάλλον όπως αυτό το οποίο διανύουμε, είναι τουλάχιστον δύσκολο να πραγματοποιηθούν ασφαλείς χρηματοοικονομικές προβλέψεις, ωστόσο ο Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος κατέβαλε την δέουσα επιμέλεια ώστε να καταλήξει σε ένα εύρος τιμών αποτίμησης για την Εταιρεία, που κυμαίνεται μεταξύ του €0,94 και €0,46 ανά μετοχή. Σε κάθε περίπτωση και με δεδομένη την αστάθεια που παρατηρείται, ο Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος διατηρεί κάθε επιφύλαξη για οποιαδήποτε μελλοντική συγκυρία.

Β. Η μέθοδος αποτίμησης με Πολλαπλασιαστές / Αριθμοδείκτες Ομοειδών Εταιρειών, στηρίζεται στην παραδοχή ότι η αξία μιας εταιρείας είναι εφικτό να προκύψει μέσω της χρήσης συγκεκριμένων χρηματοοικονομικών δεικτών που προκύπτουν από την αξία που αποδίδουν καλά πληροφορημένοι και

ορθολογικοί επενδυτές, σε μετοχές άλλων ομοειδών και άμεσα συγκρίσιμων εταιρειών. Με τον υπολογισμό των δεικτών αυτών και την εφαρμογή τους στα οικονομικά μεγέθη της αποτιμώμενης εταιρείας δύναται να εκτιμηθεί η αξία της.

Η μέθοδος αυτή θεωρείται σημαντική εφόσον εξευρεθεί ένα δείγμα ομοειδών και άμεσα συγκρίσιμων εταιρειών.

Συγκεντρώσαμε στοιχεία αριθμοδεικτών πέντε ομοειδών ευρωπαϊκών εταιρειών, αξιολογώντας τρεις βασικούς δείκτες και συγκεκριμένα τον πολλαπλασιαστή κερδών (P/E), τη σχέση κεφαλαιοποίησης προς ίδια κεφάλαια (P/BV) και τη σχέση αξίας επιχείρησης προς λειτουργικά κέρδη προ αποσβέσεων (EV/EBITDA). Επιπλέον σταθμίσαμε το δείγμα μας και υπολογίσαμε το σταθμισμένο μέσο όρο των εν λόγω δεικτών ώστε να καταλήξουμε σε ένα εύρος τιμών αναφορικά με την αποτίμηση της Εταιρείας, ως εξής:

Όνομα Εταιρείας	Χρηματιστήριο Διαπραγμάτευσης	P/E 2018e (x)	P/BV 2018e (x)	EV/EBITDA 2018e (x)
RHOEN-KLINIKUM	Φρανκφούρτη	44,6	1,8	14,4
FRESENIUS MEDICAL CARE	Φρανκφούρτη	20,5	2,3	10,1
KORIAN	Παρίσι	22,6	1,1	10,3
ORPEA	Παρίσι	27,1	2,5	18,4
MEDICLINIC INTERNATIONAL PLC	Λονδίνο	19,0	1,0	12,1
Σταθμισμένος Μ.Ο. Δείγματος		22,6	2,1	11,8
Προκύπτουσα Αποτίμηση (€/μετοχή)		0,49	0,93	0,91
Συντελεστής Στάθμισης Αριθμοδείκτη		33,30%	33,3%	33,3%
Σταθμισμένη Αποτίμηση με Πολλαπλασιαστές (σε €/μετοχή)			0,78	

Πηγή Στοιχείων: Bloomberg, Εταιρεία

Όπως προκύπτει από τον παραπάνω πίνακα, με χρήση των σταθμισμένων μέσων όρων των ομοειδών ευρωπαϊκών εταιρειών, προκύπτουν τιμές P/E 22,6x, P/BV 2,1x και EV/EBITDA 11,8x. Μετατρέποντας τη σχέση των αριθμοδεικτών σε αποτίμηση ανά μετοχή, το εύρος διαμορφώνεται ως εξής:

A) Ελάχιστο (P/E): €0,49 ανά μετοχή

B) Σταθμισμένη αποτίμηση: €0,78 ανά μετοχή

B) Μέγιστο: (P/BV): €0,93 ανά μετοχή

Η εφαρμογή της συγκεκριμένης μεθόδου ενδεχομένως τελεί υπό την επιφύλαξη παραγόντων που αφορούν τις εταιρείες του δείγματος, όπως:

- Το εύρος προσφερόμενων προϊόντων και υπηρεσιών και τη διαφοροποίηση των δραστηριοτήτων κάθε εταιρείας,

- Το μέγεθος κάθε εταιρείας και την επάρκεια της σε ανθρώπινο δυναμικό,
- Το περιθώριο κέρδους και την κεφαλαιακή της διάρθρωση,
- Τις επικρατούσες συνθήκες στη χώρα ή τις χώρες που δραστηριοποιείται η κάθε εταιρεία,
- Την αντιπροσωπευτικότητα του δείγματος, και
- Το χρηματιστήριο στο οποίο είναι εισηγμένη η κάθε εταιρεία

Γ. Η μέθοδος αποτίμησης με βάση τον μέσο οικονομικό κύκλο, στηρίζεται στην παραδοχή, ότι μια εταιρεία σε ένα μέσο κύκλο οικονομικής δραστηριότητας ενδεικτικής διάρκειας π.χ.10 ετών, στη διάρκεια του οποίου εκτίθεται σε ανοδικές και καθοδικές επιμέρους ταλαντώσεις της δραστηριότητας αυτής, και χρησιμοποιώντας χρηματοοικονομικούς δείκτες μέτρησης της παρελθούσης δραστηριότητας της εταιρείας, τείνει να θεωρείται δίκαια αποτιμημένη.

Στη συγκεκριμένη μέθοδο του μέσου οικονομικού κύκλου υπολογίσαμε τον μέσο όρο των δεικτών P/E και EV/EBITDA για την περίοδο των τελευταίων 10 ετών (2007-2016), που θεωρείται ένας πλήρης οικονομικός κύκλος δραστηριότητας και τον μέσο όρο των καθαρών κερδών και του EBITDA αντίστοιχα για την ίδια περίοδο. Στην πρώτη περίπτωση (P/E), υπολογίσαμε την αποτίμηση της Εταιρείας (ανά μετοχή) πολλαπλασιάζοντας το μέσο P/E με το μέσο όρο των καθαρών κερδών, ενώ στη δεύτερη περίπτωση (EV/EBITDA) υπολογίσαμε τη μέση Αξία της Επιχείρησης (EV) και πολλαπλασιάζοντας το μέσο EV/EBITDA με το μέσο όρο του EBITDA και αφού αφαιρέσαμε τον μέσο όρο του καθαρού δανεισμού (Net Debt) της ίδιας χρονικής περιόδου, καταλήξαμε στην αποτίμηση της Εταιρείας (ανά μετοχή), ως εξής:

Αποτίμηση 10ετους οικονομικού κύκλου

Μέση Αξία Μεγεθών 10ετους Κύκλου			
EV/EBITDA	15,2x	P/E	11,1x
EBITDA	24,1 (€ εκατ.)	Καθαρά Κέρδη	-7,6 (€ εκατ.)
Καθαρός Δανεισμός		151,1 (€ εκατ.)	
Αριθμός μετοχών Εταιρείας		305,7 (εκατ.)	
Κατά EV/EBITDA		Κατά P/E	
Προκύπτουσα Αξία Εταιρείας		214,9 (€ εκατ.)	-

Αξία ανά μετοχή (€/μετοχή)	0,7	-
Συντελεστής Στάθμισης	100%	0%
Σταθμισμένη Αποτίμηση (€/μετοχή)	0,70	

Πηγή Στοιχείων: Bloomberg, Εταιρεία

Όπως προκύπτει από τον παραπάνω πίνακα, με βάση τον μέσο οικονομικό κύκλο, προκύπτει τιμή αποτίμησης ανά μετοχή €0,70 μόνο από τον δείκτη EV/EBITDA, καθώς τα αρνητικά καθαρά κέρδη του μέσου κύκλου δεκαετίας δεν οδηγούν σε έγκυρο αποτέλεσμα με τη χρήση του πολλαπλασιαστή P/E.

Η εφαρμογή της συγκεκριμένης μεθόδου ενδεχομένως τελεί υπό την επιφύλαξη παραγόντων, όπως:

- Την ορθολογική εξέλιξη των μεγεθών της εταιρείας κατά τη διάρκεια του μέσου οικονομικού κύκλου, και
- Τις επικρατούσες συνθήκες στη χώρα ή τις χώρες που δραστηριοποιείται η κάθε εταιρεία.

Δ. Η μέθοδος των Συγκρίσιμων Συναλλαγών στηρίζεται στην παραδοχή ότι η εκτίμηση της αξίας μιας εταιρείας μπορεί να προσεγγιστεί βάσει δεικτών αποτίμησης (πολλαπλασίων) από εξαγορές ομοειδών ή συναφούς δραστηριότητας εταιρειών

Στη συγκεκριμένη μέθοδο των συγκρίσιμων συναλλαγών χρησιμοποιήθηκαν οι δείκτες, σχέση κεφαλαιοποίησης προς ίδια κεφάλαια (P/BV), σχέση αξίας επιχείρησης προς λειτουργικά κέρδη προ αποσβέσεων (EV/EBITDA) και σχέση αξίας επιχείρησης προς πωλήσεις (EV/SALES), για τις πραγματοποιηθείσες εντός του 2017 εξαγορές δύο νοσοκομειακών μονάδων στην Ελλάδα, του νοσοκομείου Metropolitan και του νοσοκομείου ΙΑΣΩ General.

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

Συγκρίσιμες Συναλλαγές Εγχώριων Εταιρειών Συναφούς Δραστηριότητας (2017e)				
	P/BV x	EV/EBITDA x	EV/SALES x	Συνολικό Καταβληθέν Τίμημα (σε € εκατ.)
Νοσοκομείο Metropolitan	1,25	8,39	1,55	106,7
Νοσοκομείο ΙΑΣΩ General	1,32	36,12	1,51	20,0
Σταθμισμένος Μ.Ο Δείγματος	1,26	12,76	1,55	
Προκύπτουσα Αποτίμηση	0,53	0,96	0,68	

(€/μετοχή)			
Συντελεστής Στάθμισης Αριθμοδείκτη	33,3%	33,3%	33,3%
Σταθμισμένη Αποτίμηση (€/μετοχή)	0,72		

Πηγή Στοιχείων: Bloomberg

Όπως προκύπτει με βάση τα στοιχεία του παραπάνω πίνακα, οι σταθμισμένοι μέσοι όροι του δείγματος μας δίνουν τιμές α) P/BV 1,26x, β) EV/EBITDA 12,7x, και γ) EV/SALES 1,55x. Μετατρέποντας τη σχέση των αριθμοδεικτών σε αποτίμηση ανά μετοχή, το εύρος διαμορφώνεται ως εξής:

A) Ελάχιστο (P/BV): €0,53

B) Σταθμισμένη αποτίμηση: €0,72

Γ) Μέγιστο (EV/EBITDA): €0,96

Η εφαρμογή της συγκεκριμένης μεθόδου ενδεχομένως τελεί υπό την επιφύλαξη παραγόντων που αφορούν τις εταιρείες του δείγματος, όπως:

- Τις συνθήκες αγοράς ή αγορών στις οποίες δραστηριοποιείται η κάθε εταιρεία,
- Το εύρος προσφερόμενων προϊόντων και υπηρεσιών και τη διαφοροποίηση των δραστηριοτήτων κάθε εταιρείας,
- Το μέγεθος των εγκαταστάσεων και την ποιότητα του ανθρώπινου δυναμικού της κάθε εταιρείας, και
- Την ποιότητα και την αρτιότητα του τεχνολογικού εξοπλισμού που χρησιμοποιεί η κάθε εταιρεία.

Σύνοψη Απόψεων Έκθεσης

Με βάση τα αποτελέσματα των μεθόδων υπολογισμού του Χρηματοοικονομικού Συμβούλου και τη στάθμιση εκάστης μεθόδου για την αξιολόγηση του προσφερόμενου τιμήματος της Δημόσιας Πρότασης για την αγορά έως 91.719.731 κοινών ονομαστικών μετοχών της Εταιρείας από τον Προτείνοντα, ο Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος συμπεραίνει ότι, στο πλαίσιο της Δημόσιας Πρότασης το προσφερόμενο τίμημα €0,45 για κάθε μετοχή της Εταιρείας, βρίσκεται χαμηλότερα από το εύλογο εύρος τιμών, όπως αυτό προέκυψε από τις επιλεγμένες μεθόδους αποτίμησης και προσδιορίστηκε σε **€0,64 - €0,78** ανά μετοχή.

Ρήτρα Μη Ευθύνης

Η παρούσα Έκθεση εκπονήθηκε από τον Χρηματοοικονομικό Σύμβουλο αποκλειστικά προς όφελος και εσωτερική χρήση του διοικητικού συμβουλίου της Εταιρείας. Ο Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος δεν εκφέρει γνώμη για το εύλογο και δίκαιο του προσφερόμενου τιμήματος της Δημόσιας Πρότασης ως

προς την αιτιολογημένη γνώμη που θα εκφέρει το διοικητικό συμβούλιο της Εταιρείας για την αποδοχή ή την απόρριψη της Δημόσιας Πρότασης και η Έκθεση δεν θίγει καθιονδήποτε τρόπο το θέμα αυτό. Η Έκθεση δε συνιστά πρόταση ή σύσταση για τη διενέργεια οποιασδήποτε συναλλαγής επί χρηματοπιστωτικών μέσων στα οποία αναφέρεται και έχει συνταχθεί για χρήση του διοικητικού συμβουλίου της Εταιρείας. Οποιαδήποτε χρήση από άλλο πρόσωπο πέραν του διοικητικού συμβουλίου πρέπει να γίνεται αποκλειστικά σε συνδυασμό και από κοινού με την αιτιολογημένη γνώμη του διοικητικού συμβουλίου της Εταιρείας.

Για τους σκοπούς της Έκθεσης, ελήφθη υπόψη η υπόθεση ότι όλες οι πληροφορίες που παρασχέθηκαν στο Χρηματοοικονομικό Σύμβουλο είναι πλήρεις και ακριβείς ως προς τα ουσιώδη στοιχεία τους και ο Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος δεν έχει προβεί σε ανεξάρτητη επιβεβαίωση των πληροφοριών αυτών. Σε σχέση με ιστορικές, επιχειρηματικές και οικονομικές πληροφορίες, έγινε η υπόθεση ότι οι πληροφορίες αυτές έχουν συγκεντρωθεί κατά εύλογο τρόπο σύμφωνα με αδιαλείπτως εφαρμοζόμενα πρότυπα και απεικονίζουν με ακρίβεια την πραγματική επιχειρηματική και οικονομική θέση της Εταιρείας κατά την ημερομηνία στην οποία αναφέρονται. Σχετικά με πληροφορίες που αναφέρονται στο μέλλον, έγινε η υπόθεση ότι αυτές έχουν συγκεντρωθεί κατά εύλογο τρόπο επί τη βάση των καλύτερων διαθέσιμων εκτιμήσεων και κρίσεων της παρούσας διοίκησης της Εταιρείας κατά τη σημερινή ημερομηνία, ως προς τη μελλοντική οικονομική απόδοση της Εταιρείας.

Η Έκθεση βασίζεται στις χρηματοοικονομικές, οικονομικές και πολιτικές συνθήκες και στις συνθήκες αγοράς, όπως υφίστανται και μπορούν να εκτιμηθούν κατά την ημερομηνία της παρούσας και ο Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος δεν εκφράζει γνώμη για το αν οι συνθήκες αυτές θα συνεχίσουν να υφίστανται ή για το ποια τυχόν επίδραση θα είχε η αλλαγή των συνθηκών αυτών στις απόψεις που εκφράζονται στην παρούσα. Οι απόψεις που εκφράζονται στην παρούσα τελούν, επίσης, υπό την επιφύλαξη αβεβαιοτήτων που σχετίζονται με σημαντικούς παράγοντες, όπως μελλοντικές εξελίξεις των δημοσιονομικών της χώρας, εξελίξεις στο εποπτικό και νομοθετικό πλαίσιο και στην ένταση του ανταγωνισμού στους κλάδους που δραστηριοποιείται η Εταιρεία και εξέλιξη της εμπορικής σχέσης της Εταιρείας με τον Προτείνοντα που είναι ο κύριος μέτοχος της Εταιρείας.