



ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Ε.

**Έκθεση Διοικητικού Συμβουλίου της Εταιρείας ΝΗΡΕΥΣ
ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Ε. προς την Έκτακτη Γενική Συνέλευση των
Μετόχων της 7/1/2008, σύμφωνα με το άρθρο 289 του Κανονισμού
του Χρηματιστηρίου Αθηνών**





Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΝΗΡΕΥΣ Α.Ε. κατά τη συνεδρίασή του στις 26/11/2007 (βλέπε εκδοθείσα ανακοίνωση της 27/11/2007 σχετική με την αλλαγή χρήσης αντληθέντων κεφαλαίων από την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου) αποφάσισε να διαθέσει 5.400.000 € από τα κεφάλαια που αντλήθηκαν από την αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου της 9/7/2007 για την εξαγορά της ελληνικής εταιρείας ιχθυοκαλλιέργειας RED ANCHOR, η οποία διαθέτει μονάδα πάχυνσης δυναμικότητας 750 τόνων και συσκευαστήριο. Με την εν λόγω εξαγορά αποκτάται από την ΝΗΡΕΥΣ Α.Ε. το 100% των μετοχών της ως άνω εταιρείας και συγκεκριμένα 475.410 μετοχές. Περαιτέρω επιτυγχάνεται σε συντομότερο χρόνο διαθεσιμότητα έτοιμου προϊόντος αντί της ανάπτυξης εξ αρχής νέων μονάδων, χωρίς να χάνεται η παραγωγική δυνατότητα της Εταιρείας από άδειες παραγωγής που ήδη διαθέτει. Ακολουθεί μελέτη αποτιμήσεως της εταιρείας RED ANCHOR από την ελεγκτική εταιρεία BAKER TILLY HELLAS Α.Ε.





ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Ε.

ΜΕΛΕΤΗ

**Αποτιμήσεως της εξαγοραζόμενης από τη
«ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Ε.» Ανώνυμης Εταιρείας
«RED ANCHOR ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ, ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΙ
ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΩΝ ΚΑΙ ΠΑΡΟΧΗ ΣΥΝΑΦΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ
ΕΤΑΙΡΕΙΑ»
κατά την 26^η Νοεμβρίου 2007**





ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

	Σελίδα
I. ΓΕΝΙΚΑ.....	6
1. Σκοπός της μελέτης.....	6
2. Σύντομο ιστορικό.....	6
3. Μετοχικό Κεφάλαιο.....	6
4. Στοιχεία στα οποία βασίστηκε η μελέτη.....	7
II. Πραγματική καθαρή θέση της εκτιμώμενης εταιρείας.....	7
A. Στοιχεία Ενεργητικού.....	7
-Ενσώματες ακινητοποιήσεις.....	7
1. Γήπεδα - Οικόπεδα.....	7
2. Κτίρια και τεχνικά έργα.....	8
3. Μηχανήματα τεχνικές εγκαταστάσεις και λοιπός μηχανολογικός εξοπλισμός.....	8
4. Μεταφορικά μέσα.....	8
5. Έπιπλα και λοιπός εξοπλισμός.....	8
-Αποθέματα.....	8
1. Παραγωγή σε εξέλιξη.....	8
2. Πρώτες & Βοηθητικές ύλες – είδη συσκευασίας.....	9
- Απαιτήσεις.....	9
-Ταμιακά διαθέσιμα.....	9
B. Στοιχεία Παθητικού.....	9
1. Προβλέψεις.....	9
-Υποχρεώσεις παροχών στο προσωπικό.....	9
2. Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις.....	10
- Επιχορηγήσεις.....	10
3. Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.....	10
III. Πρόβλεψη μελλοντικών Αποτελεσμάτων – Χρηματοοικονομικό.....	
πρόγραμμα 2008- 2012.....	11
IV. ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ.....	12
1. Συνολική τρέχουσα αξία με βάση την κεφαλαιοποίηση των κερδών.....	12





ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Ε.

- Κεφαλαιοποίηση του Μέσου όρου των Οργανικών ετήσιων κερδών	
της προσεχούς πενταετίας.....	14
2. Προσδιορισμός της υπεραξίας.....	14
- Υπολογισμός υπερπροσόδου κατά τα έτη 2008 έως 2012.....	15
3. Συνολική αξία με βάση την πραγματική καθαρή θέση και την υπεραξία	15
4. Μέθοδος της προεξοφλήσεως των ταμιακών ρών	16
V. Συμπέρασμα.....	16





I. ΓΕΝΙΚΑ

1. Σκοπός της μελέτης

Σκοπός της μελέτης αυτής, η οποία μας ανατέθηκε από την εταιρεία «ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Ε.» με το υπό ημερομηνία 25/2/2008 έγγραφό της, είναι η αποτίμηση της εξαγοραζόμενης από τη «ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Ε.», Ανώνυμης Εταιρείας «RED ANCHOR ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ, ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΙ ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΩΝ ΚΑΙ ΠΑΡΟΧΗ ΣΥΝΑΦΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ» («RED ANCHOR Α.Ε.»).

Ως ημερομηνία αποτιμήσεως, ορίστηκε, η 26^η Νοεμβρίου 2007 που είναι η ημερομηνία αποκτήσεως ποσοστού 100% των μετοχών της επιχειρήσεως από τη «ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Ε.», από τους παλαιούς μετόχους, σύμφωνα με το υπό ημερομηνία 26/11/2007 Ιδιωτικό Συμφωνητικό.

2. Σύντομο ιστορικό.

-Η εν λόγω εταιρεία ιδρύθηκε το 2002 σύμφωνα με την αριθμ. 784/11-2-2002 απόφαση της Νομάρχου Πειραιά με την οποία χορηγήθηκε άδεια σύστασης και εγκρίθηκε το καταστατικό της όπως αυτό καταρτίστηκε με την αριθμ. 1930/25-1-2002 πράξη της συμβολαιογράφου Πειραιά Ελένης Καγιαυτάκη (Φ.Ε.Κ. 1591/1-3-2002 τεύχος Α.Ε. και Ε.Π.Ε.). Η ανωτέρω εταιρεία την 11-2-2002 καταχωρήθηκε στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιρειών και πήρε αριθμό Μητρώου ο οποίος σήμερα είναι 51114/04/Β/02/09 (08).

-Η έδρα της εταιρείας είναι στο Δήμο Κορωπίου Αττικής και η διάρκεια της είναι ενενήντα έτη (90) αρχομένη την 11/2/2002 και λήγουσα 10/2/2092.

-Σκοπός της εταιρείας είναι:

1. Η ίδρυση-μίσθωση από το Δημόσιο ή ιδιώτες, εκμετάλλευση και εμπορία υδατοκαλλιεργειών και ιχθυοκαλλιεργειών.
2. Η παραγωγή πάσης φύσεως ιχθύων και γενικά εναλίων οργανισμών καταλλήλων προς βρώση, νωπών ή κατεψυγμένων, την εν γένει εμπορία αυτών ,είτε απ' ευθείας είτε δι' αντιπροσώπων.
3. Η παροχή συναφών υπηρεσιών προς τρίτους προς το σκοπό της παραγωγής συντήρησης και συσκευασίας πάσης φύσεως ιχθύων και εναλίων οργανισμών εντός των εγκαταστάσεων της εταιρείας.
4. Η κατασκευή και εμπορία πλαστικών ή μεταλλικών κλωβών, αγκυροβολίων, διχτύων, πλωτών εξέδρων, σκαφών εξυπηρέτησης ιχθυοκαλλιεργειών και πάσης φύσεως μηχανολογικού εξοπλισμού συναφούς με τις ιχθυοκαλλιέργειες.

3. Μετοχικό Κεφάλαιο

Το μετοχικό της κεφάλαιο ορίστηκε και παραμένει μέχρι σήμερα σε ένα εκατομμύριο εννιακόσιες μία χιλιάδες εξακόσια σαράντα (1.901.640,00) Ευρώ, διαιρούμενο σε τετρακόσιες εβδομήντα πέντε χιλιάδες τετρακόσιες δέκα (475.410) ονομαστικές μετοχές ονομαστικής αξίας τεσσάρων (4) Ευρώ η κάθε μία.





4. Στοιχεία στα οποία βασίστηκε η μελέτη

Η παρούσα μελέτη βασίστηκε στα ακόλουθα στοιχεία:

(α) Οικονομικές καταστάσεις των ετών 2005 και 2006 συνταγμένες σύμφωνα με τα Δ.Π.Χ.Π.

(β) Οικονομικές καταστάσεις της 26/11/2007.

(γ) Πρόβλεψη μελλοντικών αποτελεσμάτων των χρήσεων 2008 - 2012.

Επίσης από την εταιρεία, μας παρασχέθηκαν όλες οι αναλύσεις των κονδυλίων των προαναφερόμενων οικονομικών καταστάσεων και μας δόθηκαν όλες οι σχετικές πληροφορίες και επεξηγήσεις, τις οποίες θεωρήσαμε αναγκαίες για το σκοπό της παρούσας μελέτης και γενικά μας διευκόλυνε με κάθε τρόπο στο έργο μας.

Τα ανωτέρω στοιχεία, αφού υπέστησαν την αναγκαία για το σκοπό της παρούσας επεξεργασία, απετέλεσαν τη βάση της παρούσας μελέτης της αποτίμησης της «RED ANCHOR A.E.» κατά την 26/11/2007.

II. Πραγματική καθαρή θέση της εκτιμώμενης εταιρείας

- Εκτίμηση της αξίας των επί μέρους στοιχείων του Ισολογισμού

-

Πραγματική Καθαρή Θέση της εταιρείας αποτελεί το Καθαρό Ενεργητικό αυτής (Διορθωμένη μαθηματική αξία) που είναι η διαφορά μεταξύ του συνόλου της εκτιμηθείσας αξίας των στοιχείων του ενεργητικού και της αντίστοιχης των στοιχείων του απαιτητού παθητικού.

Για τον προσδιορισμό της Πραγματικής Καθαρής Θέσης θα βασιστούμε στη Λογιστική Καθαρή θέση, όπως αυτή προκύπτει από τις οικονομικές καταστάσεις χρήσεως 26/11/2007 (περίοδος 01/01-26/11/2007) και θα προχωρήσουμε σε εκτίμηση των επιμέρους στοιχείων τους.

Λόγω της αποκτήσεώς της σε ποσοστό 100%, από τη «ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Ε.» θα ενοποιηθεί με τη μέθοδο της ολικής ενοποίησης από τη μητρική εταιρεία στη χρήση 2007 με συνέπεια να συντάξει τις οικονομικές καταστάσεις των χρήσεων 2005 (μετάβαση) και 2006 σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (ΔΠΧΠ).

Κατά την πρώτη εφαρμογή (χρήση 2005) των ΔΠΧΠ έγιναν οι σχετικές προσαρμογές της Καθαρής Θέσης της εταιρείας, με την αναμόρφωση των λογ/σμών παγίων στην πραγματική αξία τους, τη διενέργεια προβλέψεων, κ.λπ.

A. Στοιχεία Ενεργητικού

- Ενσώματες ακινητοποιήσεις

1. Γήπεδα - Οικόπεδα

Αξία βάσει βιβλίων	€	191.842,05
Αξία βάσει εκτιμήσεως		<u>235.000,00</u>
Διαφορά εκτιμήσεως	€	<u>43.157,95</u>

Η αξία βάσει εκτιμήσεως αφορά την εύλογη αξία των οικοπέδων όπως αυτή προσδιορίστηκε από μελέτη της εταιρείας «Δανός και Συνεργάτες» τον Ιανουάριο του 2008. Η διαφορά εκτιμήσεως ποσού Ευρώ 43.157,95 θα πρέπει να





αυξήσει την καθαρή θέση της εταιρείας.

2. Κτίρια και τεχνικά έργα

Αξία βάσει βιβλίων	€	243.170,53	
Αξία βάσει εκτιμήσεως«		<u>310.000,00</u>	Διαφορά
εκτιμήσεως	€	<u>66.829,47</u>	

Η αξία βάσει εκτιμήσεως αφορά την εύλογη αξία των κτιρίων όπως αυτή προσδιορίστηκε από μελέτη της εταιρείας «Δανός και Συνεργάτες» τον Ιανουάριο του 2008. Η διαφορά εκτιμήσεως ποσού Ευρώ 66.829,47 θα πρέπει να προσauξήσει την καθαρή θέση της εταιρείας.

3. Μηχανήματα τεχνικές εγκαταστάσεις και λοιπός μηχανολογικός εξοπλισμός

Αξία βάσει βιβλίων	€	496.739,31	
Αξία βάσει εκτιμήσεως«		<u>496.739,31</u>	
Διαφορά εκτιμήσεως	€	<u>0,00</u>	

4. Μεταφορικά μέσα

Αξία βάσει βιβλίων	€	84.351,22	
Αξία βάσει εκτιμήσεως«		<u>84.351,22</u>	
Διαφορά εκτιμήσεως	€	<u>0,00</u>	

5. Έπιπλα και λοιπός εξοπλισμός

Αξία βάσει βιβλίων	€	85.597,53	
Αξία βάσει εκτιμήσεως«		<u>85.597,53</u>	
Διαφορά εκτιμήσεως	€	<u>0,00</u>	

Η αξία βάσει εκτιμήσεως των υπόλοιπων πάγιων στοιχείων του Ενεργητικού (εκτός των Γηπέδων – Οικοπέδων και Κτιρίων) αφορά την αξία κτήσεώς τους, μειωμένη με τις συσσωρευμένες αποσβέσεις. Το κόστος κτήσεως, περιλαμβάνει όλες τις άμεσα επιρριπτές δαπάνες για την απόκτηση των στοιχείων. Μεταγενέστερες δαπάνες καταχωρούνται σε επαύξηση της λογιστικής αξίας των ενσώματων παγίων, μόνο κατά την έκταση που οι δαπάνες αυτές αυξάνουν τα μελλοντικά οικονομικά οφέλη που αναμένεται, να εισρεύσουν από τη χρήση του πάγιου στοιχείου και το κόστος τους μπορεί να επιμετρηθεί αξιόπιστα. Οι αποσβέσεις υπολογίζονται με τη σταθερή μέθοδο μέσα στην ωφέλιμη διάρκεια ζωής τους.

Αποθέματα

1. Παραγωγή σε εξέλιξη

Αξία βάσει βιβλίων	€	1.306.933,48	
Αξία βάσει εκτιμήσεως «		<u>1.466.651,70</u>	
Διαφορά εκτιμήσεως	€	<u>159.718,22</u>	

Η ανωτέρω παραγωγή σε εξέλιξη αφορά αποθέματα ψαριών, γόνου, κ.λπ. στη συγκεκριμένη χρονική στιγμή. Η αξία βάσει εκτιμήσεως αφορά την αποτίμηση στην εύλογη αξία σύμφωνα με το Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο 41 (τιμές πώλησης μείον το εκτιμώμενο στον τόπο της πώλησης κόστος).

Η διαφορά εκτιμήσεως ποσού Ευρώ 159.718,22 θα πρέπει να προσauξήσει





την καθαρή θέση της εταιρείας.

2. Πρώτες & Βοηθητικές ύλες – είδη συσκευασίας

Αξία βάσει βιβλίων	€	8.842,27
Αξία βάσει εκτιμήσεως	€	<u>8.842,27</u>
Διαφορά εκτιμήσεως	€	<u>0,00</u>
Η αξία βάσει εκτιμήσεως αναλύεται ως εξής:		
Ιχθυοτροφές	Ευρώ	8.422,27
Είδη συσκευασίας (ιχθυοκιβώτια)	»	<u>420,00</u>
Σύνολο	Ευρώ	<u>8.842,27</u>

Τα ανωτέρω αποθέματα πρώτων υλών (ιχθυοτροφές, κ.λπ) αποτιμήθηκαν στην τιμή κτήσεως τους.

- Απαιτήσεις

- Πελάτες	€	442.897,80
- Επιταγές εισπρακτές (μεταχρ/νες)	€	142.170,67
- Επιταγές εισπρακτές (σφραγισμένες)	€	178.444,49
- Επισφαλείς – επίδοκοι πελάτες και χρεώστες	€	97.709,27
- Απαιτήσεις κατά οργάνων Διοίκησης	€	419.771,99
- Χρεώστες διάφοροι	€	<u>118.803,25</u>
Αξία βάσει βιβλίων	€	1.399.797,47
Αξία βάσει εκτιμήσεως	€	<u>1.123.643,71</u>
Διαφορά εκτιμήσεως	€	<u>-276.153,76</u>

Η διαφορά εκτιμήσεως ποσού Ευρώ 276.173,76, αφορά απαιτήσεις από τους λογαριασμούς, «Επιταγές σε καθυστέρηση (σφραγισμένες)» και «Επισφαλείς – επίδοκοι πελάτες και χρεώστες» για τις οποίες δεν έχει σχηματισθεί αντίστοιχη πρόβλεψη για τη ζημία που θα προκύψει από την μη είσπραξή τους. Κατόπιν αυτού με την αξία αυτών θα πρέπει να μειωθεί η καθαρή θέση της εταιρείας.

-Ταμιακά διαθέσιμα

Στο λογαριασμό αυτό περιλαμβάνονται τα εξής κονδύλια:

-Ταμείο	€	3.021,47
-Καταθέσεις όψεως και προθεσμίας	€	<u>17.753,19</u>
-Σύνολο	€	<u>20.774,66</u>
-Διαθέσιμα βάσει βιβλίων	€	20.774,66
- « βάσει εκτιμήσεως	€	<u>20.774,66</u>
Διαφορά εκτιμήσεως	€	<u>0,00</u>

B. Στοιχεία Παθητικού

1. Προβλέψεις

-Υποχρεώσεις παροχών στο προσωπικό

- Αξία βάσει βιβλίων	€	0,00
- Αξία βάσει εκτιμήσεως	€	<u>10.283,25</u>
Διαφορά εκτιμήσεως	€	<u>-10.283,25</u>





ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Ε.

Η αξία βάσει εκτιμήσεως αφορά την αναγνώριση από την εταιρεία, ως υποχρέωση παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία, την παρούσα αξία της νομικής δέσμευσης που έχει αναλάβει για την καταβολή εφάπαξ αποζημιώσεως στο προσωπικό που αποχωρεί λόγω συνταξιοδότησεως. Η σχετική υποχρέωση υπολογίστηκε κατόπιν αναλογιστικής μελέτης.

Οι κύριες αναλογιστικές παραδοχές που χρησιμοποιήθηκαν έχουν ως εξής:

Προεξοφλητικό επιτόκιο	4,5%
Μελλοντικές αυξήσεις μισθών	3,5%
Πληθωρισμός	2,5%
Ποσοστό αποχωρήσεων	0,75%

2. Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις

- Επιχορηγήσεις

- Αξία βάσει βιβλίων €	274.524,66
- Αξία βάσει εκτιμήσεως	« <u>20.595,75</u>
- Διαφορά εκτιμήσεως€	<u>253.928,91</u>

Η διαφορά εκτιμήσεως αφορά επιχορηγήσεις, οι οποίες θα έπρεπε να είχαν μεταφερθεί στα αποτελέσματα χρήσεως στην παρούσα περίοδο και στις προηγούμενες χρήσεις και μέσω αυτών να είχαν προσαυξήσει την καθαρή θέση. Η διαφορά εκτιμήσεως ποσού ευρώ 253.928,91 θα πρέπει να προσαυξήσει την καθαρή θέση της εταιρείας.

3. Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις

Στο λογαριασμό αυτό περιλαμβάνονται τα εξής κονδύλια:

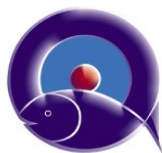
- Προμηθευτές	€	106.160,26
- Επιταγές πληρωτέες (μεταχ/νες)	«	1.548.679,72
- Τράπεζες λογ/σμοί βραχ/σμων υποχρεώσεων	«	35.000,00
- Υποχρεώσεις από φόρους – τέλη	«	110.737,73
- Ασφαλιστικοί οργανισμοί	«	18.517,92
- Πιστωτές διάφοροι	«	<u>16.069,01</u>
Σύνολο	€	<u>1.835.164,64</u>

-Αξία βάσει βιβλίων €	1.835.164,64
-Αξία βάσει εκτιμήσεως	« <u>1.835.164,64</u>
-Διαφορά εκτιμήσεως €	<u>0,00</u>

Οι φορολογικές δηλώσεις για τις χρήσεις 2005 και 2006 δεν έχουν εξετασθεί από τις φορολογικές αρχές, με συνέπεια να υπάρχει το ενδεχόμενο επιβολής πρόσθετων φόρων και προσαυξήσεων κατά το χρόνο που θα εξετασθούν και οριστικοποιηθούν. Η έκβαση του φορολογικού ελέγχου δεν είναι δυνατόν να προβλεφθεί στο παρόν στάδιο και, ως εκ τούτου, δεν έχει γίνει οποιαδήποτε πρόβλεψη στις οικονομικές καταστάσεις σε σχέση με το θέμα αυτό.

Με βάση τα παραπάνω η καθαρή περιουσιακή θέση της εταιρείας διαμορφώνεται στο ποσό των € 1.965.556,76 ως εξής:





ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ

Ενσώματες ακινητοποιήσεις	1.211.688,06
Αποθέματα	1.475.493,97
Απαιτήσεις	1.123.643,71
Ταμιακά διαθέσιμα	20.774,66
Σύνολο Ενεργητικού	<u>3.831.600,40</u>

ΠΑΘΗΤΙΚΟ

Υποχρεώσεις παροχών στο προσωπικό	10.283,25
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	20.595,75
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	1.835.164,64
Σύνολο Παθητικού	<u>1.866.043,64</u>

ΘΕΤΙΚΗ ΚΑΘΑΡΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ

(ΔΙΑΦΟΡΑ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ – ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ)

1.965.556,76

III. Πρόβλεψη μελλοντικών Αποτελεσμάτων – Χρηματοοικονομικό πρόγραμμα 2008- 2012

Η αξία της επιχειρήσεως, όπως είναι γνωστό, δεν είναι το αλγεβρικό άθροισμα των ενεργητικών και παθητικών στοιχείων, τα οποία συγκροτούν τη Λογιστική καθαρή θέση, γιατί η πραγματική τους αξία είναι διαφορετική από αυτήν που αναγράφεται στα βιβλία.

Αλλά και στην περίπτωση της ακριβούς εκτιμήσεως, πάλι το αλγεβρικό άθροισμα αυτών που συνιστούν την πραγματική καθαρή θέση δεν μπορεί να θεωρηθεί ως βάση προσδιορισμού, χωρίς περαιτέρω υπολογισμούς της αξίας της επιχειρήσεως, γιατί τα επιμέρους στοιχεία με την ενσωμάτωσή τους στην επιχείρηση, έχασαν την αυτοτέλειά τους και η πραγματική τους αξία είναι, κατά κανόνα, διαφορετική και εξαρτάται από την καλή ή κακή πορεία των αποτελεσμάτων από τις εργασίες της επιχειρήσεως. Είναι λοιπόν αναγκαίο να ληφθεί υπόψη και ο βαθμός αποδοτικότητας της επιχειρήσεως, ως δρώντος οργανισμού.

Έτσι ζητήσαμε και λάβαμε γνώση του υπάρχοντος χρηματοοικονομικού προγράμματος για τα έτη 2008 έως 2012. Για το πρόγραμμα αυτό, επιθυμούμε να σημειώσουμε τα εξής:

(α) Το χρηματοοικονομικό αυτό πρόγραμμα εκπονήθηκε από την Εταιρεία και περιλαμβάνει τους στρατηγικούς και τακτικούς στόχους της.

(β) Τα αριθμητικά δεδομένα του χρηματοοικονομικού προγράμματος της για τα έτη 2008- 2012, θεωρούνται κατά την Εταιρεία ως πραγματοποιήσιμα κάτω από τις προϋποθέσεις του προγράμματος.

Κατωτέρω παρέχουμε μια συνοπτική εικόνα των προβλεπόμενων να διαμορφωθούν κατά τα έτη 2008 - 2012 «Αποτελεσμάτων Χρήσεως», όπως αυτά προκύπτουν από το ανωτέρω πρόγραμμα με μέσο ετήσιο πληθωρισμό 3,10%.



**Αποτελέσματα χρήσεων 2008 - 2012 (σε ευρώ)**

	2008	2009	2010	2011	2012	Μέσος όρος
Κύκλος εργασιών (πωλήσεις)	2.716.865	2.894.873	5.037.259	5.190.453	5.344.028	4.236.696
Μείον: Κόστος πωλήσεων	<u>2.651.969</u>	<u>2.728.046</u>	<u>4.332.233</u>	<u>4.265.435</u>	<u>4.262.153</u>	<u>3.647.967</u>
Μικτά αποτελέσματα εκμεταλλεύσεως	64.896	166.827	705.026	925.018	1.081.875	588.728
Μείον: - Εξοδα διοικητικής λειτουργίας	<u>-49.400</u>	<u>-51.870</u>	<u>-54.464</u>	<u>-57.187</u>	<u>-60.046</u>	<u>-54.593</u>
Αναμενόμενα ολικά αποτελέσματα χρήσεως	15.496	114.957	650.563	867.831	1.021.829	534.135
Αναπροσαρμογή καθαρών κερδών λόγω πληθωρισμού (α)	15.030	108.148	593.626	768.070	877.172	472.409
	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Μείον: Αναλογών φόρος εισοδήματος (β)	<u>3.758</u>	<u>27.037</u>	<u>148.407</u>	<u>192.017</u>	<u>219.293</u>	<u>118.102</u>
Αναμενόμενα καθαρά κέρδη απαλλαγμένα πληθωρισμού και φόρου εισοδήματος (α)-(β)	<u>11.273</u>	<u>81.111</u>	<u>445.220</u>	<u>576.052</u>	<u>657.879</u>	<u>354.307</u>

IV. ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

Για τον προσδιορισμό της αξίας της επιχειρήσεως εφαρμόστηκαν οι ακόλουθες μέθοδοι, οι οποίες στηρίχθηκαν στα καθαρά κέρδη της προσεχούς πενταετίας 2008 - 2012 και στην παρούσα υπεραξία με βάση τα κέρδη αυτά της προσεχούς πενταετίας.

1. Συνολική τρέχουσα αξία με βάση την κεφαλαιοποίηση των κερδών

Η συνολική τρέχουσα αξία μιας επιχειρήσεως και στην προκειμένη της «RED ANCHOR A.E.» μπορεί να προσδιοριστεί και με τη μέθοδο της κεφαλαιοποίησης του μέσου ετήσιου όρου των καθαρών οργανικών κερδών της προσεχούς πενταετίας με το τρέχον επιτόκιο. Η ανωτέρω μέθοδος εφαρμόζεται επίσης και με βάση τον πραγματικό χρόνο ζωής της επιχειρήσεως, ο οποίος πρέπει να είναι γνωστός.

Η συνολική τρέχουσα αξία στην προκειμένη περίπτωση προσδιορίζεται ως η αρχική (παρούσα) αξία διηνεκούς, ετήσιας σταθερής ράντας της οποίας ο ετήσιος όρος είναι ο μέσος όρος των καθαρών οργανικών κερδών της προσεχούς πενταετίας. Δηλαδή

$$V = A * \frac{1-(1+i)^{-\infty}}{i} \text{ και επειδή } (1+i)^{-\infty} \text{ έχει όριο το 0 έχουμε}$$

$$V = A * \frac{1}{i} \text{ ή } V = \frac{A}{i} \text{ όπου } A = \text{ετήσιος σταθερός όρος της ράντας}$$

και i = τρέχον επιτόκιο

Στην περίπτωση που λαμβάνεται υπόψη ο πραγματικός χρόνος ζωής τότε πρόκειται για την αρχική (παρούσα) αξία πρόσκαιρης, ετήσιας, σταθερής ράντας διάρκειας, όσα τα έτη του χρόνου ζωής και της οποίας ο ετήσιος όρος είναι ο μέσος ετήσιος όρος των καθαρών οργανικών κερδών, που πιθανολογείται ότι θα πραγματοποιηθούν στα χρόνια ζωής της επιχειρήσεως. Δηλαδή:





$$V = A * \frac{1 - (1+i)^{-v}}{i} \quad \text{ή} \quad V = A * \frac{1 - \frac{1}{(1+i)^v}}{i} \quad \text{ή} \quad A * \frac{1}{(1+i)^v}$$

όπου A = ετήσιος σταθερός όρος της ράντας, i = τρέχον επιτόκιο και v = έτη ζωής της επιχειρήσεως.

Επειδή στην τελευταία αυτή περίπτωση τα πιθανολογούμενα μελλοντικά κέρδη δεν είναι δυνατόν να είναι πάντοτε σταθερά, αλλά εμφανίζουν μάλλον βαθμιαία πτώση, ο όρος της ράντας λαμβάνεται μεταβλητός (π.χ. φθίνουσα αριθμητική πρόοδο).

Η πιθανολογούμενη καθαρή αξία ρευστοποιήσεως των περιουσιακών στοιχείων κατά τον τερματισμό της ζωής της επιχειρήσεως προσauξάνει την αρχική αξία της αντίστοιχης ράντας. Δεν θα εφαρμόσουμε τη μέθοδο αυτή που στηρίζεται στο χρόνο ζωής της επιχειρήσεως, γιατί αυτός ο χρόνος δεν μπορεί να είναι γνωστός για την Εταιρεία.

Πριν προχωρήσουμε στους σχετικούς υπολογισμούς για τον προσδιορισμό της συνολικής τρέχουσας αξίας με βάση την κεφαλαιοποίηση των καθαρών κερδών της προσεχούς πενταετίας θεωρούμε αναγκαίο να επισημάνουμε τα εξής:

α) Ο προσδιορισμός της συνολικής τρέχουσας αξίας με βάση την κεφαλαιοποίηση των κερδών της προσεχούς πενταετίας τελεί υπό την αίρεση ότι είναι πρακτικώς εξασφαλισμένη η διαιώνιση του κέρδους.

β) Η δυνατότητα μιας επιχειρήσεως να πραγματοποιεί υπερπρόσοδο (υπεραξία = υπερκέρδη) δεν έχει απεριόριστη διάρκεια, λόγω της υπάρξεως ή και δημιουργίας ανταγωνιστικών επιχειρήσεων. Αλλά και αν ακόμη κατόρθωνε να διατηρήσει τα κέρδη της σε υψηλά επίπεδα για πολύ μεγάλη χρονική περίοδο είναι απίθανο τα υπερκέρδη αυτά των πολύ μεταγενέστερων ετών να προέρχονται από παράγοντες που υπήρχαν στο χρόνο της εκτιμήσεως. Πρέπει να θεωρείται φυσιολογική η εξαφάνιση της υπερπροσόδου με την πάροδο των ετών.

Η ανωτέρω παρατήρησή μας έχει ιδιαίτερη σημασία γιατί η τυχόν συνυπάρχουσα υπερπρόσοδος, μέσα στην προσδιοριζόμενη συνολική αξία με την προαναφερθείσα μέθοδο κεφαλαιοποιείται στο διηνεκές.

γ) Η μέθοδος της κεφαλαιοποιήσεως οδηγεί στον προσδιορισμό μιας ολοκληρωτικής αξίας για την επιχείρηση και οποιοδήποτε λάθος στον υπολογισμό των μελλοντικών κερδών αντανακλά εξ ολοκλήρου στη συνολική αξία αυτής.

Κατωτέρω παρέχουμε τους υπολογισμούς για τον προσδιορισμό της συνολικής τρέχουσας αξίας με βάση την κεφαλαιοποίηση των καθαρών κερδών, με βάση το μέσο όρο της προσεχούς πενταετίας.

Ως τρέχον επιτόκιο λήφθηκε το 6,75%, γιατί έχουμε τη γνώμη ότι ανταποκρίνεται σε ομαλές νομισματικές συνθήκες, είναι δηλαδή απαλλαγμένο του πληθωρισμού αλλά και ικανό, ως προς το ύψος του, να αντισταθμίσει και τους κινδύνους που είναι συνυφασμένοι με κάθε επιχειρηματική δραστηριότητα. Πάντως υπογραμμίζουμε ότι η επιλογή του επιτοκίου παίζει σημαντικό ρόλο στον προσδιορισμό της συνολικής αξίας ή και υπεραξίας δεδομένου ότι μπορεί να προκαλέσει υψηλή ή χαμηλή αποδοτικότητα και συνεπώς μεγάλη ή μικρή αξία, ακόμη και να εξαφανίσει ενυπάρχουσα υπεραξία.





- **Κεφαλαιοποίηση του Μέσου όρου των Οργανικών ετήσιων κερδών της προσεχούς πενταετίας**

Μέσος όρος οργανικών κερδών πενταετίας 2008 -2012 (βλέπε σελίδα 10 παρούσας).

$$\frac{15.030 + 108.148 + 593.626 + 768.070 + 877.172}{5} = 472.409$$

Μείον: Φόρος εισοδήματος -118.102
354.307

Επομένως η συνολική αξία της επιχειρήσεως ισούται προς την αρχική αξία (παρούσα) διηνεκούς ράντας, με ετήσιο όρο το μέσο όρο των κερδών της προσεχούς πενταετίας και επιτόκιο 6,75% ήτοι:

$$\frac{354.307}{0,0675} = \underline{5.248.993}$$

με ετήσιο πληθωρισμό 3,10% .

Τέλος για να ολοκληρώσουμε, πρέπει να αναφέρουμε ότι μπορούσε να υπολογιστεί η αρχική αξία ράντας πρόσκαιρης με διάρκεια τα έτη ζωής της «RED ANCHOR A.E.» αλλά όπως γίνεται αντιληπτό, δεν μπορεί να είναι γνωστός ο πραγματικός χρόνος ζωής της.

2. Προσδιορισμός της υπεραξίας

Για να προχωρήσουμε στην εφαρμογή των άλλων μεθόδων υπολογισμού της συνολικής αξίας της Εταιρείας, με βάση την πραγματική καθαρή θέση και την κεφαλαιοποίηση της υπερπροσόδου (= υπεραξίας), είναι αναγκαίο, αφού έχουμε ήδη προσδιορίσει την πραγματική καθαρή θέση της να υπολογίσουμε την υπεραξία της.

Αναφέρουμε εδώ ότι υπερπρόσοδος είναι η θετική διαφορά μεταξύ του μέσου ετήσιου όρου των οργανικών καθαρών κερδών της προσεχούς πενταετίας (χωρίς να έχουν ληφθεί υπόψη οι τόκοι του ξένου κεφαλαίου) και του τόκου των απασχολούμενων ιδίων και ξένων κεφαλαίων, που θεωρείται ως η ομαλή ετήσια πρόσοδος.

Ο υπολογισμός της ομαλής ετήσιας προσόδου έγινε από εμάς, με εκτοκισμό προς 6,75% του απασχολούμενου ίδιου κεφαλαίου.

Το επιτόκιο 6,75% ανταποκρίνεται σε ομαλές νομισματικές συνθήκες είναι δηλαδή απαλλαγμένο πληθωρισμού και ικανό, λόγω ύψους, να αντισταθμίσει και τους επιχειρηματικούς κινδύνους. Βέβαια, το επιτόκιο αυτό προϋποθέτει κατάλληλη αναπροσαρμογή, της προς κεφαλαιοποίηση ετήσιας υπερπροσόδου, λόγω πληθωρισμού.

Για τους υπολογισμούς της υπεραξίας λήφθηκαν:

α) Ως μέσος ετήσιος όρος των οργανικών καθαρών κερδών της προσεχούς πενταετίας, ο μέσος όρος που προέκυψε από τα καθαρά κέρδη των ετών 2008-2012, όπως απεικονίζονται στο Χρηματοοικονομικό πρόγραμμα της εταιρείας για τα έτη 2008 έως 2012 (βλέπε σελίδα 10 παρούσας).





ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Ε.

β) Ως απασχολούμενο κεφάλαιο για τα έτη 2008 έως 2012 λήφθηκε η πραγματική καθαρή θέση της 26/11/2007 της εταιρείας με την παραδοχή ότι αυτή θα είναι η ίδια καθόλη τη διάρκεια της πενταετίας 2008-2012 επειδή τα κέρδη κάθε χρήσεως από αυτές θα διανέμονται εξ ολοκλήρου.

[Στο χρηματοοικονομικό πρόγραμμα της εταιρείας δεν αναφέρονταν τα προβλεπόμενα οικονομικά μεγέθη των Ισολογισμών των χρήσεων 2008 - 2012 (κονδύλια ενεργητικού – παθητικού και καθαρής θέσης)].

- Υπολογισμός υπερπροσόδου κατά τα έτη 2008 έως 2012

	<u>2008</u>	<u>2009</u>	<u>2010</u>	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>Μέσος όρος τριετίας</u>
Καθαρά κέρδη	15.496	114.957	650.563	867.831	1.021.829	534.135
Απασχολούμενο Ιδίο Κεφάλαιο (Πραγματική Καθαρή Θέση 26/11/2007)	<u>1.965.557</u>	<u>1.965.557</u>	<u>1.965.557</u>	<u>1.965.557</u>	<u>1.965.557</u>	<u>1.965.557</u>
Τόκος προς επιτόκιο 6,75%	<u>132.675</u>	<u>132.675</u>	<u>132.675</u>	<u>132.675</u>	<u>132.675</u>	<u>132.675</u>
Υπερπρόσοδος Αναπροσαρμογή λόγω πληθωρισμού (μέσος ετήσιος πληθωρισμός 3,10%)	<u>-117.179</u>	<u>-17.719</u>	<u>517.887</u>	<u>735.156</u>	<u>889.154</u>	<u>714.066</u>
	<u>-113.656</u>	<u>-16.669</u>	<u>472.563</u>	<u>650.646</u>	<u>763.280</u>	<u>628.829</u>

Με βάση τα ανωτέρω δεδομένα:

Η παρούσα αξία της υπερπροσόδου με βάση την ετήσια υπερπρόσοδο των ετών 2010 - 2012 (τα έτη 2008-2009 παρουσιάζεται αρνητική υπερπρόσοδος) προσδιορίζεται ως εξής:

$$\text{Παρούσα αξία υπεραξίας} = A \times \frac{1 - \frac{1}{(1,0675)^3}}{0,0675} = 628.829 \times 2,64 = 1.660.109.$$

3. Συνολική αξία με βάση την πραγματική καθαρή θέση και την υπεραξία

Η συνολική τρέχουσα αξία της εταιρείας, κατά την 26/11/2007 με βάση την πραγματική καθαρή θέση αυτής και την παρούσα αξία της υπεραξίας, σύμφωνα με όσα αναφέρθηκαν ανωτέρω διαμορφώνεται ως εξής:

Συνολική Τρέχουσα Αξία 26/11/2007

		<u>Με βάση Κέρδη 2008 – 2012</u>
Πραγματική Καθαρή Θέση	ευρώ	1.965.557
<u>Πλέον:</u> Παρούσα αξία υπεραξίας	«	<u>1.660.109</u>
Σύνολο	ευρώ	<u>3.625.666</u>





4. Μέθοδος της προεξόφλησως των ταμιακών ροών

Για την εφαρμογή της ανωτέρω μεθόδου λήφθηκαν υπόψη οι ακόλουθες παραδοχές:

- Ως χρονικός ορίζοντας για την αναγωγή των ετήσιων ταμιακών πλεονασμάτων λήφθηκε η προσεχής πενταετία 2008-2012.

- Ως υπολειμματική αξία της εταιρείας στο τέλος της πενταετίας εκτιμάται στην παρούσα αξία των ταμιακών πλεονασμάτων που αναμένεται ότι θα πραγματοποιήσει η εταιρεία στην περίοδο των επόμενων της πενταετίας τριών ετών και ότι τα ετήσια πλεονάσματα εκτιμώνται στο μέσο όρο των ταμιακών πλεονασμάτων της πενταετίας.

- Ως επιτόκιο προεξόφλησης λήφθηκε ποσοστό 6,75% (κανονικό επιτόκιο 5,25% και ασφάλιστρο κινδύνου 1,50%).

- Σύμφωνα με την ισχύουσα φορολογική νομοθεσία η εταιρεία φορολογείται με συντελεστή 25%.

	<u>2008</u>	<u>2009</u>	<u>2010</u>	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>Μέσος όρος</u>
Κύκλος εργασιών (πωλήσεις)	2.716.865	2.894.873	5.037.259	5.190.453	5.344.028	4.236.696
Μείον: Κόστος πωλήσεων	<u>2.651.969</u>	<u>2.728.046</u>	<u>4.332.233</u>	<u>4.265.435</u>	<u>4.262.153</u>	<u>3.647.967</u>
Μικτά αποτελέσματα εκμεταλλεύσεως	64.896	166.827	705.026	925.018	1.081.875	588.728
Μείον: - Εξοδα διοικητικής λειτουργίας	<u>-49.400</u>	<u>-51.870</u>	<u>-54.464</u>	<u>-57.187</u>	<u>-60.046</u>	<u>-54.593</u>
Μερικά αποτελέσματα κέρδη εκμεταλλεύσεως	15.496	114.957	650.563	867.831	1.021.829	534.135
Μείον φόρος εισοδήματος	<u>-3.874</u>	<u>-28.739</u>	<u>-162.641</u>	<u>-216.958</u>	<u>-255.457</u>	<u>-133.534</u>
	11.622	86.218	487.922	650.873	766.372	400.601
Πλέον: αποσβέσεις	<u>257.453</u>	<u>271.300</u>	<u>271.300</u>	<u>271.300</u>	<u>271.300</u>	<u>268.531</u>
Ταμιακή ροή	<u>269.075</u>	<u>357.518</u>	<u>759.222</u>	<u>922.173</u>	<u>1.037.672</u>	<u>669.132</u>

Υπολογισμός της υπολειμματικής αξίας

669.132	:	1,0675	626.822
669.132	:	1,1396	587.164
669.132	:	1,2165	<u>550.047</u>
			<u>1.764.032</u>

Υπολογισμός της αξίας της εταιρείας:

<u>Ετος</u>	<u>Ταμιακό πλεόνασμα</u>	<u>Συντελεστής προεξόφλησης</u>	<u>Παρούσα αξία</u>
2008	269.075	: 1,0675	= 252.061
2009	357.518	: 1,1396	= 313.734
2010	759.222	: 1,2165	= 624.116
2011	922.173	: 1,2986	= 710.135
2012	1.037.672	: 1,3862	= 748.550
Υπολειμματική αξία	1.764.032	: 1,3862	= <u>1.272.527</u>
			<u>3.921.123</u>

V. Συμπέρασμα

Εχοντας υπόψη τα όσα λεπτομερώς εκθέσαμε στην παρούσα μελέτη μας, δεδομένου ότι οι διάφορες μέθοδοι υπολογισμού, της συνολικής αξίας αποτιμώσεως της εταιρείας οδηγούν σε διαφορετικά αριθμητικά αποτελέσματα, σημειώνουμε τις ακόλουθες αξίες αποτιμώσεως της «RED ANCHOR A.E.» κατά την 26/11/2007.





	Συνολική Αξία Εταιρείας
1 Τρέχουσα Αγοραία Αξία	
α. Κεφαλαιοποίηση μέσου όρου των Οργανικών ετήσιων κερδών της προσεχούς πενταετίας (2008 -2012) (βλέπε σελίδα 13 παρούσας)	5.248.993
β. Πραγματική Καθαρή θέση και παρούσα αξία υπεραξίας με βάση κέρδη 2008 – 2012 (βλέπε σελίδα 15 παρούσας)	3.625.666
2. Μέθοδος της προεξοφλήσεως των ταμιακών ροών (βλέπε σελίδα 16 παρούσας)	<u>3.921.123</u>
Μέσος όρος	<u>4.265.260</u>

Κρίνουμε σκόπιμο να αναφέρουμε εδώ ότι, τον Ιανουάριο του 2008 από την εκτιμητική εταιρεία «Δανός & Συνεργάτες» έγινε αποτίμηση της εύλογης αξίας των διακεκριμένων άυλων περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας (αποτίμηση αξίας αδειών λειτουργίας μονάδων ιχθυοκαλ-λιέργειας) σε συνεχιζόμενη δραστηριότητα (going concern) κατά την 31/12/2007, την οποία εκτίμησε στο ποσό των Ευρώ 1.593.000,00 (αξία η οποία ήταν ίδια και κατά την 26/11/2007, ημερομηνία εξαγοράς της εταιρείας).

Η εν λόγω αξία προστιθέμενη στον ανωτέρω μέσο όρο των εφαρμοσθεισών μεθόδων προσδιορίζει την αξία εκτίμησης της εταιρείας στο συνολικό ποσό των Ευρώ 5.858.260,00 (4.265.260,00 +1.593.000,00)

Κατόπιν όλων των ανωτέρω αναφερομένων, το τελικά καταβληθέν τίμημα ποσού Ευρώ 5.344.772,00 θεωρούμε ότι είναι εύλογο και δίκαιο και εντός των ορίων της ανωτέρω εκτιμήσεως, οι ανωτέρω δε μέθοδοι που εφαρμόστηκαν είναι κατάλληλες για τη συγκεκριμένη περίπτωση.

Τελειώνοντας την παρούσα μελέτη επιθυμούμε να εκφράσουμε τις ευχαριστίες μας προς τη Διοίκηση και το προσωπικό της Εταιρείας για την πρόθυμη συνεργασία τους στη μελέτη μας αυτή.

Με τιμή

Ο Ορκωτός Ελεγκτής Λογιστής

Δημήτριος Ι. Ιακωβίδης
Α.Μ.Σ.Ο.Ε.Λ. 13251
BAKER TILLY HELLAS A.E.

