

**ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΗ ΜΕΛΕΤΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ  
ΚΑΙ ΕΚΘΕΣΗ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΕΠΙ ΤΟΥ ΔΙΚΑΙΟΥ ΚΑΙ  
ΕΥΛΟΓΟΥ ΣΥΝΑΛΛΑΓΗΣ-ΑΓΟΡΑΣ ΤΟΥ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΟΥ  
ΠΡΟΪΟΝΤΟΣ ΜΕ ΤΗΝ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΠΩΝΥΜΙΑ  
ΣΑΤΑΡΕΣΑΝ ΤΤS1, ΤΤS2, ΤΤS3 ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΤΑΙΡΕΙΑ  
ΛΑΒΙΡΗΑΡΜ ΑΕ ΒΑΣΕΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ  
ΠΑΡΑΜΕΤΡΩΝ ΚΑΙ ΕΚΤΙΜΗΣΕΩΝ ΜΕ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ  
ΑΝΑΦΟΡΑΣ ΤΟΝ ΙΟΥΛΙΟ 2022**



## ΣΗΜΑΝΤΙΚΗ ΣΗΜΕΙΩΣΗ

Προς το Διοικητικό Συμβούλιο της:  
LAVIPHARM A.E.  
Αγίας Μαρίνας 12, Τ.Θ. 59,  
19002 Παιανία Αττικής

AUDIT SERVICES A.E.  
Ζαλόγγου 4 & Λ. Μεσογείων, 15343  
Αγία Παρασκευή, Αθήνα  
T+30 2114804 400, F+30 2114804 499  
[www.asnetwork.gr](http://www.asnetwork.gr) [info@asnetwork.gr](mailto:info@asnetwork.gr)

**Θέμα:** *Σύνταξη Ανεξάρτητης Μελέτης Αποτίμησης της Εύλογης Αξίας του Δικαιώματος Παραγωγής & Εκμετάλλευσης του φαρμακευτικού προϊόντος με την εμπορική επωνυμία CATAPRESAN TTS1, TTS2, TTS3 για την Εταιρεία LAVIPHARM AE (εφεξής η 'Εταιρεία' ή 'LAVIPHARM' ή "Εντολέας")*

**Σωτήριος Σώκος**  
Ορκωτός Ελεγκτής Λογιστής  
Managing Director, Partner  
Audit & Assurance

T; +30 211 4804 400 (457)  
M: +30 6937001812  
F: +30 211 4804 498  
[ssokos@asnetwork.gr](mailto:ssokos@asnetwork.gr)

Αξιότιμοι κύριοι,

Κατόπιν σχετικής εντολής προς την AUDIT SERVICES, προβήκαμε σύμφωνα με τους όρους που περιγράφονται στη μεταξύ μας σύμβαση συνεργασίας, προβήκαμε στην εκτέλεση των παρακάτω ενεργειών:

α) Διενεργήσαμε ανεξάρτητη αποτίμηση με ημερομηνία αναφοράς τον Ιούλιο 2022 της «Σύμβασης Πώλησης» του άυλου περιουσιακού αγαθού που απαρτίζεται από σύνολο δικαιωμάτων παραγωγής, πώλησης και διανομής διαδερμικού επιθέματος κλονιδίνης στην Ιταλία με την εμπορική ονομασία CATAPRESAN προοριζόμενου για την αντιμετώπιση της υπέρτασης (εφεξής «το Φαρμακευτικό Προϊόν»).

β) Αξιολογήσαμε προκειμένου να γνωμοδοτήσουμε, σύμφωνα με το άρθρο 101 παρ. 1 του Ν. 4548/2018, κατά πόσον η συναλλαγή της μεταβίβασης στην Εταιρεία του συνόλου δικαιωμάτων παραγωγής, πώλησης και διανομής διαδερμικού επιθέματος κλονιδίνης στην Ιταλία με την εμπορική ονομασία CATAPRESAN από συνδεδεμένη με αυτή εταιρεία, πραγματοποιείται έναντι τιμήματος το οποίο είναι δίκαιο και εύλογο και συνεπώς η συναλλαγή είναι δίκαιη και εύλογη.

Οι πληροφορίες που μας παρασχέθηκαν από την Διοίκηση θεωρήσαμε ότι είναι ακριβείς, χωρίς να διενεργήσουμε περαιτέρω ανεξάρτητο έλεγχο. Κατά συνέπεια, η AS δεν μπορεί να εγγυηθεί σε κάποιον που θα διαβάσει την παρούσα για την ακρίβεια και την αξιοπιστία των εγγράφων και στοιχείων που μας έχουν παρασχεθεί από την Διοίκηση.

## ΣΗΜΑΝΤΙΚΗ ΣΗΜΕΙΩΣΗ (συνέχεια)

Επιπλέον, η AS δεν αναλαμβάνει καμία ευθύνη ή υποχρέωση σε περίπτωση που κάποια πληροφορία ή γεγονός που παρουσιάζεται στην παρούσα, αποδειχθεί ανακριβής ή λανθασμένη ή παραπλανητική ή μη αποδεκτή. Δεν αναλαμβάνει καμία ευθύνη ή υποχρέωση ακόμη και στην περίπτωση που έχει αποδειχθεί ότι η Διοίκηση παρακράτησε σημαντικά έγγραφα και γεγονότα.

Η ευθύνη σύνταξης της προβλεπόμενης χρηματοοικονομικής πληροφόρησης βάσει της οποίας προκύπτουν τα συμπεράσματα της Μελέτης καθώς και των παραδοχών στις οποίες αυτές βασίζονται, ανήκει αποκλειστικά στη Διοίκηση. Επισημαίνεται ότι οι προβλέψεις κερδών και ταμειακών ροών βασίζονται σε υποκειμενικές κρίσεις, οι οποίες σε μεγαλύτερο ή μικρότερο βαθμό, ανάλογα με τη φύση της επιχείρησης και την περίοδο που καλύπτεται από τις προβλέψεις, υπόκεινται σε σημαντικές εγγενείς αβεβαιότητες. Σημειώνεται ότι οι εκτιμήσεις για τη μελλοντική εξέλιξη διαφόρων μεγεθών ενδέχεται να μεταβληθούν στο μέλλον λόγω αλλαγών των οικονομικών, επιχειρηματικών και άλλων συνθηκών της αγοράς εν γένει, με συνέπεια τη μεταβολή των σχετικών αποτελεσμάτων της έκθεσής μας, μεταβολή η οποία μπορεί να είναι σημαντική και ουσιώδης.

Η παρούσα έκθεση είναι εμπιστευτική και απευθύνεται αποκλειστικά στο Διοικητικό Συμβούλιο της LAVIPHARM. Σημειώνεται ότι οιοσδήποτε, έχει στη διάθεσή του την παρούσα δεν μπορεί να τη δώσει σε τρίτους ή να κρατήσει αντίγραφά της. Γενικότερα, απαγορεύεται η χρήση, αναπαραγωγή ή κυκλοφορία ολόκληρης ή αποσπασμάτων της έκθεσης χωρίς την έγγραφη άδειά μας, την οποία θα δώσουμε αφού λάβουμε υπόψη μας τις περιστάσεις.

Η παρούσα Έκθεση έχει προετοιμαστεί βασισμένη στο ότι η Διοίκηση έχει θέσει υπ' όψιν μας όλα τα θέματα, οικονομικής φύσης ή άλλης, που ήταν έως την ημερομηνία της Έκθεσής μας εν γνώσει της και τα οποία ενδέχεται να έχουν επίδραση στα όσα αναφέρονται σε αυτήν. Ουδεμία ευθύνη φέρουμε για γεγονότα ή καταστάσεις που συνέβησαν μετά από την ημερομηνία έκδοσης της.

Ο υπολογισμός της αξίας του Φαρμακευτικού Προϊόντος παρατίθεται στην συνέχεια της μελέτης, λαμβάνοντας υπ' όψιν τις επισημάνσεις και επιφυλάξεις καθώς και τις λοιπές παραδοχές που περιγράφονται αναλυτικά σε αυτήν. Τα δε συμπεράσματά μας παρατίθενται υπό μορφή ευλόγων, από χρηματοοικονομική άποψη, τιμών.

Είμαστε στην διάθεσή σας για οποιαδήποτε διευκρίνηση.

Αθήνα, 28 Ιουλίου 2022

Ο Ορκωτός Ελεγκτής Λογιστής



ΕΛΕΓΚΤΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΑΕ  
ΟΡΚΩΤΟΙ ΕΛΕΓΚΤΕΣ ΛΟΓΙΣΤΕΣ  
Ζαλόγγου 4, 153 43 Αγία Παρασκευή  
Α.Μ. ΣΟΕΛ 162

Σωτήριος Δ. Σώκος  
Α.Μ. ΣΟΕΛ: 17011

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

<b>1. ΕΠΙΤΕΛΙΚΗ ΣΥΝΟΨΗ</b> .....	<b>5</b>
1.1. Περιγραφή αντικειμένου Μελέτης.....	5
1.2. Βάση Μελέτης .....	6
1.3. Περίληψη Προβλεπόμενης Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης .....	7
1.4. Αποτέλεσμα Αποτίμησης & προσδιορισμός Εύρους Αξίας .....	8
1.5. Συμπέρασμα .....	9
<b>2. ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ</b> .....	<b>10</b>
2.1. Συνοπτική περιγραφή της Εταιρείας και των δραστηριοτήτων της .....	10
2.2. Συνοπτική περιγραφή του Φαρμακευτικού Προϊόντος και της Επιχειρηματικής Δραστηριότητας .....	11
2.3. Αποτελέσματα Χρήσης της Επιχειρηματικής Δραστηριότητας 2019 - 2021 .....	12
<b>3. ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ</b> .....	<b>13</b>
3.1. Αξιολόγηση της δυναμικής της αγοράς αντιυπερτασικών φαρμάκων στην Ιταλία .....	13
<b>4. ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗ</b> .....	<b>15</b>
4.1. Στρατηγική κατάρτισης προβλέψεων .....	15
4.2. Προβλέψεις αποτελεσμάτων .....	16
4.3. Αξιολόγηση βασικών παραδοχών επιχειρηματικού σχεδίου .....	22
<b>5. ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΥΛΟΓΗΣ ΑΞΙΑΣ</b> .....	<b>23</b>
5.1. Μεθοδολογική προσέγγιση .....	23
5.2. Αποτέλεσμα αποτίμησης κατά τον Ιούλιο 2022 .....	26
<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ</b> .....	<b>28</b>
Παράρτημα 1 – Υπολογισμός Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου .....	28

## 1. ΕΠΙΤΕΛΙΚΗ ΣΥΝΟΨΗ

### 1.1. Περιγραφή αντικειμένου Μελέτης

#### Εισαγωγή

- Η Lavipharm, είναι σήμερα ένας ολοκληρωμένος Όμιλος Έρευνας και Ανάπτυξης, παραγωγής, εισαγωγής, εμπορίας και διανομής φαρμάκων, καλλυντικών και προϊόντων υγείας στην Ελλάδα με έντονη διεθνή δραστηριότητα.

- Η Lavipharm παρέχει, μεταξύ άλλων, συστήματα διαδερμικής χορήγησης φαρμάκων που σχετίζονται με την υπέρταση. Στην κατηγορία αυτή ανήκει κα το φαρμακευτικό προϊόν διαδερμικού επιθέματος κλονιδίνης με την εμπορική ονομασία CATAPRESAN (το “Φαρμακευτικό Προϊόν”).

#### Αντικείμενο

- Το αντικείμενο της Μελέτης μας είναι η εκτίμηση της εύλογης εμπορικής αξίας της Επιχειρηματικής Δραστηριότητας, που προκύπτει από την μεταβίβαση αύλου περιουσιακού αγαθού (εφεξής η «Σύμβαση Πώλησης»), που απαρτίζεται από σύνολο δικαιωμάτων παραγωγής, πώλησης και διανομής διαδερμικού επιθέματος κλονιδίνης στην Ιταλία με την εμπορική ονομασία CATAPRESAN προοριζόμενου για την αντιμετώπιση της υπέρτασης (εφεξής «το Φαρμακευτικό Προϊόν»).

- Ημερομηνία αναφοράς της μελέτης αποτίμησης αποτελεί η 1η Ιουλίου 2022.

- Η αποτίμηση πραγματοποιείται χρησιμοποιώντας διεθνώς αποδεκτές προσεγγίσεις και μεθόδους αποτίμησης (IVS). Πιο συγκεκριμένα, χρησιμοποιήσαμε την Προσέγγιση Εισοδήματος μέσω της μεθόδου της Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών από Νέα Δραστηριότητα (Greenfield Method).

#### Ορολογία Αποτίμησης

Ο όρος “εύλογη εμπορική αξία” ορίζεται ως “η τιμή στην οποία επιμέρους περιουσιακά στοιχεία θα άλλαζαν ιδιοκτήτη μεταξύ ενός πρόθυμου αγοραστή και ενός πρόθυμου πωλητή, κανείς εκ των οποίων δεν θα βρισκόταν όμως υπό πίεση να αγοράσει ή να πωλήσει και ο καθένας εκ των οποίων θα είχε γνώση των απαραίτητων στοιχείων για την αξιολόγηση της Εταιρίας και των προαναφερθέντων εμπορικών επωνυμιών ή του όποιου άλλου περιουσιακού στοιχείου». Η εμπορική αξία αποτελεί, επομένως, μια λογική εκτίμηση της τιμής στην οποία θα μεταβιβαζόταν η ιδιοκτησία επιμέρους περιουσιακών στοιχείων.

Ο ορισμός της “εμπορικής αξίας” προϋποθέτει ότι το τίμημα καταβάλλεται εξ’ ολοκλήρου σε μετρητά. Σε πολλές συναλλαγές, όμως, τα αντισυμβαλλόμενα μέρη μπορεί να καταλήξουν σε ένα τίμημα το οποίο θα περιλαμβάνει πληρωμές και με άλλες μορφές εκτός μετρητών. Εάν είχαμε συμπεριλάβει την όποια πιθανή μείωση του κόστους ή αντίστοιχη αύξηση των εσόδων που θα συνεπαγόταν η προσφορά τέτοιων στοιχείων, τότε τα αποτελέσματα της αποτίμησης θα ήταν κατά πάσα πιθανότητα διαφορετικά.

Πρέπει να γίνει κατανοητό ότι η “πραγματική τιμή” στην οποία μια συναλλαγή θα μπορούσε να ολοκληρωθεί, θα μπορούσε να είναι διαφορετική από την αξία που εκτιμήθηκε, για λόγους όπως τα κίνητρα των συναλλασσομένων μερών, η ικανότητά τους στις διαπραγματεύσεις, η μορφή της συναλλαγής (π.χ. ο τρόπος χρηματοδότησής της, ο τρόπος μεταφοράς του ελέγχου επιμέρους περιουσιακού στοιχείου κλπ.), ή και για λόγους που αφορούν αποκλειστικά στη συγκεκριμένη συναλλαγή.

- Η αποτίμησή μας βασίστηκε στην παραδοχή ότι η Εταιρεία που θα χρησιμοποιεί το αποτιμώμενο περιουσιακό στοιχείο, θα “διατηρηθεί εν λειτουργία” (going concern).

## 1. ΕΠΙΤΕΛΙΚΗ ΣΥΝΟΨΗ (συνέχεια)

### 1.2. Βάση Μελέτης

#### Στοιχεία στα οποία βασίστηκε η μελέτη

- Για να εκτελέσουμε την εργασία μας βασιστήκαμε σε πληροφορίες και στοιχεία που μας παρασχέθηκαν από τον Εντολέα καθώς και από έρευνα και ανάλυση που θεωρήθηκε απαραίτητη και/ή κατάλληλη.
- Πιο συγκεκριμένα, για την αποτίμηση του Φαρμακευτικού Προϊόντος, προβήκαμε σε:
  - Εξέταση ιστορικής χρηματοοικονομικής πληροφόρησης για την περίοδο 2019-2021 σχετικά με το Φαρμακευτικό Προϊόν και την επιχειρηματική δραστηριότητα
  - Εξέταση προβλεπόμενης χρηματοοικονομικής πληροφόρησης για τη περίοδο 2022-2044 σχετικά με το Φαρμακευτικό Προϊόν και την επακόλουθη μεταβιβασθείσα επιχειρηματική δραστηριότητα.
  - Εξέταση και αξιολόγηση την βάση των παραδοχών της προβλεπόμενης χρηματοοικονομικής πληροφόρησης όσον αφορά την λογική και την συνέπεια.
  - Εξέταση οικονομικών μελετών, δεδομένα συγκρίσιμων εταιρειών, στοιχεία αγοράς, κλαδικά στοιχεία και λοιπά οικονομικά στοιχεία που θεωρήσαμε σημαντικά για το σκοπό της εργασίας μας.
- Περαιτέρω, βασιστήκαμε και στα ακόλουθα:
  - Στην Μελέτη αγοράς για την Ιταλία σχετικά με το Φαρμακευτικό Προϊόν, η οποία ετοιμάστηκε από την ανεξάρτητη εταιρεία μελετών IQVIA, κατόπιν εντολής της Εταιρείας.
  - Στις πληροφορίες σχετικά με την προβλεπόμενη εξέλιξη βασικών μεγεθών της ελληνικής οικονομίας και κεφαλαιαγοράς καθώς και των κρατών μελών της Ευρωζώνης.
  - Στο σχέδιο της Σύμβασης Πώλησης του Φαρμακευτικού Προϊόντος μεταξύ της LAVIPHARM GROUP HOLDING S.A. Και της Εταιρείας, το οποίο τέθηκε υπ' όψη μας για τους σκοπούς της Μελέτης, από το οποίο εξάγεται το συνολικό τίμημα της συναλλαγής, σταθερό και μεταβλητό, η παρούσα αξία του οποίου εκτιμάται σε 42,5 εκατ. Ευρώ.
  - Στις προβλέψεις του Διεθνούς Λογιστικού Προτύπου (ΔΛΠ) 38 – Άυλα Περιουσιακά Στοιχεία (Intangible Assets).
  - Σε λοιπές πληροφορίες, διευκρινήσεις και στοιχεία που μας παρείχε ο Εντολέας μας, τα οποία θεωρήσαμε ότι είναι ακριβή, καθώς και σε έγγραφα και λοιπά παραστατικά που τέθηκαν υπ' όψη μας.

#### Διευκρινήσεις & περιορισμοί

- Η παρούσα Μελέτη συντάχθηκε σύμφωνα με τους όρους, τις προϋποθέσεις και τους περιορισμούς που αναφέρονται στη σύμβαση εργασίας μας.
- Στην παρούσα Μελέτη δεν λαμβάνεται υπ' όψη καμία φορολογική επίδραση ή φορολογικά οφέλη που μπορεί να προκύψουν στην προβλεπόμενη περίοδο που εξετάζεται.
- Τα οικονομικά και λοιπά στοιχεία τα οποία τέθηκαν υπόψη μας από τον Εντολέα μας στα πλαίσια εκτέλεσης της παρούσας εργασίας μας, λήφθηκαν υπ' όψη αυτούσια και δεν έχουν υποστεί οποιονδήποτε έλεγχο από την εταιρεία μας για την επαλήθευση της ορθότητας ή πληρότητάς τους. Συνεπώς, ο Εντολέας μας φέρει την αποκλειστική ευθύνη για την ορθότητα, ακρίβεια και πληρότητα αυτών.
- Επισημαίνεται, ότι η εγκυρότητα του Επιχειρηματικού Σχεδίου θεωρεί ότι όλες οι στρατηγικές καθώς και οι εκτιμήσεις για την μελλοντική εξέλιξη διαφόρων μεγεθών όπως αναλύονται στην ενότητα της Προβλεπόμενης Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης, θα υλοποιηθούν από τη Lavipharm κατά την περίοδο πρόβλεψης. Εάν τέτοιες στρατηγικές ενέργειες δεν ισχύουν, τα σχετικά αποτελέσματα της Μελέτης ενδέχεται να διαφέρουν σημαντικά.

## 1. ΕΠΙΤΕΛΙΚΗ ΣΥΝΟΨΗ (συνέχεια)

### 1.3. Περίληψη Προβλεπόμενης Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης

Προβλέψεις αποτελεσμάτων (2022-2044)	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029	FY 2030	FY 2031	FY 2032	FY 2033	FY 2034	FY 2035	FY 2036	FY 2037	FY 2038	FY 2039	FY 2040	FY 2041	FY 2042	FY 2043	FY 2044
<b>Συνολικά έσοδα</b>	<b>6.491</b>	<b>7.119</b>	<b>8.689</b>	<b>10.259</b>	<b>10.678</b>	<b>10.992</b>	<b>11.202</b>	<b>11.411</b>	<b>11.516</b>	<b>11.620</b>	<b>11.620</b>	<b>11.620</b>	<b>11.039</b>	<b>10.487</b>	<b>9.963</b>	<b>8.967</b>	<b>8.070</b>	<b>7.263</b>	<b>6.537</b>	<b>5.883</b>	<b>5.001</b>	<b>4.250</b>	<b>3.613</b>
Rebates & claw backs	(119)	(130)	(159)	(188)	(195)	(201)	(205)	(209)	(211)	(213)	(213)	(213)	(202)	(192)	(182)	(164)	(148)	(133)	(120)	(108)	(92)	(78)	(66)
Κόστος παραγωγής	(2.686)	(2.946)	(1.930)	(2.316)	(2.453)	(2.571)	(2.671)	(2.775)	(2.857)	(2.941)	(3.006)	(3.064)	(2.968)	(2.881)	(2.787)	(2.562)	(2.354)	(2.159)	(1.985)	(1.822)	(1.579)	(1.367)	(1.187)
<b>Μικτό κέρδος</b>	<b>3.686</b>	<b>4.043</b>	<b>6.600</b>	<b>7.755</b>	<b>8.030</b>	<b>8.220</b>	<b>8.326</b>	<b>8.427</b>	<b>8.448</b>	<b>8.466</b>	<b>8.401</b>	<b>8.343</b>	<b>7.869</b>	<b>7.414</b>	<b>6.994</b>	<b>6.241</b>	<b>5.568</b>	<b>4.971</b>	<b>4.432</b>	<b>3.953</b>	<b>3.331</b>	<b>2.805</b>	<b>2.360</b>
% ΜΚ	56,8%	56,8%	76,0%	75,6%	75,2%	74,8%	74,3%	73,8%	73,4%	72,9%	72,3%	71,8%	71,3%	70,7%	70,2%	69,0%	69,0%	68,4%	67,8%	67,2%	66,6%	66,0%	65,3%
<b>Σύνολο Λειτουργικών Εξόδων (ΟΡΕΧ)</b>	<b>(179)</b>	<b>(671)</b>	<b>(693)</b>	<b>(700)</b>	<b>(703)</b>	<b>(715)</b>	<b>(727)</b>	<b>(741)</b>	<b>(755)</b>	<b>(771)</b>	<b>(423)</b>	<b>(432)</b>	<b>(440)</b>	<b>(449)</b>	<b>(458)</b>	<b>(467)</b>	<b>(476)</b>	<b>(487)</b>	<b>(497)</b>	<b>(507)</b>	<b>(517)</b>	<b>(528)</b>	<b>(538)</b>
<b>ΕΒΙΤΔΑ</b>	<b>3.507</b>	<b>3.372</b>	<b>5.907</b>	<b>7.056</b>	<b>7.328</b>	<b>7.505</b>	<b>7.598</b>	<b>7.691</b>	<b>7.693</b>	<b>7.692</b>	<b>7.983</b>	<b>7.913</b>	<b>7.429</b>	<b>6.974</b>	<b>6.533</b>	<b>5.775</b>	<b>5.092</b>	<b>4.484</b>	<b>3.935</b>	<b>3.447</b>	<b>2.816</b>	<b>2.278</b>	<b>1.821</b>
% ΕΒΙΤΔΑ	54,0%	47,4%	68,0%	68,8%	68,6%	68,3%	67,8%	67,4%	66,8%	66,2%	68,7%	68,1%	67,3%	66,5%	65,6%	64,4%	63,1%	61,7%	60,2%	58,6%	56,3%	53,6%	50,4%
Απασβέσεις	(212)	(233)	(425)	(502)	(522)	(538)	(548)	(563)	(564)	(565)	(565)	(550)	(540)	(515)	(487)	(452)	(407)	(355)	(310)	(265)	(220)	(180)	(177)
<b>ΕΒΙΤ</b>	<b>3.295</b>	<b>3.139</b>	<b>5.482</b>	<b>6.554</b>	<b>6.806</b>	<b>6.967</b>	<b>7.050</b>	<b>7.128</b>	<b>7.129</b>	<b>7.127</b>	<b>7.418</b>	<b>7.363</b>	<b>6.889</b>	<b>6.459</b>	<b>6.046</b>	<b>5.323</b>	<b>4.685</b>	<b>4.129</b>	<b>3.625</b>	<b>3.182</b>	<b>2.596</b>	<b>2.098</b>	<b>1.644</b>
Καθαρό Λειτουργικό Αποτέλεσμα	2.570	2.448	4.276	5.112	5.309	5.434	5.499	5.560	5.560	5.559	5.786	5.743	5.373	5.038	4.716	4.152	3.654	3.221	2.828	2.482	2.025	1.636	1.282
<b>Ταμειακές Ροές</b>																							
<b>ΕΒΙΤΔΑ</b>	<b>3.507</b>	<b>3.372</b>	<b>5.907</b>	<b>7.056</b>	<b>7.328</b>	<b>7.505</b>	<b>7.598</b>	<b>7.691</b>	<b>7.693</b>	<b>7.692</b>	<b>7.983</b>	<b>7.913</b>	<b>7.429</b>	<b>6.974</b>	<b>6.533</b>	<b>5.775</b>	<b>5.092</b>	<b>4.484</b>	<b>3.935</b>	<b>3.447</b>	<b>2.816</b>	<b>2.278</b>	<b>1.821</b>
Φόρος εισοδήματος	(725)	(691)	(1.206)	(1.442)	(1.497)	(1.533)	(1.551)	(1.568)	(1.568)	(1.568)	(1.632)	(1.620)	(1.516)	(1.421)	(1.330)	(1.171)	(1.031)	(908)	(798)	(700)	(571)	(462)	(362)
<b>Λειτουργικές Ταμειακές Ροές</b>	<b>2.782</b>	<b>2.681</b>	<b>4.701</b>	<b>5.614</b>	<b>5.831</b>	<b>5.972</b>	<b>6.047</b>	<b>6.123</b>	<b>6.124</b>	<b>6.125</b>	<b>6.351</b>	<b>6.293</b>	<b>5.914</b>	<b>5.553</b>	<b>5.203</b>	<b>4.604</b>	<b>4.061</b>	<b>3.576</b>	<b>3.138</b>	<b>2.747</b>	<b>2.245</b>	<b>1.816</b>	<b>1.459</b>
Επενδυτικές Ταμειακές Ροές	(811)	(80)	1.186	174	(33)	(381)	(73)	(68)	(10)	(482)	(110)	(11)	(215)	(613)	(155)	(294)	(278)	(260)	(643)	(219)	(269)	(242)	(226)
<b>Ελεύθερες Ταμειακές Ροές (FCF)</b>	<b>1.971</b>	<b>2.601</b>	<b>5.887</b>	<b>5.788</b>	<b>5.798</b>	<b>5.591</b>	<b>5.974</b>	<b>6.055</b>	<b>6.114</b>	<b>5.643</b>	<b>6.241</b>	<b>6.282</b>	<b>5.699</b>	<b>4.940</b>	<b>5.048</b>	<b>4.310</b>	<b>3.783</b>	<b>3.316</b>	<b>2.495</b>	<b>2.528</b>	<b>1.976</b>	<b>1.574</b>	<b>1.233</b>

### Συνοπτικά Σχόλια

- Οι προβλέψεις του Σχεδίου εκτείνονται στην περίοδο 2022 – 2044.
- Τα έσοδα αναμένεται να αυξηθούν κατά Μ.Ο. 5,9% (CAGR 6,7%) κατ' έτος την περίοδο 2022-2031. Από το 2034 και έκτοτε, τα έσοδα αναμένεται να μειωθούν σταδιακά φτάνοντας τα € 3,6 εκ. το 2044.
- Το περιθώριο μικτού κέρδους προβλέπεται να φτάσει στο 76,0% το 2024, μετά και την μεταφορά της παραγωγικής δραστηριότητας στην Ελλάδα, ενώ αναμένεται να μειώνεται σταδιακά κατά την διάρκεια των προσβλεψεων. Η εν λόγω διακύμανση οφείλεται στην αναπροσαρμογή του κόστους παραγωγής και των λειτουργικών εξόδων λόγω πληθωρισμού, εν αντιθέσει με τα έσοδα για τα οποία υιοθετείται σταθερή τιμολογιακή πολιτική.
- Ομοίως, το περιθώριο ΕΒΙΤΔΑ αναμένεται να φτάσει στο 68,0% το 2024, πριν αρχίσει να μειώνεται σταδιακά έως το 2031. Το περιθώριο ΕΒΙΤΔΑ αναμένεται αυξηθεί στιγμιαία σε 68,7% το 2032, λόγω της απόδοσης της πρόσθετης προώθησης, πριν συνεχίσει την καθοδική του τάση την υπόλοιπη προβλεπόμενη περίοδο.
- Οι ελεύθερες ταμειακές ροές αναμένεται να φτάσουν σε € 6,9 εκ. το 2024 ενώ θα παραμείνουν σχετικά σταθερές έως το 2033. Από το 2034 και έκτοτε, οι ελεύθερες ταμειακές ροές προβλέπεται να μειώνονται σταδιακά, εξαιτίας της μειωμένης επιχειρηματικής δραστηριότητας που σχετίζεται με το Φαρμακευτικό Προϊόν.

## 1. ΕΠΙΤΕΛΙΚΗ ΣΥΝΟΨΗ (συνέχεια)

### 1.4. Αποτέλεσμα Αποτίμησης & προσδιορισμός Εύρους Αξίας

Υπολογισμός Ελευθέρων Ταμειακών Ροών	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029	FY 2030	FY 2031	FY 2032	FY 2033	FY 2034	FY 2035	FY 2036	FY 2037	FY 2038	FY 2039	FY 2040	FY 2041	FY 2042	FY 2043	FY 2044
Έσοδα	6.491	7.119	8.689	10.259	10.678	10.992	11.202	11.411	11.516	11.620	11.620	11.039	10.487	9.963	8.967	8.070	7.263	6.537	5.883	5.001	4.250	3.613	
% αύξησης	-3,1%	9,7%	22,1%	18,1%	4,1%	2,9%	1,9%	1,9%	0,9%	0,0%	0,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-15,0%	-15,0%	-15,0%	
<b>EBITDA</b>	<b>3.507</b>	<b>3.372</b>	<b>5.907</b>	<b>7.056</b>	<b>7.328</b>	<b>7.505</b>	<b>7.598</b>	<b>7.691</b>	<b>7.693</b>	<b>7.692</b>	<b>7.983</b>	<b>7.913</b>	<b>7.429</b>	<b>6.974</b>	<b>6.533</b>	<b>5.775</b>	<b>5.092</b>	<b>4.484</b>	<b>3.935</b>	<b>3.447</b>	<b>2.816</b>	<b>2.278</b>	<b>1.821</b>
% EBITDA	54,0%	47,4%	68,0%	68,8%	68,6%	68,3%	67,8%	67,4%	66,8%	66,2%	68,7%	68,1%	67,3%	66,5%	65,6%	64,4%	63,1%	61,7%	60,2%	58,6%	56,3%	53,6%	50,4%
<b>EBIT</b>	<b>3.295</b>	<b>3.139</b>	<b>5.482</b>	<b>6.554</b>	<b>6.806</b>	<b>6.967</b>	<b>7.050</b>	<b>7.128</b>	<b>7.129</b>	<b>7.127</b>	<b>7.418</b>	<b>7.363</b>	<b>6.889</b>	<b>6.459</b>	<b>6.046</b>	<b>5.323</b>	<b>4.685</b>	<b>4.129</b>	<b>3.625</b>	<b>3.182</b>	<b>2.596</b>	<b>2.098</b>	<b>1.644</b>
% EBIT	50,8%	44,1%	63,1%	63,9%	63,7%	63,4%	62,9%	62,5%	61,9%	61,3%	63,8%	63,4%	62,4%	61,6%	60,7%	59,4%	58,1%	56,9%	55,5%	54,1%	51,9%	49,4%	45,5%
<b>Προσαρμογές:</b>																							
Μείον: Φόρος στο EBIT	(725)	(691)	(1.206)	(1.442)	(1.497)	(1.533)	(1.551)	(1.568)	(1.568)	(1.568)	(1.632)	(1.620)	(1.516)	(1.421)	(1.330)	(1.171)	(1.031)	(908)	(798)	(700)	(571)	(462)	(362)
Πλέον: Αποσβέσεις	212	233	425	502	522	538	548	563	564	565	565	550	540	515	487	452	407	355	310	265	220	180	177
Μείον: CAPEX	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(500)	(100)	(100)	(100)	(500)	(100)	(100)	(100)	(500)	(100)	(100)	(100)	(100)	(500)	(100)	(100)	(100)	(100)
Μείον: Μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης	(711)	20	1.286	274	67	119	27	32	90	18	(10)	89	(115)	(113)	(55)	(194)	(178)	(160)	(143)	(119)	(169)	(142)	(126)
<b>Ελεύθερες Ταμειακές Ροές (FCF)</b>	<b>1.971</b>	<b>2.601</b>	<b>5.887</b>	<b>5.788</b>	<b>5.798</b>	<b>5.591</b>	<b>5.974</b>	<b>6.055</b>	<b>6.114</b>	<b>5.643</b>	<b>6.241</b>	<b>6.282</b>	<b>5.699</b>	<b>4.940</b>	<b>5.048</b>	<b>4.310</b>	<b>3.783</b>	<b>3.316</b>	<b>2.495</b>	<b>2.528</b>	<b>1.976</b>	<b>1.574</b>	<b>1.233</b>
Προεξοφλητικό επιτόκιο	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%
Συντελεστής προεξόφλησης	0,952	0,862	0,781	0,708	0,642	0,581	0,527	0,477	0,432	0,392	0,355	0,322	0,291	0,264	0,239	0,217	0,196	0,178	0,161	0,146	0,132	0,120	0,109
<b>Προεξοφλημένες Ελεύθερες Ταμειακές Ροές</b>	<b>1.876</b>	<b>2.244</b>	<b>4.600</b>	<b>4.098</b>	<b>3.719</b>	<b>3.250</b>	<b>3.146</b>	<b>2.889</b>	<b>2.643</b>	<b>2.210</b>	<b>2.215</b>	<b>2.020</b>	<b>1.660</b>	<b>1.304</b>	<b>1.207</b>	<b>934</b>	<b>743</b>	<b>590</b>	<b>402</b>	<b>369</b>	<b>261</b>	<b>189</b>	<b>134</b>
<b>Αξία Επιχείρησης (EV)</b>	<b>42.706</b>																						

### Σχολιασμός Αποτελέσματος

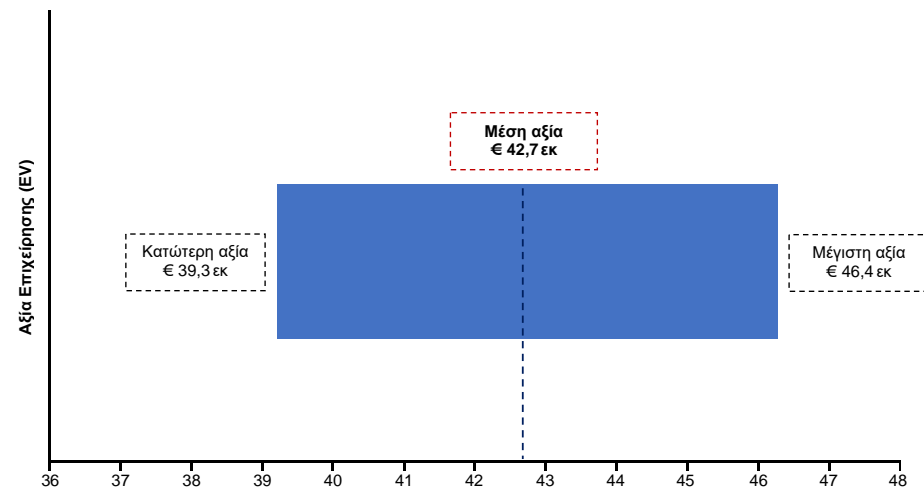
- Ημερομηνία αναφοράς της αποτίμησης είναι η 1η Ιουλίου 2022.
- Το προεξοφλητικό επιτόκιο είναι το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου της Εταιρείας, το οποίο εκτιμήθηκε σε 10,4%.
- Η παρούσα αξία των προβλεπόμενων ταμειακών ροών από την εκμετάλλευση του Δικαιώματος (EV) εκτιμάται σε € 42.706 χιλ.

### Προσδιορισμός Εύρους Αξίας

- Προκειμένου να προσδιορισθεί ένα ευλογο εύρος αξίας, διενεργήθηκε ανάλυση ευαισθησίας στο ΜΣΚΚ (+/-0,50%) και στο % EBITDA (+/-2,50%) για όλα τα έτη των προβλέψεων.

	Περιθώριο EBITDA (%) (± 2,50%)		
<b>ΜΣΚΚ</b> (± 0,50%)	39.252	41.308	43.363
	40.581	<b>42.706</b>	44.831
	41.981	44.180	46.379

- Η εύλογη αξία του Φαρμακευτικού προϊόντος κυμαίνεται μεταξύ € 39,3 εκ. και € 46,4 εκ, με μέση αξία € 42,7 εκ.





## 1. ΕΠΙΤΕΛΙΚΗ ΣΥΝΟΨΗ (συνέχεια)

### 1.5. Συμπέρασμα Μελέτης

#### Συμπέρασμα

Λαμβάνοντας υπόψη τα ανωτέρω, και ειδικότερα ότι η μέθοδος αποτίμησης που χρησιμοποιήθηκε είναι κατάλληλη για τη συγκεκριμένη αξιολόγηση, η Σύμβαση Πώλησης που προτίθεται να υπογράψει η Εταιρεία με την LAVIPHARM GROUP HOLDING S.A. θεωρείται δίκαιη και εύλογη για την Εταιρεία και τους μετόχους της που δεν αποτελούν συνδεδεμένο μέρος, συμπεριλαμβανομένων και των μετόχων μειοψηφίας της Εταιρείας, σύμφωνα με το άρθρο 101 παρ. 1 του Ν.4548/2018, καθώς το συνολικό τίμημα € 42,5εκ., το οποίο συνίσταται σε σταθερό ποσό € 34 εκ. συν μεταβλητό, που ορίζεται σε ποσοστό 10% επί των καθαρών πωλήσεων του φαρμακευτικού προϊόντος από την Εταιρεία στην Ιταλία για περίοδο 15 ετών, η παρούσα αξία του οποίου ανέρχεται σε 8,5 εκ., είναι μικρότερο της εύλογης αξίας του φαρμακευτικού προϊόντος.

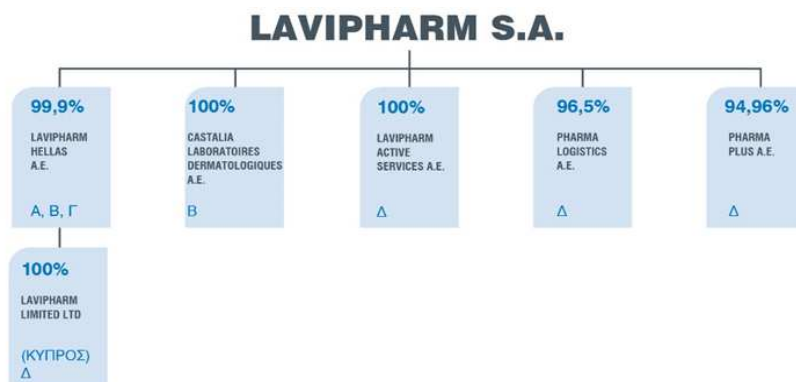
## 2. ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

### 2.1. Συνοπτική περιγραφή της Εταιρείας και των δραστηριοτήτων της

#### Συνοπτική περιγραφή

- Η Lavipharm, ελληνική εταιρεία που ιδρύθηκε το 1911, είναι σήμερα ένας ολοκληρωμένος Όμιλος Έρευνας και Ανάπτυξης, παραγωγής, εισαγωγής, εμπορίας και διανομής φαρμάκων, καλλυντικών και προϊόντων υγείας στην Ελλάδα με έντονη διεθνή δραστηριότητα. Η Εταιρεία είναι εισηγμένη στο Χ.Α. από το 1995.

#### Διάρθρωση Ομίλου



A: Φάρμακα, B: Καλλυντικά, Γ: Μη Συνταγογραφούμενα Φάρμακα, Δ: Υπηρεσίες

#### Έρευνα Και Ανάπτυξη

- Στα μέσα της δεκαετίας του 1980, η Εταιρεία δημιούργησε το πρώτο Τμήμα Έρευνας και Ανάπτυξης στη χώρα μας. Τομέας ειδικεύσεως ήταν η φαρμακευτική τεχνολογία και, συγκεκριμένα, οι νέες μορφές χορήγησης φαρμάκων. Την δεκαετία του 1990 οι ερευνητικές δραστηριότητες της Εταιρείας επεκτάθηκαν εκτός Ελλάδας, δημιουργώντας μια ισχυρή ερευνητική ομάδα στο New Jersey, κοντά στο Πανεπιστήμιο

Princeton, στις ΗΠΑ.

- Το 2000, εγκαινιάστηκαν νέες ερευνητικές εγκαταστάσεις στο New Jersey, ενώ την ίδια χρονιά ξεκίνησε η δραστηριοποίηση στο χώρο της τεχνολογίας των Υπερκρίσιμων Υγρών (SCF).

- Στις μέρες μας, επικεντρώνεται σε πρωτοπόμενες τεχνολογίες σχεδιασμού και τροποποίησης σωματιδίων, συστημάτων χορήγησης φαρμάκων και καλλυντικών, καθώς και στην ανάπτυξη και εκμετάλλευση φυσικών προϊόντων, προσβλέποντας πάντα στην ουσιαστική συμβολή της έρευνας στην βελτίωση των υπαρχόντων προϊόντων.

#### Φάρμακα

- Στόχος της Lavipharm είναι η προσφορά αξιόπιστων θεραπευτικών επιλογών στους ιατρούς και τους φαρμακοποιούς. Τα περισσότερα από τα φαρμακευτικά σκευάσματα της Lavipharm παρασκευάζονται και συσκευάζονται στο εργοστάσιο της Εταιρείας σε συνθήκες άριστων προδιαγραφών που διασφαλίζουν την ποιότητα, την αποτελεσματικότητα και ασφάλεια.

- Οι προϊόντικές κατηγορίες της Εταιρείας περιλαμβάνουν Καρδιολογία, Ογκολογία, Νευρολογία, Γενική Ιατρική, Αυτοθεραπεία – OTC, Γαστρεντερολογία και Δερμοκαλλυντικά.

#### Τεχνολογίες Συστημάτων Χορήγησης Φαρμακευτικών Ουσιών

Πέρα από το ίδιο το φάρμακο, ο τρόπος λήψης του από τον ασθενή αποτελεί καθοριστικό σημείο για την επίτευξη της ίασης. Η Lavipharm έχει επενδύσει σημαντικά κεφάλαια σε αυτόν τον τομέα αναπτύσσοντας τα επικολλούμενα συστήματα (patches) τα οποία τοποθετούνται στο σώμα και λειτουργούν με τρεις τρόπους:

- Χορηγούν το φάρμακο μέσω του δέρματος, στη συστηματική κυκλοφορία
- Χορηγούν το φάρμακο τοπικά, με σκοπό την αντιμετώπιση δερματικών παθήσεων
- Απελευθερώνουν πτητικές ουσίες στο περιβάλλον

## 2. ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ (συνέχεια)

### 2.2. Συνοπτική περιγραφή του Φαρμακευτικού Προϊόντος και της Επιχειρηματικής Δραστηριότητας

#### Διαδερμικά Συστήματα Χορήγησης Φαρμάκων (TDDS)

Τα Διαδερμικά Συστήματα Χορήγησης (Transdermal Drug Delivery Systems) είναι από τους πλέον δημοφιλείς τρόπους χορήγησης φαρμάκων. Πρόκειται για επιθέματα που επικολλώνται σε συγκεκριμένα σημεία του σώματος και επιτρέπουν σε ορισμένες φαρμακευτικές ουσίες να διαπεράσουν τα στρώματα της επιδερμίδας και να εισχωρήσουν στο αίμα ή στο πάσχον σημείο του ανθρώπινου οργανισμού.

Η ελεγχόμενη αυτή χορήγηση παρουσιάζει πολλά πλεονεκτήματα σε σύγκριση με άλλες μεθόδους χορήγησης. Συγκεκριμένα:

- Μεγαλύτερη ευκολία και καλύτερη προσαρμογή του ασθενούς,
- Αποφυγή μεταβολισμού «πρώτης δόσου» στο ήπαρ
- Μεγαλύτερη ασφάλεια

Η τεχνολογία των Διαδερμικών Θεραπευτικών Συστημάτων Χορήγησης χρησιμοποιείται ολοένα και περισσότερο σε σημαντικούς θεραπευτικούς τομείς όπως, αντιμετώπιση πόνου, υπέρταση, αντιμετώπιση στηθάγχης, νόσος του Πάρκινσον, άσθμα, υποκατάσταση των γυναικείων ή ανδρικών ορμονών, αντισύλληψη, νόσος ταξιδιωτών (ναυτία, κακουχία), ακράτεια κ.α.

#### Παραγωγή & διανομή του Φαρμακευτικού Προϊόντος

- Το Φαρμακευτικό Προϊόν που διατίθεται με την εμπορική ονομασία Catapresan, περιέχει την δραστική ουσία κλονιδίνη και χρησιμοποιείται για τη θεραπεία της υψηλής αρτηριακής πίεσης, της διαταραχής ελλημπατικής προσοχής-υπερκινητικότητας, του στερεητικού συνδρόμου (από αλκοόλ, οπιοειδή ή κάπνισμα), των εξάψεων της εμμηνόπαυσης, της διάρροιας και ορισμένων παθήσεων του πόνου.

#### - Παραγωγή στις ΗΠΑ

Η παραγωγή του Φαρμακευτικού Προϊόντος γινόταν στις ΗΠΑ από την ALZA (FDA εγκεκριμένη) για λογαριασμό της Technomed.

#### - Διανομή στην Ιταλική Αγορά

Η εισαγωγή του Φαρμακευτικού Προϊόντος γίνεται μέσω της Laboratoires Lavipharm SAS (συνδεδεμένη οντότητα με την Εταιρεία).

Το Φαρμακευτικό Προϊόν διανέμεται στην Ιταλική Αγορά, όπου πραγματοποιούνται πωλήσεις περίπου € 7 εκ. κατ'έτος την τελευταία τριετία. Παρά την απουσία προωθητικών ενεργειών, η απόδοση του Catapresan είναι σταθερή στην Ιταλία.

## 2. ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ (συνέχεια)

### 2.3. Αποτελέσματα Χρήσης της Επιχειρηματικής Δραστηριότητας 2019 - 2021

(ποσά σε χιλ. €)	FY 2019	FY 2020	FY 2021
<b>Έσοδα</b>			
CATAPRESAN TTS1	2.561	2.734	2.317
CATAPRESAN TTS1 H	269	188	331
CATAPRESAN TTS2	4.341	4.790	3.694
CATAPRESAN TTS2 H	273	351	357
<b>Συνολικά Έσοδα</b>	<b>7.443</b>	<b>8.063</b>	<b>6.700</b>
Rebates & claw backs	(133)	(175)	(123)
Κόστος παραγωγής	(3.064)	(3.332)	(2.772)
<b>Μικτό κέρδος</b>	<b>4.246</b>	<b>4.555</b>	<b>3.805</b>
Royalties (10%)	(744)	(806)	(670)
<b>Λειτουργικά Έξοδα (OPEX)</b>			
Μισθοδοσία	(68)	(66)	(70)
Αμοιβές τρίτων	(50)	(50)	(50)
Έξοδα μισθώσεων & ενοικίων	(50)	(50)	(50)
Μεταφορικά έξοδα	(100)	(100)	(100)
<b>Σύνολο Λειτουργικών Εξόδων (OPEX)</b>	<b>(268)</b>	<b>(266)</b>	<b>(270)</b>
<b>EBITDA</b>	<b>3.233</b>	<b>3.483</b>	<b>2.865</b>

#### Δείκτες αποτελεσματικότητας

<b>Δ(%) εσόδων</b>	-	8,3%	-16,9%
<b>Μικτό περιθώριο Κέρδους (%)</b>	57,0%	56,5%	56,8%
<b>ΟρEx ως % των εσόδων</b>	-3,6%	-3,3%	-4,0%
<b>Περιθώριο EBITDA (%)</b>	43,4%	43,2%	42,8%

Πηγή: Διοίκηση Εταιρείας

#### Συνοπτική Ανάλυση

##### Έσοδα & Κόστος Παραγωγής

- Το έτος 2020, λόγω αύξησης της ζήτησης για φαρμακευτικά προϊόντα, τα έσοδα αυξήθηκαν σημαντικά κατά 8,3%. Κατ' επέκτασιν, τα έσοδα μειώθηκαν κατά 16,9% το 2021, ομαλοποιώντας τις πωλήσεις της περιόδου, σύμφωνα με ιστορικά επίπεδα.
- Παρόμοια τάση ακολούθησε και το κόστος πωληθέντων, το οποίο σημείωσε μείωση 16,8% σε ετήσια βάση το 2021.
- Το μικτό περιθώριο κέρδους παρέμεινε σχετικά σταθερό μεταξύ 2019 και 2021 έτους, καθώς η μείωση των πωλήσεων αντισταθμίστηκε από τις μειώσεις στο κόστος παραγωγής και τις εκπτώσεις (rebates).

##### Λειτουργικά έξοδα (OPEX)

- Τα λειτουργικά έξοδα παρέμειναν σχετικά σταθερά σε ονομαστικούς όρους τα τελευταία τρία χρόνια, καθώς το μεγαλύτερο μέρος του λειτουργικού κόστους είναι σταθερό. Οι μεταβολές στα λειτουργικά έξοδα οφείλονται κυρίως στα έξοδα μισθοδοσίας, τα οποία παρουσίασαν μικρές διακυμάνσεις την 2019-2021.

##### EBITDA και Περιθώριο EBITDA

- Την σημαντική απόδοση του 2020 (7,7% αύξηση) ακολούθησε μείωση το 2021, λόγω μειωμένων πωλήσεων και της ελαφρά αύξησης των λειτουργικών εξόδων.
- Το περιθώριο EBITDA παρέμεινε σχετικά σταθερό την περίοδο 2019-2020, πριν υποχωρήσει ελαφρά το 2021.

### 3. ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

#### 3.1. Αξιολόγηση της δυναμικής της αγοράς αντιυπερτασικών φαρμάκων στην Ιταλία (πηγή: μελέτη IQVIA)

Η Lavipharm ανέθεσε στην ανεξάρτητη εταιρεία μελετών IQVIA την ετοιμασία μελέτης αγοράς για τη δυνατότητα επέκτασης του Φαρμακευτικού Προϊόντος Catapresan TTS στην Ιταλία. Οι στόχοι της μελέτης είναι οι εξής:

- ❖ Αξιολόγηση της δυναμικής της αντιυπερτασικής αγοράς στην Ιταλία: ανταγωνιστές, ρυθμοί ανάπτυξης, τρέχουσες διαφημιστικές επενδύσεις, πηγή δραστηριότητας
- ❖ Κατανόηση της αποδοχής του Catapresan TTS από τους κύριους συνταγογράφους (με ιδιαίτερη αναφορά στο επίθεμα) και την προθυμία τους να συνταγογραφήσουν.
- ❖ Εκπόνηση πρόβλεψης για την αντιυπερτασική αγορά και το Catapresan TTS και ανάλυση των δυνατοτήτων του προϊόντος εάν επανεκκινηθεί η προώθησή του.

#### Συμπεράσματα Μελέτης IQVIA

- Η διαχείριση της υπέρτασης χαρακτηρίζεται από μια ποικιλία θεραπευτικών επιλογών, που χρησιμοποιούνται συχνά ως πρόσθετα σε αναστολείς ACE ή ARB.
- Υπάρχει γενική σύγχυση σχετικά με την κατηγορία των αντιαδρενεργικών, ενώ οι περισσότεροι γιατροί είναι εξοικειωμένοι με το εμπορικό σήμα Cardura (δραστική ουσία δοξαζοσίνη, Pfizer).
- Παρά το γεγονός ότι θεωρείται αποτελεσματική, η υιοθέτηση της δραστικής ουσίας κλονιδίνης μειώνεται κυρίως λόγω νέων κυκλοφοριών και της έλλειψης προώθησης. Συγκεκριμένα, η τρέχουσα αντίληψη για το Catapresan TTS επηρεάζεται από την έλλειψη προώθησης και επιστημονικής πληροφόρησης.
- Οι συνταγογράφοι Catapresan TTS υπογραμμίζουν τη μοναδικότητα του σκευάσματος.
- Η ποιότητα της πληροφορίας είναι απαραίτητη προϋπόθεση για την ανανέωση της προώθησης του Catapresan TTS. **Κατά μέσο όρο, οι γενικοί γιατροί και οι καρδιολόγοι θα ήταν πρόθυμοι να αυξήσουν τις συνταγές Catapresan TTS μεταξύ + 50% και + 70% εάν παρέχόταν επαρκές προωθητικό υλικό.**

Περαιτέρω η IQVIA διεξήγαγε ανάλυση ευαισθησίας στην αγορά βάσει ενός σεναρίου μέτριας προωθητικής προσπάθειας (~ 9.000-15000 WC/έτος). Τα συμπεράσματα παρατίθενται παρακάτω:

#### Το Catapresan TTS θα μπορούσε να φτάσει τα 11 εκατομμύρια € πωλήσεις το 2031

- Η αντιυπερτασική αγορά αναμένεται να παραμείνει σταθερή τα επόμενα χρόνια, με λίγες μόνο νέες κυκλοφορίες.
- Με την προωθητική προσπάθεια, οι πωλήσεις Catapresan TTS αναμένεται να αυξηθούν κατά 6% M.O. τα επόμενα χρόνια (2023-2031), φτάνοντας τα 11,1 εκ. € το 2031.

### 3. ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ (συνέχεια)

#### 3.1. Αξιολόγηση της δυναμικής της αγοράς αντιυπερτασικών φαρμάκων στην Ιταλία

##### Η ποιότητα της πληροφόρησης είναι κρίσιμη για την επιτυχία της ανανέωσης

- Η σύνθεση του επιθέματος είχε ως αποτέλεσμα να είναι ένα μοναδικό χαρακτηριστικό στην αντιυπερτασική αγορά, με ένα καλό επίπεδο αναξιοποίητων δυνατοτήτων ειδικά για πιο σύνθετους ασθενείς, που επηρεάζονται από συννοσηρότητες (π.χ. νεφρική νόσο) και με υψηλό θεραπευτικό φόρτο.
- Δεδομένης της ωριμότητας του προϊόντος και της έλλειψης προώθησης για αρκετά χρόνια, η ποιότητα της επικοινωνίας (π.χ. επιστημονικές πληροφορίες, πληθυσμός ασθενών, λόγοι διακοπής της προώθησης) θα είναι το κλειδί για την οικοδόμηση της εμπιστοσύνης του γιατρού και τη διασφάλιση της επιτυχίας.
- Η διαθεσιμότητα νέων δυνατών σημείων μπορεί να παρέχει την ευελιξία για την εξατομίκευση των θεραπειών σύμφωνα με τις συγκεκριμένες ανάγκες των ασθενών.

##### Συνεργάτης με εμπειρία απαραίτητος για την απαναπροώθηση στην Ιταλία

- Η καρδιαγγειακή αγορά στην Ιταλία είναι καλά εδραιωμένη, με ιταλικές όσο και διεθνείς εταιρείες να διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο και μπορεί να θεωρηθεί αρκετά ελαστική στην προώθηση, ειδικά σε περίπτωση ανανεωμένης προώθησης.
- Δεδομένης της σημασίας της σωστής στόχευσης (δηλαδή υψηλών συνταγογραφούμενων) και της δυνατότητας να κερδίσει την εμπιστοσύνη μέσω προωθητικών συνεργειών με άλλα προϊόντα, η Lavipharm θα πρέπει να αναζητήσει έναν συνεργάτη που να έχει σημαντική παρουσία στην αγορά καρδιαγγειακής άσκησης, με ενοποιημένο χαρτοφυλάκιο στον καρδιαγγειακό τομέα, σχέσεις με ιατρούς και μια ικανότητα στόχευσης και τμηματοποίησης γιατρών (καρδιολόγων και γενικών ιατρών).

## 4. ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗ

### 4.1. Στρατηγική κατάρτισης προβλέψεων

#### Υπάρχουσα κατάσταση – Προβλεπόμενο πλάνο

- Η Το Δικαίωμα παραγωγής και εκμετάλλευσης του Φαρμακευτικού Προϊόντος είναι στην κατοχή μιας συνδεδεμένης οντότητας με έδρα το Λουξεμβούργο. Η Lavipharm εξετάζει την απόκτηση του συνόλου των δικαιωμάτων που σχετίζονται με το Φαρμακευτικό Προϊόν και την μεταφορά της παραγωγικής δραστηριότητας στην Ελλάδα.
- Η Lavipharm σχεδιάζει να ξεκινήσει την παραγωγή του Φαρμακευτικού Προϊόντος στην Ελλάδα το 2024. Στην ενδιάμεση περίοδο 2022-2023 οι πωλήσεις που θα πραγματοποιηθούν θα γίνουν από συσσωρευμένο απόθεμα για την κάλυψη των της υπάρχουσας ζήτησης στην ιταλική αγορά.

#### Βασικοί στρατηγικοί πυλώνες

##### Πρωθητικές δραστηριότητες

- Η Εταιρεία σχεδιάζει δραστηριότητες προώθησης, με στόχο την αύξηση των πωλήσεων του Φαρμακευτικού Προϊόντος.
- Οι ιδιώτες γιατροί αποτελούν τον πρωταρχικό στόχο της στρατηγικής μάρκετινγκ. Σύμφωνα την μελέτη της IQVIA, ως αποτέλεσμα της παντελούς έλλειψης προώθησης του προϊόντος τα τελευταία χρόνια, οι γιατροί έχουν ελάχιστη γνώση είτε για το προϊόν είτε για την υποκείμενη τεχνολογία (διαδερμικό επίθεμα).
- Οι δραστηριότητες προώθησης αναμένεται να ξεκινήσουν το 2023 και θα οδηγήσουν τις πωλήσεις να αυξηθούν κατά ΜΟ 5,9% έως το 2031.

##### Παραγωγή

- Στο πλαίσιο της μεταφοράς του Δικαιώματος παραγωγής στην Ελλάδα, έχουν ολοκληρωθεί και χρηματοδοτηθεί οι απαιτούμενες κεφαλαιουχικές δαπάνες.
- Επιπρόσθετα, έχει ολοκληρωθεί η διαδικασία μεταφοράς τεχνολογίας για την απαιτούμενη τεχνογνωσία παραγωγής.

##### Μείωση του κόστους

- Η μεταφορά της μονάδας παραγωγής στην Ελλάδα αναμένεται να επιτρέψει περαιτέρω μείωση του κόστους.
- Συνολικά, το κόστος παραγωγής προβλέπεται να μειωθεί κατά περισσότερο από 40% έως το 2024, σε σύγκριση με τα επίπεδα της περιόδου 2019 -2021.

##### Μελλοντικές στρατηγικές

- Σε επόμενο στάδιο, η Εταιρεία εξετάζει το ενδεχόμενο διεξόδου σε άλλες επιλεγμένες ευρωπαϊκές και διεθνείς αγορές.



## 4. ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗ (συνέχεια)

### 4.2. Προβλέψεις αποτελεσμάτων

Προβλέψεις αποτελεσμάτων (2022-2044)	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029	FY 2030	FY 2031	FY 2032	FY 2033	FY 2034	FY 2035	FY 2036	FY 2037	FY 2038	FY 2039	FY 2040	FY 2041	FY 2042	FY 2043	FY 2044	
<b>Έσοδα</b>																								
CATAPRESAN TTS1	2.245	2.462	3.005	3.548	3.693	3.802	3.874	3.947	3.983	4.019	4.019	4.019	3.818	3.627	3.446	3.101	2.791	2.512	2.261	2.035	1.730	1.470	1.250	
CATAPRESAN TTS1 H	321	352	430	508	528	544	554	565	570	575	575	575	546	519	493	444	399	359	323	291	247	210	179	
CATAPRESAN TTS2	3.579	3.925	4.791	5.657	5.888	6.061	6.176	6.292	6.350	6.407	6.407	6.407	6.087	5.783	5.493	4.944	4.450	4.005	3.604	3.244	2.757	2.344	1.992	
CATAPRESAN TTS2 H	346	379	463	547	569	586	597	608	614	619	619	619	588	559	531	478	430	387	348	313	266	226	192	
<b>Συνολικά Έσοδα</b>	<b>6.491</b>	<b>7.119</b>	<b>8.689</b>	<b>10.259</b>	<b>10.678</b>	<b>10.992</b>	<b>11.202</b>	<b>11.411</b>	<b>11.516</b>	<b>11.620</b>	<b>11.620</b>	<b>11.620</b>	<b>11.039</b>	<b>10.487</b>	<b>9.963</b>	<b>8.967</b>	<b>8.070</b>	<b>7.263</b>	<b>6.537</b>	<b>5.883</b>	<b>5.001</b>	<b>4.250</b>	<b>3.613</b>	
Rebates & claw backs	(119)	(130)	(159)	(188)	(195)	(201)	(205)	(209)	(211)	(213)	(213)	(213)	(202)	(192)	(182)	(164)	(148)	(133)	(120)	(108)	(92)	(78)	(66)	
Κόστος παραγωγής	(2.686)	(2.946)	(1.930)	(2.316)	(2.453)	(2.571)	(2.671)	(2.775)	(2.857)	(2.941)	(3.006)	(3.064)	(2.968)	(2.881)	(2.787)	(2.562)	(2.354)	(2.159)	(1.985)	(1.822)	(1.579)	(1.367)	(1.187)	
<b>Μικτό κέρδος</b>	<b>3.686</b>	<b>4.043</b>	<b>6.600</b>	<b>7.755</b>	<b>8.030</b>	<b>8.220</b>	<b>8.326</b>	<b>8.427</b>	<b>8.448</b>	<b>8.466</b>	<b>8.401</b>	<b>8.343</b>	<b>7.869</b>	<b>7.414</b>	<b>6.994</b>	<b>6.241</b>	<b>5.568</b>	<b>4.971</b>	<b>4.432</b>	<b>3.953</b>	<b>3.331</b>	<b>2.805</b>	<b>2.360</b>	
<b>Λειτουργικά Έξοδα (OPEX)</b>																								
Μισθοδοσία	(73)	(74)	(74)	(75)	(76)	(78)	(79)	(81)	(82)	(84)	(85)	(87)	(89)	(91)	(92)	(94)	(96)	(99)	(101)	(103)	(105)	(107)	(109)	
Πρόσθετες αμοιβές π.π.ρωθήσης	-	(490)	(512)	(516)	(516)	(524)	(533)	(543)	(554)	(565)	(213)	(218)	(222)	(227)	(231)	(236)	(241)	(245)	(250)	(255)	(260)	(266)	(271)	
Αμοιβές τρίτων	(52)	(53)	(53)	(53)	(54)	(55)	(56)	(58)	(59)	(60)	(61)	(62)	(64)	(65)	(66)	(68)	(69)	(70)	(72)	(73)	(75)	(76)	(78)	
Έξοδα μισθώσεων & ενοικίων	(24)	(24)	(24)	(25)	(25)	(25)	(26)	(26)	(27)	(28)	(28)	(29)	(29)	(30)	(30)	(31)	(31)	(32)	(33)	(34)	(34)	(35)	(36)	
Μεταφορικά έξοδα	(30)	(30)	(30)	(31)	(31)	(32)	(32)	(33)	(34)	(34)	(35)	(36)	(37)	(37)	(38)	(39)	(40)	(40)	(41)	(42)	(43)	(44)	(45)	
<b>Σύνολο Λειτουργικών Εξόδων (OPEX)</b>	<b>(179)</b>	<b>(671)</b>	<b>(693)</b>	<b>(700)</b>	<b>(703)</b>	<b>(715)</b>	<b>(727)</b>	<b>(741)</b>	<b>(755)</b>	<b>(771)</b>	<b>(423)</b>	<b>(432)</b>	<b>(440)</b>	<b>(449)</b>	<b>(458)</b>	<b>(467)</b>	<b>(476)</b>	<b>(487)</b>	<b>(497)</b>	<b>(507)</b>	<b>(517)</b>	<b>(528)</b>	<b>(538)</b>	
<b>EBITDA</b>	<b>3.507</b>	<b>3.372</b>	<b>5.907</b>	<b>7.056</b>	<b>7.328</b>	<b>7.505</b>	<b>7.598</b>	<b>7.691</b>	<b>7.693</b>	<b>7.692</b>	<b>7.983</b>	<b>7.913</b>	<b>7.429</b>	<b>6.974</b>	<b>6.533</b>	<b>5.775</b>	<b>5.092</b>	<b>4.484</b>	<b>3.935</b>	<b>3.447</b>	<b>2.816</b>	<b>2.278</b>	<b>1.821</b>	
Απ.σβέσεις	(212)	(233)	(425)	(502)	(522)	(538)	(548)	(563)	(564)	(565)	(565)	(550)	(540)	(515)	(487)	(452)	(407)	(355)	(310)	(265)	(220)	(180)	(177)	
<b>EBIT</b>	<b>3.295</b>	<b>3.139</b>	<b>5.482</b>	<b>6.554</b>	<b>6.806</b>	<b>6.967</b>	<b>7.050</b>	<b>7.128</b>	<b>7.127</b>	<b>7.418</b>	<b>7.363</b>	<b>6.889</b>	<b>6.459</b>	<b>6.046</b>	<b>5.323</b>	<b>4.685</b>	<b>4.129</b>	<b>3.625</b>	<b>3.182</b>	<b>2.596</b>	<b>2.098</b>	<b>1.644</b>		
Φόρος εισοδήματος	(725)	(691)	(1.206)	(1.442)	(1.497)	(1.533)	(1.551)	(1.568)	(1.568)	(1.568)	(1.632)	(1.620)	(1.516)	(1.421)	(1.330)	(1.171)	(1.031)	(908)	(798)	(700)	(571)	(462)	(362)	
<b>Καθαρό Λειτουργικό Αποτέλεσμα</b>	<b>2.570</b>	<b>2.448</b>	<b>4.276</b>	<b>5.112</b>	<b>5.309</b>	<b>5.434</b>	<b>5.499</b>	<b>5.560</b>	<b>5.560</b>	<b>5.559</b>	<b>5.786</b>	<b>5.743</b>	<b>5.373</b>	<b>5.038</b>	<b>4.716</b>	<b>4.152</b>	<b>3.654</b>	<b>3.221</b>	<b>2.828</b>	<b>2.482</b>	<b>2.025</b>	<b>1.636</b>	<b>1.282</b>	

Δείκτες αποτελεσματικότητας	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029	FY 2030	FY 2031	FY 2032	FY 2033	FY 2034	FY 2035	FY 2036	FY 2037	FY 2038	FY 2039	FY 2040	FY 2041	FY 2042	FY 2043	FY 2044
<b>Δ(%) εσόδων</b>	-3,1%	9,7%	22,1%	18,1%	4,1%	2,9%	1,9%	1,9%	0,9%	0,9%	0,0%	0,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-15,0%	-15,0%	-15,0%
<b>Μικτά περιθώριο κέρδους (%)</b>	56,8%	56,8%	76,0%	75,6%	75,2%	74,8%	74,3%	73,8%	73,4%	72,9%	72,3%	71,8%	71,3%	70,7%	69,6%	68,4%	67,8%	67,2%	66,6%	66,6%	66,0%	65,3%	65,3%
<b>ΟρΕως %των εσόδων</b>	-2,8%	-9,4%	-8,0%	-6,8%	-6,6%	-6,5%	-6,5%	-6,5%	-6,6%	-6,6%	-3,6%	-3,7%	-4,0%	-4,3%	-4,6%	-5,2%	-5,9%	-6,7%	-7,6%	-8,6%	-10,3%	-12,4%	-14,9%
<b>Περιθώριο EBITDA (%)</b>	54,0%	47,4%	68,0%	68,8%	68,6%	68,3%	67,8%	67,4%	66,8%	66,2%	68,7%	68,1%	67,3%	66,5%	65,6%	64,4%	63,1%	61,7%	60,2%	58,6%	56,3%	53,6%	50,4%
<b>Περιθώριο EBIT (%)</b>	50,8%	44,1%	63,1%	63,9%	63,7%	63,4%	62,9%	62,5%	61,9%	61,3%	63,8%	63,4%	62,4%	61,6%	60,7%	59,4%	58,1%	56,9%	55,5%	54,1%	51,9%	49,4%	45,5%
<b>Καθαρό περιθώριο κέρδους (%)</b>	39,6%	34,4%	49,2%	49,8%	49,7%	49,4%	49,1%	48,7%	48,3%	47,8%	49,8%	49,4%	48,7%	48,0%	47,3%	46,3%	45,3%	44,3%	43,3%	42,2%	40,5%	38,5%	35,5%

Πηγή: Διοίκηση Εταιρείας

### Σχόλια επί των προβλέψεων

#### Έσοδα και κόστος παραγωγής

- Σύμφωνα με το Επιχειρηματικό Σχέδιο, τα έσοδα αναμένεται να κατά μέσο όρο 5,9% κατ'έτος την περίοδο 2022-2031, κυρίως λόγω της αυξημένης διαφημιστικής προσπάθειας. Από το 2034 και έκτοτε, υιοθετείται ένα σταδιακά αυξανόμενο ποσοστό μείωσης των εσόδων.
- Το κόστος παραγωγής αναμένεται να μειωθεί σημαντικά έως το 2024 με την μεταφορά της παραγωγής στην Ελλάδα. Σύμφωνα με τη Διοίκηση, το ανά μονάδα κόστος πωλήσεων αναμένεται να μειωθεί κατά 43% και 48% για το TTS 1 και το TTS 2 αντίστοιχα.
- Κατά συνέπεια, το μικτό περιθώριο κέρδους αναμένεται να φτάσει τα 76% το 2024 και να παραμείνει πάνω από 65 % κατά την υπόλοιπη περίοδο των προβλέψεων.

#### Λειτουργικά έξοδα

- Τα Λειτουργικά έξοδα αναμένεται να ακολουθήσουν ανοδική τάση έως το 2023 λόγω του πρόσθετου κόστους που σχετίζεται με την αυξημένη διαφημιστική προσπάθεια στην Ιταλία. Ο λόγος Λειτουργικά έξοδα προς πωλήσεις αναμένεται να μειωθεί μεταξύ 2024 και 2031, λόγω αυξημένων πωλήσεων και χαμηλότερων εξόδων μεταφοράς.

#### EBITDA

- Το EBITDA αναμένεται να σημειώσει αύξηση κατά την προβλεπόμενη περίοδο, ως αποτέλεσμα της σημαντικής μείωσης του κόστους παραγωγής και μεταφοράς, μετά την μεταφορά της παραγωγικής δραστηριότητας στην Ελλάδα.
- Συγκεκριμένα, σύμφωνα με το Επιχειρηματικό Σχέδιο, το EBITDA αναμένεται να αυξηθεί από € 3,5 εκ. το 2022 σε € 7,7 εκ. το 2031, ενώ υφίσταται σταδιακή μείωση από το 2032 και μετά.



## 4. ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗ (συνέχεια)

### 4.2.1. Ανάλυση εσόδων

Ανάλυση εσόδων	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029	FY 2030	FY 2031	FY 2032	FY 2033	FY 2034	FY 2035	FY 2036	FY 2037	FY 2038	FY 2039	FY 2040	FY 2041	FY 2042	FY 2043	FY 2044
<b>Έσοδα</b>																							
CATAPRESAN TTS1	2.245	2.462	3.005	3.548	3.693	3.802	3.874	3.947	3.983	4.019	4.019	4.019	3.818	3.627	3.446	3.101	2.791	2.512	2.261	2.035	1.730	1.470	1.250
% μεταβολής	-3,1%	9,7%	22,1%	18,1%	4,1%	2,9%	1,9%	1,9%	0,9%	0,9%	0,0%	0,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-15,0%	-15,0%	-15,0%	
% ως προς τα συνολικά έσοδα	34,6%	34,6%	34,6%	34,6%	34,6%	34,6%	34,6%	34,6%	34,6%	34,6%	34,6%	34,6%	34,6%	34,6%	34,6%	34,6%	34,6%	34,6%	34,6%	34,6%	34,6%	34,6%	34,6%
CATAPRESAN TTS1 H	321	352	430	508	528	544	554	565	570	575	575	575	546	519	493	444	399	359	323	291	247	210	179
% μεταβολής	-3,1%	9,7%	22,1%	18,1%	4,1%	2,9%	1,9%	1,9%	0,9%	0,9%	0,0%	0,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-15,0%	-15,0%	-15,0%	
% ως προς τα συνολικά έσοδα	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
CATAPRESAN TTS2	3.579	3.925	4.791	5.657	5.888	6.061	6.176	6.292	6.350	6.407	6.407	6.407	6.087	5.783	5.493	4.944	4.450	4.005	3.604	3.244	2.757	2.344	1.992
% μεταβολής	-3,1%	9,7%	22,1%	18,1%	4,1%	2,9%	1,9%	1,9%	0,9%	0,9%	0,0%	0,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-15,0%	-15,0%	-15,0%	
% ως προς τα συνολικά έσοδα	55,1%	55,1%	55,1%	55,1%	55,1%	55,1%	55,1%	55,1%	55,1%	55,1%	55,1%	55,1%	55,1%	55,1%	55,1%	55,1%	55,1%	55,1%	55,1%	55,1%	55,1%	55,1%	55,1%
CATAPRESAN TTS2 H	346	379	463	547	569	586	597	608	614	619	619	619	588	559	531	478	430	387	348	313	266	226	192
% μεταβολής	-3,1%	9,7%	22,1%	18,1%	4,1%	2,9%	1,9%	1,9%	0,9%	0,9%	0,0%	0,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-15,0%	-15,0%	-15,0%	
% ως προς τα συνολικά έσοδα	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
<b>Συνολικά Έσοδα</b>	<b>6.491</b>	<b>7.119</b>	<b>8.689</b>	<b>10.259</b>	<b>10.678</b>	<b>10.992</b>	<b>11.202</b>	<b>11.411</b>	<b>11.516</b>	<b>11.620</b>	<b>11.620</b>	<b>11.620</b>	<b>11.039</b>	<b>10.487</b>	<b>9.963</b>	<b>8.967</b>	<b>8.070</b>	<b>7.263</b>	<b>6.537</b>	<b>5.883</b>	<b>5.001</b>	<b>4.250</b>	<b>3.613</b>

### Σχόλια επί των προβλέψεων

- Τα έσοδα αναμένεται να ακολουθήσουν σημαντική αύξηση την περίοδο 2022-2031, κυρίως λόγω των αυξημένων δραστηριοτήτων προώθησης Πιο συγκεκριμένα, τα έσοδα αναμένεται να αυξηθούν από € 6,5 εκ. το 2022 σε € 11,6 εκ. το 2031. Από το 2032 και έκτοτε, ένας ρυθμός μείωσης 5% αυξανόμενος σταδιακά σε 15% ελήφθη υπ' όψιν. Κατά συνέπεια, τα έσοδα προβλέπεται να μειωθούν σταδιακά κατά την περίοδο 2032-2044, με τα έσοδα του 2044 F να ανέρχονται σε € 3,6 εκ. περίπου.

- Ο ρυθμός μείωσης από το 2032 και μετά αποδίδεται κυρίως σε λιγότερες εμπορικές ευκαιρίες που σχετίζονται με μειωμένη προσπάθεια προώθησης του Φαρμακευτικού Προϊόντος στην ιταλική αγορά.

- Οι προοπτικές ανάπτυξης αναμένεται να είναι παρόμοιες και για τις δύο κατηγορίες του Φαρμακευτικού Προϊόντος TTS 1 και TTS 2, που θα πωληθούν σε ιδιώτες γιατρούς και νοσοκομεία. Το δε TTS 2 αποτελεί την κύρια ροή εσόδων για την Εταιρεία, αντιπροσωπεύοντας τα 60,5% των συνολικών εσόδων. Συγκεκριμένα, οι πωλήσεις του TTS 2 σε ιδιώτες γιατρούς αντιπροσωπεύουν το 55,1% των συνολικών πωλήσεων Συνολικά, οι πωλήσεις σε ιδιώτες γιατρούς αντιπροσωπεύουν το 90% περίπου των συνολικών εσόδων, με τις πωλήσεις σε νοσοκομεία να αντιπροσωπεύουν το υπόλοιπο 10%.

- Όσον αφορά την πολιτική τιμών πώλησης, θεωρείται ότι θα παραμείνει σταθερή καθ' όλη την προβλεπόμενη περίοδο ήτοι θα ανέρχεται σε € 4,07 (σε ευρώ) για πωλήσεις μέσω επαγγελματιών υγείας και € 3,09 για πωλήσεις σε νοσοκομεία.

## 4. ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗ (συνέχεια)

### 4.2.2. Ανάλυση κόστους παραγωγής

Ανάλυση κόστους παραγωγής	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029	FY 2030	FY 2031	FY 2032	FY 2033	FY 2034	FY 2035	FY 2036	FY 2037	FY 2038	FY 2039	FY 2040	FY 2041	FY 2042	FY 2043	FY 2044
<b>Κόστος παραγωγής</b>																							
CATAPRESAN TTS1	(750)	(823)	(576)	(691)	(731)	(767)	(797)	(828)	(852)	(877)	(895)	(913)	(885)	(858)	(832)	(764)	(702)	(644)	(592)	(543)	(471)	(408)	(354)
Κόστος πρώτων υλών (μοναδιαίο, σε €)	1,01	1,01	0,24	0,24	0,24	0,25	0,25	0,26	0,26	0,27	0,27	0,28	0,29	0,29	0,30	0,30	0,31	0,32	0,32	0,33	0,34	0,34	0,35
Άλλο κόστος αποθέματος (μοναδιαίο, σε €)	0,21	0,21	0,40	0,41	0,42	0,42	0,43	0,44	0,45	0,46	0,47	0,48	0,49	0,50	0,51	0,52	0,53	0,54	0,55	0,56	0,57	0,58	0,60
Κόστος συσκευασίας (μοναδιαίο, €)	0,06	0,06	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09	0,10	0,10	0,10	0,10	0,11	0,11	0,11	0,11	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,13	0,13
Εργατικό κόστος (μοναδιαίο, €)	0,08	0,08	0,05	0,05	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,08	0,08	0,08
CATAPRESAN TTS1 H	(141)	(155)	(108)	(130)	(138)	(145)	(150)	(156)	(161)	(165)	(169)	(172)	(167)	(161)	(156)	(144)	(132)	(121)	(111)	(102)	(89)	(77)	(67)
Κόστος πρώτων υλών (μοναδιαίο, σε €)	1,01	1,01	0,23	0,24	0,24	0,25	0,25	0,26	0,26	0,27	0,27	0,28	0,28	0,29	0,30	0,30	0,31	0,31	0,32	0,33	0,33	0,34	0,35
Άλλο κόστος αποθέματος (μοναδιαίο, σε €)	0,21	0,21	0,40	0,41	0,42	0,43	0,43	0,44	0,45	0,46	0,47	0,48	0,49	0,50	0,51	0,52	0,53	0,54	0,55	0,56	0,57	0,58	0,60
Κόστος συσκευασίας (μοναδιαίο, €)	0,06	0,06	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09	0,10	0,10	0,10	0,10	0,11	0,11	0,11	0,11	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,13	0,13
Εργατικό κόστος (μοναδιαίο, €)	0,08	0,08	0,05	0,05	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,08	0,08	0,08
CATAPRESAN TTS2	(1.592)	(1.746)	(1.105)	(1.327)	(1.405)	(1.474)	(1.531)	(1.591)	(1.636)	(1.685)	(1.719)	(1.754)	(1.700)	(1.648)	(1.597)	(1.467)	(1.347)	(1.237)	(1.136)	(1.043)	(904)	(784)	(680)
Κόστος πρώτων υλών (μοναδιαίο, σε €)	1,45	1,45	0,38	0,38	0,39	0,40	0,40	0,41	0,42	0,43	0,44	0,45	0,46	0,47	0,47	0,48	0,49	0,50	0,51	0,52	0,54	0,55	0,56
Άλλο κόστος αποθέματος (μοναδιαίο, σε €)	0,22	0,22	0,41	0,42	0,43	0,44	0,44	0,45	0,46	0,47	0,48	0,49	0,50	0,51	0,52	0,53	0,54	0,55	0,56	0,58	0,59	0,60	0,61
Κόστος συσκευασίας (μοναδιαίο, €)	0,06	0,06	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09	0,10	0,10	0,10	0,10	0,11	0,11	0,11	0,11	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,13	0,13
Εργατικό κόστος (μοναδιαίο, €)	0,08	0,08	0,06	0,06	0,06	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,09	0,09	0,09	0,09
CATAPRESAN TTS2 H	(203)	(222)	(141)	(169)	(179)	(188)	(195)	(202)	(208)	(214)	(219)	(223)	(216)	(209)	(203)	(186)	(171)	(157)	(144)	(133)	(115)	(100)	(87)
Κόστος πρώτων υλών (μοναδιαίο, σε €)	1,45	1,45	0,38	0,38	0,39	0,40	0,40	0,41	0,42	0,43	0,44	0,45	0,46	0,46	0,47	0,48	0,49	0,50	0,51	0,52	0,53	0,55	0,56
Άλλο κόστος αποθέματος (μοναδιαίο, σε €)	0,22	0,22	0,41	0,42	0,43	0,44	0,44	0,45	0,46	0,47	0,48	0,49	0,50	0,51	0,52	0,53	0,54	0,55	0,56	0,57	0,59	0,60	0,61
Κόστος συσκευασίας (μοναδιαίο, €)	0,06	0,06	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09	0,10	0,10	0,10	0,10	0,11	0,11	0,11	0,11	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,13	0,13
Εργατικό κόστος (μοναδιαίο, €)	0,08	0,08	0,06	0,06	0,06	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,09	0,09	0,09	0,09
<b>Κόστος παραγωγής</b>	<b>(2.686)</b>	<b>(2.946)</b>	<b>(1.930)</b>	<b>(2.316)</b>	<b>(2.452)</b>	<b>(2.571)</b>	<b>(2.671)</b>	<b>(2.775)</b>	<b>(2.857)</b>	<b>(2.942)</b>	<b>(3.002)</b>	<b>(3.064)</b>	<b>(2.968)</b>	<b>(2.881)</b>	<b>(2.787)</b>	<b>(2.562)</b>	<b>(2.354)</b>	<b>(2.159)</b>	<b>(1.985)</b>	<b>(1.822)</b>	<b>(1.579)</b>	<b>(1.367)</b>	<b>(1.187)</b>
% μεταβολής	-3,1%	9,7%	-34,5%	20,0%	5,9%	4,8%	3,9%	3,9%	3,0%	3,0%	2,0%	2,1%	-3,1%	-2,9%	-3,3%	-8,1%	-8,1%	-8,3%	-8,0%	-8,2%	-13,3%	-13,4%	-13,2%
% ως προς τα συνολικά έσοδα	41,4%	41,4%	22,2%	22,6%	23,0%	23,4%	23,8%	24,3%	24,8%	25,3%	25,8%	26,4%	26,9%	27,5%	28,0%	28,6%	29,2%	29,7%	30,4%	31,0%	31,6%	32,2%	32,9%

### Σχόλια επί των προβλέψεων

- Το κόστος παραγωγής αναμένεται να ανέλθει σε € 1,9 εκ. το 2024, μειούμενο κατά 34,5% σε σχέση με το 2023, λόγω της αναμενόμενης μείωσης του κόστους παραγωγής του Φαρμακευτικού Προϊόντος, μετά τη μεταφορά της παραγωγικής δραστηριότητας από τις ΗΠΑ στην Ελλάδα.
- Από το 2025 και έκτοτε, το κόστος παραγωγής αναμένεται να αυξηθεί ως ποσοστό των εσόδων και θα κυμαίνεται μεταξύ 22,6% και 32,9%. Αυτή η αύξηση αποδίδεται στο γεγονός ότι το κόστος προσαρμόζεται για πληθωρισμό, ενώ οι τιμές πώλησης θεωρούνται σταθερές σε όλη την περίοδο των προβλέψεων.
- Σημειώνεται ότι μετά την μεταφορά της δραστηριότητας παραγωγής του Φαρμακευτικού Προϊόντος στην Ελλάδα, το κόστος των λοιπών υλικών παραγωγής και το κόστος συσκευασίας αναμένεται να αυξηθούν, ωστόσο το κόστος παραγωγής φαρμάκων αναμένεται να μειωθεί συνολικά.
- Πιο συγκεκριμένα, το κόστος παραγωγής αναμένεται να μειωθεί κατά 43% και 48% για το TTS 1 και το TTS 2 αντίστοιχα το 2024, γεγονός που αποδίδεται κυρίως στη μείωση του κόστους των πρώτων φαρμακευτικών υλών καθώς και στο μειωμένο κόστος εργασίας.

## 4. ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗ (συνέχεια)

### 4.2.3. Ανάλυση λειτουργικών εξόδων

Ανάλυση Λειτουργικών Εξόδων	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029	FY 2030	FY 2031	FY 2032	FY 2033	FY 2034	FY 2035	FY 2036	FY 2037	FY 2038	FY 2039	FY 2040	FY 2041	FY 2042	FY 2043	FY 2044
<b>Λειτουργικά Έξοδα (ΟΡΕΧ)</b>																							
Μισθοδοσία	(73)	(74)	(74)	(75)	(76)	(78)	(79)	(81)	(82)	(84)	(85)	(87)	(89)	(91)	(92)	(94)	(96)	(99)	(101)	(103)	(105)	(107)	(109)
% μεταβολής	4,3%	1,0%	1,0%	1,0%	0,6%	3,4%	1,3%	2,0%	1,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
% ως προς τα συνολικά λειτουργικά έξοδα	40,8%	11,0%	10,7%	10,7%	10,8%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,8%	20,2%	20,2%	20,2%	20,2%	20,2%	20,2%	20,2%	20,3%	20,3%	20,3%	20,3%	20,3%	20,3%
Πρόσθετες αμοιβές πωλήσεων	-	(490)	(512)	(516)	(516)	(524)	(533)	(543)	(554)	(565)	(213)	(218)	(222)	(227)	(231)	(236)	(241)	(245)	(250)	(255)	(260)	(266)	(271)
% μεταβολής	-	100,0%	4,5%	0,8%	0,1%	1,5%	1,7%	1,8%	1,9%	2,1%	-62,3%	2,3%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
% ως προς τα συνολικά λειτουργικά έξοδα	-	73,1%	73,8%	73,7%	73,5%	73,3%	73,4%	73,3%	73,3%	73,3%	50,4%	50,5%	50,5%	50,5%	50,5%	50,5%	50,5%	50,3%	50,3%	50,3%	50,3%	50,3%	50,3%
Αμοιβές τρίτων	(52)	(53)	(53)	(53)	(54)	(55)	(56)	(58)	(59)	(60)	(61)	(62)	(64)	(65)	(66)	(68)	(69)	(70)	(72)	(73)	(75)	(76)	(78)
% μεταβολής	4,0%	1,9%	0,0%	0,0%	2,5%	1,3%	2,2%	3,2%	0,9%	2,6%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
% ως προς τα συνολικά λειτουργικά έξοδα	29,1%	7,9%	7,6%	7,6%	7,7%	7,7%	7,7%	7,8%	7,7%	7,8%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%
Έξοδα μισθώσεων & ενοικίων	(24)	(24)	(24)	(25)	(25)	(25)	(26)	(26)	(27)	(28)	(28)	(29)	(29)	(30)	(30)	(31)	(31)	(32)	(33)	(34)	(34)	(35)	(36)
% μεταβολής	-52,0%	0,0%	0,0%	4,2%	1,2%	0,0%	2,8%	0,0%	3,8%	3,7%	1,0%	1,0%	1,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	3,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
% ως προς τα συνολικά λειτουργικά έξοδα	13,4%	3,6%	3,5%	3,6%	3,6%	3,5%	3,6%	3,5%	3,6%	3,6%	6,7%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%
Μεταφορικά έξοδα	(30)	(30)	(30)	(31)	(31)	(32)	(32)	(33)	(34)	(34)	(35)	(36)	(37)	(37)	(38)	(39)	(40)	(40)	(41)	(42)	(43)	(44)	(45)
% μεταβολής	-70,0%	0,0%	0,0%	3,3%	0,0%	3,2%	0,0%	3,1%	3,0%	1,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
% ως προς τα συνολικά λειτουργικά έξοδα	16,8%	4,5%	4,3%	4,4%	4,4%	4,5%	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%
<b>Σύνολο Λειτουργικών Εξόδων (ΟΡΕΧ)</b>	<b>(179)</b>	<b>(671)</b>	<b>(693)</b>	<b>(700)</b>	<b>(703)</b>	<b>(715)</b>	<b>(727)</b>	<b>(741)</b>	<b>(755)</b>	<b>(771)</b>	<b>(423)</b>	<b>(432)</b>	<b>(440)</b>	<b>(449)</b>	<b>(458)</b>	<b>(467)</b>	<b>(476)</b>	<b>(487)</b>	<b>(497)</b>	<b>(507)</b>	<b>(517)</b>	<b>(528)</b>	<b>(538)</b>
% μεταβολής	-33,7%	274,7%	3,4%	1,0%	0,3%	1,7%	1,7%	2,0%	1,9%	2,1%	-45,1%	2,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,3%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%

### Σχόλια επί των προβλέψεων

- Τα λειτουργικά έξοδα αναμένεται να φτάσουν τα € 671 χιλ. περίπου το 2023, κυρίως λόγω των αυξημένων δαπανών που σχετίζονται με τις προωθητικές ενέργειες της Εταιρείας.
- Τα λειτουργικά έξοδα αναμένεται να αυξηθούν σύμφωνα με τις προβλέψεις για τον πληθωρισμό κατά την περίοδο 2024-2031, ενώ το 2032 αναμένεται μείωση 45,1% των λειτουργικών εξόδων η οποία αποδίδεται στα χαμηλότερα έξοδα προώθησης.
- Από το 2033 και έκτοτε, έχει υιοθετηθεί νας ρυθμός αύξησης 2% σύμφωνα με τον αναμενόμενο πληθωρισμό για τα λειτουργικά έξοδα.
- Σύμφωνα με τη Διοίκηση, δεν έχει πραγματοποιηθεί καμία προώθηση του Φαρμακευτικού Προϊόντος τα τελευταία 15 χρόνια. Οπότε από το 20Y23 και μετά, η Εταιρεία θα συμμετάσχει σε προωθητικές ενέργειες για την ενίσχυση των πωλήσεων του Φαρμακευτικού Προϊόντος στην ιταλική αγορά.
- Σε αυτό το πλαίσιο αυτό, η μισθοδοσία του προσωπικού προώθησης προβλέπεται να ανέλθει σε περίπου € 490 χιλ. το 2023 και σε € 565 χιλ. το 2031. Το 2032 η μισθοδοσία του προσωπικού προώθησης αναμένεται να μειωθεί κατά 45%, σε περίπου € 213 χιλ.
- Το κόστος μεταφοράς και ενοικίων & μισθώσεων αναμένεται να μειωθεί κατά 70% και 52%, αντίστοιχα, το 2022F, ενώ από το 2023 στη συνέχεια υπολογίζεται ρυθμός ανάπτυξης σύμφωνα με τον αναμενόμενο πληθωρισμό.
- Η μείωση του κόστους μεταφοράς και ενοικίων & μισθώσεων αποδίδεται στη μεταφορά της δραστηριότητας παραγωγής του Φαρμακευτικού Προϊόντος στην Ελλάδα το 2024 και στην πώληση συσσωρευμένου αποθέματος που έχει ήδη μεταφερθεί στην Ελλάδα στην ενδιάμεση περίοδο, δηλαδή το 2022 και 2023.

## 4. ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗ (συνέχεια)

### 4.2.4. Ανάλυση Κερδοφορίας

Προβλέψεις αποτελεσμάτων (2022-2044)	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029	FY 2030	FY 2031	FY 2032	FY 2033	FY 2034	FY 2035	FY 2036	FY 2037	FY 2038	FY 2039	FY 2040	FY 2041	FY 2042	FY 2043	FY 2044
Ανάλυση κερδοφορίας	6.491	7.119	8.689	10.259	10.678	10.992	11.202	11.411	11.516	11.620	11.620	11.620	11.039	10.487	9.963	8.967	8.070	7.263	6.537	5.883	5.001	4.250	3.613
Μικτό κέρδος	3.686	4.043	6.600	7.755	8.030	8.220	8.326	8.427	8.448	8.466	8.401	8.343	7.869	7.414	6.994	6.241	5.568	4.971	4.432	3.953	3.331	2.805	2.360
% ΜΚ	56,8%	56,8%	76,0%	75,6%	75,2%	74,8%	74,3%	73,8%	73,4%	72,9%	72,3%	71,8%	71,3%	70,7%	70,2%	69,6%	69,0%	68,4%	67,8%	67,2%	66,6%	66,0%	65,3%
ΕΒΙΤΔΑ	3.507	3.372	5.907	7.056	7.328	7.505	7.598	7.691	7.693	7.692	7.983	7.913	7.429	6.974	6.533	5.775	5.092	4.484	3.935	3.447	2.816	2.278	1.821
% ΕΒΙΤΔΑ	54,0%	47,4%	68,0%	68,8%	68,6%	68,3%	67,8%	67,4%	66,8%	66,2%	68,7%	68,1%	67,3%	66,5%	65,6%	64,4%	63,1%	61,7%	60,2%	58,6%	56,3%	53,6%	50,4%
ΕΒΙΤ	3.295	3.139	5.482	6.554	6.806	6.967	7.050	7.128	7.129	7.127	7.418	7.363	6.889	6.459	6.046	5.323	4.685	4.129	3.625	3.182	2.596	2.098	1.644
Καθαρό Λειτουργικό Αποτέλεσμα	2.570	2.448	4.276	5.112	5.309	5.434	5.499	5.560	5.560	5.559	5.786	5.743	5.373	5.038	4.716	4.152	3.654	3.221	2.828	2.482	2.025	1.636	1.282

### Σχόλια επί των προβλέψεων

#### Περιθώριο Μικτού Κέρδους

- Το μικτό κέρδος αναμένεται να αυξηθεί, κυρίως λόγω της μείωσης του κόστους παραγωγής του Φαρμακευτικού Προϊόντος, μετά τη μεταφορά της παραγωγικής από τις ΗΠΑ στην Ελλάδα το 2024.

- Σε αυτό το πλαίσιο, το μικτό περιθώριο κέρδους αναμένεται να φθάσει το 76,0% το 2024, προτού μειωθεί σταδιακά κατά την υπόλοιπη περίοδο των προβλέψεων. Αυτή η μείωση οφείλεται στο γεγονός ότι το κόστος παραγωγής και τα λειτουργικά έξοδα προσαρμόζονται για τον πληθωρισμό, σε αντίθεση με τα έσοδα,

#### ΕΒΙΤΔΑ

- Το ΕΒΙΤΔΑ αναμένεται να αυξηθεί κατά την περίοδο πρόβλεψης, ως αποτέλεσμα του μειωμένου κόστους παραγωγής και κόστους μεταφοράς.

- Συγκεκριμένα, το ΕΒΙΤΔΑ αναμένεται να αυξηθεί από περίπου € 3,5 εκ. το 2022 σε € 7,7 εκ. το 2031. Από το 2033 και μετά, το ΕΒΙΤΔΑ αναμένεται να μειωθεί σταδιακά σε € 1,8 εκ. περίπου το 2044.

#### ΕΒΙΤ

- Τα λειτουργικά κέρδη ΕΒΙΤ αναμένεται να μεταβληθούν όπως το ΕΒΙΤΔΑ κατά την προβλεπόμενη περίοδο, μετά τη μεταφορά της μονάδας παραγωγής στην Ελλάδα.

- Η προαναφερθείσα παραδοχή αποδίδεται στις σχετικά περιορισμένες κεφαλαιουχικές δαπάνες, με αποτέλεσμα αντίστοιχες σχετικά μικρές αποσβέσεις κατά την προβλεπόμενη περίοδο.

- Επιπρόσθετα, στην προβλεπόμενη περίοδο, η Διοίκηση υποθέτει ότι δεν θα γίνει σύναψη δανείου για την πραγματοποίηση του Σχεδίου, επομένως δεν λαμβάνονται υπ' όψιν χρηματοοικονομικά έξοδα.

## 4. ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗ (συνέχεια)

### 4.2.5. Ανάλυση Κεφαλαίου Κίνησης

Ανάλυση Κεφαλαίου Κίνησης	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029	FY 2030	FY 2031	FY 2032	FY 2033	FY 2034	FY 2035	FY 2036	FY 2037	FY 2038	FY 2039	FY 2040	FY 2041	FY 2042	FY 2043	FY 2044
<b>Αποθέματα</b>	<b>331</b>	<b>363</b>	<b>475</b>	<b>571</b>	<b>605</b>	<b>634</b>	<b>657</b>	<b>683</b>	<b>703</b>	<b>725</b>	<b>738</b>	<b>754</b>	<b>730</b>	<b>709</b>	<b>685</b>	<b>630</b>	<b>579</b>	<b>531</b>	<b>488</b>	<b>448</b>	<b>388</b>	<b>336</b>	<b>292</b>
Εμπορικές απαιτήσεις	267	293	356	422	439	452	459	468	472	476	476	476	452	430	408	367	331	298	268	241	205	174	148
Δεδουλευμένα έσοδα	(800)	(878)	(2.137)	(2.530)	(2.633)	(2.710)	(2.754)	(2.805)	(2.831)	(2.857)	(2.857)	(2.857)	(2.714)	(2.578)	(2.449)	(2.205)	(1.984)	(1.786)	(1.607)	(1.446)	(1.229)	(1.045)	(888)
<b>Κυκλοφορούντα</b>	<b>(533)</b>	<b>(585)</b>	<b>(1.781)</b>	<b>(2.108)</b>	<b>(2.194)</b>	<b>(2.258)</b>	<b>(2.295)</b>	<b>(2.338)</b>	<b>(2.359)</b>	<b>(2.381)</b>	<b>(2.381)</b>	<b>(2.381)</b>	<b>(2.262)</b>	<b>(2.149)</b>	<b>(2.041)</b>	<b>(1.837)</b>	<b>(1.653)</b>	<b>(1.488)</b>	<b>(1.339)</b>	<b>(1.205)</b>	<b>(1.025)</b>	<b>(871)</b>	<b>(740)</b>
Εμπορικές υποχρεώσεις	8	9	211	254	269	352	365	379	468	485	490	594	575	554	583	537	492	450	412	387	339	299	250
<b>Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>211</b>	<b>254</b>	<b>269</b>	<b>352</b>	<b>365</b>	<b>379</b>	<b>468</b>	<b>485</b>	<b>490</b>	<b>594</b>	<b>575</b>	<b>554</b>	<b>583</b>	<b>537</b>	<b>492</b>	<b>450</b>	<b>412</b>	<b>387</b>	<b>339</b>	<b>299</b>	<b>250</b>
<b>Καθαρό κεφάλαιο κίνησης</b>	<b>(210)</b>	<b>(231)</b>	<b>(1.517)</b>	<b>(1.791)</b>	<b>(1.858)</b>	<b>(1.976)</b>	<b>(2.003)</b>	<b>(2.034)</b>	<b>(2.124)</b>	<b>(2.142)</b>	<b>(2.132)</b>	<b>(2.221)</b>	<b>(2.106)</b>	<b>(1.993)</b>	<b>(1.938)</b>	<b>(1.744)</b>	<b>(1.566)</b>	<b>(1.406)</b>	<b>(1.263)</b>	<b>(1.144)</b>	<b>(975)</b>	<b>(833)</b>	<b>(698)</b>
% ως προς τα συνολικά έσοδα	-3,2%	-3,2%	-17,5%	-17,5%	-17,4%	-18,0%	-17,9%	-17,8%	-18,4%	-18,4%	-18,4%	-19,1%	-19,1%	-19,0%	-19,5%	-19,5%	-19,4%	-19,4%	-19,3%	-19,5%	-19,6%	-19,6%	-19,3%

### Σχόλια επί των προβλέψεων

- Το Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης προβλέπεται να μειωθεί κατά την περίοδο 2022 - 2031. Από το 2032 και έκτοτε, οι πωλήσεις αναμένεται να μειωθούν, λόγω των μειωμένων ενεργειών προώθησης, οδηγώντας και σε χαμηλότερες απαιτήσεις σε κεφάλαιο κίνησης. Το Κεφάλαιο κίνησης προς πωλήσεις αναμένεται να ακολουθήσει πτωτική τάση, από (17,5%) το 2024 σε (19,3%) το 2044.

- Τα αποθέματα εκτιμάται πως θα αυξάνονται σταθερά κατά την περίοδο 2022 - 2031, από € 331 χιλ. σε € 725 χιλ., σε συνάρτηση με τις αυξημένες δραστηριότητες της νέας Επιχειρηματικής Δραστηριότητας. Από το 2032 και έκτοτε, τα αποθέματα αναμένεται να μειωθούν σταδιακά, ακολουθώντας τις μειωμένες πωλήσεις.

- Οι εμπορικές απαιτήσεις εκτιμάται ότι θα μειωθούν σταδιακά σταθερά κατά την περίοδο 2022 - 2031, κυρίως λόγω των δεδουλευμένων εσόδων. Από το 2032 και έκτοτε, οι εμπορικές απαιτήσεις αναμένεται να γίνουν λιγότερο αρνητικές και να φτάσουν € (740) χιλ. το 2044.

- Οι εμπορικές υποχρεώσεις θα ακολουθήσουν παρόμοια πορεία με τις εμπορικές απαιτήσεις κατά τη διάρκεια της προβλεπόμενης περιόδου και σταδιακά θα φτάσουν τα € 365 χιλ. το 2044.

## 4. ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗ (συνέχεια)

### 4.3. Αξιολόγηση βασικών παραδοχών επιχειρηματικού σχεδίου

Κατά τη διάρκεια της την εργασία μας, ήτοι την διεξαγωγή ανεξάρτητης αποτίμησης εύλογης αξίας, πραγματοποιήσαμε αξιολόγηση στις βασικές υποκείμενες παραδοχές που ενσωματώνεται στο Σχέδιο που της Διοίκησης σχετικά με την νέα Επιχειρηματική Δραστηριότητα όπως παρουσιάζεται παρακάτω:

Αξιολόγηση βασικών παραδοχών επιχειρηματικού σχεδίου		
Οικονομικό μέγεθος	Παρατηρήσεις	Κίνδυνος
<b>Κύκλος εργασιών</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Σύμφωνα με το Επιχειρηματικό Σχέδιο της Διοίκησης, οι πωλήσεις αναμένεται να αυξηθούν κατά μέσο όρο 5,9% κατ' έτος την περίοδο 2022 - 2031, ως αποτέλεσμα της αυξημένης διαφημιστικής προσπάθειας. Από το 2032 και έκτοτε, η Εταιρεία αναμένεται να μειώσει τις προωθητικές της δραστηριότητες, συνεπώς θα καταλήγει σε χαμηλότερους όγκους πωλήσεων.</li> <li>- Λαμβάνοντας υπόψη την ισχυρή απόδοση των πωλήσεων του Φαρμακευτικού Προϊόντος κατά τα προηγούμενα έτη, παρά την έλλειψη δραστηριότητας προώθησης, οι παραδοχές της Διοίκησης σχετικά με την εξέλιξη των πωλήσεων μεταξύ 2022 και 2031 θα μπορούσαν να θεωρηθούν εύλογες και συνεπείς με τις συνθήκες της Αγοράς.</li> </ul>	
<b>Κόστος παραγωγής</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Σύμφωνα με το Επιχειρησιακό Σχέδιο της Διοίκησης, το κόστος παραγωγής αναμένεται να μειωθεί σημαντικά το 2024, όταν η παραγωγική δραστηριότητα αναμένεται να μεταφερθεί στην Ελλάδα. Πιο συγκεκριμένα, η Εταιρεία αναμένει μείωση του άμεσου κόστους κατά 76,7% και 74,0% για τα TTS 1 και TTS 2 αντίστοιχα.</li> <li>- Δεδομένου ότι η εφαρμογή της στρατηγικής στοχεύει σε μεγαλύτερη εξοικονόμηση κόστους, οι παραδοχές θα μπορούσαν να θεωρηθούν σχετικά εύλογες.</li> </ul>	
<b>EBITDA</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Σύμφωνα με τη Διοίκηση, το περιθώριο EBITDA προβλέπεται να αυξηθεί σε 68,0% το 2024, μετά τη μεταφορά της παραγωγικής δραστηριότητας στην Ελλάδα.</li> <li>- Υποθέτοντας την επιτυχή εφαρμογή της επιχειρηματικής στρατηγικής της Εταιρείας, όπως παρουσιάζεται στο Σχέδιο, οι παραδοχές της Διοίκησης θα μπορούσαν να θεωρηθούν αισιόδοξες αλλά λογικές</li> </ul>	
<b>Επενδυτικό πλάνο</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Σύμφωνα με το Επιχειρηματικό Σχέδιο της Διοίκησης, οι κεφαλαιουχικές δαπάνες σχετίζονται κυρίως με εργασίες συντήρησης και αντικατάστασης εξοπλισμού. Πιο συγκεκριμένα, οι παραδοχές περιλαμβάνουν επενδύσεις € 100 χιλ. κατ' έτος.</li> <li>- Επιπρόσθετα, προκειμένου να ληφθούν υπ' όψιν οι αυξημένες λειτουργίες της νέας Επιχειρηματικής Δραστηριότητας, η Διοίκηση υποθέτει αυξημένες επενδύσεις € 500 χιλ. τα έτη 2027, 2031, 2035 και 2040.</li> <li>- Οι υποθέσεις της διοίκησης δεν τεκμηριώνονται επαρκώς αλλά θεωρούνται εύλογες και για σκοπούς συντηρητικότητας.</li> </ul>	
<b>Κεφάλαιο κίνησης</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Η διοίκηση παρέχει προβλέψεις ημερών για τα αποθέματα, τις απαιτήσεις και τις υποχρεώσεις</li> <li>- Το καθαρό κεφάλαιο κίνησης αναμένεται να μειωθεί την περίοδο 2022-2031, κυρίως λόγω του αυξημένου ποσού των δεδουλευμένων εσόδων, σύμφωνα με τις αυξημένες δραστηριότητες της νέας Επιχειρηματικής Δραστηριότητας. Από το 2032 και έκτοτε ακολουθώντας τις μειωμένες πωλήσεις της Εταιρείας, το καθαρό κεφάλαιο κίνησης προβλέπεται σταδιακά να γίνει λιγότερο αρνητικό.</li> <li>- Οι υποθέσεις της Διοίκησης για το καθαρό κεφάλαιο κίνησης δεν τεκμηριώνονται επαρκώς ως προς την ευλογοφάνειά τους.</li> </ul>	
<b>Συνολική εκτίμηση κινδύνου</b>	<p><b>Λαμβάνοντας υπ' όψιν τα προαναφερθέντα καθώς και την τρέχουσα κατάσταση στις χρηματοοικονομικές αγορές, εκτιμάται πως ο (υψηλός) υφιστάμενος κίνδυνος των αγορών καθώς και ο (χαμηλός) ενδογενής κίνδυνος κατά την υλοποίηση του Σχεδίου, δεν δικαιολογούν την περαιτέρω προσαρμογή του ΜΣΣΚ.</b></p>	



Χαμηλός



Μεσαίος



Υψηλός

## 5. ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΥΛΟΓΗΣ ΑΞΙΑΣ

### 5.1. Μεθοδολογική Προσέγγιση

- Η αναγνώριση και αποτίμηση, βάσει εύλογων αξιών, του άυλου περιουσιακού στοιχείου (Άδεια Παραγωγής & Πώλησης του Φαρμακευτικού Προϊόντος), διενεργήθηκε σύμφωνα με τις διατάξεις του Δ.Λ.Π. 38 "Άυλα Περιουσιακά Στοιχεία".

- Ένα μη χρηματικό περιουσιακό στοιχείο χωρίς φυσική υπόσταση πρέπει να είναι αναγνωρίσιμο για να πληροί τον ορισμό ενός άυλου περιουσιακού στοιχείου. Γενικά, ένα περιουσιακό στοιχείο πληροί το κριτήριο αναγνωρισιμότητας ως άυλο περιουσιακό στοιχείο εάν:

- (α) είναι ευδιαχώριστο, δηλαδή μπορεί να χωριστεί ή να μοιραστεί από την οντότητα και να πωληθεί, μεταβιβαστεί, παραχωρηθεί, ενοικιαστεί ή ανταλλαγεί, είτε μ εμονωμένα, είτε σε συνδυασμό με σχετικό συμβόλαιο, περιουσιακό στοιχείο ή υποχρέωση, ή
- (β) προκύπτει από συμβατικά ή άλλα νομικά δικαιώματα, ασχέτως αν τα δικαιώματα αυτά είναι μεταβιβάσιμα ή ευδιαχώριστα από την οντότητα ή από άλλα δικαιώματα και υποχρεώσεις.

- Επιπλέον η ιδιοκτήτρια ή αποκτώσα εταιρεία θα πρέπει :

- Να έχει τον έλεγχο του άυλου περιουσιακού στοιχείου,
- Να είναι πιθανόν να λαμβάνει μελλοντικά οικονομικά οφέλη λόγω της κατοχής του άυλου περιουσιακού στοιχείου, και
- Το κόστος του άυλου περιουσιακού στοιχείου να μπορεί να μετρηθεί με αξιοπιστία.

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται ενδεικτικές κατηγορίες άυλων περιουσιακών στοιχείων.

Ενδεικτικές Κατηγορίες Άυλων Περιουσιακών Στοιχείων	Άυλα Περιουσιακά Στοιχεία
<b>1. Marketing</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Εμπορική Ονομασία / Εμπορικά Σήματα / Εμπορικές Επωνυμίες (Trade Names / Trade marks / Brand Names)</li> <li>- Διευθύνσεις Διαδικτύου (Internet Domain Names)</li> </ul>
<b>2. Πελατεία (customer related)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Πελατειακές Σχέσεις – Καταστάσεις Πελατών (Customer Relationships / Customer Lists)</li> </ul>
<b>3. Τεχνολογία</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Λογισμικό (Internally generated software)</li> <li>- Πατέντες – Τεχνογνωσία (Patents-KnowHow)</li> <li>- Συνταγές / Φόρμουλες (Recipes / Formulas)</li> </ul>
<b>4. Συμβολαιογραφικές Πράξεις (contract related)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Αδειοδοτήσεις (Licence Agreements)</li> <li>- Συμφωνίες Δικαιοχρησίας (Franchise Agreements)</li> <li>- Συμφωνίες μη-Ανταγωνισμού (Non-Compete Agreements)</li> <li>- Συμβόλαια (Contracts)</li> <li>- Συμβόλαια με Προμηθευτές (Supplier Contracts)</li> <li>- Δικαιώματα Εκμετάλλευσης Ορυχείων, Μεταλλείων κλπ (Mineral Rights)</li> </ul>
<b>5. Προϊόντα Τέχνης (artistic related)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Πνευματική Ιδιοκτησία (Copyrights)</li> </ul>



## 5. ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΥΛΟΓΗΣ ΑΞΙΑΣ (συνέχεια)

### 5.1.1. Βασικές Προσεγγίσεις Αποτίμησης Άυλων Περιουσιακών Στοιχείων

- Στην βιβλιογραφία και στην κοινή πρακτική αποτιμήσεων άυλων περιουσιακών στοιχείων χρησιμοποιείται ένας σημαντικός αριθμός προσεγγίσεων και πιο συγκεκριμένων μεθόδων αποτίμησης. Γενικά όμως, οι μέθοδοι αποτίμησης άυλων στοιχείων μπορούν να χωριστούν σε τρεις κατηγορίες ή προσεγγίσεις, όπως και στις περιπτώσεις αποτίμησης επιχειρήσεων. Οι επαγγελματίες αποτιμητές χρησιμοποιούν συνήθως μια ή και περισσότερες από αυτές τις μεθόδους για να προσδιορίσουν την αξία ενός άυλου στοιχείου ανάλογα και με την καταλληλότητα της κάθε μεθόδου σε σχέση με τα δεδομένα της κάθε αποτίμησης. Οι γενικές ονομασίες για αυτές τις τρεις διεθνώς αποδεκτές προσεγγίσεις αποτίμησης άυλων παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα, ενώ κάτω από κάθε προσέγγιση παρουσιάζονται και πιο συγκεκριμένες μέθοδοι αποτιμήσεων:

1. Προσέγγιση Κόστους (Cost Approach)	2. Προσέγγιση της Αγοράς (Market Approach)	3. Προσέγγιση των Εσόδων (Income Approach)
<p>Ενδεικτικές Μέθοδοι:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Ιστορικό Κόστος (Historical Cost)</li> <li>• Κόστος Αντικατάστασης (Replacement Cost)</li> </ul>	<p>Ενδεικτικές Μέθοδοι:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Εμπορική Αξία (Market Price)</li> <li>• Τίμημα Συγκρίσιμων Συναλλαγών (Price of Comparable Transactions)</li> </ul>	<p>Ενδεικτικές Μέθοδοι:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών (Άμεσες ή επιπρόσθετες ταμειακές ροές / Direct or Incremental Cash Flows)</li> <li>• Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών από Νέα Δραστηριότητα (Greenfield Method)</li> <li>• Απαλλαγή από την Πληρωμή Δικαιωμάτων (Relief from Royalty)</li> <li>• Υπερβαλλόντων Κερδών (Excess Earnings)</li> </ul>

- Η αρχή της προσέγγισης του κόστους είναι ότι ένας επενδυτής δεν θα πλήρωνε περισσότερα για ένα άυλο περιουσιακό στοιχείο από το κόστος για την αναδημιουργία του. Η προσέγγιση κόστους αντικατοπτρίζει το ποσό που θα απαιτούνταν επί του παρόντος για την αντικατάσταση της ικανότητας εξυπηρέτησης ενός περιουσιακού στοιχείου (δηλαδή το τρέχον κόστος αντικατάστασης). Βασίζεται στο τι θα πλήρωνε ένας αγοραστής που συμμετέχει στην αγορά για να αποκτήσει ή να κατασκευάσει ένα υποκατάστατο περιουσιακό στοιχείο συγκρίσιμης χρησιμότητας, προσαρμοσμένο για απαξίωση λόγω χρήσης. Αυτή η προσέγγιση χρησιμοποιείται συχνότερα για μοναδικά άυλα περιουσιακά στοιχεία που κατασκευάζονται από την οικονομική οντότητα, π.χ. λογισμικό που έχει αναπτυχθεί εσωτερικά.

- Η ανάλυση με μεθοδολογίες προσέγγισης αγοράς έχει μεγαλύτερη ευστοχία ως προς το τελικό αποτέλεσμα, καθώς τα ποσά είναι άμεσα συγκρίσιμα. Όμως, η σύγκριση των τιμών και των συναλλαγών με αντίστοιχες στην αγορά δεν είναι πάντα εύκολη, λόγω δυσκολίας εύρεσης παρόμοιας συναλλαγής, ιδίως για άυλα πάγια στοιχεία αφενός λόγω ότι αυτά δεν αναπτύσσονται από τις επιχειρήσεις για να πουληθούν, αφετέρου οι πωλήσεις τους όταν πραγματοποιούνται είναι μικρό μέρος μιας μεγαλύτερης και γενικότερης συναλλαγής, της οποίας οι λεπτομέρειες σπάνια αποκαλύπτονται. Άλλοι ανασταλτικοί παράγοντες για την εφαρμογή μεθόδων προσέγγισης αγοράς είναι οι ξεχωριστοί αγοραστές, οι διαφορετικές ικανότητες διαπραγμάτευσης του εκάστοτε συναλλασσόμενου, και οι στρεβλώσεις που προκαλούνται ως συνέπεια των ορέων και των κοίλων που εμφανίζουν οι οικονομικοί κύκλοι.

- Οι μεθοδολογίες προσέγγισης εισοδήματος χρησιμοποιούνται πολύ πιο συχνά. Αυτά περιλαμβάνουν τον προσδιορισμό των αναμενόμενων ταμειακών ροών ή οικονομικών οφελών που θα προκύψουν από την κυριότητα του συγκεκριμένου άυλου περιουσιακού στοιχείου και τον υπολογισμό της εύλογης αξίας ενός άυλου περιουσιακού στοιχείου στην παρούσα αξία αυτών των ταμειακών ροών.



## 5. ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΥΛΟΓΗΣ ΑΞΙΑΣ (συνέχεια)

### 5.1.2. Επιλεγείσα μέθοδος

- Για την αποτίμηση της εύλογης αξίας του Απωτιμώμενου Περιουσιακού Στοιχείου (Άδεια Παραγωγής & Πώλησης του Φαρμακευτικού Προϊόντος) επελέγη ως καταλληλότερη και χρησιμοποιήθηκε η Προσέγγιση Εισοδήματος και η Μέθοδος των Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών. Συγκεκριμένα, επελέγη η **Μέθοδος Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών από Νέα Δραστηριότητα (Greenfield Method)**.

#### Μέθοδος των Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών

Η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών βασίζεται στην παραδοχή ότι η αξία μιας επιχείρησης, αλλά και άυλων στοιχείων ή δικαιωμάτων, προκύπτει από την προεξόφληση του μελλοντικού εισοδήματος των ιδιοκτητών-μετόχων ή δικαιούχων των άυλων στοιχείων. Η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών προϋποθέτει την ανάλυση διαφόρων παραγόντων, με κυριότερες τις εξής: ανάλυση εσόδων και των αντίστοιχων εξόδων, ανάλυση κεφαλαιουχικών επενδύσεων (εάν απαιτούνται) και ανάλυση υπολειμματικής αξίας (υπό προϋποθέσεις). Κάθε μια από αυτές τις αναλύσεις περιγράφεται παρακάτω εν συντομία:

- Η ανάλυση εσόδων περιλαμβάνει πρόβλεψη των εσόδων που οφείλονται στο άυλο περιουσιακό στοιχείο ή στην συνολική λειτουργία της επιχείρησης. Σε αυτή την ανάλυση λαμβάνονται υπόψη οι εξελίξεις της αγοράς, οι συνθήκες ανταγωνισμού, οι μεταβολές του νομικού πλαισίου λειτουργίας της εταιρίας, κλπ. Θα πρέπει επίσης να γίνει ανάλυση των εξόδων που θα προκύψουν για την πραγματοποίηση των αντίστοιχων εσόδων.
- Η ανάλυση κεφαλαιουχικών επενδύσεων περιλαμβάνει επίμερους αναλύσεις του ελάχιστου απαιτούμενου κεφαλαίου κίνησης, των προϋπολογιζόμενων επενδύσεων σε πάγια και άυλα στοιχεία, κλπ.
- Η ανάλυση υπολειμματικής αξίας περιλαμβάνει τον προσδιορισμό της ταμειακής ροής που οφείλεται στο άυλο περιουσιακό στοιχείο ή στην συνολική λειτουργία της επιχείρησης μετά το τέλος της περιόδου για την οποία γίνονται συγκεκριμένες προβλέψεις (όπου απαιτείται). Η υπολειμματική αξία μπορεί να υπολογιστεί με διάφορους τρόπους, όπως με τη χρήση πολλαπλασιαστών (π.χ. του δείκτη τιμής προς πωλήσεις), τη μέθοδο της προεξόφλησης μιας σταθερής χρηματικής ροής στο διηνεκές (μοντέλο του Myron Gordon), κ.α. Η υπολειμματική αξία προεξοφλείται και αυτή και προστίθεται στην αξία των προεξοφλημένων εσόδων της περιόδου των αναλυτικών προβλέψεων ώστε να προκύψει η τελική αξία του άυλου περιουσιακού στοιχείου. Συχνά όμως, για τον υπολογισμό της αξίας ενός άυλου στοιχείου, οι αναλυτικές προβλέψεις καλύπτουν όλη την περίοδο κατά την οποία το άυλο στοιχείο εκτιμάται ότι θα δημιουργεί αξία στον κάτοχό του.

#### Μέθοδος Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών από Νέα Δραστηριότητα (Greenfield Method)

- Αυτή η μέθοδος βασίζεται στα προβλεπόμενα οικονομικά αποτελέσματα ενός πραγματικού, αλλά “μη ενεργοποιημένου” ή “αναξιοποίητου” περιουσιακού στοιχείου (π.χ. μιας άδειας χρήσης ή συμφωνίας δικαιόχρησης), βάσει ορισμένων υποθέσεων. Πιο συγκεκριμένα, ορίζεται μία υποθετική εταιρία ή επιχειρηματική μονάδα εν γένει, ης οποίας το μοναδικό περιουσιακό στοιχείο της είναι π.χ. μία άδεια που πρέπει να αποτιμηθεί.
- Οι ταμειακές ροές που προκύπτουν από την υποθετική εταιρία θεωρείται ότι προέρχονται από το μοναδικό αυτό περιουσιακό στοιχείο. Επομένως η ενδεικτική αξία του περιουσιακού στοιχείου προκύπτει από την προεξόφληση των ταμειακών ροών.

## 5. ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΥΛΟΓΗΣ ΑΞΙΑΣ (συνέχεια)

### 5.2. Αποτέλεσμα αποτίμησης κατά τον Ιούλιο 2022

#### Επιλεγθείσες γενικές παραδοχές

- Το Αποτιμώμενο Περιουσιακό Στοιχείο αποτιμήθηκε ως Νέα Επιχειρηματική Δραστηριότητα της Εταιρείας, σύμφωνα με την επιλεγείσα μέθοδο
- Ημερομηνία αναφοράς της αποτίμησης είναι η 1 Ιουλίου 2022.
- Χρονικός ορίζοντας προβλέψεων & ταμειακές ροές που απορρέουν από την εκμετάλλευση του Δικαιώματος: Ο χρονικός ορίζοντας των προβλεπόμενων ροών από την εκμετάλλευση του Δικαιώματος ανέρχεται σε **23 έτη (2022 έως το 2044)** βάσει εκτίμησης της Διοίκησης της Εταιρείας για τα προβλεπόμενα οφέλη. Για τον υπολογισμό των ταμειακών ρών χρησιμοποιήθηκε το Επιχειρησιακό Σχέδιο που καταρτίστηκε από την Διοίκησης της Εταιρείας και αξιολογήθηκε στις προηγούμενες ενότητες. Για το βασικό σενάριο μελλοντικής δραστηριοποίησης χρησιμοποιήθηκαν οι παραδοχές επιχειρησιακής λειτουργίας για τον υπολογισμό των προβλεπόμενων οικονομικών μεγεθών, καταρτίστηκαν οι ταμειακές ροές (λειτουργικής, επενδυτικής και χρηματοδοτικής δραστηριότητας) και η ελεύθερη ταμειακή ροή για τις προβλεπόμενες χρήσεις 2022-2044.
- Προεξοφλητικό επιτόκιο: Χρησιμοποιήθηκε το **Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC)** το οποίο εκτιμήθηκε σε **10,4%** κατά την **01.07.2022** (για τον αναλυτικό υπολογισμό βλ. Παράρτημα).
- Η αποτίμηση δεν λαμβάνει υπ' όψιν φορολογικά οφέλη που μπορεί να προκύψουν στην προβλεπόμενη περίοδο που εξετάζεται (φορολογικό όφελος απόσβεσης).

#### Αποτέλεσμα

Υπολογισμός Ελευθέρων Ταμειακών Ροών	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029	FY 2030	FY 2031	FY 2032	FY 2033	FY 2034	FY 2035	FY 2036	FY 2037	FY 2038	FY 2039	FY 2040	FY 2041	FY 2042	FY 2043	FY 2044
Έσοδα	6.491	7.119	8.689	10.259	10.678	10.992	11.202	11.411	11.516	11.620	11.620	11.620	11.039	10.487	9.963	8.967	8.070	7.263	6.537	5.883	5.001	4.250	3.613
% αύξησης	-3,1%	9,7%	22,1%	18,1%	4,1%	2,9%	1,9%	1,9%	0,9%	0,9%	0,0%	0,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-15,0%	-15,0%	-15,0%
<b>EBITDA</b>	<b>3.507</b>	<b>3.372</b>	<b>5.907</b>	<b>7.056</b>	<b>7.328</b>	<b>7.505</b>	<b>7.598</b>	<b>7.691</b>	<b>7.693</b>	<b>7.692</b>	<b>7.983</b>	<b>7.913</b>	<b>7.429</b>	<b>6.974</b>	<b>6.533</b>	<b>5.775</b>	<b>5.092</b>	<b>4.484</b>	<b>3.935</b>	<b>3.447</b>	<b>2.816</b>	<b>2.278</b>	<b>1.821</b>
% EBITDA	54,0%	47,4%	68,0%	68,8%	68,6%	68,3%	67,8%	67,4%	66,8%	66,2%	68,7%	68,1%	67,3%	66,5%	65,6%	64,4%	63,1%	61,7%	60,2%	58,6%	56,3%	53,6%	50,4%
<b>EBIT</b>	<b>3.295</b>	<b>3.139</b>	<b>5.482</b>	<b>6.554</b>	<b>6.806</b>	<b>6.967</b>	<b>7.050</b>	<b>7.128</b>	<b>7.129</b>	<b>7.127</b>	<b>7.418</b>	<b>7.363</b>	<b>6.889</b>	<b>6.459</b>	<b>6.046</b>	<b>5.323</b>	<b>4.685</b>	<b>4.129</b>	<b>3.625</b>	<b>3.182</b>	<b>2.596</b>	<b>2.098</b>	<b>1.644</b>
% EBIT	50,8%	44,1%	63,1%	63,9%	63,7%	63,4%	62,9%	62,5%	61,9%	61,3%	63,8%	63,4%	62,4%	61,6%	60,7%	59,4%	58,1%	56,9%	55,5%	54,1%	51,9%	49,4%	45,5%
<b>Προσαρμογές:</b>																							
Μείον: Φόρος στο EBIT	(725)	(691)	(1.206)	(1.442)	(1.497)	(1.533)	(1.551)	(1.568)	(1.568)	(1.568)	(1.632)	(1.620)	(1.516)	(1.421)	(1.330)	(1.171)	(1.031)	(908)	(798)	(700)	(571)	(462)	(362)
Πλέον: Αποσβέσεις	212	233	425	502	522	538	548	563	564	565	565	550	540	515	487	452	407	355	310	265	220	180	177
Μείον: CAPEX	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(500)	(100)	(100)	(100)	(500)	(100)	(100)	(100)	(500)	(100)	(100)	(100)	(100)	(500)	(100)	(100)	(100)	(100)
Μείον: Μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης	(711)	20	1.286	274	67	119	27	32	90	18	(10)	89	(115)	(113)	(55)	(194)	(178)	(160)	(143)	(119)	(169)	(142)	(126)
<b>Ελεύθερες Ταμειακές Ροές (FCF)</b>	<b>1.971</b>	<b>2.601</b>	<b>5.887</b>	<b>5.788</b>	<b>5.798</b>	<b>5.591</b>	<b>5.974</b>	<b>6.055</b>	<b>6.114</b>	<b>5.643</b>	<b>6.241</b>	<b>6.282</b>	<b>5.699</b>	<b>4.940</b>	<b>5.048</b>	<b>4.310</b>	<b>3.783</b>	<b>3.316</b>	<b>2.495</b>	<b>2.528</b>	<b>1.976</b>	<b>1.574</b>	<b>1.233</b>
Προεξοφλητικό επιτόκιο	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%
Συντελεστής προεξοφλησης	0,952	0,862	0,781	0,708	0,642	0,581	0,527	0,477	0,432	0,392	0,355	0,322	0,291	0,264	0,239	0,217	0,196	0,178	0,161	0,146	0,132	0,120	0,109
<b>Προεξοφλημένες Ελεύθερες Ταμειακές Ροές</b>	<b>1.876</b>	<b>2.244</b>	<b>4.600</b>	<b>4.098</b>	<b>3.719</b>	<b>3.250</b>	<b>3.146</b>	<b>2.889</b>	<b>2.643</b>	<b>2.210</b>	<b>2.215</b>	<b>2.020</b>	<b>1.660</b>	<b>1.304</b>	<b>1.207</b>	<b>934</b>	<b>743</b>	<b>590</b>	<b>402</b>	<b>369</b>	<b>261</b>	<b>189</b>	<b>134</b>
<b>Αξία Επιχείρησης (EV)</b>	<b>42.706</b>																						

Η παρούσα αξία των προβλεπόμενων ταμειακών ροών από την εκμετάλλευση του Δικαιώματος (EV) εκτιμάται σε € 42.706χιλ.

## 5. ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΥΛΟΓΗΣ ΑΞΙΑΣ (συνέχεια)

### 5.2.1. Προσδιορισμός Εύρους Αξίας

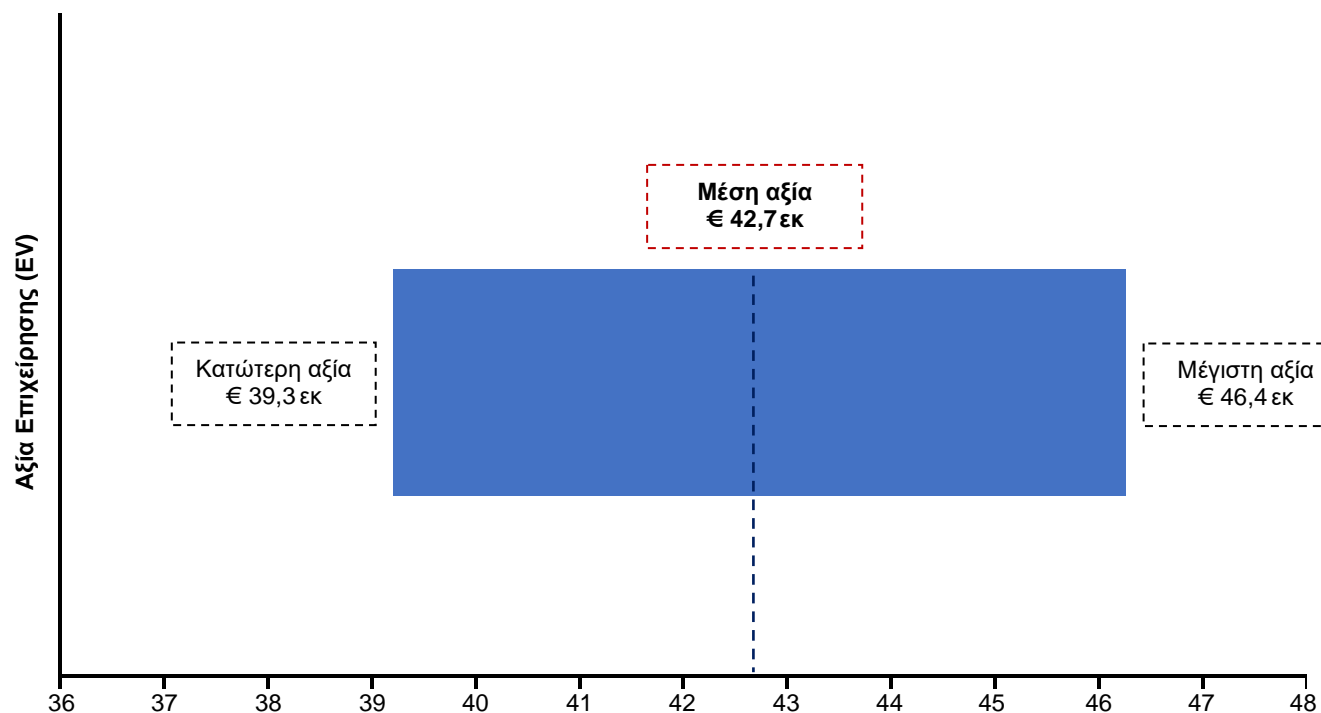
#### Εύλογο εύρος της αξίας

- Προκειμένου να εξετασθεί το ρίσκο που εμπεριέχεται στις προβλέψεις της Διοίκησης, το ενδεχόμενο μη επιθυμητών διακυμάνσεων σε βασικά μεγέθη και για να προσδιορισθεί ένα ευλογο εύρος αξίας, διενεργήθηκε ανάλυση ευαισθησίας στο ΜΣΣΚ (+/-0,50%) και στο προβλεπόμενο % EBITDA (+/-2,50%) για όλα τα έτη των προβλέψεων.

- Μετά την διεξαγωγή των αναλύσεων, η αξία της Επιχείρησης, συνεπώς και το εύλογο εύρος της αξίας του Δικαιώματος, κυμαίνεται **μεταξύ € 39,3εκ. και € 46,4εκ.**, με μέση αξία € 42,7εκ.

#### Ανάλυση ευαισθησίας στα αποτελέσματα της Αποτίμησης

ΜΣΚΚ (± 0,50%)	Περιθώριο EBITDA (%) (± 2,50%)		
	39.252	41.308	43.363
	40.581	<b>42.706</b>	44.831
	41.981	44.180	46.379



## Παραρτήματα

### Παράρτημα 1 – Υπολογισμός Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου

Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC) μετράει το κόστος κεφαλαίου της Εταιρείας σταθμίζοντας αναλογικά την κάθε κατηγορία κεφαλαίων (ίδια και δανειακά).

Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου περιλαμβάνει:

- (1) το μέρος του βραχυπρόθεσμου χρέους το οποίο χρησιμοποιείται ως πηγή διαρκούς χρηματοδότησης,
- (2) το σύνολο του μακροπρόθεσμου χρέους,
- (3) το σύνολο των προνομιούχων μετοχών και
- (4) το σύνολο των κοινών μετοχών της εταιρείας

και πρακτικά δίνεται από την παρακάτω σχέση:

$$WACC = K_d \cdot (1 - T_c) \cdot B/V + K_{ps} \cdot P/V + K_s \cdot S/V$$

Όπου:

- $K_d$**  = Προ φόρων αναμενόμενο κόστος των δανειακών υποχρεώσεων της Εταιρείας
- $T_c$**  = Ισχύων φορολογικός συντελεστής με τον οποίο φορολογούνται τα κέρδη της Εταιρείας
- $B$**  = Τρέχουσα αξία όλων των δανείων της Εταιρείας
- $V$**  = Τρέχουσα αξία της υπό εκτίμηση Εταιρείας ( $V = B+P+S$ )
- $K_{ps}$**  = Μετά φόρων κόστος κεφαλαίου των προνομιούχων μετοχών του Ομίλου / Εταιρείας
- $P$**  = Τρέχουσα αξία των προνομιούχων μετοχών της Εταιρείας
- $K_s$**  = Καθοριζόμενο από την αγορά κόστος ευκαιρίας των κοινών μετοχών της Εταιρείας
- $S$**  = Τρέχουσα αξία των κοινών μετοχών της Εταιρείας

Επιπροσθέτως, για τον υπολογισμό του κόστους των ιδίων κεφαλαίων, το οποίο στη συγκεκριμένη περίπτωση αφορά στο κόστος των κοινών μετοχών της Εταιρείας,

χρησιμοποιήθηκε το μοντέλο CAPM (Capital Asset Pricing Model), σύμφωνα με το οποίο ο αριθμητικός τύπος για τον υπολογισμό του κόστους ιδίων κεφαλαίων περιγράφεται ως εξής:

$$K_E = R_F + (R_m - R_F) \cdot \text{beta} + CS_{RP}$$

Όπου:

- $K_E$**  = Κόστος ιδίων κεφαλαίων
- $R_F$**  = Επιτόκιο μηδενικού κινδύνου (risk free ratio)
- $R_m - R_F$**  = Αναμενόμενη διαφορά της απόδοσης του χαρτοφυλακίου όλης της κεφαλαιαγοράς ( $K_m$ ) από το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου ( $K_{RF}$ )
- beta** = Συντελεστής βήτα που εκφράζει την εξάρτηση της απόδοσης (μεταβλητότητα) της μετοχής της σε σχέση με μία μέση (σταθερή) μετοχή και σε σχέση με την απόδοση (μεταβλητότητα) του συνόλου της κεφαλαιαγοράς δηλαδή το συστηματικό ρίσκο της μετοχής
- $CS_{PR}$**  = Ασφάλιστρο κινδύνου συγκεκριμένης δραστηριότητας

## Παράρτημα 1 – Υπολογισμός Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (συνέχεια)

### Παράρτημα 1 – Υπολογισμός Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (συνέχεια)

ΜΕΚΚ - Υπολογισμός	Ιουλ-22
Επιτόκιο Μηδενικού Κινδύνου ( $R_f$ ) - μετά φόρων 15%	2,07%
Επιτόκιο Κινδύνου Αγοράς ( $R_{PR}$ )	10,06%
Συντελεστής Βήτα ( $b_i$ )	0,954
<b>Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων (<math>R_{eq} = R_f + (R_{PR} \times b_i)</math>)</b>	<b>11,67%</b>
<b>Κόστος Δανειακών Κεφαλαίων (<math>R_d</math>) - μετά φόρων</b>	<b>2,18%</b>
Φορολογικός Συντελεστής	22,00%
Κεφαλαιακή διάρθρωση ( $D/(D+E)$ )	13,70%
<b>Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC)</b>	<b>10,37%</b>

### WACC - Βασικές παραδοχές

<b>Επιτόκιο Μηδενικού Κινδύνου (<math>R_f</math>)</b>	Βασισμένο στην ονομαστική απόδοση (2,48%) των δεκαετών ομολόγων κρατών-μελών της ευρωζώνης κατά τον Ιούνιο 2022 (πηγή: EKT) <a href="https://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.MU2.EUR.4F.BB.U2_10Y.YLD">https://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.MU2.EUR.4F.BB.U2_10Y.YLD</a>
<b>Επιτόκιο Κινδύνου Αγοράς (<math>R_{PR}</math>)</b>	Εκτίμηση Κινδύνου Ελληνικής & Ιταλικής Κεφαλαιαγοράς κατά τον Ιούλιο 2022 (ERP + Country Risk), (πηγή: <i>New York University, Leonard N. Stern School of Business</i> , <a href="https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/">https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/</a> )
<b>Συντελεστής Βήτα (<math>b_i</math>)</b>	Μοχλευμένος συντελεστής βήτα του κλάδου "Drugs-Pharmaceutical" (ευρωπαϊκές εταιρείες) κατά τον Ιανουάριο 2022, (πηγή: <i>New York University, Leonard N. Stern School of Business</i> ).
<b>Κόστος Δανειακών Κεφαλαίων (<math>R_d</math>)</b>	Βασισμένο στο μέσο εκτιμώμενο επιτόκιο (2,83%) των χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων της Εταιρείας (πηγή: <i>Διοίκηση, ανάλυση AS</i> )
<b>Κεφαλαιακή διάρθρωση (<math>D/(D+E)</math>)</b>	Συντελεστής $D/(D+E)$ του κλάδου "Drugs-Pharmaceutical" (ευρωπαϊκές εταιρείες) κατά τον Ιανουάριο 2022, (πηγή: <i>New York University, Leonard N. Stern School of Business</i> ).
<b>Φορολογικός συντελεστής</b>	Ισχύων εταιρικός φορολογικός συντελεστής 22% προβλεπόμενος εταιρικός φορολογικός συντελεστής 22% για την περίοδο 2022-2044 (N 4799/2021).



Making business better

Tel: +30 211 48 04 400

Fax: +30 211 48 04 498

+30 211 48 04 499

Email: [info@asnetwork.gr](mailto:info@asnetwork.gr)

4 Zalogou Str & Mesogion Av,

153 43, Agia Paraskevi,

Athens, Greece

[www.asnetwork.gr](http://www.asnetwork.gr)

Τηλ: +30 211 48 04 400

Φαξ: +30 211 48 04 498

+30 211 48 04 499

Email: [info@asnetwork.gr](mailto:info@asnetwork.gr)

Ζαλόγγου 4 & Λ. Μεσογείων,

153 43, Αγία Παρασκευή,

Αθήνα, Ελλάδα

[www.asnetwork.gr](http://www.asnetwork.gr)