

---

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ  
ΠΕΙΡΑΙΩΣ**



**ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ  
ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ**

---

**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
«ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ και ΔΙΟΙΚΗΣΗ της ΥΓΕΙΑΣ»**

**«ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΩΝ ΚΕΝΤΡΩΝ.  
ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ»**

**Βελισσαράτου Μαρία**

Διπλωματική Εργασία υποβληθείσα στο Τμήμα Οικονομικής Επιστήμης  
του Πανεπιστημίου Πειραιώς για την απόκτηση  
Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στα Οικονομικά και Διοίκηση της Υγείας.

Πειραιάς, 2016



---

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ  
ΠΕΙΡΑΙΩΣ**



**ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ  
ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ**

---

**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
«ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ και ΔΙΟΙΚΗΣΗ της ΥΓΕΙΑΣ»**

**«ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΩΝ ΚΕΝΤΡΩΝ.  
ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ»**

**Βελισσαράτου Μαρία, Α.Μ.: ΟΔΥ/1405**

Επιβλέπων: Ψυλλάκη Μαρία, Αναπληρώτρια Καθηγήτρια, Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Διπλωματική Εργασία υποβληθείσα στο Τμήμα Οικονομικής Επιστήμης  
του Πανεπιστημίου Πειραιώς για την απόκτηση  
Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στα Οικονομικά και Διοίκηση της Υγείας.

Πειραιάς, 2016



---

**UNIVERSITY of PIRAEUS**



**DEPARTMENT of  
ECONOMICS**

---

**M.Sc. in Health Economics and Management**

**“DIAGNOSTIC HEALTH CENTERS MERGER:  
EVALUATION AND PROSPECTS”**

**Velissaratou Maria**

Master Thesis submitted to the Department of Economics  
of the University of Piraeus in partial fulfillment of the requirements  
for the degree of M.Sc. in Health Economics and Management

Piraeus, Greece, 2016



*Στην οικογένειά μου,*





## Ευχαριστίες

Νιώθω ιδιαίτερη ανάγκη να ευχαριστήσω την κυρία Μαρία Ψυλλάκη, Αναπληρώτρια Καθηγήτρια του Πανεπιστημίου Πειραιώς για την προθυμία της να αναλάβει την επίβλεψη της παρούσας εργασίας, καθώς και για την πολύτιμη βοήθεια και καθοδήγησή της κατά τη μελέτη και συγγραφή της. Θα ήθελα επίσης να ευχαριστήσω ιδιαίτερα τον κύριο Ιωάννη Καραμηνά, Διευθύνοντα Σύμβουλο του ομίλου «Ιατρική Διάγνωση» για την ιδιαίτερη συμβολή του στην εκπόνηση της παρούσας διπλωματικής με την παροχή των απαραίτητων οικονομικών στοιχείων του ομίλου, χωρίς τα οποία δεν θα ήταν δυνατή η συγγραφή της εργασίας αυτής. Σημαντική ήταν επίσης, η συμβολή και η βοήθεια του νομικού συμβούλου του ομίλου «Ιατρική Διάγνωση», κύριου Ευάγγελου Κατσίκη, καθώς και του Ορκωτού Ελεγκτή, κύριου Ιωάννη Μαλισόβα. Τέλος, ένα μεγάλο ευχαριστώ στην οικογένεια και τους φίλους μου για τη συμπαράστασή τους σε κάθε βήμα μου.



## «Συγχώνευση διαγνωστικών κέντρων. Αποτίμηση και προοπτικές.»

### Σημαντικοί Όροι:

συγχώνευση, νομικό πλαίσιο, αναπτυξιακός νόμος, διαγνωστικά κέντρα, αποτίμηση, προεξόφληση ταμειακών ροών

### Περίληψη

Η παρούσα εργασία έχει σαν αντικείμενο την παρουσίαση της διαδικασίας συγχώνευσης εταιριών και πιο συγκεκριμένα εταιριών που παρέχουν υπηρεσίες υγείας. Για την παρουσίαση αυτή χρησιμοποιήθηκε το παράδειγμα της συγχώνευσης των έξι εταιριών του ομίλου «Ιατρική Διάγνωση», στην οποία ελήφθησαν υπ' όψιν και οι ιδιαιτερότητες αυτής.

Στο κύριο μέρος της εργασίας γίνεται αναφορά στα διάφορα είδη συγχωνεύσεων και εξαγορών, όπως αυτά δίνονται από τη βιβλιογραφία, αλλά και στο νομικό πλαίσιο που εφαρμόζεται στις περιπτώσεις αυτών, με έμφαση στον αναπτυξιακό νόμο 2166/1993, στις διατάξεις του οποίου βασίστηκε η υπό μελέτη συγχώνευση. Προκειμένου να πραγματοποιηθεί η οποιαδήποτε συγχώνευση, είναι απαραίτητο να αποτιμηθούν οι συμμετέχουσες σε αυτή εταιρίες. Γίνεται, επομένως, παρουσίαση των διάφορων μεθόδων αποτίμησης από τη βιβλιογραφία και εν συνεχεία παρουσιάζεται και αναλύεται η μέθοδος που χρησιμοποιήθηκε στην περίπτωση της «Ιατρικής Διάγνωσης», δηλαδή η προεξόφληση ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους. Με τη μέθοδο αυτή, η αποτίμηση διενεργείται με βάση την αρχή της συνέχειας της δραστηριότητας της εταιρίας και γίνεται εκτίμηση και πρόβλεψη των ταμειακών ροών της σε βάθος πενταετίας. Για να γίνει αυτό, απαιτείται λεπτομερής καταγραφή των εσόδων και των εξόδων που αναμένεται να έχουν οι εταιρίες στην πενταετία και εν συνεχεία υπολογίζονται οι εισροές και εκροές αντίστοιχα, προκειμένου να προκύψουν οι συνολικές ταμειακές ροές για καθεμία εταιρία. Αφού γίνει αυτό, οι ροές προεξοφλούνται με το κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο.

Τέλος, μετά την αποτίμηση, για την ολοκλήρωση της συγχώνευσης απαιτείται να βρεθεί μία εύλογη, δίκαιη και λογική για τους μετόχους σχέση ανταλλαγής μετοχών από τις συγχωνευόμενες εταιρίες στη νέα.



# **“Diagnostic health centers merger: Evaluation and Prospects”**

## **Keywords:**

merger, Legal Framework, Development Law, Diagnostic Health Centers, evaluation, Free Cash Flows to Equity

## **Abstract**

The purpose of this research thesis is to present the process of diagnostic health centers mergers. The case study used for this presentation was the merger of the six companies comprising "Iatriki Diagnosi" Group, the distinctiveness and specifications of which were taken into account.

The main part of the thesis reports on the different kinds of mergers and acquisitions, as presented in the bibliography, as well as the legal framework applied in such cases, emphasizing 2166/1993 Developmental Law, the provisions of which were the foundation of the discussed merger. In order to actualize any merger, it is vital that the participant companies should be evaluated. Therefore, the different methods of evaluation are presented as cited in the bibliography and consequently the specific method used in the case of "Iatriki Diagnosi", namely Free Cash Flows to Equity, is further analyzed. In this method, the evaluation is conducted based on the principles of business continuity and the cash flow of the company is evaluated and predicted over a five-year period. To achieve so, it is necessary to have a detailed listing of the anticipated income/expenses of the companies in the five-year period, following an estimate of their perspective cash inflows and outflows, in order to result in the total cash flow for each company. Having done that, cash flows are discounted using the appropriate discount rate.

Finally, following evaluation, for the consummation of the merger, it is required to find a reasonable, fair and practical share exchange ratio for the shareholders from the merging companies to the resulting one.



## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Περίληψη

Abstract

Κατάλογος Πινάκων

## ΚΥΡΙΟ ΜΕΡΟΣ

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Εξαγορές και συγχωνεύσεις

1.1	Ορισμοί	σελ. 1
1.2	Είδη εξαγορών και συγχωνεύσεων	σελ. 2
1.3	Κίνητρα εξαγορών και συγχωνεύσεων	σελ. 5
1.4	Επιπτώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων	σελ. 8
1.5	Παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση εξαγορών και συγχωνεύσεων	σελ. 9
1.6	Λόγοι αποτυχίας εξαγορών και συγχωνεύσεων	σελ. 11

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Η Εταιρία «Ιατρική Διάγνωση»

2.1	Παρουσίαση της εταιρίας	σελ. 15
2.2	Κίνητρα συγχώνευσης	σελ. 17
2.3	Διαδικασία συγχώνευσης	σελ. 19
2.4	Νομικό πλαίσιο	σελ. 20
2.5	Εφαρμογή των νόμων	σελ. 23
2.6	Ιδιαιτερότητες	σελ. 28

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Αποτίμηση εταιριών

3.1	Μέθοδοι αποτίμησης	σελ. 29
3.1.1	Η μέθοδος της συγκρίσιμης επιχείρησης	σελ. 30
3.1.2	Η μέθοδος των υπερκερδών	σελ. 32
3.1.3	Η μέθοδος της αναπροσαρμοσμένης καθαρής θέσης	σελ. 33
3.1.4	Η μέθοδος της προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών	σελ. 33
3.1.4.1	Παρούσα αξία στο διηνεκές	σελ. 35

3.1.4.2	Ανάλυση ευαισθησίας	σελ. 36
3.1.5	Απόδοση άνευ κινδύνου ( $R_f$ )	σελ. 37
3.1.6	Προσαύξηση κινδύνου κεφαλαιαγοράς ( $R_m$ )	σελ. 37
3.1.7	Συντελεστής κινδύνου $\beta$ (beta coefficient)	σελ. 37
3.2	Επιλογή μεθόδου αποτίμησης	σελ. 39

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Εμπειρική μελέτη**

4.1	Εισαγωγή	σελ. 43
4.2	Πρόβλεψη αποτελεσμάτων έτους στην πενταετία	σελ. 44
4.3	Πρόβλεψη ταμειακών εισροών ανά έτος στην πενταετία	σελ. 53
4.4	Πρόβλεψη ταμειακών εκροών ανά έτος στην πενταετία	σελ. 55
4.5	Ταμειακές ροές στην πενταετία	σελ. 58

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Συμπεράσματα – Προοπτικές**

5.1	Συμπεράσματα	σελ. 61
5.2	Προοπτικές	σελ. 62

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

σελ. 63



## ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Εξαγορές και συγχωνεύσεις

Πίνακας 1.1: Λόγοι πραγματοποίησης ή αποτυχίας εξαγορών και συγχωνεύσεων	σελ. 11
--	---------

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Εμπειρική μελέτη

Πίνακας 4.1: Ανάλυση επισκεψιμότητας έτους ψ	σελ. 44
Πίνακας 4.2: Έσοδα έτους Ψ	σελ. 46
Πίνακας 4.3: Πρόβλεψη εσόδων	σελ. 47
Πίνακας 4.4: Πρόβλεψη εσόδων ως διαγνωστικές υπηρεσίες με βάση το 2014, το ρυθμό 5μήνου του 2015 και την πρόβλεψη 2016-2020	σελ. 48
Πίνακας 4.5: Αποτύπωση – Εκτίμηση – Πρόβλεψη εξόδων 2012-2020	σελ. 49
Πίνακας 4.6: Εκτίμηση – Πρόβλεψη Εξόδων 2015-2020	σελ. 51
Πίνακας 4.7: Εκτίμηση – Πρόβλεψη Αποτελεσμάτων 2015-2020	σελ. 51
Πίνακας 4.8: Υποστηρικτικός του Πίνακα 4.7 – Εκτίμηση – Πρόβλεψη Αποτελεσμάτων 2015-2020	σελ. 52
Πίνακας 4.9: Αποτύπωση απαιτήσεων από επιστροφές φόρου έως 31/12/2014	σελ. 53
Πίνακας 4.10: Εκτίμηση ταμειακών εισροών 2015-2020	σελ. 54
Πίνακας 4.11: Εκτίμηση ταμειακών εισροών 2015-2020 (συγκεντρωτικός των μονάδων)	σελ. 54
Πίνακας 4.12: Πρόβλεψη ταμειακών εκροών	σελ. 55
Πίνακας 4.13: Ανανέωση ιατροτεχνολογικού εξοπλισμού 2015-2020	σελ. 56
Πίνακας 4.14: Εκτίμηση – Πρόβλεψη εκροών 2012-2020	σελ. 57
Πίνακας 4.15: Εκτίμηση – Πρόβλεψη ταμειακών ροών 2015-2020	σελ. 58
Πίνακας 4.16: Εκτίμηση – Πρόβλεψη ταμειακών ροών 2015-2020 (συγκεντρωτικός των μονάδων)	σελ. 59



# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

## ΕΞΑΓΟΡΕΣ – ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ

### 1.1 Ορισμοί

Ως εξαγορά ορίζεται η συναλλαγή κατά την οποία μια επιχείρηση αποκτά ένα μέρος ή το σύνολο της συμμετοχής (μετοχές ή εταιρικά μερίδια) σε μία άλλη έναντι χρηματικού ανταλλάγματος. Οι εξαγορές διακρίνονται σε απλές και συγχωνευτικές. Σε μια απλή εξαγορά η εξαγοραζόμενη επιχείρηση συνεχίζει να υπάρχει ως υποκείμενο του δικαίου, ενώ σε μία συγχωνευτική εξαγορά η επιχείρηση που μεταβιβάζει την περιουσία της σε μία άλλη έναντι χρηματικού ανταλλάγματος παύει να υπάρχει ως υποκείμενο δικαίου. Όταν σε μια συγχωνευτική εξαγορά δεν καταβάλλονται ως αντάλλαγμα χρήματα αλλά μερίδια συμμετοχής, η εξαγορά αυτή αποτελεί τη συγχώνευση των συγκεκριμένων επιχειρήσεων. Πιο συγκεκριμένα, ως συγχώνευση ορίζεται η πράξη με την οποία μία ή περισσότερες επιχειρήσεις λύνονται χωρίς να ακολουθήσει η εκκαθάρισή τους, ενώ ταυτόχρονα μεταβιβάζουν το σύνολο της περιουσίας τους έναντι ανταλλάγματος σε άλλη, η οποία είτε προϋπάρχει είτε δημιουργείται για το σκοπό αυτό. Κατά τη συγχώνευση δύο ή περισσότερων εταιριών, επομένως, τα περιουσιακά στοιχεία (Ενεργητικό και Παθητικό) της απορροφώμενης εταιρίας μεταβιβάζονται στην απορροφώσα με βάση μια καθορισμένη σχέση ανταλλαγής.

Το αντάλλαγμα αποτελείται από μερίδια συμμετοχής της επιχείρησης στην οποία μεταβιβάστηκε η περιουσία των επιχειρήσεων που λύθηκαν και δίδεται σε όσους συμμετείχαν προηγουμένως στις επιχειρήσεις που νομικά έπαψαν να υπάρχουν.

Συνεπώς, δεν υπάρχουν ουσιαστικές διαφορές ανάμεσα στις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις, παρά μόνο στο είδος του ανταλλάγματος που προσφέρεται για την πραγματοποίησή τους, αλλά και στο «δικαίωμα λόγου» των παλαιών ιδιοκτητών της εξαγοραζόμενης επιχείρησης στο νέο καθεστώς ιδιοκτησίας, αφού στην περίπτωση της εξαγοράς είναι ανύπαρκτο, ενώ στην περίπτωση της συγχώνευσης υπάρχει και η βαρύτητα του λόγου αυτού εξαρτάται από το ποσοστό συμμετοχής τους στην επιχείρηση που προκύπτει από τη συγχώνευση. (Στρατηγική των Επιχειρήσεων, Βασίλης Μ. Παπαδάκης, 2012)

## 1.2 Είδη εξαγορών και συγχωνεύσεων

Στις εξαγορές η μεταβίβαση γίνεται συνήθως με καταβολή μετρητών ή με αγορά/ανταλλαγή μετοχών μέσω του Χρηματιστηρίου. Για την εξαγορά μιας εταιρίας αρκεί η κατοχή τουλάχιστον του 50% των μετοχών με δικαίωμα ψήφου, συν μία. Ωστόσο, υπάρχουν πολλές περιπτώσεις όπου ακόμα και η απόκτηση μειοψηφικού πακέτου μετοχών ή ανάλογου ποσοστού επί της συνολικής ιδιοκτησίας μπορεί να εξασφαλίσει στην εξαγοράζουσα εταιρία ουσιαστικό έλεγχο. Αυτό μπορεί να συμβεί εάν τα λοιπά μερίδια της εταιρίας είναι κατακερματισμένα, οπότε η μεταβίβαση επηρεάζει κρίσιμες επιλογές της διοίκησης και της στρατηγικής της εξαγοραζόμενης εταιρίας. Η εξαγορά είναι ένας τρόπος επέκτασης μιας εταιρίας για να αυξήσει το μερίδιο αγοράς της, να αποκτήσει πρόσβαση σε νέες τεχνολογίες και αγορές και να επιτύχει συνέργειες. Επιπλέον, είναι ένας τρόπος να μειώσει τον ανταγωνισμό, να αποκτήσει τον έλεγχο υποτιμημένων στοιχείων του Ενεργητικού άλλων εταιριών, να αυξήσει τις πωλήσεις και τα κέρδη της, να ενδυναμώσει το εύρος των προϊόντων που προσφέρει, να ενισχύσει το χαρτοφυλάκιο της και τέλος να εκμεταλλευτεί τις οικονομίες κλίμακας που μπορεί να προκύψουν.

Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις διακρίνονται ανάλογα με το είδος τους σε:

Οριζόντιες, όταν και οι δύο επιχειρήσεις παράγουν τα ίδια προϊόντα ή προσφέρουν τις ίδιες υπηρεσίες, κάθετες, όταν μεταξύ τους υπάρχει σχέση πελάτη-προμηθευτή και αποσκοπούν στην καθετοποίηση της παραγωγής, τον πλήρη έλεγχο των τιμών και τη μείωση του κόστους παραγωγής και σε συσχετισμένες/συμπληρωματικές, όταν οι δραστηριότητές τους είναι αλληλοσυμπληρούμενες ή ασυσχέτιστες όταν αυτό δε συμβαίνει.

Ανάλογα με τη διαδικασία πραγματοποίησής τους οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις διακρίνονται σε:

Φιλικές (amicable), όπου και οι δύο εταιρίες επιθυμούν την εξαγορά ή τη συγχώνευση και καθορίζουν από κοινού το αντίτιμό της και σε επιθετικές/εχθρικές (hostile), όπου η διοίκηση της εταιρίας-στόχου δεν εγκρίνει την προταθείσα εξαγορά.

Με τον όρο «επιθετική εξαγορά» χαρακτηρίζεται η διαδικασία συγκέντρωσης μετοχών μιας εισηγμένης εταιρίας από μια ανταγωνιστική συνήθως επιχείρηση, με σκοπό η δεύτερη να αποκτήσει σταδιακά - και παρά τις όποιες αντιδράσεις - τον έλεγχο της πρώτης. Βέβαια, για να πραγματοποιηθεί αυτού του είδους η εξαγορά, απαραίτητη προϋπόθεση είναι να υπάρχει μεγάλη διασπορά του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας-στόχου. Όσο πιο μικρό ποσοστό μετοχών διαθέτει η διοίκηση της συγκεκριμένης

εταιρίας, τόσο πιο εύκολο είναι για εκείνους που την εποφθαλμιούν να πετύχουν το στόχο τους, αφού έτσι μπορούν να εξασφαλίσουν σημαντικό μέρος του μετοχικού κεφαλαίου, μέσω της αγοράς του από τους διάφορους μικρομετόχους. Είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι η επιθετική εξαγορά είναι πολλές φορές το έσχατο όπλο για τις επιχειρήσεις που επιθυμούν να συνεργαστούν ή ακόμα και να συνενωθούν με κάποια ομοειδή εταιρία, αλλά η διοίκηση της τελευταίας αποκλείει κατηγορηματικά ένα τέτοιο ενδεχόμενο.

Οι εξαγορές μπορεί να κατηγοριοποιηθούν επίσης και ως εξής:

Ανάλογα με το ιδιοκτησιακό καθεστώς της εξαγοραζόμενης εταιρίας (ιδιωτικοποιήσεις), ανάλογα με τη χώρα προέλευσης των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων (διασυνοριακές και εγχώριες), ανάλογα με τις δραστηριότητες των επιχειρήσεων και τους στόχους της νέας προκύπτουσας εταιρίας (στρατηγικές και χρηματοοικονομικές εξαγορές), είτε ανάλογα με τις διαθέσεις των επιχειρήσεων και τον τρόπο προσέγγισης της αγοράστριας (φιλικές και εχθρικές εξαγορές).

Δύο ειδικές περιπτώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων είναι:

Η μοχλευμένη εξαγορά (Leveraged Buy-Out). Η μορφή αυτή έχει το χαρακτηριστικό ότι η χρηματοδότησή της προέρχεται κατά ένα πολύ μεγάλο ποσοστό (τουλάχιστον 75%) από τραπεζικό δανεισμό και όχι από τα ίδια κεφάλαια της εξαγοράζουσας εταιρίας, για αυτό και λέγεται μοχλευμένη. Θεωρείται ένας από τους πλέον επιθετικούς τρόπους μεγέθυνσης της εξαγοράζουσας επιχείρησης, με ταυτόχρονη ανάληψη πολύ υψηλού ρίσκου, καθώς εΐθισται οι δείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης να ωθούνται σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα, με έντονα αρνητικές συνέπειες σε περιπτώσεις αποτυχίας της επιχειρηματικής αυτής προσπάθειας. Με σκοπό τη μείωση του κινδύνου, η μοχλευμένη εξαγορά θεωρητικά πρέπει να χρησιμοποιείται περισσότερο για ώριμες εταιρίες με προβλέψιμες ταμειακές ροές, παρά για νέες επιχειρήσεις με υψηλό κίνδυνο. Η εξαγορά επιχειρήσεων από τη διοίκησή τους (Management Buy-Out). Στην περίπτωση αυτή, η οποία είναι συγγενική με την προηγούμενη, μια επιχείρηση εξαγοράζεται από τα διευθυντικά της στελέχη. Σε περιπτώσεις μεγάλων επιχειρήσεων με υψηλή κεφαλαιοποίηση, επειδή η εξαγορά ολόκληρης της επιχείρησης είναι πολύ δύσκολο να χρηματοδοτηθεί από τα διευθυντικά στελέχη, η εξαγορά αυτού του τύπου συνήθως αναφέρεται σε μια περιφερειακή θυγατρική ή παραγωγική μονάδα της επιχείρησης.

Στις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις πέραν των κατηγοριών που αναφέρθηκαν παραπάνω υπάρχουν και μια σειρά άλλες κατηγοριοποιήσεις και όροι που αφορούν

κυρίως τους τρόπους προσέγγισης και άμυνας των εξαγοραζόμενων και των εξαγοραζουσών εταιριών. Τέτοιοι όροι είναι:

Ο «μαύρος ιππότης» (black knight) χρησιμοποιείται για να περιγράψει μια εταιρία που επιχειρεί την επιθετική εξαγορά μίας άλλης. Ο «λευκός ιππότης» (white knight) αναφέρεται σε μια τρίτη εταιρία που παρεμβαίνει είτε εξαγοράζοντας, είτε συγχωνευόμενη με το «θύμα», ώστε να αποτρέψει την εξαγορά από τον μαύρο ιππότη. «Άμυνα πάκμαν» (pac man defense) έχουμε όταν η εταιρία που είναι ο στόχος της επιθετικής εξαγοράς κάνει μια αντιπροσφορά για την εξαγορά του ίδιου του υποψήφιου αγοραστή. «Καμένη γη» είναι η πώληση, καταστροφή ή απειλή καταστροφής «πετραδιών του στέμματος», δηλαδή των στοιχείων εκείνων που περισσότερο από όλα επιδιώκει να αποκτήσει ο επιθετικά εξαγοράζων, ώστε πλέον η εξαγορά να μην είναι ελκυστική. Στην «πράσινη επιστολή» (Green Mail) γίνεται προσφορά στον «επιδρομέα» να εξαγοραστεί από την επιχείρηση-στόχο, σε πολύ δελεαστική τιμή, το τμήμα των μετοχών που εκείνος ήδη κατέχει. Ως αντάλλαγμα η επιχείρηση «επιδρομέας» αποσύρεται από τη διεκδίκηση εξαγοράς της επιχείρησης-στόχου. Το «κώνιο» αναφέρεται στις περιπτώσεις όπου το «θύμα» προχωρά στην εξαγορά ή τη συγχώνευση με άλλη εταιρία με τρόπο που να γίνεται οικονομικά ή διαρθρωτικά λιγότερο ελκυστικό στον υποψήφιο αγοραστή, ενώ ο «σκαντζόχοιρος» (porcupine) είναι μία σύνθετη συμφωνία μεταξύ προμηθευτών, πελατών και πιστωτών που δυσκολεύει την ενσωμάτωση της εταιρίας στις δραστηριότητες ενός πιθανού εξαγοραστή. Τέλος, το «χρυσό αλεξίπτωτο» (golden parachute) αφορά στους όρους των συμβολαίων των διευθυντικών στελεχών που καθιστούν εξαιρετικά δαπανηρή την απόλυσή τους σε περίπτωση εξαγοράς της εταιρίας. (Στρατηγική των Επιχειρήσεων, Βασίλης Μ. Παπαδάκης, 2012, Διάλεξη Αν. Καθηγήτριας ΠΑ.ΠΕΙ, κα Ψυλλάκη, «Εξαγορές και Συγχωνεύσεις», 2016)

### 1.3 Κίνητρα εξαγορών και συγχωνεύσεων

Υπάρχουν διάφορες οικονομικές θεωρίες που υποστηρίζουν ότι τα κίνητρα των συγχωνεύσεων είναι κατά βάση οικονομικά. Η θεωρία της μεγιστοποίησης των κερδών της επιχείρησης και του πλούτου των μετόχων είναι μια υπόθεση που στηρίζεται στην νεοκλασική οικονομική προσέγγιση και η οποία υποστηρίζει ότι οι επιχειρήσεις προκειμένου να επιβιώσουν σε ένα ανταγωνιστικό περιβάλλον θέτουν σα στόχο τη μεγιστοποίηση των κερδών τους, γεγονός που μεταφράζεται και σε μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων. Συνεπώς, οι διοικήσεις θεωρούν πολλές φορές τις εξαγορές σαν ένα οποιοδήποτε επενδυτικό σχέδιο, το οποίο θα πρέπει να αναλάβουν εάν η καθαρά παρούσα αξία του είναι θετική και μεγιστοποιεί τον πλούτο της εταιρίας και συνεπώς των μετόχων. Με βάση τα παραπάνω λοιπόν, η μεγιστοποίηση των κερδών μιας επιχείρησης από μια εξαγορά ή μια συγχώνευση μπορεί να προέλθουν είτε από την αύξηση της αποτελεσματικότητας που οδηγεί σε μείωση του κόστους των προϊόντων, είτε από την αύξηση της δύναμης στην αγορά που οδηγεί σε αύξηση της τιμής των προϊόντων.

Η αυξημένη αποτελεσματικότητα επιτυγχάνεται μέσω των λειτουργικών, των διοικητικών ή των χρηματοοικονομικών συνεργειών. Λειτουργικές συνέργειες μπορούν να προκύψουν από τις οικονομίες κλίμακας, τις οικονομίες φάσματος ή εύρους προϊόντων και από τις οικονομίες μάθησης και εμπειρίας ανάλογα με το είδος και το εύρος δραστηριότητας των εταιριών που συμμετέχουν σε μια εξαγορά ή συγχώνευση. Οι οικονομίες κλίμακας προκύπτουν από το αυξημένο μέγεθος της νέας επιχείρησης και μπορούν να επιτευχθούν για παράδειγμα στη διαχείριση των αποθεμάτων, στην αγορά των πρώτων υλών ή και στον τομέα της παραγωγής. Μπορούν ακόμα να εμφανιστούν και σε άλλους λειτουργικούς τομείς μιας επιχείρησης, όπως στην προβολή, στην έρευνα και ανάπτυξη ή τη διανομή. Η εξοικονόμηση κόστους είναι συνήθως υψηλή όταν η εξαγοράζουσα και η εξαγοραζόμενη εταιρία ανήκουν στην ίδια χώρα και στον ίδιο κλάδο, όταν πρόκειται δηλαδή, για οριζόντιες συγχωνεύσεις. Οι οικονομίες φάσματος συναντώνται κυρίως στις συγχωνεύσεις ασυσχέτιστων δραστηριοτήτων και αφορούν στην παροχή νέων εξειδικευμένων ή έντονα διαφοροποιημένων υπηρεσιών και προϊόντων από την επιχείρηση. Αυτά μπορούν να προέλθουν από την καθετοποίηση της παραγωγής και την ενσωμάτωση, στο όλο σύστημα, των προμηθευτών και των διανομέων, με αποτέλεσμα τη μείωση του κόστους που υπήρχε λόγω των μεσαζόντων. Η ανάγκη για διαφοροποίηση και διασπορά των δραστηριοτήτων μιας επιχείρησης, την φέρνουν συχνά σε άγνωστες για

αυτήν αγοράς, οι οποίες παρουσιάζουν ιδιαίτερες δυσκολίες όταν τα στελέχη δεν έχουν γνώση των συγκεκριμένων αγορών. Η εξαγορά λοιπόν μιας επιχείρησης που είναι χρόνια εγκατεστημένη στην αγορά αυτή αποτελεί τον πλέον ασφαλή τρόπο διαφοροποίησης, καθότι η εξαγοράζουσα εταιρία εκμεταλλεύεται τόσο την πρόσβαση της εξαγοραζόμενης στην αγορά, όσο και τις γνώσεις των στελεχών της στην παραγωγική διαδικασία.

Οι διοικητικές συνέργειες που μπορούν να αποτελέσουν ένα επίσης πολύ σημαντικό πεδίο στη μείωση δαπανών, είναι πιθανό να προκύψουν από το μίγνυμα των ικανοτήτων των διοικητικών ομάδων ή από την αντικατάσταση μιας αναποτελεσματικής ομάδας διοίκησης της εξαγοραζόμενης εταιρίας από μια ικανότερη η οποία μπορεί να προέρχεται από την εταιρία-αγοραστή. Στην περίπτωση που αυτές οι διοικητικές ομάδες είναι ιδιαίτερα εξειδικευμένες (π.χ. marketing, I.T, έρευνα κλπ.), τότε αναμένεται ότι μπορούν να λειτουργήσουν καλύτερα σε οριζόντιες ή κάθετες συγχωνεύσεις, ενώ εάν υπάρχουν σε πιο γενικό επίπεδο (π.χ. έλεγχος, σχεδιασμός κλπ.), μπορούν να λειτουργήσουν και σε ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις.

Όσον αφορά στις χρηματοοικονομικές συνέργειες, αυτές μπορούν να δημιουργηθούν από την αυξημένη δανειακή ικανότητα της «νέας» εταιρίας που προκύπτει αν υπάρχει διαφορά στον δείκτη δανειακής επιβάρυνσης μεταξύ των συγχωνευόμενων εταιριών, από τη διαφορά μεταξύ των πλεοναζόντων ταμειακών ροών καθώς και από τις φορολογικές εξοικονομήσεις, όπως είναι οι μειωμένοι φορολογικοί συντελεστές που μπορεί να παρέχει το κράτος ή από τη μεταφορά ζημιών από τη μία εταιρία στην άλλη με στόχο τη μείωση του πραγματικού φορολογικού συντελεστή.

Το δεύτερο μέσο για την αύξηση του πλούτου της εταιρίας και των μετόχων, δηλαδή η αύξηση της δύναμης στην αγορά μπορεί να επιτευχθεί πολύ καλύτερα μέσα από οριζόντιες συγχωνεύσεις, καθώς η εταιρία μπορεί να αυξήσει τις τιμές των προϊόντων ή των υπηρεσιών λόγω της έλλειψης ανταγωνισμού, μπορεί δηλαδή να έχει σχεδόν μονοπωλιακά κέρδη. Φυσικά, κάτι τέτοιο είναι πιθανό και μέσα από μια κάθετη συγχώνευση όταν για παράδειγμα η εξαγορά ενός βασικού προμηθευτή μπορεί να μειώσει τα εμπόδια εισόδου στην αγορά. Σχεδόν πάντα λόγω της αύξησης του μεγέθους μιας επιχείρησης, αυξάνεται και η δύναμή της, γεγονός που της επιτρέπει να αντιμετωπίσει με μεγαλύτερη σιγουριά τους ανταγωνιστές της στο εσωτερικό αλλά και το εξωτερικό και να επιτύχει μεγαλύτερα κέρδη. Από την άλλη μεριά, η αύξηση της δύναμης στην αγορά τη διευκολύνει να προσελκύσει τα ικανότερα στελέχη της



αγοράς, να προχωρήσει σε στρατηγικές συμμαχίες, καθώς επίσης και να πραγματοποιεί εξαγορές ή συγχωνεύσεις από θέση ισχύος.

Πέραν των οικονομικών, σημαντικό είναι να αναφερθούν και άλλα κίνητρα που μπορεί να οδηγήσουν σε μια εξαγορά ή συγχώνευση, όπως είναι τα προσωπικά κίνητρα των διευθυντικών στελεχών για αύξηση του μεγέθους των εταιριών, για ελαχιστοποίηση του κινδύνου η εταιρία να αποτελέσει στόχο για εξαγορά από άλλες μεγαλύτερες, αλλά και για ανάδειξη των προσωπικών επιδιώξεων και ηγετικών ικανοτήτων των στελεχών. Οι διοικήσεις σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα από μια συγχώνευση επιζητούν συνήθως την αύξηση των κερδών ανά μετοχή, τη μείωση του δείκτη P/E, τις συνέργειες που δημιουργούνται σε θέματα ρευστότητας, αλλά και τα φορολογικά οφέλη που προκύπτουν. (Στρατηγική των Επιχειρήσεων, Βασίλης Μ. Παπαδάκης, 2012, Διάλεξη Αν. Καθηγήτριας ΠΑ.ΠΕΙ, κα Ψυλλάκη, «Εξαγορές και Συγχωνεύσεις», 2016, Business Analysis and Valuation, Krishna G. Palepu, Paul M. Healy and Erik Peek, 2013)

#### **1.4 Επιπτώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων**

Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις μπορεί να έχουν ποικίλες επιπτώσεις τόσο στα διευθυντικά στελέχη, όσο και στους εργαζόμενους και συνεπώς να επιδράσουν είτε ευεργετικά, είτε αρνητικά στο εγχείρημα.

Η επίπτωση που έχουν οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις στα διοικητικά στελέχη εξαρτάται από το κίνητρο που τις διέπει. Εάν το κίνητρο είναι πειθαρχικό, που σημαίνει εχθρική εξαγορά ή συγχώνευση, τότε ο βαθμός αλλαγής των διοικητικών στελεχών θα είναι μεγάλος, είτε λόγω δυσπιστίας είτε λόγω διάθεσης επιβολής, αντίθετα, εάν το κίνητρο είναι η δημιουργία συνεργειών τότε η εξαγορά ή η συγχώνευση θα είναι φιλική και ο βαθμός αλλαγής των διοικητικών στελεχών μικρός. Από την πλευρά των στελεχών των επιχειρήσεων που εξαγοράζουν υπάρχει συνήθως η τάση για αύξηση των αποδοχών τους μετά τη συγχώνευση, έστω και με την παρουσία αρνητικών αποδόσεων για τους μετόχους τους. Αυτή όμως η αλαζονεία των στελεχών των αγοραστριών εταιριών μετά τη συγχώνευση μπορεί συχνά να οδηγήσει στην καταστροφή την εταιρία που διοικούν.

Οι επιπτώσεις των εξαγορών και συγχωνεύσεων για τους εργαζόμενους είτε στην εξαγοράζουσα, είτε στην εξαγοραζόμενη εταιρία δεν είναι συνήθως ευνοϊκές, καθότι αυτή η αλλαγή μπορεί να σημαίνει απολύσεις, αναδιατάξεις προσωπικού ή ακόμα και δυσχερέστερες εργασιακές σχέσεις για αυτούς. Το μέγεθος των αλλαγών αυτών και πάλι εξαρτάται από το κίνητρο της εξαγοράς ή της συγχώνευσης. Εάν η προσφορά είναι εχθρική ενδέχεται και οι επιπτώσεις για τους εργαζόμενους να είναι πιο δυσμενείς, ενώ εάν είναι φιλική μπορεί να υπάρχουν είτε ευνοϊκές ρυθμίσεις, όπως αποζημιώσεις για πρόωρη συνταξιοδότηση, είτε ακόμη και διασφάλιση των περισσότερων θέσεων εργασίας. Φυσικά, εάν πρόκειται για μια φιλική εξαγορά, στις θετικές επιπτώσεις συγκαταλέγεται η βελτίωση και αύξηση της αποτελεσματικότητας και παραγωγικότητας των εργαζομένων, αφού υπάρχει θετικό κλίμα και ελπίδα ότι το νέο εταιρικό σχήμα θα λειτουργήσει ακόμα καλύτερα και θα έχει ισχυρότερη θέση στην αγορά. (Στρατηγική των Επιχειρήσεων, Βασίλης Μ. Παπαδάκης, 2012)

### **1.5 Παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση εξαγορών και συγχωνεύσεων**

Η απόδοση εξαγορών και συγχωνεύσεων επηρεάζεται τόσο από μακροπρόθεσμους, όσο και από βραχυπρόθεσμους παράγοντες.

Οι μακροπρόθεσμοι παράγοντες έχουν να κάνουν με την επιλογή της συγχώνευσης ως τμήμα μίας ολοκληρωμένης εταιρικής στρατηγικής που επιδιώκει τη διατήρηση του παλαιού ή την απόκτηση νέου ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος. Τέτοιοι παράγοντες μπορεί να είναι, ο βαθμός συσχέτισης των δραστηριοτήτων των επιχειρήσεων που συγχωνεύονται, ήτοι το εάν η συγχώνευση είναι οριζόντια, κάθετη ή ασυσχέτιστη. Η βιβλιογραφία υποστηρίζει ότι τα κέρδη είναι μάλλον υψηλότερα στις περιπτώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων με συσχετισμένες μεταξύ τους δραστηριότητες, δηλαδή στην οριζόντια ή κάθετη ολοκλήρωση και λιγότερα στις εταιρίες με ασυσχέτιστες δραστηριότητες, λόγω των λειτουργικών συνεργειών που προκύπτουν. Ωστόσο, υπάρχει και η αντίθετη άποψη που υποστηρίζει ότι οι ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις δημιουργούν εξίσου σημαντική αξία, λόγω των διοικητικών συνεργειών, αλλά και λόγω των χρηματοοικονομικών συνεργειών που προκύπτουν από τον χαμηλότερο κίνδυνο που δημιουργεί η μη συσχέτιση των διαφορετικών ταμειακών ροών των εταιριών. Ακόμα, σύμφωνα με έρευνες, πιο επιτυχημένες έχει αποδειχθεί ότι είναι οι εξαγορές που έγιναν με φιλική και όχι εχθρική διάθεση, εκείνες που δεν πραγματοποιήθηκαν βιαστικά, αλλά και εκείνες που πραγματοποιήθηκαν με πληρωμή μετοχών και όχι με μετρητά. Άλλες έρευνες υποστηρίζουν ότι οι μεγάλες διαφορές μεγέθους μεταξύ των δύο υποψήφιων προς συνένωση εταιριών αποτελούν ανασταλτικό παράγοντα επιτυχίας ή ότι όσο λιγότερο κερδοφόρα είναι η επιχείρηση-αγοραστής, τόσο μεγαλύτερη είναι η αξία που δημιουργεί μέσω των εξαγορών, διότι οι εταιρίες με τις χαμηλές αποδόσεις αναμένεται να έχουν μεγαλύτερο όφελος από την προσθήκη σημαντικών ικανοτήτων που τους λείπουν. Τέλος, οι εξαγορές που πραγματοποιούνται στην εγχώρια αγορά, κατά μέσο όρο, θεωρείται ότι δε δημιουργούν αξία για τους μετόχους της εξαγοράζουσας επιχείρησης, σε αντίθεση με τις διεθνείς εξαγορές που συνδέονται άμεσα με αυξημένα καθαρά κέρδη.

Ένας άλλος μακροπρόθεσμος παράγοντας που επηρεάζει την απόδοση μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης είναι η φάση στην οποία βρίσκεται ο κλάδος στον οποίο ανήκουν οι εταιρίες και φυσικά η οικονομία στο σύνολό της. Το αν ο κλάδος, η οικονομία μιας χώρας ή ακόμα και η παγκόσμια οικονομία είναι σε άνοδο, στασιμότητα ή ύφεση είναι σαφές ότι επηρεάζει το εγχείρημα.

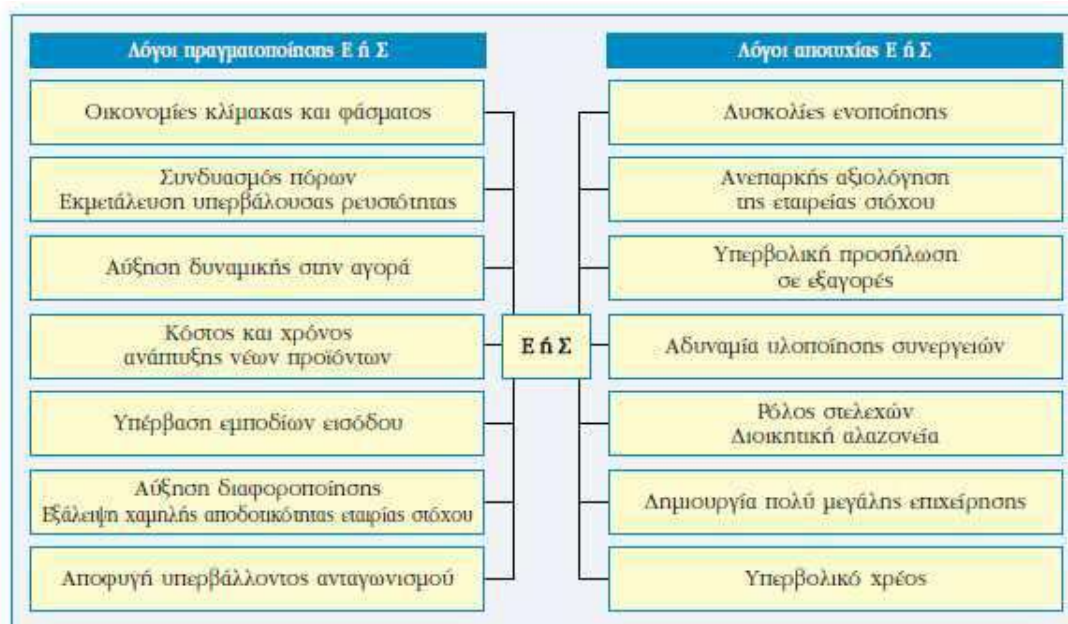
Οι βραχυπρόθεσμοι παράγοντες έχουν να κάνουν με τις συνθήκες κάτω από τις οποίες γίνεται η προσφορά, τις διάφορες τακτικές που εφαρμόζει η εξαγοράζουσα και η εξαγοραζόμενη εταιρία κατά τη διαδικασία προσφοράς και τον τρόπο δόμησης της συμφωνίας. (Στρατηγική των Επιχειρήσεων, Βασίλης Μ. Παπαδάκης, 2012)

## 1.6 Λόγοι αποτυχίας εξαγορών και συγχωνεύσεων

Οι εξαγορές εταιριών προκαλούν επανεκτίμηση των περιουσιακών τους στοιχείων και συχνά οδηγούν σε σημαντικές αποκλίσεις των προσφερόμενων τιμών εξαγοράς σε σχέση με τις τρέχουσες χρηματιστηριακές αξίες των μετοχών των εξαγοραζόμενων εταιριών, ενώ έχουν σαν αποτέλεσμα τη συγκέντρωση οικονομικής και όχι μόνο δύναμης σε περιορισμένο αριθμό εταιριών.

Πίνακας 1.1

### Λόγοι πραγματοποίησης ή αποτυχίας εξαγορών και συγχωνεύσεων



Πηγή: Διάλεξη Αν. Καθηγήτριας ΠΑ.ΠΕΙ, κα Ψυλλάκη, «Εξαγορές και Συγχωνεύσεις»

Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις οδηγούνται συχνά στην αποτυχία λόγω ανεπαρκούς αξιολόγησης και υπερεκτίμησης των προσδοκώμενων συνεργειών. Όταν μια εταιρία εξετάζει μια εξαγορά ή συγχώνευση, επόμενο είναι να ελέγχει την εταιρία-στόχο, όμως είναι συχνό ο έλεγχος αυτός να είναι τελικά ανεπαρκής, αφού μεγάλος αριθμός εταιριών μετά από μια συγχώνευση ή εξαγορά ανακαλύπτει ότι είτε υπερεκτίμησε τα οφέλη που θα αποκόμιζε, είτε υποεκτίμησε τα κόστη που θα προέκυπταν. Η υπερεκτίμηση αφορά στα ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα που προσδοκά να αποκομίσει μέσω των συνεργειών, δηλαδή την επίτευξη μεγαλύτερης απόδοσης από αυτή που θα είχαν οι εταιρίες αν επιχειρούσαν μεμονωμένα. Οι συνέργειες αυτές όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, μπορεί να πάρουν τη μορφή οικονομιών κλίμακας και φάσματος, βελτίωσης δικτύου διανομής, βελτίωσης των ακολουθούμενων

διαδικασιών, αύξησης του μεριδίου της αγοράς ή και του ποσοστού των κερδών. Οι συνέργειες μπορεί επίσης να προέρχονται και από πηγές που είναι δύσκολο να περιγραφούν ή να υπολογιστούν, όπως από την κουλτούρα της εταιρίας, τη μοναδική της ιστορία στην αγορά, τη φήμη της ή την τεχνογνωσία που κατέχει. Ωστόσο, οι όποιες εκτιμήσεις για επίτευξη συνεργειών μπορεί να αποδειχθούν λανθασμένες. Και αυτό γιατί η εκτίμηση της προβλεπόμενης πχ. αύξησης των εσόδων συχνά παρουσιάζει μεγάλη δυσκολία στον υπολογισμό, διότι εξαρτάται από εξωτερικές παραμέτρους, οι οποίες συχνά είναι πέραν του ελέγχου της διοίκησης. Η πελατεία της εξαγορασθείσας εταιρίας, για παράδειγμα, μπορεί να αντιδρά διαφορετικά σε διαφορετικές τιμές και χαρακτηριστικά προϊόντων. Ομοίως και οι ανταγωνιστές είναι πολύ πιθανό να μειώσουν τις τιμές τους ή να προχωρήσουν και αυτοί σε συγχωνεύσεις, ώστε να ανταποκριθούν στις νέες συνθήκες του ανταγωνισμού.

Από την άλλη πλευρά, υπάρχουν και οι περιπτώσεις στις οποίες μια εξαγορά ή συγχώνευση γίνεται χωρίς στρατηγική και όραμα, με μόνο στόχο της αύξηση του μεγέθους της εταιρίας. Κάτι τέτοιο είναι πολύ χαρακτηριστικό στον τραπεζικό κλάδο, όπου οι εταιρίες πραγματοποιούν εξαγορές και συγχωνεύσεις είτε επειδή έτσι συνηθίζεται στον κλάδο, είτε υπό τον φόβο ότι θα εξαγοραστούν από άλλες μεγαλύτερες εταιρίες-ομίλους.

Από τα παραπάνω, προκύπτει εύλογα η ανάγκη ύπαρξης κάποιων «βημάτων» κατά τη διαδικασία της αξιολόγησης προκειμένου να ελαχιστοποιηθούν τα λάθη. Η διαδικασία της αξιολόγησης πρέπει να ξεκινά από τη στιγμή που η επιχείρηση θέτει επί τάπητος την ανάγκη ανάπτυξης-επέκτασης. Είναι χρήσιμη, διότι συμβάλλει στην αύξηση της γνώσης που έχει η επιχείρηση για πιθανές επιχειρήσεις-στόχους, οδηγεί σε μια πιο ρεαλιστική εκτίμηση των προβλημάτων της εξαγοράς ή της συγχώνευσης και τέλος, μειώνει το ρίσκο από μια εξαγορά ή συγχώνευση με προβληματικές επιχειρήσεις. Είναι αναγκαίο, λοιπόν, να γίνεται εκτίμηση των λόγων για τους οποίους μια εταιρία οδηγείται σε εξαγορά ή συγχώνευση και να αξιολογείται η αναγκαιότητα αυτής της στρατηγικής, παράλληλα με τον ορισμό των χαρακτηριστικών που είναι θεμιτό να έχει η επιχείρηση-στόχος. Με αυτόν τον τρόπο, η εξαγοράζουσα εταιρία εμβαθύνει στους λόγους που την οδηγούν σε ανάπτυξη μέσω εξαγοράς ή συγχώνευσης και είναι σε θέση να αναθεωρήσει την απόφασή της, αν διαπιστώσει ότι τελικά δεν είναι συμφέρουσα ή δεν είναι η πλέον ενδεδειγμένη στρατηγική ανάπτυξής της. Επιπλέον, προσδιορίζοντας τα στοιχεία που επιθυμεί να έχει μια επιχείρηση-στόχος, αποφεύγει τη σπατάλη ενέργειας για τη μελέτη ακατάλληλων επιχειρήσεων. Πέραν της εκτίμησης των λόγων

που οδηγούν μια εταιρία σε εξαγορά ή συγχώνευση, ένα δεύτερο σημαντικό βήμα στη διαδικασία της αξιολόγησης, είναι η σύνταξη μιας λίστας των πιθανών υποψήφιων επιχειρήσεων και η κατάταξή τους ανάλογα με την οικονομική τους θέση, τη θέση τους στην αγορά του προϊόντος ή της υπηρεσίας που παρέχουν, το ανταγωνιστικό τους περιβάλλον, τις διοικητικές ικανότητες των στελεχών τους, αλλά και την εταιρική τους κουλτούρα. Η μελέτη αυτών των χαρακτηριστικών οδηγεί στον εντοπισμό των δυνατών και αδύνατων σημείων κάθε υποψήφιας εταιρίας, του μεγέθους των πιθανών συνεργειών, των πιθανών προβλημάτων ενοποίησης και της συμβατότητας στην κουλτούρα των δύο επιχειρήσεων. Τέλος, το τρίτο βήμα στην αξιολόγηση, είναι η επιλογή εκείνης της υποψήφιας επιχείρησης που ανταποκρίνεται στις απαιτήσεις του αγοραστή, αφού προηγουμένως έχει λάβει υπ' όψιν της τη γνώμη των ειδικών αναλυτών που εμπλέκονται σε τέτοιου είδους διαδικασίες (π.χ. νομικοί σύμβουλοι και ορκωτοί λογιστές), αλλά φυσικά και των ίδιων των στελεχών της. Μετά το σημείο αυτό, ξεκινά ο υπολογισμός της αξίας που θα προστεθεί στην επιχείρηση αν κάνει την εξαγορά ή τη συγχώνευση. Με τη μέθοδο της καθαρής παρούσας αξίας, είναι σε θέση να εκτιμήσει την τιμή αγοράς της επιχείρησης-στόχου και να βεβαιωθεί ότι όντως θα προστεθεί αξία στην επιχείρηση.

Δεύτερος βασικός λόγος αποτυχίας μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς είναι η αδυναμία γρήγορης και επιτυχούς ενοποίησης των εταιριών, δηλαδή, της ένωσης δύο διαφορετικών ειδών εταιρικής κουλτούρας, χρηματοοικονομικών συστημάτων και συστημάτων ελέγχου, καθώς και η προσπάθεια δημιουργίας αποτελεσματικής συνεργασίας μεταξύ των διοικητικών στελεχών των εταιριών. Συχνός παράγοντας αποτυχίας, κυρίως των εξαγορών, λόγω πιθανών περικοπών σε θέσεις εργασίας, είναι επίσης η αβεβαιότητα, που οδηγεί σε άγχος, πτώση του ηθικού των εργαζομένων και εν τέλει μειωμένη παραγωγικότητα. Όσον αφορά στα υψηλά ιστάμενα στελέχη, μειώνεται η αίσθηση του καθήκοντός τους και η διάθεση συνεργασίας με τα στελέχη της εταιρίας-αγοραστή, λόγω του ότι βρίσκονται αντιμέτωπα με την αλλαγή του τρόπου που λειτουργούσαν ως εκείνη τη στιγμή και μετέωρα, σε σχέση με τις αρμοδιότητες που θα έχουν στο εξής, εν όψει της επικείμενης αναδιάρθρωσης των λειτουργιών της εταιρίας-στόχου.

Το διάστημα μεταξύ της ανακοίνωσης μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς και της πραγματοποίησής της μπορεί να έχει αρνητικές επιπτώσεις για το όλο εγχείρημα όταν δεν ολοκληρώνεται στον προβλεπόμενο χρόνο. Αυτό συμβαίνει για διάφορους λόγους, όπως το ότι αυξάνεται το κόστος κεφαλαίου, αφού όσο καθυστερεί η δημιουργία της

νέας εταιρίας, τόσο καθυστερεί και η επίτευξη των αναμενόμενων συνεργειών και υπάρχουν απώλειες λόγω κόστους ευκαιρίας. Επίσης, υπάρχει ο εξωτερικός κίνδυνος από τους ανταγωνιστές να ενισχύσουν περισσότερο τη θέση τους στην αγορά και ο εσωτερικός κίνδυνος να απωλέσουν οι μέτοχοι την εμπιστοσύνη τους απέναντι στη διοίκηση που αδυνατεί να ενεργήσει σύμφωνα με το αρχικό πλάνο.

Ένας άλλος σημαντικός λόγος αποτυχίας των εξαγορών είναι το υπερβολικό χρέος που δημιουργούν εν τέλει οι εταιρίες-αγοραστές με κίνδυνο ακόμα και να χρεοκοπήσουν. Όταν μια εταιρία σκοπεύει να εξαγοράσει μία άλλη είναι συνήθως διατεθειμένη να πληρώσει πολλά για να το κατορθώσει, γεγονός που συνεπάγεται αναζήτηση πόρων. Οι πόροι αυτοί μπορεί να προέλθουν είτε από δανεισμό, πιθανότατα με υψηλό επιτόκιο, λόγω της αβεβαιότητας της επένδυσης, είτε από ίδιους πόρους που μπορεί να προορίζονταν για άλλες δραστηριότητες και οι οποίοι πρέπει φυσικά να αποπληρωθούν και να καλυφθούν, ενώ σε διαφορετική περίπτωση θα χρησιμοποιούνταν για μακροπρόθεσμες επενδύσεις. Γενικά, η πληρωμή υψηλής υπεραξίας για την εξαγορά μιας εταιρίας φαίνεται να έχει περισσότερες πιθανότητες να οδηγήσει την εταιρία-αγοραστή στη συσσώρευση χρέους, παρά στην αύξηση των κερδών της, ακόμα και αν το θέμα εξεταστεί μακροπρόθεσμα. (Στρατηγική των Επιχειρήσεων, Βασίλης Μ. Παπαδάκης, 2012).



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

### Η ΕΤΑΙΡΙΑ «ΙΑΤΡΙΚΗ ΔΙΑΓΝΩΣΗ»

#### 2.1 Παρουσίαση της εταιρίας

Η παρούσα εργασία έχει σαν αντικείμενο μελέτης τη συγχώνευση διαγνωστικών κέντρων. Πιο συγκεκριμένα, θα αναλυθεί η διαδικασία συγχώνευσης των διαγνωστικών κέντρων του ομίλου «Ιατρική Διάγνωση». Σύμφωνα και με την προαναφερθείσα κατηγοριοποίηση των συγχωνεύσεων, πρόκειται για μία φιλική, οριζόντια συγχώνευση, εφ' όσον όλες οι συμμετέχουσες εταιρίες δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο και παρέχουν τις ίδιες υπηρεσίες και ταυτόχρονα όλες επιθυμούσαν τη συγχώνευση αυτή.

Ο όμιλος «Ιατρική Διάγνωση» ιδρύθηκε το 1991 με στόχο την παροχή υπηρεσιών Πρωτοβάθμιας Φροντίδας Υγείας. Δραστηριοποιείται στην Ελλάδα με έξι αυτόνομα διαγνωστικά κέντρα σε περιοχές της Αθήνας και του Πειραιά, συνολικού εμβαδού άνω των 4.500 τ.μ. και εξυπηρετεί ετησίως περισσότερα από 300.000 άτομα. Αποστολή του ομίλου είναι η βελτίωση της ποιότητας ζωής των πελατών της και όχι μόνο, πράγμα που προσπαθεί να κάνει πράξη στελεχώνοντας τις μονάδες των διαγνωστικών κέντρων με άριστα εκπαιδευμένο και εξειδικευμένο ιατρικό και παραϊατρικό προσωπικό, αλλά και με την εφαρμογή Διεθνών Πρωτοκόλλων Ολικής Ποιότητας. Όραμα της διοίκησης του ομίλου «Ιατρική Διάγνωση» είναι, μέσα από την προσφορά υπηρεσιών υγείας υψηλής αξιοπιστίας με χαμηλό κόστος, να καταστεί σύμμαχος στη φροντίδα υγείας του πληθυσμού.

Ενδεικτικά αναφέρονται οι έξι εταιρίες του ομίλου, με τη μορφή και την επωνυμία τους πριν τη συγχώνευση:

-Η εταιρία που στο εξής θα αναφέρεται ως απορροφώσα εταιρία, «ΙΑΤΡΙΚΗ ΔΙΑΓΝΩΣΗ ΚΑΙ ΠΡΟΛΗΨΗ ΚΟΡΩΠΠΟΥ-ΙΔΙΩΤΙΚΟ ΠΟΛΥΙΑΤΡΕΙΟ-ΙΑΤΡΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ», με τον διακριτικό τίτλο «ΙΑΤΡΙΚΗ ΔΙΑΓΝΩΣΗ ΚΑΙ ΠΡΟΛΗΨΗ ΚΟΡΩΠΠΟΥ Ι.Α.Ε.»

-Η εταιρία που στο εξής θα αναφέρεται ως απορροφώμενη εταιρία I (MEDIHOLD), «MEDIHOLD Ανώνυμη Εταιρία Συμμετοχών», με τον διακριτικό τίτλο «MEDIHOLD Α.Ε.»

-Η εταιρία που στο εξής θα αναφέρεται ως απορροφώμενη εταιρία II (ΑΧΑΡΝΑΙ), «ΙΑΤΡΙΚΗ ΔΙΑΓΝΩΣΗ ΑΧΑΡΝΑΙ-ΙΔΙΩΤΙΚΟ ΠΟΛΥΙΑΤΡΕΙΟ- ΙΑΤΡΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ», με τον διακριτικό τίτλο «ΙΑΤΡΙΚΗ ΔΙΑΓΝΩΣΗ ΑΧΑΡΝΑΙ»

-Η εταιρία που στο εξής θα αναφέρεται ως απορροφώμενη εταιρία III (ΚΕΡΑΤΣΙΝΙ), «ΙΑΤΡΙΚΗ ΔΙΑΓΝΩΣΗ ΚΕΡΑΤΣΙΝΙΟΥ-ΙΔΙΩΤΙΚΟ ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟ ΕΡΓΑΣΤΗΡΙΟ-ΙΑΤΡΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ», με τον διακριτικό τίτλο «ΙΑΤΡΙΚΗ ΔΙΑΓΝΩΣΗ ΚΕΡΑΤΣΙΝΙΟΥ Ι.Α.Ε.»

-Η εταιρία που στο εξής θα αναφέρεται ως απορροφώμενη εταιρία IV (ΠΕΡΑΜΑ), «ΙΑΤΡΙΚΗ ΔΙΑΓΝΩΣΗ ΠΕΡΑΜΑΤΟΣ-ΙΔΙΩΤΙΚΟ ΠΟΛΥΪΑΤΡΕΙΟ ΙΑΤΡΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ», με τον διακριτικό τίτλο «ΙΑΤΡΙΚΗ ΔΙΑΓΝΩΣΗ ΠΕΡΑΜΑΤΟΣ Ι.Α.Ε.»

-Η εταιρία που στο εξής θα αναφέρεται ως απορροφώμενη εταιρία V (ΑΣΚΛΗΠΙΟΣ), «ΑΣΚΛΗΠΙΟΣ- ΔΙΑΓΝΩΣΗ -ΙΔΙΩΤΙΚΟ ΠΟΛΥΙΑΤΡΕΙΟ- ΙΑΤΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΕΝΗΣ ΕΥΘΥΝΗΣ», με τον διακριτικό τίτλο «ΑΣΚΛΗΠΙΟΣ- ΔΙΑΓΝΩΣΗ Ε.Π.Ε.»

-Η εταιρία που στο εξής θα αναφέρεται ως απορροφώμενη εταιρία VI (ΙΑΤΡΙΚΗ ΔΙΑΓΝΩΣΗ), «ΙΑΤΡΙΚΗ ΔΙΑΓΝΩΣΗ-ΙΔΙΩΤΙΚΟ ΠΟΛΥΙΑΤΡΕΙΟ- ΙΑΤΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΕΝΗΣ ΕΥΘΥΝΗΣ», με τον διακριτικό τίτλο «ΙΑΤΡΙΚΗ ΔΙΑΓΝΩΣΗ Ε.Π.Ε.»

## 2.2 Κίνητρα συγχώνευσης

Οι έξι εταιρίες του ομίλου «Ιατρική Διάγνωση» πριν τη συγχώνευσή τους ήταν ξεχωριστές νομικές οντότητες, όπως αναφέρθηκε και παραπάνω. Ωστόσο, είχαν ως επί το πλείστον κοινή μετοχική σύνθεση και επί της ουσίας κεντρική διοίκηση, γεγονός που απλούστευσε σε κάποιους τομείς τη διαδικασία της συγχώνευσης, σε αντίθεση με οποιαδήποτε άλλη περίπτωση συγχώνευσης εταιριών με κοινή μεν δραστηριότητα, αλλά διαφορετική εταιρική κουλτούρα και στόχους.

Οι λόγοι που οδήγησαν τις εταιρίες του ομίλου «Ιατρική Διάγνωση» σε συγχώνευση, και παρατίθενται παρακάτω, είχαν πρωτίστως να κάνουν με τη θωράκιση και την ενίσχυση της θέσης της εταιρίας σε μια ιδιαίτερα ανταγωνιστική αγορά και σε ένα συνεχώς μεταβαλλόμενο οικονομικό περιβάλλον.

- Το ενιαίο της διοίκησης, που υπήρχε ουσιαστικά, κατοχυρώθηκε και τυπικά μετά τη συγχώνευση.
- Η απομείωση διοικητικού έργου, δηλαδή διαδικασίες που γίνονταν για κάθε εταιρία ξεχωριστά, μετά τη συγχώνευση γίνονται μόνο για μία (π.χ. συμβάσεις, διαδικασίες ποιοτικού ελέγχου, διεργασίες διοικητικού ελέγχου).
- Η απομείωση του οικονομικού έργου, καθώς μέχρι και πριν τη συγχώνευση η κάθε εταιρία διατηρούσε ξεχωριστό λογιστήριο (π.χ. μείωση τιμολογίων, διεργασιών οικονομικού ελέγχου).
- Μείωση λειτουργικού κόστους σε τομείς όπως η διοίκηση και η οικονομική διεύθυνση.
- Αύξηση της ευελιξίας στη διαχείριση της ρευστότητας των διαθεσίμων (π.χ. αν μια εταιρία είχε αρνητικό ταμείο και μία άλλη πολύ υψηλό, στη μεν πρώτη υπήρχε δυσχέρεια πληρωμών που μπορεί να έφτανε μέχρι και την αναγκαιότητα αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου και στη δεύτερη λιμνάζουσα ρευστότητα).
- Αντιμετώπιση προβλημάτων με την εργασιακή νομοθεσία, καθότι τα στελέχη της κεντρικής διοίκησης ασφαλιζόνταν μόνο σε μία εταιρία, ενώ παρείχαν τις υπηρεσίες τους σε όλες.
- Εξάλειψη του φαινομένου επιφόρτισης των δαπανών λειτουργίας της κεντρικής διοίκησης στην εταιρία που είχε την έδρα της, με αποτέλεσμα την επιβάρυνση των αποτελεσμάτων χρήσης της εν λόγω εταιρίας.
- Δυνατότητα ανάπτυξης νέων, ενιαίων πολιτικών marketing (π.χ. ίδιος διακριτικός τίτλος, κοινό λογότυπο).

- Μείωση των εγγυήσεων κάλυψης των δανειακών χρηματοδοτήσεων από το τραπεζικό σύστημα.
- Αύξηση του μεγέθους της εταιρίας, με θετικές συνέπειες τόσο για την ίδια την εταιρία, όσο και για την κοινωνία.
- Καλύτερη διαπραγμάτευση με προμηθευτές και τράπεζες από τη στιγμή που είναι μια εταιρία, με σημαντική διαφορά μεγέθους και ισχύος.

### 2.3 Διαδικασία συγχώνευσης

Η διαδικασία και τα βήματα που ακολουθήθηκαν συνοπτικά είναι τα εξής:

- 30.12.2014: Τα Διοικητικά Συμβούλια και οι Συνελεύσεις Εταίρων αποφασίζουν την εφαρμογή του νόμου 2166/1993, τον ορισμό της ημερομηνίας μετασχηματισμού, τον ορισμό των ορκωτών ελεγκτών προκειμένου να γίνει εκτίμηση της λογιστικής αξίας των εταιριών και συντάσσεται το Σχέδιο Συμβάσεως Συγχώνευσης : Έναρξη Διαδικασίας Συγχώνευσης.
- 31.12.2014: Σύνταξη ισολογισμών μετασχηματισμού σε κάθε εταιρία.
- 30.06.2015: Τα Διοικητικά Συμβούλια και οι Συνελεύσεις των Εταίρων εγκρίνουν το Σχέδιο Συμβάσεως Συγχώνευσης, τις επεξηγηματικές εκθέσεις και υπογράφεται το Σχέδιο Συμβάσεως Συγχώνευσης.
- 30.06.2015-20.07.2015: Εκθέσεις Ορκωτού Ελεγκτή για τη λογιστική αξία των περιουσιακών στοιχείων των απορροφώμενων εταιριών.
- 11.09.2015: Ολοκλήρωση διαδικασιών δημοσίευσης Σχεδίου Συμβάσεως Συγχώνευσης.
- 18.11.2015: Η Γενική Συνέλευση εγκρίνει τη συγχώνευση, το Σχέδιο Συμβάσεως Συγχώνευσης και τα Διοικητικά Συμβούλια παρέχουν εξουσιοδότηση.
- Υπογραφή του Σχεδίου Συμβάσεως Συγχώνευσης ενώπιον συμβολαιογράφου.
- Η συγχώνευση ολοκληρώθηκε με την καταχώρηση-δημοσίευση στο Γενικό Εμπορικό Μητρώο (ΓΕ.ΜΗ.) της εγκριτικής απόφασης της αρμόδιας εποπτεύουσας αρχής.

Η συγχώνευση με απορρόφηση των έξι απορροφώμενων εταιριών από την απορροφώσα πραγματοποιήθηκε σύμφωνα με τις διατάξεις Κ.Ν. 2190/1920 και Ν. 2166/1993 και με ενοποίηση των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού των συγχωνευόμενων εταιριών, όπως αυτά εμφανίζονται στους Ισολογισμούς Μετασχηματισμού με ημερομηνία 31.12.2014, τα οποία μεταφέρθηκαν ως στοιχεία ενεργητικού και παθητικού της απορροφώσας εταιρίας. Το μετοχικό κεφάλαιο της απορροφώσας εταιρίας αυξήθηκε συνεπεία της συγχώνευσης με απορρόφηση, κατά ποσό ίσο με το άθροισμα των μετοχικών κεφαλαίων των απορροφώμενων εταιριών, αφού προηγουμένως είχε διαγραφεί το μετοχικό κεφάλαιο που αναλογούσε στη συμμετοχή των υπό συγχώνευση εταιριών στο μετοχικό κεφάλαιο των λοιπών συγχωνευόμενων εταιριών.

## 2.4 Νομικό πλαίσιο

Για τη διαδικασία της συγχώνευσης, οι νομικοί σύμβουλοι του ομίλου, έλαβαν υπ' όψιν, τόσο τις διατάξεις του Κ.Ν.2190/1920, περί ανωνύμων εταιριών, όσο και εκείνες των δύο ισχυόντων αναπτυξιακών νόμων (Ν.2166/1993 και Ν. 1297/1972). Εκ των προαναφερθέντων αναπτυξιακών νόμων, υπέδειξαν ως προκριθείσα επιλογή το νομικό πλαίσιο των διατάξεων του Ν. 2166/1993, σύμφωνα με τις ανάγκες της διαδικασίας, αλλά και τις προσδοκίες των μετόχων.

Σύμφωνα με τις διατάξεις του Ν.2166/1993, προβλέπονται τα εξής:

- Ο μετασχηματισμός εταιριών πραγματοποιείται με ενοποίηση των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού των μετασχηματιζόμενων επιχειρήσεων, όπως αυτά εμφανίζονται στους ισολογισμούς μετασχηματισμού και μεταφέρονται ως στοιχεία ισολογισμού της νέας εταιρίας. (Άρθρο 2 παρ. 1)
- Ως εισφερόμενο κεφάλαιο θεωρείται το εταιρικό ή μετοχικό κεφάλαιο της μετασχηματιζόμενης εταιρίας ή το άθροισμα αυτών των κεφαλαίων των μετασχηματιζόμενων εταιριών. (Άρθρο 2 παρ. 2)
- Εφ' όσον μεταξύ των στοιχείων του παθητικού των μετασχηματιζόμενων εταιριών, υφίσταται υπόλοιπο ζημιών τρέχουσας ή προηγούμενων χρήσεων, αυτό εμφανίζεται σε ιδιαίτερο λογαριασμό στον ισολογισμό τους και στον ισολογισμό της νέας εταιρίας.

Η μεταφερόμενη στον ισολογισμό της νέας εταιρίας ζημία και κατά το ποσό που δεν συμψηφίζεται με κέρδη υφιστάμενα κατά το μετασχηματισμό, συμψηφίζεται με τα προκύπτοντα κέρδη αυτής επόμενων χρήσεων, μόνο κατά το μέρος που αναγνωρίζεται φορολογικά, σύμφωνα με τις γενικές διατάξεις περί φορολογίας εισοδήματος. Το ποσό της μη αναγνωριζόμενης προς συμψηφισμό ζημίας μπορεί να αποσβένεται κάθε χρόνο χωρίς δικαίωμα έκπτωσης από τα ακαθάριστα έσοδα ή συμψηφισμού με τα προκύπτοντα κέρδη. (Άρθρο 2 παρ. 3)

- Με αποφάσεις των εταίρων ή των γενικών συνελεύσεων των μετόχων των μετασχηματιζόμενων εταιριών μπορεί να καθορίζεται η σχέση συμμετοχής αυτών στο κεφάλαιο της νέας εταιρίας. (Άρθρο 2 παρ. 4)
- Το κεφάλαιο της νέας εταιρίας δεν μπορεί να είναι κατώτερο του ελάχιστου του προβλεπόμενου από τις διατάξεις του άρθρου 38 του ν. 2065/1992. (Άρθρο 2 παρ. 5)

- Όλες οι πράξεις που διενεργούνται από τις μετασχηματιζόμενες εταιρίες μετά την ημερομηνία του ισολογισμού μετασχηματισμού, θεωρούνται ως διενεργηθείσες για λογαριασμό της νέας εταιρίας και τα ποσά αυτών μεταφέρονται με συγκεντρωτική εγγραφή στα βιβλία της. (Άρθρο 2 παρ. 6)

Ο συγκεκριμένος νόμος παρέχει επίσης τις εξής φορολογικές απαλλαγές και διευκολύνσεις:

- Η εισφορά και η μεταβίβαση των περιουσιακών στοιχείων των μετασχηματιζόμενων εταιρών, κάθε σχετική πράξη ή συμφωνία που αφορά στην εισφορά ή μεταβίβαση στοιχείων ενεργητικού ή παθητικού ή άλλων δικαιωμάτων και υποχρεώσεων και κάθε εμπράγματου ή ενοχικού δικαιώματος, οι αποφάσεις των κατά νόμο οργάνων των μετασχηματιζόμενων εταιριών, η σχέση συμμετοχής στο κεφάλαιο της νέας εταιρίας, καθώς και κάθε άλλη συμφωνία ή πράξη που απαιτείται για το μετασχηματισμό ή τη σύσταση της νέας εταιρίας, η δημοσίευση αυτών στο Τεύχος Ανωνύμων Εταιριών της Εφημερίδας της Κυβερνήσεως και η μεταγραφή των σχετικών πράξεων απαλλάσσονται από κάθε φόρο, τέλος χαρτοσήμου, ή οποιουδήποτε άλλου τέλους υπέρ του Δημοσίου, ως και εισφοράς ή δικαιώματος υπέρ οποιουδήποτε τρίτου. (Άρθρο 3 παρ. 1)
- Προς διευκόλυνση του μετασχηματισμού, οι προς μετασχηματισμό εταιρίες μπορούν με αίτησή τους προς τον αρμόδιο για τη φορολογία τους προϊστάμενο Δημόσιας Οικονομικής Υπηρεσίας να ζητήσουν τη διενέργεια φορολογικού ελέγχου κατά τις ισχύουσες διατάξεις. Στην περίπτωση αυτή το αποτέλεσμα του ελέγχου πρέπει να κοινοποιηθεί στην αιτούσα, εντός τριμήνου από την ημερομηνία αιτήσεώς της.

Οι εκθέσεις ελέγχου φορολογίας εισοδήματος των φοροτεχνικών εμπειρογνομόνων, που θα συνταχθούν για κάθε μία μετασχηματιζόμενη εταιρία θα περιέχουν για το σκοπό του μετασχηματισμού ειδικό κεφάλαιο περί του ύψους της λογιστικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας. Εάν δεν ζητηθεί η διενέργεια ελέγχου κατά τα ανωτέρω, η διαπίστωση της λογιστικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων των μετασχηματιζόμενων εταιριών διενεργείται από Ορκωτό Ελεγκτή. (Άρθρο 3 παρ. 2)

- Σε περίπτωση μετασχηματισμού επιχειρήσεων με τις διατάξεις του παρόντος νόμου, τα παρεχόμενα φορολογικά ευεργετήματα στις μετασχηματιζόμενες επιχειρήσεις από τους αναπτυξιακούς νόμους ν.δ. 4002/1959, ν. 289/1976, ν.

1262/1982, ν. 1828/1989, ν. 1882/1990 και ν.1892/1990, ισχύουν και επί της προκύπτουσας νέας εταιρίας, κατά το μέτρο που οι επιχειρήσεις αυτές δεν έκαναν χρήση των κινήτρων αυτών. (Άρθρο 3 παρ. 3)

- Οι αφορολόγητες κρατήσεις εκ των κερδών ή τα ειδικά αφορολόγητα αποθεματικά εκ των μη διανεμόμενων κερδών, που υφίστανται στις μετασχηματιζόμενες εταιρίες, εφ' όσον μεταφέρονται και εμφανίζονται αυτούσια σε ειδικούς λογαριασμούς στη νέα εταιρία, δεν υπόκεινται σε φορολογία κατά το χρόνο του μετασχηματισμού. (Άρθρο 3 παρ. 4)



## 2.5 Εφαρμογή των νόμων

Η απορρόφηση Εταιρίας Περιορισμένης Ευθύνης από Ανώνυμη Εταιρία προβλέπεται μόνο στη φορολογική νομοθεσία και συγκεκριμένα στο Ν.Δ. 1297/72 και τα άρθρα 1-5 του Ν. 2166/1993. Δεδομένης της απουσίας νομοθετικής ρύθμισης, η εν λόγω διαδικασία ρυθμίζεται από τις γενικές αρχές του δικαίου της ελευθερίας των συμβάσεων.

Ειδικότερα, η απορρόφηση Ε.Π.Ε από Α.Ε. σύμφωνα με τους παραπάνω νόμους, πραγματοποιείται υπό τις παρακάτω προϋποθέσεις και με τις παρακάτω ενέργειες:

Α) Εφαρμογή των άρθρων 1-5 του Ν. 2166/1993.

- i. Για να τύχουν εφαρμογής οι διατάξεις των άρθρων 1-5 του παραπάνω νόμου, πρέπει:
  - Η απορροφώμενη εταιρία πρέπει να έχει υποχρεωτικά βιβλία Γ' κατηγορίας του Κώδικα Βιβλίων και Στοιχείων.
  - Οι μετασχηματιζόμενες εταιρίες (απορροφώσα και απορροφώμενες) να έχουν συντάξει τουλάχιστον έναν ισολογισμό για δωδεκάμηνο ή μεγαλύτερο χρονικό διάστημα.
  - Δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί ο πρώτος ισολογισμός της απορροφώμενης εταιρίας ως ισολογισμός μετασχηματισμού.
  - Το μετοχικό κεφάλαιο της Ανώνυμης Εταιρίας με την ολοκλήρωση της απορρόφησης, δεν μπορεί να είναι μικρότερο των 300.000 ευρώ.
  - Ως εισφερόμενο κεφάλαιο στην απορροφώσα εταιρία, θεωρείται το κεφάλαιο της απορροφώμενης εταιρίας.
- ii. Οι ενέργειες στην περίπτωση αυτή είναι οι εξής:
  - Λήψη απόφασης από τα αρμόδια όργανα των συγχωνευόμενων εταιριών (απόφαση Διοικητικών Συμβουλίων των Α.Ε. και απόφαση Γενικών Συνελεύσεων των Εταίρων των Ε.Π.Ε.) για τη συγχώνευσή τους, τον ορισμό ισολογισμού μετασχηματισμού και τον τρόπο ελέγχου αυτού.
  - Σύνταξη ισολογισμού μετασχηματισμού των απορροφώμενων εταιριών (οι ισολογισμοί αυτοί θα πρέπει να έχουν μεταγενέστερη της παραπάνω αποφάσεως ημερομηνία). Όλες οι ενέργειες που διενεργούνται από την επόμενη ημέρα της ημερομηνίας των ισολογισμών μετασχηματισμού και μέχρι την ολοκλήρωση της απορρόφησης, θεωρείται ότι

διενεργούνται για λογαριασμό της απορροφώσας εταιρίας. Τα ποσά των πιο πάνω πράξεων μεταφέρονται με συγκεντρωτική εγγραφή στα βιβλία της εταιρίας. Τα κέρδη που θα προκύψουν μετά την ημερομηνία σύνταξης του ισολογισμού μετασχηματισμού της και μέχρι την ολοκλήρωση της συγχώνευσης, φορολογούνται στο όνομα της απορροφώσας εταιρίας. Οι απορροφώμενες εταιρίες, για το αποτέλεσμα που θα προκύψει με βάση τους ισολογισμούς μετασχηματισμού τους, υποχρεούνται να υποβάλλουν δήλωση στην αρμόδια Δ.Ο.Υ. μέχρι τη δέκατη μέρα του πέμπτου μήνα από την ημερομηνία σύνταξης των ισολογισμών μετασχηματισμού τους.

- Έκθεση ελέγχου διαπίστωσης της λογιστικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων των απορροφώμενων εταιριών. Η έκθεση συντάσσεται από Ορκωτό Ελεγκτή ή από την Επιτροπή του άρθρου 9 του ΚΝ 2190/1920.
- Λήψη απόφασης από τα αρμόδια όργανα των εταιριών για τη σύγκλιση των Γενικών Συνελεύσεων. Στο πρακτικό αυτό περιλαμβάνεται ως θέμα και η κατάρτιση – έγκριση της Σύμβασης Συγχώνευσης.
- Λήψη απόφασης των Γενικών Συνελεύσεων των εταιριών με την οποία εγκρίνεται η συγχώνευση. Τα θέματα των συνελεύσεων αυτών έχουν ως εξής:
  - Έγκριση της συγχώνευσης σύμφωνα με τις ακολουθούμενες διατάξεις (εδώ Ν. 2166/1993).
  - Έγκριση των όρων της Σύμβασης Συγχώνευσης.
  - Έγκριση της έκθεσης του Ορκωτού Ελεγκτή των απορροφώμενων Ε.Π.Ε. και των ισολογισμών μετασχηματισμού τους.
  - Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου (μόνο για την Α.Ε.).
  - Τροποποίηση του άρθρου του Καταστατικού της απορροφώσας Α.Ε. αναφορικά με το Κεφάλαιο (μόνο για την Α.Ε.).
  - Ορισμός εκπροσώπου της εταιρίας Α.Ε. για την υπογραφή της Σύμβασης Συγχώνευσης ενώπιον συμβολαιογράφου.
  - Υπογραφή της Σύμβασης Συγχώνευσης ενώπιον συμβολαιογράφου.

- Υποβολή στην αρμόδια εποπτεύουσα αρχή (ΓΕΜΗ) της Συμβολαιογραφικής Πράξης απορρόφησης, των αποφάσεων των Γενικών Συνελεύσεων και των Διοικητικών Συμβουλίων των εμπλεκόμενων εταιριών, της έκθεσης του Ορκωτού Ελεγκτή και των δικαιολογητικών για την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της Α.Ε.

Β) Συμπληρωματικά, ελήφθησαν επίσης υπ' όψιν και οι διατάξεις του Ν.Δ. 1297/1972

- i. Για να τύχουν εφαρμογής οι διατάξεις του νόμου αυτού:
  - Η μετατρέπόμενη εταιρία μπορεί να τηρεί και βιβλία Α ή Β κατηγορίας του Κώδικα Βιβλίων και Στοιχείων (δηλαδή όχι απαραίτητα μόνο Γ κατηγορίας).
  - Το μετοχικό κεφάλαιο της Α.Ε. με την ολοκλήρωση της απορρόφησης πρέπει να μην είναι μικρότερο από 300.000 ευρώ.
  - Ως εισφερόμενο κεφάλαιο στην απορροφώσα εταιρία θεωρείται η καθαρή αξία της απορροφώμενης εταιρίας, όπως θα προσδιοριστεί από την Επιτροπή του άρθρου 9 του ΚΝ 2190/1920.
  - Οι μετοχές της Ανώνυμης Εταιρίας που αντιστοιχούν στην αξία της απορροφώμενης εταιρίας, θα είναι υποχρεωτικά ονομαστικές στο σύνολό τους και μη μεταβιβάσιμες κατά ποσοστό 75% του συνόλου τους για μία πενταετία από το χρόνο μετατροπής.
  - Δεν απαιτείται η απορροφώμενη εταιρία να έχει συντάξει προηγούμενα έναν ισολογισμό για δωδεκάμηνο ή για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα.
  - Μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως ισολογισμός μετασχηματισμού οποιοσδήποτε ισολογισμός και με μικρότερο του δωδεκαμήνου διάστημα, ο οποίος μπορεί να έχει και προγενέστερη ημερομηνία από την ημερομηνία λήψης της απόφασης της εταιρίας για το μετασχηματισμό της.
- ii. Οι ενέργειες στην περίπτωση αυτή είναι οι εξής:
  - Λήψη απόφασης από τα αρμόδια όργανα των συγχωνευόμενων εταιριών (απόφαση Διοικητικού Συμβουλίου για τις Α.Ε. και απόφαση Γενικής Συνέλευσης των Εταίρων για τις Ε.Π.Ε.) για τη συγχώνευσή τους και τον ορισμό ισολογισμού μετασχηματισμού. Η απόφαση αυτή

δεν χρειάζεται να έχει προγενέστερη ημερομηνία από τον ισολογισμό μετασχηματισμού.

- Σύνταξη ισολογισμού μετασχηματισμού της απορροφώμενης εταιρίας. Για τη σύνταξη ισολογισμού μετασχηματισμού εφ' όσον είναι ενδιάμεσος, εφαρμόζονται οι διατάξεις του Κώδικα Βιβλίων και Στοιχείων (απογραφή περιουσιακής κατάστασης, καταχώριση απογραφής στο βιβλίο απογραφών και ισολογισμού κλπ.). Η Διοίκηση ζητά ο ισολογισμός μετασχηματισμού, όταν δεν είναι φορολογικός, η ημερομηνία του να μην απέχει περισσότερο από έξι μήνες από την υποβολή της αίτησης για τη συγκρότηση της Επιτροπής του άρθρου 9 του ΚΝ 2190/1920. Η απορροφώμενη εταιρία φορολογείται για τυχόν κέρδη της που προκύπτουν μέχρι την ολοκλήρωση της συγχώνευσης και επομένως θα προβεί σε κατάρτιση του ισολογισμού κατά το χρόνο που ολοκληρώνεται η διαδικασία της συγχώνευσης.
- Αίτηση στην αρμόδια εποπτεύουσα αρχή για τη συγκρότηση της Επιτροπής του άρθρου 9 του ΚΝ 2190/1920.
- Λήψη απόφασης από τα αρμόδια όργανα των εταιριών για τη σύγκλιση των Γενικών Συνελεύσεων. Στο πρακτικό αυτό περιλαμβάνεται ως θέμα και η κατάρτιση – έγκριση της Σύμβασης Συγχώνευσης.
- Λήψη απόφασης των Γενικών Συνελεύσεων των εταιριών με την οποία εγκρίνεται η συγχώνευση. Τα θέματα των Συνελεύσεων αυτών έχουν ως εξής:
  - Έγκριση της συγχώνευσης σύμφωνα με τις ακολουθούμενες διατάξεις (εδώ ΝΔ 1297/1922).
  - Έγκριση των όρων της Σύμβασης Συγχώνευσης.
  - Έγκριση της έκθεσης εκτίμησης της περιουσίας της απορροφώμενης Ε.Π.Ε. και του ισολογισμού μετασχηματισμού της.
  - Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου (μόνο για την Α.Ε.).
  - Τροποποίηση του άρθρου του Καταστατικού της απορροφώσας Α.Ε. αναφορικά με το Κεφάλαιο και με τις μετοχές (μόνο για την Α.Ε.).

- Ορισμός εκπροσώπου της εταιρίας Α.Ε. για την υπογραφή της Σύμβασης Συγχώνευσης ενώπιον συμβολαιογράφου.
- Υπογραφή ενώπιον συμβολαιογράφου της Σύμβασης Συγχώνευσης.
- Υποβολή στην αρμόδια εποπτεύουσα αρχή (ΓΕΜΗ) της Συμβολαιογραφικής Πράξης απορρόφησης, των αποφάσεων των Γενικών Συνελεύσεων και των Διοικητικών Συμβουλίων των εμπλεκόμενων εταιριών, της έκθεσης του Ορκωτού Ελεγκτή και των δικαιολογητικών για την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της Α.Ε.

## 2.6 Ιδιαιτερότητες

Η παρούσα περίπτωση συγχώνευσης με απορρόφηση παρουσιάζει ορισμένες ιδιαιτερότητες, όπως το ότι συγχωνεύονται μεταξύ τους και Ανώνυμες Εταιρίες και Εταιρίες Περιορισμένης Ευθύνης (τήρηση βιβλίων Γ' κατηγορίας απαραίτητα και κατάρτιση τουλάχιστον μία φορά οικονομικών καταστάσεων για δωδεκάμηνη ή υπερδωδεκάμηνη χρήση). Στην περίπτωση της συγχώνευσης των διαγνωστικών κέντρων του ομίλου «Ιατρική Διάγνωση», οι έξι εταιρίες πριν τη συγχώνευσή τους είχαν συμβάσεις με τον ΕΟΠΥΥ, οι οποίες για τις ανάγκες της τελευταίας έπρεπε να μεταβιβαστούν στη νέα εταιρία, διαδικασία ιδιαίτερα χρονοβόρα και με αρκετή γραφειοκρατία. Αντίστοιχα, γνωστοποίηση έπρεπε να γίνει και στις συνεργαζόμενες ασφαλιστικές εταιρίες, αλλά και τους προμηθευτές του ομίλου, όπου υπήρχαν συμβάσεις. Ένα ακόμα θέμα προς επίλυση ήταν οι συμβάσεις leasing, οι οποίες είναι στην ουσία συμβάσεις δανείου. Το γεγονός αυτό, συνεπάγεται ότι η συγχώνευση τελεί και υπό την έγκριση των πιστωτών της εταιρίας, όπως επίσης ότι οι συμβάσεις χρηματοοικονομικής μίσθωσης έπρεπε να μεταφερθούν στη νέα εταιρία. Όσον αφορά στα ακίνητα ή κινητά περιουσιακά στοιχεία των εταιριών, παρότι δεν οφείλεται φόρος μεταβίβασης, έπρεπε να υποβληθεί στην αρμόδια Δ.Ο.Υ. σχετική δήλωση αυτών. Επιπλέον, οι τίτλοι ιδιοκτησίας μεταβιβάζονται στη νέα εταιρία που προκύπτει από τη συγχώνευση. Με το νόμο 2166/1993 απαιτείται διαπίστωση της περιουσίας των μετασχηματιζόμενων εταιριών σε λογιστικές αξίες, όπως αυτές εμφανίζονται στα βιβλία τους και για το λόγο αυτό, δεν προκύπτει υπεραξία από αποτίμηση αξίας ακινήτων.

Ο νόμος 2166/1993, εκτός των προαναφερθέντων, παρουσιάζει και τα εξής πλεονεκτήματα :

- Δεν απαιτείται εκτίμηση ακινήτων από την Εκτιμητική Επιτροπή (άρθρο 9 Κ.Ν. 2190/1920).
- Δεν υπάρχει περιορισμός στην έκδοση μετοχών.
- Δεν υπάρχει περιορισμός στην μεταβίβαση μετοχών.
- Δεν απαιτείται κατάρτιση ισολογισμού όταν ολοκληρωθεί η διαδικασία μετασχηματισμού.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3**

### **ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΤΑΙΡΙΩΝ**

#### **3.1 Μέθοδοι αποτίμησης**

Για τη διαδικασία της συγχώνευσης ήταν ανάγκη να αποτιμηθούν οι έξι εταιρίες του ομίλου «Ιατρική Διάγνωση», προκειμένου να βρεθεί η σχέση ανταλλαγής μετοχών μεταξύ των μετασχηματιζόμενων εταιριών και της προκύπτουσας.

Σκοπός της αποτίμησης εταιριών προς συγχώνευση είναι ο προσδιορισμός μίας δίκαιης και εύλογης αξίας αυτών, η οποία θα ενσωματώνει τόσο την αξία προ της συγχώνευσης, όσο και την επιπρόσθετη αξία από τις συνέργειες που αναμένεται ότι θα αποδώσει η συγχώνευση.

Στη βιβλιογραφία υπάρχουν διάφορα υποδείγματα και τεχνικές αποτίμησης εταιριών. Η χρήση τους εξαρτάται από πολλούς παράγοντες, οι οποίοι μεταβάλλονται διαχρονικά, όπως:

- Αν η εταιρία είναι εισηγμένη σε χρηματιστήριο.
- Αν έχει μεγάλες υπεραξίες από ακίνητα.
- Αν χαρακτηρίζεται από μεγάλη αύξηση κερδών και μερισμάτων.
- Από τον κλάδο της οικονομικής δραστηριότητας και τις προοπτικές του.

Επομένως, η επιλογή της μεθόδου γίνεται ανάλογα με τα χαρακτηριστικά της αποτιμώμενης εταιρίας (π.χ. διαφορετική μέθοδος αποτίμησης θα πρέπει να εφαρμοστεί για μία εταιρία που είναι κερδοφόρος και διαφορετική για μία άλλη, η οποία είναι ζημιογόνος). Πολλές φορές, για να προσδιοριστεί η αξία μίας εταιρίας είναι πιθανό να χρησιμοποιηθούν περισσότερες της μίας μέθοδοι αποτίμησης, προκειμένου να εξαχθούν πιο ασφαλή συμπεράσματα. Η αποτίμηση εταιριών, ωστόσο, φαίνεται ότι δεν προκύπτει τόσο από την εφαρμογή πολύπλοκων υποδειγμάτων, αλλά βασίζεται σε μεγάλο βαθμό σε διαίσθηση και εμπειρία. Τα υποδείγματα αποτίμησης είναι σαφώς σημαντικά, αλλά δεν πρέπει να χρησιμοποιούνται μηχανικά.

Παρακάτω δίνονται κάποια από τα υποδείγματα αποτιμήσεων:

- Αποτίμηση βάσει πολλαπλασιαστών κερδών (Earnings Based Multiples).
- Αποτίμηση βάσει άλλων στοιχείων ενεργητικού (Asset Based Multiples).
- Αποτίμηση βάσει προεξόφλησης των ταμειακών ροών (Discounted Free Cash Flows).
- Αποτίμηση βάσει προεξόφλησης των μελλοντικών μερισμάτων (Dividend Discount Model).

- Αποτίμηση βάσει χρηματιστηριακών τιμών.
- Αποτίμηση βάσει συγκρίσιμων – συναφών εταιριών (Comparable Firms Approach).
- Αποτίμηση βάσει συγκρίσιμων – συναφών συναλλαγών (Comparable Transactions).
- Αποτίμηση βάσει της προσαρμοσμένης καθαρής θέσης (Adjusted Net Asset Value).
- Αποτίμηση βάσει των επιπλέον ή μη κανονικών κερδών (Excess or Abnormal Earnings).
- Αποτίμηση βάσει πραγματικών δικαιωμάτων (Real Options Valuation models).
- Αποτίμηση βάσει δένδρων αποφάσεων (Decision tree analysis).

Ορισμένες από τις μεθόδους αποτίμησης αναλύονται παρακάτω. (Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, 5<sup>th</sup> edition, Koller T., Goedhart M. and Wessels D., 2010, Investment Valuation. Tools and Techniques for determining the Value of Any Asset, Damodaran A., 1996, Μέθοδοι για αποτίμηση επιχειρήσεων στο πλαίσιο εξαγορών, Ι.Ε.Σ.Ο.Ε.Λ., Πρόγραμμα Διαρκούς Επιμόρφωσης Ο.Ε.Λ., 2015)

### 3.1.1 Η μέθοδος της συγκρίσιμης επιχείρησης

Η μέθοδος της συγκρίσιμης επιχείρησης ακολουθεί τα εξής στάδια:

- Ανεύρεση μιας συγκρίσιμης επιχείρησης η οποία δραστηριοποιείται στον ίδιο κλάδο, δηλαδή αντιμετωπίζει τον ίδιο λειτουργικό κίνδυνο, με την επιχείρηση που ενδιαφέρεται κάποιος να αποτιμήσει, δηλαδή να υπολογίσει την οικονομική αξία της.
- Ανεύρεση ορισμένων λογιστικών μεγεθών από τις οικονομικές καταστάσεις της συγκρίσιμης επιχείρησης, όπως καθαρών κερδών, πωλήσεων, ταμειακών ροών, ιδίων κεφαλαίων, προκειμένου να υπολογιστούν πολλαπλασιαστές (αριθμοδείκτες) με αριθμητή τη χρηματιστηριακή τιμή και παρονομαστή το καθένα από τα ανωτέρω μεγέθη. Οι αριθμοδείκτες αυτοί δείχνουν πόσες φορές τα κέρδη ή οι πωλήσεις ή οι ταμειακές ροές ή τα ίδια κεφάλαια παρέχουν τη χρηματιστηριακή τιμή.

Εναλλακτικοί αριθμοδείκτες οι οποίοι μπορούν να χρησιμοποιηθούν με τη μέθοδο της συγκρίσιμης επιχείρησης είναι οι ακόλουθοι:



- Αριθμοδείκτης Χρηματιστηριακής Τιμής προς Προβλεπόμενα Κέρδη ανά Μετοχή. Ο αριθμοδείκτης αυτός προσανατολίζεται προς το μέλλον, καθώς τόσο τα κέρδη, όσο και η τιμή αναφέρονται σε αναμενόμενες εξελίξεις.
  - Αριθμοδείκτης Χρηματιστηριακής Τιμής και Μερισμάτων ανά Μετοχή προς Κέρδη ανά Μετοχή. Ο αριθμοδείκτης αυτός απομονώνει τον παράγοντα μερισματική πολιτική.
  - Αριθμοδείκτης Χρηματιστηριακής Τιμής και Καθαρών Ξένων Κεφαλαίων προς Κέρδη προ Φόρων, Τόκων και Αποσβέσεων. Ο αριθμοδείκτης αυτός απομονώνει τόσο τον τρόπο χρηματοδότησης του ενεργητικού (το χρηματοοικονομικό κίνδυνο) όσο και τις λογιστικές επιλογές αναφορικά με τις αποσβέσεις.
  - Αριθμοδείκτης Χρηματιστηριακής Τιμής και Καθαρών Ξένων Κεφαλαίων προς Κέρδη προ Φόρων και Τόκων. Ο αριθμοδείκτης αυτός απομονώνει τον τρόπο χρηματοδότησης του ενεργητικού (το χρηματοοικονομικό κίνδυνο).
  - Αριθμοδείκτης Χρηματιστηριακής Τιμής προς Καθαρά Κέρδη προ Έκτακτων Γεγονότων.
- Πολλαπλασιασμός του αριθμοδείκτη της συγκρίσιμης επιχείρησης με το αντίστοιχο λογιστικό κονδύλι της επιχείρησης την οποία ενδιαφέρεται κάποιος να αποτιμήσει. Το αποτέλεσμα αυτής της πράξης είναι η οικονομική αξία της επιχείρησης για την οποία υπάρχει ενδιαφέρον υπολογισμού.

Ωστόσο, η μέθοδος της συγκρίσιμης επιχείρησης έχει μια σειρά από προβλήματα τα οποία καθιστούν δύσκολη την εφαρμογή της, όπως:

- Διαφορετικοί αριθμοδείκτες δίνουν διαφορετικές οικονομικές αξίες.
- Αρνητικοί παρονομαστές (για παράδειγμα ζημίες) καθιστούν αδύνατο τον υπολογισμό του αριθμοδείκτη.
- Δυσκολία στην ανεύρεση συγκρίσιμης επιχείρησης. Η συγκρίσιμη μπορεί να δραστηριοποιείται και σε κλάδους πέρα από αυτόν που ανήκει η επιχείρηση της οποίας μας ενδιαφέρει η αποτίμηση. Η συγκρίσιμη μπορεί να δραστηριοποιείται σε άλλη χώρα και να αντιμετωπίζει διαφορετικό κίνδυνο ο οποίος να έχει άμεση σχέση με τη χώρα.

(Ανάλυση και Αποτίμηση Επιχειρήσεων, Δημητρίου Χ. Γκίκα, Αφροδίτης Ι. Παπαδάκη, Γεωργίας Σ. Σιουγλέ, 2010)

### 3.1.2 Η μέθοδος των υπερκερδών

Τα υπερκέρδη (abnormal earnings, abnormal income) ή τα υπολειπόμενα κέρδη (residual earnings or residual income or economic income or economic value added) προκύπτουν μετά την αφαίρεση από τα καθαρά κέρδη του κόστους των κεφαλαίων.

$$\text{Υπερκέρδη} = \text{Καθαρά Κέρδη} - (\text{Απαιτούμενη Απόδοση} \times \text{Επένδυση})$$

Βασικό χαρακτηριστικό των υπερκερδών ή των υπολειπόμενων κερδών είναι ότι παρέχουν μία μέτρηση της προστιθέμενης αξίας στην επιχείρηση από την επένδυση. Επομένως το υπόδειγμα των υπερκερδών μετρά την αξία ως ακολούθως:

$$\text{Οικονομική αξία} = \text{Λογιστική Αξία της Επένδυσης} + \text{Παρούσα Αξία Αναμενόμενων Υπερκερδών}$$

Η λογιστική αξία δείχνει την αρχική αξία της επένδυσης, η παρούσα αξία των αναμενόμενων υπερκερδών δείχνει την προστιθέμενη αξία εξαιτίας της επένδυσης και το άθροισμα των δύο δίνει την οικονομική αξία.

Οι καθοριστικοί παράγοντες των υπερκερδών είναι η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων και η λογιστική αξία των ιδίων (επενδεδυμένων) κεφαλαίων. Μία επιχείρηση μπορεί να αυξήσει τα υπερκέρδη επιτυγχάνοντας αποδόσεις των ιδίων κεφαλαίων υψηλότερες από το κόστος αυτών και έτσι να αυξήσει την οικονομική αξία της πάνω από τη λογιστική αξία. Όταν η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων ισούται με το κόστος τους, τα υπερκέρδη είναι μηδέν και η οικονομική αξία της επιχείρησης είναι ίση με τη λογιστική αξία. Επομένως, μια επιχείρηση μπορεί να αυξήσει την οικονομική αξία της αυξάνοντας τις επενδύσεις σε ίδια κεφάλαια για τα οποία πάντα επιτυγχάνει αποδόσεις ανώτερες του κόστους αυτών των κεφαλαίων. Η διοίκηση μιας επιχείρησης μπορεί να επηρεάσει την οικονομική αξία της επηρεάζοντας τα συστατικά στοιχεία της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων. Τέλος, υψηλές αποτιμήσεις παρατηρούνται σε επιχειρήσεις με υψηλές αποδόσεις των ιδίων κεφαλαίων, καθώς και υψηλούς ρυθμούς αύξησης αυτών. Οι επιχειρήσεις που εμφανίζουν χρηματιστηριακή αξία με ένα premium έναντι της λογιστικής αξίας σημαίνει ότι αναμένουν μελλοντικά υπερκέρδη. Αυτή η δυνατότητα δημιουργίας υπερκερδών φαίνεται να απουσιάζει από τον ισολογισμό. (Ανάλυση και Αποτίμηση Επιχειρήσεων, Δημητρίου Χ. Γκίκα, Αφροδίτης Ι. Παπαδάκη, Γεωργίας Σ. Σιουγλέ, 2010)

### 3.1.3 Η μέθοδος της αναπροσαρμοσμένης καθαρής θέσης

Η μέθοδος της αναπροσαρμοσμένης καθαρής θέσης είναι μια έμμεση μέθοδος αποτίμησης της αξίας της επιχείρησης. Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή η αξία της επιχείρησης είναι ίση με την Καθαρή Θέση της όπως εμφανίζεται στον Ισολογισμό κατά την ημερομηνία αποτίμησης, αφού προηγουμένως γίνουν λογιστικές διορθώσεις στα στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού με βάση τις παρατηρήσεις των πιστοποιητικών των Ορκωτών Ελεγκτών.

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η μέθοδος αυτή είναι στατική, δηλαδή δεν λαμβάνει υπόψη την αξία που προσδίδουν στην εταιρία άλλα στοιχεία πέραν αυτών που εμφανίζονται στις δημοσιευμένες καταστάσεις της, όπως η φήμη και η πελατεία της, οι ικανότητες της διοίκησης, καθώς και οι προοπτικές της εταιρίας για πραγματοποίηση κερδών στο μέλλον. Για το λόγο αυτό, η συγκεκριμένη μέθοδος χρησιμοποιείται σε συνδυασμό με άλλες αναγνωρισμένες μεθόδους αποτίμησης. (Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, 5<sup>th</sup> edition, Koller T., Goedhart M. and Wessels D., 2010, Investment Valuation. Tools and Techniques for determining the Value of Any Asset, Damodaran A., 1996, Μέθοδοι για αποτίμηση επιχειρήσεων στο πλαίσιο εξαγορών, Ι.Ε.Σ.Ο.Ε.Λ., Πρόγραμμα Διαρκούς Επιμόρφωσης Ο.Ε.Λ., 2015)

### 3.1.4 Η μέθοδος της προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών

Η μέθοδος των Προεξοφλημένων Ελεύθερων Ταμειακών Ροών βασίζεται στην παραδοχή ότι η αξία μιας επιχείρησης προκύπτει από την προεξόφληση των μελλοντικών ταμειακών ροών που παράγει μέσω της καθημερινής και συνεχούς λειτουργίας της. Για την εφαρμογή της μεθόδου καταρτίζονται Ισολογισμοί, Καταστάσεις Αποτελεσμάτων Χρήσης και Καταστάσεις Ταμειακών Ροών με βάση τις προβλέψεις διαφόρων μεγεθών (π.χ. πωλήσεων, επενδύσεων κλπ.) για την προσεχή πενταετία, όπως αυτές εκτιμήθηκαν από τους αρμόδιους της εταιρίας.

Ανάλογα με τη λειτουργική δραστηριότητα της προς αποτίμηση εταιρίας υπάρχουν κυρίως δύο προσεγγίσεις. Η προεξόφληση ελεύθερων ταμειακών ροών προς το σύνολο της εταιρίας (Free Cash Flows to the Firm) ή προς τους μετόχους (Free Cash Flows to Equity). Ως ελεύθερες ταμειακές ροές προς την εταιρία ορίζονται οι ροές που απομένουν αφού καλυφθούν οι ανάγκες σε κεφάλαια κίνησης, επενδύσεις, πάγιο εξοπλισμό καθώς και χρηματοοικονομικές επενδύσεις και συμμετοχές. Στην περίπτωση των ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους θα πρέπει να καλυφθούν επιπλέον των ανωτέρω οι τόκοι και να εξοφληθούν τα δάνεια της εταιρίας.

Για τον υπολογισμό των ροών απαιτούνται επομένως επιμέρους αναλύσεις τόσο των εσόδων, των εξόδων και των κεφαλαιουχικών επενδύσεων όσο και της κεφαλαιακής δομής και των αναγκών σε κεφάλαιο κίνησης της εταιρίας. Η ανάλυση εσόδων περιλαμβάνει πρόβλεψη εσόδων από τις πωλήσεις των προϊόντων ή των υπηρεσιών που παρέχει η εταιρία. Σε αυτή την ανάλυση λαμβάνονται υπ' όψιν οι εξελίξεις της αγοράς, οι συνθήκες ανταγωνισμού, οι μεταβολές του νομικού πλαισίου λειτουργίας τους κλπ. Η ανάλυση κεφαλαιουχικών επενδύσεων περιλαμβάνει επί μέρους αναλύσεις του ελάχιστου απαιτούμενου κεφαλαίου κίνησης, των προϋπολογιζόμενων εξόδων για επενδύσεις κεφαλαίου κλπ. Η ανάλυση κεφαλαιακής δομής περιλαμβάνει επί μέρους αναλύσεις της παρούσας δομής κεφαλαίου και του κόστους κεφαλαίου όπως καθορίζεται από το κόστος κάθε επιμέρους στοιχείου του κεφαλαίου (δάνεια, ίδια κεφάλαια κλπ.), αλλά και από τους αντίστοιχους παράγοντες συστηματικού και μη συστηματικού κινδύνου.

Με βάση τα αποτελέσματα των παραπάνω αναλύσεων, διενεργείται πρόβλεψη των ελεύθερων ταμειακών ροών που προκύπτουν από τη λειτουργία της επιχείρησης για το χρονικό ορίζοντα που προκαθορίστηκε, οι οποίες προεξοφλούνται με το κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο. Το προεξοφλητικό αυτό επιτόκιο εκφράζει είτε το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίων της εταιρίας (Μ.Σ.Κ.Κ.) στην περίπτωση των ελεύθερων ταμειακών ροών προς το σύνολο της εταιρίας, είτε το κόστος των ιδίων κεφαλαίων στην περίπτωση των ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους.

Επιπρόσθετα, υπολογίζεται η παρούσα αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών που ακολουθούν μετά από το τέλος του χρονικού διαστήματος για το οποίο γίνονται οι προβλέψεις (υπολειμματική αξία). Η τελική αξία της εταιρίας προκύπτει από την άθροιση των προεξοφλημένων ταμειακών ροών της περιόδου πρόβλεψης και της υπολειμματικής αξίας της κατά την ημερομηνία αποτίμησης. Η αξία των ιδίων κεφαλαίων προκύπτει εάν από την αξία της εταιρίας αφαιρεθεί η αγοραία αξία των υφιστάμενων δανείων της κατά την ημερομηνία αποτίμησης. Ο υπολογισμός της υπολειμματικής αξίας περιλαμβάνει τον προσδιορισμό της ταμειακής ροής που παράγει η εταιρία μετά το τέλος της περιόδου για την οποία γίνονται συγκεκριμένες προβλέψεις και μπορεί να υπολογιστεί με διάφορους τρόπους.

Όσον αφορά στο προεξοφλητικό επιτόκιο, ο καθορισμός του εξαρτάται από το εάν οι ταμειακές ροές που προεξοφλούνται είναι πριν την εξυπηρέτηση του καθαρού δανεισμού της εταιρίας, οπότε εφαρμόζεται το Μ.Σ.Κ.Κ. ή αλλιώς εφαρμόζεται η προεξόφληση με το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου.

Το κόστος μετοχικού κεφαλαίου εκφράζει την ελάχιστη απόδοση που θα απαιτούσε ένας επενδυτής προκειμένου να αποκτήσει μετοχές στην εταιρία. Το κόστος αυτό εκτιμάται με το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model ή «CAMP») βάσει της ακόλουθης σχέσης:

$$K_e = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f)$$

Όπου:

$K_e$ : το κόστος μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας

$R_f$ : η απόδοση μηδενικού (άνευ) κινδύνου

$\beta$ : ο συντελεστής κινδύνου  $\beta$  (beta coefficient)

$R_m - R_f$ : η προσ αύξηση κίνδυνου κεφαλαιαγοράς

Η μέθοδος CAPM είναι από τις πιο διαδεδομένες και επιστημονικά τεκμηριωμένες μεθόδους υπολογισμού προεξοφλητικού επιτοκίου για την αποτίμηση επιχειρήσεων.

#### 3.1.4.1 Παρούσα αξία στο διηνεκές

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

Αξία Επιχείρησης = Παρούσα Αξία Μελλοντικών Ταμειακών Ροών + Παρούσα Αξία στο διηνεκές (υπολειμματική αξία)

Η παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών μιας εταιρίας υπολογίζεται κατά την προεξόφληση των ταμειακών ροών μιας συγκεκριμένης χρονικής περιόδου για την οποία υπάρχουν συγκεκριμένες προβλέψεις. Η παρούσα αξία στο διηνεκές εκφράζει το ύψος του κεφαλαίου το οποίο ένας επενδυτής θα ήταν διατεθειμένος να επενδύσει σε μια εταιρία, προκειμένου να απολαμβάνει το σύνολο των μελλοντικών ταμειακών ροών που θα προκύψουν μετά το πέρας της ανωτέρω περιόδου των προβλέψεων. Ο προσδιορισμός των μελλοντικών αυτών εσόδων προϋποθέτει την εκτίμηση του ρυθμού ανάπτυξης μιας εταιρίας στο διηνεκές, λαμβάνοντας υπ' όψιν τη δυναμική και τις προοπτικές της. Για την περίοδο αυτή, οι αποσβέσεις, οι κεφαλαιουχικές δαπάνες και οι ανάγκες σε κεφάλαια κίνησης της εταιρίας αναπροσαρμόζονται έτσι ώστε να εκφράζουν τα αποτελέσματα που πραγματοποιεί μια εταιρία σε κατάσταση ισορροπίας και ωρίμανσης των εργασιών της. Οι ταμειακές ροές της περιόδου αυτής, προεξοφλούνται χρησιμοποιώντας το ίδιο προεξοφλητικό επιτόκιο με αυτό που χρησιμοποιείται κατά την προεξόφληση των ταμειακών ροών της περιόδου των προβλέψεων, προσαρμοσμένο ως προς τον συντελεστή ανάπτυξης της εταιρείας εις το διηνεκές.

Με βάση την ανωτέρω μέθοδο προεξοφλητικών ταμειακών ροών προσδιορίζεται η αξία μιας εταιρίας. Ενδέχεται, όμως, από τις προς αποτίμηση εταιρίες μερικές να διαθέτουν περιουσιακά στοιχεία όπως χαρτοφυλάκια χρεογράφων, συμμετοχές σε ομοειδείς ή/ και σε άλλες εταιρίες, πλεονάζοντα πάγια ή/ και υποχρεώσεις, καθώς επίσης και σημαντικά επίπεδα διαθεσίμων ή/ και δανεισμού. Σε αυτές τις περιπτώσεις, η πραγματική αξία μιας εταιρίας προκύπτει βάσει της ακόλουθης σχέσης:

$$\begin{aligned} & \text{Παρούσα Αξία των Μελλοντικών Ταμειακών Ροών (περιόδου προβλέψεων)} + \\ & \text{Παρούσα Αξία στο Διηλεκές} = \text{Αξία Επιχείρησης} + \text{Παρούσα Αξία Συμμετοχών} + \\ & \text{Πλεόνασμα Πάγια/ Υποχρεώσεις} + \text{Αγοραία Αξία Διαθεσίμων / Δανεισμού} = \\ & \text{Συνολική Αξία Επιχείρησης} \end{aligned}$$

Επισημαίνεται ότι οι συμμετοχές της εταιρίας αποτιμώνται χωριστά με κάποια από τις μεθόδους, ανάλογα με την περίπτωση, και η αξία τους προστίθεται στην τελική αξία όπως έχει υπολογιστεί με την παραπάνω μέθοδο.

#### 3.1.4.2 Ανάλυση Ευαισθησίας

Η αξία μιας εταιρίας όπως προκύπτει βάσει της μεθόδου προεξοφλημένων ελεύθερων ταμειακών ροών, πάντοτε εξετάζεται για την ευαισθησία των αποτελεσμάτων στα οποία καταλήγει ως προς τη μεταβολή βασικών παραδοχών που περιλαμβάνονται στο χρηματοοικονομικό μοντέλο. Οι μεταβλητές που εξετάζονται και τα περιθώρια μεταβολών τους εξαρτώνται από τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της, προς αποτίμηση, εταιρίας. (Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, 5<sup>th</sup> edition, Koller T., Goedhart M. and Wessels D., 2010, Investment Valuation. Tools and Techniques for determining the Value of Any Asset, Damodaran A., 1996, Μέθοδοι για αποτίμηση επιχειρήσεων στο πλαίσιο εξαγορών, Ι.Ε.Σ.Ο.Ε.Λ., Πρόγραμμα Διαρκούς Επιμόρφωσης Ο.Ε.Λ., 2015)

### 3.1.5 Απόδοση άνευ κινδύνου ( $R_f$ )

Ως απόδοση άνευ κινδύνου θεωρείται η ελάχιστη άνευ κινδύνου απόδοση την οποία θα απαιτούσε ένας λογικός επενδυτής από μία επένδυση σε ευρώ. Την απόδοση αυτή θεωρείται ότι προσφέρουν τα ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου (ΟΕΔ) διάρκειας αντίστοιχης με εκείνη της προς αποτίμηση επένδυσης. Προκειμένου για μια μακροχρόνια επένδυση, όπως είναι η επένδυση σε μετοχές μιας μη εισηγμένης στο χρηματιστήριο Εταιρείας, συνήθως επιλέγεται το μετά φόρων σταθερό επιτόκιο έκδοσης του δεκαετούς ΟΕΔ. (Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, 5<sup>th</sup> edition, Koller T., Goedhart M. and Wessels D., 2010, Investment Valuation. Tools and Techniques for determining the Value of Any Asset, Damodaran A., 1996, Μέθοδοι για αποτίμηση επιχειρήσεων στο πλαίσιο εξαγορών, Ι.Ε.Σ.Ο.Ε.Λ., Πρόγραμμα Διαρκούς Επιμόρφωσης Ο.Ε.Λ., 2015)

### 3.1.6 Προσαύξηση κινδύνου κεφαλαιαγοράς ( $R_m$ )

Σύμφωνα με την οικονομική θεωρία, ένας επενδυτής που τοποθετεί τα κεφάλαιά του σε μετοχές μιας εταιρίας μπορεί δικαιολογημένα να απαιτεί μια αυξημένη απόδοση σε σχέση με αυτή των ανωτέρω κρατικών ομολόγων ή άλλης επένδυσης μηδενικού κινδύνου, ως αποζημίωση για το υψηλότερο ρίσκο που αναλαμβάνει. Η ποσοτικοποίηση της διαφοράς αυτής είναι γνωστή ως προσαύξηση κινδύνου κεφαλαιαγοράς ( $R_m$ ). Η προσαύξηση κινδύνου κεφαλαιαγοράς εξαρτάται από πολλούς παράγοντες, ο σημαντικότερος εκ των οποίων σχετίζεται με τις αποδόσεις του συνόλου της κεφαλαιαγοράς και τη γενικότερη κατάσταση της οικονομίας. (Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, 5<sup>th</sup> edition, Koller T., Goedhart M. and Wessels D., 2010, Investment Valuation. Tools and Techniques for determining the Value of Any Asset, Damodaran A., 1996, Μέθοδοι για αποτίμηση επιχειρήσεων στο πλαίσιο εξαγορών, Ι.Ε.Σ.Ο.Ε.Λ., Πρόγραμμα Διαρκούς Επιμόρφωσης Ο.Ε.Λ., 2015)

### 3.1.7 Συντελεστής κινδύνου $\beta$ (beta coefficient)

Σε σχέση με την μέτρηση του κινδύνου που αναλαμβάνει ένας επενδυτής, τοποθετώντας τα κεφάλαιά του στις μετοχές μιας εταιρίας, απαιτείται επιπλέον προσαρμογή στον υπολογισμό του κόστους κεφαλαίου η οποία εκφράζεται από τον συντελεστή βήτα ( $\beta$ ).

Ο συντελεστής  $\beta$  ενσωματώνει στο κόστος μετοχικού κεφαλαίου παράγοντες κινδύνου που σχετίζονται με τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται μία εταιρία. Ειδικότερα,

ο εν λόγω συντελεστής αποτελεί ένα στατιστικό μέτρο ποσοτικής απεικόνισης του κινδύνου μιας επένδυσης σε σχέση με την αγορά στο σύνολό της, καθώς υποδηλώνει την ευαισθησία της απόδοσης μιας συγκεκριμένης μετοχής στις διακυμάνσεις της αγοράς. Συγκεκριμένα, συντελεστής  $\beta$  μεγαλύτερος της μονάδας ( $>1$ ) αποτελεί ένδειξη ότι η επένδυση εμπεριέχει μεγαλύτερο κίνδυνο από ότι η αγορά στο σύνολό της, ενώ συντελεστής  $\beta$  μικρότερος της μονάδας ( $<1$ ) το αντίθετο. Ο μέσος επενδυτής, τοποθετώντας τα κεφάλαιά του σε μετοχές μιας εταιρίας με υψηλότερο κίνδυνο ( $\beta > 1$ ) αναμένει απόδοση μεγαλύτερη από την απόδοση μιας μετοχής με μικρότερο κίνδυνο ( $\beta < 1$ ).

Η συνήθης μέθοδος εκτίμησης του συντελεστή  $\beta$  μιας μη εισηγμένης στο χρηματιστήριο εταιρίας είναι η ανάλυση των αντίστοιχων συντελεστών που ισχύουν για συγκρίσιμες εταιρίες εισηγμένες σε κάποιο χρηματιστήριο. (Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, 5<sup>th</sup> edition, Koller T., Goedhart M. and Wessels D., 2010, Investment Valuation. Tools and Techniques for determining the Value of Any Asset, Damodaran A., 1996, Μέθοδοι για αποτίμηση επιχειρήσεων στο πλαίσιο εξαγορών, Ι.Ε.Σ.Ο.Ε.Λ., Πρόγραμμα Διαρκούς Επιμόρφωσης Ο.Ε.Λ., 2015)



### 3.2 Επιλογή μεθόδου αποτίμησης

Η συγχώνευση των εταιριών του ομίλου «Ιατρική Διάγνωση» πραγματοποιήθηκε με τη μέθοδο της προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους (Free Cash Flows to Equity), αφού αυτή κρίθηκε ως καταλληλότερη μέθοδος αποτίμησης με βάση το είδος και τη δραστηριότητα των εταιριών στον τομέα της παροχής υπηρεσιών υγείας.

Η μέθοδος προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών είναι η πλέον ενδεδειγμένη μέθοδος αποτίμησης, σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία, δεδομένου ότι λαμβάνει υπ' όψιν τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της υπό αποτίμηση εταιρίας. Με τη μέθοδο αυτή, η αποτίμηση διενεργείται με βάση την αρχή της συνέχειας της δραστηριότητας της εταιρίας. Είναι η μόνη που λαμβάνει υπ' όψιν και αποτιμά τις προοπτικές ανάπτυξης της εταιρίας, τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά αυτής και των αγορών στις οποίες δραστηριοποιείται, τους παράγοντες που επηρεάζουν την κερδοφορία της κλπ.

Βασική παραδοχή στη χρήση της μεθόδου αυτής είναι το ότι η αξία μιας επιχείρησης προκύπτει από την προεξόφληση των μελλοντικών ταμειακών ροών που παράγει μέσω της καθημερινής και συνεχούς λειτουργίας της.

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές, είναι οι ροές που απομένουν αφού καλυφθούν οι ανάγκες σε κεφάλαια κίνησης, επενδύσεις, πάγιο εξοπλισμό, χρηματοοικονομικές επενδύσεις και συμμετοχές και τέλος σε τόκους και εξοφλήσεις των δανείων της εταιρίας. Για την πρόβλεψη των ταμειακών ροών απαιτείται η μελέτη των ιστορικών στοιχείων παρελθουσών χρήσεων σχετικά με τις ταμειακές ροές, καθώς και η μελέτη των συνεργειών. Η μελέτη των ιστορικών στοιχείων περιλαμβάνει:

- Ανάλυση της λειτουργικής και χρηματοοικονομικής απόδοσης της επιχείρησης, βάσει ιστορικών στοιχείων περίπου πέντε ετών, ανάλυση αριθμοδεικτών, πορείας μετοχής, κλπ.
- Ανάλυση του εξωτερικού περιβάλλοντος (Α.Ε.Π., ρυθμός ανάπτυξης, συναλλαγματικές ισοτιμίες, επιτόκια, πληθωρισμός, SWOT Analysis, PEST Analysis), καθώς και των τάσεων που επικρατούν για το μέλλον και επηρεάζουν την επιχείρηση.
- Ανάλυση του εσωτερικού περιβάλλοντος (ανταγωνισμός, κλάδος, μερίδιο αγοράς).
- Αναγνώριση συγκρίσιμων ανταγωνιστών και σύγκριση της απόδοσής τους με την επιχείρηση.

Σκοπός της ανάλυσης αυτής είναι η κατανόηση της επιχείρησης, των υπηρεσιών της και της αγοράς στην οποία λειτουργεί, ώστε να διενεργηθούν προβλέψεις σχετικά με την απόδοσή της στο μέλλον και να διατυπωθούν οι υποθέσεις σχετικά με τα βασικά στοιχεία που διαμορφώνουν τις ταμειακές ροές της. Αν γίνουν αυτά, είναι πλέον εύκολο να κατασκευαστούν οι προβλεπόμενες οικονομικές καταστάσεις (pro-forma statements), να αναγνωριστούν και να αιτιολογηθούν πλήρως οι υποθέσεις στις οποίες στηρίζονται οι προβλέψεις.

Η κατασκευή pro-forma statements περιλαμβάνει:

- Καταστάσεις Αποτελεσμάτων Χρήσης, με κύρια στοιχεία προβλέψεων σε πωλήσεις, κόστος πωληθέντων, περιθώριο λειτουργικού κέρδους, λειτουργικά έξοδα.
- Ισολογισμό, με κύρια στοιχεία προβλέψεων σε Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης, Πάγια, Αποσβέσεις, Δανεισμό, Τόκους Δανείων.
- Ελεύθερες Ταμειακές Ροές.

Για τις προβλέψεις αυτές χρησιμοποιούνται ιστορικά στοιχεία που αναλύονται με τη βοήθεια τεχνικών πρόβλεψης, όπως κινητοί μέσοι όροι, παλινδρόμηση κλπ., καθώς και προβλέψεις των αναλυτών και της διοίκησης της εταιρίας.

Σημαντική είναι η αναγνώριση και αιτιολόγηση των υποθέσεων στις οποίες στηρίζονται οι προβλέψεις πάνω στα κύρια στοιχεία που διαμορφώνουν τα έσοδα, το κόστος και τις επενδυτικές δαπάνες. Οι υποθέσεις αυτές καθορίζουν το επίπεδο των ταμειακών ροών μιας επιχείρησης και συνεπώς την αξία αποτίμησής της. Τέτοιες υποθέσεις είναι:

- Ο προβλεπόμενος ρυθμός ανάπτυξης των πωλήσεων.
- Το περιθώριο λειτουργικού κέρδους.
- Οι νέες επενδύσεις σε πάγια.
- Οι νέες επενδύσεις σε κεφάλαιο κίνησης.
- Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου.
- Ο φορολογικός συντελεστής.

Στην περίπτωση που διακρίνονται διαφορετικές περίοδοι ανάπτυξης, τα επίπεδα των παραδοχών των υποθέσεων πρέπει να διαφέρουν και αυτά.

Προκειμένου να χρησιμοποιηθεί σαν μέθοδος αποτίμησης η μέθοδος των ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους στον όμιλο «Ιατρική Διάγνωση», έγιναν οι εξής παραδοχές:

- Οι ταμειακές εισροές υπολογίστηκαν με απομείωση των απαιτήσεων από τον ΕΟΠΥΥ από 15% έως 27%.
- Το σύνολο των ταμειακών διαθεσίμων που παράγονται από τη λειτουργία κάθε εταιρίας αποδίδονται ως μερίσματα στους μετόχους.
- Πριν από οποιαδήποτε διανομή μερισμάτων τα ταμειακά διαθέσιμα χρησιμοποιούνται για την εξόφληση δανείων.
- Μέχρι το 2020 οι ταμειακές ροές προβλέφθηκαν με βάση συγκεκριμένες εκτιμήσεις για τη λειτουργία κάθε εταιρίας.
- Μετά το 2020 προβλέπεται ανάπτυξη 0,5% στο διηλεκτές.
- Η προεξόφληση των ταμειακών ροών πραγματοποιήθηκε με συντελεστή 15%.
- Στην αξία αποτίμησης προστίθενται αξίες οικοπέδων που αναλογούν σε ιδιόκτητα ακίνητα.

Η ανάπτυξη της τάξεως του 0,5% στο διηλεκτές προέκυψε τόσο βάσει προβλέψεων που βασίζονταν στη δυναμική και τις προοπτικές της εταιρίας αλλά και του κλάδου, όσο και βάσει εκτιμήσεων του Δ.Ν.Τ., το οποίο συντάσσει εκθέσεις και εκτιμά πως θα διαμορφωθεί το οικονομικό περιβάλλον.

Όσον αφορά στον συντελεστή προεξόφλησης των ταμειακών ροών, αυτός υπολογίστηκε στο 15% από τον παρακάτω τύπο:

$$K_e = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f)$$

Όπου:

$K_e$ : το κόστος μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας

$R_f$ : η απόδοση μηδενικού (άνευ) κινδύνου

$\beta$ : ο συντελεστής κινδύνου  $\beta$  (beta coefficient)

$R_m - R_f$ : η προσαύξηση κινδύνου κεφαλαιαγοράς

Ως απόδοση μηδενικού κινδύνου χρησιμοποιήθηκε το επιτόκιο του γερμανικού ομολόγου. Αυτό συνέβη γιατί τη χρονική περίοδο της συγχώνευσης τα ελληνικά ομόλογα είχαν πολύ υψηλό κίνδυνο και επομένως ήταν ακατάλληλο να χρησιμοποιηθούν. Ως συντελεστής κινδύνου  $\beta$  χρησιμοποιήθηκε ο ευρωπαϊκός μέσος όρος εταιριών του κλάδου και όχι ο ελληνικός, αφού, κατά την περίοδο μελέτης, τα στοιχεία από συναφείς εταιρίες στο Χρηματιστήριο δεν κρίθηκαν επαρκή, λόγω των ιδιαίτερα περιορισμένων συναλλαγών που πραγματοποιούνταν, αλλά και λόγω της πολύ αυξημένης αβεβαιότητας στην ελληνική αγορά. Επιπρόσθετα, ελήφθησαν υπ' όψιν στοιχεία από παγκόσμιες βάσεις δεδομένων στις οποίες έχει υπολογιστεί ο

συντελεστής προεξόφλησης για κάθε κλάδο της οικονομίας και για κάθε χώρα ξεχωριστά.

Σημαντικό είναι, τέλος, να αναφερθεί ότι για την αποτίμηση καθεμίας από τις έξι εταιρίες του ομίλου χρησιμοποιήθηκε ο ίδιος συντελεστής προεξόφλησης και η ίδια πρόβλεψη ανάπτυξης στο διηνεκές, καθότι όλες οι εταιρίες έχουν ίδια δραστηριότητα. (Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, 5<sup>th</sup> edition, Koller T., Goedhart M. and Wessels D., 2010, Investment Valuation. Tools and Techniques for determining the Value of Any Asset, Damodaran A., 1996, Μέθοδοι για αποτίμηση επιχειρήσεων στο πλαίσιο εξαγορών, Ι.Ε.Σ.Ο.Ε.Λ., Πρόγραμμα Διαρκούς Επιμόρφωσης Ο.Ε.Λ., 2015, Αρχείο Δικηγορικού γραφείου Κατσίκης - Καλαματιανού και Συνεργάτες)

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4**

### **ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ**

#### **4.1 Εισαγωγή**

Προκειμένου να πραγματοποιηθεί η συγχώνευση των εταιριών που μελετώνται, είναι απαραίτητη η αποτίμησή τους. Αυτό, όπως προαναφέρθηκε, γίνεται με τη μέθοδο προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους. Για τη διαδικασία της αποτίμησης, επομένως, η κύρια και πιο επίπονη εργασία είναι η κατάρτιση της μελέτης των ταμειακών ροών σε βάθος πενταετίας. Για να φτάσουμε στο αποτέλεσμα αυτό, ακολουθούνται οι εξής επιμέρους μελέτες.

1. Πρόβλεψη αποτελεσμάτων έτους στην πενταετία.
2. Πρόβλεψη ταμειακών εισροών ανά έτος στην πενταετία.
3. Πρόβλεψη ταμειακών εκροών ανά έτος στην πενταετία.
4. Ταμειακές ροές στην πενταετία.

## 4.2 Πρόβλεψη αποτελεσμάτων έτους στην πενταετία

Για την κατάρτιση της πρόβλεψης αποτελεσμάτων έτους στην πενταετία εργαζόμαστε ως εξής:

- Λαμβάνουμε υπ' όψιν τη διαμόρφωση της ζήτησης ανά τμήμα του κάθε διαγνωστικού κέντρου το τελευταίο έτος πριν την πρόβλεψη της πενταετίας (στη συγκεκριμένη μελέτη είναι το 2014) και διαμορφώνουμε τη μεταβολή της ζήτησης ανά τμήμα (εκτίμηση σε βάθος πενταετίας) με γνώμονα παραμέτρους που μπορεί να επηρεάσουν τη ζήτηση, όπως ωρίμανση του τμήματος, ανταγωνισμός, προσθήκη νέων υπηρεσιών, ένταξη σε νέες αγορές.

### Πίνακας 4.1

#### Ανάλυση επισκεψιμότητας έτους Ψ

ΤΜΗΜΑΤΑ	ΕΠΙΣΚΕΨΙΜΟΤΗΤΑ					
	ΙΔΙΩΤΕΣ	ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ	ΕΟΠΥΥ	ΛΟΙΠΑ ΤΑΜΕΙΑ	ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ	ΣΥΝΟΛΟ
ΜΚΒ						
ΚΥΤ						
Σ/Τ						
ΜΡΙ						
Α/Α						
ΜΑΜΜΟ						
ΜΟΠ						
ΟΡΘ						
U/S						
ΤΑ						
ΔΚ						
ΗΚΙ						
SCAN M						
SCAN M						
ΗΜΓ						
ΣΥΝΟΛΟ						

Πηγή: Αρχείο ομίλου «Ιατρική Διάγνωση»

Το έτος Ψ στον Πίνακα 4.1 είναι το έτος πριν από το πρώτο που ξεκινά η μελέτη της πενταετίας. Μελετάμε το ρυθμό μεταβολής μεταξύ του έτους Ψ (για το οποίο υπάρχουν καταγεγραμμένα πλήρη στοιχεία για την επισκεψιμότητα) και του τρέχοντος έτους για το χρονικό διάστημα που έχουμε στοιχεία (εφ' όσον η μελέτη ξεκίνησε σε ενδιάμεση περίοδο του έτους χρησιμοποιούμε τα στοιχεία που έχουν καταγραφεί μέχρι και τότε). Επί του Πίνακα 4.1 πολλαπλασιάζουμε κάθε πεδίο με το ρυθμό μεταβολής που υπολογίστηκε. Με τη διαδικασία αυτή διαμορφώνεται η πρόβλεψη της ζήτησης για το πρώτο έτος της πενταετίας και στη συνέχεια η ζήτηση για τα επόμενα έτη σύμφωνα με τις παραμέτρους που προαναφέρθηκαν.

Η διαδικασία αυτή επαναλαμβάνεται και για τις έξι μονάδες διαγνωστικών κέντρων του ομίλου.

- Αφού διαμορφωθούν οι πίνακες ζήτησης της πενταετίας, ανά μονάδα και ανά τμήμα βάσει των ανωτέρω, υπολογίζονται τα έσοδα του έτους Ψ ανά τμήμα.

**Πίνακας 4.2**  
**Έσοδα έτους Ψ**

ΤΜΗΜΑΤΑ	ΙΔΙΩΤΕΣ	ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ	ΕΟΠΥΥ	ΛΟΙΠΑ ΤΑΜΕΙΑ	ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ	CHECK UP
MKB						
KYT						
C/T						
MRI						
A/A						
MAMMO						
ΜΟΠ						
ΟΡΘ						
U/S						
ΤΑ						
ΔΚ						
HKI						
SCAN M						
SCAN M						
ΗΜΓ						
ΣΥΝΟΛΟ						

Πηγή: Αρχείο ομίλου «Ιατρική Διάγνωση»

Αν διαιρέσουμε τα στοιχεία του Πίνακα 4.2 με τα αντίστοιχα του Πίνακα 4.1, τότε προκύπτει το μέσο έσοδο ανά τμήμα και ανά κατηγορία για κάθε μία από τις έξι μονάδες.

- Πολλαπλασιάζουμε τη ζήτηση κάθε τμήματος με το μέσο όρο εσόδου ανά κατηγορία ζήτησης (ιδιώτες, συμμετοχές, ΕΟΠΥΥ, λοιπά ταμεία, ασφαλιστικές εταιρίες – η κατηγορία check up προστίθεται στους ιδιώτες).
- Στο σημείο αυτό γίνεται εκτίμηση βάσει στοιχείων, αλλά και διοικητικής εμπειρίας για το αν θα υπάρξουν μεταβολές στο μέσο έσοδο ανά κατηγορία υπηρεσίας.



Οι παράγοντες που μπορεί να διαμορφώσουν τη μεταβολή του μέσου εσόδου στο βάθος της πενταετίας είναι μία ενδεχόμενη αλλαγή τιμολογιακής πολιτικής, είτε από τον πάροχο, στον ιδιωτικό του τιμοκατάλογο, είτε από τα ασφαλιστικά ταμεία και τον ΕΟΠΥΥ, όπως επίσης και μια ενδεχόμενη μεταβολή του ποσοστού συμμετοχής των ασφαλισμένων.

Η αύξηση ή μείωση του ποσοστού συμμετοχής των ασφαλισμένων μπορεί να επηρεάσει σημαντικά τα αναμενόμενα έσοδα, αφού το ποσό που πληρώνει ο ασφαλισμένος πιστώνεται κατ' ευθείαν στο ταμείο της εταιρίας, σε αντίθεση με το ποσό που αποζημιώνει το ασφαλιστικό ταμείο, το οποίο βάσει νόμου πιστώνεται μετά από ένα τρίμηνο. Ωστόσο, βάσει των πεπραγμένων, φαίνεται πώς τελικά το ποσό πιστώνεται στην εταιρία μετά από έξι και πλέον μήνες.

**Πίνακας 4.3**  
**Πρόβλεψη εσόδων**

ΤΜΗΜΑΤΑ	ΙΔΙΩΤΕΣ	ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ	ΕΟΠΥΥ	ΛΟΙΠΑ ΤΑΜΕΙΑ	ΑΣΦΑΛ. ΕΤΑΙΡΙΕΣ	ΣΥΝΟΛΟ
MKB						
KYT						
C/T						
MRI						
A/A						
MAMMO						
ΜΟΠ						
ΟΡΘ						
U/S						
ΤΑ						
TK						
ΔΚ						
ΗΚΓ						
SCAN M						
SCAN						
ΗΜΓ						
Πώληση Ιατρ. Εξ.						
ΣΥΝΟΛΟ						

Πηγή: Αρχείο ομίλου «Ιατρική Διάγνωση»

#### Πίνακας 4.4

### Πρόβλεψη εσόδων ως διαγνωστικές υπηρεσίες με βάση το 2014, το ρυθμό 5μήνου του 2015 και την πρόβλεψη 2016-2020

ΜΟΝΑΔΑ	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	ΣΥΝΟΛΟ	% Ποσοστό
1									
2									
3									
4									
5									
6									
ΣΥΝΟΛΟ									

Ρυθμός Μεταβολής	ΜΟΝΑΔΕΣ					
	1	2	3	4	5	6
2014-2015						
2016-2020						

Πηγή: Αρχείο ομίλου «Ιατρική Διάγνωση»

Ο Πίνακας 4.3 διαμορφώνεται από τον Πίνακα 4.2, αν σε κάθε τμήμα πολλαπλασιάσουμε με το ρυθμό μεταβολής της ζήτησης μεταξύ των ετών 2014 και 2015. Έτσι, εκτιμώνται τα έσοδα για το 2015. Για να προβλεφθούν τα έσοδα των επόμενων ετών θα πρέπει να εκτιμηθεί η μεταβολή της ζήτησης ανά τμήμα, επομένως και το έσοδο. Η μεταβολή της ζήτησης των επόμενων ετών εκτιμάται από την ωρίμανση της κάθε εταιρίας, των επιμέρους τμημάτων αυτής και των υπηρεσιών που ενδεχομένως προστεθούν σε κάποιο τμήμα της. Στην περίπτωση προσθήκης νέων υπηρεσιών είναι απαραίτητο να γίνει μελέτη αυτών, όσον αφορά στην επένδυση σε εξοπλισμό, συντηρήσεις, ανθρώπινο δυναμικό, αναλώσιμα, έσοδα και έξοδα. Ο Πίνακας 4.3 καταρτίζεται για κάθε έτος και κάθε μονάδα ξεχωριστά και τα αποτελέσματα εμφανίζονται συνοπτικά στον Πίνακα 4.4.

Η τελευταία στήλη του Πίνακα 4.4 αφορά στο ποσοστό συνεισφοράς της κάθε μονάδας στα έσοδα.

- Αφού δημιουργηθούν οι πίνακες πρόβλεψης εσόδων ανά έτος, ακολουθεί η διαμόρφωση των εξόδων ανά έτος.

## Πίνακας 4.5

### Αποτύπωση – Εκτίμηση – Πρόβλεψη εξόδων: 2012-2020

ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ		ΑΠΟΤΥΠΩΣΗ			ΕΚΤΙΜΗΣΗ	ΠΡΟΒΛΕΨΗ				
		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
25	ΑΝΑΛΩΣΙΜΑ ΥΛΙΚΑ ΕΡΓΑΣΤΗΡΙΩΝ									
26	ΑΝΤΑΛΛΑΚΤΙΚΑ ΠΑΓΙΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ									
60	ΑΜΟΙΒΕΣ ΚΑΙ ΕΞΟΔΑ ΠΡΟΣΩΠΙΚΟΥ									
61	ΑΜΟΙΒΕΣ ΚΑΙ ΕΞΟΔΑ ΤΡΙΩΝ									
	61.00	ΑΜΟΙΒΕΣ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΕΠΑΓΓΕΛΜΑΤΙΩΝ								
	61.01	ΑΜΟΙΒΕΣ Δ.Σ.								
	61.03	ΕΠΕΞΕΡΓΑΣΙΕΣ ΦΑΣΩΝ								
		ΦΑΣΩΝ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ								
		ΜΗΧΑΝΟΓΡ. ΥΠΗΡ. ΚΛΠ.								
	61.90/61.98	ΛΟΙΠΕΣ ΑΜΟΙΒΕΣ ΤΡΙΤΩΝ								
	61.92	ΕΡΓΟΔΟΤΙΚΕΣ ΕΙΣΦΟΡΕΣ ΤΣΑΥ								
62	ΠΑΡΟΧΕΣ ΤΡΙΤΩΝ									
	62.00	ΗΛΕΚΤΡΙΚΟ ΡΕΥΜΑ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ								
	62.02	ΥΔΡΕΥΣΗ								
	62.03	ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑ								
	62.04	ΕΝΟΙΚΙΑ: ΚΤΙΡΙΩΝ								
		LEASING								
		ΜΕΤΑΦΟΡΙΚΩΝ ΜΕΣΩΝ								
	62.07	ΕΠΙΣΚΕΥΕΣ & ΣΥΝΤΗΡΗΣΕΙΣ								
	62.05/62.98	ΛΟΙΠΕΣ ΠΑΡΟΧΕΣ								
63	ΦΟΡΟΙ - ΤΕΛΗ									
64	ΔΙΑΦΟΡΑ ΕΞΟΔΑ									
	64.00	ΜΕΣΑ ΜΕΤΑΦΟΡΑΣ & ΤΑΞΙ								
		ΜΕΣΑ ΠΡΟΒΟΛΗΣ & ΔΙΑΦΗΜΙΣΗΣ								
		ΣΥΝΔΡΟΜΕΣ - ΕΙΣΦΟΡΕΣ								
		ΕΝΤΥΠΙΑ & ΓΡΑΦΙΚΗ ΥΛΗ								
		ΥΛΙΚΑ ΑΜΕΣΗΣ ΑΝΑΛΩΣΗΣ								
		ΕΞΟΔΑ ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΕΩΝ								
		ΔΙΑΦΟΡΑ ΕΞΟΔΑ								
65	ΤΟΚΟΙ & ΣΥΝΑΦΗ ΕΞΟΔΑ									
	ΣΥΝΟΛΟ ΕΞΟΔΩΝ									

Πηγή: Αρχείο ομίλου «Ιατρική Διάγνωση»

Ο Πίνακας 4.5 αποτυπώνει τα αποτελέσματα από το 2012 έως το 2014 σε κάθε κωδικό του λογιστικού σχεδίου, εκτιμά την πορεία του έτους 2015 και προβλέπει την εξέλιξη των εξόδων σε βάθος πενταετίας.

Όσον αφορά στον κωδικό 25, δηλαδή στα αναλώσιμα υλικά των εργαστηρίων αναμένεται ότι αν αυξηθεί η ζήτηση, τότε θα αυξηθούν και τα έξοδα στον κωδικό αυτό. Η αύξηση αυτή μπορεί να επηρεαστεί λιγότερο ή περισσότερο ανάλογα με το αν εκτιμάται ότι η συγχώνευση θα συμπιέσει τις τιμές αγοράς ή το αν θα υπάρξουν αυξήσεις στην αγορά σε βάθος πενταετίας.

Όσον αφορά στον κωδικό 60, δηλαδή στις αμοιβές και τα έξοδα προσωπικού, είναι απαραίτητο να ληφθεί υπ' όψιν η μεταβολή του αριθμού των απασχολούμενων, με ενδεχόμενες απολύσεις ή αποχωρήσεις και η κάλυψη των θέσεων αυτών με διαφορετική μισθοδοσία ή ακόμα και η ενδεχόμενη δημιουργία νέων τμημάτων στην κεντρική διοίκηση. Επομένως, μεταβολές στον κωδικό 60 μπορεί να προκύψουν τόσο από την μεταβολή στον αριθμό του προσωπικού, όσο και από τη μεταβολή των ασφαλιστικών και εργοδοτικών εισφορών.

Ένα άλλο σημείο προς διευκρίνιση στον Πίνακα 4.5 είναι ο κωδικός 62.04, που αφορά στα leasing. Τα leasing είναι συνήθως 36 ή 60 μισθώματα και είναι απαραίτητο να ληφθούν υπ' όψιν στην μελέτη προκειμένου να υπολογιστεί πόσα μένει να αποπληρωθούν, εάν πρόκειται να προστεθούν νέα και τότε θα γίνει αυτό.

Σημαντικό στην περίπτωση μελέτης εξόδων διαγνωστικού κέντρου είναι οι συντηρήσεις και οι επισκευές του εξοπλισμού, στις οποίες αναφέρεται ο κωδικός 62.07, όπου εκτιμώνται τα εξής: εάν υπάρχουν σοβαρές κατασκευές στο μέλλον, σε ποια μονάδα θα γίνουν αυτές, καθώς και οι προγραμματισμένες συντηρήσεις κτηρίων, επίπλων, μηχανημάτων. Δίνεται ιδιαίτερη βαρύτητα στα μηχανήματα και στο αν κάποια από αυτά είναι σε ετήσια συμβόλαια, αφού πρέπει να ελεγχθεί πώς αυτή η παράμετρος μεταβάλλεται ανά έτος (ενδεχόμενη αύξηση). Ακόμα, εκτιμώνται παράμετροι συμβολαίων των μηχανημάτων (π.χ. αν κάποιο μηχάνημα καλύπτεται μόνο ως προς τις συντηρήσεις του και όχι τα ανταλλακτικά του), αλλά και πιθανός προγραμματισμός απόσυρσης ή απεγκατάστασης κάποιων εξ αυτών ως προς το πώς μπορεί να επηρεαστούν μελλοντικά τα έξοδα.

Ο κωδικός 63 που αφορά στους φόρους και τα τέλη καθορίζεται βάσει των εκτιμήσεων των αποτελεσμάτων κάθε έτους. Δηλαδή, αν οι χρήσεις είναι κερδοφόρες, υπολογίζονται φόροι και αν όχι δεν υπολογίζονται.

Αξίζει να σημειωθεί ότι στον Πίνακα 4.5 χρησιμοποιούνται στοιχεία από το έτος 2012, σε αντίθεση με τους πίνακες αποτύπωσης και εκτίμησης εσόδων που χρησιμοποιούνται στοιχεία μόνο από το έτος 2014. Αυτό συμβαίνει γιατί τα έσοδα των προηγούμενων ετών διαμορφώνονταν από διαφορετικές συνθήκες και δεδομένα (π.χ. περισσότερα

ασφαλιστικά ταμεία και διαφορετική τιμολογιακή πολιτική αυτών), ενώ τα έξοδα δεν επηρεάζονταν από αυτές τις μεταβολές και ήταν σχετικά σταθερά στα υπό μελέτη έτη.

- Μετά τις ανωτέρω εκτιμήσεις στα έξοδα καταρτίζεται ο συνοπτικός πίνακας εκτίμησης και πρόβλεψης εξόδων (Πίνακας 4.6).

#### Πίνακας 4.6

##### Εκτίμηση – Πρόβλεψη Εξόδων 2015-2020

ΜΟΝΑΔΑ	2015	2016	2017	2018	2019	2020	ΣΥΝΟΛΟ	% ΠΟΣΟΣΤΟ
1								
2								
3								
4								
5								
6								
ΣΥΝΟΛΟ								

Πηγή: Αρχείο ομίλου «Ιατρική Διάγνωση»

- Στη συνέχεια, διαμορφώνεται η εκτίμηση και πρόβλεψη των αποτελεσμάτων στην πενταετία (Πίνακας 4.7 και Υποστηρικτικός Πίνακας 4.8), η οποία προκύπτει από τη διαφορά των πινάκων 4.4 και 4.6 αντίστοιχα, δηλαδή αν από τα έσοδα αφαιρεθούν τα έξοδα.

#### Πίνακας 4.7

##### Εκτίμηση – Πρόβλεψη Αποτελεσμάτων 2015-2020

ΜΟΝΑΔΑ	2015	2016	2017	2018	2019	ΣΥΝΟΛΟ	% ΠΟΣΟΣΤΟ
1							
2							
3							
4							
5							
6							
ΣΥΝΟΛΟ							

Πηγή: Αρχείο ομίλου «Ιατρική Διάγνωση»

Και στον Πίνακα 4.7 υπάρχει η στήλη «% ποσοστό», η οποία αναφέρεται στη συνεισφορά κάθε μονάδας στα αποτελέσματα.



### 4.3 Πρόβλεψη ταμειακών εισροών ανά έτος στην πενταετία

Για τον υπολογισμό των ταμειακών εισροών ανά έτος λαμβάνουμε στοιχεία από τον Πίνακα 4.2. Υπολογίζουμε ότι τα έσοδα από ιδιώτες και συμμετοχές είναι χρήματα που πληρώνεται η κάθε εταιρία σε μετρητά και επομένως θα καταγραφούν σαν έσοδα τη στιγμή που παρέχεται η εκάστοτε υπηρεσία, ενώ τα έσοδα από τον ΕΟΠΥΥ, τα λοιπά ασφαλιστικά ταμεία και τις ασφαλιστικές εταιρίες έχουν πίστωση, δηλαδή θα εισπραχθούν μεταγενέστερα και επομένως θα εμφανιστούν ως έσοδα στο ταμείο σε διαφορετική χρονική στιγμή από την παροχή της υπηρεσίας. Με αυτή τη λογική, στον Πίνακα 4.10, που ακολουθεί, αποτυπώνονται οι ροές των εσόδων, δηλαδή γίνεται κατανομή του κάθε αναμενόμενου εσόδου στο χρόνο που αναμένεται να εισπραχθεί, βάσει των συμφωνιών που έχουν γίνει (π.χ. ο ΕΟΠΥΥ δίνει εξάμηνη πίστωση, τα λοιπά ταμεία τετράμηνη και οι ασφαλιστικές εταιρίες δίμηνη). Όσον αφορά στο φόρο εισοδήματος, πρέπει να ληφθούν υπ' όψιν τόσο οι χρήσεις πριν τη μελέτη, όσο και οι προβλέψεις για την πενταετία. Π.χ. αν η χρήση πριν τη μελέτη ήταν ζημιογόνος, τότε το 2015, που είναι το έτος έναρξης των προβλέψεων, θα αναμένεται επιστροφή φόρου (ανάλυση στον Πίνακα 4.9). Έτσι, καταρτίζεται ο Πίνακας 4.10 για κάθε μονάδα και ο Πίνακας 4.11 για όλες τις μονάδες συγκεντρωτικά.

#### Πίνακας 4.9

##### Αποτύπωση απαιτήσεων από επιστροφές φόρου έως 31/12/2014

ΜΟΝΑΔΑ	Απαίτηση επιστροφής φόρου εισοδήματος 2013	Υπόλοιπο απαίτησης	Εισπραχθείσα Επιστροφή εντός 2015	Απαίτηση Επιστροφής Φόρου Εισοδήματος 2014	Σύνολο απαίτησης Επιστροφής Φόρου Εισοδήματος 2013/2014
1					
2					
3					
4					
5					
6					
ΣΥΝΟΛΟ					

Πηγή: Αρχείο ομίλου «Ιατρική Διάγνωση»

**Πίνακας 4.10**  
**Εκτίμηση ταμειακών εισροών 2015-2020**

Περιγραφή	2015	2016	2017	2018	2019	2020	ΣΥΝΟΛΟ
Ιδιώτες							
Συμμετοχές							
ΕΟΠΥΥ							
Λοιπά Ταμεία							
Ασφαλιστικές εταιρείες							
Πώληση/Απόσυρση Ιατροτεχνολογικού εξοπλισμού							
Επιστροφή Φ.Ε.							
ΣΥΝΟΛΟ							

Πηγή: Αρχείο ομίλου «Ιατρική Διάγνωση»

**Πίνακας 4.11**  
**Εκτίμηση ταμειακών εισροών 2015-2020 (συγκεντρωτικός των μονάδων)**

ΜΟΝΑΔΑ	2015		2016		2017		2018		2019		2020		ΣΥΝΟΛΟ	
	ΕΙΣΡΟΗ	%	ΕΙΣΡΟΗ	%	ΕΙΣΡΟΗ	%	ΕΙΣΡΟΗ	%	ΕΙΣΡΟΗ	%	ΕΙΣΡΟΗ	%	ΕΙΣΡΟΗ	%
1														
2														
3														
4														
5														
6														
ΣΥΝΟΛΟ														

Πηγή: Αρχείο ομίλου «Ιατρική Διάγνωση»



#### 4.4 Πρόβλεψη ταμειακών εκροών ανά έτος στην πενταετία

Για τον υπολογισμό των ταμειακών εκροών χρησιμοποιούνται τα δεδομένα του Πίνακα 4.5 για κάθε εταιρία ξεχωριστά και εκτιμώνται οι εκροές σε κάθε κατηγορία εξόδου. Η λογική είναι ανάλογη του υπολογισμού των εκροών, δηλαδή μελετάται το σε ποιες κατηγορίες του λογιστικού σχεδίου η εταιρία πληρώνει σε μετρητά και σε ποιες με πίστωση. Χαρακτηριστικά αναφέρονται κάποιοι κωδικοί: Στον κωδικό 25 υπάρχει μεσοσταθμικά μια πίστωση εξαμήνου προς τους συνεργαζόμενους προμηθευτές, επομένως, στο κάθε έτος υπολογίζεται ως εκροή το 50% της πρόβλεψης του τρέχοντος έτους και το 50% της πρόβλεψης του προηγούμενου. Αρκετές είναι εκείνες οι κατηγορίες για τις οποίες η εταιρία καταβάλει μετρητά για την αποπληρωμή τους, όπως για παράδειγμα οι κωδικοί 60 (αμοιβές και έξοδα προσωπικού) και 61 (αμοιβές ελεύθερων επαγγελματιών), όπου η πρόβλεψη είναι ιδιαίτερα ακριβής, αφού οι εργοδοτικές εισφορές π.χ. του 12<sup>ου</sup>/2019 θα καταβληθούν τον 1<sup>ο</sup>/2020. Όσον αφορά στον κωδικό 63 (φόροι και τέλη), με βάση τα αποτελέσματα των προβλέψεων βλέπουμε ποιές χρονιές προβλέπεται να υπάρχουν κέρδη και υπολογίζεται ο φόρος που θα «χρεωθεί» στα έξοδα του επόμενου έτους. Ακολουθεί ο Πίνακας 4.12, ο οποίος συντάσσεται για κάθε έτος στην πενταετία και κάθε μονάδα ξεχωριστά, με τα έξοδα να αποτυπώνονται ανά μήνα.

**Πίνακας 4.12**

#### **Πρόβλεψη ταμειακών εκροών**

ΚΩΔ.	ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ	1ος	2ος	3ος	4ος	5ος	6ος	7ος	8ος	9ος	10ος	11ος	12ος
25	ΑΝΑΛΩΣΙΜΑ ΥΛΙΚΑ ΕΡΓΑΣΤΗΡΙΩΝ												
26	ΑΝΤΑΛΛΑΚΤΙΚΑ ΠΑΓΙΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ												
60	ΑΜΟΙΒΕΣ ΚΑΙ ΕΞΟΔΑ ΠΡΟΣΩΠΙΚΟΥ												
61.00	ΑΜΟΙΒΕΣ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΕΠΑΓΓΕΛΜΑΤΙΩΝ												
61.01	ΑΜΟΙΒΕΣ Δ.Σ.												
61.03	ΕΠΕΞΕΡΓΑΣΙΕΣ ΦΑΣΩΝ												
	ΦΑΣΩΝ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ												
	ΜΗΧΑΝΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΚΛΠ.												
61.90/61.98	ΛΟΙΠΕΣ ΑΜΟΙΒΕΣ ΤΡΙΤΩΝ												
61.92	ΕΡΓΟΔΟΤΙΚΕΣ ΕΙΣΦΟΡΕΣ ΤΣΑΥ												
62.00	ΗΛΕΚΤΡΙΚΟ ΡΕΥΜΑ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ												
62.02	ΥΔΡΕΥΣΗ												
62.03	ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑ												

62.04	ΕΝΟΙΚΙΑ ΚΤΙΡΙΩΝ																		
	LEASING ΜΕΤΑΦΟΡΙΚΩΝ ΜΕΣΩΝ																		
62.07	ΕΠΙΣΚΕΥΕΣ ΣΥΝΤΗΡΗΣΕΙΣ																		
62.05/62.98	ΛΟΙΠΕΣ ΠΑΡΟΧΕΣ																		
63	ΦΟΡΟΙ - ΤΕΛΗ																		
64.00	ΕΞΟΔΑ ΜΕΤΑΦΟΡΑΣ ΚΑΙ ΤΑΞΙΔΙΩΝ																		
64.02	ΕΞΟΔΑ ΠΡΟΒΟΛΗΣ ΚΑΙ ΔΙΑΦΗΜΙΣΗΣ																		
64.05	ΣΥΝΔΡΟΜΕΣ - ΕΙΣΦΟΡΕΣ																		
64.07	ΕΝΤΥΠΑ ΚΑΙ ΓΡΑΦΙΚΗ ΥΛΗ																		
64.08	ΥΛΙΚΑ ΑΜΕΣΗΣ ΑΝΑΛΩΣΗΣ																		
64.09	ΕΞΟΔΑ ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΕΩΝ																		
64.98	ΔΙΑΦΟΡΑ ΕΞΟΔΑ																		
65	ΤΟΚΟΙ ΚΑΙ ΣΥΝΑΦΗ ΕΞΟΔΑ																		
XX	ΔΟΣΕΙΣ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΥ																		
	ΣΥΝΟΛΑ																		

Πηγή: Αρχείο ομίλου «Ιατρική Διάγνωση»

Στο σημείο αυτό αξίζει να σημειωθεί ότι στον κωδικό που συμβολίζεται ως XX, δηλαδή τα έξοδα για δόσεις εξοπλισμού πρέπει να υπολογιστεί προσεκτικά ποιος εξοπλισμός θα αντικατασταθεί, πόσο θα κοστίσει (μαζί με το Φ.Π.Α.), τότε θα αντικατασταθεί, τι ποσό θα δοθεί σαν προκαταβολή και σε πόσες δόσεις θα εξοφληθεί. Ακολουθεί ο Πίνακας 4.13 που δίνει τα στοιχεία για τον κωδικό XX των εκροών.

**Πίνακας 4.13**  
**Ανανέωση ιατροτεχνολογικού εξοπλισμού 2015-2020**

ΜΟΝΑΔΑ	2015			2016			2017			2018			2019			2020			
	Α.Π.Δ.	ΠΡΟΚ.	ΣΥΝΟΛΟ	Α.Π.Δ.	ΠΡΟΚ.	ΣΥΝΟΛΟ	Α.Π.Δ.	ΠΡΟΚ.	ΣΥΝΟΛΟ	Α.Π.Δ.	ΠΡΟΚ.	ΣΥΝΟΛΟ	Α.Π.Δ.	ΠΡΟΚ.	ΣΥΝΟΛΟ	Α.Π.Δ.	ΠΡΟΚ.	ΣΥΝΟΛΟ	
1																			
2																			
3																			
4																			
5																			
6																			
ΣΥΝΟΛΟ																			

Πηγή: Αρχείο ομίλου «Ιατρική Διάγνωση»

Όπου:

Α.Π.Δ: Αξία πληρωτέων δόσεων

ΠΡΟΚ: Προκαταβολή

Για τον ιατροτεχνολογικό εξοπλισμό υπολογίζονται τα εξής:

- Για το εργαστήριο βιολογικών υλικών (ΜΚΒ όπως αναφέρεται σε πίνακες παραπάνω) δεν γίνεται υπολογισμός αντικατάστασης εξοπλισμού, καθότι τα μηχανήματα και ο εξοπλισμός υπάγονται σε καθεστώς χρησιδανεισμού.
- Για τα απεικονιστικά μηχανήματα υπολογίζεται αντικατάσταση U/S στην 5ετία, ΜΑΜΜΟ, ΟΡΘΟ & ΜΟΠ στην 7ετία, CT & MRI στη 10ετία, ακτινολογικό και γ-camera στη 15ετία.

Έτσι λαμβάνεται υπ' όψιν πότε εγκαταστάθηκαν και πότε θα αποσυρθούν, στοιχεία απαραίτητα για την πρόβλεψη της συγκεκριμένης κατηγορίας εξόδου. Όσον αφορά στο νέο εξοπλισμό, αφού έχει καθοριστεί ο χρόνος τοποθέτησής του, υπολογίζεται η προκαταβολή και οι δόσεις του. Σε τέτοιου είδους ιατροτεχνολογικό εξοπλισμό συνηθίζεται να καταβάλλεται το 30% του ποσού ως προκαταβολή και το υπόλοιπο να καταβάλλεται σε 36 δόσεις.

Από τη σειρά των Πινάκων 4.12 για κάθε εταιρία, καταρτίζεται ο συγκεντρωτικός Πίνακας 4.14, στον οποίο αποτυπώνονται οι εκτιμήσεις και προβλέψεις των εκροών στην πενταετία 2015-2020.

**Πίνακας 4.14**  
**Εκτίμηση – Πρόβλεψη εκροών 2015-2020**

ΜΟΝΑΔΑ	2015	2016	2017	2018	2019	ΣΥΝΟΛΟ	% ΠΟΣΟΣΤΟ
1							
2							
3							
4							
5							
6							
ΣΥΝΟΛΟ							

Πηγή: Αρχείο ομίλου «Ιατρική Διάγνωση»

#### 4.5 Ταμειακές ροές στην πενταετία

Από τους Πίνακες 4.11 και 4.14 εξάγονται τα αποτελέσματα του Πίνακα 4.15 για κάθε μονάδα και κάθε έτος ξεχωριστά, ανά μήνα. Αυτές είναι και οι συνολικές ταμειακές ροές της εκάστοτε μονάδας.

**Πίνακας 4.15**  
**Εκτίμηση – Πρόβλεψη ταμειακών ροών 2015-2020**

ΕΤΟΣ	ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2015	Ταμείο 31/12/2014												
	Εισροές												
	Εκροές												
	Ταμείο εις Νέο												
2016	Ταμείο 31/12/2014												
	Εισροές												
	Εκροές												
	Ταμείο εις Νέο												
2017	Ταμείο 31/12/2014												
	Εισροές												
	Εκροές												
	Ταμείο εις Νέο												
2018	Ταμείο 31/12/2014												
	Εισροές												
	Εκροές												
	Ταμείο εις Νέο												
2019	Ταμείο 31/12/2014												
	Εισροές												
	Εκροές												
	Ταμείο εις Νέο												
2020	Ταμείο 31/12/2014												
	Εισροές												
	Εκροές												
	Ταμείο εις Νέο												

Πηγή: Αρχείο ομίλου «Ιατρική Διάγνωση»

Τέλος, συντάσσεται ο Πίνακας 4.16, ο οποίος περιλαμβάνει τις ταμειακές ροές για όλες τις μονάδες του ομίλου.

### Πίνακας 4.16

#### Εκτίμηση – Πρόβλεψη ταμειακών ροών 2015-2020 (συγκεντρωτικός των μονάδων)

ΜΟΝΑΔΑ	Έως 31/12/2020	% ΠΟΣΟΣΤΟ
1		
2		
3		
4		
5		
6		
ΣΥΝΟΛΟ		

Πηγή: Αρχείο ομίλου «Ιατρική Διάγνωση»

Αξίζει να σημειωθεί το γεγονός ότι τόσο στους Πίνακες 4.4 (πρόβλεψης εσόδων), 4.6 (πρόβλεψης εξόδων), 4.7 (πρόβλεψης αποτελεσμάτων), όσο και στον Πίνακα 4.16 (πρόβλεψης ταμειακών ροών), στη στήλη του ποσοστού συνεισφοράς κάθε εταιρίας στο αντίστοιχο μετρούμενο μέγεθος, το ποσοστό της κάθε εταιρίας ήταν σχεδόν ίδιο, γεγονός που επιβεβαιώνει την ορθότητα της διαδικασίας και την ακρίβεια των προβλέψεων.



## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5**

### **ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ - ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ**

#### **5.1 Συμπεράσματα**

Η διαδικασία της αποτίμησης έγινε με σκοπό την εύρεση μίας δίκαιης, λογικής και εύλογης σχέσης ανταλλαγής μετοχών από τις παλιές στη νέα εταιρία. Αυτό το βήμα είναι απαραίτητο για την ολοκλήρωση της συγχώνευσης και απαίτησε την επέμβαση του Ορκωτού Ελεγκτή προκειμένου να γίνει.

Οι υπολογισμοί του επιτοκίου προεξόφλησης που χρησιμοποιήθηκε για την αποτίμηση έγιναν όπως αναφέρεται και παραπάνω βάσει συγκεκριμένου τύπου από τη βιβλιογραφία και ενσωματώθηκαν σε αυτόν ευρωπαϊκά δεδομένα, όπως το επιτόκιο του γερμανικού ομολόγου και μέσοι όροι ευρωπαϊκών εταιριών του κλάδου προκειμένου να υπολογιστεί ο συντελεστής β. Επομένως, το επιτόκιο προεξόφλησης, της τάξεως του 15% που χρησιμοποιήθηκε, φαίνεται να είναι σε πρώτη ανάγνωση υψηλό για τα ελληνικά δεδομένα. Αυτό ωστόσο, δεν επηρεάζει τη συγκεκριμένη συγχώνευση, καθώς έχει μία ιδιαιτερότητα. Η ιδιαιτερότητα έγκειται στο ότι όλες οι υπό συγχώνευση εταιρίες είχαν ακριβώς ίδια δραστηριότητα και σχεδόν ίδια μετοχική σύνθεση. Επομένως, το πιο σημαντικό στην προκειμένη περίπτωση ήταν να αποτιμηθούν ακριβώς με την ίδια μεθοδολογία και τον ίδιο συντελεστή προεξόφλησης, ώστε να είναι δίκαιη και εύλογη η αποτίμηση και σε επόμενο στάδιο η σχέση ανταλλαγής μετοχών ως προς τη νέα εταιρία.

Αφού, λοιπόν, αποτιμήθηκε η κάθε εταιρία ξεχωριστά και υπολογίστηκε η αξία της, με τον τρόπο που περιγράφηκε ανωτέρω, ήταν πλέον εύκολο να υπολογιστεί και το ποσό που αντιστοιχούσε σε κάθε μέτοχο στην εκάστοτε εταιρία. Αυτό έγινε με βάση τα ποσοστά συμμετοχής των μετόχων. Στη συνέχεια, οι επιμέρους αξίες που αποτιμήθηκαν για κάθε μέτοχο προσδιόρισαν το ποσοστό συμμετοχής του στη νέα εταιρία, εφ' όσον ήταν πλέον γνωστή η συνολική αξία και της τελευταίας. Το ποσοστό συμμετοχής αυτό, πολλαπλασιαζόμενο με τον αριθμό των εκδοθεισών μετοχών της νέας εταιρίας, προσδιόρισε τελικά και τη συμμετοχή του κάθε μετόχου σε αυτή.

## 5.2 Προοπτικές

Είναι προφανές ότι η συγχώνευση των εταιριών του ομίλου «Ιατρική Διάγνωση» πραγματοποιήθηκε σαφώς για οικονομικούς λόγους, αλλά και προκειμένου η νέα εταιρία να επωφεληθεί των συνεργειών που θα προέκυπταν από αυτή.

Με τη συγχώνευση οι έξι εταιρίες δεν είναι πλέον ξεχωριστές νομικές οντότητες, αλλά μία εταιρία με πέντε υποκαταστήματα. Αυτό σημαίνει αυτομάτως αλλαγή τάξης μεγέθους για την εταιρία και λόγω τζίρων αλλά και λόγω αριθμού προσωπικού. Η εταιρία μπορεί πλέον να επωφεληθεί φορολογικά από τον συμψηφισμό ζημιών και κερδών των υποκαταστημάτων, πράγμα που δεν ήταν εφικτό πριν τη συγχώνευση. Δηλαδή, αν μία εταιρία είχε κέρδη, πριν τη συγχώνευση, θα πλήρωνε φόρο, ενώ μία άλλη που κατέγραφε ζημιές όχι.

Πέραν των οικονομικών παραμέτρων, οι συνέργειες για τον όμιλο μπορούν πλέον να είναι πολυεπίπεδες. Πολύ σημαντικό όφελος είναι αυτό της διαπραγμάτευσης τιμών με τους προμηθευτές, όπου μέχρι και πριν τη συγχώνευση η κάθε εταιρία είχε τις δικές της προμήθειες, έκανε με ξεχωριστό τρόπο τις παραγγελίες της και διαπραγματευόταν διαφορετικό όγκο προϊόντων. Μετά τη συγχώνευση, η εταιρία ενισχύει την παρουσία της στην αγορά και μπορεί να διαπραγματευτεί πιο συμφέρουσες τιμές αλλά και πιο ευνοϊκούς όρους αποπληρωμής. Ακόμα, μπορούν να τεθούν οι βάσεις για δημιουργία τμήματος logistics, όπου η εταιρία θα μπορεί να δίνει μεγάλους όγκους παραγγελιών και να διακινεί εσωτερικά προς τα υποκαταστήματα τις προμήθειές της.

Μία άλλη ευελιξία είναι αυτή που αφορά στο προσωπικό, όπου οι εταιρίες μπορούν πλέον να αξιοποιούν τους εργαζομένους ανάλογα με τις ανάγκες της εταιρίας, με ενδεχόμενη μετακίνησή τους, κάτι που δεν ήταν πριν εφικτό, λόγω του ότι κάθε εργαζόμενος ήταν δηλωμένος και ασφαλιζόταν σε μία μόνο εταιρία.

Τέλος, ο όμιλος «Ιατρική Διάγνωση» ως ενιαία εταιρία μετά τη συγχώνευση έχει ήδη δρομολογήσει κοινή στρατηγική marketing, με δημιουργία κοινού λογότυπου, αλλά και κοινών προσφορών στα υποκαταστήματά του.

Το σημαντικότερο όμως όφελος, είναι η θέση που διεκδικεί η εταιρία από την αγορά και το κοινωνικό σύνολο, το οποίο αποτελεί και τη βασική προτεραιότητα της. Οι υπηρεσίες που παρέχει αφορούν στην υγεία του πληθυσμού και την προαγωγή της, με τη διατήρηση της ποιότητας αυτών να είναι πολύ υψηλά στους στόχους της.



## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

### **Ελληνική**

Αρχείο Δικηγορικής εταιρίας Κατσίκης - Καλαματιανού και Συνεργάτες

Αρχείο Ομίλου «Ιατρική Διάγνωση»

Νόμος 2166/1993

Νόμος 2190/1920

Γιάννης Κατσαμποξάκης, Μέθοδοι για αποτίμηση επιχειρήσεων στο πλαίσιο εξαγορών, 2015, Ι.Ε.Σ.Ο.Ε.Λ., Πρόγραμμα Διαρκούς Επιμόρφωσης Ο.Ε.Λ.

Δημητρίου Χ. Γκίκα, Αφροδίτης Ι. Παπαδάκη, Γεωργίας Σ. Σιουγλέ, Ανάλυση και Αποτίμηση Επιχειρήσεων, 2010, Εκδόσεις Μπένου

Βασίλης Μ. Παπαδάκης, Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία, 2012, Εκδόσεις Μπένου

Κυριαζής Δ., Συγχωνεύσεις και Εξαγορές, 2007, Εκδόσεις Πανεπιστημιακό, Αθήνα

### **Ξενόγλωσση**

Krishna G. Palepu, Paul M. Healy and Erik Peek, Business Analysis and Valuation, IFRS edition, 2013, 3<sup>rd</sup> edition

Pablo Fernandez, Company valuation methods. The most common errors in valuations, 2004, IESE Business School, University of Navarra

Brealey, R.A. and S.C. Myers, Principles of Corporate Finance, 6<sup>th</sup> edition, 2000, McGraw-Hill, New York

Koller T., Goedhart M. and Wessels D., Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, 5<sup>th</sup> edition, 2010, McKinsey & Company

Damodaran A., Investment Valuation. Tools and Techniques for determining the Value of Any Asset, 1996, John Wiley & Sons, Inc., New York

James R. Hitchner, Financial Valuation: Applications and Models, 2003, John Wiley & Sons, Inc.

Scott Gabehart and Richard Brinkley, The Business Valuation Book. Proven Strategies for Measuring a Company's Value, 2002, AMACOM American Management Association

**Διαδικτυακή**

<http://www.iatrikidiagnosigroup.gr>

<http://www.koropimdc.gr/images/PDF/152674-iatriki-diagnosi-kai-prolipsi-koropiou-anakoinosi-prilipsis-sxediou-symvasis.pdf>

<http://www.koropimdc.gr/images/PDF/152675-iatriki-diagnosi-kai-prolipsi-koropiou-sxedio-symvasis.pdf>