



ΔΙΑΤΜΗΜΑΤΙΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ  
ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ  
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ

ΔΙΑΤΜΗΜΑΤΙΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Διπλωματική Εργασία

**ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ ΜΕ ΑΠΟΡΡΟΦΗΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΚΑ, ΑΤΕ,  
PROTERGIA ΚΑΙ PROTERGIA THERMO ΓΙΑ ΤΗΝ ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε.**

ΙΩΑΝΝΗΣ ΜΠΑΤΟΣ

A.M. mbx18010



Επιβλέπων καθηγητής: Ιωάννης Ταμπακούδης

Θεσσαλονίκη, Ιούνιος 2022

# ΔΗΛΩΣΗ ΜΗ ΛΟΓΟΚΛΟΠΗΣ ΚΑΙ ΑΝΑΛΗΨΗΣ ΠΡΟΣΩΠΙΚΗΣ ΕΥΘΥΝΗΣ

"Με πλήρη επίγνωση των συνεπειών του νόμου περί πνευματικών δικαιωμάτων, δηλώνω ότι είμαι αποκλειστικός συγγραφέας της παρούσας Πτυχιακής Εργασίας, για την ολοκλήρωση της οποίας κάθε βοήθεια είναι πλήρως αναγνωρισμένη και αναφέρεται λεπτομερώς στην εργασία αυτή. Έχω αναφέρει πλήρως και με σαφείς αναφορές, όλες τις πηγές χρήσης δεδομένων, απόψεων, θέσεων και προτάσεων, ιδεών και λεκτικών αναφορών, είτε κατά κυριολεξία είτε βάση επιστημονικής παράφρασης. Αναλαμβάνω την προσωπική και ατομική ευθύνη ότι σε περίπτωση αποτυχίας στην υλοποίηση των ανωτέρω δηλωθέντων στοιχείων, είμαι υπόλογος έναντι λογοκλοπής, γεγονός που σημαίνει αποτυχία στην Πτυχιακή μου Εργασία και κατά συνέπεια αποτυχία απόκτησης του Τίτλου Σπουδών, πέραν των λοιπών συνεπειών του νόμου περί πνευματικών δικαιωμάτων. Δηλώνω, συνεπώς, ότι αυτή η Πτυχιακή Εργασία προετοιμάστηκε και ολοκληρώθηκε από εμένα προσωπικά και αποκλειστικά και ότι, αναλαμβάνω πλήρως όλες τις συνέπειες του νόμου στην περίπτωση κατά την οποία αποδειχθεί, διαχρονικά, ότι η εργασία αυτή ή τμήμα της δε μου ανήκει διότι είναι προϊόν λογοκλοπής άλλης πνευματικής ιδιοκτησίας."

# Περιεχόμενα

<b>ΔΗΛΩΣΗ ΜΗ ΛΟΓΟΚΛΟΠΗΣ ΚΑΙ ΑΝΑΛΗΨΗΣ ΠΡΟΣΩΠΙΚΗΣ ΕΥΘΥΝΗΣ</b>	<b>2</b>
<b>Περιεχόμενα</b>	<b>3</b>
Κατάλογος Πινάκων	<b>6</b>
Πίνακας 1: Δείκτες ρευστότητας	6
Πίνακας 2: Δείκτες δραστηριότητας	6
Πίνακας 3: Δείκτες φερεγγυότητας	6
Πίνακας 4: Δείκτες κερδοφορίας	6
Πίνακας 5: Δείκτες αποτίμησης	6
<b>Κατάλογος Γραφημάτων</b>	<b>6</b>
Γράφημα 1: Δείκτες ρευστότητας	6
Γράφημα 2.1: Δείκτες δραστηριότητας 1/2	6
Γράφημα 2.2: Δείκτες δραστηριότητας 2/2	6
Γράφημα 3: Δείκτες φερεγγυότητας	6
Γράφημα 4: Δείκτες κερδοφορίας	6
Γράφημα 5: Δείκτες αποτίμησης	6
<b>Περίληψη</b>	<b>7</b>
<b>Abstract</b>	<b>8</b>
<b>Εισαγωγή – σκοπός εργασίας</b>	<b>9</b>
Κεφάλαιο 1: Ιστορική αναδρομή των 5 εταιριών	<b>12</b>
1.1 Όμιλος Μυτιληναίος	12
1.2 Μέτκα	14
1.3 Αλουμίνιον της Ελλάδος	15
1.4 Protergia	16
1.5 Protergia Thermo	16
Κεφάλαιο 2: Είδη συγχωνεύσεων (ονομαστικά)	<b>18</b>
2.1 Ανάπτυξη της συγχώνευσης με απορρόφηση	24
Κεφάλαιο 3: Αναφορά των χρηματοοικονομικών δεικτών που θα αναλυθούν και συνοπτική περιγραφή	<b>26</b>
3.1 Δείκτες ρευστότητας	26
3.1.1 Κυκλοφοριακή ρευστότητα (current ratio)	26
3.1.2 Πραγματική ρευστότητα (quick ratio)	26
3.1.3 Άμεση ταμειακή ρευστότητα (cash ratio)	26
3.2 Δείκτες δραστηριότητας	27
3.2.1 Ταχύτητα κυκλοφορίας ενεργητικού (assets turnover)	27
3.2.2 Ταχύτητα κυκλοφορίας αποθεμάτων (inventories turnover)	27

3.2.3 Μέση Διάρκεια Διατήρησης Αποθεμάτων (Inventory Days)	27
3.2.4 Μέση Διάρκεια Είσπραξης Απαιτήσεων (Accounts Receivable Days)	27
3.2.5 Μέση Διάρκεια Πληρωμής Απαιτήσεων (Accounts Payable Days)	28
3.3 Δείκτες φερεγγυότητας	28
3.3.1 Δείκτης χρέους (debt ratio)	28
3.3.2 Δείκτης δανειακής εξάρτησης ή χρέος προς ίδια κεφάλαια (debt to equity)	28
3.3.3 Πολλαπλασιαστής μόχλευσης (Equity multiplier)	29
3.3.4 Δείκτης κάλυψης τόκων (Interest coverage ratio)	29
3.4 Δείκτες κερδοφορίας	29
3.4.1 Μικτό περιθώριο κέρδους (gross profit margin)	29
3.4.2 Περιθώριο λειτουργικού κέρδους (operating profit margin)	29
3.4.3 Καθαρό περιθώριο κέρδους (net profit margin)	30
3.4.4 Απόδοση ιδίων κεφαλαίων (return on equity (ROE))	30
3.4.5 Απόδοση ενεργητικού (return on assets (ROA))	30
3.5 Δείκτες αποτίμησης	30
3.5.1 Αναλογία τιμής μετοχής και κερδών ανά μετοχή (price to earnings (P/E))	30
3.5.2 Μερισματική απόδοση (dividend yield)	31
<b>Κεφάλαιο 4: Ανάλυση δεικτών πριν και μετά τη συγχώνευση</b>	<b>32</b>
4.1 Ανάλυση των δεικτών ρευστότητας	32
Γράφημα 1: Δείκτες ρευστότητας	33
Πίνακας 1: Δείκτες ρευστότητας	33
4.2 Ανάλυση των δεικτών δραστηριότητας	33
Γράφημα 2.1: Δείκτες δραστηριότητας 1/2	34
Γράφημα 2.2: Δείκτες δραστηριότητας 2/2	34
Πίνακας 2: Δείκτες δραστηριότητας	35
4.3 Ανάλυση των δεικτών φερεγγυότητας	35
Γράφημα 3: Δείκτες φερεγγυότητας	36
Πίνακας 3: Δείκτες φερεγγυότητας	36
4.4 Ανάλυση των δεικτών κερδοφορίας	36
Γράφημα 4: Δείκτες κερδοφορίας	37
Πίνακας 4: Δείκτες κερδοφορίας	38
4.5 Ανάλυση των δεικτών αποτίμησης	38
Γράφημα 5: Δείκτες αποτίμησης	38
Πίνακας 5: Δείκτες αποτίμησης	39
<b>Κεφάλαιο 5: Συμπεράσματα - Αξιολόγηση</b>	<b>39</b>
5.1 Περίληψη και αξιολόγηση των χρηματοοικονομικών δεικτών	39
5.2 Προτάσεις πολιτικής και στρατηγικής της εταιρείας	41
5.3 Περιορισμοί και προτάσεις για μελλοντική έρευνα	41
<b>Βιβλιογραφία</b>	<b>42</b>



## Κατάλογος Πινάκων

[Πίνακας 1: Δείκτες ρευστότητας](#)

[Πίνακας 2: Δείκτες δραστηριότητας](#)

[Πίνακας 3: Δείκτες φερεγγυότητας](#)

[Πίνακας 4: Δείκτες κερδοφορίας](#)

[Πίνακας 5: Δείκτες αποτίμησης](#)

## Κατάλογος Γραφημάτων

[Γράφημα 1: Δείκτες ρευστότητας](#)

[Γράφημα 2.1: Δείκτες δραστηριότητας 1/2](#)

[Γράφημα 2.2: Δείκτες δραστηριότητας 2/2](#)

[Γράφημα 3: Δείκτες φερεγγυότητας](#)

[Γράφημα 4: Δείκτες κερδοφορίας](#)

[Γράφημα 5: Δείκτες αποτίμησης](#)

## Περίληψη

Αντικείμενο της παρούσας εργασίας είναι η αξιολόγηση της συγχώνευσης με απορρόφηση των METKA, ATE, PROTERGIA ΚΑΙ PROTERGIA THERMO για την ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. Ο σκοπός της εργασίας είναι να γίνει η αξιολόγηση μέσω της ανάλυσης των χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών πριν και μετά τη συγχώνευση.

Στα πρώτα 2 κεφάλαια γίνεται μια ιστορική αναδρομή των 4 εταιρειών και του ομίλου Μυτιληναίος, καθώς και μια συνοπτική περιγραφή των ειδών των συγχωνεύσεων, ενώ αναλύεται η συγχώνευση με απορρόφηση. Στο κεφάλαιο 3, ακολουθεί αναφορά στους δείκτες ρευστότητας, δραστηριότητας, φερεγγυότητας, κερδοφορίας και αποτίμησης.

Στο 4ο κεφάλαιο αναλύονται όλοι οι χρηματοοικονομικοί δείκτες πριν και μετά τη συγχώνευση καθώς εξηγείται και η επίδραση της συγχώνευσης στους παραπάνω δείκτες.

Στο τελευταίο κεφάλαιο, έχουμε τα συμπεράσματα και την αξιολόγηση των δεικτών ανα είδος καθώς και την πρόταση στρατηγικής της εταιρείας βάση των παραπάνω αποτελεσμάτων.

Συμπερασματικά, από το σύνολο των πληροφοριών που αναλύονται στην παρούσα έρευνα, αποδεικνύεται ότι ο όμιλος μετά τη συγχώνευση βελτιώνεται στους περισσότερους τομείς και χρηματοοικονομικούς αριθμοδείκτες. Μετά τη συγχώνευση ο όμιλος αποκτά μεγάλη διαπραγματευτική ισχύ αλλά και ενισχύει την εικόνα του ως ένας οργανισμός με πολυσχιδείς δραστηριότητες που μπορεί να σταθεί ισάξια απέναντι στο διεθνή ανταγωνισμό.

## THESIS TITLE

### EVALUATION OF THE MERGER BY ABSORPTION OF METKA, ATE, PROTERGIA AND PROTERGIA THERMO FOR MYTILINEOS SA

## Abstract

The subject of this thesis is the evaluation of the merger by absorption of METKA, ATE, PROTERGIA AND PROTERGIA THERMO for MYTILINEOS S.A. The purpose of the research is to make the evaluation through the analysis of the financial ratios before and after the merger.

In the first 2 chapters there is a historical review of the 4 companies and the Mytilineos group as well as a brief description of the types of mergers, while the merger by absorption is analyzed. In chapter 3, there is a reference to liquidity, activity, solvency, profitability and valuation ratios.

In the 4th chapter, all the financial indicators before and after the merger are analyzed as well as the effect of the merger on the above indicators is explained.

In the last chapter, we have the conclusions and the evaluation of the indicators by type as well as the proposal of the company's strategy based on the above results.

In conclusion, from all the information analyzed in this research, it turns out that the post-merger group is improving in most areas and financial ratios. After the merger, the group acquires great bargaining power and also strengthens its image as an organization with diverse activities that can stand equally against international competition.



## Εισαγωγή – σκοπός εργασίας

Η πρόσφατη διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση είναι συνυφασμένη με τη δραματική εξάπλωση της χρηματοπιστωτικής καινοτομίας και αποδίδεται ευρέως στην αδυναμία των πιστωτικών ιδρυμάτων να διαχειριστούν αποτελεσματικά την εκτίμηση και εκτίμηση κινδύνου που υπάρχει στο σύγχρονο διεθνές χρηματοοικονομικό περιβάλλον. Μεγάλο μέρος της πρόσφατης διεθνούς βιβλιογραφίας επικεντρώνεται στη σύγχρονη δομή του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος και στους παράγοντες που αποτελούν πιθανή πηγή αστάθειας. Από την άλλη πλευρά, έχει αναπτυχθεί ογκώδης βιβλιογραφία για τη σημασία των τραπεζών για τη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος και τον ιδιαίτερο ρόλο τους, ο οποίος μπαίνει ως καθοριστικός παράγοντας στη μακροπρόθεσμη διαδικασία οικονομικής ανάπτυξης (Μόσχος Δ., Χορταρέας Γ., 2011).

Η κύρια λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος είναι η μεταφορά κεφαλαίων από ετερογενείς πηγές αποταμίευσης στους επενδυτές. Ο διαμεσολαβητικός ρόλος των τραπεζών στην οικονομία, εκτός από την κινητοποίηση αποταμιεύσεων, είναι η συλλογή και αξιοποίηση πληροφοριών για το επιχειρηματικό περιβάλλον και τις χρηματοοικονομικές προοπτικές, και κατά συνέπεια σε βάθος ανάλυση και καλύτερη διαχείριση κινδύνων (Μόσχος Δ., Χορταρέας Γ., 2011).

Η ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος συμβάλλει στην οικονομική ανάπτυξη μέσω της παροχής πληρέστερων πληροφοριών και της μείωσης του κόστους συναλλαγών. Επιπλέον, συμβάλλει στη βελτίωση της παραγωγικότητας και της αποδοτικότητας του χρηματοπιστωτικού τομέα, ενθαρρύνει την αποταμίευση και διευκολύνει τις επενδύσεις.

Γενικά, τα πιο ανεπτυγμένα χρηματοπιστωτικά συστήματα έχουν τη δυνατότητα να διοχετεύουν αποτελεσματικά μεγαλύτερα ποσά κεφαλαίων από τους αποταμιευτές στους επενδυτές. Ταυτόχρονα, το χρηματοπιστωτικό σύστημα μετριάζει τον κίνδυνο επενδυτικών αποφάσεων και κυρίως τον κίνδυνο ρευστότητας (Pagano M., 1993).

Οι υπηρεσίες που παρέχονται από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα διευκολύνουν την οικονομική δραστηριότητα με ποικίλους τρόπους. Η χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση

επιτρέπει την αντιμετώπιση προβλημάτων «ηθικού κινδύνου» και «δυσμενούς επιλογής», ενθαρρύνοντας την παροχή κεφαλαίων αποταμίευσης. Συμβάλλει στη σημαντική μείωση του κόστους συναλλαγών μέσω ενός μηχανισμού άντλησης μεμονωμένων κεφαλαίων από ετερογενείς αποταμιευτές και διοχέτευσής τους στους επενδυτές. Επιπλέον, διευκολύνει τη διαχείριση κινδύνων, καθώς επιτρέπει την εξομάλυνση των ροών με την πάροδο του χρόνου και την εκμετάλλευση των οικονομιών κλίμακας (Μόσχος & Χορταρέας, 2011). Σε μια αγορά χωρίς χρέη που λειτουργεί χωρίς τριβές και κόστος, δεν υπάρχει ανάγκη για χρηματοπιστωτικό σύστημα, καθώς οι συναλλαγές μεταξύ πλεονασματικών και ελλειμματικών μονάδων μπορούν να διεκπεραιώνονται «αυτόματα» χωρίς την ανάγκη μεσάζοντα (Σαράντης, 2007).

Οι χρηματοπιστωτικές αγορές έχουν μια ιδιαιτερότητα σε σύγκριση με άλλες αγορές: Τα αγαθά (χρήματα) που παραδίδονται σήμερα ανταλλάσσονται με υποσχέσεις παράδοσης αγαθών (χρήματα συν τόκους) κάποια στιγμή στο μέλλον. Ως εκ τούτου, οι πληροφορίες που είναι διαθέσιμες στους εμπόρους είναι ζωτικής σημασίας, διότι ένας έμπορος έχει τη δυνατότητα να επηρεάσει το αποτέλεσμα μεταξύ της σύναψης και της σύναψης της συμφωνίας. Επιπλέον, η απόκτηση πληροφοριών είναι δαπανηρή (Σαράντης, 2007).

Το χρηματοπιστωτικό σύστημα, δηλαδή οι χρηματοπιστωτικές αγορές και οι θεσμοί, υπάρχουν ακριβώς λόγω των διαφόρων ατελειών στη λειτουργία της οικονομίας. Αυτές οι ελλείψεις συνίστανται στην ύπαρξη κόστους πληροφοριών και κόστους συναλλαγής. Έτσι, τα κόστη που απαιτούνται για τη συλλογή πληροφοριών και την ίδια την πληροφορία, αλλά και τα κόστη για τη σύναψη συμφωνιών και διεκπεραίωση συναλλαγών δημιουργούν τις προϋποθέσεις που αναδεικνύουν την αναγκαιότητα ύπαρξης του χρηματοπιστωτικού συστήματος (Σαράντης, 2007)

Οι χρηματοπιστωτικές αγορές και τα ιδρύματα υπάρχουν για να ελαχιστοποιούν τα προβλήματα που δημιουργούνται από την έλλειψη επαρκών πληροφοριών και τις διάφορες ατέλειες που υπάρχουν στη διεξαγωγή των συναλλαγών. Δηλαδή, ο ρόλος του χρηματοπιστωτικού συστήματος είναι να περιορίζει το κόστος απόκτησης πληροφοριών και το κόστος ολοκλήρωσης συναλλαγών. Οι διαφορετικοί συνδυασμοί πληροφόρησης και κόστους συναλλαγών που υπάρχουν υπογραμμίζουν τη δημιουργία διαφορετικών χρηματοοικονομικών συμβάσεων - διευθετήσεων, αγορών και ιδρυμάτων (Σαράντης, 2007).

Η σχεδιαζόμενη αναδιάρθρωση θα απλοποιήσει τη δομή του Ομίλου και θα οδηγήσει σε συνέργειες τόσο από λειτουργική όσο και από οικονομική άποψη. Η νέα, ευέλικτη δομή θα επωφεληθεί από σημαντικές μειώσεις κόστους, οικονομίες κλίμακας, βελτιστοποίηση προμηθειών, ομογενοποίηση και βελτιωμένη διαχείριση ανθρώπινου κεφαλαίου και ανταλλαγή εμπειρογνωμοσύνης, γνώσης και βέλτιστων πρακτικών σε ολόκληρη τη νέα οντότητα. σε εκτιμώμενες ετήσιες λειτουργικές συνέργειες προ φόρων 20,6 εκατ. ευρώ που θα υλοποιηθούν πλήρως ένα χρόνο μετά την ολοκλήρωση. Η νέα, ευέλικτη και απλουστευμένη δομή θα προσφέρει μεγαλύτερη οικονομική ευελιξία, επιτρέποντας τη διαφοροποίηση των ταμειακών ροών της νέας συγχωνευμένης εταιρείας και την ενίσχυση του ισολογισμού της. Αυτό θα επιτρέψει τη βέλτιστη κατανομή του κεφαλαίου στις επενδύσεις που προσφέρουν τις υψηλότερες αποδόσεις, ενισχυμένη από την ισχυρή οικονομική ευρωστία της νέας οντότητας.

Η προβλεπόμενη εταιρική αναδιάρθρωση αναμένεται να ολοκληρωθεί το αργότερο έως τις 30/08/2017 και να αυξήσει τα βραχυπρόθεσμα κέρδη καθώς και να δημιουργήσει αξία για όλους τους μετόχους. Σύμφωνα με τις διατάξεις του Κανονισμού (ΕΕ) 596/2014, η αξιολόγηση των Διοικητικών Συμβουλίων της ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ και της ΜΕΤΚΑ σχετικά με τη σχέση ανταλλαγής, η οποία υπόκειται στην έγκριση από τη Γενική Συνέλευση των μετόχων καθεμιάς από τις συγχωνευόμενες εταιρείες, είναι ανακοινώνεται με την παρούσα. Συγκεκριμένα, προτείνεται οι μέτοχοι της ΜΕΤΚΑ να λάβουν 1 κοινή εισηγμένη μετοχή της ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ με δικαίωμα ψήφου, ονομαστικής αξίας 0,97 ευρώ η καθεμία, για κάθε μετοχή της ΜΕΤΚΑ, με δικαιώματα ψήφου και ονομαστική αξία 0,32 ευρώ που κατέχουν.

# Κεφάλαιο 1: Ιστορική αναδρομή των 5 εταιριών

## 1.1 Όμιλος Μυτιληναίος

Η ΜΥΤΙΑΗΝΑΙΟΣ είναι μια κορυφαία παγκόσμια βιομηχανική και ενεργειακή εταιρεία με ισχυρή παρουσία και στις πέντε ηπείρους. Η εταιρεία λειτουργεί τέσσερις επιχειρηματικές μονάδες, την Power & Gas BU, την Metallurgy BU, την Renewables & Storage Development BU και την Sustainable Engineering Solutions BU. Η ισχυρή διεθνής παρουσία της εταιρείας και στις πέντε ηπείρους καθιερώνεται ως παγκόσμιος ηγέτης, καθώς οι εξαγωγές της στις ξένες αγορές αντιπροσωπεύουν περισσότερο από το 2% των συνολικών ελληνικών εξαγωγών, ωφελώντας σημαντικά την εθνική οικονομία και μεταφέροντας ένα ισχυρό μήνυμα για τη δέσμευσή της για συνεχή ανάπτυξη.

Ο όμιλος Μυτιληναίος ανακοίνωσε την έναρξη των διαδικασιών για τον εταιρικό μετασχηματισμό του ομίλου, που περιλαμβάνει την απορρόφηση από την εισηγμένη συμμετοχή των θυγατρικών METKA, Αλουμίνιο Ελλάδος, Protergia και Protergia Thermo μετά από σχετική απόφαση των ΔΣ τους. Σύμφωνα με ανακοίνωση του ομίλου, μέσω του εταιρικού μετασχηματισμού στη συγκεκριμένη περίπτωση, θα απλοποιήσει τη δομή του ομίλου, ενώ θα οδηγήσει σε επιχειρηματικές συνέργειες τόσο σε λειτουργικό όσο και σε οικονομικό επίπεδο.

Η νέα ευέλικτη δομή θα επωφεληθεί από τη σημαντική μείωση του χρηματοοικονομικού κόστους, τις οικονομίες κλίμακας, τη βελτιστοποίηση των διαδικασιών προμηθειών, την ομογενοποίηση και τη βελτίωση της αξιοποίησης του ανθρώπινου δυναμικού, καθώς και την ανταλλαγή τεχνογνωσίας, εμπειρίας και βέλτιστων πρακτικών μεταξύ των διαφόρων τμημάτων το νέο Αποτέλεσμα είναι η επίτευξη λειτουργικών συνεργιών με εκτιμώμενη ετήσια αξία 20,6 εκατ. προ φόρων, οι οποίες θα επιτευχθούν πλήρως ένα χρόνο μετά την ολοκλήρωση του εταιρικού μετασχηματισμού. Το νέο, ευέλικτο και απλουστευμένο σχήμα θα προσφέρει ενισχυμένη χρηματοοικονομική ευελιξία, επιτρέποντας τη διαφοροποίηση των ταμειακών ροών της νέας ενοποιούμενης εταιρείας καθώς και την ενίσχυση του ισολογισμού της. Με αυτόν τον τρόπο, θα είναι δυνατή η βέλτιστη κατανομή κεφαλαίων σε επενδύσεις

που θα προσφέρουν υψηλές αποδόσεις, ενισχυμένες από τη σταθερή οικονομική ευρωστία της νέας εταιρείας.

Ο επιδιωκόμενος εταιρικός μετασχηματισμός αναμένεται να ολοκληρωθεί το αργότερο έως τις 30/08/2017, καθώς και να αποφέρει βραχυπρόθεσμα κέρδη και δημιουργία περαιτέρω αξίας για τους μετόχους. Σύμφωνα με τις διατάξεις του Κανονισμού (ΕΕ) 596/2014, ανακοινώνεται η αξιολόγηση των Διοικητικών Συμβουλίων της ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ και της ΜΕΤΚΑ για τη σχέση ανταλλαγής, η οποία υπόκειται στην έγκρισή της από τις Γενικές Συνελεύσεις των μετόχων της κάθε συγγώνευσης. εταιρείας. Ειδικότερα, προτείνεται στους μετόχους της ΜΕΤΚΑ να λάβουν 1 κοινή εισηγμένη μετοχή ψήφου της ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ, ονομαστικής αξίας 0,97 ευρώ η κάθε μία, για κάθε κοινή εισηγμένη μετοχή ψήφου της ΜΕΤΚΑ που κατέχουν, ονομαστικής αξίας 0,32 ευρώ η κάθε μία.

Σύμφωνα με την κείμενη νομοθεσία, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ διόρισε τη Nomura International plc (εφεξής «Nomura») ενώ το Διοικητικό Συμβούλιο της ΜΕΤΚΑ διόρισε την Barclays Bank PLC, ενεργώντας μέσω της Επενδυτικής της Τράπεζας (εφεξής «Barclays»), προκειμένου κάθε από αυτούς, ενεργώντας ως χρηματοοικονομικός σύμβουλος του αντίστοιχου εντολέα του, σύμφωνα με το άρθρο 4.1.4.1.3 του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών και με την επιφύλαξη των αντίστοιχων εσωτερικών διαδικασιών και εγκρίσεων της Nomura και της Barclays, να εκδώσει ανεξάρτητη γνώμη σχετικά με την έκθεση και εύλογη για την παραπάνω σχέση ανταλλαγής μετοχών.

Η Lazard & Co. Limited (εφεξής «Lazard»), ορίστηκε αποκλειστικός οικονομικός σύμβουλος της ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ, ενώ η Eurobank Ergasias A.E. θα ενεργεί ως Σύμβουλος Διαδικασιών σχετικά με την έκδοση νέων μετοχών. Ως σύμβουλος ορίστηκε η McKinsey & Company για την υποστήριξη της λειτουργικής μετάβασης των συγχωνευόμενων εταιρειών στο νέο σχήμα, ενώ η «PKF Euroaudiki SA» ορίστηκε ως ανεξάρτητος ελεγκτής για τον προσδιορισμό της αξίας των περιουσιακών στοιχείων της Εταιρείας σύμφωνα με το άρθρο 53 του ν. 4172/2013.

Η συγγώνευση, όπως αποφασίστηκε κατ' αρχήν από τα Διοικητικά Συμβούλια των μετασχηματισμένων εταιρειών, θα έχει ημερομηνία 31.12.2016 ως ημερομηνία ισολογισμού μετασχηματισμού και θα πραγματοποιηθεί σύμφωνα με τις διατάξεις, τις διατάξεις και τις

εξαιρέσεις του Ν. 4172/2013. , άρθρο 61 του Ν. 4438 / 2016, των άρθρων 69 επ. Του μπακαλιάρου. 2190/1920 και γενικότερα της ελληνικής εμπορικής νομοθεσίας. Η ολοκλήρωση της συγχώνευσης υπόκειται στην έγκριση των Γενικών Συνελεύσεων των μετόχων καθεμιάς από τις μετασχηματιζόμενες εταιρείες και υπόκειται επίσης στη λήψη από το νόμο όλων των απαιτούμενων εγκρίσεων από τις αρμόδιες εποπτικές αρχές.

## 1.2 Μέτκα

Η ΜΕΤΚΑ αναπτύσσει συνεχώς την τεχνογνωσία, το ανθρώπινο δυναμικό και την παραγωγική της ικανότητα από την αρχή της λειτουργίας της, πριν από 50 χρόνια, μέχρι σήμερα, η οποία είναι διεθνώς αναγνωρισμένη ως κορυφαίος κατασκευαστής ολοκληρωμένων ενεργειακών και βιομηχανικών έργων.

Η ΜΕΤΚΑ αποτελεί τον τομέα επιχειρηματικής δραστηριότητας Έργων Βιώσιμης Ανάπτυξης της MYTILINEOS, που αναλαμβάνει την ανάπτυξη και εφαρμογή βιώσιμων έργων, την κατασκευή θερμικών μονάδων παραγωγής ενέργειας και επιλεγμένων έργων υποδομών. Η ΜΕΤΚΑ είναι επικεντρωμένη στις ανάγκες των διεθνών αγορών και δραστηριοποιείται δυναμικά στην ανάληψη έργων βιώσιμης ανάπτυξης σε Ευρώπη, Μέση Ανατολή και Αφρική.

Η βιομηχανική δραστηριότητά μας, εξυπηρετεί πληθώρα πελατών παγκοσμίως και εξάγει τα προϊόντα σε όλο τον κόσμο. Παράλληλα, οι βιομηχανικές μας εγκαταστάσεις, διαθέτοντας εμπειρία πολλών δεκαετιών στη σύνθετη βιομηχανική παραγωγή προστιθέμενης αξίας, κατασκευάζουν τελευταίας τεχνολογίας εξαρτήματα και εξοπλισμό που χρησιμοποιούνται στις επιλεγμένες αγορές της ενέργειας και των υποδομών. Η ΜΕΤΚΑ αναπτύσσει συνεχώς την τεχνογνωσία, το ανθρώπινο δυναμικό και την παραγωγική της δυνατότητα. Σήμερα αξιοποιώντας τις αξίες και τις δυνατότητές της, κατατάσσεται μεταξύ των κορυφαίων κατασκευαστών έργων βιώσιμης ανάπτυξης και είναι αναγνωρισμένη για την αξιοπιστία, την ευελιξία και την ικανότητα εκτέλεσης έργων εντός χρονοδιαγράμματος.

Εκτός από ένα εξαιρετικό ιστορικό στην επιτυχημένη εκτέλεση έργων, η ΜΕΤΚΑ εστιάζει στην ανάπτυξη και επέκταση των δραστηριοτήτων της και σε νέες αγορές με αυξανόμενες ενεργειακές ανάγκες. Ως ο στρατηγικός τομέας επιχειρηματικής

δραστηριότητας Έργων Βιώσιμης Ανάπτυξης της MYTILINEOS, η METKA δεσμεύεται να διαδραματίζει θετικό ρόλο στις κοινωνίες που δραστηριοποιείται, να προάγει τις ανθρώπινες αξίες και την κοινωνική συνοχή, καθώς και να υιοθετεί περιβαλλοντικά υπεύθυνες πρακτικές σε όλες τις επιχειρηματικές της δραστηριότητες.

### 1.3 Αλουμίνιον της Ελλάδος

Για την Εταιρεία ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ, η ανάπτυξη και ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας του Τομέα Μεταλλουργίας αποτελεί στρατηγικά σημαντικό στόχο. Έχοντας κάνει μία από τις μεγαλύτερες επενδύσεις που έχουν γίνει μέχρι σήμερα στην Ελλάδα σε ιδιωτικές, ενεργειακές, βιομηχανικές και περιβαλλοντικές στον Άγιο Νικόλαο Βοιωτίας, όπου βρίσκεται το εργοστασιακό συγκρότημα ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ, έχει καθιερωθεί ως ένας από τους ισχυρότερους κλάδους της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Σήμερα η ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ διαθέτει τη σημαντικότερη κάθετη μονάδα παραγωγής και εμπορίας αλουμίνιας και αλουμινίου στην Ευρωπαϊκή Ένωση και μαζί με τα ορυχεία της, αποτελεί κινητήρια δύναμη για την εθνική και ευρωπαϊκή οικονομία, αλλά και την ελληνική περιφέρεια. Είναι ο δεύτερος μεγαλύτερος παραγωγός βωξίτη στην Ελλάδα και κατ' επέκταση στην Ευρώπη, με ετήσια παραγωγή 650.000 τόνων βωξίτη, μόνο από υπόγεια εργοτάξια.

Η στρατηγική της Εταιρείας στον Τομέα της Μεταλλουργίας εστιάζει στην:

- Παροχή βέλτιστων προϊόντων και λύσεων στους πελάτες, πέρα από απλή διάθεση εμπορευμάτων
- Αναζήτηση νέων έργων καθετοποίησης ή διεύρυνσης, για την ισχυροποίηση του κλάδου
- Αύξηση της ανταγωνιστικότητας μέσω στρατηγικών επενδύσεων και μεθόδων αντιστάθμισης κινδύνων

Το εργοστάσιο αλουμινίου της ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ παραμένει ένας από τους ισχυρούς πυλώνες της ελληνικής βιομηχανίας, με ετήσια παραγωγική δυναμικότητα που ξεπερνά τους 182.000 τόνους σε αλουμίνιο και τους 820.000 τόνους σε αλουμίνα. Το εργοστασιακό

συγκρότημα της Εταιρείας στον Αγ. Ο Νικόλαος Βοιωτίας απασχολεί άμεσα 1.100 άτομα και έμμεσα πάνω από 400 και εφαρμόζει παραγωγικές και εμπορικές πρακτικές αντίστοιχες με τις κορυφαίες μεταλλουργικές βιομηχανίες παγκοσμίως. Από την ίδρυσή της μέχρι σήμερα, η εταιρεία έχει αναδειχθεί ως μοχλός ανάπτυξης για την περιοχή και είναι περήφανη που υποστηρίζει και υποστηρίζεται από γενιές εργαζομένων, οι οποίοι αποτελούν την κινητήρια δύναμη ενός κλάδου που είναι πρωτοπόρος στην τεχνογνωσία παγκοσμίως.

## 1.4 Protergia

Η Protergia είναι ο Τομέας Ηλεκτρικής Ενέργειας και Φυσικού Αερίου της ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ, της μεγαλύτερης ιδιωτικής εταιρείας ενέργειας στην Ελλάδα, η οποία με ενεργειακό χαρτοφυλάκιο 1.200 MW θερμικών μονάδων και 222 MW Ανανεώσιμων Πηγών Ενέργειας, καλύπτει περισσότερο από το 10% της εγχώριας ζήτησης ενέργειας. Η Protergia διαχειρίζεται όλους τους σταθμούς ηλεκτροπαραγωγής της ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ, συμπεριλαμβανομένων των σταθμών ηλεκτροπαραγωγής με αέριο και των Μονάδων Ανανεώσιμων Πηγών Ενέργειας (αιολικά πάρκα, φωτοβολταϊκοί σταθμοί και μικροί υδροηλεκτρικοί σταθμοί).

Η ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ, μέσω της Protergia, δραστηριοποιείται στην προμήθεια ηλεκτρικής ενέργειας και φυσικού αερίου, προσφέροντας σύγχρονες και αξιόπιστες υπηρεσίες και συνδυασμένα προϊόντα ηλεκτρικής ενέργειας και φυσικού αερίου, με περισσότερες από 310.000 προμήθειες σε όλη τη χώρα. Ο εξελιγμένος τρόπος με τον οποίο η Protergia προσφέρει τα προϊόντα της ανοίγει έναν νέο δρόμο με νέες δυνατότητες για χιλιάδες σπίτια και επιχειρήσεις. Ένας δρόμος γεμάτος δυνατότητες όπου όλα μπορούν να γίνουν πραγματικότητα.

## 1.5 Protergia Thermo

Για την παραγωγή πρωτογενούς ενέργειας, η ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ διαθέτει θερμικές μονάδες με καύσιμο φυσικό αέριο, που βρίσκονται στο νότιο σύστημα της χώρας και μονάδες ΑΠΕ. Οι μονάδες συνδυασμένου κύκλου αποτελούν μία από τις καταλληλότερες επιλογές παγκοσμίως για παραγωγή ηλεκτρικής ενέργειας με καύσιμο φυσικό αέριο και ειδικά για εφαρμογές υπό το καθεστώς της απελευθερωμένης αγοράς ηλεκτρικής ενέργειας.



Οι μονάδες συνδυασμένου κύκλου επιτρέπουν συντελεστές συνολικής καθαρής απόδοσης που, ανάλογα με το σχεδιασμό, το μέγεθος και το καύσιμο, υπερβαίνουν το 57% υπό συνθήκες ISO.

Στον Αγ. Νικόλαος Βοιωτίας λειτουργεί από το 2008 τη μονάδα Συμπαραγωγής Ηλεκτρικής και Θερμικής Ενέργειας, ισχύος 334 MW, ενώ η μονάδα Συνδυασμένου Κύκλου ισχύος 444,48 MW, που ήταν σε δοκιμαστική λειτουργία από τον Ιανουάριο του 2011, τέθηκε σε εμπορική λειτουργία το Μάρτιος 2012. Η μονάδα συνδυασμένου κύκλου ισχύος 436,6 MW στην Κόρινθο, η οποία βρισκόταν σε δοκιμαστική λειτουργία από τον Οκτώβριο του 2011, τέθηκε σε εμπορική λειτουργία τον Απρίλιο του 2012.

## Κεφάλαιο 2: Είδη συγχωνεύσεων (ονομαστικά)

Τα τελευταία χρόνια, στο πλαίσιο της παγκοσμιοποίησης, της αυξανόμενης ενοποίησης των αγορών, οι κανόνες του παιχνιδιού στις διεθνείς εταιρείες έχουν αλλάξει. Για να πετύχει στην παγκόσμια αγορά, μια εταιρεία πρέπει να προβλέπει την αλλαγή, όχι να αντιδρά σε αυτήν. Συνεπώς, οι συνδέσεις μεταξύ των εταιρειών πρέπει να θεωρούνται απαραίτητες. Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές είναι μορφές επιχειρηματικής στρατηγικής που σχετίζονται με τις φάσεις ανάπτυξης, ολοκλήρωσης και επέκτασης των δραστηριοτήτων. Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές αποτελούν τη λύση τα τελευταία χρόνια ως λύση για τις εταιρείες να πετύχουν τους στόχους τους (Κυριαζόπουλος, 2015).

Τις έννοιες «Εξαγορά» κι «Συγχώνευση» ενώ είναι δύο διαφορετικές έννοιες από νομικής πλευράς, στην πράξη τις χρησιμοποιούμε για να δηλώσουμε τη συνένωση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων υπό:

- ίδια διεύθυνση,
- ίδιο έλεγχο,
- ίδιους οικονομικούς στόχους και
- ίδια συμφέροντα.

Ειδικότερα, αναφορικά με την συγχώνευση αποτυπώνεται (Κυριαζόπουλος, 2015) :

- **Συγχώνευση (Merger)** : είναι η ενοποίηση δύο ή περισσότερων εταιρειών, στις οποίες τα περιουσιακά στοιχεία (Ενεργητικό & Παθητικό) της εξαγοραζόμενης εταιρείας μεταφέρονται στην εξαγοράζουσα εταιρεία, (έναντι μετοχών) με βάση καθορισμένη σχέση ανταλλαγής). Κατόπιν τούτου, η απορροφώσα εταιρεία παύει να υφίσταται ως νομικό πρόσωπο (διαλύθηκε χωρίς να εκκαθαριστεί), ενώ η απορροφώσα εταιρεία τη διαδέχεται σε όλα τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις της (Κυριαζής Δ., 2016).

Σύμφωνα με τους Adelaja et al. (1999), αναγνωρίζονται 2 έννοιες των συγχωνεύσεων.

- **Συγχώνευση με απορρόφηση (Merge)** : Αναφέρεται στη συγχώνευση δύο ή περισσότερων εταιρειών όπου η προσφέρουσα εταιρεία απορροφά τα περιουσιακά στοιχεία και τις υποχρεώσεις της εταιρείας-στόχου. Ο αγοραστής διατηρεί συνήθως

το όνομά του, ενώ η εξαγοραζόμενη εταιρεία παύει να υπάρχει μετά την επίσημη ανακοίνωση.

- **Συγχώνευση (Consolidation)** : Σε αυτή την περίπτωση οι δύο εταιρείες συγχωνεύονται και δημιουργείται μια νέα οντότητα. Οι μέτοχοι της αγοραστής και της εταιρείας-στόχου λαμβάνουν μετοχές της νέας εταιρείας αναλογικά. Παράδειγμα αυτής της κατηγορίας είναι η Novartis που δημιουργήθηκε από τη Ciba και τη Sandoz.

Οι συγχωνεύσεις, όπως προαναφέρθηκε, είναι πράξεις οικονομικής αναδιάρθρωσης αυτά στα οποία οι αγοραστές απορροφούν τα αγορασμένα σε μια ενιαία επιχειρηματική δομή, διατηρώντας την αρχική εταιρική τους ταυτότητα. Αλλά δεν είναι όλες οι συγχωνεύσεις ίδιες με ορισμένα χαρακτηριστικά τους, καθορίζουν σε μεγάλο βαθμό την πορεία της απορροφούσας εταιρείας και το συνέπειες που έχει σε αυτήν η συγχώνευση.

Βάσει του είδους της συμφωνίας που πραγματοποιείται, οι εξαγορές και συγχωνεύσεις διακρίνονται σε επιθετικές (hostile) ή φιλικού τύπου (friendly tender). Κατά τις φιλικού τύπου συμφωνίες, η αγοραζόμενη επιχείρηση εκφράζει τη σύμφωνη πρόθεσή της για να απορροφηθεί. Αντίθετα, όταν μία επιθετική εξαγορά και συγχώνευση πραγματοποιείται, η αγοράζουσα επιχείρηση προβαίνει σε αγορά μετοχών της αγοραζόμενης σε τιμές πολύ ακριβότερες της πραγματικής τους αξίας, ώστε να κάμψει τις αντιρρήσεις της αγοραζόμενης και να αποκτήσει τη μετοχική της πλειοψηφία. Στις εχθρικές εξαγορές και συγχωνεύσεις, η αγοράζουσα προβάλλει μεγάλες απαιτήσεις για την αποδοχή της συμφωνίας.

Οι διεθνείς συγχωνεύσεις και εξαγορές (Σ&Α) έχουν γίνει μια από τις πιο σημαντικές μεθόδους για την επίτευξη εταιρικής ανάπτυξης, προσφέροντας πλεονεκτήματα όπως η απόκτηση μεριδίου αγοράς, η επίτευξη συνεργειών και καινοτομίας (Lupina-Wegener 2013), η υπέρβαση των εμπορικών φραγμών, η εύρεση επιχειρηματικών ευκαιριών σε νέες χώρες. πρόσβαση σε νέους πόρους για την ανάπτυξη των επιχειρήσεων, την επίτευξη οικονομιών κλίμακας και την επίτευξη βιώσιμου ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος. Τα τελευταία χρόνια, ο αριθμός των συναλλαγών συγχωνεύσεων και εξαγορών ήταν 38.128 το 2013 και 38.070 το 2016 και ο όγκος σε εκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ ήταν 2.787.278 το 2013 και 3.902.128 το 2016 (Becker 2017).

Παραδοσιακά, οι οικονομικοί, νομικοί και τεχνικοί παράγοντες θεωρούνται κρίσιμοι για την επιτυχία των εργασιών συγχωνεύσεων και εξαγορών. Ωστόσο, παρά τη δημοτικότητα των συγχωνεύσεων και εξαγορών, τα ποσοστά αποτυχίας είναι πολύ υψηλά (Schoenberg 2006). Συγκεκριμένα, σε περισσότερο από το 50% των περιπτώσεων (Lin et al. 2006), οι προσδοκίες συγχωνεύσεων και εξαγορών δεν συμφωνούν με τα πραγματικά τους αποτελέσματα. Επιπλέον, το 80% των συγχωνεύσεων και εξαγορών που δεν διαχειρίζονται επαρκώς τα διάφορα στάδια της διαδικασίας, δεν επιτυγχάνουν την επιθυμητή κερδοφορία (Charman 1999). Σύμφωνα με τον Martínez Caraballo (2006), σε πολλές περιπτώσεις, η μη επίτευξη των αναμενόμενων αποτελεσμάτων σχετίζεται με τη διαχείριση ανθρώπινου δυναμικού (HR).

Στη διαδικασία συγχωνεύσεων και εξαγορών, μπορούν να εντοπιστούν τρία κύρια στάδια (Neira Fontela και Casal 1994; Bastida-Domínguez 2007): το στάδιο του σχεδιασμού, το στάδιο της ολοκλήρωσης και το στάδιο της υλοποίησης. Πολλοί συγγραφείς έχουν επικεντρώσει την έρευνά τους στα δύο πρώτα στάδια. Οι Lin et al. (2006) και Bhaskar (2012) στο στάδιο του σχεδιασμού και Larsson και Finkelstein (1999) και Weber και Tarba (2010) στο στάδιο της ολοκλήρωσης, αλλά δεν υπάρχουν μελέτες που να αναλύουν τη σημασία του HR κατά το στάδιο υλοποίησης.

Η συγχώνευση απαιτεί την έγκριση των εταίρων, μετόχων ή κατόχων τίτλων με δικαίωμα ψήφου καθεμιάς από τις συγχωνευόμενες εταιρείες. Η απόφαση απαιτεί να πληρούνται οι προϋποθέσεις απαρτίας και πλειοψηφίας, όπως προβλέπονται στην περίπτωση τροποποιήσεων του καταστατικού. Τα πρακτικά των γενικών συνελεύσεων στις οποίες λαμβάνεται η απόφαση για τη συγχώνευση καταρτίζονται με συμβολαιογραφική πράξη. Το ίδιο ισχύει και για το σχέδιο όρων συγχώνευσης όταν η συγχώνευση δεν απαιτεί την έγκριση των γενικών συνελεύσεων όλων των εταιρειών που συγχωνεύονται. Ο συμβολαιογράφος πρέπει να επαληθεύει και να πιστοποιεί την ύπαρξη και τη νομιμότητα των εγγράφων και διατυπώσεων που βαρύνουν την εταιρεία για λογαριασμό της οποίας εργάζονται, καθώς και των σχεδίων όρων συγχώνευσης. Εκτός από ειδικές περιπτώσεις, απαιτείται η έγκριση όλων των εταίρων στις συνεργαζόμενες εταιρείες, καθώς τα δικαιώματά τους ενδέχεται να αλλάξουν. Ο κανόνας αυτός ισχύει επίσης για τους κατόχους τίτλων που αντιπροσωπεύουν το κεφάλαιο.

Οι πιστωτές των συγχωνευόμενων εταιρειών, των οποίων οι απαιτήσεις προηγούνται της δημοσίευσης της γνωστοποίησης της συγχώνευσης, μπορούν να απαιτήσουν τίτλους για τις απαιτήσεις τους, υπό τον όρο ότι μπορούν να αποδείξουν ότι:

η συγχώνευση θέτει σε κίνδυνο την ικανότητά τους να ασκήσουν τα δικαιώματά τους.

η εταιρία:

- δεν τους έχει παράσχει επαρκείς εγγυήσεις·
- δεν διαθέτει επαρκείς εγγυήσεις.

Το αίτημα πρέπει να αποσταλεί, εντός 2 μηνών, στο περιφερειακό δικαστήριο που έχει δικαιοδοσία στην περιφέρεια όπου βρίσκεται η έδρα της οφειλέτριας εταιρείας. Ένα τέτοιο αίτημα δεν θα σταματήσει τη συγχώνευση. Η οφειλέτρια εταιρεία μπορεί να ακυρώσει το αίτημα αποπληρώνοντας τον πιστωτή. Σε περίπτωση που δεν το πράξουν, εάν η εγγύηση δεν παραδοθεί εντός της καθορισμένης προθεσμίας, τότε η οφειλή καταβάλλεται άμεσα. Τα ίδια δικαιώματα απολαμβάνουν και οι ομολογιούχοι εταιρειών που συμμετέχουν σε συγχώνευση.

Οι κάτοχοι τίτλων στους οποίους συνδέονται ειδικά δικαιώματα, εκτός από μετοχές ή μερίδια, πρέπει να απολαμβάνουν στις νεοσύστατες εταιρείες δικαιώματα τουλάχιστον ισοδύναμα με αυτά που κατέχουν στην απορροφώμενη εταιρεία, εκτός εάν η τροποποίηση των δικαιωμάτων αυτών έχει εγκριθεί δεόντως από συνέλευση των εν λόγω κατόχων τίτλων, όπως απαιτείται για αλλαγή του Καταστατικού. Συγκεκριμένα, σε περίπτωση διαφωνίας απόψεων, οι εν λόγω τίτλοι μπορούν να εξαργυρωθούν στην τιμή στην οποία αποτιμήθηκαν κατά τις προετοιμασίες για τη συγχώνευση.

#### - Διεθνείς Συγχωνεύσεις

Οι συγχωνεύσεις αποτελούν θέμα μεγάλου ενδιαφέροντος στις Ηνωμένες Πολιτείες για τουλάχιστον έναν αιώνα. Μετά το πρώτο μεγάλο κύμα συγχωνεύσεων που ξεκίνησε στα τέλη του 19ου αιώνα, αρκετές μελέτες προσπάθησαν να εξηγήσουν τις αιτίες και τα αποτελέσματά του. Μια «κινητήρια δύναμη» πίσω από τις συγχωνεύσεις ήταν «ένα κύμα φρενήρης κερδοσκοπίας στις αξίες των περιουσιακών στοιχείων» (Markham, 1955 ). Ίσως δεν αποτελεί έκπληξη, επομένως, η μέση συγχώνευση κατά τη διάρκεια του κύματος αποδείχθηκε ασύμφορη (Hogarty, 1970). Τα επόμενα κύματα συγχωνεύσεων στις ΗΠΑ

συνέπεσαν επίσης με ισχυρές εξελίξεις στο χρηματιστήριο, και αυτό το μοτίβο μπορεί να θεωρηθεί ως μια σημαντική κανονικότητα στα συγκεντρωτικά δεδομένα συγχωνεύσεων. Υπάρχει λιγότερη συναίνεση σχετικά με το εάν οι συγχωνεύσεις κατά τη διάρκεια των επόμενων κυμάτων ήταν κερδοφόρες ή όχι.

Κύματα συγχωνεύσεων έχουν επίσης εμφανιστεί στο Ηνωμένο Βασίλειο.<sup>6</sup> Εκτός των Ηνωμένων Πολιτειών, του Ηνωμένου Βασιλείου και μερικών άλλων αγγλοσαξονικών χωρών έχει γίνει ελάχιστη έρευνα σχετικά με τις συγχωνεύσεις και ουσιαστικά δεν υπάρχουν μελέτες σχετικά με το εάν κύματα συγχωνεύσεων εμφανίζονται και σε μη Αγγλοσαξονικές χώρες, και αν ναι, αν οι αιτίες τους είναι ίδιες με τις αγγλοσαξονικές χώρες. Αυτό το έγγραφο προσπαθεί να καλύψει αυτό το κενό εξετάζοντας τη δραστηριότητα συγχωνεύσεων στις Ηνωμένες Πολιτείες, το Ηνωμένο Βασίλειο και την Ηπειρωτική Ευρώπη κατά την περίοδο 1991–2004.

Ενώ έχει γίνει πολλή έρευνα για τα αίτια και τα αποτελέσματα των συγχωνεύσεων, παραδόξως λίγα υπάρχουν σχετικά με τα αίτια των κυμάτων συγχωνεύσεων. Πρόσφατα, ωστόσο, εμφανίστηκαν μερικές θεωρίες που ισχυρίζονται ότι εξηγούν τα κύματα συγχωνεύσεων. Δύο κάνουν τις τυπικές παραδοχές των νεοκλασικών οικονομικών — οι διευθυντές μεγιστοποιούν τον πλούτο των μετόχων, οι κεφαλαιαγορές είναι αποτελεσματικές. Οι Jovanovic και Rousseau (2002a) επεκτείνουν τη θεωρία  $q$  της επένδυσης κεφαλαίου σε μια θεωρία των κυμάτων συγχώνευσης που προκαλούνται από καλά διοικούμενες εταιρείες με υψηλά  $qs$  που αυξάνουν τη δραστηριότητα συγχωνεύσεών τους. Ο Harford (2005) υποστηρίζει ότι τα κύματα συγχωνεύσεων στο σύνολο συμβαίνουν όταν πολλές βιομηχανίες βιώνουν ταυτόχρονα κραδασμούς που καθιστούν τις συγχωνεύσεις πιο κερδοφόρες.

Μια τρίτη θεωρία των κυμάτων συγχώνευσης χαρακτηρίζεται καλύτερα ως συμπεριφοριστική στο ότι χαλαρώνει τη νεοκλασική υπόθεση της αποτελεσματικότητας της κεφαλαιαγοράς. Οι Shleifer και Vishny (2003, εφεξής S&V) υποθέτουν ότι πολλές εταιρείες υπερτιμώνται κατά τη διάρκεια μιας χρηματιστηριακής έκρηξης και οι διευθυντές αυτών των εταιρειών αναλαμβάνουν συγχωνεύσεις για να ανταλλάξουν τις υπερτιμημένες μετοχές τους με πραγματικά περιουσιακά στοιχεία.<sup>7</sup> Σε αυτό το άρθρο, προσφέρουμε μια εναλλακτική θεωρία συμπεριφοράς. Περισσότερες συγχωνεύσεις συμβαίνουν κατά τη διάρκεια της άνθησης των χρηματιστηρίων, επειδή η αισιοδοξία που επικρατεί στις κεφαλαιαγορές κατά

τη διάρκεια τέτοιων εκρήξεων αποδυναμώνει τους περιορισμούς για τους διαχειριστές, επιτρέποντάς τους έτσι να αναλαμβάνουν συγχωνεύσεις που καταστρέφουν τον πλούτο. Κάθε θεωρία περιγράφεται με περισσότερες λεπτομέρειες παρακάτω.

Υπάρχει λόγος να αναμένεται ότι οι συγχωνεύσεις μπορεί να είναι λιγότερο συχνές στην ηπειρωτική Ευρώπη από ό,τι στις Ηνωμένες Πολιτείες και το Ηνωμένο Βασίλειο, και ότι μπορεί να έχουν διαφορετικές αιτίες. Λόγω της ευρέως διασκορπισμένης ιδιοκτησίας μετοχών στις δύο αγγλοσαξονικές χώρες, υπάρχουν «αγορές για εταιρικό έλεγχο» όπου μια εταιρεία μπορεί να αγοράσει την πλειοψηφία των μετοχών μιας άλλης εταιρείας και να τη συγχωνεύσει με τον εαυτό της, ακόμη και αν οι διαχειριστές της εταιρείας-στόχου αντιτίθενται στη συγχώνευση. Αντίθετα, η μετοχική ιδιοκτησία είναι πολύ πιο συγκεντρωμένη στην ηπειρωτική Ευρώπη, καθιστώντας δύσκολη τη συγχώνευση δύο εταιρειών, εάν οι κύριοι μέτοχοι της μιας είναι αντίθετοι με τη συμφωνία. Αυτή η διαφορά μεταξύ ιδρυμάτων στην ηπειρωτική Ευρώπη και στις αγγλοσαξονικές χώρες μπορεί να οδηγήσει σε διαφορές τόσο στη συνολική δραστηριότητα συγχωνεύσεων όσο και στις αιτίες της.

Ένας φυσικός τρόπος για να γίνει διάκριση μεταξύ των επιπτώσεων στη δραστηριότητα συγχώνευσης «πραγματικών» αλλαγών στην οικονομία, όπως οι τεχνολογικές εξελίξεις, και των καθαρών φαινομένων χρηματιστηριακής αγοράς, όπως η υπερτίμηση, είναι να εξεταστεί η δραστηριότητα συγχώνευσης τόσο των εισηγμένων όσο και των μη εισηγμένων αγοραστών. Εάν οι πραγματικές αλλαγές στην οικονομία καθορίζουν τα κύματα των συγχωνεύσεων, θα περιμέναμε ότι και οι δύο τύποι επιχειρήσεων θα επηρεαστούν εξίσου. Επιπλέον, οι μη εισηγμένες εταιρείες δεν μπορούν να υπερτιμηθούν, τουλάχιστον όχι από το χρηματιστήριο, και δεν μπορούν να ανταλλάσσουν υπερτιμημένες μετοχές με λιγότερο υπερτιμημένες μετοχές, όπως υποστηρίζει η συμπεριφορική θεωρία της S&V.

Κύματα συγχωνεύσεων για εισηγμένες εταιρείες εμφανίστηκαν στις Ηνωμένες Πολιτείες, το Ηνωμένο Βασίλειο και την ηπειρωτική Ευρώπη στα τέλη του 20ού αιώνα. Και στις τρεις περιοχές, οι κορυφές των κυμάτων συνέπεσαν λίγο πολύ με τις κορυφές της χρηματιστηριακής άνθησης. Αυτό το μοτίβο μπορεί να θεωρηθεί ως ένα στυλιζαρισμένο γεγονός σχετικά με τα κύματα συγχωνεύσεων στις Ηνωμένες Πολιτείες και το Ηνωμένο Βασίλειο τον περασμένο αιώνα. Η μελέτη μας είναι η πρώτη που εντοπίζει ένα τέτοιο μοτίβο στην Ηπειρωτική Ευρώπη.

## 2.1 Ανάπτυξη της συγχώνευσης με απορρόφηση

Η διαδικασία συγχώνευσης ανώνυμων εταιρειών είτε είναι συνδεδεμένες (ο αποκτών αποκτά μια θυγατρική, απλώς συμμετέχει στο μετοχικό της κεφάλαιο ή ανήκει στον ίδιο όμιλο εταιρειών) είναι κοινή με τη διαδικασία συγχώνευσης εταιρειών που δεν κατονομάζονται. Όταν δύο ή περισσότερες SA αποφασίσουν να συγχωνευτούν, τους ζητείται να συμφωνήσουν για την ημερομηνία του ισολογισμού μετασχηματισμού. Δηλαδή τον ισολογισμό εκείνου στον οποίο υπολογίζεται ο δείκτης αξίας των εταιρειών και βάσει του οποίου θα λογιστικοποιηθεί η συγχώνευση.

Στη συνέχεια, αφού τα διοικητικά συμβούλια εγκρίνουν τους ισολογισμούς μετασχηματισμού, ολοκληρώνουν την πρόταση για σχέση ανταλλαγής μετοχών μεταξύ των συγχωνευόμενων εταιρειών και ετοιμάζουν το σχέδιο συμφωνίας συγχώνευσης. Λαμβάνοντας υπόψη γνωμοδοτήσεις ανεξάρτητης αρχής σύμφωνα με το άρθρο 16 παρ. 5 Ν.2515 / 1997 και σύμφωνα με το άρθρο 322 του κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών (για τις εισηγμένες εταιρείες) και σε περίπτωση που δεν προκύψουν ουσιαστικές διαφορές στα παραπάνω, τα σχέδια σχεδίων και οι πράξεις συγχωνεύσεων τίθενται σε ψηφοφορία στην γενικές συνελεύσεις των μετόχων. Για έγκυρη απόφαση επί των ανωτέρω θεμάτων απαιτείται, σύμφωνα με το νόμο.

Σε περιπτώσεις, ιδίως όταν η συγχώνευση με εξαγορά εταιρείας που απορροφά την άλλη κατέχει τουλάχιστον το 90 % ή το σύνολο των μετοχών, μεριδίων και άλλων τίτλων με δικαίωμα ψήφου στις γενικές συνελεύσεις της απορροφώμενης εταιρείας/εταιρειών, η έγκριση η συγχώνευση από τη γενική συνέλευση της απορροφώσας εταιρείας δεν είναι απαραίτητη εάν:

Η απορροφώσα εταιρεία έχει ήδη δημοσιεύσει λεπτομέρειες στο RESA, τουλάχιστον ένα μήνα πριν από τη γενική συνέλευση της εταιρείας/των εταιρειών που απορροφώνται και συγκληθεί για να κριθεί το σχέδιο όρων της συγχώνευσης.



όλοι οι εταίροι στην απορροφώσα εταιρεία μπόρεσαν να εξοικειωθούν, στην έδρα τους, με τη σχεδιαζόμενη συγχώνευση, τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις και τις εκθέσεις διαχείρισης για τα τελευταία 3 οικονομικά έτη και, κατά περίπτωση, τις εκθέσεις εμπειρογνομόνων ή τα διοικητικά όργανα της εταιρείας·

ένας ή περισσότεροι εταίροι της απορροφώσας εταιρείας, που κατέχουν τουλάχιστον το 5 % των μετοχών ή μεριδίων του καλυφθέντος κεφαλαίου, δικαιούνται να συγκαλέσουν, το αργότερο την επόμενη ημέρα της γενικής συνέλευσης της απορροφώμενης εταιρείας, γενική συνέλευση της απορροφώσας εταιρείας να αποφασίσει εάν θα εγκρίνει τη συγχώνευση. Η συνεδρίαση πρέπει να γίνει τον μήνα που συγκαλείται.

## Κεφάλαιο 3: Αναφορά των χρηματοοικονομικών δεικτών που θα αναλυθούν και συνοπτική περιγραφή

### 3.1 Δείκτες ρευστότητας

#### 3.1.1 Κυκλοφοριακή ρευστότητα (current ratio)

Ο δείκτης κυκλοφοριακής ρευστότητας χρησιμοποιείται για την αξιολόγηση της ικανότητας της εταιρείας να αποπληρώσει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις και όλες όσες έχουν ορίζοντα έως ένα έτος. Επιπλέον, χρησιμοποιείται για την αξιολόγηση του βαθμού στον οποίο η εταιρεία χρησιμοποιεί το κυκλοφορούν ενεργητικό της για την αποπληρωμή υποχρεώσεων. Τιμές μεγαλύτερες της μονάδας καταδεικνύουν την υψηλή ρευστότητα της εταιρείας, ενώ τιμές μικρότερες της μονάδας καταδεικνύουν ότι η εταιρεία αναμένεται να έχει ανάγκη δανεισμού. Υπολογίζεται μέσω του παρακάτω τύπου:

$$\text{Κυκλοφοριακή ρευστότητα} = \frac{\text{Κυκλοφορούν ενεργητικό}}{\text{Τρέχουσες υποχρεώσεις}}$$

#### 3.1.2 Πραγματική ρευστότητα (quick ratio)

Ο δείκτης πραγματικής ρευστότητας χρησιμοποιείται για την αξιολόγηση της ικανότητας της εταιρείας να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες της υποχρεώσεις χρησιμοποιώντας τα άμεσα ρευστοποιήσιμα περιουσιακά της στοιχεία. Τιμές μεγαλύτερες της μονάδας καταδεικνύουν την πολύ μεγάλη πραγματική ρευστότητα της εταιρείας, ενώ τιμές κάτω του 0,5 καταδεικνύουν αδυναμία κάλυψης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, και σηματοδοτούν ότι η εταιρεία χρησιμοποιεί τακτικά βραχυπρόθεσμο δανεισμό. Υπολογίζεται μέσω του παρακάτω τύπου:

$$\text{Πραγματική ρευστότητα} = \frac{\text{Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα} + \text{Ασφάλειες} + \text{Απαιτήσεις}}{\text{Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις}}$$

#### 3.1.3 Άμεση ταμειακή ρευστότητα (cash ratio)

Ο δείκτης άμεσης ταμειακής ρευστότητας χρησιμοποιείται για την αξιολόγηση της ικανότητας της εταιρείας να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες της υποχρεώσεις χρησιμοποιώντας τα ταμειακά της διαθέσιμα και τα ισοδύναμα αυτών. Τιμές μεγαλύτερες της μονάδας καταδεικνύουν την πολύ ισχυρή ταμειακή ρευστότητα, ενώ τιμές μικρότερες της μονάδας δεν καταδεικνύουν πάντα ανεπάρκεια ταμειακών διαθεσίμων, καθώς οι εταιρείες συνήθως δεν

αποπληρώνουν τις υποχρεώσεις άμεσα, αλλά σε ύστερο χρόνο. Υπολογίζεται μέσω του παρακάτω τύπου:

$$\text{Άμεση ταμειακή ρευστότητα} = \frac{\text{Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις}}$$

## 3.2 Δείκτες δραστηριότητας

### 3.2.1 Ταχύτητα κυκλοφορίας ενεργητικού (assets turnover)

Η ταχύτητα κυκλοφορίας ενεργητικού χρησιμοποιείται για την αξιολόγηση της απόδοσης της εταιρείας, μέσα από την αξιολόγηση της μετατροπής του ενεργητικού σε έσοδα. Υπολογίζεται μέσω του παρακάτω τύπου:

$$\text{Ταχύτητα κυκλοφορίας ενεργητικού} = \frac{\text{Έσοδα}}{\text{Ενεργητικό}}$$

### 3.2.2 Ταχύτητα κυκλοφορίας αποθεμάτων (inventories turnover)

Η ταχύτητα κυκλοφορίας των αποθεμάτων χρησιμοποιείται για την αξιολόγηση της απόδοσης της εταιρείας, μέσα από την αξιολόγηση της μετατροπής των αποθεμάτων σε έσοδα. Υπολογίζεται μέσω του παρακάτω τύπου:

$$\text{Ταχύτητα κυκλοφορίας αποθεμάτων} = \frac{\text{Έσοδα}}{\text{Αξία αποθεμάτων}}$$

### 3.2.3 Μέση Διάρκεια Διατήρησης Αποθεμάτων (Inventory Days)

Με τη μέση διάρκεια διατήρησης αποθεμάτων αυτό αξιολογείται η αποδοτικότητα της εταιρείας, καθώς υπολογίζονται οι ημέρες που διατηρούνται τα αποθέματά προτού αυτά πωληθούν. Υπολογίζεται μέσω του παρακάτω τύπου:

$$\text{Μέση Διάρκεια Παραμονής Αποθεμάτων (inventory days)} = \frac{360 \text{ ημέρες}}{\text{Ταχύτητα κυκλοφορίας αποθεμάτων}} = \frac{\text{Αποθέμα}}{\text{Κόστος πωλ}} \times 360$$

### 3.2.4 Μέση Διάρκεια Είσπραξης Απαιτήσεων (Accounts Receivable Days)

Με τη μέση διάρκεια είσπραξης απαιτήσεων μετριούνται οι ημέρες μετά τις οποίες εισπράττονται οι απαιτήσεις από πελάτες. Όταν αξιολογείται μαζί με τη μέση διάρκεια πληρωμής απαιτήσεων μπορεί να εξεταστεί αν η εταιρεία καλείται να αποπληρώσει πιο γρήγορα τους προμηθευτές από ό,τι εισπράττει από τους πελάτες της, άρα αν υπάρχει ανάγκη διοχέτευσης κεφαλαίων προς την κάλυψη βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Υπολογίζεται μέσω του παρακάτω τύπου:

$$\text{Μέση Διάρκεια Είσπραξης Απαιτήσεων (Accounts Receivable Days)} = \frac{\text{Απαιτήσεις}}{\text{Πωλήσεις}} \times 360$$

### 3.2.5 Μέση Διάρκεια Πληρωμής Απαιτήσεων (Accounts Payable Days)

Με τη μέση διάρκεια πληρωμής απαιτήσεων αυτό μετριούνται οι ημέρες μετά τις οποίες αποπληρώνονται οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις σε προμηθευτές. Όταν αξιολογείται μαζί με τη μέση διάρκεια είσπραξης απαιτήσεων μπορεί να εξεταστεί αν η εταιρεία καλείται να αποπληρώσει πιο γρήγορα τους προμηθευτές από ό,τι εισπράττει από τους πελάτες της, άρα αν υπάρχει ανάγκη διοχέτευσης κεφαλαίων προς την κάλυψη βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Υπολογίζεται μέσω του παρακάτω τύπου:

$$\text{Μέση Διάρκεια Πληρωμής Απαιτήσεων (Accounts Receivable Days)} = \frac{\text{Βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις}}{\text{Πωλήσεις}} \times 360$$

## 3.3 Δείκτες φερεγγυότητας

### 3.3.1 Δείκτης χρέους (debt ratio)

Ο δείκτης χρέους χρησιμοποιείται για την αξιολόγηση της φερεγγυότητας της εταιρείας, καθώς μετρά το αντίκρισμα της εταιρείας σε σχέση με το συνολικό της χρέος. Τιμές μεγαλύτερες της μονάδας να καταδεικνύουν ότι το χρέος ξεπερνά την αξία του ενεργητικού. Υπολογίζεται μέσω του παρακάτω τύπου:

$$\text{Δείκτης χρέους} = \frac{\text{Συνολικό χρέος}}{\text{Συνολικό ενεργητικό}}$$

### 3.3.2 Δείκτης δανειακής εξάρτησης ή χρέος προς ίδια κεφάλαια (debt to equity)

Ο δείκτης δανειακής εξάρτησης ή δείκτης χρέους προς ίδια κεφάλαια χρησιμοποιείται για την αξιολόγηση της φερεγγυότητας και της κεφαλαιακής διάρθρωσης της εταιρείας. Τιμές μεγαλύτερες της μονάδας καταδεικνύουν ότι το χρέος ξεπερνά την αξία του ενεργητικού και ότι η κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρείας βασίζεται περισσότερο σε δανεισμό παρά σε ίδια κεφάλαια. Αντίστροφα, τιμές μικρότερες της μονάδας καταδεικνύουν ότι η κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρείας βασίζεται περισσότερο σε ίδια κεφάλαια παρά σε δανεισμό. Υπολογίζεται μέσω του παρακάτω τύπου:

$$\text{Δείκτης χρέους προς ίδια κεφάλαια} = \frac{\text{Συνολικές υποχρεώσεις}}{\text{Μετοχικό κεφάλαιο}}$$

### 3.3.3 Πολλαπλασιαστής μόχλευσης (Equity multiplier)

Με τον πολλαπλασιαστή μόχλευσης αξιολογείται ο κίνδυνος στον οποίο εκτίθεται η εταιρεία ως μέτρο του ενεργητικού της προς τα ίδια της κεφάλαια. Υπολογίζεται μέσω του παρακάτω τύπου:

$$\text{Πολλαπλασιαστής μόχλευσης} = \frac{\text{Ενεργητικό}}{\text{Ίδια κεφάλαια}}$$

### 3.3.4 Δείκτης κάλυψης τόκων (Interest coverage ratio)

Με το δείκτη κάλυψης τόκων αξιολογείται η ανάγκη διοχέτευσης EBIT κερδών για την αποπληρωμή του δανεισμού. Υπολογίζεται μέσω του παρακάτω τύπου:

$$\text{Δείκτης κάλυψης τόκων} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Τόκοι}}$$

## 3.4 Δείκτες κερδοφορίας

### 3.4.1 Μικτό περιθώριο κέρδους (gross profit margin)

Το μικτό περιθώριο κέρδους χρησιμοποιείται για την αξιολόγηση του λόγου των εσόδων τα οποία προκύπτουν από τις πωλήσεις μετά την αφαίρεση του κόστους πωλήσεων, σε σχέση με τα μικτά έσοδα από τις πωλήσεις. Υπολογίζεται μέσω του παρακάτω τύπου:

$$\text{Μικτό περιθώριο κέρδους} = \frac{\text{Έσοδα από πωλήσεις}}{\text{Έσοδα από πωλήσεις} - \text{Κόστος πωλήσεων}}$$

### 3.4.2 Περιθώριο λειτουργικού κέρδους (operating profit margin)

Το περιθώριο λειτουργικού κέρδους χρησιμοποιείται για την αξιολόγηση της απόδοσης των πωλήσεων της εταιρείας. Υπολογίζεται μέσω του παρακάτω τύπου:

$$\text{Περιθώριο λειτουργικού κέρδους} = \frac{\text{Λειτουργικά κέρδη}}{\text{Συνολικά έσοδα}}$$

### 3.4.3 Καθαρό περιθώριο κέρδους (net profit margin)

Το καθαρό περιθώριο κέρδους χρησιμοποιείται για την αξιολόγηση της κερδοφορίας της εταιρείας, όπως αυτή μετράται ως λόγος των καθαρών εσόδων προς τον κύκλο εργασιών. Υπολογίζεται μέσω του παρακάτω τύπου:

$$\text{Καθαρό περιθώριο κέρδους} = \frac{\text{Καθαρά έσοδα}}{\text{Έσοδα}}$$

### 3.4.4 Απόδοση ιδίων κεφαλαίων (return on equity (ROE))

Ο δείκτης απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων χρησιμοποιείται για την αξιολόγηση της κερδοφορίας της εταιρείας, όπως αυτή μετριέται από τον υπολογισμό του λόγου των καθαρών εσόδων προς τα ίδια κεφάλαια. Με το δείκτη αυτό μετριούνται τα κέρδη που δημιουργεί η εταιρεία από το μετοχικό της κεφάλαιο. Υπολογίζεται μέσω του παρακάτω τύπου:

$$\text{Απόδοση ιδίων κεφαλαίων} = \frac{\text{Καθαρά έσοδα}}{\text{Ίδια κεφάλαια}}$$

### 3.4.5 Απόδοση ενεργητικού (return on assets (ROA))

Ο δείκτης απόδοσης του ενεργητικού χρησιμοποιείται για την αξιολόγηση της κερδοφορίας της εταιρείας, όπως αυτή μετριέται από τον υπολογισμό του λόγου των καθαρών εσόδων προς το συνολικό ενεργητικό της εταιρείας. Με το δείκτη αυτό μετριέται η ικανότητα της εταιρείας να δημιουργεί έσοδα από το ενεργητικό της. Υπολογίζεται μέσω του παρακάτω τύπου:

$$\text{Απόδοση ενεργητικού} = \frac{\text{Καθαρά έσοδα}}{\text{Συνολικό ενεργητικό}}$$

## 3.5 Δείκτες αποτίμησης

### 3.5.1 Αναλογία τιμής μετοχής και κερδών ανά μετοχή (price to earnings (P/E))

Με το δείκτη P/E αξιολογείται η αίσθηση της αποτίμησης των επενδυτών για τη μετοχή της εταιρείας. Υψηλές τιμές καταδεικνύουν είτε μία υπερτιμημένη μετοχή είτε μια μετοχή η οποία κομίζει μεγάλες ευκαιρίες ανάπτυξης. Ο δείκτης Υπολογίζεται μέσω του παρακάτω τύπου:

$$P/E = \frac{\text{Τιμή μετοχής}}{\text{Κέρδη ανά μετοχή}}$$

### 3.5.2 Μερισματική απόδοση (dividend yield)

Με το δείκτη της μερισματικής απόδοσης αξιολογείται η αξία που δημιουργεί η εταιρεία για τους μετόχους της σε σχέση με την τιμή της μετοχής της. Ο δείκτης Υπολογίζεται μέσω του παρακάτω τύπου:

$$\text{Μερισματική απόδοση (Dividend yield)} = \frac{\text{Ετήσια μερίσματα ανά μετοχή}}{\text{Τιμή μετοχής}}$$

## Κεφάλαιο 4: Ανάλυση δεικτών πριν και μετά τη συγχώνευση

Η Μυτιληναίος Α.Ε. εφαρμόζει τη μέθοδο της αναφοράς ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων, όπου σύμφωνα με τις σημειώσεις που συνοδεύουν τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας προκύπτει πως τα οικονομικά μεγέθη από τις θυγατρικές METKA, ATE, PROTERGIA και PROTERGIA THERMO ενοποιούνται εις όλον στις οικονομικές καταστάσεις του ομίλου. Ως εκ τούτου, οι ίδιες οι θυγατρικές παύουν τη δημοσίευση αυτούσιων οικονομικών καταστάσεων και τα οικονομικά τους αποτελέσματα ενσωματώνονται στα οικονομικά αποτελέσματα του ομίλου. Ως εκ τούτου, στο κεφάλαιο αυτό αναλύεται η τάση χρηματοοικονομικών δεικτών του ομίλου Μυτιληναίος Α.Ε. προ και μετά της συγχώνευσης και δεν υπολογίζονται χρηματοοικονομικοί δείκτες για τις θυγατρικές καθώς δεν υπάρχουν δεδομένα από την ημερομηνία ολοκλήρωσης της απορρόφησης και έπειτα. Επιπλέον, σημειώνεται πως δεν καθίσταται εφικτή η πρόσθεση των οικονομικών μεγεθών των θυγατρικών μετά την απορρόφηση, καθώς αυτά δεν αναφέρονται ξεχωριστά. Σημειώνεται ότι η απορρόφηση των τεσσάρων θυγατρικών ολοκληρώθηκε εντός του τρίτου τριμήνου του 2017, ως εκ τούτου η επίδρασή της απορρόφησης αρχίζει να αποτυπώνεται στις οικονομικές καταστάσεις του ομίλου από τη χρήση του 2017.

### 4.1 Ανάλυση των δεικτών ρευστότητας

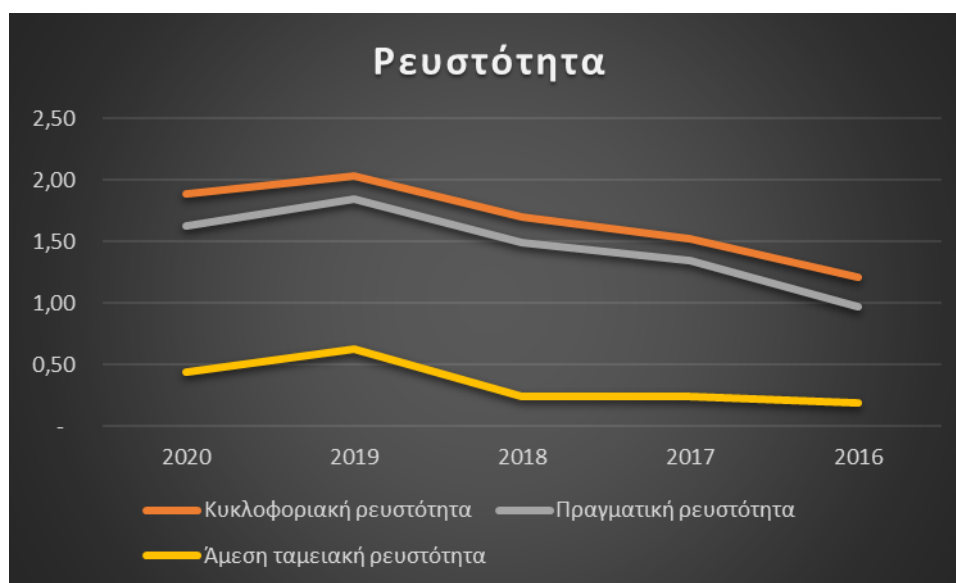
Όπως παρατηρούμε στο παρακάτω γράφημα, η ρευστότητα του ομίλου ενισχύεται από το 2017, ενώ το 2020 σημειώνεται καμπή. Η κυκλοφοριακή ρευστότητα και η πραγματική ρευστότητα διατηρούνται διαρκώς σε τιμές άνω της μονάδας μετά το 2017, ενώ η πραγματική ρευστότητα ήταν λίγο μικρότερη από τη μονάδα το 2016.

Στην πράξη, οι μεγαλύτερες της μονάδας τιμές γενικής ρευστότητας αποτελούν μια ένδειξη, ότι οι εταιρείες είναι σε θέση να εξοφλήσουν άμεσα τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις τους μέσω των στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού τους

Σε ό,τι αφορά στην άμεση ταμειακή ρευστότητα, αυτή αυξήθηκε μετά το 2017. Η επίδραση της απορρόφησης των τεσσάρων θυγατρικών δείχνει ότι έχει άμεσο θετικό αντίκτυπο κατά τα δύο πρώτα έτη μετά την απορρόφηση, ενώ η καμπή στους τρεις δείκτες ρευστότητας το 2020 δεν τεκμηριώνεται ότι σχετίζεται με την εξεταζόμενη απορρόφηση. Οπότε σαν



αποτέλεσμα της συγχώνευσης είναι ο όμιλος να δύναται πλέον να αποπληρώνει με αρκετή ευκολία τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις του.



[Γράφημα 1: Δείκτες ρευστότητας](#)

Liquidity ratios	2020	2019	2018	2017	2016
Current ratio	1,89	2,03	1,70	1,52	1,21
Quick ratio	1,63	1,85	1,49	1,34	0,97
Cash ratio	0,44	0,62	0,24	0,24	0,19

[Πίνακας 1: Δείκτες ρευστότητας](#)

## 4.2 Ανάλυση των δεικτών δραστηριότητας

Η μέση διάρκεια διατήρησης των αποθεμάτων μειώνεται μετά από μία αιχμή το 2017, όπου πλησίασε στις 500 ημέρες, σε τιμές χαμηλότερες των 100 ημερών. Η μέση διάρκεια είσπραξης των απαιτήσεων αυξήθηκε ελαφρώς μετά το 2017, από τις 220 ημέρες στις 250 ημέρες το 2020, και η μέση διάρκεια πληρωμής των απαιτήσεων μειώθηκε από το 2017, από τις 78 ημέρες στις 70 ημέρες το 2020. Διαφαίνεται ότι η απορρόφηση των τεσσάρων θυγατρικών συνέβαλε στην επιτάχυνση της πώλησης των αποθεμάτων και στη συνολική αύξηση του χρόνου από την είσπραξη των απαιτήσεων από πελάτες μέχρι την πληρωμή των απαιτήσεων προς προμηθευτές.



Γράφημα 2.1: Δείκτες δραστηριότητας 1/2

Δεν σημειώνεται μεγάλη διακύμανση της ταχύτητας κυκλοφορίας του ενεργητικού, αλλά σημειώνεται αύξηση κατά τα δύο πρώτα έτη και κατόπιν μείωση της ταχύτητας κυκλοφορίας των αποθεμάτων. Η μεταβολή του ενεργητικού ως προς την αύξηση του κύκλου εργασιών δεν είναι μεγάλη κατόπιν της απορρόφησης των τεσσάρων θυγατρικών, ενώ φαίνεται ότι ο όμιλος κατέληξε μετά από τρία έτη να δημιουργεί πιο γρήγορα έσοδα από τα αποθέματά της.



Γράφημα 2.2: Δείκτες δραστηριότητας 2/2

<b>Working capital cycle</b>	2020	2019	2018	2017	2016
Acc. Receivables Days	249,86	208,88	239,53	220,09	217,79
Inventory Days	66,29	39,98	53,64	473,06	87,95
Acc. Payable Days	70,52	77,55	61,77	78,07	91,15

## Πίνακας 2: Δείκτες δραστηριότητας

### 4.3 Ανάλυση των δεικτών φερεγγυότητας

Ο δείκτης χρέους του ομίλου μειώνεται σημαντικά το 2018 κατά 4 ποσοστιαίες μονάδες σε σχέση με το 2017, το οποίο είναι απόρροια της μεγαλύτερης αύξησης του ενεργητικού σε σχέση με την αύξηση του δανεισμού κατόπιν των συγχωνεύσεων. Ωστόσο, ο δείκτης χρέους επανήλθε σε τιμές μεγαλύτερες από αυτές του 2016 και 2017 κατά τα έτη 2019 και 2020, καθώς φαίνεται ότι ο όμιλος προέβη σε σημαντικό δανεισμό, μεγαλύτερο από την ενίσχυση του ενεργητικού, πιθανώς για την υποστήριξη των λειτουργιών των νέων θυγατρικών. Η απορρόφηση των τεσσάρων θυγατρικών δείχνει να αύξησε τις ανάγκες χρηματοδότησης μετά από δύο έτη.

Ο δείκτης δανειακής εξάρτησης του ομίλου ακολουθεί την ίδια πορεία, αποτυπώνοντας την επίδραση του δανεισμού για την απορρόφηση των τεσσάρων θυγατρικών, η οποία ήταν ασθενέστερη από την ενίσχυση των ιδίων κεφαλαίων παρά την προσθήκη των ιδίων κεφαλαίων των θυγατρικών. Το φαινόμενο αυτό διήρκησε ένα έτος, τη δανειακή εξάρτηση να αυξάνεται κατά τα έτη 2019 και 2020, πιθανώς για την υποστήριξη των λειτουργιών των νέων θυγατρικών.

Η κάλυψη των τόκων με καθαρά έσοδα μειώθηκε σε ορίζοντα τριών ετών μετά τις συγχωνεύσεις, το οποίο είναι απόρροια της ενίσχυσης των καθαρών εσόδων παρά της μείωσης των καταβαλλόμενων τόκων, καθώς ο δανεισμός αυξήθηκε. Η απορρόφηση των τεσσάρων θυγατρικών οδήγησε σε σημαντική αύξηση του κύκλου εργασιών όπως αναφέρεται και στην επόμενη παράγραφο.

Τέλος, ο πολλαπλασιαστής μόχλευσης αυξήθηκε κατόπιν των συγχωνεύσεων, οι οποίες φαίνεται ότι οδήγησαν σε μεγαλύτερη αύξηση του ενεργητικού από ό,τι των ιδίων κεφαλαίων. Η απορρόφηση των τεσσάρων θυγατρικών οδήγησε σε μεν αύξηση του συνολικού ενεργητικού και σε δε αύξηση του κινδύνου στον οποίο είναι εκτεθειμένο το ενεργητικό, καθώς δεν αυξήθηκαν ανάλογα τα ίδια κεφάλαια.



Γράφημα 3: Δείκτες φερεγγυότητας

Leverage	2020	2019	2018	2017	2016
Debt to equity	0,63	0,66	0,35	0,44	0,43
Equity multiplier	2,64	2,63	2,22	2,34	3,21
Interest coverage ratio	3,70	5,83	4,14	4,81	2,19
Debt to capital	0,39	0,40	0,26	0,30	0,30

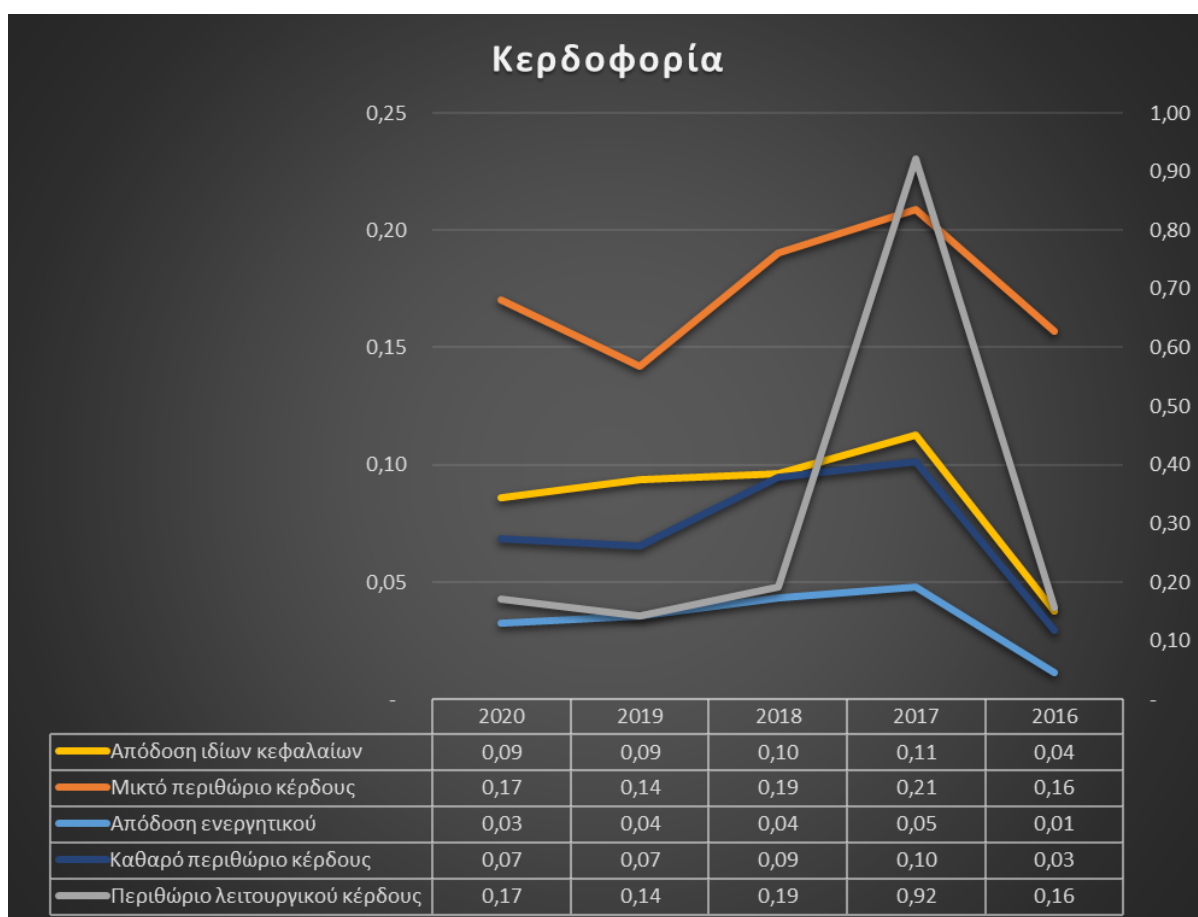
Πίνακας 3: Δείκτες φερεγγυότητας

#### 4.4 Ανάλυση των δεικτών κερδοφορίας

Δεν φαίνεται να επηρεάζεται η απόδοση ιδίων κεφαλαίων κατόπιν των συγχωνεύσεων, καθώς η διακύμανσή της είναι της τάξης μέχρι και των δύο ποσοστιαίων μονάδων σε ορίζοντα τριών ετών μετά τις συγχωνεύσεις. Η απόδοση του ενεργητικού μειώθηκε ομοίως κατά δύο ποσοστιαίες μονάδες σε ορίζοντα τριών ετών μετά τις συγχωνεύσεις. Διαφαίνεται ότι οι εξεταζόμενες συγχωνεύσεις οδήγησαν σε μεγαλύτερη αύξηση του ενεργητικού και των ιδίων κεφαλαίων από ό,τι των καθαρών εσόδων. Αυτό μπορεί να αιτιολογηθεί καθώς

σύμφωνα με τη βιβλιογραφία οι συγχωνεύσεις έχουν άμεσο αντίκτυπο στον κύκλο εργασιών, αλλά η επίδρασή τους στην κερδοφορία είναι μεσοπρόθεσμη και μακροπρόθεσμη.

Αντίστοιχη πορεία ακολουθεί το περιθώριο καθαρού κέρδους και το περιθώριο μικτού κέρδους, με τη θετική επίδραση των συγχωνεύσεων να αναμένεται να αποτυπωθεί μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα. Τέλος, το περιθώριο λειτουργικού κέρδους αυξήθηκε ελαφρώς σε σχέση με το 2016.



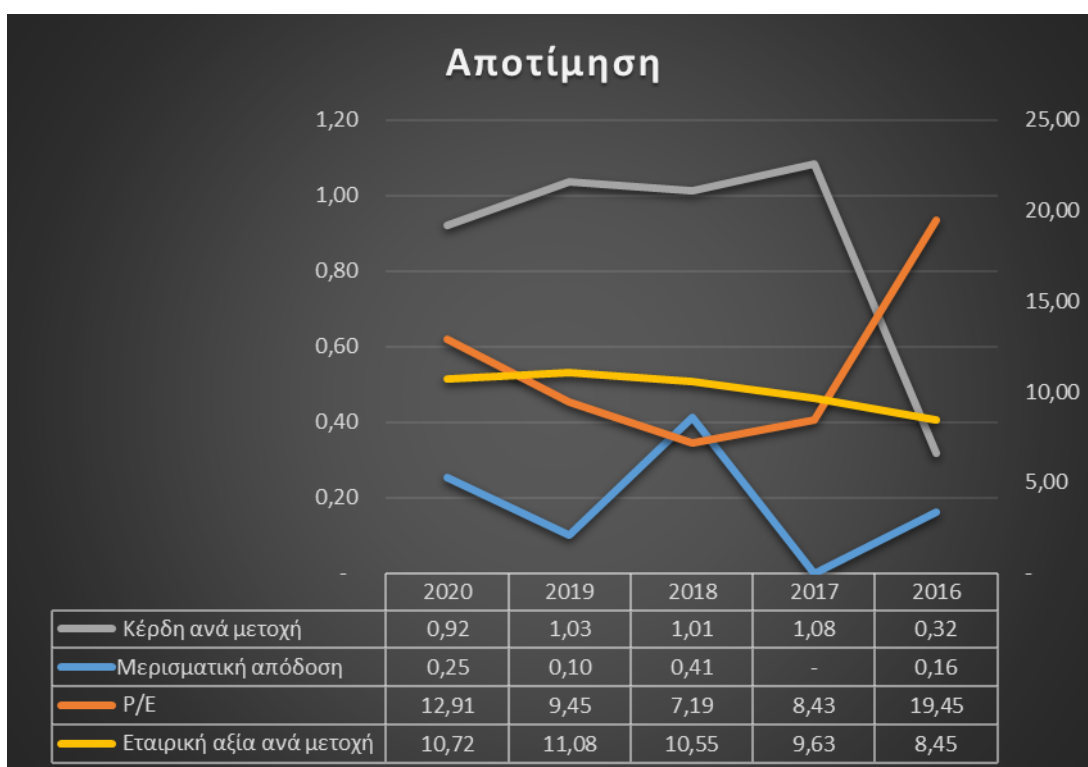
Γράφημα 4: Δείκτες κερδοφορίας

<b>Profitability</b>	2020	2019	2018	2017	2016
Gross margin	0,17	0,14	0,19	0,21	0,16
Operating margin	0,17	0,14	0,19	0,92	0,16
Return on equity	0,09	0,09	0,10	0,11	0,04
Return on assets	0,03	0,04	0,04	0,05	0,01
EBIT margin	0,11	0,09	0,14	0,15	0,10
Net profit margin	0,07	0,07	0,09	0,10	0,03

## Πίνακας 4: Δείκτες κερδοφορίας

### 4.5 Ανάλυση των δεικτών αποτίμησης

Ο όμιλος δημιουργεί περισσότερα κέρδη ανά μετοχή, μετά από μία καμπή το 2018, καθώς ο δείκτης P/E αυξήθηκε από τα 8,43€ το 2017 σε 12,91€. Ομοίως, η εταιρική αξία ανά μετοχή αυξάνεται σε σχέση με το 2016 και το 2017 από τα 8,45€ σε 10,72€. Τα κέρδη ανά μετοχή μειώνονται διαρκώς από το 2018 έως το 2020, απόρροια της αύξησης των μεριδίων των μετοχών, ενώ η μερισματική απόδοση δείχνει να μην επηρεάζεται από τις απορροφήσεις, καθώς εμφανίζει έντονες διακυμάνσεις.



### Γράφημα 5: Δείκτες αποτίμησης

Valuation	2020	2019	2018	2017	2016
Price to earnings	12,91	9,45	7,19	8,43	19,45
Earning per share	0,92	1,03	1,01	1,08	0,32
Book value per share	10,72	11,08	10,55	9,63	8,45
Dividend yield	0,25	0,10	0,41	-	0,16

## Κεφάλαιο 5: Συμπεράσματα - Αξιολόγηση

### 5.1 Περίληψη και αξιολόγηση των χρηματοοικονομικών δεικτών

Η ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων του ομίλου για την πενταετία 2016 έως 2020, όπου τα δύο πρώτα έτη προηγούνται των συγχωνεύσεων, τα δύο τελευταία έτη έπονται των συγχωνεύσεων και το έτος 2017 είναι αυτό κατά το οποίο ολοκληρώθηκαν οι συγχωνεύσεις, παράγει χρήσιμα συμπεράσματα, καθώς εντοπίζεται σημαντική διακύμανση σε αρκετούς από τους εξεταζόμενους δείκτες. Ο όγκος των οικονομικών καταστάσεων καθώς και των συνοδευτικών σημειώσεων είναι τέτοιος που δεν επιτρέπει την ανάλυση παράλληλων γεγονότων τα οποία μπορεί να επέδρασαν στην οικονομική θέση του ομίλου, ως εκ τούτου η παρούσα ανάλυση και ερμηνεία των αποτελεσμάτων γίνεται στη βάση του ότι η κύρια αιτία της διακύμανσης των αναλυόμενων χρηματοοικονομικών δεικτών είναι οι εξεταζόμενες συγχωνεύσεις.

- Η επίδραση της συγχώνευσης αποτυπώνεται θετικά στην ρευστότητα του ομίλου, η οποία βελτιώθηκε κατόπιν των συγχωνεύσεων απόρροια της ενίσχυσης των συνιστωσών του ενεργητικού και της ταυτόχρονης μείωσης των υποχρεώσεων, ενώ η άμεση ταμειακή ρευστότητα δε φαίνεται να επηρεάζεται από τις εξεταζόμενες συγχωνεύσεις. Σίγουρα στο μέλλον η ρευστότητα θα έχει ακόμη μεγαλύτερη βελτίωση και αυτό θα ενισχύσει και τη βραχυπρόθεσμη φερεγγυότητα της επιχείρησης.
- Οι δείκτες δραστηριότητας του ομίλου, συνεπώς η αποδοτικότητα των λειτουργιών του βελτιώθηκαν μετά τις εξεταζόμενες συγχωνεύσεις, ενώ μειώνεται και η απαίτηση χρηματοδότησης για κάλυψη βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων χάρη σε επιμήκυνση του χρόνου αποπληρωμής των απαιτήσεων και σε συντόμευση του χρόνου είσπραξης των απαιτήσεων. Αντίστοιχα, τα αποθέματα του ομίλου κατέστησαν πιο ταχυκίνητα, ενώ δε σημειώνεται σημαντική επίδραση στην ταχύτητα κυκλοφορίας του ενεργητικού του ομίλου. Οπότε η συγχώνευση έχει επηρεάσει θετικά και βελτίωσε την ικανότητα της επιχείρησης να δημιουργεί έσοδα από την αξιοποίηση των περιουσιακών της στοιχείων.

- Οι δείκτες φερεγγυότητας και συγκεκριμένα ο δείκτης του χρέους μας δείχνει πως λόγω της συγχώνευσης η εταιρεία αναγκάστηκε να αυξήσει το δανεισμό τα πρώτα έτη. Ωστόσο το ενεργητικό της εταιρείας είναι πολύ υψηλό σε σύγκριση με τα χρέη και η μακροπρόθεσμη φερεγγυότητα φαίνεται να είναι εξασφαλισμένη.
- Οι δείκτες κερδοφορίας δείχνουν την ικανότητα της εταιρείας να παράγει κέρδη. Μετα τις συγχωνεύσεις, η κερδοφορία του ομίλου δε βελτιώθηκε στα πρώτα τρία έτη, το οποίο καταδεικνύει ότι οι επενδύσεις του ομίλου στις τέσσερις εξεταζόμενες θυγατρικές αναμένεται να αποτυπωθεί πιο μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα. Τέλος, η εταιρεία δείχνει να δημιουργεί περισσότερη αξία για τους μετόχους της δύο χρόνια μετά τις συγχωνεύσεις, χωρίς να εντοπίζεται επίδραση στην μερισματική απόδοση.
- Συνολικά, οι εξεταζόμενες συγχωνεύσεις δείχνουν να έχουν άμεσο θετικό αντίκτυπο στο ενεργητικό, το μετοχικό κεφάλαιο και τον κύκλο εργασιών, αλλά και δείχνουν να καθιστούν πιο γρήγορη τη δημιουργία εσόδων, ενώ οδηγούν σε αύξηση των δανειακών υποχρεώσεων και η θετική τους επίδραση αναμένεται να αποτυπωθεί σε μεγαλύτερο χρονικό ορίζοντα από τα τρία έτη.

Ανακεφαλαιώνοντας, τα αποτελέσματα μετά την συγχώνευση με απορρόφηση δείχνουν έναν υγιέστατο χρηματοοικονομικά όμιλο με υψηλά περιθώρια μικτού και καθαρού κέρδους, επαρκή ρευστότητα και χαμηλό δείκτη δανεισμού. Ο σκοπός αυτής της συγχώνευσης ήταν η βελτίωση στους οικονομικούς, διοικητικούς και λειτουργικούς τομείς. Μετά τη συγχώνευση ο όμιλος αποκτά μεγάλη διαπραγματευτική ισχύ αλλά και ενισχύει την εικόνα του ως ένας οργανισμός με πολυσχιδείς δραστηριότητες. Στον χρηματοοικονομικό τομέα η συγχώνευση βοηθά στη βελτίωση των ταμειακών ροών, αφού πλέον, θα υπάρχει ένα σύνολο ταμειακών ροών διαθέσιμο για όλες τις εταιρείες του Ομίλου. Αυτό θα βοηθήσει να καταλήξει ο όμιλος με περισσότερα λειτουργικά και καθαρά κέρδη, αλλά και στη μείωση της φορολογικής επιβάρυνσης.



## 5.2 Προτάσεις πολιτικής και στρατηγικής της εταιρείας

Επειδή η οικονομική αστάθεια συνεχίζεται σε παγκόσμιο επίπεδο, ο όμιλος θα πρέπει να εστιάσει στη συνεχή βελτίωση όλων των χρηματοοικονομικών δεικτών του έτσι ώστε να ενισχύσει περαιτέρω την ανάπτυξη και τη βιωσιμότητά του.

Δεδομένου όλων των παραπάνω μια καλή πρόταση θα ήταν ο όμιλος να αξιοποιήσει την αυξημένη ρευστότητα με επενδύσεις σε νέους, παρεμφερείς τομείς δραστηριοποίησης. Οι επενδύσεις αυτές μπορούν να γίνουν είτε μέσω δημιουργίας νέων θυγατρικών είτε με εξαγορά νέων επιχειρήσεων.

Επίσης, μια σημαντική πρόταση είναι η μεγιστοποίηση συνεργειών όλων των τομέων επιχειρηματικής δραστηριότητας (Μεταλλουργίας – Ηλεκτρικής Ενέργειας και Φυσικού Αερίου – Ανάπτυξης Ανανεώσιμων και Αποθηκευτικών Έργων Ενέργειας) με σκοπό την περαιτέρω μείωση του κόστους λειτουργίας κάτι που θα έχει σαν αποτέλεσμα να αυξηθεί σημαντικά το περιθώριο μικτού αλλά και καθαρού κέρδους.

Λαμβάνοντας υπόψη ότι με την ολοκλήρωση της συγχώνευσης έχει δημιουργηθεί ένας πολυσχιδής όμιλος με διεθνή εμβέλεια και αυξημένους ρυθμούς ανάπτυξης, θα μπορούσε να έχει πρόσβαση σε φθηνότερο δανεισμό μέσω έκδοσης εταιρικού ομολόγου ή να προσελκύσει ευκολότερα από ότι στο παρελθόν χρηματοδότηση από κάποιο ξένο fund.

## 5.3 Περιορισμοί και προτάσεις για μελλοντική έρευνα

Ο σημαντικότερος περιορισμός κατά την αξιολόγηση της επίδρασης της απορρόφησης των τεσσάρων εταιρειών από τον όμιλο Μυτιληναίος Α.Ε., είναι το γεγονός ότι ο όμιλος αναφέρει τα οικονομικά αποτελέσματα των τεσσάρων θυγατρικών ενοποιημένα κατά 100% και δεν τα αναφέρει ξεχωριστά, ως εκ τούτου δεν κατέστη εφικτή η ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων των τεσσάρων θυγατρικών πριν και μετά τις συγχωνεύσεις.

Επίσης, ένας επιπλέον περιορισμός είναι ότι δεν έχουν περάσει πολλά χρόνια από την συγχώνευση, κατά συνέπεια να φαίνονται μόνο τα βραχυπρόθεσμα αποτελέσματα και όχι τα μακροπρόθεσμα.

Για το λόγο ότι δεν έχουν παρέλθει αρκετά χρόνια από την συγχώνευση, η πρότασή μου είναι να πραγματοποιηθεί μια μελλοντική έρευνα σε 5 χρόνια από τώρα για να μελετηθούν τα οφέλη της συγχώνευσης που θα έχουν προκύψει, με μεγαλύτερη σαφήνεια καθώς και να συμπεριληφθούν και τα μακροπρόθεσμα οφέλη της συγχώνευσης.

# Βιβλιογραφία

## Ξενόγλωσση

1. Antila, Elina. 2006. The role of HR managers in international mergers and acquisitions: A multiple case study. *International Journal of Human Resource Management* 17: 999–1020.
2. Bastida-Domínguez, María. 2007. La gestión del capital humano como activo intangible en las fusiones y adquisiciones. *Harvard Deusto Finanzas y Contabilidad* 78: 20–31. ISSN 1134-0827.
3. Becker, Colin. 2017. Estudio sobre fusiones y adquisiciones 2017. London: Pricewaterhousecoopers.
4. Bhaskar, A. Uday. 2012. HR as business partner during mergers and acquisitions: The key to success is to get. *Human Resource Management International Digest* 20: 22–23.
5. Hogarty T.F. Special Edition. Vol. 44. 1970. Profits from Mergers: the Evidence of Fifty Years; pp. 378–391. (*St. John's Law Review*).
6. Harford Jarrad. What drives merger waves? *Journal of Financial Economics*. 2005;77(3):529–560.
7. Jovanovic B., Rousseau P.L. The Q-theory of mergers. *American Economic Review Papers and Proceedings*. 2002:198–204. May.
8. Larsson, Rikard, and Sydney Finkelstein. 1999. Integrating strategic, organizational, and human resource perspectives on mergers and acquisitions: A case survey of synergy realization. *Organization Science* 10: 1–26.
9. Lin, Bou-Wen, Shih-Chang Hung, and Po-Chien Li. 2006. Mergers and acquisitions as a human resource strategy: Evidence from US banking firms. *International Journal of Manpower* 27: 126–42.
10. Lupina-Wegener, Anna A. 2013. Human resource integration in subsidiary mergers and acquisitions: Evidence from Poland. *Journal of Organizational Change Management* 26: 286–304.
11. Maheshwari, Shweta, and Veena Vohra. 2015. Identifying critical HR practice impacting employee perception and commitment during organization change. *Journal of Organizational Change Management* 28: 872–94.

12. Marks, Mitchell Lee, and Philip H. Mirvis. 2011. A framework for the human resources role in managing culture in mergers and acquisitions. *Human Resource Management* 50: 859–87.
13. Markham J.W. *Business Concentration and Public Policy*. NBER; New York: 1955. Survey of the evidence and findings on mergers.
14. Martínez Caraballo, Noemí. 2006. Los recursos humanos en los procesos de fusión y adquisición. *Intangible Capital* 2: 236–58. ISSN 1697-9818.
15. Neira Fontela, Edelmira, and Carmen Castro Casal. 1994. Los procesos de fusión/adquisición de empresas: Razones, fuentes de información e importancia de los recursos humanos. *Boletín de Estudios Económicos* 49: 267–84. ISSN 0006-6249
16. Pagano, M. (1993), “Financial Markets and Growth: An Overview,” *European Economic Review* 37, pp. 613-622.
17. Shleifer Andrei, Vishny Robert W. Stock market driven acquisitions. *Journal of Financial Economics*. 2003;**70**(3):295–489.
18. Weber, Yaakov, and Shlomo Yedidia Tarba. 2010. Human resource practices and performance of mergers and acquisition in Israel. *Human Resource Management Review* 20: 203–11.
19. Ciaran Walsh. 2006. *Key Management Ratios* (4th edition). pp 113-122

### **Ελληνόγλωσση**

1. Κυριαζόπουλος Γ., (2015). *Ανοιχτά Ακαδημαϊκά Μαθήματα*, Τεχνολογικό Ίδρυμα Δυτικής Μακεδονίας
2. Κυριαζόπουλος Γ., (2015). *Εξαγορές και συγχωνεύσεις στον ευρωπαϊκό τραπεζικό κλάδο: μελέτη των χρηματοοικονομικών επιπτώσεων*
3. Κυριαζής Δ., (2016). *Συγχωνεύσεις & Εξαγορές*, Εκδόσεις Διπλογραφία, Αθήνα
4. Μόσχος Δ. και Χορταρέας Γ. (2011). *Χρηματοπιστωτικό σύστημα και οικονομική δραστηριότητα στο κεφάλαιο με τίτλο «Ο ρόλος του χρηματοπιστωτικού τομέα στην πορεία της οικονομικής ανάπτυξης»*, Συλλογικός Τόμος με θέμα: «Η διεθνή κρίση, η κρίση στην ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα» Ένωση Ελληνικών Τραπεζών
5. Σαράντης Ε., (2007). *Χρηματοπιστωτικό Σύστημα και οικονομική ανάπτυξη*
6. Σουμπενιώτης Δ., Ταμπακούδης Ι., (2018), *Σύγχρονη Χρηματοοικονομική Ανάλυση & Επενδύσεις*, σελ. 405-480, Θεσσαλονίκη, NAMATA

## Διαδίκτυο

<https://www.mytilineos.gr/>

<https://www.mytilineos.gr/el/i-etaireia-mas/istoria/>

<https://www.metka.com/el/omilos-metka/istorikh-diadromh>

<https://www.protergia.gr/el/istorikh-diadromh-etaireias>

<https://www.protergia.gr/el/enarksh-etairikwn-metaxhmatismwn-omilou>

[https://www.protergia.gr/sites/default/files/anakoinosi\\_myt\\_14122016\\_enarxi\\_metashimatis\\_moy.pdf](https://www.protergia.gr/sites/default/files/anakoinosi_myt_14122016_enarxi_metashimatis_moy.pdf)

## Παράρτημα: Οικονομικές καταστάσεις

	Mytilinaios				
€ million	2020	2019	2018	2017	2016
Revenue	1.899	2.256	1.527	1.531	1.248
COGS	1.575	1.936	1.235	121	1.052
Tax expense	28	29	23	24	21
Net income	130	148	145	155	37
Current assets	2.111	2.334	1.483	1.354	1.257
Current liabilities	1.116	1.148	871	890	1.035
Inventories	290	215	184	159	257
Cash and cash equivalent	493	713	208	216	199
Accounts receivable	1.318	1.309	1.016	936	755
Sales	1.899	2.256	1.527	1.531	1.248
Account payable	372	486	262	332	316
Gross profit	323	320	291	320	196
Equity	1.511	1.584	1.508	1.377	989
Total assets	3.992	4.158	3.341	3.218	3.172
Operating income	324	320	292	1.410	196
EBIT	211	204	207	231	125
Total debt	954	1.051	534	599	429
Total equity	1.511	1.584	1.508	1.377	989
Interest expense	57	35	50	48	57
Market price*	11,90	9,78	7,29	9,14	6,15
Total shares outstanding	141	143	143	143	117
Total dividends	3	1	3	-	1
Earnings	130	148	145	155	37