



ΔΙΑΤΜΗΜΑΤΙΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ
ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Διπλωματική Εργασία

**ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ
ΣΙΔΕΝΟΡ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΧΑΛΥΒΑ Α.Ε.**



του

Παπανάγνου Ηλία

Επιβλέπων Καθηγητής: ΠΑΠΑΔΟΠΟΥΛΟΣ ΣΥΜΕΩΝ

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού Διπλώματος στη
Διοίκηση Επιχειρήσεων

ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ 2021

*Στην οικογένειά μου, που με στήριξε σε
αυτή την ιεροδιάδρα*

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ήθελα να απευθύνω ιδιαίτερες ευχαριστίες στον επιβλέποντα καθηγητή μου κύριο Συμεών Παπαδόπουλο, του οποίου η καθοδήγηση, οι γνώσεις και οι συμβουλές του συνέβαλαν στην ολοκλήρωση αυτής της εργασίας.

Ευχαριστώ επίσης όλους τους καθηγητές του Προγράμματος Μεταπτυχιακών Σπουδών ‘Διοίκηση Επιχειρήσεων - MBA’ που διεύρυναν τις γνώσεις μου πάνω σε πολλά θέματα.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα μελέτη αφορά την αποτίμηση της εταιρείας χάλυβα ΣΙΔΕΝΟΡ Βιομηχανική Χάλυβα Α.Ε. θυγατρική του ομίλου ΒΙΟΧΑΛΚΟ. Η αποτίμηση είναι ένα σημαντικό εργαλείο για τους επενδυτές προκειμένου να επενδύσουν τα κεφάλαιά τους.

Αρχικά παρουσιάζεται το θεωρητικό κομμάτι όπου επεξηγείται εννοιολογικά ο όρος της αξίας και της αποτίμησης μιας εταιρείας. Παρουσιάζονται οι διάφοροι μέθοδοι αποτίμησης όπως αυτοί αναλύονται από γνωστούς και καταξιωμένους οικονομολόγους.

Στην συνέχεια γίνεται μια παρουσίαση της εταιρείας και μια στρατηγική ανάλυση αυτής και καταλήγουμε σε κάποια συμπεράσματα βάση της SWOT ανάλυσης που έγινε.

Εν συνεχεία, διενεργείται μια χρηματοοικονομική ανάλυση της εταιρείας της τελευταίας πενταετίας, όπου παρουσιάζονται και αναλύονται μια σειρά χρήσιμων οικονομικών δεικτών.

Κατόπιν, προκειμένου να προχωρήσουμε στην αποτίμηση χρησιμοποιείται η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών (DCF) και συγκεκριμένα το μοντέλο ανάπτυξης τριών σταδίων ελεύθερων ταμειακών ροών (3 stage growth FCFF).

Λόγω της οικονομικής αστάθειας που έχει περιέλθει η χώρα τα τελευταία χρόνια, αλλά και λόγω της τελευταίας κοινωνικής και οικονομικής κρίσης που βιώνει ο πλανήτης από την πανδημία του COVID19 η αποτίμηση μιας εταιρείας είναι πολύ δύσκολη. Παρόλα αυτά έγινε μια προσπάθεια ρεαλιστικής προσέγγισης ώστε να καταλήξουμε σε μια δίκαιη αξία της επιχείρησης.

Όλα τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν αντλήθηκαν τόσο από τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας όσο και από στοιχεία Ελληνικών και Διεθνών έγκυρων οργανισμών.

Λέξεις κλειδιά: Αποτίμηση Αξίας, Χρηματοοικονομική Ανάλυση, Ταμειακές ροές, Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου, Υπολειμματική αξία.

Πίνακας Περιεχομένων

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ.....	iii
ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	iv
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ	1
1.1 Εισαγωγή.....	1
1.2 Η αξία μιας επιχείρησης.....	2
1.3 Μεθοδολογία	2
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ	3
2.1 Ιστορική ανασκόπηση	3
2.2 Έννοια και σκοπός της αποτίμησης	6
2.3 Παράγοντες που επηρεάζουν την αξία μιας επιχείρησης.....	8
2.4 Μύθοι αποτίμησης.....	9
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ	10
3.1 Μέθοδοι Αποτίμησης εταιρικής αξίας.....	10
3.2 Μέθοδοι αποτίμησης σύμφωνα με τον A. Damodaran	11
3.3 Μέθοδοι αποτίμησης σύμφωνα με τον P. Fernandez.....	11
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΩΝ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΜΕΝΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ. ...	15
4.1 Το μοντέλο DCF.....	15
4.2 Παραδοχές DCF μεθόδου.....	15
4.3 Εφαρμογή της μεθόδου προεξόφλησης ταμειακών ροών	16
4.4 Λειτουργικές και ελεύθερες ταμειακές ροές	16
4.5 Ελεύθερες ταμειακές ροές προς την Εταιρεία και προς τους Μετόχους.....	18
4.6 Υπολογισμός επιτοκίου προεξόφλησης	19
4.7 Υπολειμματική αξία	20
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ	20
5.1 Εισαγωγή.....	20
5.2 Ιστορική αναδρομή της εταιρείας.....	21

5.3	Βιομηχανικές εγκαταστάσεις.....	24
5.4	Αποστολή – Όραμα – Αξίες εταιρίας.....	27
5.5	Παραγωγική δυναμικότητα	28
5.6	Μετοχικό κεφάλαιο και μετοχική σύνθεση της ΣΙΔΕΝΟΡ Α.Ε.....	29
	ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ.....	30
6.1	Εισαγωγή.....	30
6.2	Στρατηγική του Ομίλου.....	30
6.3	SWOT Ανάλυση.....	35
6.4	Συμπεράσματα στρατηγικής ανάλυσης.....	42
	ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ.....	42
7.1	Εισαγωγή.....	42
7.2	Επισκόπηση Βασικών Λογιστικών Αρχών	42
7.3	Ανάλυση Κινδύνου.....	44
7.3.1	Κίνδυνοι μακροοικονομικού περιβάλλοντος.....	44
7.3.2	Κίνδυνος Ρευστότητας.....	45
7.3.3	Πιστωτικός κίνδυνος.....	47
7.3.4	Κίνδυνος επιτοκίων.....	48
7.3.5	Συναλλαγματικός κίνδυνος.....	48
7.3.6	Κίνδυνος διακύμανσης τιμών προϊόντων	48
7.3.7	Συμπεράσματα ανάλυσης Κινδύνου	49
7.4	Ανάλυση Βάσει Χρηματοοικονομικών Δεικτών.....	49
7.4.1	Δείκτες Ρευστότητας.....	49
7.4.1.1	Δείκτης Γενικής Ρευστότητας – ΔΓΡ (Current Ratio)	50
7.4.1.2	Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας ΔΑΡ (Quick Ratio)	51
7.4.1.3	Δείκτης Μετρητών (Cash ratio)	52
7.4.2	Δείκτες Δραστηριότητας.....	53
7.4.2.1	Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων (ΚΤΑ)	53
7.4.2.2	Μέση Περίοδος Είσπραξης Απαιτήσεων (ΜΠΕΑ).....	54

7.4.2.3	Δείκτης Συνολικής Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού (ΣΚΕ).....	55
7.4.3	Δείκτες Χρέους	55
7.4.3.1	Δείκτης συνολικής Δανειακής Επιβάρυνσης (ΔΧ)	56
7.4.3.2	Δείκτης Χρέος προς Ίδια Κεφάλαια – ΔΧΙΚ (Debt-equity ratio).....	57
7.4.4	Δείκτες Κερδοφορίας.....	57
7.4.4.1	Μικτό Περιθώριο Κέρδους (Gross Profit Margin)	57
7.4.4.2	Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων – ROE (Return on Equity)	58
7.4.4.3	Απόδοση Ενεργητικού (ROA)	59
7.4.4.4	Περιθώριο EBITDA (Κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων)	60
	ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8: ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ – ΠΑΡΑΔΟΧΕΣ.....	61
8.1	Εισαγωγή	61
8.2	Προβλέψεις Ρυθμού Ανάπτυξης Εταιρείας.....	62
8.3	Καθορισμός ρυθμού ανάπτυξης και χρονικού ορίζοντα πρόβλεψης	63
	ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9: ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΣΙΔΕΝΟΡ	64
9.1	Εισαγωγή	64
9.2	Υπολογισμός των Ελεύθερων ταμειακών Ροών.....	64
9.2.1	Προσδιορισμός Ελεύθερων Ταμειακών Ροών για την επιχείρηση - FCFF	67
9.2.2	Υπολογισμός του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (WACC).....	68
9.2.2.1	Υπολογισμός Κόστους Ιδίων Κεφαλαίων (Cost of Equity).....	68
9.2.2.2	Υπολογισμός Κόστους Δανεισμού (Cost of Debt)	71
9.2.2.3	Υπολογισμός ποσοστού χρέους (D/D+E) και ιδίων κεφαλαίου (E/D+E) ..	73
9.2.3	Υπολογισμός WACC.....	74
9.2.4	Προσδιορισμός Υπολειμματικής Αξίας.....	74
9.3	Προσδιορισμός αξίας της ΣΙΔΕΝΟΡ βάσει προεξόφλησης των ταμειακών ροών (FCFF) και της Υπολειμματικής Αξίας	75
	ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	76
	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	79
	ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	83

Κατάλογος Πινάκων

Πίνακας 1: Παράγοντες προσδιορισμού της αξίας μιας επιχείρησης (Fisher, 1981).....	9
Πίνακας 2: Μετοχικό Κεφάλαιο ΣΙΔΕΝΟΡ	29
Πίνακας 3: Θυγατρικές ΣΙΔΕΝΟΡ	30
Πίνακας 4: Εργασιακοί Δείκτες.....	33
Πίνακας 5: Δείκτες ασφάλειας και Υγείας.....	33
Πίνακας 6: Περιβαλλοντολογικοί Δείκτες	34
Πίνακας 7: Ανάλυση Οικοδομικής Δραστηριότητας	39
Πίνακας 8: Εισαγωγές Χάλυβα στην Ευρωπαϊκή Ένωση από τρίτες χώρες	41
Πίνακας 9: Δείκτης Γενικής Ρευστότητας ΣΙΔΕΝΟΡ	50
Πίνακας 10: Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας ΣΙΔΕΝΟΡ	51
Πίνακας 11: Δείκτης Μετρητών ΣΙΔΕΝΟΡ	52
Πίνακας 12: Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων ΣΙΔΕΝΟΡ	53
Πίνακας 13: Δείκτης Μέσης Περιόδου Είσπραξης Απαιτήσεων ΣΙΔΕΝΟΡ	54
Πίνακας 14: Δείκτης Συνολικής Κυκλοφοριακής Ταχύτητας του Ενεργητικού ΣΙΔΕΝΟΡ	55
Πίνακας 15: Δείκτης Συνολικής Δανειακής Επιβάρυνσης ΣΙΔΕΝΟΡ	56
Πίνακας 16: Δείκτης Χρέους προς Ίδια Κεφάλαια ΣΙΔΕΝΟΡ.....	57
Πίνακας 17: Ποσοστό Μικτού Κέρδους ΣΙΔΕΝΟΡ.....	58
Πίνακας 18: Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων ΣΙΔΕΝΟΡ.....	59
Πίνακας 19: Απόδοση Ενεργητικού ΣΙΔΕΝΟΡ	60
Πίνακας 20: EBITDA ΣΙΔΕΝΟΡ	60
Πίνακας 21: EBITDA Margin ΣΙΔΕΝΟΡ	61
Πίνακας 22: Υπολογισμός gEBIT	63
Πίνακας 23: Υπολογισμός Σταθμικού Μέσου Growth Rate (g)	64
Πίνακας 24: Συγκριτικός Πίνακας όγκου Πωλήσεων και Εσόδων από πωλήσεις 5Μ2020 - 5Μ2021	65
Πίνακας 25: Υποθέσεις για την πρόβλεψη μεγεθών της ΣΙΔΕΝΟΡ	67
Πίνακας 26: FCF ΣΙΔΕΝΟΡ	68
Πίνακας 27: Πίνακας Υπολογισμού beta	71
Πίνακας 28: Υπολογισμός cost of Debt	73
Πίνακας 29: Ποσόστωση Κόστους Δανεισμού και Κόστους Ιδίων Κεφαλαίων	74
Πίνακας 30: Υπολογισμός Παρούσας Αξίας Εταιρείας	75

Πίνακας 31: Συνολική Αξία Εταιρείας.....	76
--	----

Κατάλογος Εικόνων

Εικόνα 1: Δομή του Ομίλου	25
Εικόνα 2: Ετήσια Παραγωγική Δυναμικότητα.....	29

Κατάλογος Διαγραμμάτων

Διάγραμμα 1: Μερίδιο Ελληνικής Αγοράς	36
Διάγραμμα 2:Γεωγραφική κατανομή Πωλήσεων ΣΙΔΕΝΟΡ 2020.....	37
Διάγραμμα 3: Οικοδομική Δραστηριότητα Ελλάδος 2020	38
Διάγραμμα 4: Παραγωγή Χάλυβα Στην Ελλάδα 2008-2020	39
Διάγραμμα 5: Ανάλυση κόστους παραγωγής ΣΙΔΕΝΟΡ 2020	40
Διάγραμμα 6: Εξέλιξη τιμών scrap.....	40
Διάγραμμα 7: Τιμές Rebar steels Πηγή: https://tradingeconomics.com/ (May 2021) 66	66
Διάγραμμα 8: Διάγραμμα GDR Πηγή: IMF (June 2021).....	66
Διάγραμμα 9: Διάγραμμα Απόδοσης OED	69
Διάγραμμα 10: Διάγραμμα επιτοκίων Δανεισμού για επιχειρήσεις με συγκεκριμένη διάρκεια και κυμαινόμενο επιτόκιο. Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.....	72

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1 Εισαγωγή

Η εταιρεία ΣΙΔΕΝΟΡ ανήκει στις δέκα μεγαλύτερες βιομηχανικές επιχειρήσεις στην Ελλάδα και είναι η μεγαλύτερη στην παραγωγή χάλυβα. Ανήκει επίσης στον όμιλο ΒΙΟΧΑΛΚΟ, τον μεγαλύτερο βιομηχανικό όμιλο της χώρας.

Η διαδικασία της αποτίμησης μιας εταιρείας θεωρείται απαραίτητη και αποτελεί ένα πολύ σημαντικό εργαλείο λήψης στρατηγικών αποφάσεων τόσο για τους μετόχους της ίδιας της εταιρείας, όσο και για τους υποψήφιους επενδυτές. Παράλληλα αποτελεί πηγή κρίσιμων συμπερασμάτων όσο αφορά την βιωσιμότητα, την μακροβιότητα αλλά και την ευρυθμία μιας επιχείρησης.

Η πολύχρονη οικονομική κρίση που ξέσπασε στην Ελλάδα το 2009, η κατάρρευση του τραπεζικού συστήματος και γενικότερα η αβεβαιότητα του οικονομικού και πολιτικού περιβάλλοντος δεν θα μπορούσαν να μην επιδράσουν δυσμενώς τον βιομηχανικό κλάδο της χώρας. Μέσα σε αυτό το ασταθές περιβάλλον, προστέθηκε τον τελευταίο χρόνο και η υγειονομική κρίση λόγω της πανδημίας από τον ιό COVID19. Προφανώς και αυτή η υγειονομική κρίση δεν θα μπορούσε να μην επιφέρει δυσμενείς επιπτώσεις και στο οικονομικό περιβάλλον όλου του πλανήτη και κατ' επέκταση στην χώρα. Η ανάγκη, λοιπόν για την διενέργεια της διαδικασίας της αποτίμησης των εταιρειών καθίσταται αναγκαία όσο ποτέ άλλοτε.

Γενικότερα, η διαδικασία της αποτίμησης κρίνεται ως σύνθετη και πολύπλοκη. Για αυτόν ακριβώς τον λόγο η διενέργεια μιας αποτίμησης θα πρέπει να διέπεται από σαφήνεια, αντικειμενικότητα και πάντα να διεξάγεται με την χρήση κατάλληλων και αξιόπιστων εργαλείων και τεχνικών. Η υποκειμενική επιλογή των τεχνικών αποτίμησης δύναται να οδηγήσει σε διαφορετικά συμπεράσματα. Η αποτίμηση λοιπόν θα πρέπει να στηρίζεται σε επιστημονικές μεθόδους αλλά και να συνδυάζεται με την διορατικότητα και την εμπειρία του εκάστοτε αναλυτή.

Στην παρούσα εργασία θα χρησιμοποιηθούν στοιχεία από τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας και από στοιχεία και δεδομένα που συλλέχθηκαν από επίσημους Ελληνικούς και Διεθνείς οργανισμούς. Σημαντικοί παράγοντες στον υπολογισμό των μελλοντικών χρηματοροών είναι η ευρύτερη οικονομική, κοινωνική και πολιτική κατάσταση, αλλά και οι μελλοντικές προβλέψεις όπως τα επιτόκια δανεισμού και η ανάπτυξη των χωρών που δραστηριοποιείται η εταιρεία. Για αυτόν τον λόγο θα προσπαθήσουμε να είμαστε ιδιαίτερα προσεκτικοί στην ανάλυση μας.

1.2 Η αξία μιας επιχείρησης

Το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης, συμπεριλαμβανομένων των προσδοκιών και προβλέψεων για τα επίπεδα κερδοφορίας της αποτελούν την αξία της επιχειρηματικής της οντότητας. Σε αυτήν την αξία περιέχονται και οι ταμειακές ροές της και το εν γένει κεφάλαιο κίνησής της. Εκτός όλων των παραπάνω, η αξία μιας επιχείρησης περιλαμβάνει και το σύνολο των δυνατοτήτων που έχει στο να μετασχηματίζει τις εισροές της σε εκροές μέσω την διαδικασίας μετασχηματισμού που διαθέτει.

Η αξία μιας επιχείρησης δεν ταυτίζεται με την αξία του μετοχικού κεφαλαίου αυτής. Ως αξία του μετοχικού κεφαλαίου νοείται το τίμημα που πρέπει να πληρώσει ένας αγοραστής προκειμένου να εξαγοράσει το μετοχικό κεφάλαιο της. (Figge & Hahn, 2005).

Η αξία μιας επιχείρησης αφορά ένα πλήθος ενδιαφερόμενων μελών (stakeholders) οι οποίοι μπορεί να προέρχονται τόσο από το εσωτερικό όσο και από το εξωτερικό περιβάλλον της. Τέτοιου είδους ενδιαφερόμενα μέρη από το εσωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης είναι: Ο επιχειρηματίας, οι μέτοχοι, τα διευθυντικά στελέχη, οι λογιστές, οι οικονομικές υπηρεσίες, οι εργαζόμενοι και οι εσωτερικοί ελεγκτές. Αντίστοιχα από το εξωτερικό περιβάλλον, ενδιαφερόμενα μέρη είναι: Οι δανειστές, οι προμηθευτές, οι πελάτες, η επιτροπή κεφαλαιαγοράς, η εφορία και η ευρύτερη κοινωνία.

1.3 Μεθοδολογία

Με την παρούσα μελέτη θα επιχειρήσουμε να αποτιμήσουμε την αξία της εταιρίας ΣΙΑΔΕΝΟΡ χρησιμοποιώντας σύγχρονες μεθόδους αποτίμησης. Για την αποτίμηση της εταιρείας θα γίνουν κάποιες παραδοχές και υποθέσεις οι οποίες θα στηριχθούν σε αξιόπιστα και διασταυρωμένα στοιχεία. Τα δεδομένα που θα χρησιμοποιηθούν αντλήθηκαν από τις οικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης οι οποίες είναι αναρτημένες στην επίσημη ιστοσελίδα της. Επίσης, αντλήθηκαν στοιχεία σχετικά και με το αντικείμενο που δραστηριοποιείται η εταιρεία από επίσημους οργανισμούς όπως το Eurofer και το World steel association. Για τις μελλοντικές προβλέψεις και εκτιμήσεις της εταιρείας χρησιμοποιήθηκαν στοιχεία τόσο από το πενταετές business plan της εταιρείας όσο και από επίσημες πηγές ενημέρωσης όπως την Τράπεζα της Ελλάδος, το Διεθνές νομισματικό ταμείο, την ανεξάρτητη Ελληνική στατιστική υπηρεσία κ.α.

Τα βήματα που θα ακολουθηθούν για την αποτίμηση της ΣΙΑΔΕΝΟΡ είναι τα εξής:

- Αρχικά θα γίνει μια ιστορική αναδρομή στην εξέλιξη του τρόπου αποτίμησης και μια βιβλιογραφική ανασκόπηση σχετικά με τις μεθόδους αποτίμησης των επιχειρήσεων.

- Ακολούθως θα γίνει μια παρουσίαση της εταιρείας ΣΙΔΕΝΟΡ αναλύοντας τα προϊόντα της, τις χώρες δραστηριοποίησής και τα μεγέθη της.
- Έπειτα θα προχωρήσουμε στην ανάλυση στρατηγικής της εταιρείας χρησιμοποιώντας ως εργαλείο την SWOT ανάλυση.
- Στην συνέχεια θα αναλυθούν οι κίνδυνοι που μπορεί να απειλήσουν την εταιρεία και θα παρουσιαστούν μια σειρά αριθμοδεικτών όπου και θα επιχειρηθεί να εξαχθούν κάποια συμπεράσματα.
- Κατόπιν θα αναφερθούμε στις προβλέψεις και τις εκτιμήσεις για την πορεία της εταιρείας αντλώντας στοιχεία από τις οικονομικές καταστάσεις της.
- Τέλος θα αποτιμήσουμε την εταιρεία βρίσκοντας την παρούσα αξία των ταμειακών ροών και της υπολειμματικής αξίας που έχουμε προβλέψει.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

2.1 Ιστορική ανασκόπηση

Οι πρώτες μέθοδοι μέτρησης αξίας μετοχικών αξιογράφων που χρησιμοποιήθηκαν ήταν αυτές της μερισματικής απόδοσης και της λογιστικής αξίας, γεγονός που αντανάκλα την αντίληψη των πρώτων επενδυτών για τις μετοχές σαν αξιόγραφα παρόμοια με τα ομόλογα που διαφοροποιούνται μόνο ως προς την αβεβαιότητα ως προς τη λήξη και την πληρωμή μερισμάτων. Αυτή η αντίληψη κυριάρχησε στη συνείδηση των επενδυτών μέχρι την έκρηξη ανόδου της Wall Street γύρω στο 1920, η οποία επηρέασε σημαντικά την αντιμετώπιση των επενδυτών απέναντι στις μετοχικές αξίες. Αυτήν ακριβώς την χρονική περίοδο ξεκίνησαν οι πρώτες συγγραφικές απόπειρες.

Το 1934 στο βιβλίο τους «Security Analysis», οι Graham, Dodd και Cottle επηρεασμένοι από το κραχ της Wall Street, υποστηρίζουν ότι μακροπρόθεσμα ο καθοριστικότερος παράγοντας επιρροής της εσωτερικής αξίας της επιχείρησης είναι το αναμενόμενο κέρδος της και η αξία των περιουσιακών της στοιχείων. Οι συγγραφείς προτρέπουν τους επενδυτές να δίνουν βαρύτητα στην λειτουργική δραστηριότητα μιας επιχείρησης (operating business) και στην δυνατότητα της εταιρείας να παράγει κέρδη ,διατηρήσιμα και μη ευμετάβλητα (Graham & Dodd & Cottle, 1934).

Το 1938 ο Williams, στο σύγγραμμά του «The Theory of Investment Value», αναφέρεται στην έννοια της εσωτερικής αξίας μιας επιχείρησης. Στο συγκεκριμένο βιβλίο εξετάζεται η σχέση της αξίας με την αγοραία τιμή, ενώ αποτελεί την πρώτη ολοκληρωμένη αποτύπωση της μεθόδου αποτίμησης βάσει της προεξόφλησης των

μελλοντικών μερισμάτων.

Το 1958, οι F.Modigliani και M.H.Miller ανέπτυξαν το θεώρημα της κεφαλαιακής διάρθρωσης, στο οποίο απέδειξαν ότι το συνολικό κόστος κεφαλαίου και η αξία της επιχείρησης, δεν επηρεάζονται από την σύνθεση των μακροπροθέσμων πηγών χρηματοδότησής της (Modigliani & Miller, 1958). Συγκεκριμένα η εφαρμογή του θεωρήματός τους, υποθέτει την ύπαρξη αποτελεσματικής αγοράς, ίσης πληροφόρησης και την απουσία φόρων και λοιπών κοστών. Επίσης, πρότειναν 2 νέες μεθόδους αποτίμησης των εταιριών από τις οποίες, η πρώτη χρησιμοποιεί το μέσο σταθμικό κόστος για την προεξόφληση των μελλοντικών ροών. Η δεύτερη μέθοδος ονομάστηκε μέθοδος της προσαρμοσμένης παρούσας αξίας και συνυπολόγιζε την αξία της επιχείρησης χωρίς μόχλευση, παράλληλα με τα φορολογικά οφέλη από τον δανεισμό και το κόστος δανεισμού.

Το έτος του 1959 ο καθηγητής πανεπιστήμιου του Τορόντο Myron J. Gordon δημοσιεύει το άρθρο του «Dividends, Earnings and Stock Prices». Στο συγκεκριμένο άρθρο βασιζόμενος στην θεωρία του Williams, εξελίσσει την μέθοδο της προεξόφλησης μελλοντικών ροών, λαμβάνοντάς υπόψιν και τα μελλοντικά κέρδη της εταιρείας (Gordons, 1959). Το συγκεκριμένο υπόδειγμα έμεινε γνωστό ως Gordon Groth Model και αποτελεί μια διηλεκτή ράντα με σταθερό εκτιμώμενο ρυθμό ανάπτυξης g (growth), η οποία επεκτείνεται στο άπειρο.

Το έτος 1962 οι B. Graham, D.L. Dodd και ο S. Cottle συνδύασαν στην μεθοδολογία τους στοιχεία από την μεθοδολογία των Gordon και Williams, υπολογίζοντας την αξία εταιρειών που έχουν χαμηλή μερισματική απόδοση στο διηλεκές (Graham & Dodd & Cottle, 1962). Βασική θέση σε όλα τα συγγράμματά τους, αποτελεί η ύπαρξη σημαντικής αβεβαιότητας για την εκτίμηση μελλοντικών κερδών. Ακόμα, εκτιμούν ότι τα κέρδη αποτελούν το κύριο κριτήριο προσδιορισμού της εσωτερικής αξίας.

Τρία χρόνια αργότερα το έτος 1965, ο Eugene Fama δημοσιεύει τη θεωρία του τυχαίου περιπάτου. Η συγκεκριμένη θεωρία αφορά τις αποδόσεις των μετοχών και αποτέλεσε την αρχή της αμφισβήτησης όλων των προσπαθειών αποτίμησης εταιρικών αξιών, αφού κατά τον ίδιο, οι μελλοντικές ροές ακολουθούν έναν τυχαίο και μη προβλέψιμο αποτέλεσμα. Διευρύνοντας το αντικείμενο της θεωρίας του, ο Fama όρισε την έννοια της αποτελεσματικότητας της αγοράς (efficient market hypothesis) την οποία κατηγοριοποίησε σε ασθενή, μέτρια και ισχυρή μορφή (Fama, 1965). Σύμφωνα με τη συγκεκριμένη θεωρία, σε μια αποτελεσματική αγορά οι τιμές των μετοχών ενσωματώνουν το σύνολο των διαθέσιμων πληροφοριών, με αποτέλεσμα την μη ύπαρξη υποτιμημένων ή υπερτιμημένων μετοχών.

Τη δεκαετία του 1980 εμφανίστηκε η έννοια των ελευθέρων ταμειακών ροών (free cash flows-FCFs), με τις οποίες ασχολήθηκαν πλήθος οικονομολόγων, όπως ο Jensen (Jensen, 1986) το ίδιο έτος με τον Rappaport (Rappaport, 1986), ο Stewart το 1991 (Stewart, 1991), ο Copeland, ο Koller και ο Murrin (Copeland & Koller & Murrin, 1994), ο Hackel και ο Livnat (Hackel & Livnat, 1996), οι οποίοι την χρησιμοποίησαν ως εργαλείο αποτίμησης της αξίας των επιχειρήσεων.

Το 1996 ο καθηγητής Damodaran στο βιβλίο του Damodaran Investment Valuation δημοσιεύοντας μια ακολουθία άρθρων αναλύει την σημασία του προεξοφλητικού (discount rate) και του άνευ κινδύνου (risk free rate) επιτοκίου, συγκρίνοντας την αποτελεσματικότητα των υποδειγμάτων προεξόφλησης και των μερισμάτων (Damodaran, 1996).

Το 1997 οι Benninga και Sarig υποστήριξαν ότι η παρούσα αξία των ταμειακών ροών έχει άμεση σχέση με το επίπεδο κινδύνου. Επίσης υποστήριξαν ότι είναι θεμιτή η χρήση περισσότερων από μιας μεθόδων αποτίμησης, προς την διασφάλιση πλέον αξιόπιστων αποτελεσμάτων (Benninga & Sarig, 1997).

Οι Dittmann et. al (2002) σε έρευνα που πραγματοποίησαν σε 53 γερμανικές επιχειρήσεις Venture Capital κατέληξαν στο συμπέρασμα, πως οι περισσότερες χρησιμοποιούν τη μέθοδο της προεξόφλησης ταμειακών ροών, ωστόσο λίγες είναι οι επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν το σωστό επιτόκιο προεξόφλησης. Οι περισσότερες επιχειρήσεις αν και χρησιμοποιούν την μέθοδο επιλέγουν υποκειμενικά το επιτόκιο προεξόφλησης.

Επιπρόσθετα, η έρευνα έδειξε πως οι επιχειρήσεις της Γερμανίας χρησιμοποιούν αρκετές μεθόδους για να καταλήξουν τελικά στην σωστή αποτίμηση. Κάποιες από τις μεθόδους που χρησιμοποιούνται πιο συχνά είναι ο πολλαπλασιαστής PEG (Price to Earnings per Share Growth Multiple), αξία προς πωλήσεις και αξία προς EBITDA για την εξαγωγή όσο το δυνατόν αντικειμενικότερου αποτελέσματος.

Ομοίως, οι Brealey και Myers (2000) και οι Ross et al (2001), ανέφεραν ότι η αποτίμηση μιας επιχείρησης είναι ένα αναπόσπαστο στοιχείο της σύγχρονης θεωρίας της χρηματοδότησης επιχειρήσεων και προτείνουν ως την πλέον κατάλληλη τη μέθοδο προεξόφλησης ταμειακών ροών. Και οι Penman και Sougiannis (1998) ισχυρίστηκαν πως όταν πρόκειται για πεπερασμένο χρονικό διάστημα, κατάλληλες μέθοδοι κρίνονται οι μέθοδοι της προεξόφλησης ταμειακών ροών.

Αντιθέτως, ο Cornell (1993) και ο Damodaran (2001) ανέδειξαν πιο αναλυτικές μεθόδους που συμπεριλαμβάνουν την λογιστική αξία, τη σύγκριση δεικτών και τα δικαιώματα προαίρεσης.

Οι Fernandez και Bilan (2013) ανέφεραν ότι κατά την αποτίμηση αξίας επιχείρησης γίνονται ορισμένα λάθη και οδηγούμαστε σε λάθος συμπεράσματα. Έξι είναι οι βασικές κατηγορίες λαθών και συνοπτικά αναφέρονται παρακάτω:

1. Σφάλματα που αφορούν τον υπολογισμό του προεξοφλημένου επιτοκίου και τον βαθμό κινδύνου.
2. Σφάλματα κατά τον υπολογισμό των αναμενόμενων ταμειακών ροών
3. Σφάλματα κατά τον υπολογισμό της υπολειμματικής αξίας.
4. Ασυνέπειες ή εννοιολογικά λάθη .
5. Σφάλματα ερμηνείας της αποτίμησης.
6. Οργανωτικά λάθη.

Ο Steiger (2008) εφαρμόζοντας την μέθοδο αποτίμησης αξίας βάσει ταμειακών ροών, συμπέρανε ότι παρέχει αξιόπιστες προσεγγίσεις στην πραγματική αξία των επιχειρήσεων. Σημείωσε όμως ότι η παραμικρή απόκλιση από τις υποθέσεις αναφορικά με τις μελλοντικές ροές και τα επιτόκια προεξόφλησης, θα οδηγήσουν σε μεγάλες αλλαγές στις υπολογιζόμενες αξίες.

Σύμφωνα με τον Fernandez (2015) δέκα είναι οι μέθοδοι υπολογισμού που βασίζονται στην προεξόφληση ταμειακών ροών. Και οι δέκα δίνουν τα ίδια αποτελέσματα. Αυτό είναι λογικό, δεδομένου ότι όλες οι μέθοδοι αναλύουν την ίδια την πραγματικότητα κάτω από τις ίδιες υποθέσεις. Διαφέρουν μόνο στις ταμειακές ροές που έχουν ληφθεί ως σημείο εκκίνησης για την εκτίμηση.

2.2 Έννοια και σκοπός της αποτίμησης

Σκοπός της διαδικασίας της αποτίμησης είναι η εκτίμηση της σημερινής αξίας ενός αγαθού ή ενός περιουσιακού στοιχείου ή μιας οικονομικής μονάδας ή ενός επενδυτικού σχεδίου. Η διαδικασία αυτή σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία, πραγματοποιείται από τον ενδιαφερόμενο αναλυτή θέτοντας κάποιες παραμέτρους οι οποίες μπορεί να επηρεάσουν την μελλοντική απόδοση του υπό εξέταση στοιχείου. Στην ουσία η διαδικασία της αποτίμησης αποσκοπεί στην εξαγωγή μιας ‘συγκεκριμένης’ τιμής της μετοχής μιας επιχείρησης και συνεπώς οδηγούμαστε σε τρία πιθανά σενάρια, που είναι ενδεικτικά της πορείας που αυτή ακολουθεί:

- Η μετοχή έχει μια δίκαιη τιμή (fair value): η αγοραία αξία είναι ίση με την υπολογιζόμενη
- Η μετοχή είναι υποτιμημένη (undervalue): η αγοραία αξία είναι χαμηλότερη της υπολογιζόμενης
- Η μετοχή είναι υπερτιμημένη (overvalue): η αγοραία αξία είναι υψηλότερη της

υπολογιζόμενης.

Σύμφωνα με τους Krishna Palepu, Paul Healy και Victor Bernard, η αποτίμηση είναι «η διαδικασία μετατροπής των προβλέψεων σε μια εκτίμηση για την αξία της επιχείρησης ή ενός συγκεκριμένου περιουσιακού στοιχείου». Παράλληλα αποτελεί ένα πολύ χρήσιμο εργαλείο για κάθε επιχείρηση καθώς συλλέγει και επεξεργάζεται σημαντική πληροφόρηση σε ποικίλες περιπτώσεις όπως είναι η επιλογή της άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης, η διαμόρφωση της κατάλληλης στρατηγικής, καθώς και σε περίπτωση εξαγορών και συγχωνεύσεων.

Επιπροσθέτως, σκοπός της διαδικασίας της αποτίμησης είναι η εξαγωγή ασφαλών συμπερασμάτων αναφορικά με την προοπτική βιωσιμότητας και κερδοφορίας μιας επιχείρησης, αλλά και η υπόδειξη επενδυτικών ευκαιριών από την πλευρά των μετόχων. Θεωρείται ένα βασικό και πολύτιμο εργαλείο στη σύγχρονη χρηματοοικονομική, καθώς λαμβάνει υπόψη και αξιολογεί τις επιδράσεις διάφορων γεγονότων που μπορεί να προκύψουν σε μια επιχειρηματική μονάδα, όπως για παράδειγμα η συγχώνευση ή η απορρόφηση ή η εξαγορά της επιχείρησης. Γενικότερα, οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές (Mayer 1986), χρησιμοποιούν μοντέλα αποτίμησης προκειμένου να πετύχουν τα ακόλουθα:

- Σωστή επιλογή μετοχών
- Εξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με τις προσδοκίες της αγοράς
- Αξιολόγηση εταιρικών γεγονότων
- Απόδοση «δίκαιων» αποφάσεων που έχουν παρθεί από τη διοίκηση της εταιρίας
- Αξιολόγηση επιχειρηματικών στρατηγικών και μοντέλων
- Ευκολία στην επικοινωνία μεταξύ των χρηματοοικονομικών αναλυτών και των μετόχων
- Αξιολόγηση ιδιωτικών επενδύσεων και επιχειρήσεων
- Η εξεύρεση κεφαλαίων.
- Η εξαγορά ή η συγχώνευση εταιρειών και ο ορισμός δίκαιου αντίτιμου της εταιρείας.
- Ο επιχειρηματικός σχεδιασμός της επιχείρησης.
- Η αξιολόγηση και ο προσδιορισμός των αμοιβών των στελεχών και του Διοικητικού Συμβουλίου.
- Η περίπτωση των μη εισηγμένων επιχειρήσεων, καθώς είναι δυσκολότερος ο προσδιορισμός της αξίας τους.

Ακόμα μέσω της συγκεκριμένης διαδικασίας λαμβάνονται στοιχεία χρήσιμα για τα εξής:

- Τις στρατηγικές αποφάσεις και τον σχεδιασμό της εταιρείας από οικονομικά στελέχη. Η αποτίμηση είναι καθοριστικός παράγοντας για την πραγματοποίηση ή όχι μιας νέας επένδυσης.
- Την πληροφόρηση των υποψηφίων επενδυτών και των μετόχων. Οι υποψήφιοι επενδυτές ή οι μέτοχοι επιθυμούν να γνωρίζουν την παρούσα αξία της εταιρείας, προκειμένου να αξιολογήσουν την πορεία της εταιρείας.
- Την λήψη δανείων της εταιρείας. Οι δανειστές χρειάζονται τις συγκεκριμένες πληροφορίες για να αξιολογήσουν και να αποφασίσουν τις εγγυήσεις και τους όρους των δανείων.
- Την πληροφόρηση προμηθευτών. Οι προμηθευτές αξιολογώντας αυτές τις πληροφορίες σχεδιάζουν την πολιτική πίστωσης που θα ακολουθηθεί.
- Η επιτροπή κεφαλαιαγοράς χρησιμοποιεί τα αποτελέσματα που προκύπτουν για να αποφασισθεί αν η συγκεκριμένη εταιρεία θα εισαχθεί στο χρηματιστήριο και ποια θα είναι η τιμή διαπραγμάτευσής της.
- Διαπραγμάτευση αμοιβών. Οι ίδιοι οι εργαζόμενοι ενημερώνονται για την πορεία της εταιρείας, ώστε να είναι σε θέση να σχεδιάσουν την συνδικαλιστική τους πολιτική.
- Όπως είναι αντιληπτό η διαδικασία της αποτίμησης αξίας χρησιμοποιείται, είτε από ίδια μέρη με ενδεχόμενες διαφορετικές προσδοκίες, είτε από εντελώς διαφορετικά, όπως πιστωτές, δανειστές, εφορία, ρυθμιστικές αρχές.

Σύμφωνα με τον Λαζαρίδη (2005) η διαδικασία της αποτίμησης θα πρέπει να λάβει υπόψη τουλάχιστον τα εξής πέντε βασικά βήματα:

- Κατανόηση της οικονομικής μονάδας που εξετάζεται
- Πρόβλεψη επίδοσης της εταιρείας
- Επιλογή κατάλληλου μοντέλου αποτίμησης
- Μετατροπή της πρόβλεψης σε αποτίμηση
- Επενδυτική απόφαση

2.3 Παράγοντες που επηρεάζουν την αξία μιας επιχείρησης

Η αξία μιας επιχείρησης σχετίζεται άμεσα με την λειτουργία της. Η αύξηση της αξίας της επιτυγχάνεται συνδυάζοντας την αξία των περιουσιακών της στοιχείων με την καταλληλότερη αξιοποίηση και εκμετάλλευσή τους. Πέρα από την πώληση των επιμέρους στοιχείων που τη συγκροτούν, η αξία της επιχείρησης καθορίζεται και από τις ενέργειές της. Ο καθορισμός της αξίας της επιχείρησης ως δρώσας οικονομικής οντότητας συντελείται από το μέγεθος των προβλεπόμενων κερδών, που προσδιορίζονται λαμβάνοντας υπόψη τόσο τη συγκρότηση όσο και τη διαχρονική της διάρθρωση στο

χρόνο που εκτιμάται η αξία της (Στάλιας, 1995)

Πέρα όμως από τους παραπάνω παράγοντες που σχετίζονται με την εταιρεία, υπάρχουν και αυτοί που δεν σχετίζονται με αυτήν. Αυτοί σύμφωνα με τον Λαζαρίδη (2005) είναι:

- Ο πληθωρισμός
- Η ρευστότητα της αγοράς
- Τα επιτόκια

Η επίδραση της αξίας μιας επιχείρησης με βάση τη μεταβολή ενός εκ των παραπάνω παραγόντων παρουσιάζεται στο παρακάτω σχήμα:

Πίνακας 1: Παράγοντες προσδιορισμού της αξίας μιας επιχείρησης (Fisher, 1981)

ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ	ΠΟΡΕΙΑ ΠΑΡΑΓΟΝΤΑ	ΠΟΡΕΙΑ ΤΙΜΩΝ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ - ΑΞΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ
ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ	↑	↓
	↓	↑
ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ	↑	↑
	↓	↓
ΕΠΙΤΟΚΙΑ	↑	↓
	↓	↑

2.4 Μύθοι αποτίμησης

Οι μύθοι οι οποίοι έχουν αναφερθεί σχετικά με την αποτίμηση σύμφωνα με τον Damodaran (2001) είναι οι εξής:

- Μύθος 1ος : Η αποτίμηση είναι μία επιστήμη που «παράγει» ακριβή αποτελέσματα και δίνει συγκεκριμένες και ακριβείς απαντήσεις
- Μύθος 2ος : Η αποτίμηση είναι πολύπλοκη και υπάρχουν εκατοντάδες διαθέσιμα μοντέλα και μέθοδοι
- Μύθος 3ος : Δεν είναι δυνατή η αποτίμηση επιχειρήσεων που λειτουργούν λίγα χρόνια και παρουσιάζουν ζημίες κατά τη διάρκεια αυτών
- Μύθος 4ος : Τα κρατικά αξιόγραφα δεν εμπεριέχουν κινδύνους, τα beta υπολογίζονται με παλινδρόμηση και το ασφάλιστρο κινδύνου δύναται να υπολογιστεί με σχετική ακρίβεια

- Μύθος 5ος : Το επιτόκιο δανεισμού ταυτίζεται με το κόστος δανεισμού
- Μύθος 6ος : Η χρήση των λογιστικών δεικτών και μεγεθών για τον υπολογισμό αξίας του μετοχικού κεφαλαίου ή του κόστους δανεισμού θεωρείται συντηρητική.
- Μύθος 7ος : Οι λογιστές ξέρουν να υπολογίζουν τα Κέρδη
- Μύθος 8ος : Οι καταστάσεις των ταμειακών ροών εμφανίζουν όλες τις απαραίτητες πληροφορίες για τον υπολογισμό των κεφαλαιουχικών δαπανών
- Μύθος 9ος : Οι προσδοκώμενοι ρυθμοί ανάπτυξης στη διαδικασία αποτίμησης θεωρούνται εξωγενείς μεταβλητές
- Μύθος 10ος : Μία σωστά τεκμηριωμένη αποτίμηση μπορεί να ισχύσει επ' αόριστων
- Μύθος 11ος : Σημασία έχει το αποτέλεσμα και όχι η διαδικασία της αποτίμησης
- Μύθος 12ος : Το τελευταίο στάδιο της αποτίμησης είναι η προεξόφληση των ταμειακών ροών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

3.1 Μέθοδοι Αποτίμησης εταιρικής αξίας

Σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία υπάρχει ποικιλία μοντέλων αποτίμησης. Κάθε ένα από αυτά τα μοντέλα βασίζεται στην αποτίμηση διαφόρων αξιών. Η εσωτερική αξία (intrinsic value) είναι το σημείο αναφοράς για κάθε μοντέλο αποτίμησης (Damodaran 2012). Άλλες αξίες που χρησιμοποιούνται είναι η εύλογη αξία (fair value), η ρευστοποιήσιμη αξία (liquidation value) (Λαζαρίδης 2005) και η αξία βάσει συνέχισης των δραστηριοτήτων (going concern value).

Γενικά, διακρίνουμε δύο βασικές κατηγορίες μοντέλων αποτίμησης. Τα απόλυτα μοντέλα και τα σχετικά μοντέλα.

Τα σχετικά μοντέλα αποτίμησης στοχεύουν στη σύγκριση βασικών στοιχείων μεταξύ των επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου, και αυτό επιτυγχάνεται μέσω της χρήσης και της ανάλυσης διάφορων αριθμοδεικτών και πολλαπλασιαστών. Ενδεικτικά τέτοιοι αριθμοδείκτες είναι: α) ο λόγος P/E τρέχουσα τιμή προς κέρδη, β) P/sales τρέχουσα τιμή προς πωλήσεις γ) P/Cash Flow τρέχουσα τιμή προς ταμειακές ροές και ο δείκτης PEG (Bradshaw, 2002) που μας δείχνει τον ρυθμό ανάπτυξης και την διαχρονική πορεία των κερδών της εταιρείας προς τον δείκτη P/E της μετοχής της ίδιας εταιρείας κλπ.

Αντιθέτως, στα απόλυτα μοντέλα επιχειρείται να εκτιμηθεί μια εσωτερική αξία (intrinsic value), χρησιμοποιώντας μόνο τα θεμελιώδη μεγέθη και στοιχεία της επιχείρησης, και

στο τέλος να προκύψει η παρούσα αξία όλων των μελλοντικών προσδοκώμενων ροών. Έτσι ανάλογα με το θεμελιώδες μέγεθος που αναλύεται, προκύπτει και το αντίστοιχο μοντέλο αποτίμησης. Πιο συγκεκριμένα, οι βασικότερες μέθοδοι που ανήκουν σε αυτή την κατηγορία είναι:

- ❖ Η μέθοδος προεξόφλησης των μερισμάτων (dividend discount model)
Βασική αρχή αυτής της μεθόδου είναι ότι ο επενδυτής είναι μακροχρόνιος και βασίζει την επιλογή της επένδυσης αποκλειστικά στα μερίσματα που θα εισπράττει από την επιχείρηση. Βασικές παραδοχές είναι ότι η επιχείρηση θα έχει σχεδόν σταθερά κέρδη και δεν θα παρουσιάζει μεγάλες διακυμάνσεις (Αλεξιάκης 2015)
- ❖ Η μέθοδος υπερκερδών (residual income valuation model)
- ❖ Η μέθοδος της αξίας των στοιχείων του ενεργητικού (asset-based model)
- ❖ Η μέθοδος προεξόφλησης των ταμειακών ροών (discount cash flow model)

3.2 Μέθοδοι αποτίμησης σύμφωνα με τον A. Damodaran

Σύμφωνα με τον A. Damodaran (2012), υπάρχουν τρεις κατηγορίες μεθόδων αποτίμησης της εταιρικής αξίας οι οποίες είναι οι εξής:

1. Discounted cash flow valuation, σύμφωνα με την οποία η αξία μιας επιχείρησης συνδέεται με την παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών ταμειακών ροών της.
2. Relative valuation, όπου η αξίας μιας εταιρίας εκτιμάται με βάση της αξίας άλλων εταιριών αντίστοιχης δραστηριότητας σχετικά με μια συγκεκριμένη μεταβλητή, πχ κέρδη, πωλήσεις, ταμιακές ροές κτλ.
3. Εκτίμηση της ενδεχόμενης αξίωσης (Contingent claim valuation). Η μέθοδος αυτή χρησιμοποιεί μοντέλα αποτίμησης δικαιωμάτων προαίρεσης ώστε να μετρήσει την αξία των περιουσιακών στοιχείων που έχουν χαρακτηριστικά δικαιωμάτων προαίρεσης.

3.3 Μέθοδοι αποτίμησης σύμφωνα με τον P. Fernandez

Από την άλλη μεριά, ο καθηγητής P. Fernandez (2004) κατηγοριοποιεί τις μεθόδους αποτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης σε έξι κύριες ομάδες:

1. Balance sheet Based Methods. (Μέθοδοι με βάση τον ισολογισμό)
Σε αυτήν την ομάδα οι αποτιμήσεις επιδιώκουν να προσδιορίσουν την αξία της

εταιρείας εκτιμώντας την αξία των περιουσιακών στοιχείων της. Πρόκειται για παραδοσιακά χρησιμοποιούμενες μεθόδους που θεωρούν ότι η αξία μιας εταιρείας βρίσκεται βασικά στον ισολογισμό της. Προσδιορίζουν την τιμή από στατική άποψη, η οποία, συνεπώς, δεν λαμβάνει υπόψη την πιθανή μελλοντική εξέλιξη της εταιρείας ή την προσωρινή αξία του χρήματος. Δεν λαμβάνονται υπόψη άλλοι παράγοντες που διαμορφώνουν και επηρεάζουν την αξία μιας εταιρείας, όπως είναι η διαχείριση ανθρωπίνων πόρων ή η αντιμετώπιση διοικητικών προβλημάτων, θέματα που δεν απεικονίζονται στις οικονομικές καταστάσεις.

Σε αυτήν την ομάδα των αποτιμήσεων ανήκουν οι παρακάτω μέθοδοι:

a. Αποτίμηση εταιρείας με βάση την λογιστική αξία (Book value)

Η λογιστική αξία μιας εταιρείας ή η καθαρή της θέση είναι η αξία των ιδίων κεφαλαίων των μετόχων που αναφέρονται στον ισολογισμό (μετοχικό κεφάλαιο και αποθεματικά). Η αξία αυτή είναι και η διαφορά μεταξύ του συνόλου των στοιχείων του ενεργητικού και των υποχρεώσεων.

b. Αποτίμηση εταιρείας με βάση την προσαρμοσμένη λογιστική αξία (Adjusted value)

Αυτή η μέθοδος επιδιώκει να ξεπεράσει τις ελλείψεις που εμφανίζονται όταν εφαρμόζονται καθαρά λογιστικά κριτήρια στην αποτίμηση. Με αυτήν την μέθοδο τα περιουσιακά στοιχεία αναπροσαρμόζονται στην αγοραία αξία τους και οι εισπρακτέοι λογαριασμοί θα πρέπει να αναπροσαρμόζονται στην τυχόν ύπαρξη επισφαλούς χρέους.

c. Ρευστοποιήσιμη Αξία (Liquidation value)

Αυτή είναι η αξία της εταιρείας εάν εκκαθαριστεί, δηλαδή όταν τα περιουσιακά στοιχεία της πωλούνται και τα χρέη της εξοφλούνται. Αυτή η αξία υπολογίζεται αφαιρώντας τα έξοδα εκκαθάρισης της επιχείρησης (πληρωμές απολύσεων σε εργαζομένους, φορολογικά έξοδα και άλλα τυπικά έξοδα εκκαθάρισης) από την προσαρμοσμένη καθαρή αξία.

d. Αποτίμηση με βάση την πραγματική αξία (Substantial value)

Η πραγματική ή ουσιαστική αξία αντιπροσωπεύει την επένδυση που πρέπει να γίνει για να σχηματιστεί μια εταιρεία που έχει πανομοιότυπους όρους με εκείνους της εταιρείας που αποτιμάται. Μπορεί επίσης να οριστεί ως η αξία αντικατάστασης των περιουσιακών στοιχείων, υποθέτοντας ότι η εταιρεία συνεχίζει να λειτουργεί, σε αντίθεση με την

αξία εκκαθάρισής τους.

- e. Αποτίμηση με βάση την λογιστική και τρέχουσα αξία της μετοχής (Book value and market value)

Η λογιστική αξία της μετοχής είναι τα Ίδια Κεφάλαια ή αλλιώς BV (Book Value). Με τον λόγο P/BV ο αναλυτής μπορεί να εντοπίσει αν η αγορά υποεκτιμά ή υπερεκτιμά τη λογιστική αξία της μετοχής. (Αλεξιάκης, 2015)

2. Income Statement Based Methods. (Μέθοδοι με βάση την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης)

Αυτές οι μέθοδοι βασίζονται στη κατάσταση αποτελεσμάτων μιας εταιρίας. Έτσι εκτιμάται η εταιρική αξία με βάση τα κέρδη ή τις πωλήσεις ή κάποιου άλλου μεγέθους που απεικονίζεται στη κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων.

Σε αυτήν την ομάδα των αποτιμήσεων ανήκουν οι παρακάτω μέθοδοι:

- a. Αποτίμηση των κερδών (Value of Earnings)

Σύμφωνα με την μέθοδο αυτή, η αξία της μετοχής προκύπτει από τον πολλαπλασιασμό του ετήσιου καθαρού εισοδήματος με τον δείκτη P/E :

$$\text{Καθαρή Θέση} = \frac{P}{E} * \text{Κέρδη}$$

- b. Αποτίμηση των μερισμάτων (Value of the Dividends)

Τα μερίσματα είναι το μέρος των κερδών που καταβάλλονται στους μετόχους και στις περισσότερες περιπτώσεις, είναι η μόνη τακτική ροή που λαμβάνουν οι μέτοχοι. Σύμφωνα με αυτήν τη μέθοδο, η αξία μιας μετοχής είναι η καθαρή παρούσα αξία των μερισμάτων που αναμένουμε να λάβουμε από αυτήν. Στην περίπτωση της διηνεκούς επένδυσης σε μια επιχείρηση στην οποία δηλαδή αναμένουμε σταθερά μερίσματα κάθε χρόνο, αυτή η αξία μπορεί να εκφραστεί ως εξής:

$$\text{Αξία μετοχής (share Value) = } DPS / K_e$$

όπου: DPS μέρισμα ανά μετοχή που διανεμήθηκε

K_e = απαιτούμενη απόδοση ιδίων κεφαλαίων.

- c. Πολλαπλασιαστές Πωλήσεων (Sales multiple)

Αυτή η μέθοδος αποτίμησης, η οποία χρησιμοποιείται σε ορισμένους κλάδους με συγκεκριμένη συχνότητα, συνίσταται στον υπολογισμό της αξίας μιας εταιρείας πολλαπλασιάζοντας τις πωλήσεις της με έναν αριθμό. Προκειμένου να χρησιμοποιηθεί η μέθοδος των πολλαπλασιαστών

πωλήσεων για την αποτίμηση μιας επιχείρησης, απαιτείται ο προσδιορισμός της μέσης αναλογίας του επιθυμητού πολλαπλασιαστή για τον κλάδο όπου δραστηριοποιείται η εταιρεία (Λαζαρίδης 2005)

d. Άλλοι πολλαπλασιαστές (other multiples)

- Αξία εταιρείας / Κέρδη προ τόκων και προ φόρων (EBIT)
- Αξία εταιρείας / Κέρδη προ τόκων φόρων και αποσβέσεων (EBITDA)
- Αξία εταιρείας / Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες
- Αξία ιδίων κεφαλαίων / Λογιστική Αξία

3. Goodwill- Based Methods. (Μέθοδοι βασισμένες στην υπεραξία)

Γενικά, η φήμη και η πελατεία που έχει μια εταιρεία είναι πάνω από τη λογιστική της αξία ή πάνω από την προσαρμοσμένη λογιστική της αξία. Η υπεραξία αυτή επιδιώκει να αντιπροσωπεύσει την αξία των άυλων περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας, τα οποία συχνά δεν εμφανίζονται στον ισολογισμό, αλλά, ωστόσο, συμβάλλουν σε ένα πλεονέκτημα σε σχέση με άλλες εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον κλάδο (ποιότητα του χαρτοφυλακίου πελατών, ηγεσία του κλάδου, μάρκες στρατηγικές συμμαχίες, κ.λπ.). Το πρόβλημα προκύπτει στον προσδιορισμό της αξίας της, καθώς δεν υπάρχει συναίνεση σχετικά με τη μεθοδολογία που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό της. Σε αυτήν την κατηγορία αποτίμησης ανήκουν, η κλασική μέθοδος της υπεραξίας, η απλοποιημένη μέθοδος του εισοδήματος υπεραξίας, η έμμεση μέθοδος, η Αγγλοσαξονική ή άμεση μέθοδος και η μέθοδος ετήσιων κερδών αγορών.

4. Cash Flow Discounting Based Methods. (Μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών)

Αυτές οι μέθοδοι επιδιώκουν να προσδιορίσουν την αξία μια επιχείρησης εκτιμώντας τις ταμειακές ροές που αυτή θα δημιουργήσει στο μέλλον και έπειτα να προεξοφληθούν με ένα προεξοφλητικό επιτόκιο που απεικονίζει το κίνδυνο των ροών. Αυτή την μέθοδο θα την περιγράψουμε παρακάτω αναλυτικά καθώς θα την χρησιμοποιήσουμε για την αποτίμηση της εταιρείας ΣΙΔΕΝΟΡ στην παρούσα εργασία.

5. Value Creation Based Models (εταιρική αξία)

6. Options Based Models (Παράγωγα)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΩΝ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΜΕΝΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ.

4.1 Το μοντέλο DCF

Η μέθοδος αποτίμησης μιας επιχείρησης βάσει των προεξοφλημένων ταμειακών ροών (discounted cash flow) βασίζεται στην προεξόφληση μελλοντικών ροών οι οποίες δημιουργούνται από τις λειτουργικές της δραστηριότητες. Στην ουσία η μέθοδος αυτή παρουσιάζει την καθαρή παρούσα αξία (NPV) των προβλεπόμενων ταμειακών ροών. Οι ροές αυτές οι οποίες θα δημιουργηθούν στο μέλλον και άρα προβλέπονται, προεξοφλούνται με ένα προεξοφλητικό επιτόκιο το οποίο αντανακλά τον κίνδυνο των μελλοντικών ταμειακών σύμφωνα με τον Fernandez (2004).

Η βάση πάνω στην οποία στηρίζεται η αποτίμηση βάσει των προεξοφλημένων ταμειακών ροών βασίζεται στην αρχή ότι η αξία μιας επιχείρησης νομοτελειακά εξαρτάται από την ικανότητα της να δημιουργεί ταμειακές ροές. Επομένως, το DCF Model βασίζεται κατά κύριο λόγο στις θεμελιώδεις προσδοκίες της επιχείρησης, παρά σε παράγοντες που διαμορφώνει η παγκόσμια αγορά ή σε ιστορικά δεδομένα, και είναι μια περισσότερο θεωρητική προσέγγιση που στηρίζεται σε μεγάλο αριθμό υποθέσεων. Επιπρόσθετα, η εκτίμηση της εταιρικής αξίας με τη μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών αποδίδει μεγάλη βαρύτητα στην συνολική εταιρική αξία και λαμβάνει υπόψη και την καθαρή θέση (equity) και το δανεισμό (Debt)¹.

4.2 Παραδοχές DCF μεθόδου

Σύμφωνα με τον Λαζαρίδη (2005) οι μέθοδοι των ταμειακών ροών βασίζονται στις κάτωθι παραδοχές:

- Επιχείρηση δεν είναι μόνο τα πάγια στοιχεία ενεργητικού, αλλά και οι άλλοι παραγωγικοί συντελεστές. Η λογιστική αξία των παγίων δεν μπορεί να αποτιμήσει τα συγκριτικά πλεονεκτήματα, τις ευκαιρίες, την δυναμικότητα, επιχειρηματικότητα και τέλος την οργάνωση και λειτουργία της ίδιας της

¹ <http://macabacus.com/valuation/dcf/overview>

επιχείρησης.

- Η επιχείρηση αξίζει όσο αξίζουν οι προεξοφλημένες καθαρές ταμειακές ροές.
- Οι καταστάσεις των ταμειακών ροών δίνουν περισσότερες και καλύτερες ποιοτικά πληροφορίες. Ιδιαίτερα για τον μέτοχο, η κατάσταση των ταμειακών ροών είναι αποκαλυπτική (για τον έλεγχο της καλής διοίκησης, για την εξασφάλιση της βεβαιότητας ότι θα έχει εισόδημα (μερίσματα) από την εταιρία, για την εξασφάλιση ότι η αξία της επιχείρησης θα αυξάνει και στο μέλλον, κ.ο.κ.).
- Ο συντελεστής προεξόφλησης δεν είναι ένας και μοναδικός αλλά μπορεί να υπολογισθεί με περισσότερους συνδυασμούς.
- Η πρόβλεψη των ταμειακών ροών με την προβολή και εκτίμηση των λογιστικών και οικονομικών γεγονότων στο μέλλον είναι δυνατή με βάση συγκεκριμένες και καλά προκαθορισμένες υποθέσεις.

4.3 Εφαρμογή της μεθόδου προεξόφλησης ταμειακών ροών

Τα βήματα για την εφαρμογή της μεθόδου της προεξόφλησης ταμειακών ροών, σύμφωνα με τον Fernandez (2004) είναι τα εξής:

- Διενέργεια στρατηγικής και οικονομικής ανάλυσης τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό περιβάλλον της εταιρείας.
- Πρόβλεψη των ταμειακών ροών της επιχείρησης σύμφωνα με τις προβλέψεις για την επιχείρηση και τον κλάδο.
- Υπολογισμός της απαιτούμενης απόδοσης:
 - Για κάθε επιχειρηματική μονάδα
 - Για την επιχείρηση ως σύνολο
 - Εκτίμηση του κόστους δανεισμού, της απαιτούμενης απόδοσης επί των Ιδίων Κεφαλαίων και του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC)
- Προσδιορισμός της Παρούσας Αξίας των Μελλοντικών Ταμειακών Ροών της Επιχείρησης, σύμφωνα με το προεξοφλητικό επιτόκιο που έχουμε υπολογίσει στα προηγούμενα βήματα, και της υπολειμματικής αξίας.
- Ερμηνεία αποτελεσμάτων: Συγκρίνονται τα αποτελέσματα με ανταγωνιστικές επιχειρήσεις, ακολουθεί αναγνώριση της αξίας και της διάρκειας αυτής και πραγματοποιείται ανάλυση ευαισθησίας της αξίας που προέκυψε στις μεταβολές βασικών παραμέτρων του μοντέλου.

4.4 Λειτουργικές και ελεύθερες ταμειακές ροές

Ως Λειτουργικές Ταμειακές Ροές (OCF) ορίζονται εκείνες οι χρηματοροές που προέρχονται από την συνήθη δραστηριότητα της εταιρείας. Είναι στην ουσία τα μετρητά

που μια επιχείρηση παράγει από τα έσοδα που εισέρχονται σε αυτή, χωρίς να συνυπολογίζονται τα έξοδα που σχετίζονται με μακροχρόνιες επενδύσεις σε κεφάλαιο ή σε χρεόγραφα. Αποτελεί μια καλύτερη προσέγγιση όσον αφορά την εκτίμηση των επιχειρηματικών κερδών, απ' ότι η αξιολόγησή τους με βάση τα καθαρά κέρδη. Οι λειτουργικές ταμειακές ροές μιας εταιρείας δείχνουν από που μπορεί να παράγει θετικές χρηματοροές για να μπορεί να διατηρήσει και να αναπτύξει της λειτουργίες της², ή εάν της είναι απαραίτητη μια εξωτερική χρηματοδότηση για την επέκταση του κεφαλαίου της. Υπολογίζονται ως εξής³:

$$\begin{aligned} & \text{Λειτουργικές Ταμειακές Ροές (OCF)} \\ & = EBIT(1 - t) + Depreciation \pm Working Capital \end{aligned}$$

Όπου:

EBIT: Κέρδη προ φόρων και τόκων

t: Φορολογικός συντελεστής

Depreciation: Αποσβέσεις

Working Capital: Μεταβολές στο κεφάλαιο κίνησης

Το Κεφάλαιο Κίνησης (Working Capital) προκύπτει αν από το Κυκλοφορούν Ενεργητικό αφαιρέσουμε τις Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις. Η σημαντικότητα του Κεφαλαίου Κίνησης έγκειται στο γεγονός ότι το κεφάλαιο αυτό μετασχηματίζεται από ένα λογαριασμό κυκλοφορούντος ενεργητικού σε ένα λογαριασμό βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων και αντίθετα. Ο λόγος που δίνεται μεγάλη βαρύτητα στη μελέτη του Κεφαλαίου Κίνησης, είναι διότι το κεφάλαιο αυτό συνεχώς μεταβάλλεται είτε λόγω μεταβολής ενός λογαριασμού του κυκλοφορούντος ενεργητικού είτε ενός λογαριασμού των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων. Το κεφάλαιο κίνησης είναι ένα σημαντικό μέγεθος για να ανιχνεύσουμε την χρηματοοικονομική ισορροπία του ισολογισμού, όπως και για να μελετήσουμε την ρευστότητα. Το κεφάλαιο κίνησης υπολογίζεται με τον παρακάτω τύπο:

² Λαζαρίδης Γ., Παπαδόπουλος Δ. (2010), Επιχειρηματική ανάλυση και προσδιορισμός της αξίας, εκδόσεις Πανεπιστημίου Μακεδονίας, Θεσσαλονίκη, σελ.251.

³ Damodaran, A., 2012. Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset (Vol. 666). John Wiley & Sons.

Κεφάλαιο Κίνησης

$$\begin{aligned} &= \text{Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες} \\ &+ \text{Εισπρακτέοι Λογαριασμοί} + \text{Αποθέματα} \\ &- \text{Πληρωτέοι Λογαριασμοί} \end{aligned}$$

Ως Ελεύθερες Ταμειακές Ροές (FCF) εκλαμβάνονται τα μετρητά που απομένουν στην επιχείρηση μετά την κάλυψη των επενδυτικών της αναγκών και των απαιτήσεων του Κεφαλαίου Κίνησης, εφόσον υποθέτουμε ότι δεν υφίσταται δανεισμός και δεν υπάρχει επιβάρυνση από τέτοιου είδους δαπάνες. Ο υπολογισμός της Ελεύθερης Ταμειακής Ροής γίνεται ως εξής:

$$\begin{aligned} &\text{Ελεύθερες Ταμειακές Ροές (FCF)} \\ &= \text{EBIT}(1 - t) + \text{Depreciation} \pm \text{Working Capital} \\ &- \text{Capital Expenditures} \end{aligned}$$

Παρατηρούμε ότι ο τρόπος υπολογισμού διαφέρει από εκείνον των λειτουργικών ροών μόνο στον υπολογισμό του ποσού που διατίθεται για κεφαλαιουχικές δαπάνες.

4.5 Ελεύθερες ταμειακές ροές προς την Εταιρεία και προς τους Μετόχους

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές χωρίζονται σε δυο κατηγορίες: α) στις Ελεύθερες Ταμειακές Ροές προς την εταιρία (FCFF) και β) στις Ελεύθερες Ταμειακές Ροές προς τους Μετόχους (FCFE).

Οι Ελεύθερες Ταμειακές Ροές προς την εταιρία (FCFF) αντιπροσωπεύουν την ποσότητα των χρηματοροών από λειτουργικές δραστηριότητες, που κατανέμονται ύστερα από την καταβολή αποσβέσεων, φόρων, κεφαλαίου κίνησης και επενδύσεων. Στην ουσία είναι ένα μέτρο κερδοφορίας, αφού έχουν πληρωθεί όλα τα έξοδα και οι επανεπενδύσεις.

Τρόπος υπολογισμού⁴:

$$\text{FCFF} = \text{EBIT}(1-t) + \text{αποσβέσεις} - \text{επενδύσεις παγίων} \pm \text{Μεταβολές στο κεφαλαίο κίνησης}$$

Οι Ελεύθερες Ταμειακές Ροές προς τους Μετόχους (FCFE) είναι ένα μέτρο που εκτιμά πόσα χρήματα είναι διαθέσιμα στους μετόχους της εταιρίας όταν όλα τα έξοδα, οι επανεπενδύσεις και ο δανεισμός έχουν αποπληρωθεί. Τρόπος υπολογισμού⁵:

^{4,5}Damodaran, A., 2012. Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset (Vol. 666). John Wiley & Sons.

FCFE = καθαρά κέρδη – (1-δ)(επενδύσεις σε πάγια – Αποσβέσεις)+(1-δ)*Μεταβολές στο κεφάλαιο κίνησης

Όπου, δ= Debt ratio

Γενικά, για να υπολογίσουμε την αξία μιας εταιρία μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε τον παρακάτω τύπο:

$$\sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Όπου:

CF_t = Χρηματοροή την χρονική στιγμή t

r = Προεξοφλητικό επιτόκιο

Επομένως σύμφωνα με τα παραπάνω είναι δυνατόν να υπολογίσουμε της αξία της εταιρείας μέσω των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την εταιρεία:

$$Firm Value = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+WACC)^t}$$

Όπου:

$$WACC = Cost\ of\ Equity * \frac{Equity}{Debt + Equity} + Cost\ of\ Debt * (1 - t) * \frac{Debt}{Debt + Equity}$$

και αποτελεί το σταθμικό μέσο κόστους Κεφαλαίου

Όπου:

Cost of Equity = Κόστος κεφαλαίων

Cost of Debt = Κόστος Τραπεζικού Δανεισμού

Equity = Ίδια Κεφάλαια

Debt = Τραπεζικός Δανεισμός

t = Φορολογικός Συντελεστής

Στην παρούσα εργασία θα εκτιμηθεί η αξία της ΣΙΔΕΝΟΡ ΑΕ βάσει των ελεύθερων ταμειακών ροών.

4.6 Υπολογισμός επιτοκίου προεξόφλησης

Σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία υπάρχουν πολλές στρατηγικές για τον υπολογισμό του προεξοφλητικού επιτοκίου. Ωστόσο, η στρατηγική που δίνει γενικά τα πιο ακριβή αποτελέσματα είναι αυτή που υιοθετεί την τεχνική του Σταθμικού Μέσου Κόστους Κεφαλαίου (WACC- Weighted Average Cost of Capital) και που αναφέραμε στην προηγούμενη παράγραφο. Ο υπολογισμός του περιγράφεται αναλυτικότερα στην αποτίμηση της εταιρείας.

4.7 Υπολειμματική αξία

Οι απόλυτες μέθοδοι αποτίμησης έχουν ως σκοπό την πρόβλεψη των ταμειακών ροών για ένα χρονικό ορίζοντα υπολογίζοντας την παρούσα αξία τους. Συνήθως ο χρονικός ορίζοντας πρόβλεψης κυμαίνεται στα 5 έτη και δεν ξεπερνά τα 10 έτη. Αν όμως μια επιχείρηση συνεχίζει να λειτουργεί μετά το τέλος της 5ετίας, τότε πρέπει να υπολογιστεί η αξία της για τη μελλοντική περίοδο λειτουργίας της. Αυτή η αξία θεωρείται η υπολειμματική αξία της επιχείρησης (Residual Value).

Γίνεται αντιληπτό ότι η εκτίμηση της υπολειμματικής αξίας εμπεριέχει σε μεγάλο βαθμό το στοιχείο της αβεβαιότητας αλλά και του κινδύνου, καθώς αφορά ροές που θα πραγματοποιηθούν σε ένα εύλογο χρονικό διάστημα. Επιπρόσθετα, για τη πραγματοποίηση μιας σωστής εκτίμησης της υπολειμματικής αξίας της επιχείρησης, είναι αναγκαίο να υπάρχει εμπειρία από αυτόν που την υλοποιεί και ακριβής πληροφόρηση για την δραστηριότητα της εταιρίας αλλά και του κλάδου στον οποίο ανήκει.

Ο ορθός υπολογισμός της υπολειμματικής αξίας μιας επιχείρησης είναι ζωτικής σημασίας καθώς:

- *Η υπερεκτίμηση της Υ.Α. → Μεγαλύτερη Παρούσα αξία σήμερα*
- *Η υποεκτίμηση της Υ.Α. → Μικρότερη Παρούσα αξία σήμερα*

Ο μαθηματικός τύπος για την εκτίμηση της Υπολειμματικής Αξίας- Residual Value μιας επιχείρησης είναι μια διηλεκτή ράντα και υπολογίζεται με την προεξόφληση των μελλοντικών ταμειακών ροών μετά το έτος n.

$$\text{Υπολειμματική αξία} = \frac{FCFF_{n-1} * (1 + g)}{WACC - g}$$

Όπου g, είναι ο ρυθμός ανάπτυξης που προβλέπεται για μετά τον n χρόνο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

5.1 Εισαγωγή

Η εταιρεία ΣΙΔΕΝΟΡ αποτελεί θυγατρική της ελληνικής εταιρείας συμμετοχών VIOHALCO η οποία είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο των Βρυξελλών. Οι θυγατρικές και οι συνδεδεμένες εταιρίες της Viohalco εστιάζουν στην τεχνολογία και εξειδικεύονται στην παραγωγή προϊόντων αλουμινίου, χαλκού, καλωδίων, χάλυβα και σωλήνων

χάλυβα, δημιουργώντας ετήσιο κύκλο εργασιών 3,85 δις. ευρώ το 2020⁶. Στο χαρτοφυλάκιο της ανήκουν ενδεικτικά οι παρακάτω εταιρείες:

ΣΙΔΕΝΟΡ (Προϊόντα χάλυβα)

ΕΛΒΑΛ (Προϊόντα Αλουμινίου)

ΧΑΛΚΟΡ (Προϊόντα χαλκού)

ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ (Προϊόντα καλωδίων)

ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ (Προϊόντα χαλύβδινων σωλήνων μεγάλων διατομών για δίκτυα φυσικού αερίου και πετρελαίου)



Ο Όμιλος ΣΙΔΕΝΟΡ δραστηριοποιείται στον κλάδο παραγωγής, μεταποίησης και εμπορίας προϊόντων χάλυβα αποτελώντας σήμερα τη μεγαλύτερη ελληνική βιομηχανία παραγωγής προϊόντων χάλυβα, με ηγετική θέση τόσο στην Ελλάδα, όσο και στη Νοτιοανατολική Ευρώπη⁷.

Ο Όμιλος ΣΙΔΕΝΟΡ εφαρμόζει ένα άριστα οργανωμένο και προσαρμοσμένο στις ανάγκες της σύγχρονης χαλυβουργίας Σύστημα Διαχείρισης Ποιότητας, πιστοποιημένο κατά το πρότυπο ISO 9001:2008, το οποίο εξασφαλίζει την παραγωγή προϊόντων σταθερά υψηλής ποιότητας. Επίσης είναι η πρώτη ελληνική βιομηχανία χάλυβα που εφαρμόζει Σύστημα Διαχείρισης Υγείας και Ασφάλειας Εργασίας σε όλες τις δραστηριότητές της σύμφωνα με το πρότυπο ΕΛΟΤ 1801:2002 και OHSAS 18001:1999. Με στόχο τη βέλτιστη αποτελεσματικότητα, οι δραστηριότητες του Ομίλου ΣΙΔΕΝΟΡ είναι πλήρως καθετοποιημένες και διακρίνονται στους ακόλουθους τομείς:

- Χαλυβουργίας / Ελασματοουργίας
- Περαιτέρω επεξεργασίας προϊόντων χάλυβα (καθετοποίηση) και
- Πωλήσεων και διανομής των προϊόντων

5.2 Ιστορική αναδρομή της εταιρείας

Η επιχειρηματική πορεία του Ομίλου ΣΙΔΕΝΟΡ ξεκίνησε το 1962 και σήμερα είναι ένας πλήρως καθετοποιημένος όμιλος επιχειρήσεων με 36 θυγατρικές και συγγενείς εταιρίες, εκ των οποίων οι 18 δραστηριοποιούνται στο εξωτερικό. Οι παραγωγικές μονάδες του Ομίλου λειτουργούν στην Ελλάδα, στη Βουλγαρία και στην Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας.

⁶ <https://www.viohalco.com/719/el/Sunoptika-oikonomika-apotelesmata/>

⁷ <https://sidenor.gr/sxetika-me-tin-sidenor/o-omilos/>

Οι κυριότεροι σταθμοί στην ιστορία της εταιρείας είναι οι εξής⁸:

1962 Ίδρυση της Εταιρίας με την επωνυμία Βιοχάλκο-Σάνιτας Ελληνική Βιομηχανία Σωλήνων, Ειδών Υγιεινής και Θερμάνσεως με αντικείμενο την παραγωγή χαλυβδοσωλήνων ύδρευσης, θερμαντικών σωμάτων και λεβήτων.

1979 Αλλαγή της επωνυμίας σε Σιδενόρ Βιομηχανία Κατεργασίας Σιδήρου.

1994 Εισαγωγή των μετοχών της Έρλικον (θυγατρική εταιρία) στην κύρια αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

1996 Η θυγατρική Sovel, αποκτά τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρίας Μεταλλουργική Χάλυψ στον Αλμυρό Μαγνησίας.

1997 Εισαγωγή της Σιδενόρ στο Χρηματιστήριο Αθηνών, μετά από συγχώνευση με απορρόφηση της εισηγμένης εταιρίας Έρλικον

1998 Πιστοποίηση του Συστήματος Διαχείρισης Ποιότητας της Σιδενόρ κατά το πρότυπο ISO 9002 (σήμερα ISO 9001:2008).

1999 Έναρξη παραγωγής του ελάστρου της θυγατρικής Sovel, που διπλασιάζει την παραγωγική δυναμικότητα προϊόντων ελάστρου της Σιδενόρ. Ανάπτυξη και εμπορική τοποθέτηση του νέου καινοτόμου χάλυβα οπλισμού σκυροδέματος SD με ενισχυμένη αντισεισμική συμπεριφορά.

2001 Έναρξη λειτουργίας του χαλυβουργείου της Sovel στον Αλμυρό Μαγνησίας. Εξαγορά του 75% της βουλγαρικής εταιρίας Stomana Industry.

2003 Πιστοποίηση του Συστήματος Διαχείρισης Ποιότητας της Σιδενόρ για τις παραγωγικές μονάδες Θεσσαλονίκης και Αλμυρού Μαγνησίας κατά το πρότυπο ISO 9001:2000. Εμπορική τοποθέτηση του χάλυβα SD υψηλής ολκιμότητας κατηγορίας C.

2004 Απόκτηση πλειοψηφικής συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο της Σωληνουργεία Κορίνθου.

2005 Η Εταιρία γίνεται η πρώτη ελληνική βιομηχανία χάλυβα που αποκτά πιστοποιητικό συμμόρφωσης Συστήματος Περιβαλλοντικής Διαχείρισης (πιστοποίηση κατά το πρότυπο ISO 14001:2004 των εργοστασίων Θεσσαλονίκης και Αλμυρού Μαγνησίας).

⁸ <https://sidenor.gr/sxetika-me-tin-sidenor/istoria/>

2006 Έναρξη λειτουργίας της θυγατρικής εταιρίας Dojran Steel στην Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας, με κύριο αντικείμενο την παραγωγή προϊόντων χάλυβα οπλισμού σκυροδέματος.

2007 Έναρξη λειτουργίας των παραγωγικών εγκαταστάσεων της κοινοπραξίας ZAO – TMK CPW στη Ρωσία. Ολοκλήρωση της πρώτης φάσης εκσυγχρονισμού των εγκαταστάσεων της Dojran Steel. Έναρξη λειτουργίας της νέας μεθόδου τροφοδοσίας σκραπ (consteel) στη Sovel. Πιστοποίηση του Συστήματος Διαχείρισης Υγείας και Ασφάλειας Εργασίας της Σιδενόρ κατά τα πρότυπα ΕΛΟΤ 1801:2008 και OHSAS 18001:2007. Ανάδειξη της Σιδενόρ μεταξύ των 500 νέων πρωτοπόρων εταιριών, διεθνώς, από το Παγκόσμιο Οικονομικό Forum.

2008 Έναρξη λειτουργίας του νέου ελασματοουργείου της θυγατρικής Stomana Industry στη Βουλγαρία (αύξηση της παραγωγικής δυναμικότητας σε επιμήκη προϊόντα στους 1.000.000 τόνους ετησίως). Απόκτηση του 100% του μετοχικού κεφαλαίου της Stomana Industry.

2009 Απόκτηση ποσοστού 34% στην Ιταλική εταιρία Automatic Wire Machines, η οποία σχεδιάζει και αναπτύσσει μηχανικές εφαρμογές υψηλής τεχνολογίας στον τομέα της παραγωγής και επεξεργασίας χάλυβα. Ολοκλήρωση των διαδικασιών για την απόκτηση λιμενικών εγκαταστάσεων στην περιοχή Svishton της Βουλγαρίας, σε στρατηγικό σημείο πάνω στον ποταμό Δούναβη, μέσω της Port Svishton West, θυγατρικής της Stomana Industry.

2011 Ολοκλήρωση της εγκατάστασης της νέας γραμμής ελασματοουργείου επιμηκών προϊόντων χάλυβα (compact mill), στη Sovel, η οποία αύξησε την παραγωγική δυναμικότητα προϊόντων ελασματοουργείου κατά 300.000 τόνους. Έναρξη λειτουργίας εγκαταστάσεων logistics στη Sideral Steel ShPk, στην Αλβανία.

2012 Απόσχιση του βιομηχανικού κλάδου της Σιδενόρ με αντικείμενο τη μεταποίηση παλαιοσιδήρου και την εξ' αυτού παραγωγή επιμηκών προϊόντων σιδήρου και χάλυβα, εισφορά του στη Δεπάλ και μετονομασία σε Σιδενόρ Βιομηχανική Χάλυβα.

2013 Πώληση μηχανών Synthesis™ στη Σιγκαπούρη για παραγωγή έτοιμων κλωβών Sidefor. Συμφωνία μεταξύ της Stomana Industry στη Βουλγαρία και της Ιαπωνικής Daido Steel Co. Ltd η οποία περιλαμβάνει την τεχνική υποστήριξη από τη Daido Steel για την περαιτέρω ανάπτυξη της υπάρχουσας δραστηριότητας των ειδικών χαλύβων (SBQ) στη Stomana Industry. Βραβείο Τεχνολογικής Αριστείας στο πλαίσιο των Βραβείων «Made in Greece» για το προϊόν Sidefor Plus.

2014 Κατασκευή και λειτουργία του φούρνου επαγωγικής αναθέρμανσης μιγιετών στη μονάδα παραγωγής της Sovel. Επιτυγχάνεται μείωση των συνολικών άμεσων εκπομπών CO₂ καθώς και μείωση του κόστους παραγωγής λόγω της σημαντικής μείωσης χρήσης φυσικού αερίου που χρησιμοποιείται για την αναθέρμανση στους κλασικούς κλιβάνους και την ευέλικτη λειτουργία με άμεσο άνοιγμα/κλείσιμο του φούρνου. Ανάπτυξη του Ετήσιου Απολογισμού 2014 συμπεριλαμβάνοντας στοιχεία που αφορούν στη Βιώσιμη Ανάπτυξη και Εταιρική Υπευθυνότητα των εταιριών Σιδενόρ Βιομηχανική Χάλυβα και Sovel. Εγκατάσταση πύργου ψύξης καυσαερίων ηλεκτρικού κλιβάνου τόξου, στη μονάδα παραγωγής της Sovel με στόχο τη μείωση του περιβαλλοντικού αποτυπώματος της Εταιρίας. Δημιουργία και έναρξη λειτουργίας της κοινής εταιρίας της Σιδενόρ Συμμετοχών και της Thiess με την επωνυμία SmartReo για την παροχή ολοκληρωμένων λύσεων στην προκατασκευή σιδηρού οπλισμού αξιοποιώντας την τεχνολογία Synthesis™ σε μία σύγχρονη εγκατάσταση στο Brisbane, στην πολιτεία του Queensland, στην Αυστραλία. Η εταιρία Thiess είναι η μεγαλύτερη κατασκευαστική εταιρία της Αυστραλίας.

2015 Τον Ιούλιο 2015 ολοκληρώνεται η συγχώνευση μέσω απορρόφησης, της Σιδενόρ Εταιρία Συμμετοχών Α.Ε. από τη Viohalco S.A. Λειτουργία στη Stomana Industry – Pernik Βουλγαρία, του εξοπλισμού για την υπό κενό επεξεργασία του ρευστοποιημένου χάλυβα (Vacuum Degasser – VD)

2016 Ολοκληρώθηκε η επένδυση του νέου φούρνου επαγωγικής αναθέρμανσης μιγιετών στο εργοστάσιο της Εταιρίας στη Θεσσαλονίκη. Διάκριση με βραβείο Gold για τις επενδύσεις εξοικονόμησης ενέργειας και βραβείο Silver για τη μείωση του ενεργειακού και περιβαλλοντικού αποτυπώματος στην παραγωγή προϊόντων χάλυβα στο πλαίσιο των Environmental Awards 2016.

2017 Πλήρη ανακαίνιση του ελασματοουργείου στη Dojran Steel για την παραγωγή ευρείας γκάμας μορφοσιδήρου.

2018 Η Εταιρία προχώρησε στην πώληση της Θυγατρικής της Αειφόρος Α.Ε. στην εταιρία ANAMET Α.Ε.

2019 Πώληση της θυγατρικής εταιρίας Prosal Tubes S.A. στην εταιρία Stomana S.A. Η Stomana Industry ολοκλήρωσε με επιτυχία την εγκατάσταση νέας γραμμής για βαφή και επαναφορά (quenching και tempering) ειδικών χαλύβων.

5.3 Βιομηχανικές εγκαταστάσεις

Στο πλαίσιο των παραγωγικών δραστηριοτήτων του, ο Όμιλος λειτουργεί κύριες βιομηχανικές μονάδες στην Ελλάδα (Θεσσαλονίκη, Αλμυρό Μαγνησίας,) και στο εξωτερικό (Pernik, Βουλγαρίας και Nikolic, Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας). Επιπρόσθετα, διαθέτει 33 μονάδες αποθήκευσης και διανομής. Η ευελιξία της παραγωγής των εργοστασίων, καθώς και το ευρύ δίκτυο πωλήσεων και αποθήκευσης, που έχει αναπτύξει ο Όμιλος, εντός και εκτός συνόρων, διασφαλίζουν την άμεση ανταπόκριση στις ανάγκες των πελατών.



Εικόνα 1: Δομή του Ομίλου

Με στόχο τη διατήρηση του ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος που διαθέτει σε παραγωγικό επίπεδο και σε εμπορική παρουσία, ο Όμιλος ΣΙΔΕΝΟΡ αναγνωρίζει τη σημασία της διαρκούς αναβάθμισης και επιδιώκει τη στρατηγική επέκταση τόσο των εργοστασίων του, όσο και του δικτύου διανομής του.

Ο Όμιλος ΣΙΔΕΝΟΡ δραστηριοποιείται στην παραγωγή προϊόντων χάλυβα από το στάδιο της τήξης του παλαιοσιδήρου στα τρία χαλυβουργεία του (ΣΙΔΕΝΟΡ Βιομηχανική Χάλυβα, Sovel, Stomana Industry). Στην συνέχεια τα ημιτέτοια προϊόντα χρησιμοποιούνται από τα ελασματοουργεία για την παραγωγή τελικών προϊόντων χάλυβα. Συγκεντρωτικά οι παραγωγικές μονάδες του ομίλου καθώς και τα κέντρα διανομής και λιμάνια είναι τα εξής:

Παραγωγικές μονάδες

- Σιδενόρ Βιομηχανική Χάλυβα Α.Ε. (Θεσσαλονίκη, Ελλάδα)
- Sovel Α.Ε. (Αλμυρός Μαγνησίας, Ελλάδα)

- Stomana Industry S.A. (Pernik, Βουλγαρία)
- Dojran Steel Dooel (Nikolic, Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας)
- Έρλικον Α.Β.Ε. (Θεσσαλονίκη, Ελλάδα)
- Domoplex Ltd (Λεμεσός, Κύπρος)

Εγκαταστάσεις logistics

- Σιδενόρ Βιομηχανική Χάλυβα Α.Ε. (Θεσσαλονίκη, Ελλάδα)
- Σιδενόρ Βιομηχανική Χάλυβα Α.Ε. (Ασπρόπυργος, Ελλάδα)
- Sovel Α.Ε. (Ελλάδα)
- Αντιμέτ Α.Ε. (Ελλάδα)
- Stomana Industry S.A. (Βουλγαρία)
- Port Svishtov West S.A. (Βουλγαρία)
- Dojran Steel Dooel (Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας)
- Sidebalk Steel Doo (Σερβία)
- Smederevo Port (Serbia)
- Sideral Steel ShPk (Αλβανία)
- Siderom Steel Slr (Ρουμανία)
- Agigea port (Ρουμανία)
- Constanta port (Ρουμανία)
- Gyor Platform operated by DB Schenker (Ουγγαρία)

Λιμάνια

Αλμυρός Μαγνησίας (Ελλάδα) (Ιδιόκτητο)

Ασπρόπυργος Αττικής (Ελλάδα)

Μέσω του εκτεταμένου δικτύου πωλήσεων και διανομής τα προϊόντα διοχετεύονται στις διεθνείς αγορές καλύπτοντας ένα ευρύ γεωγραφικό φάσμα όπως Βαλκάνια, Κεντρική Ευρώπη, Μ. Ανατολή, Αφρική, Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής και

Αυστραλία⁹.

Όλα τα προϊόντα χρησιμοποιούνται κατά κύριο λόγο σε τεχνικά κατασκευαστικά έργα, όπως επίσης και σε διάφορες βιομηχανικές χρήσεις, στη ναυτιλική βιομηχανία, στην αυτοκινητοβιομηχανία, στον κλάδο παραγωγής ενέργειας κλπ.

5.4 Αποστολή – Όραμα – Αξίες εταιρίας

Η ΣΙΔΕΝΟΡ κατέχει κορυφαία θέση στην Ελληνική Βιομηχανία Σιδήρου και για περίπου 60 χρόνια δραστηριοποιείται στην παραγωγή προϊόντων χάλυβα. Η προσήλωση στην ικανοποίηση του πελάτη, στη συνεχή τεχνολογική βελτίωση και στην άριστη λειτουργία των μονάδων της, την έχει οδηγήσει σε κορυφαία θέση στην ελληνική βιομηχανία σιδήρου.

Αποστολή της εταιρίας είναι η παροχή υψηλής ποιότητας προϊόντων τα οποία θα παρέχουν αξιοπιστία και αξία στον πελάτη, καθώς επίσης και η συνεχής ενδυνάμωση των σχέσεων της με την αγορά και η διαρκής πρωτοπορία διαμέσου της εισαγωγής καινοτόμων προϊόντων. Το όραμα της εταιρίας είναι να γίνει σταδιακά μια ελληνική διεθνοποιημένη εταιρία με ευρωπαϊκή παρουσία.

Η ΣΙΔΕΝΟΡ δίνει μεγάλη έμφαση στην ανάπτυξη των εργαζομένων της, την ποιότητα, την παραγωγικότητα και την τεχνολογική υπεροχή. Χάρη στη δυναμική πολιτική της, προσελκύει και διατηρεί ικανά, παραγωγικά και αφοσιωμένα στελέχη. Η ευελιξία της παραγωγής των εργοστασίων του Ομίλου ΣΙΔΕΝΟΡ και το ευρύ δίκτυο πωλήσεων και αποθήκευσης που έχει αναπτύξει η εταιρία στην Ελλάδα αλλά και σε αγορές του εξωτερικού, επιτρέπουν την καλύτερη εξυπηρέτηση των αναγκών των πελατών της.

Σκοπός του Ομίλου είναι η συνεχής βελτίωση της αξίας των προτάσεών τους και η διατήρηση μακροχρόνιων σχέσεων εμπιστοσύνης με τους πελάτες τους. Αυτό επιτυγχάνεται μέσω των παρακάτω:

- Ισχυρή εστίαση στην καινοτομία και στην έρευνα και ανάπτυξη
- Εφαρμογή των πιο σύγχρονων διαδικασιών διαχείρισης και λειτουργίας
- Υιοθέτηση προηγμένου εξοπλισμού και τεχνολογιών
- Βαθιά γνώση της μεταλλουργίας
- Διαρκής ανάπτυξη και προσωπική εξέλιξη των ανθρώπων τους.

⁹ <https://sidenor.gr/sxetika-me-tin-sidenor/viomichanikes-egkatakastasis/>

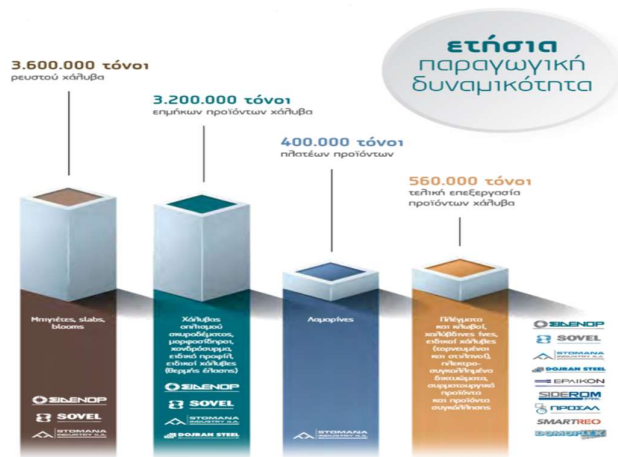
Σε ένα ολοένα και πιο ανταγωνιστικό παγκόσμιο περιβάλλον, οι εταιρίες του ομίλου συνεχώς βελτιώνουν την παραγωγική ικανότητα και τις δεξιότητες των ανθρώπων τους για να δημιουργούν ποιοτικές λύσεις υψηλής αξίας για τους πελάτες τους. Τα εξειδικευμένα κέντρα τεχνολογίας, έρευνας και ανάπτυξης των εταιριών, όπως είναι το Ελκεμέ, Ελληνικό Κέντρο Έρευνας Μετάλλων Α.Ε., το Κέντρο Τεχνολογίας της Ελβάλ και η Teka Systems Α.Ε. τις φέρνουν στο προσκήνιο των τελευταίων εξελίξεων, αξιοποιώντας νέες τεχνολογίες παραγωγής και επεξεργασίας για να εισάγουν με επιτυχία νέα προϊόντα και καινοτόμες λύσεις στην αγορά. Οι εταιρίες του ομίλου συνεργάζονται στενά με τους πελάτες τους για την ανάπτυξη ειδικών εφαρμογών και εξατομικευμένων λύσεων.

5.5 Παραγωγική δυναμικότητα

Η ετήσια παραγωγική δυναμικότητα του ομίλου ανέρχεται σε **4.160.000** tn. στο σύνολο των παραγόμενων προϊόντων. Πιο αναλυτικά ο όμιλος έχει την παρακάτω παραγωγική δυναμικότητα ανά κατηγορία προϊόντος¹⁰.

- Επιμηκών προϊόντων χάλυβα: παραγωγική δυναμικότητα **3.200.000** tn. Η παραγωγή γίνεται στις παραγωγικές μονάδες σε Θεσσαλονίκη, Βόλο, Βουλγαρία καθώς και στη νέα μονάδα στα Σκόπια.
- Προϊόντα λαμαρίνας: παραγωγική δυναμικότητα **400.000** tn. Η παραγωγή γίνεται στην μονάδα της Βουλγαρίας.
- Μεταποιητικά προϊόντα χάλυβα: παραγωγική δυναμικότητα **560.000** tn. Αποτελούνται από διάφορα συμπληρωματικά προϊόντα ή υποπροϊόντα που προκύπτουν από την κύρια διαδικασία παραγωγής όπως: οικοδομικά πλέγματα, χαλύβδινες ίνες, προϊόντα συγκόλλησης, προϊόντα συρματοργίας, γαλβανισμένα πλέγματα περίφραξης κ.α.

¹⁰ <https://sidenor.gr/sxetika-me-tin-sidenor/eteriki-parousiasi/>



Εικόνα 2: Ετήσια Παραγωγική Δυναμικότητα

5.6 Μετοχικό κεφάλαιο και μετοχική σύνθεση της ΣΙΔΕΝΟΡ Α.Ε.

Το Μετοχικό κεφάλαιο της Εταιρείας στις 31 Δεκεμβρίου 2019 ανέρχεται σε Ευρώ 7.337.589 αποτελούμενο από 1.094.740 μετοχές ονομαστικής αξίας 6,70 Ευρώ εκάστη. Το Μετοχικό κεφάλαιο της Εταιρείας παρέμεινε αμετάβλητο και το 2020.

Πίνακας 2: Μετοχικό Κεφάλαιο ΣΙΔΕΝΟΡ

Ποσά σε Ευρώ	Αριθμός Μετοχών	Κοινές Μετοχές	Υπέρ το άρτιο	Σύνολο
1 Ιανουαρίου 2018	1.094.740	7.337.589	40.100.692	47.438.281
31 Δεκεμβρίου 2018	1.094.740	7.337.589	40.100.692	47.438.281
1 Ιανουαρίου 2019	1.094.740	7.337.589	40.100.692	47.438.281
31 Δεκεμβρίου 2019	1.094.740	7.337.589	40.100.692	47.438.281

Τα αποθεματικά της Εταιρείας παρέμειναν αμετάβλητα σε σχέση με το 2018.

Ποσά σε Ευρώ	Τακτικό αποθεματικό	Ειδικά αποθεματικά	Αφορολόγητα αποθεματικά	Σύνολο
1 Ιανουαρίου 2018	243.820	503.595	7.167.151	7.914.566
Ανακατανομές	-	63.002	(63.002)	-
31 Δεκεμβρίου 2018	243.820	566.597	7.104.149	7.914.566
1 Ιανουαρίου 2019	243.820	566.597	7.104.149	7.914.566
31 Δεκεμβρίου 2019	243.820	566.597	7.104.149	7.914.566

Η εταιρεία έχει ένα πλήθος θυγατρικών εταιρειών, τόσο στην Ελλάδα όσο και στα Βαλκάνια¹¹:

¹¹ https://sidenor.gr/wp-content/uploads/2020/09/Sidenor-FS-31.12.2019_Final-UNSIGNED.pdf

Πίνακας 3: Θυγατρικές ΣΙΔΕΝΟΡ

Επωνυμία	Χώρα εγκατάστασης	Ποσοστό Συμμετοχής 31.12.2019	Ποσοστό Συμμετοχής 31.12.2018	Τομέας Δραστηριότητας
SOVEL A.E.	Ελλάδα	64,01%	64,01%	Σίδηρος
ΕΡΑΙΚΟΝ ΕΠΕΞΕΡΓΑΣΙΑ ΣΥΡΜΑΤΩΝ ΑΒΕ	Ελλάδα	99,18%	98,86%	Σίδηρος
ΕΤΗΛ Α.Ε.	Ελλάδα	100,00%	100,00%	Σίδηρος
ΑΝΤΙΜΕΤ Α.Ε.	Ελλάδα	76,33%	76,08%	Σίδηρος
ΠΡΑΚΣΥΣ Α.Ε.	Ελλάδα	61,00%	61,00%	Σίδηρος
ΒΕΜΕΤ Α.Ε.	Ελλάδα	-	100,00%	Σίδηρος
SIDEROM STEEL SLR	Ρουμανία	100,00%	100,00%	Σίδηρος
SIDERAL S.H.P.K.	Αλβανία	99,45%	99,45%	Σίδηρος
DOJLAN STEEL DOOEL	Δημ. Β. Μακεδονίας	100,00%	100,00%	Σίδηρος
SIGMA IS S.A.	Βουλγαρία	100,00%	100,00%	Σίδηρος
PRAKSYS BG SA	Βουλγαρία	61,00%	61,00%	Σίδηρος
PROSAL TUBES S.A.	Βουλγαρία	-	100,00%	Σίδηρος

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

6.1 Εισαγωγή

Σε αυτό το κεφάλαιο θα αναφερθούμε στην στρατηγική ανάλυση της εταιρείας. Θα παρουσιαστούν οι πολιτικές και τα συστήματα που εφαρμόζει η επιχείρηση, καθώς και το περιβάλλον στο οποίο δραστηριοποιείται.

Η στρατηγική κάθε εταιρείας αποσκοπεί στην επίτευξη των στόχων της και επιδιώκει την βιώσιμη ανάπτυξη και εξέλιξή της, ενώ στοχεύει στον καθορισμό των βασικών μακροχρόνιων στόχων και σκοπών μιας επιχείρησης, την υιοθέτηση μιας σειράς πράξεων και τον προσδιορισμό των αναγκαίων μέσων για την πραγματοποίηση αυτών των στόχων. (Chandler, 1990). Η ανάλυση αυτή θα μας δώσει την ευκαιρία να εντοπίσουμε και να κατανοήσουμε τους παράγοντες εκείνους που επηρεάζουν την επίδοση, την βιωσιμότητα και την κερδοφορία της επιχείρησης και θα μας βοηθήσει στην πρόβλεψη αυτών στο μέλλον.

Ως εργαλεία θα χρησιμοποιήσουμε την μέθοδο ανάλυσης SWOT.

6.2 Στρατηγική του Ομίλου

Η ΣΙΔΕΝΟΡ στοχεύει να αναπτυχθεί ως πολυπεριφερειακή και καθετοποιημένη δύναμη στην Βαλκανική και Ευρωπαϊκή αγορά των προϊόντων χάλυβα, συνδυάζοντας το επιχειρηματικό πνεύμα και ανταγωνιστικότητα με σεβασμό στον άνθρωπο, την κοινωνία και το περιβάλλον. Για την επίτευξη αυτού του στόχου η εταιρεία επικεντρώνεται στις παρακάτω στρατηγικές:

❖ Βιώσιμη Ανάπτυξη¹²

Η Εταιρεία έχει μηχανισμούς και διαδικασίες για την ανάδειξη και διαχείριση των θεμάτων βιώσιμης ανάπτυξης με έμφαση στην ασφαλή εργασία, στον σεβασμό στο περιβάλλον και στην κοινωνία με παράλληλη εστίαση στην οικονομική και βιώσιμη λειτουργία της. Η δέσμευση της Διοίκησης και το πλαίσιο διαχείρισης των θεμάτων υπεύθυνης λειτουργίας αποτυπώνονται στην Πολιτική Βιώσιμης Ανάπτυξης που έχει θεσπίσει και εφαρμόζει η ΣΙΔΕΝΟΡ. Η Πολιτική Βιώσιμης Ανάπτυξης της ΣΙΔΕΝΟΡ είναι σε συμφωνία με τις αρχές της Εταιρείας, υπευθυνότητα, ακεραιότητα, διαφάνεια, αποτελεσματικότητα και καινοτομία και καθορίζεται από τη Διοίκηση, η οποία δεσμεύεται για τα ακόλουθα:

- Την εφαρμογή της Πολιτικής σε όλα τα επίπεδα και τους τομείς δραστηριοποίησης της Εταιρείας.
- Την αυστηρή τήρηση της κείμενης νομοθεσίας και την πλήρη εφαρμογή των προτύπων, των πολιτικών, των εσωτερικών οδηγιών και των σχετικών διαδικασιών που εφαρμόζει η Εταιρεία, καθώς και λοιπών απαιτήσεων που απορρέουν από εθελοντικές συμφωνίες, τις οποίες προσυπογράφει και αποδέχεται η ΣΙΔΕΝΟΡ.
- Την ανοιχτή, αμφίδρομη επικοινωνία με τους συμμετόχους, προκειμένου να αναγνωρίζει και να καταγράφει τις ανάγκες και προσδοκίες τους.
- Την παροχή ενός υγιούς και ασφαλούς εργασιακού περιβάλλοντος για το ανθρώπινο δυναμικό, τους συνεργάτες και κάθε επισκέπτη της.
- Την προστασία των ανθρωπίνων δικαιωμάτων και την παροχή ενός εργασιακού περιβάλλοντος ίσων ευκαιριών, χωρίς καμία διάκριση.
- Την ανοικτή επικοινωνία, με καθεστώς διαφάνειας για τους συμμετόχους της Εταιρείας.
- Τη συνεχή προσπάθεια μείωσης του περιβαλλοντικού αποτυπώματος, μέσω της εφαρμογής υπεύθυνων δράσεων και μέτρων πρόληψης σύμφωνα με τις Βέλτιστες Διαθέσιμες Τεχνικές.
- Τη συνεργασία και στήριξη της τοπικής κοινωνίας, με σκοπό να συμβάλλει η εταιρεία στη βιώσιμη ανάπτυξη των τοπικών περιοχών που δραστηριοποιείται.
- Τη σταθερή επιδίωξη δημιουργίας προστιθέμενης αξίας για τους

¹² Ετήσια οικονομική έκθεση ΣΙΔΕΝΟΡ 2019

συμμέτοχους.

Η ΣΙΔΕΝΟΡ, με σκοπό να ενισχύσει την ορθή λειτουργία της με γνώμονα τη Βιώσιμη Ανάπτυξη, έχει θεσπίσει συγκεκριμένες πολιτικές και εφαρμόζει κατάλληλα συστήματα διαχείρισης και διαδικασίες που στηρίζουν την υπεύθυνη λειτουργία και καθορίζουν τον τρόπο με τον οποίο επιτυγχάνονται οι στόχοι της Εταιρείας. Συγκεκριμένα η ΣΙΔΕΝΟΡ, μεταξύ άλλων, έχει θεσπίσει και εφαρμόζει τις παρακάτω πολιτικές και κώδικες:

- ✓ Εσωτερικός Κανονισμός Λειτουργίας
- ✓ Πολιτική Βιώσιμης Ανάπτυξης
- ✓ Πολιτική Υγείας και Ασφάλειας στην εργασία
- ✓ Πολιτική Περιβάλλοντος
- ✓ Πολιτική Ανθρώπινου Δυναμικού και Ανθρωπίνων Δικαιωμάτων
- ✓ Πολιτική Ποιότητας
- ✓ Κώδικας Δεοντολογίας και Επιχειρηματικής Ηθικής

Η ολοκληρωμένη διαχείριση των σημαντικών θεμάτων της Εταιρείας πραγματοποιείται μέσω των Συστημάτων Διαχείρισης που εφαρμόζει. Συγκεκριμένα η ΣΙΔΕΝΟΡ εφαρμόζει τα ακόλουθα πιστοποιημένα συστήματα:

- Σύστημα Διαχείρισης Ποιότητας, σύμφωνα με το πρότυπο ISO 9001.
- Σύστημα Περιβαλλοντικής Διαχείρισης, σύμφωνα με το πρότυπο ISO 14001.
- Σύστημα Υγείας και Ασφάλειας στην εργασία, σύμφωνα με το πρότυπο OHSAS 18001.

Παρουσίαση σχετικών μη χρηματοοικονομικών δεικτών¹³

Εργασιακά θέματα

Η Εταιρεία επενδύει στο ανθρώπινο δυναμικό της, καθώς έχει αναγνωρίσει τη συμβολή του ανθρώπινου παράγοντα στην επιτυχημένη πορεία της και στην επίτευξη των επιχειρηματικών στόχων της. Βασική μέριμνα της διοίκησης της ΣΙΔΕΝΟΡ αποτελεί η διασφάλιση των βέλτιστων συνθηκών εργασίας και της δίκαιης ανταμοιβής, με σεβασμό στα ανθρώπινα δικαιώματα, τη διαφορετικότητα και την παροχή ίσων ευκαιριών προς όλους τους εργαζόμενους.

¹³ Οι μη χρηματοοικονομικοί δείκτες που παρουσιάζονται, είναι σε συμφωνία με τις κατευθυντήριες οδηγίες για την έκδοση Απολογισμών Βιωσιμότητας (Sustainability Reporting Guidelines) του οργανισμού Global Reporting Initiative (GRI Standards). Η επιλογή των δεικτών αυτών έγινε με κριτήριο τη συνάφειά τους με τις δραστηριότητες της Εταιρείας.

Πίνακας 4: Εργασιακοί Δείκτες

	2019	2018
Αριθμός εργαζομένων	341	319
Κινητικότητα εργαζομένων (Turnover)	3,51%	5,30%
% γυναικών στο σύνολο του ανθρώπινου δυναμικού	11,70%	10,66%

Στον παραπάνω πίνακα παρατηρείται μια αύξηση του αριθμού των εργαζομένων στην εταιρεία. Η αύξηση αυτή οφείλεται στην αύξηση της παραγωγής το τελευταίο τρίμηνο του έτους λόγω της διαφαινόμενης αυξημένης ζήτησης σε προϊόντα χάλυβα.

Η κινητικότητα εργαζομένων (turnover) αποτελεί έναν δείκτη που εκφράζει το ποσοστό των εργαζομένων που αποχωρούν από την εταιρεία για λόγους παραίτησης, απόλυσης και συνταξιοδότησης στο σύνολο του ανθρώπινου δυναμικού της εταιρείας. Το ποσοστό αυτό είναι αρκετά μικρό, γεγονός που δείχνει ότι η εταιρεία επενδύει στο ανθρώπινο δυναμικό της.

Το ποσοστό των γυναικών είναι μικρό, γεγονός που οφείλεται στην φύση της εργασίας στα παραγωγικά τμήματα καθώς επρόκειτο για μια βαριά βιομηχανία.

Υγεία και Ασφάλεια στην εργασία

Με ιδιαίτερο σεβασμό στην προστασία της ανθρώπινης ζωής, η ΣΙΑΕΝΟΡ έχει θέσει ως προτεραιότητα το σχεδιασμό μέτρων για την πρόβλεψη και την πρόληψη ατυχημάτων. Η δέσμευση της Διοίκησης στον τομέα αυτό αποτυπώνεται στην Πολιτική Υγείας και Ασφάλειας (Y&A) που έχει θεσπίσει και εφαρμόζει η Εταιρεία. Η Εταιρεία συμμορφώνεται με τη σχετική νομοθεσία και τους κανονισμούς σχετικά με τις συνθήκες εργασίας και την επαγγελματική Y&A και εστιάζει στην εφαρμογή προληπτικών μέτρων και ενεργειών για την αποφυγή συμβάντων κατά την εργασία. Η ΣΙΑΕΝΟΡ εφαρμόζει πιστοποιημένο Σύστημα Διαχείρισης Υγείας και Ασφάλειας στην εργασία (OHSAS 18001), στο πλαίσιο του οποίου υλοποιούνται στοχευμένα προγράμματα Y&A με σκοπό τη συνεχή βελτίωση της Εταιρείας στον τομέα αυτό. Η Εταιρεία δίνει μεγάλη βαρύτητα στην εκπαίδευση και συμμετοχή των εργαζομένων της στα συναφή θέματα. Για την παρακολούθηση και αξιολόγηση της επίδοσης στον τομέα της Y&A στην εργασία, η Εταιρεία χρησιμοποιεί διεθνώς εφαρμόσιμους και μετρήσιμους δείκτες.

Πίνακας 5: Δείκτες ασφάλειας και Υγείας

	2019	2018	2017
Δείκτης συχνότητας συμβάντων (LTIR)	12,48	10,80	4
Δείκτης σοβαρότητας συμβάντων (SR)	269,28	248,30	92,07
Θανατηφόρα συμβάντα	-	-	-

Ο δείκτης συχνότητας συμβάντων (Lost Time Incident Rate) υπολογίζεται ως

εξής¹⁴:

$$LTIR = \frac{\text{Αριθμός Συμβάντων} \times 200.000}{\text{Συνολικός ετήσιος αριθμός ωρών απασχόλησης}}$$

Ο δείκτης σοβαρότητας συμβάντων (Severity Rate) εκφράζει στην πραγματικότητα την σοβαρότητα των ατυχημάτων η οποία συνδέεται με τις ημέρες απουσίας από την εργασία λόγω του συμβάντος. Ο δείκτης υπολογίζεται ως εξής¹⁵:

$$SR = \frac{\text{Συνολικός αριθμός ημερών απουσίας λόγω του συμβάντος}}{\text{Συνολικός ετήσιος αριθμός ωρών απασχόλησης}}$$

Περιβαλλοντικά θέματα

Η προστασία του περιβάλλοντος βρίσκεται ψηλά στις προτεραιότητες της Εταιρείας. Με σκοπό την ολοκληρωμένη προσέγγιση της περιβαλλοντικής προστασίας η Εταιρεία έχει δημιουργήσει τις κατάλληλες υποδομές και ακολουθεί συστηματική διαχείριση των περιβαλλοντικών θεμάτων. Η δέσμευση της ΣΙΔΕΝΟΡ στον τομέα αυτό αποτυπώνεται στην περιβαλλοντική πολιτική που έχει θεσπίσει και ακολουθεί, ενώ μετουσιώνεται σε πράξη με την εφαρμογή πιστοποιημένου Συστήματος Περιβαλλοντικής Διαχείρισης (ISO 14001) και με τα συντονισμένα προγράμματα και τις δράσεις (π.χ. δράσεις εξοικονόμησης ενέργειας, ορθή διαχείριση αποβλήτων, μείωσης των ατμοσφαιρικών εκπομπών, κ.λπ.) που εφαρμόζει και που έχουν ως στόχο τη συνεχή βελτίωση της επίδοσης της Εταιρείας στον τομέα αυτό.

Στο πλαίσιο της περιβαλλοντικής διαχείρισης η εταιρεία παρακολουθεί τους παρακάτω δείκτες με σκοπό τον έλεγχο και την σωστή διαχείριση των πόρων.

Πίνακας 6: Περιβαλλοντολογικοί Δείκτες

	2019	2018
Ειδικές εκπομπές CO2 (kg/tn προϊόντος)	896	895
Ειδική κατανάλωση νερού (m ³ /t προϊόντος)	2,71	2,61

❖ Γεωγραφική διαφοροποίηση

Διεύρυνση των δραστηριοτήτων της εταιρείας μέσω εξαγορών και εγκατάστασης

¹⁴ <https://safetystage.com/safety-metrics/ltir-calculation/>

¹⁵ <https://www.creativesafetysupply.com/safety-rate-calculator/>

νέων μονάδων σε νέες ελκυστικές αγορές. Παρατηρείται επίσης η προσπάθεια μείωσης της εξάρτησης της από την Ελληνική αγορά από την έναρξη της περιόδου της οικονομικής κρίσης που έχει εισέλθει η χώρα. Στην προσπάθεια αυτή η εταιρεία έχει εισέλθει σε νέες αγορές τόσο στην ευρύτερη περιοχή των Βαλκανίων όσο και σε αγορές της κεντρικής Ευρώπης και Αμερικής.

❖ **Καθετοποίηση δραστηριοτήτων**

Επέκταση της εταιρείας σε άλλους παραγωγικούς τομείς στην αλυσίδα προϊόντων χάλυβα. Ενδεικτικό αυτού είναι η παραγωγή υψηλών απαιτήσεων χάλυβα που χρησιμοποιείται στην παραγωγή καλωδίων. Με αυτόν τον τρόπο ο όμιλος ΒΙΟΧΑΛΚΟ - μέσω των εταιρειών Hellenic Cables S.A. και ΣΙΔΕΝΟΡ - έχει δημιουργήσει μια καθετοποιημένη γραμμή παραγωγής που κατασκευάζει καλώδια υψηλών απαιτήσεων και προδιαγραφών. Ο κλάδος των καλωδίων και γενικά της ενέργειας έχει μεγάλη ανάπτυξη τα τελευταία χρόνια και προσδίδει πολύ μεγάλο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα στον όμιλο.

❖ **Συνεχής βελτίωση της ανταγωνιστικότητας**

Η εταιρεία εφαρμόζει μια σειρά από δράσεις και μεθόδους, που σκοπό έχουν την μείωση του λειτουργικού κόστους και την βελτιστοποίηση της ανταγωνιστικότητά της.

Σε αυτά τα πλαίσια η εταιρεία προβαίνει:

- Στην εφαρμογή ενός ολοκληρωμένου συστήματος βιομηχανικής αριστείας που ονομάζεται BEST Operational Excellence. Το πρόγραμμα αυτό διέπτετε από τις αρχές της λιτής παραγωγής (Lean manufacturing) και σκοπός του είναι το χαμηλότερο κόστος παραγωγής, η αυξημένη ασφάλεια και ποιότητα μέσω της τυποποίησης της εργασίας (Standardized Work)
- Ανάπτυξη στην καινοτομία και την τεχνολογική υπεροχή
- Εξαγωγική δραστηριότητα σε πάνω από 20 χώρες
- Συστήματα διαχείρισης ISO 9001, ISO 14001, OHSAS 18001.
- Διεθνώς καταχωρημένο εμπορικό σήμα SIDENOR
- Πελατοκεντρική φιλοσοφία
- Αυστηρά πρότυπα παραγωγής χάλυβα

6.3 SWOT Ανάλυση

Η Ανάλυση SWOT είναι ένα εργαλείο στρατηγικού σχεδιασμού και εξετάζει τα Ισχυρά (Strengths) και Αδύναμα σημεία (Weaknesses) μιας επιχείρησης, τις Ευκαιρίες (Opportunities) και Απειλές (Threats) από το περιβάλλον που δραστηριοποιείται.

Χρησιμοποιείται από πολλές επιχειρήσεις προκειμένου να αξιολογήσουν την κατάσταση που βρίσκονται σήμερα με σκοπό να πάρουν αποφάσεις και να διαμορφώσουν έτσι την μελλοντική στρατηγική τους.

Η Ανάλυση SWOT χωρίζεται σε δύο βασικά μέρη. Στην ανάλυση του εσωτερικού περιβάλλοντος της επιχείρησης που είναι τα Δυνατά (Strengths) και Αδύναμα (Weaknesses) σημεία, και στην ανάλυση του εξωτερικού περιβάλλοντος της επιχείρησης που είναι οι ευκαιρίες (Opportunities) και οι απειλές (Threats). (Σιώμκος, 2004)

- **Δυνατά Σημεία (Strengths)**

1. Ηγέτης στον κλάδο χαλυβουργίας στην Ελλάδα και στα Βαλκάνια

Η ΣΙΔΕΝΟΡ κατέχει το μεγαλύτερο μερίδιο της Ελληνικής αγοράς σε προϊόντα μπετοσιδήρου¹⁶.



Διάγραμμα 1: Μερίδιο Ελληνικής Αγοράς

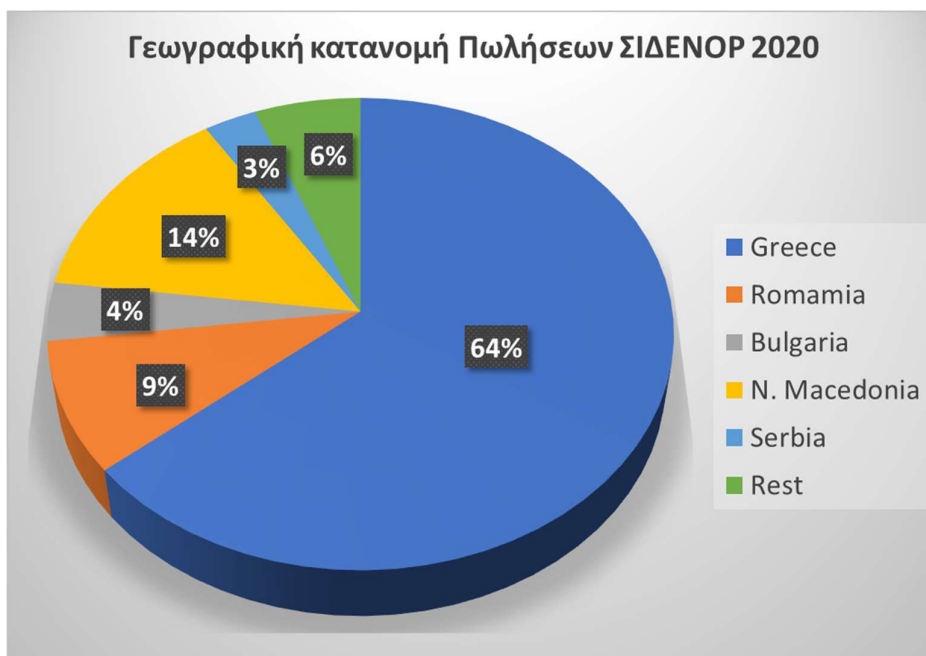
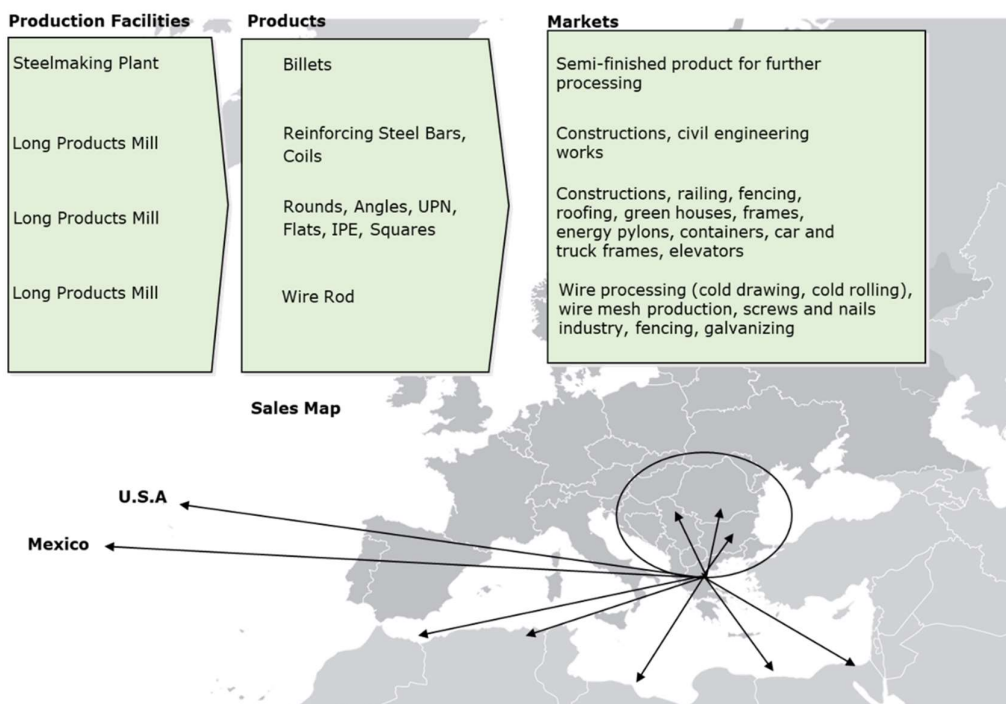
2. Συνεχής ανάπτυξη και επενδύσεις στον εξοπλισμό και την ποιότητα των παραγόμενων προϊόντων.

Η ΣΙΔΕΝΟΡ στα πλαίσια της συνεχούς βελτίωσης και προσπαθώντας πάντα να προσφέρει προϊόντα που παράγονται με τη τελευταία τεχνολογία, έχει επενδύσει πρόσφατα στην εγκατάσταση επαγωγικών φούρνων στο εργοστάσιο της ΣΙΔΕΝΟΡ, αντικαθιστώντας έτσι το υποχρεωτικό πέρασμα των μιγιετών μέσω των παραδοσιακών φούρνων αναθέρμανσης, επιτυγχάνοντας με αυτό τον τρόπο μια λύση περισσότερο φιλική προς το περιβάλλον. Η παραγωγική αυτή διαδικασία συμβάλει στην

¹⁶ Πηγή: Εσωτερικά στοιχεία ΣΙΔΕΝΟΡ

εξοικονόμηση ενέργειας αλλά και στην μείωση του αποτυπώματος CO2¹⁷

3. Ευρεία γεωγραφική Διαφοροποίηση¹⁸ (Παρουσία σε πάνω από 50 χώρες)



Διάγραμμα 2: Γεωγραφική κατανομή Πωλήσεων ΣΙΔΕΝΟΡ 2020

4. Απόκτηση όλων των πιστοποιητικών διασφάλισης ποιότητας και συμμόρφωση με τα

¹⁷ Ετήσια οικονομική έκθεση ΣΙΔΕΝΟΡ 2019

¹⁸ Πηγή: ΣΙΔΕΝΟΡ

διεθνή πρότυπα με αποτέλεσμα τα προϊόντα της να υπερέχουν ποιοτικά από τα προϊόντα χαμηλότερων προδιαγραφών τρίτων χωρών.

5. Ανεπτυγμένο δίκτυο πωλήσεων και διανομής.

6. Καθετοποίηση στην παραγωγή

7. Μέλος του μεγαλύτερου βιομηχανικού ομίλου της χώρας.

8. Εξειδικευμένο και έμπειρο προσωπικό

9. Πάνω από 55 χρόνια εμπειρίας στον κλάδο.

- **Αδύναμα Σημεία (Weaknesses)**

1. Πάρα πολύ περιορισμένη η εγχώρια ζήτηση. Η κατάρρευση της οικοδομικής δραστηριότητας στην Ελλάδα έδωσε ένα πολύ μεγάλο χτύπημα στις βιομηχανίες παραγωγής χάλυβα καθώς ο κατασκευαστικός κλάδος είναι ο κυριότερος πελάτης τους. Οι ειδικοί χάλυβες στους οποίους θα μπορούσε να είχε στραφεί ο κλάδος για να αμυνθεί στην «βουτιά» της οικοδομής δεν έχουν εφαρμογή στην Ελλάδα καθώς δεν υπάρχουν οι βιομηχανίες που θα τους απορροφήσουν (αυτοκινητοβιομηχανίες, βιομηχανίες αεροπλάνων κλπ.). Από τις 36.075 άδειες που εκδόθηκαν το 2011 συρρικνώθηκαν στις 12.641 το 2016. Από το 2017 φαίνεται ότι υπάρχει μια μικρή αλλά σταθερή αύξηση της οικοδομικής δραστηριότητας αλλά με πολύ μικρό ρυθμό.



Διάγραμμα 3: Οικοδομική Δραστηριότητα Ελλάδα 2020

Από τις αρχές του 2021 υπάρχει μια αρκετά μεγαλύτερη ανάπτυξη της οικοδομικής δραστηριότητας. Ενδεικτικό είναι ότι ήδη στο πρώτο τρίμηνο του 2021 η ιδιωτική οικοδομική δραστηριότητα έχει αυξηθεί κατά 14,3% σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του 2020¹⁹.

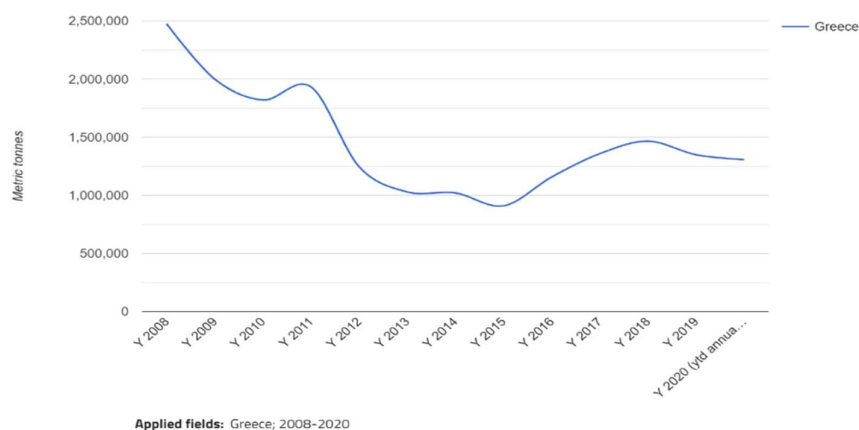
¹⁹ Πηγή ΕΛΣΤΑΤ

Πίνακας 7: Ανάλυση Οικοδομικής Δραστηριότητας

Περιφέρεια	Αριθμός αδειών			Επιφάνεια (σε χιλ. m ²)			Όγκος (σε χιλ. m ³)		
	Ιανουάριος - Μάρτιος		Μεταβολή (%)	Ιανουάριος - Μάρτιος		Μεταβολή (%)	Ιανουάριος - Μάρτιος		Μεταβολή (%)
	2020	2021		2020	2021		2020	2021	
Ανατ. Μακεδονία & Θράκη	191	281	47,1	38,7	59,6	54,0	128,8	244,5	89,8
Κεντρική Μακεδονία	630	669	6,2	137,9	169,5	23,0	631,4	777,6	23,2
Δυτική Μακεδονία	57	48	-15,8	7,1	14,9	109,6	30,5	70,3	130,4
Θεσσαλία	243	279	14,8	52,4	74,9	43,0	264,8	348,1	31,5
Ήπειρος	139	197	41,7	34,1	77,6	127,7	182,4	331,9	82,0
Ιόνια Νησιά	330	335	1,5	62,8	63,9	1,7	209,7	219,0	4,4
Δυτική Ελλάδα	226	341	50,9	30,0	61,2	104,0	128,1	229,1	78,8
Στερεά Ελλάδα	199	269	35,2	50,1	33,3	-33,5	278,9	158,7	-43,1
Πελοπόννησος	318	411	29,2	49,2	86,1	75,0	199,4	406,5	103,9
Αττική	880	1.098	24,8	229,5	227,7	-0,8	863,0	836,5	-3,1
Βόρειο Αιγαίο	108	121	12,0	12,0	23,4	95,4	39,4	107,0	171,3
Νότιο Αιγαίο	548	442	-19,3	81,1	76,3	-5,9	251,8	261,2	3,7
Κρήτη	432	424	-1,9	86,4	91,1	5,4	357,7	313,6	-12,3
Σύνολο Χώρας	4.301	4.915	14,3	871,2	1.059,5	21,6	3.566,0	4.303,9	20,7

Interactive chart: Crude steel production, all qualities

The EUROFER interactive tool for crude steel production, all qualities.



Applied fields: Greece; 2008-2020

Διάγραμμα 4: Παραγωγή Χάλυβα Στην Ελλάδα 2008-2020

2. Πολύ μεγάλο ενεργειακό κόστος (56% ηλεκτρικό ρεύμα και φυσικό αέριο) και

υπερφορολόγηση στα πλαίσια της εισπρακτικής πολιτικής της κυβέρνησης²⁰.



Διάγραμμα 5: Ανάλυση κόστους παραγωγής ΣΙΔΕΝΟΡ 2020

3. Υψηλό ποσοστό κόστος και μεγάλες διακυμάνσεις των τιμών της βασικής πρώτης ύλης (παλαισιδίηρος – scrap)²¹. Οι τιμές διαφοροποιούνται ανάλογα και με την ποιότητα του scrap.



Διάγραμμα 6: Εξέλιξη τιμών scrap

4. Παραγωγικό πλεόνασμα της ελληνικής χαλυβουργίας στο σύνολο της. Εξαιτίας της μικρής ζήτησης περισσεύουν μεγάλες ποσότητες ετοιμών προϊόντων με αποτέλεσμα την πτώση των τιμών.

5. Μεγάλη δυσκολία στην εξεύρεση δανειακών κεφαλαίων με αποτέλεσμα την μειωμένη ρευστότητα και ταυτόχρονα πολύ υψηλό το κόστος δανεισμού.

- **Απειλές (Threats)**

1. Εισαγόμενος ανταγωνισμός στην Ευρωπαϊκή Ένωση κυρίως από Ινδία – Κίνα.

²⁰ Πηγή: ΣΙΔΕΝΟΡ

²¹ <https://www.lme.com/Market-Data/LME-reference-prices/Official-Price#tabIndex=0>

Προϊόντα χωρίς να πληρούν προδιαγραφές και μη πιστοποιημένα.

Πίνακας 8: Εισαγωγές Χάλυβα στην Ευρωπαϊκή Ένωση από τρίτες χώρες

www.eurofer.eu

INTERNATIONAL TRADE

Imports: top 10 countries of origin

All qualities • in '000 metric tonnes

TOP 10 IMPORTS OF ALL FINISHED PRODUCTS RANKED BY COUNTRY OF ORIGIN

TABLE • 2010 – 2019

SOURCE: EUROFER

Countries ranked according to their 2019 order

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
TURKEY	1,112	2,110	1,008	1,824	1,479	1,467	2,276	3,741	6,168	5,819
RUSSIA	2,489	2,141	2,456	2,706	2,765	3,490	3,541	2,404	3,698	3,039
SOUTH KOREA	1,018	1,410	1,203	1,391	1,519	2,021	2,725	3,131	3,423	2,959
CHINA	3,155	4,174	2,719	3,013	4,507	6,899	5,667	3,441	2,827	2,408
INDIA	637	1,208	967	1,215	1,517	1,155	1,912	3,755	2,782	2,218
UKRAINE	2,125	2,807	1,839	2,050	2,278	2,532	3,072	2,209	1,945	1,808
TAIWAN	335	551	356	583	681	454	779	1,231	1,749	1,338
SERBIA	1,020	851	227	196	280	580	582	775	1,072	1,122
BELARUS	266	252	271	235	349	740	709	527	528	616
SWITZERLAND	588	669	632	642	605	657	602	645	635	495
OTHERS	3,127	3,687	2,155	1,952	2,773	3,782	4,329	4,259	4,452	3,556
TOTAL	15,872	19,860	13,833	15,807	18,753	23,777	26,194	26,118	29,279	25,378

Πηγή: Eurofer²²

2. Δασμοί της Αμερικής και της Ευρωπαϊκής Ένωσης στα εισαγόμενα σίδερα από Τουρκία έχουν ως αποτέλεσμα την διείδυση των Τούρκων στην περιοχή των Βαλκανίων με μεγάλες ποσότητες φθηνών προϊόντων χάλυβα.

3. Η αναγκαιότητα για συνεχή εξέλιξη του εξοπλισμού των επιχειρήσεων του κλάδου δημιουργεί υψηλές κεφαλαιουχικές δαπάνες.

4. Γενικότερη επιδείνωση της οικονομίας της χώρας εξαιτίας των δημοσιονομικών προβλημάτων που αντιμετωπίζει.

• Δυνατότητες (Opportunities)

1. Επέκταση σε αναδυόμενες χώρες του εξωτερικού στις οποίες παρατηρείται έλλειψη βασικής υποδομής.

2. Ανάπτυξη των κατασκευών στα Βαλκάνια.

3. Εξαγορές και συγχωνεύσεις εταιρειών του κλάδου τόσο μεταξύ ελληνικών, όσο και μεταξύ ελληνικών και ξένων επιχειρήσεων.

4. Η γεωγραφική θέση της Ελλάδος δίνει εύκολη πρόσβαση σε τρεις ηπείρους.

5. Οι προσπάθειες των ελληνικών βιομηχανιών χάλυβα για μείωση των ρύπων και

²² <https://www.eurofer.eu/publications/brochures-booklets-and-factsheets/european-steel-in-figures-2020/>

προστασίας του περιβάλλοντος, μπορεί να αποτελέσουν ανταγωνιστικό πλεονέκτημα συγκριτικά με άλλες χώρες. (Green steel)

6.4 Συμπεράσματα στρατηγικής ανάλυσης

Συμπερασματικά από την SWOT ανάλυση που έγινε παραπάνω, το μέλλον και η ενίσχυση της πορείας του κλάδου είναι άρρηκτα δεμένο με την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας και της εξωστρέφειας του. Για το λόγο αυτό η εταιρεία ΣΙΔΕΝΟΡ που είναι και ο κυρίαρχος στον κλάδο του χάλυβα, ακολούθησε μία στρατηγική ανάπτυξης με διεθνοποίηση πραγματοποιώντας συγχωνεύσεις και εξαγορές εταιριών του εξωτερικού. Μεγάλη έμφαση θα πρέπει να δοθεί στην μείωση του περιβαλλοντικού αποτυπώματος της εταιρείας. Τα περιβαλλοντικά θέματα είναι αυτά που θα κρίνουν σε μεγάλο βαθμό την βιωσιμότητα της εταιρείας. Προς αυτήν την κατεύθυνση η εταιρεία ξεκινάει ήδη ένα μεγάλο επενδυτικό πλάνο περιβαλλοντολογικής αναβάθμισης των εργοστασίων της.

Ταυτόχρονα συνεχίζεται το πρόγραμμα επενδύσεων που σκοπό έχουν αφενός την ελαχιστοποίηση του κόστους παραγωγής και αφετέρου την μείωση του λειτουργικού κόστους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

7.1 Εισαγωγή

Στο κεφάλαιο αυτό θα επιχειρήσουμε την χρηματοοικονομική ανάλυση της εταιρείας. Αρχικά θα γίνει μια ανάλυση των κινδύνων και στην συνέχεια θα εξάγουμε και θα αναλύσουμε τους σημαντικότερους αριθμοδείκτες της εταιρείας.

Η ανάλυση των χρηματοοικονομικών δεικτών θα πραγματοποιηθεί στα πλαίσια της εταιρείας ΣΙΔΕΝΟΡ (εργοστάσιο Θεσσαλονίκης) και όχι σε όλο τον κλάδο Σιδήρου.

7.2 Επισκόπηση Βασικών Λογιστικών Αρχών

Οι λογιστικές αρχές είναι ιδιαίτερα σημαντικές, καθόσον προστατεύουν τον κάθε ενδιαφερόμενο, ο οποίος θέλει να αντλήσει πληροφορίες για την εταιρεία, από την παραπληροφόρηση στην οποία ενδεχόμενα θα ήθελε να προβεί η διοίκηση μιας εταιρείας. Η εταιρεία ΣΙΔΕΝΟΡ χρησιμοποιεί τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς-Δ.Π.Χ.Α (International Accounting Standard – IAS) για την κατάρτιση των Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων της.

Σύμφωνα με τους Λουμιώτη και Τζίφα (2012) και τους Μπατσινίλα και Πατατούκα (2012), οι οικονομικές καταστάσεις συντάσσονται με την προϋπόθεση των εξής ουσιωδών παραδοχών:

- Αρχή της συνεχούς δραστηριότητας της επιχείρησης.
 - Οι λογιστικές καταστάσεις συντάσσονται στη βάση της συνεχούς επιχειρηματικής δραστηριότητας (going concern), δηλαδή ότι η διοίκηση της εταιρείας διοικεί αυτήν χωρίς να έχει ως γνώμονα την άμεση ρευστοποίηση της.
- Αρχή της αυτοτέλειας των χρήσεων (δεδουλευμένων εσόδων, εξόδων)
 - Στην κατάρτιση των Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων λαμβάνονται υπόψη τα γεγονότα και αποτελέσματα της επιχειρηματικής δραστηριότητας στη διάρκεια της χρήσης.
 - Από την αρχή αυτή εξαιρείται η κατάσταση ταμειακών ροών η οποία και συντάσσεται σε ταμειακή βάση.
- Αρχή του Κόστους
 - Οι λογιστικές εγγραφές που εγγράφονται στα βιβλία της επιχείρησης και οι αξίες στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις, εμφανίζονται στο κόστος κτήσεως.

Επιπλέον, οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης πρέπει να πληρούντα παρακάτω ποιοτικά χαρακτηριστικά, προκειμένου, οι χρήστες, χρησιμοποιώντας τα να μπορούν να λάβουν αποφάσεις (Λαζαρίδης και Παπαδόπουλος, 2005) :

- ✓ *Σαφήνεια*, τα στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων θα πρέπει να είναι σαφή και κατανοητά σε χρήστες που κατέχουν βασικές γνώσεις των οικονομικών και των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων της επιχείρησης.
- ✓ *Συνάφεια*, τα οικονομικά στοιχεία της επιχείρησης θα πρέπει να δύνανται να συσχετιστούν και να δώσουν τη δυνατότητα να αξιολογήσουμε στοιχεία του παρελθόντος, παρόντα ή μελλοντικά γεγονότα.
- ✓ *Σημαντικότητα*, οι πληροφορίες των οικονομικών καταστάσεων κρίνονται σημαντικές από το αποτέλεσμα που θα επιφέρει τυχόν παράλειψή ή κακή διατύπωσή τους
- ✓ *Αξιοπιστία*, οι πληροφορίες των οικονομικών καταστάσεων, πρέπει να μπορούν να χαρακτηριστούν αξιόπιστες εφόσον δεν περιέχουν σοβαρά λάθη και δε βασίζονται σε προκαταλήψεις.

7.3 Ανάλυση Κινδύνου²³

Η ανάλυση κινδύνου καθώς και η διαχείριση του, αποτελεί ένα από τα σημαντικότερα σημεία μελέτης κάθε επιχείρησης. Στη διεθνή βιβλιογραφία η λέξη «κίνδυνος» αποδίδεται με την λέξη “risk” η οποία θεωρείται ότι αποδίδει καλύτερα το νόημα και την έννοια του κινδύνου. Η κατάληξη μιας οικονομικής δραστηριότητας δεν είναι δυνατόν να προβλεφθεί εκ των προτέρων. Για αυτό λέγεται ότι η πραγματοποίηση μιας οικονομικής πράξης συνοδεύεται από την ανάληψη και ενός «ρίσκου» ή «κινδύνου», υπό την έννοια ότι μπορεί να έχει ευνοϊκό ή και δυσμενές αποτέλεσμα. Επομένως, η λέξη κίνδυνος δεν είναι συνυφασμένη μόνο με την προοπτική της απώλειας και του δυσμενούς αποτελέσματος (κίνδυνος προς τα κάτω – downside risk), αλλά και με την προοπτική του κέρδους και γενικά ενός θετικού, ευνοϊκού αποτελέσματος (κίνδυνος προς τα πάνω – upside risk).

Η έννοια της παρακολούθησης και διαχείρισης κινδύνου έχει εφαρμογή σε ποικίλους τομείς της κοινωνικής και πολιτικής ζωής, όπως λόγου χάρη σε περιπτώσεις κρίσιμων πολιτικών καταστάσεων, τρομοκρατικών ενεργειών ή και ακραίων καιρικών φαινομένων. Επιπρόσθετα, η διοίκηση κινδύνου έχει εφαρμογή στην οικονομική και στη χρηματοοικονομική δραστηριότητα η οποία δύναται όμως να επηρεάζεται σημαντικά από τα ως άνω αναφερθέντα κοινωνικοπολιτικά τεκταινόμενα. Είναι λοιπόν εμφανές ότι η διοίκηση χρηματοοικονομικού κινδύνου είναι ένα πολυδιάστατο πρόβλημα και οι μορφές που λαμβάνει ενέχουν σχέσεις αλληλεξάρτησης με τα προαναφερθέντα κοινωνικοπολιτικά γεγονότα (Posen, Veron, 2009).

Μέσα στις ετήσιες εκθέσεις των εταιρειών περιέχονται οι κίνδυνοι τους οποίους αντιμετωπίζει η επιχείρηση, πως αυτοί οι κίνδυνοι μπορεί να επηρεάσουν την πορεία της, αλλά και τρόπους που επιχειρεί η επιχείρηση να τους αντιμετωπίσει. Παρακάτω θα αναλυθούν οι κίνδυνοι αυτοί.

7.3.1 Κίνδυνοι μακροοικονομικού περιβάλλοντος²⁴

Η Εταιρεία έχει αξιολογήσει τις τυχόν επιπτώσεις που μπορεί να υπάρξουν στην διαχείριση των χρηματοοικονομικών κινδύνων λόγω των μακροοικονομικών συνθηκών στις αγορές που δραστηριοποιείται.

Το μακροοικονομικό και χρηματοοικονομικό περιβάλλον στην Ελλάδα παρουσιάζει σημάδια βελτίωσης, ωστόσο αβεβαιότητες εξακολουθούν να υφίστανται. Η

²³ Ετήσια οικονομική έκθεση ΣΙΑΕΝΟΡ 2019

²⁴ Ετήσια οικονομική έκθεση ΣΙΑΕΝΟΡ 2019

Διοίκηση εκτιμά συνεχώς τον πιθανό αντίκτυπο τυχόν αλλαγών στο μακροοικονομικό και χρηματοπιστωτικό περιβάλλον στην Ελλάδα, έτσι ώστε να εξασφαλίσει ότι θα ληφθούν όλες οι απαραίτητες ενέργειες και μέτρα, προκειμένου να ελαχιστοποιηθούν οι τυχόν επιπτώσεις στις δραστηριότητες της Εταιρείας. Η Διοίκηση δεν είναι σε θέση να προβλέψει με ακρίβεια τις πιθανές εξελίξεις στην ελληνική οικονομία, ωστόσο με βάση την αξιολόγησή της, έχει καταλήξει στο συμπέρασμα ότι δεν απαιτούνται σημαντικές πρόσθετες προβλέψεις απομείωσης των χρηματοοικονομικών και μη χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων της Εταιρείας κατά την 31η Δεκεμβρίου 2019.

Η ισχυρή πελατειακή βάση της ΣΙΔΕΝΟΡ εκτός Ελλάδας ελαχιστοποιεί τον κίνδυνο ρευστότητας που μπορεί να προκύψει από την αβεβαιότητα του οικονομικού περιβάλλοντος στην Ελλάδα.

Η έξοδος του Ηνωμένου Βασιλείου από την Ευρωπαϊκή Ένωση, δεν θα επηρεάσει την Εταιρεία καθώς οι αντίστοιχες πωλήσεις ανήλθαν σε ποσοστό 0,89% για το 2019. Επομένως οι διακυμάνσεις συναλλάγματος λόγω του Brexit δεν θα επηρεάσουν τη λειτουργία της Εταιρείας.

Σχετικά με την επιβολή δασμών στις εισαγωγές χάλυβα στις ΗΠΑ, η Διοίκηση της Εταιρείας παρακολουθεί στενά τις εξελίξεις. Ωστόσο, δεν θα επηρεαστεί η Εταιρεία, καθώς δεν πραγματοποιεί ιδιαίτερα υψηλές πωλήσεις προς τις ΗΠΑ.

Σχετικά με την υποτίμηση της τουρκικής λίρας, η Εταιρεία παρακολουθεί τις εξελίξεις, καθώς ενδυναμώνει την ανταγωνιστικότητα των τουρκικών επιχειρήσεων με εξαγωγικό χαρακτήρα, λόγω μείωσης του κόστους παραγωγής. Οι πωλήσεις της εταιρείας προς την Τουρκία δεν ξεπερνούν το 2% της γεωγραφικής κατανομής.

Η ΣΙΔΕΝΟΡ παρακολουθεί στενά και σε συνεχή βάση τις εξελίξεις τόσο στο διεθνές όσο και στο εσωτερικό περιβάλλον και προσαρμόζει έγκαιρα τις επιχειρηματικές της στρατηγικές και τις πολιτικές διαχείρισης κινδύνων, προκειμένου να ελαχιστοποιήσει τις επιπτώσεις των μακροοικονομικών συνθηκών στις δραστηριότητές της.

7.3.2 Κίνδυνος Ρευστότητας²⁵

Ο Κίνδυνος Ρευστότητας αναφέρεται σε πιθανή αδυναμία της επιχείρησης να ανταποκριθεί στις ταμειακές της υποχρεώσεις. Πρόκειται ουσιαστικά για τον κίνδυνο αδυναμίας ρευστοποίησης στοιχείων του ενεργητικού της επιχείρησης έγκαιρα και σε εύλογη τιμή με αποτέλεσμα να επέρχονται απώλειες για την επιχείρηση λόγω των

²⁵ Ετήσια οικονομική έκθεση ΣΙΔΕΝΟΡ 2019

διακυμάνσεων των τιμών κατά το χρόνο που μεσολαβεί από τη λήψη της εντολής του έως την εκτέλεσή της.

Η διαχείριση του κινδύνου ρευστότητας είναι σημαντικό εργαλείο της χρηματοοικονομικής διαχείρισης, σχεδιασμένο να διασφαλίζει ότι η επιχείρηση είναι πάντα σε θέση να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της προς πελάτες, δημόσιο και τράπεζες, όποτε αυτές καθίστανται απαιτητές και ληξιπρόθεσμες.

Οι οργανισμοί χρειάζονται επίπεδα ρευστότητας αρκετά υψηλά ώστε να εκπληρώνουν τις ταμειακές τους υποχρεώσεις και αρκετά χαμηλά ώστε να επωφεληθούν από τυχόν επενδυτικές ευκαιρίες. Καθώς οι πηγές χρηματοδότησης γίνονται όλο και πιο ασταθείς και δαπανηρές, η ενεργός διαχείριση του κινδύνου ρευστότητας επιτρέπει στους οργανισμούς να διατηρήσουν προβάδισμα έναντι του ανταγωνισμού.

Ο κίνδυνος ρευστότητας είναι ένας πολύ σημαντικός κίνδυνος καθώς είναι δυνατόν να οδηγήσει ακόμα και ακραίες συνέπειες όπως είναι η χρεοκοπία. Για αυτό και θα πρέπει να αντιμετωπιστεί και να διαχειριστεί με τον πλέον αποτελεσματικό τρόπο.

Οι εξελίξεις που περιεγράφηκαν στην ανάλυση του μακροοικονομικού περιβάλλοντος, καθώς και η αστάθεια του ελληνικού τραπεζικού τομέα δημιουργούν μια αβέβαιη οικονομική κατάσταση στην Ελλάδα η οποία ενδέχεται να επηρεάσει την ρευστότητα της Εταιρείας.

Το μεγαλύτερο μέρος του δανεισμού αφορά μακροπρόθεσμα δάνεια των οποίων η μέση ληκτότητα είναι περί τα 4 έτη. Επιπροσθέτως, το γεγονός ότι η Εταιρεία εξάγει το μεγαλύτερο μέρος της παραγωγής της αντισταθμίζει σημαντικά την τρέχουσα κατάσταση στην Ελλάδα.

Η χρηματοδότηση της Εταιρείας προέρχεται κυρίως από Ελληνικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

Η προσέγγιση που υιοθετεί η Εταιρεία για τη διαχείριση της ρευστότητας είναι να διασφαλίζει, μέσω διακράτησης των απολύτως αναγκαίων ταμιακών διαθεσίμων και επαρκών πιστωτικών ορίων από τις συνεργαζόμενες τράπεζες, ότι θα έχει ρευστότητα για να εκπληρώνει τις υποχρεώσεις της όταν αυτές λήγουν, κάτω από συνήθεις αλλά και δύσκολες συνθήκες, χωρίς να υφίσταται μη αποδεκτές ζημιές ή να διακινδυνεύεται η φήμη της. Παράλληλα για την αποφυγή των κινδύνων ρευστότητας διενεργεί πρόβλεψη ταμειακών ροών για περίοδο έτους κατά την σύνταξη του ετήσιου προϋπολογισμού, και μηνιαία κυλιόμενη πρόβλεψη τριών μηνών έτσι ώστε να εξασφαλίζει ότι διαθέτει αρκετά διαθέσιμα για να καλύψει τις λειτουργικές της ανάγκες.

Η Εταιρεία έχει άμεση πρόσβαση σε πηγές χρηματοδότησης και ιστορικά προβαίνει σε αναχρηματοδότηση των βραχυπρόθεσμων δανειακών υποχρεώσεών της. Η

Εταιρεία εκτιμά ότι η αναχρηματοδότηση του βραχυπρόθεσμου δανεισμού της θα συνεχιστεί και στο μέλλον όπως και στο παρελθόν εάν αυτό κριθεί αναγκαίο.

7.3.3 Πιστωτικός κίνδυνος²⁶

Πιστωτικός κίνδυνος είναι ο κίνδυνος ζημίας της Εταιρείας σε περίπτωση που ένας πελάτης ή τρίτος σε συναλλαγή χρηματοοικονομικού μέσου δεν εκπληρώσει τις συμβατικές του υποχρεώσεις και σχετίζεται κατά κύριο λόγο με τις απαιτήσεις από πελάτες (Ζοπουνίδης και Λεμονάκης, 2009). Πιστωτικός κίνδυνος υπάρχει και στα διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα, στις επενδύσεις και στις συμβάσεις χρηματοοικονομικών παραγώγων.

Η έκθεση της Εταιρείας σε πιστωτικό κίνδυνο επηρεάζεται κυρίως από τα χαρακτηριστικά κάθε πελάτη. Τα δημογραφικά στοιχεία της πελατειακής βάσης της Εταιρείας, συμπεριλαμβανομένου του κινδύνου αθέτησης πληρωμών που χαρακτηρίζει τη συγκεκριμένη αγορά και τη χώρα στην οποία λειτουργούν οι πελάτες, επηρεάζουν λιγότερο τον πιστωτικό κίνδυνο καθώς δεν παρατηρείται γεωγραφική συγκέντρωση πιστωτικού κινδύνου.

Το Διοικητικό Συμβούλιο έχει θέσει μια πιστωτική πολιτική, βάσει της οποίας κάθε νέος πελάτης εξετάζεται σε ατομική βάση για την πιστοληπτική του ικανότητα πριν του προταθούν οι συνήθεις όροι πληρωμών. Πιστωτικά όρια ορίζονται για κάθε πελάτη, τα οποία επανεξετάζονται ανάλογα με τις τρέχουσες συνθήκες και αναπροσαρμόζονται, αν απαιτηθεί, οι όροι πωλήσεων και εισπράξεων. Τα πιστωτικά όρια των πελατών κατά κανόνα καθορίζονται με βάση τα ασφαλιστικά όρια που λαμβάνονται για αυτούς από τις ασφαλιστικές εταιρείες και εν συνεχεία διενεργείται ασφάλιση των απαιτήσεων βάσει των ορίων αυτών.

Κατά την παρακολούθηση του πιστωτικού κινδύνου των πελατών, οι πελάτες ομαδοποιούνται ανάλογα με τα πιστωτικά χαρακτηριστικά τους, τα χαρακτηριστικά ενηλικίωσης των απαιτήσεων τους και τα τυχόν προηγούμενα προβλήματα εισπραξιμότητας που έχουν επιδείξει. Οι πελάτες και οι λοιπές απαιτήσεις περιλαμβάνουν κυρίως πελάτες χονδρικής της Εταιρείας. Οι πελάτες που χαρακτηρίζονται ως «υψηλού ρίσκου» τοποθετούνται σε ειδική κατάσταση πελατών και μελλοντικές πωλήσεις πρέπει να προεισπράττονται. Ανάλογα με το ιστορικό του πελάτη και την ιδιότητα του, η Εταιρεία για την εξασφάλιση των απαιτήσεων του ζητά, όπου

²⁶ Ετήσια οικονομική έκθεση ΣΙΑΕΝΟΡ 2019

αυτό είναι δυνατό, εμπράγματα ή άλλες εξασφαλίσεις (π.χ. εγγυητικές επιστολές).

Η Εταιρεία καταχωρεί πρόβλεψη απομείωσης που αντιπροσωπεύει την επιμέτρηση των ζημιών και αναμενόμενων ζημιών για ζημίες σε σχέση με τους πελάτες, τις λοιπές απαιτήσεις και τις επενδύσεις σε χρεόγραφα. Η πρόβλεψη αυτή αποτελείται κυρίως από ζημίες απομείωσης συγκεκριμένων απαιτήσεων και εκτιμώνται βάσει των δεδομένων συνθηκών ότι θα πραγματοποιηθούν αλλά δεν έχουν ακόμα οριστικοποιηθεί, καθώς και από τη πρόβλεψη για τις αναμενόμενες πιστωτικές ζημίες σύμφωνα με τη μελέτη της Εταιρείας που θεσπίστηκε για την εφαρμογή του Δ.Π.Χ.Α. 9.

Τα ταμειακά διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα θεωρούνται επίσης στοιχεία με υψηλό πιστωτικό κίνδυνο, καθώς οι τρέχουσες μακροοικονομικές συνθήκες στην Ελλάδα ασκούν σημαντική πίεση στις εγχώριες τράπεζες.

7.3.4 Κίνδυνος επιτοκίων

Η Εταιρεία χρηματοδοτεί τις επενδύσεις της καθώς και τις ανάγκες της σε κεφάλαια κίνησης μέσω τραπεζικού δανεισμού και ομολογιακών δανείων, με αποτέλεσμα να επιβαρύνει τα αποτελέσματά της με χρεωστικούς τόκους. Αυξητικές τάσεις στα επιτόκια θα έχουν αρνητική επίπτωση στα αποτελέσματα καθώς η Εταιρεία θα επιβαρύνεται με επιπλέον κόστος δανεισμού.

Ο κίνδυνος επιτοκίων μετριάζεται καθώς μέρος του δανεισμού της Εταιρείας είναι με σταθερά επιτόκια, είτε άμεσα, είτε έμμεσα με τη χρήση χρηματοοικονομικών εργαλείων (συμβάσεις ανταλλαγής επιτοκίων).

7.3.5 Συναλλαγματικός κίνδυνος

Η Εταιρεία δραστηριοποιείται στην Ευρώπη και συνεπώς το μεγαλύτερο μέρος των συναλλαγών της διεξάγεται σε Ευρώ. Μέρος όμως των αγορών εμπορευμάτων της εταιρείας γίνεται σε Δολάριο Αμερικής.

Οι τόκοι των δανείων είναι σε νόμισμα που δε διαφέρει από αυτό των ταμιακών ροών που προκύπτει από τις λειτουργικές δραστηριότητες της Εταιρείας (ευρώ).

Οι επενδύσεις της Εταιρείας σε άλλες θυγατρικές δεν αντισταθμίζονται, διότι αυτές οι συναλλαγματικές θέσεις θεωρούνται ότι είναι μακροχρόνιας φύσης και έχουν πραγματοποιηθεί κυρίως σε ευρώ.

7.3.6 Κίνδυνος διακύμανσης τιμών προϊόντων

Ο σκοπός της διαχείρισης κινδύνου από τις συνθήκες της αγοράς είναι να ελέγχει την έκθεση της Εταιρείας στους κινδύνους αυτούς στο πλαίσιο αποδεκτών παραμέτρων, με παράλληλη βελτιστοποίηση των αποδόσεων.

Ο κυριότερος κίνδυνος της αγοράς συνίσταται στον κίνδυνο της μεταβλητότητας

των τιμών των πρώτων υλών (σκραπ) οι οποίες με τη σειρά τους διαμορφώνουν σε σημαντικό βαθμό την τελική τιμή των προϊόντων. Πολιτική της Εταιρείας είναι να παρουσιάζει τα αποθέματα στη χαμηλότερη τιμή μεταξύ της τιμής κόστους κτήσης και καθαρής ρευστοποιήσιμης αξίας. Σε περιόδους διακύμανσης των τιμών τα αποτελέσματα επηρεάζονται από την υποτίμηση της αξίας των αποθεμάτων. Η Εταιρεία προβαίνει σε πράξεις αντιστάθμισης κινδύνου χρησιμοποιώντας παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα όπου είναι διαθέσιμα.

7.3.7 Συμπεράσματα ανάλυσης Κινδύνου

Η Εταιρεία από την παρούσα ανάλυση εκτίθεται σε πιστωτικό κίνδυνο, σε κίνδυνο ρευστότητας και σε κίνδυνο αγοράς. Οι πολιτικές διαχείρισης κινδύνου της Εταιρείας εφαρμόζονται προκειμένου να αναγνωρίζονται και να αναλύονται οι κίνδυνοι που αντιμετωπίζει η Εταιρεία και να τίθενται όρια ανάληψης κινδύνου και να εφαρμόζονται έλεγχοι ως προς αυτά. Οι πολιτικές διαχείρισης κινδύνου και τα σχετικά συστήματα εξετάζονται περιοδικά ώστε να ενσωματώνουν τις αλλαγές που παρατηρούνται στις συνθήκες της αγοράς και στις δραστηριότητες της Εταιρείας.

Η επίβλεψη της τήρησης των πολιτικών και διαδικασιών διαχείρισης κινδύνου έχει ανατεθεί στο τμήμα Εσωτερικού Ελέγχου, το οποίο πραγματοποιεί τακτικούς και έκτακτους ελέγχους σχετικά με την εφαρμογή των διαδικασιών, τα πορίσματα των οποίων γνωστοποιούνται στο Διοικητικό Συμβούλιο.

7.4 Ανάλυση Βάσει Χρηματοοικονομικών Δεικτών

Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες γενικά διακρίνονται σε τέσσερις κατηγορίες:

- Δείκτες Ρευστότητας
- Δείκτες Δραστηριότητας
- Δείκτες Χρέους ή Μόχλευσης
- Δείκτες Κερδοφορίας ή Αποδοτικότητας

Οι δείκτες ρευστότητας, δραστηριότητας και χρέους μετρούν κυρίως τον κίνδυνο, ενώ οι δείκτες κερδοφορίας μετρούν την απόδοση.

Παρακάτω θα υπολογισθούν ορισμένοι από τους παραπάνω δείκτες για την εταιρεία ΣΙΑΕΝΟΡ και θα επιχειρηθεί να εξαχθούν συμπεράσματα για την πορεία της εταιρείας. Ως βάση υπολογισμού των δεικτών θα χρησιμοποιηθούν οι οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας όπως αυτές παρουσιάζονται στο παράτημα που ακολουθεί.

7.4.1 Δείκτες Ρευστότητας

Οι δείκτες ρευστότητας φανερώνουν την ικανότητα μιας επιχείρησης να πληρώσει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Ο όρος ρευστότητα ορίζεται ως η ταχύτητα με την

οποία μπορεί ένα στοιχείο να μετατραπεί σε ρευστό (χρήμα) χωρίς απώλειες. Το χρήμα έχει ρευστότητα 100%. Οι τρεις βασικοί δείκτες ρευστότητας είναι:

- Δείκτης γενικής ρευστότητας – ΔΓΡ (Current Ratio)
- Δείκτης άμεσης ρευστότητας – ΔΑΡ (Quick Ratio)
- Καθαρό κεφάλαιο Κίνησης (ΚΚΚ)
- Δείκτης Μετρητών (cash ratio)

7.4.1.1 Δείκτης Γενικής Ρευστότητας – ΔΓΡ (Current Ratio)

Ο δείκτης γενικής ή έμμεσης ρευστότητας (ΔΓΡ) εκφράζει την ικανότητα της επιχείρησης να μετατρέψει το κυκλοφορούν ενεργητικό σε μετρητά για να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Το μειονέκτημα του δείκτη αυτού είναι ότι τα διάφορα στοιχεία που συνθέτουν το κυκλοφορούν ενεργητικό δεν έχουν όλα τον ίδιο βαθμό ρευστότητας. Δεδομένου αυτού του μειονεκτήματος θα πρέπει να είμαστε προσεκτικοί όταν συγκρίνουμε εταιρίες με βάση του ΔΓΡ. Ο δείκτης εκφράζεται ως ακολούθως(Νούλας, 2020):

$$\Delta\Gamma\rho = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

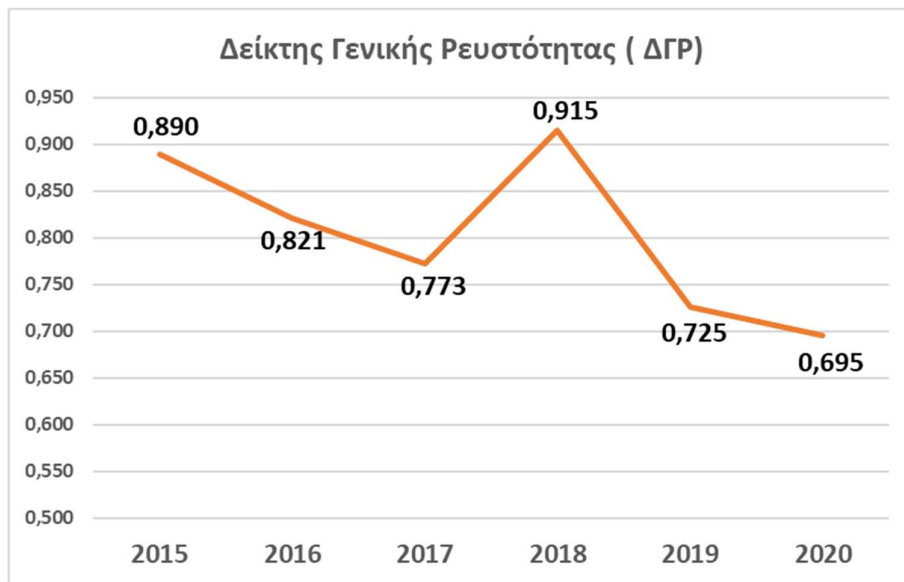
Κυκλοφορούν Ενεργητικό = Αποθέματα + Απαιτήσεις + Χρεόγραφα + Διαθέσιμα + Μεταβατικοί Λογαριασμοί Ενεργητικού

Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις = Βραχυπρόθεσμο Παθητικό + Μεταβατικοί Λογαριασμοί Παθητικού

Στον αριθμητή του κλάσματος περιλαμβάνονται τα μετρητά και τα ισοδύναμα μετρητών που έχει στη διάθεση της η επιχείρηση, οι απαιτήσεις και τα αποθέματα και οι προκαταβολές των προμηθευτών. Στον παρονομαστή περιλαμβάνονται κυρίως πληρωτέοι λογαριασμοί και γραμμάτια, βραχυπρόθεσμοι δανεισμοί και πληρωτέοι φόροι (Λαζαρίδης και Παπαδόπουλος, 2010).

Πίνακας 9: Δείκτης Γενικής Ρευστότητας ΣΙΑΕΝΟΡ

2015	2016	2017	2018	2019	2020
156.094.332	149.001.847	169.149.678	194.185.645	146.448.052	149.332.808
=0,890	=0,821	=0,773	=0,915	=0,725	=0,695
175.447.907	181.475.383	218.911.452	212.298.362	201.926.869	214.821.425



Βλέπουμε ότι ο δείκτης γενικής ρευστότητας της εταιρείας παραμένει μικρότερος της μονάδας την τελευταία εξαετία. Αυτό σημαίνει ότι το κυκλοφορούν ενεργητικό δεν μπορεί να καλύψει της βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις

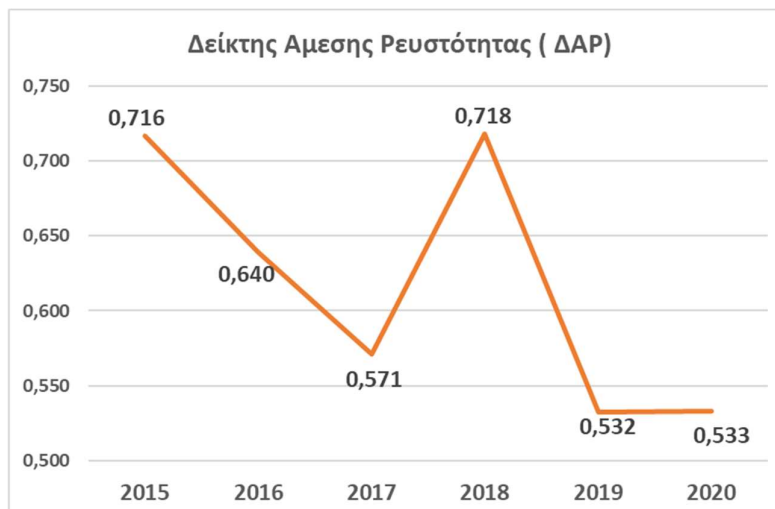
7.4.1.2 Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας ΔΑΡ (Quick Ratio)

Ο δείκτης άμεσης ρευστότητας προσπαθεί να λύσει το πρόβλημα του προηγούμενου δείκτη. Ο δείκτης άμεσης ρευστότητας εκφράζεται ως ακολούθως (Νούλας, 2020):

$$\Delta\text{AP} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό} - \text{Αποθέματα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Πίνακας 10: Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας ΣΙΑΕΝΟΡ

2015	2016	2017	2018	2019	2020
$\frac{125.677.728}{175.447.907} = 0,716$	$\frac{116.073.272}{181.475.383} = 0,640$	$\frac{124.991.034}{218.911.452} = 0,571$	$\frac{152.404.308}{212.298.362} = 0,718$	$\frac{107.479.349}{201.926.869} = 0,532$	$\frac{114.544.112}{214.821.425} = 0,533$



Παρατηρούμε ότι ο δείκτης άμεσης ρευστότητας είναι αρκετά χαμηλότερος της μονάδας. Αυτό αποδεικνύει το πρόβλημα ρευστότητας που αντιμετωπίζει η εταιρία.

7.4.1.3 Δείκτης Μετρητών (Cash ratio)

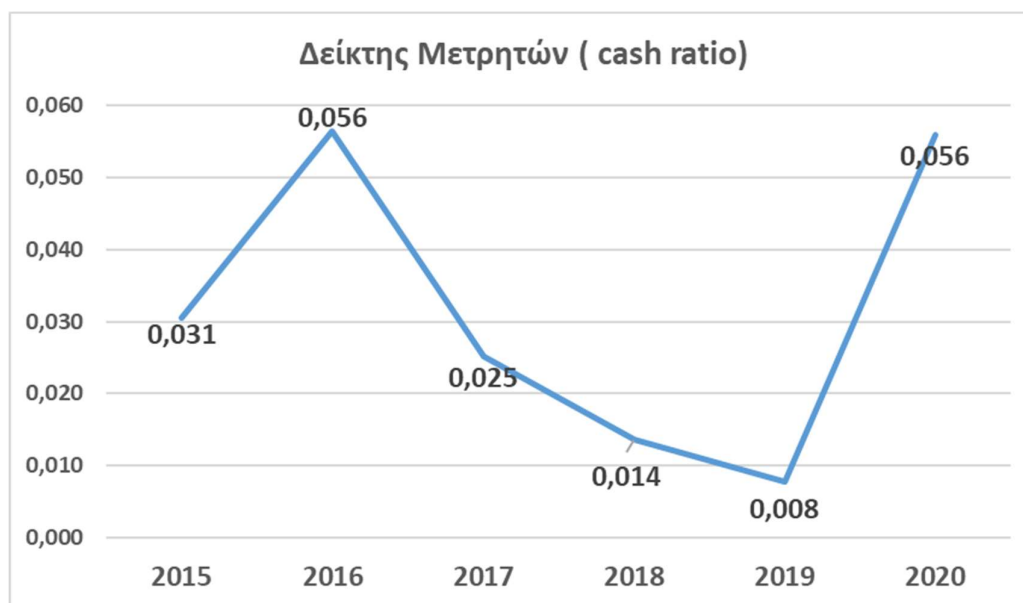
Ο δείκτης αυτός μετράει τον βαθμό ρευστότητας των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων. Λαμβάνει τιμές μεταξύ του μηδενός και την μονάδας. Εάν η τιμή πλησιάζει προς την μονάδα, αυτό σημαίνει ότι η επιχείρηση έχει υψηλό βαθμό ταμειακής ρευστότητας (Ευθύμογλου και Λαζαρίδης, 2010). Ο δείκτης μετρητών εκφράζεται ως ακολούθως:

$$\Delta M = \frac{\text{Ταμειακά Διαθέσιμα}}{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικού}}$$

Στην περίπτωση της εταιρείας ΣΙΔΕΝΟΡ ο δείκτης Μετρητών είναι:

Πίνακας 11: Δείκτης Μετρητών ΣΙΔΕΝΟΡ

2015	2016	2017	2018	2019	2020
$\frac{4.767.718}{156.094.332} = 0,031$	$\frac{8.410.934}{149.001.847} = 0,056$	$\frac{4.265.046}{169.149.678} = 0,025$	$\frac{2.636.347}{194.185.645} = 0,014$	$\frac{1.123.298}{146.448.052} = 0,008$	$\frac{8.351.241}{149.332.808} = 0,056$



Ο δείκτης μετρητών είναι γενικά πιο συντηρητικός όσον αφορά την ικανότητα μιας εταιρείας να καλύπτει τις υποχρεώσεις της σε σχέση με άλλους δείκτες ρευστότητας, διότι άλλα περιουσιακά στοιχεία, συμπεριλαμβανομένων και των εισπρακτέων λογαριασμών παραμένουν εκτός εξίσωσης. Στην περίπτωση της ΣΙΔΕΝΟΡ ο δείκτης ρευστότητας είναι αρκετά μικρός γεγονός που αναδεικνύει και το πρόβλημα ρευστότητας που έχει η εταιρεία. Παρατηρούμε όμως ότι τα ταμειακά διαθέσιμα την τελευταία χρονιά είναι από τα υψηλότερα της τελευταίας εξαετίας. Το γεγονός όμως ότι οι εμπορικές και λοιπές απαιτήσεις είναι πολύ μεγάλες (105.997.453 ευρώ) οδηγεί στην διαμόρφωση

αυτού του δείκτη σε πολύ χαμηλά επίπεδα.

7.4.2 Δείκτες Δραστηριότητας

Οι δείκτες δραστηριότητας μετρούν την ταχύτητα με την οποία διάφορα περιουσιακά στοιχεία μπορούν να μετατραπούν σε μετρητά ή πωλήσεις.

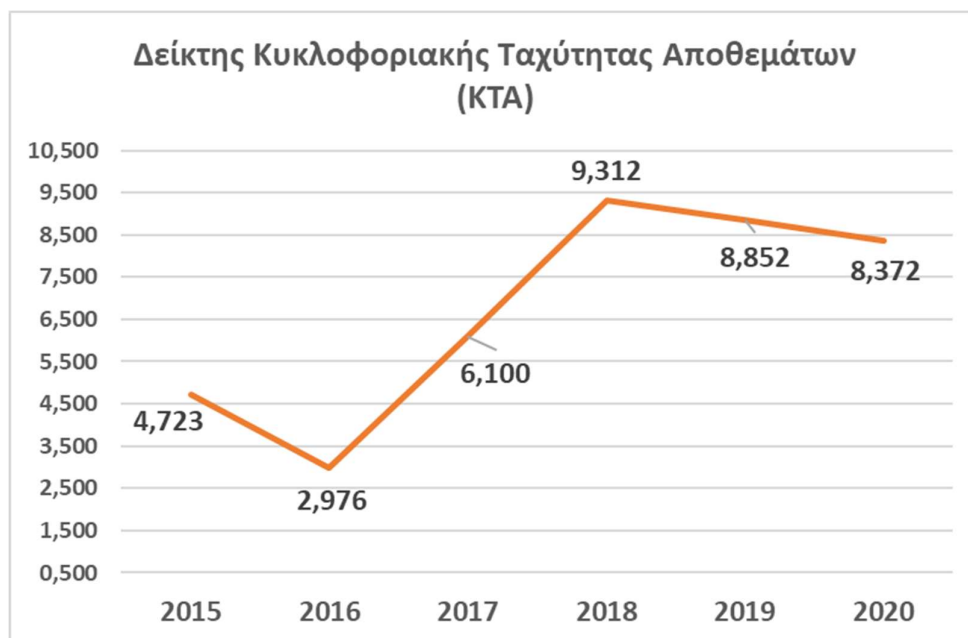
7.4.2.1 Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων (ΚΤΑ)

Ο δείκτης αυτός δείχνει πόσες φορές τον χρόνο τα αποθέματα μετατρέπονται σε πωλήσεις. Ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων εκφράζεται ως ακολούθως (Νούλας 2020):

$$\text{ΚΤΑ} = \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Αποθέματα}}$$

Πίνακας 12: Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων ΣΙΑΕΝΟΡ

2015	2016	2017	2018	2019	2020
$\frac{143.650.800}{30.416.604} = 4,723$	$\frac{98.001.177}{32.928.575} = 2,976$	$\frac{269.365.150}{44.158.644} = 6,100$	$\frac{389.065.935}{41.781.337} = 9,312$	$\frac{344.969.075}{38.968.703} = 8,852$	$\frac{291.244.454}{34.788.696} = 8,372$



Παρατηρούμε τον πολύ μικρό δείκτη ΚΤΑ το 2016 που οφείλεται στην μεγάλη μείωση των πωλήσεων εκείνη την χρονιά, αποτέλεσμα της μεγάλης οικονομικής κρίσης στην χώρα εκείνη την περίοδο. Από το 2017 φαίνεται μια ραγδαία αύξηση των πωλήσεων που οδηγεί και σε αύξηση του δείκτη. Παρόλα αυτά φαίνεται μια μείωση των πωλήσεων την τελευταία χρονιά η οποία οδήγησε σε πτώση του δείκτη. Ταυτόχρονα φαίνεται ότι γίνεται μια προσπάθεια μείωσης των αποθεμάτων από το 2017 και έπειτα.

7.4.2.2 Μέση Περίοδος Είσπραξης Απαιτήσεων (ΜΠΕΑ)

Η ΜΠΕΑ δίνει τον μέσο όρο ημερών εντός των οποίων η εταιρεία εισπράττει τις απαιτήσεις και βρίσκεται από την ακόλουθη σχέση:

$$\text{ΜΠΕΑ} = \frac{\text{Απαιτήσεις} \times 360}{\text{Ετήσιες Πωλήσεις}}$$

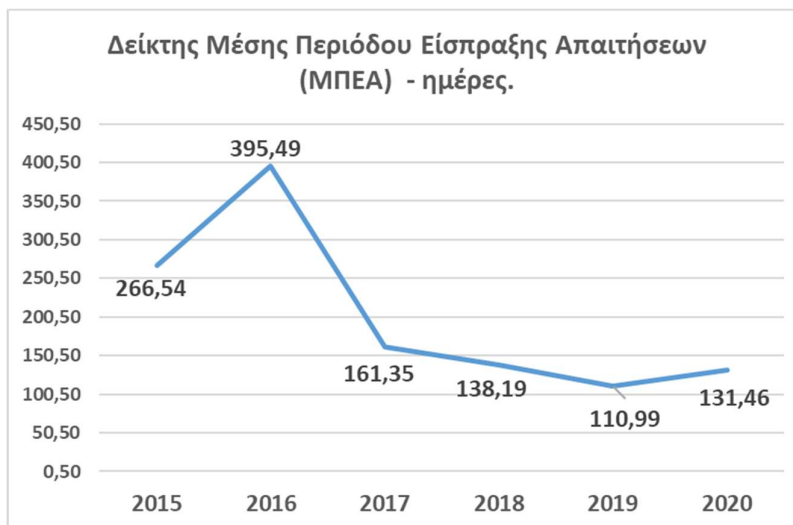
Όσο μικρότερη είναι η μέση περίοδος είσπραξης των απαιτήσεων, τόσο καλύτερη είναι η ρευστότητα και η κερδοφορία της επιχείρησης. Για την πληρέστερη αξιοποίηση αυτού του δείκτη οι αναλυτές θα πρέπει επίσης να γνωρίζουν:

- Τι ποσοστό των απαιτήσεων έχει καταστεί επισφαλές.
- Ποιοι είναι οι κύριοι πελάτες της επιχείρησης.
- Τι ποσοστό των απαιτήσεων είναι εγγυημένο.
- Ποια είναι η κατανομή της χρονικής διάρκειας των απαιτήσεων.

Στην περίπτωση της εταιρείας ΣΙΑΔΕΝΟΡ ο δείκτης ΜΠΕΑ είναι:

Πίνακας 13: Δείκτης Μέσης Περιόδου Είσπραξης Απαιτήσεων ΣΙΑΔΕΝΟΡ

2015	2016	2017	2018	2019	2020
$\frac{120.910.010 \times 360}{143.650.800} = 266,54$	$\frac{107.662.337 \times 360}{98.001.177} = 395,49$	$\frac{120.725.988 \times 360}{269.365.150} = 161,35$	$\frac{149.349.209 \times 360}{389.065.935} = 138,19$	$\frac{106.356.051 \times 360}{344.969.075} = 110,99$	$\frac{105.997.453 \times 360}{291.244.454} = 131,46$



Το σοβαρό πρόβλημα ρευστότητας που αντιμετωπίζει η εταιρεία φαίνεται και από την πορεία του παραπάνω δείκτη. Το 2016 η μέση περίοδος είσπραξης των απαιτήσεων είχε φτάσει τις 395 ημέρες. Από εκείνη την χρονιά και μετά φαίνεται μια αποκλιμάκωση του φαινομένου και το 2020 η μέση περίοδος είσπραξης των απαιτήσεων έπεσε στις 131 ημέρες. Ο μεγάλος χρόνος είσπραξης των απαιτήσεων οδηγεί σε μειωμένη ρευστότητα και σε υψηλές απαιτήσεις σε κεφάλαιο κίνησης.

7.4.2.3 Δείκτης Συνολικής Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού (ΣΚΕ)

Ο δείκτης αυτός δείχνει πόσο αποτελεσματικά μια επιχείρηση χρησιμοποιεί όλα τα περιουσιακά της στοιχεία για να πραγματοποιήσει πωλήσεις και υπολογίζεται ως ακολούθως:

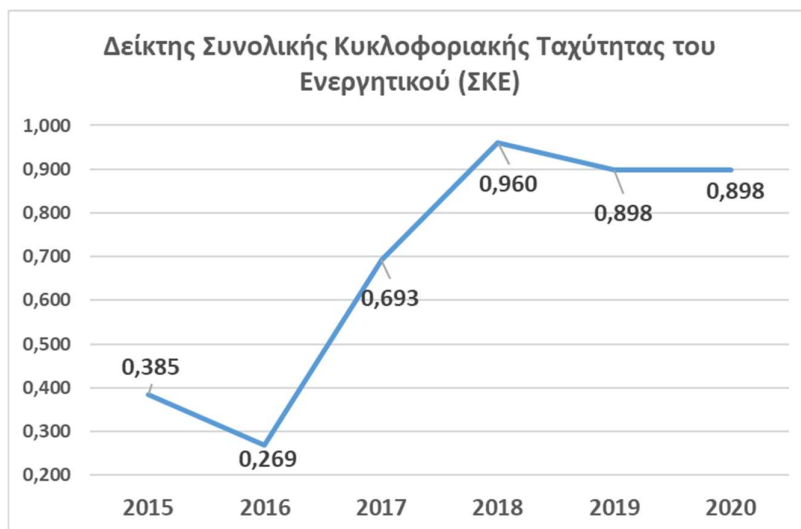
$$\text{ΣΚΕ} = \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Ενεργητικό}}$$

Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης, τόσο μεγαλύτερη είναι η αποτελεσματικότητα της επιχείρησης.

Στην περίπτωση της εταιρείας ΣΙΑΕΝΟΡ ο δείκτης ΣΚΕ είναι:

Πίνακας 14: Δείκτης Συνολικής Κυκλοφοριακής Ταχύτητας του Ενεργητικού ΣΙΑΕΝΟΡ

2015	2016	2017	2018	2019	2020
$\frac{143.650.800}{372.748.280} = 0,385$	$\frac{98.001.177}{364.726.240} = 0,269$	$\frac{269.365.150}{388.872.181} = 0,693$	$\frac{389.065.935}{405.436.540} = 0,96$	$\frac{344.969.075}{384.279.653} = 0,898$	$\frac{291.244.454}{387.947.193} = 0,898$



Η πολύ μικρή κυκλοφοριακή ταχύτητα του ενεργητικού το 2016 οφείλεται στην συρρίκνωση των πωλήσεων. Αντίθετα, με την αύξηση των πωλήσεων τα τελευταία χρόνια ο δείκτης αυτός βελτιώνεται.

7.4.3 Δείκτες Χρέους

Τα κεφάλαια μιας επιχείρησης προέρχονται είτε από τους ιδιοκτήτες της είτε από τους πιστωτές της. Οι δείκτες χρέους συνεπώς δίνουν πληροφόρηση για:

- Την ικανότητα της επιχείρησης να ικανοποιεί τις υποχρεώσεις της προς τους πιστωτές.
- Τα αναμενόμενα κέρδη που προέρχονται από την χρήση ξένων κεφαλαίων.
- Τον βαθμό ελέγχου που έχουν οι ιδιοκτήτες της επιχείρησης.

7.4.3.1 Δείκτης συνολικής Δανειακής Επιβάρυνσης (ΔΧ)

Ο δείκτης συνολικής δανειακής επιβάρυνσης ή δείκτης χρέους (ΔΧ) όπως επίσης ονομάζεται, μετρά το σύνολο των υποχρεώσεων (ξένα κεφάλαια) ως ποσοστό του συνολικού ενεργητικού που έχει χρηματοδοτηθεί μέσω των πιστωτών της εταιρίας. (Νούλας, 2020).

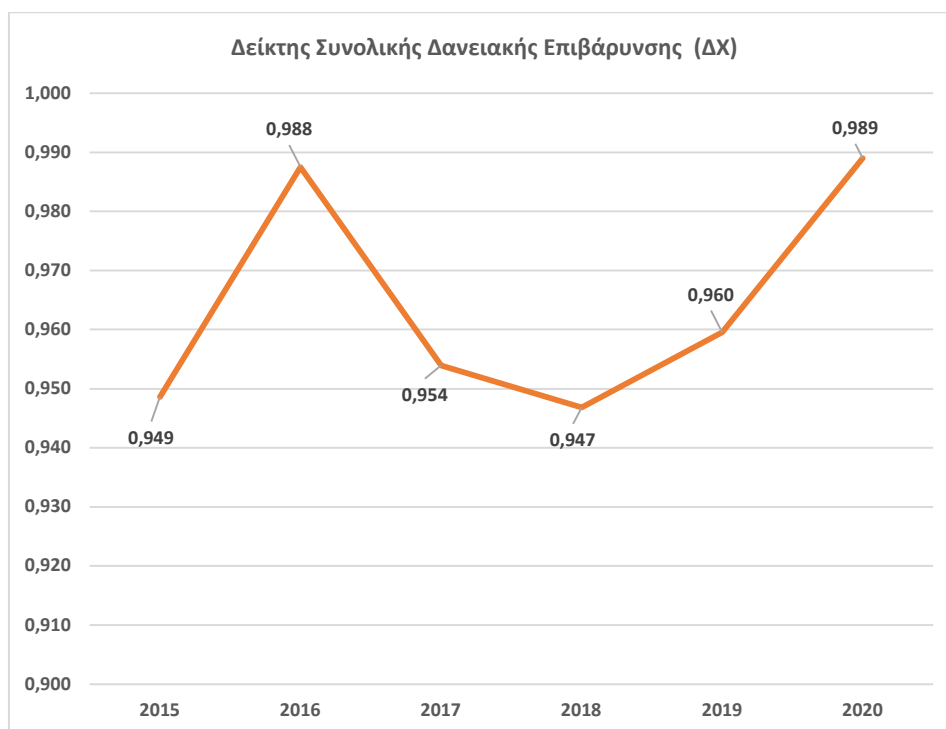
Ο δείκτης κυμαίνεται μεταξύ 0 και 1. Μια τιμή ίση με 0,5 θεωρείται μια καλή τιμή αφού η αγορά πιστεύει ότι τα ίδια κεφάλαια πρέπει να είναι τουλάχιστον ίσα με τα ξένα κεφάλαια. Μια τιμή του δείκτη μικρότερη του 0,5 δηλώνει ικανότητα δανεισμού και εξασφάλισης πιστωτών. Μια τιμή του δείκτη μεγαλύτερη του 0,5 δηλώνει γενικά περιορισμένη δανειοληπτική ικανότητα. (Νούλας, 2020).

Υπολογίζεται ως εξής:

$$\Delta X = \frac{\text{Σύνολο Υποχρεώσεων}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Πίνακας 15: Δείκτης Συνολικής Δανειακής Επιβάρυνσης ΣΙΑΕΝΟΡ

2015	2016	2017	2018	2019	2020
$\frac{353.596.025}{372.748.280} = 0,949$	$\frac{360.171.969}{364.726.240} = 0,988$	$\frac{370.952.031}{388.872.181} = 0,954$	$\frac{383.866.259}{405.436.540} = 0,947$	$\frac{368.736.072}{384.279.653} = 0,960$	$\frac{383.697.043}{387.947.193} = 0,989$



Η δύσκολη δανειοληπτική ικανότητα που αντιμετωπίζουν το πλήθος των Ελληνικών εταιρειών τα τελευταία χρόνια δυσχεραίνεται περαιτέρω και από τον δείκτη χρέους της εταιρείας. Ο δείκτης χρέους κυμαίνεται σε αρκετά υψηλά επίπεδα τα τελευταία χρόνια.

7.4.3.2 Δείκτης Χρέος προς Ίδια Κεφάλαια – ΔΧΙΚ (Debt-equity ratio)

Ο δείκτης αυτός είναι ίσος με το χρέος προς ίδια κεφάλαια. Μετράει τις συνολικές υποχρεώσεις (χρέος) ως ποσοστό των ιδίων κεφαλαίων και εκφράζεται ως ακολούθως:

$$\text{Δείκτης Χρέος προς Ίδια Κεφάλαια} = \frac{\text{Σύνολο Υποχρεώσεων}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

Όσο μεγαλύτερος είναι αυτός ο δείκτης, τόσο μεγαλύτερη είναι η χρηματοοικονομική μόγλευση και ο κίνδυνος.

Από τα στοιχεία της τελευταίας εξαετίας για την εταιρεία ΣΙΔΕΝΟΡ, ο δείκτης αυτός διαμορφώνεται ως ακολούθως:

Πίνακας 16: Δείκτης Χρέους προς Ίδια Κεφάλαια ΣΙΔΕΝΟΡ

2015	2016	2017	2018	2019	2020
$\frac{353.596.025}{19.152.255} = 18,46$	$\frac{360.171.969}{4.554.271} = 79,08$	$\frac{370.952.031}{17.920.150} = 20,70$	$\frac{383.866.259}{21.570.281} = 17,796$	$\frac{368.736.072}{15.543.581} = 23,72$	$\frac{383.697.043}{4.250.150} = 90,28$



Η εκτίναξη του παραπάνω δείκτη οφείλεται στην συρρίκνωση των ιδίων κεφαλαίων. Τα ίδια κεφάλαια το 2020 είναι στο μικρότερο επίπεδο των τελευταίων χρόνων.

7.4.4 Δείκτες Κερδοφορίας

Οι δείκτες κερδοφορίας μετρούν την επιτυχία της επιχείρησης να δημιουργεί κέρδη από τις πωλήσεις και τις επενδύσεις που πραγματοποιεί. (Νούλας, 2020).

7.4.4.1 Μικτό Περιθώριο Κέρδους (Gross Profit Margin)

Το μικτό περιθώριο κέρδους(ΜΠΚ) δείχνει το ποσοστό των εσόδων που απομένει στην

επιχείρηση αφού έχει πληρώσει το κόστος προϊόντων και υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{ΜΠΚ} = \frac{\text{Πωλήσεις} - \text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Πωλήσεις}}$$

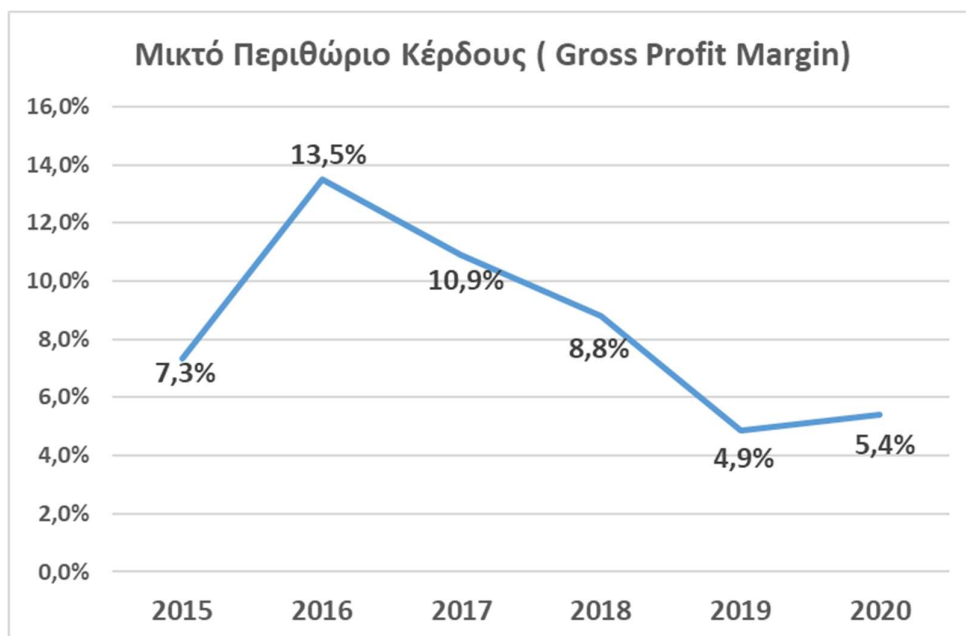
Όσο υψηλότερος είναι ο δείκτης, τόσο το καλύτερο για την επιχείρηση.

Η αξιολόγηση και η ερμηνεία αυτού του δείκτη πρέπει να γίνεται με μεγάλη προσοχή καθώς επηρεάζεται από την τιμή πώλησης, από τον όγκο των πωλήσεων και από το κόστος παραγωγής.

Για την εταιρεία ΣΙΔΕΝΟΡ ο δείκτης αυτός διαμορφώνεται ως ακολούθως:

Πίνακας 17: Ποσοστό Μικτού Κέρδους ΣΙΔΕΝΟΡ

2015	2016	2017	2018	2019	2020
$\frac{10.533.313}{143.650.800} = 7,3\%$	$\frac{13.217.712}{98.001.177} = 13,5\%$	$\frac{29.346.946}{269.365.150} = 10,9\%$	$\frac{34.243.137}{389.065.935} = 8,8\%$	$\frac{16.733.282}{344.969.075} = 4,9\%$	$\frac{15.727.865}{291.244.454} = 5,4\%$



Το μικτό κέρδος για το 2020 ήταν 5,4%, ή διαφορετικά για κάθε ένα ευρώ πωλήσεων το μικτό κέρδος ήταν 0,054 €. Η αύξηση του δείκτη σε σχέση με το 2019 οφείλεται στην αύξηση των τιμών πώλησης.

7.4.4.2 Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων – ROE (Return on Equity)

Ο δείκτης απόδοσης Ιδίων κεφαλαίων (ROE), μετρά την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων και υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Ίδια κεφάλαια}}$$

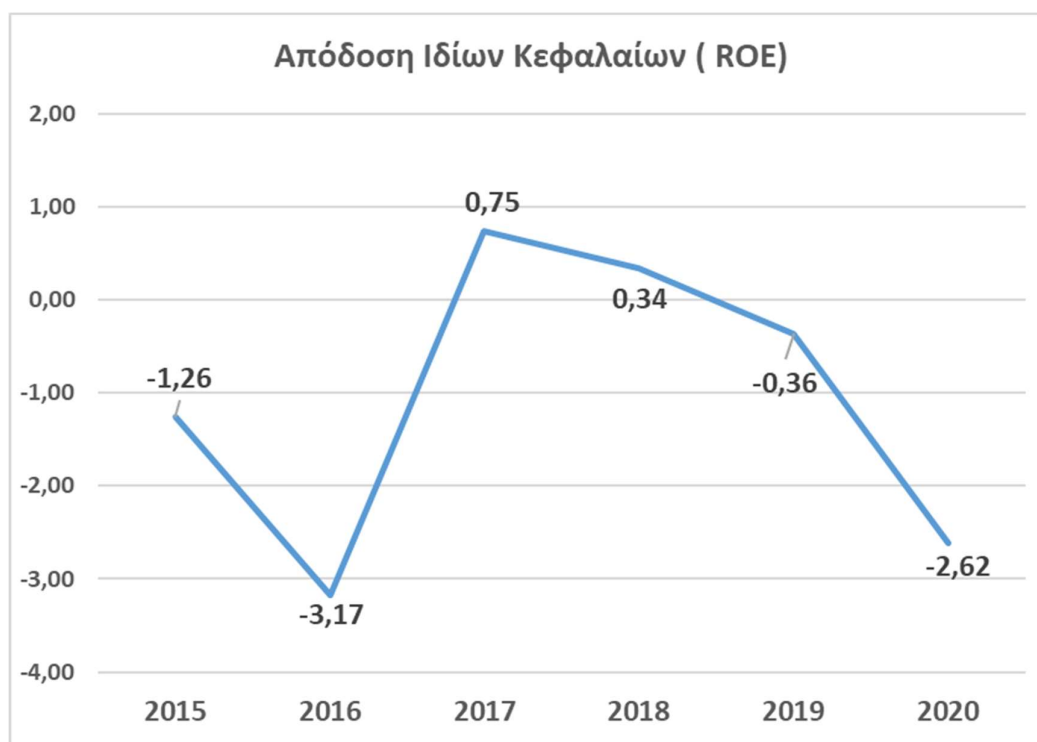
Ο παραπάνω δείκτης είναι σημαντικός για τους μετόχους, καθώς ο σκοπός μιας

επιχείρησης είναι να μεγιστοποιήσει τον πλούτο των μετόχων. Εάν ο δείκτης είναι χαμηλός σε σχέση με τον δείκτη άλλων επιχειρήσεων, τότε μειώνονται οι δυνατότητες της επιχείρησης να αντλήσει νέα κεφάλαια.

Για την εταιρεία ΣΙΔΕΝΟΡ ο δείκτης ROE την τελευταία πενταετία διαμορφώνεται ως ακολούθως:

Πίνακας 18: Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων ΣΙΔΕΝΟΡ

2015	2016	2017	2018	2019	2020
$\frac{-24.161.769}{19.152.255} = -1,26$	$\frac{-14.435.399}{4.554.271} = -3,17$	$\frac{13.365.184}{17.920.150} = 0,75$	$\frac{7.373.091}{21.570.281} = 0,34$	$\frac{-5.663.454}{15.543.581} = -0,36$	$\frac{-11.136.730}{4.250.150} = -2,62$



Ο δείκτης είναι αρνητικός τις δύο τελευταίες χρονιές, διότι υπάρχουν ζημιές στο αποτέλεσμα. Επίσης λόγω της συρρίκνωσης των ιδίων κεφαλαίων ο δείκτης έχει επιδεινωθεί ιδιαίτερα το 2020.

7.4.4.3 Απόδοση Ενεργητικού (ROA)

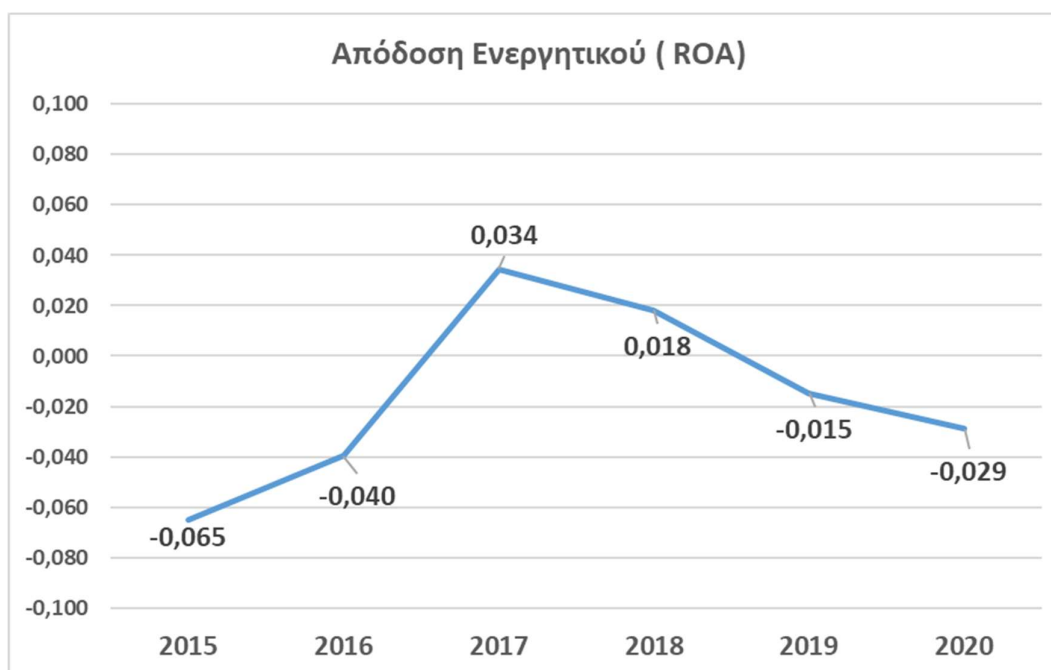
Ο δείκτης ROA υπολογίζει το κατά πόσο η διοίκηση της εταιρείας είναι ικανή να χρησιμοποιήσει τους πόρους της εταιρείας έτσι ώστε να πραγματοποιήσει κέρδη και υπολογίζεται με τον παρακάτω τύπο:

$$ROA = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Για την εταιρεία ΣΙΔΕΝΟΡ ο δείκτης ROA την τελευταία εξαετία διαμορφώνεται ως ακολούθως:

Πίνακας 19: Απόδοση Ενεργητικού ΣΙΔΕΝΟΡ

2015	2016	2017	2018	2019	2020
$\frac{-24.161.769}{372.748.280} = -0,065$	$\frac{-14.435.399}{364.726.240} = -0,04$	$\frac{13.365.184}{388.872.181} = 0,034$	$\frac{7.373.091}{405.436.540} = 0,018$	$\frac{-5.663.454}{384.279.653} = -0,36$	$\frac{-11.136.730}{387.947.193} = -0,029$



Το αρνητικό πρόσημο στον δείκτη οφείλεται στο γεγονός ότι υπάρχουν ζημιές. Ο δείκτης έχει μια επιβάρυνση σε σχέση με το 2019 λόγω της αύξησης των ζημιών.

7.4.4.4 Περιθώριο EBITDA (Κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων)

Το EBITDA αποτελεί τον δείκτη κερδοφορίας μιας εταιρείας προ φόρων, χρηματοοικονομικών και αποσβέσεων. Υπολογίζεται με αναμόρφωση των αποσβέσεων στο λειτουργικό κέρδος, όπως αυτό αναφέρεται στις καταστάσεις αποτελεσμάτων χρήσης και στις καταστάσεις ταμειακών ροών.

Το EBITDA για την εταιρεία ΣΙΔΕΝΟΡ διαμορφώνεται ως ακολούθως την τελευταία εξαετία:

Πίνακας 20: EBITDA ΣΙΔΕΝΟΡ

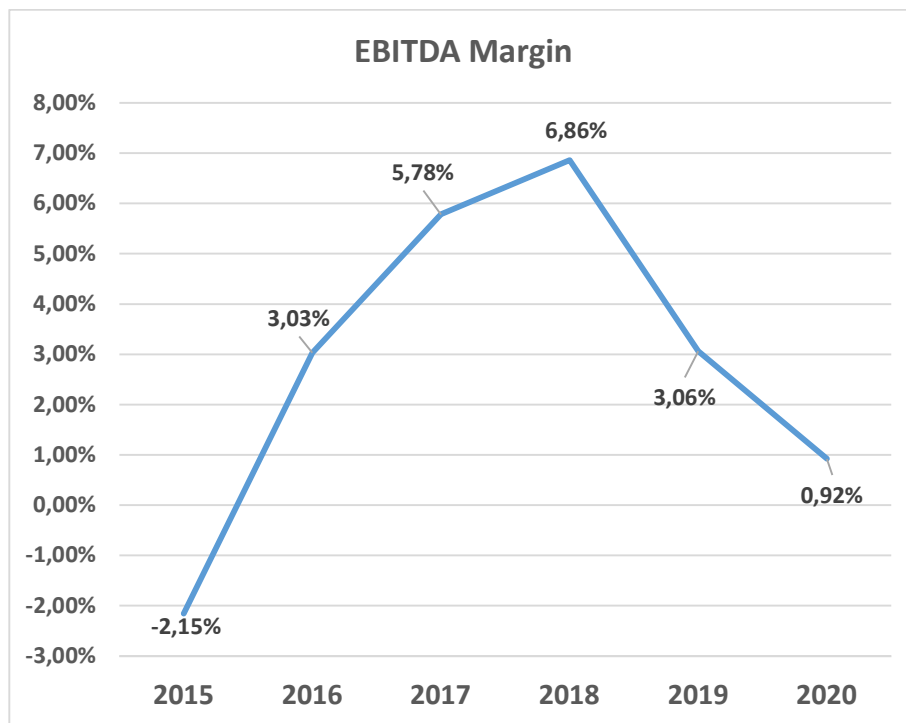
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Λειτουργικό κέρδος / (ζημιά)	-9.257.092	-3.321.755	8.443.230	19.442.956	2.087.133	-1.121.266
Αναμορφώσεις για:						
+ Αποσβέσεις ενσώματων παγίων	6.148.367	6.263.714	7.085.418	7.066.546	7.465.267	2.740.389
+ Αποσβέσεις επενδύσεων σε ακίνητα				139.240	139.240	52.195
+ Αποσβέσεις δικαιωμάτων χρήσης ενσώματων παγίων					925.997	898.705
+ Αποσβέσεις άυλων παγίων	16.921	30.085	49.249	59.561	71.263	119.996
- Αποσβέσεις επιχορηγήσεων					-125.497	
EBITDA	-3.091.803	2.972.044	15.577.898	26.708.303	10.563.403	2.690.019

Ο δείκτης περιθωρίου EBITDA αναφέρεται ως ο λόγος του EBITDA προς τις πωλήσεις:

$$\text{EBITDA Margin \%} = \frac{\text{EBITDA} \times 100}{\text{Σύνολο Πωλήσεων}}$$

Πίνακας 21: EBITDA Margin ΣΙΑΕΝΟΡ

2015	2016	2017	2018	2019	2020
$\frac{-3.091.803}{143.650.800} = -2,15\%$	$\frac{2.972.044}{98.001.177} = 3,03\%$	$\frac{15.577.898}{269.365.150} = 5,78\%$	$\frac{26.708.303}{389.065.935} = 6,86\%$	$\frac{10.563.403}{344.969.075} = 3,06\%$	$\frac{2.690.019}{291.244.454} = 0,92\%$



Η ΣΙΑΕΝΟΡ έχει περάσει σε θετικό EBITDA τα τελευταία χρόνια. Το 2015 βλέπουμε αρνητικό EBITDA, γεγονός που οφείλεται τόσο στις μειωμένες πωλήσεις όσο και στο μειωμένο περιθώριο κέρδους. Η μείωση του EBITDA τα δύο τελευταία χρόνια οφείλεται στην μείωση του λειτουργικού κέρδους της εταιρείας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8: ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ – ΠΑΡΑΔΟΧΕΣ

8.1 Εισαγωγή

Για να μπορέσουμε να προχωρήσουμε στην αποτίμηση της εταιρείας θα πρέπει να εκτιμηθεί τόσο ο ρυθμός ανάπτυξης των χρηματοοικονομικών μεγεθών της εταιρείας όσο και να συνεκτιμηθεί ο ρυθμός ανάπτυξης της αγοράς. Η εκτίμηση αυτή θα βασιστεί κυρίως στα ιστορικά στοιχεία των χρηματοοικονομικών μεγεθών της εταιρείας, αλλά και

στα στοιχεία του πενταετούς πλάνου που καταρτίζει η εταιρεία κάθε χρόνο.

Οι βασικές εκτιμήσεις πάνω στις οποίες θα στηριχθεί η αποτίμηση, βασίζονται στα παρακάτω:

- Η εταιρεία θα διατηρήσει τον ηγετικό της ρόλο στην αγορά της Ελλάδας
- Η εταιρεία θα συνεχίσει την ανάπτυξη των εξαγωγών της στα Βαλκάνια και στην Ευρώπη.
- Η οικοδομική δραστηριότητα μετά από μια μακριά περίοδο καθίζησης θα αρχίσει να αναπτύσσεται^{27,28}
- Θα ξεκινήσουν τα μεγάλα δημόσια έργα που έχουν αναγγελθεί²⁹. (Ελληνικό, BOAK, fly over Θεσσαλονίκης κ.α.)
- Η οικονομία της Ελλάδας των Βαλκανίων και της Ευρώπης αναμένεται να αυξήσουν τους ρυθμούς ανάπτυξής τους όπως θα αναφερθεί εκτενώς παρακάτω.
- Η φορολόγηση των επιχειρήσεων θα κυμανθεί στο 22% για τα επόμενα χρόνια³⁰.

8.2 Προβλέψεις Ρυθμού Ανάπτυξης Εταιρείας

Για τον υπολογισμό του ρυθμού ανάπτυξης της εταιρείας θα βασιστούμε στο θεωρητικό μοντέλο του A. Damodaran σύμφωνα με το οποίο ο υπολογισμός του ρυθμού ανάπτυξης της εταιρείας γίνεται, χρησιμοποιώντας στοιχεία EBIT (κέρδη προ τόκων φόρων) παλαιότερων ετών³¹. Ο ρυθμός ανάπτυξης του EBIT είναι:

$$g_{EBIT} = \text{Retention ratio} * \text{ROC}$$

Όπου:

Retention ratio : Ο λόγος των παρακρατηθέντων κερδών προς τα κέρδη προς διάθεση ή αλλιώς το ποσοστό των κερδών που επανεπενδύονται.

Και:

$$\text{ROC} = \frac{\text{EBIT} (1-t)}{\text{BVDebt} + \text{BVEquity}}$$

Όπου:

EBIT(1-t): Λειτουργικό αποτέλεσμα μετά φόρων

²⁷ <https://www.capital.gr/oikonomia/3531419/elstat-auxithike-to-2020-i-oikodomiki-drastiriotita>

²⁸ <https://www.euro2day.gr/news/enterprises/article/2083075/aprosmeno-parti-ston-klado-toy-halyva.html>

²⁹ <https://www.insider.gr/epiheiriseis/144669/poia-megala-erga-etoimazontai-na-mpoyn-stis-rages#top>

³⁰ <https://www.taxheaven.gr/news/54103/5-nees-foroelafrynseis-meiwsh-prokatabolhs-meiwsh-foroy-meiwsh-asfalistikwn-eisforwn-kai-gia-to-2022-anastolh-eidikhs-eisforas-allhleggyhs>

³¹ Damodaran, A., 1996. Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset

BVDebt: Σύνολο μακροπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων δανείων

BVEquity: Σύνολο ιδίων κεφαλαίων

Για τον υπολογισμό του g_{EBIT} θα αντλήσουμε δεδομένα από τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας λαμβάνοντας υπόψιν τα κερδοφόρα έτη (2017 και 2018).

Πίνακας 22: Υπολογισμός g_{EBIT}

	2017	2018	Average
Μερίσματα/Αποθεματικά που διανεμήθηκαν			
Κέρδη προς διάθεση	13.365.183	7.373.091	10.369.137
Παρακρατηθέντα Κέρδη	13.365.183	7.373.091	10.369.137
Ποσοστό επανεπένδυσης			100%
EBIT	8.443.230	19.442.956	
Taxes φ	24%	24%	
EBIT (1-φ)	6.416.855	14.776.647	10.596.751
Μακροπρόθεσμα δάνεια	146.426.343	167.800.000	
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	105.500.052	75.370.725	
BVDebt	251.926.395	243.170.725	247.548.560
BVEquity	17.290.150	21.570.281	19.430.216
ROC			3,97%
g_{EBIT}			3,97%

Από τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας παρατηρούμε ότι τα κέρδη των ετών 2017 και 2018 επανεπενδύθηκαν στο σύνολό τους. Ο Δείκτης απόδοσης κεφαλαίων ROC για το ίδιο διάστημα ανήλθε στο 3,97%. Επομένως, πολλαπλασιάζοντας τους δύο δείκτες έχουμε:

$$g_{EBIT} = 1 * 0,0397 = 0,0397$$

Άρα το g_{EBIT} είναι 3,97%

8.3 Καθορισμός ρυθμού ανάπτυξης και χρονικού ορίζοντα πρόβλεψης

Η εταιρεία ΣΙΑΕΝΟΡ όπως είδαμε και σε προηγούμενο κεφάλαιο, δραστηριοποιείται τόσο στην Ελλάδα όσο και στα βαλκάνια. Συνεπώς θα ήταν σωστό να καθορίσουμε τον ρυθμό ανάπτυξης σύμφωνα με την κατανομή δραστηριοτήτων σε αυτές τις χώρες. Σύμφωνα λοιπόν με το 5ετές πλάνο της εταιρείας και την κατανομή των δραστηριοτήτων λαμβάνοντας υπόψιν τον ρυθμό ανάπτυξης της κάθε χώρας σύμφωνα με την έκθεση του

IMF³², υπολογίζουμε τον σταθμισμένο μέσο του ρυθμού ανάπτυξης:

Πίνακας 23: Υπολογισμός Σταθμικού Μέσου Growth Rate (g)

Countries	Sales Mix (%)	Real GDP growth (Annual percent change)						Average	Growth rate (g)
		2021	2022	2023	2024	2025			
GR	64%	3,8	5	2,4	1,5	1,5	2,84	3,18%	
BG	4%	4,4	4,4	3,9	3,2	3	3,78		
ROM	9%	6	4,8	3,8	3,7	3,5	4,36		
FYROM	14%	3,8	4	3,7	3,5	3,5	3,7		
SERBIA	3%	5	4,5	4	4	4	4,3		
REST EUROPE	6%	4,3	4	2,2	1,9	1,7	2,82		

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9: ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΣΙΔΕΝΟΡ

9.1 Εισαγωγή

Για την αποτίμηση της εταιρείας θα κάνουμε χρήση της μεθόδου των προεξοφλημένων Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (FCFF) 3 σταδίων ανάπτυξης. Αρχικά θα πρέπει να υπολογίσουμε το κόστος των Ιδίων Κεφαλαίων (cost of Equity) και το κόστος του τραπεζικού δανεισμού (cost of Debt). Στην συνέχεια θα υπολογίσουμε το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίων (WACC) με την χρήση του οποίου θα υπολογίσουμε τις προεξοφλημένες ταμειακές ροές ώστε να καταλήξουμε στην αποτίμηση της εταιρείας.

Τα στάδια που θα ακολουθηθούν για την εφαρμογή της μεθόδου είναι τα εξής:

- Υπολογισμός των ελεύθερων ταμειακών ροών για το χρονικό διάστημα της πρόβλεψης.
- Υπολογισμός του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC)
- Υπολογισμός της υπολειμματικής αξίας στο τέλος της περιόδου πρόβλεψης.
- Προσδιορισμός της αξίας της εταιρείας με προεξόφληση στο παρόν των προβλεπόμενων ταμειακών ροών και της υπολειμματικής αξίας της εταιρείας.

9.2 Υπολογισμός των Ελεύθερων ταμειακών Ροών

Για τον υπολογισμό των ελεύθερων ταμειακών ροών 2021- 2025 εκτιμούμε τα εξής:

- Το 2021 η εταιρεία θα επανέλθει σε θετικό EBIT ίσο τουλάχιστον με αυτό που είχε το 2019.

Η εκτίμηση αυτή στηρίζεται στα παρακάτω γεγονότα:

1. Το 2020 ήταν μια one-off χρονιά μιας και η πανδημία είχε επίδραση στις πωλήσεις του α' εξαμήνου 2020 και συνεπώς και στο EBIT 12M2020. Αξίζει να σημειωθεί ότι τα αποτελέσματα της εταιρείας το 2020 επηρεάστηκαν και

³² https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD

λόγω της αναστολής λειτουργίας του εργοστασίου για έναν μήνα³³. Η αναστολή λειτουργίας έγινε λόγω του γενικού lockdown που πραγματοποιήθηκε λόγω της πανδημίας του κορονοϊού και που οδήγησε σε κάθετη πτώση κατά 50% τις πωλήσεις της εταιρείας. Συνεπώς δεν θα πρέπει να θεωρήσουμε το 2020 ως έτος βάσης. Στην πενταετία θεωρούμε ότι τόσο λόγω της αποκλιμάκωσης της πανδημιακής κρίσης, όσο και λόγω της απότομης ύφεσης της τελευταίας χρονιάς η αγορά σταδιακά θα ανέβει και αντίστοιχα τα spreads και η κερδοφορία της εταιρείας.

2. Ήδη η αγορά στο πρώτο τρίμηνο του 2021 φαίνεται να ανακάμπτει σημαντικά.^{34,35}

3. Από τα αποτελέσματα της εταιρείας το πρώτο 5μηνο του 2021 διαπιστώνουμε μια αύξηση του όγκου των πωλήσεων κατά 14% και μια αύξηση στα έσοδα από πωλήσεις στο ίδιο διάστημα κατά 45%:

Πίνακας 24: Συγκριτικός Πίνακας όγκου Πωλήσεων και Εσόδων από πωλήσεις 5Μ2020 - 5Μ2021

	Actual 5M2021 vs 5M2020	Actual		5M2021 VS 5M2020
		2020	2021	
Sales Quantity (Tn)	Merchant Bars	10.259,34	11.277,36	10%
	Mesh	16.392,52	20.309,47	24%
	Rebars	131.840,04	105.869,34	-20%
	Wirerod	47.337,71	96.590,50	104%
	Overall Result	205.829,61	234.046,66	14%
Sales Revenue (€)	Merchant Bars	5.440.535,68	7.811.394,05	44%
	Mesh	9.847.475,36	14.616.866,12	48%
	Rebars	63.122.805,21	66.110.143,71	5%
	Wirerod	20.136.486,90	54.625.814,19	171%
	Overall Result	98.547.303,15	143.164.218,07	45%

2. Οι τιμές του χάλυβα στην παγκόσμια αγορά έχουν αυξηθεί από τις 1/1/2021 κατά 30%.³⁶

³³ <https://www.capital.gr/epixeiriseis/3450910/sima-epanekkinisis-apo-ta-xalubourgeia-tis-sidenor>

³⁴ <https://www.euro2day.gr/news/enterprises/article/2083075/aprosmeno-parti-ston-klado-toy-halyva.html>

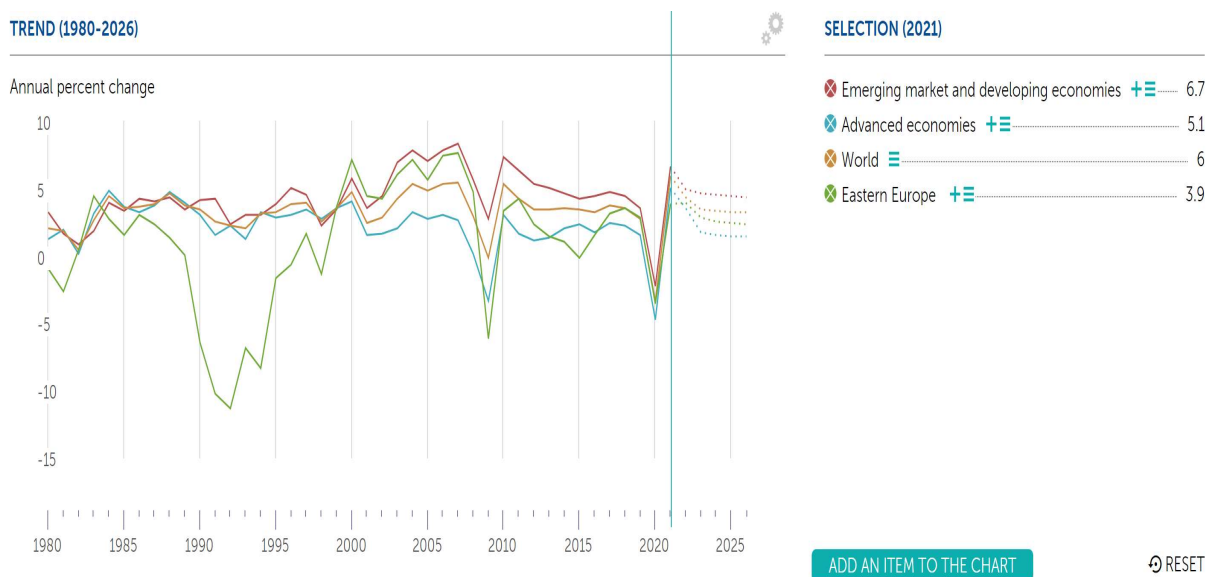
³⁵ <https://www.euro2day.gr/news/enterprises/article/2071417/anevazei-strofes-o-metalloyrgikos-klados.html>

³⁶ <https://tradingeconomics.com/commodity/steel>



Διάγραμμα 7: Τιμές Rebar steels Πηγή: <https://tradingeconomics.com/> (May 2021)

3. Η τάση αυτή φαίνεται ότι συνεχίζεται τουλάχιστον και με την συμπλήρωση του πρώτου εξαμήνου του έτους.
4. Η παγκόσμια οικονομία φαίνεται ότι στην μετά COVID εποχή θα αναπτυχθεί ταχέως και θα συμπαρασύρει τις τιμές βασικών υλικών όπως είναι ο χάλυβας³⁷.



Διάγραμμα 8: Διάγραμμα GDR Πηγή: IMF (June 2021)

- Ο συντελεστής φορολογίας θεωρούμε ότι μένει σταθερός για όλα τα έτη στο

³⁷ https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD

22%.³⁸

- Οι αποσβέσεις Πάγιων στοιχείων, Κεφαλαιουχικών Δαπανών και Μεταβολής του Κεφαλαίου Κίνησης θα αυξάνονται όπως και το περιθώριο EBIT.

Σύμφωνα με τα παραπάνω και βάση των προβλέψεων του ρυθμού ανάπτυξης που είδαμε στον Πίνακα 23, εκτιμούμε ότι:

Η ανάπτυξη για το 2022 θα είναι 3,97%, το 2023 θα είναι 3,8% το 2024 θα κυμανθεί στο 3,4% και το 2025 στο 2,3%. Ο μέσο σταθμικός μέσος όρος ανάπτυξης βάση των χωρών που δραστηριοποιείται η εταιρεία αλλά και βάση του προβλεπόμενου ρυθμού ανάπτυξης αυτών των χωρών είναι 3,18%. Από το 2025 και έπειτα θα υιοθετήσουμε ένα πιο μετριοπαθές μοντέλο ανάπτυξης με ρυθμό 1% καθώς όπως βλέπουμε και από τα στοιχεία από το IMF (Πίνακας 23) ο ρυθμός ανάπτυξης για την Ελλάδα δίνεται στο 1,5% το 2025. Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται οι υποθέσεις για την ανάπτυξη των ανωτέρω μεγεθών:

Πίνακας 25: Υποθέσεις για την πρόβλεψη μεγεθών της ΣΙΑΕΝΟΡ

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	Διηνεκές
EBIT	3,97%	3,97%	3,80%	3,40%	2,30%	1,00%
Φορολογικός συντελεστής	22%	22%	22%	22%	22%	22%
Μεταβολές στο κεφάλαιο κίνησης	3,97%	3,97%	3,80%	3,40%	2,30%	1,00%
Κεφαλαιακές δαπάνες	3,97%	3,97%	3,80%	3,40%	2,30%	1,00%
Αποσβέσεις πάγιων στοιχείων	3,97%	3,97%	3,80%	3,40%	2,30%	1,00%

9.2.1 Προσδιορισμός Ελεύθερων Ταμειακών Ροών για την επιχείρηση - FCFF

Για την πρόβλεψη των ελεύθερων ταμειακών ροών (FCFF) της εταιρείας για τα έτη 2021 – 2025 και στο διηνεκές θα χρησιμοποιήσουμε τον παρακάτω τύπο:

$$FCFF = EBIT * (1 - t) + \text{Αποσβέσεις} - \text{Μεταβολή στο Κεφάλαιο Κίνησης} - \text{Επενδύσεις σε Πάγιο Κεφάλαιο.}$$

Σύμφωνα με τον παραπάνω πίνακα των προβλέψεων και τον τύπο FCFF υπολογίσουμε

³⁸ <https://www.naftemporiki.gr/finance/story/1725417/sto-55-i-prokataboli-forou-kai-sto-22-o-suntelestis-forologias>

παρακάτω τις ταμειακές ροές.

Πίνακας 26: FCFF ΣΙΑΕΝΟΡ

	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
EBIT	-1.121.266	2.087.133	2.169.992	2.252.452	2.329.035	2.382.603
(-) Φόροι		459.169	477.398	495.539	512.388	524.173
(+) Αποσβέσεις παγίων στοιχείων	3.811.285	3.962.593	4.119.908	4.276.464	4.421.864	4.523.567
(-) Μεταβολές στο κεφάλαιο κίνησης	26.951.395	28.021.365	29.133.813	30.240.898	31.269.089	31.988.278
(-) Κεφαλαιακές Δαπάνες	3.684.595	3.830.873	3.982.959	4.134.312	4.274.878	4.373.200
FCFF	25.956.818	29.781.048	30.963.356	32.139.964	33.232.722	33.997.075

9.2.2 Υπολογισμός του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (WACC)

Για να υπολογίσουμε το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίων θα εφαρμόσουμε τον παρακάτω τύπο:

$$WACC = Cost\ of\ Equity * \frac{Equity}{Debt + Equity} + Cost\ of\ Debt * (1 - t) * \frac{Debt}{Debt + Equity}$$

Όπου:

Cost of Equity = Κόστος κεφαλαίων

Cost of Debt = Κόστος Τραπεζικού Δανεισμού

Equity = Ίδια Κεφάλαια

Debt = Τραπεζικός Δανεισμός

t = Φορολογικός Συντελεστής

9.2.2.1 Υπολογισμός Κόστους Ιδίων Κεφαλαίων (Cost of Equity)

Ο υπολογισμός του κόστους Ιδίων Κεφαλαίων, θα γίνει με την χρήση του υποδείγματος αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (CAPM):

$$Cost\ Equity = R_f + beta * Risk\ Premium$$

Όπου:

R_f = Είναι το επιτόκιο μηδενικού ρίσκου.

beta = Συντελεστής κινδύνου εταιρείας/μετοχής.

Risk Premium = Ασφάλιστρο κινδύνου της αγοράς.

- **Υπολογισμός επιτοκίου μηδενικού κινδύνου (Risk Free Rate)**

Για να υπολογίσουμε το επιτόκιο μηδενικού ρίσκου R_f , θα βασιστούμε στην απόδοση του δεκαετούς Ομολόγου Ελληνικού Δημοσίου (ΟΕΔ)³⁹.



Διάγραμμα 9: Διάγραμμα Απόδοσης ΟΕΔ

Όπως φαίνεται από το παραπάνω διάγραμμα υπάρχει μια ανοδική τάση στο ΟΕΔ. Για αυτόν τον λόγο θα χρησιμοποιήσουμε τον σταθμισμένο μέσο όρο αντί του κλασσικού. Έτσι θα δοθεί βαρύτητα από 10% στους μήνες Δεκέμβριο και Ιανουάριο, από 15% στους μήνες Φεβρουάριο και Μάρτιο και από 25% στους μήνες Απρίλιο και Μάιο.

Σύμφωνα με τους παραπάνω συντελεστές βαρύτητας ο σταθμισμένος μέσος όρος του ΟΕΔ είναι **0,856%**. Αυτή είναι και η τιμή που θα λάβουμε ως R_f στον υπολογισμό του κόστους κεφαλαίου.

- **Υπολογισμός beta**

Το Unlevered beta (γνωστό και ως Asset beta) είναι ο υπολογισμός του beta μιας εταιρείας χωρίς την επίδραση του χρέους. Είναι επίσης γνωστή ως η μεταβλητότητα των αποδόσεων για μια εταιρεία, χωρίς να λαμβάνεται υπόψη η οικονομική της μόχλευση. Συγκρίνει τον κίνδυνο μιας αμόχλευτης εταιρείας με τον κίνδυνο της αγοράς. Επίσης αναφέρεται συνήθως ως «περιουσιακό στοιχείο beta» επειδή η αστάθεια μιας εταιρείας χωρίς καμία μόχλευση είναι αποτέλεσμα μόνο των περιουσιακών της στοιχείων.

Το Levered beta (ή "beta equity") είναι μια μέτρηση που συγκρίνει τη μεταβλητότητα

³⁹<https://www.bankofgreece.gr/statistika/xrhmatopistwtikes-agores/titloi-ellhnikoy-dhmosioy?year=2021&order=asc&page=1>

των αποδόσεων των μετοχών μιας εταιρείας με εκείνες της ευρύτερης αγοράς. Με άλλα λόγια, είναι ένα μέτρο κινδύνου και περιλαμβάνει τον αντίκτυπο της κεφαλαιακής διάρθρωσης και της μόχλευσης μιας εταιρείας. Το Equity beta επιτρέπει στους επενδυτές να εκτιμήσουν πόσο ευαίσθητη είναι η ασφάλεια στους κινδύνους της μακροοικονομικής αγοράς.

Εάν το beta είναι ίσο με 1 υποδηλώνει ότι η δραστηριότητα τιμής σχετίζεται στενά με την αγορά. Η προσθήκη μετοχής σε ένα χαρτοφυλάκιο με συντελεστή beta 1,0 δεν προσθέτει κανένα κίνδυνο στο χαρτοφυλάκιο, αλλά επίσης δεν αυξάνει την πιθανότητα το χαρτοφυλάκιο να προσφέρει υπερβολική απόδοση.

Μια τιμή beta που είναι μικρότερη από 1,0 σημαίνει ότι η εταιρεία είναι θεωρητικά λιγότερο ασταθής από την αγορά. Η προσθήκη αυτού του στοιχείου σε ένα χαρτοφυλάκιο το καθιστά λιγότερο επικίνδυνο από το ίδιο χαρτοφυλάκιο χωρίς το στοιχείο. Για παράδειγμα, τα αποθέματα κοινής ωφέλειας έχουν συχνά χαμηλά betas επειδή τείνουν να κινούνται πιο αργά από τους μέσους όρους της αγοράς.

Ένα beta που είναι μεγαλύτερο από 1,0 δείχνει ότι η εταιρεία είναι θεωρητικά πιο ασταθής από την αγορά. Για παράδειγμα, εάν η τιμή του beta μιας μετοχής είναι 1,2, θεωρείται ότι είναι 20% πιο ασταθής από την αγορά. Οι εταιρίες τεχνολογίας καθώς και οι μικρές και πολύ μικρές ταχέως αναπτυσσόμενες εταιρίες τείνουν να έχουν υψηλότερα βήτα από το σημείο αναφοράς της αγοράς. Αυτό δείχνει ότι η προσθήκη μιας τέτοιας εταιρίας/μετοχής σε ένα χαρτοφυλάκιο θα αυξήσει τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου, αλλά μπορεί επίσης να αυξήσει την αναμενόμενη απόδοση.

Για την διαμόρφωση του συντελεστή Beta, θα χρησιμοποιήσουμε πληροφορίες από την ιστοσελίδα του καθηγητή Damodaran A⁴⁰.

Ως σημείο αναφοράς επιλέξαμε τις Ευρωπαϊκές εταιρείες που δραστηριοποιούνται στην αγορά του χάλυβα. Σύμφωνα λοιπόν με αυτές τις 55 εταιρείες ο συντελεστής beta είναι 1,39. Στην περίπτωση της ΣΙΔΕΝΟΡ θα χρησιμοποιήσουμε το levered beta γιατί η μόχλευση της εταιρίας είναι μεγάλη και το ποσοστό δανεισμού όπως θα δούμε και παρακάτω είναι πολύ υψηλό.

⁴⁰http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html#region<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Date updated:	5-lav-20				
Created by:	Aswath Damodaran, adamodar@stern.nyu.edu				
What is this data?	Beta, Unlevered beta and other risk measures				Western Europe
Home Page:	http://www.damodaran.com				
Data website:	http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html				
Companies in each industry:	http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/indname.xls				
Variable definitions:	http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/variable.htm				
Do you want to use marginal or effective tax rates in unlevering betas?					Marginal
If marginal tax rate, enter the marginal tax rate to use					22,00%
Industry Name	Number of firms	Beta	D/E Ratio	Effective Tax rate	Unlevered beta
Steel	55	1,39	95,09%	11,86%	0,80

• Υπολογισμός Risk Premium

Το Risk Premium ή αλλιώς ασφάλιστρο κινδύνου, ορίζεται ως η διαφορά μεταξύ του αναμενόμενου ποσοστού απόδοσης σε ένα χαρτοφυλάκιο αγοράς και του επιτοκίου, το οποίο θεωρείται χωρίς κίνδυνο. Το επιτόκιο που είναι απαλλαγμένο από κινδύνους είναι ένα θεωρητικό επιτόκιο που πρέπει να καταβληθεί από μια επένδυση με μηδενικούς κινδύνους.

Το Market risk Premium της Ελληνικής αγοράς ανέρχεται σε ποσοστό 10,92% για τον Μάιο του 2021⁴¹

Επομένως σύμφωνα με τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Cost Equity} = R_f + \text{beta} * \text{Risk Premium}$$

$$\text{Cost of Equity} = 0,00856 + 1,39 * 0,1092 = 0,09964 = 16,03\%$$

Συνεπώς:

$$\text{Cost of Equity} = 16,03\%$$

9.2.2.2 Υπολογισμός Κόστους Δανεισμού (Cost of Debt)

Για τον υπολογισμό του κόστους δανεισμού της εταιρείας πρέπει να συνεκτιμήσουμε τόσο την οικονομική κρίση που βίωσε η χώρα τα τελευταία χρόνια όσο και τα υψηλά επιτόκια δανεισμού με τα οποία καλούνταν οι Ελληνικές επιχειρήσεις να δανειστούν. Τα παραπάνω σε συνδυασμό με την κάθετη πτώση της κερδοφορίας οδήγησαν πολλές ελληνικές επιχειρήσεις στον υπερδανεισμό. Η εταιρεία ΣΙΔΕΝΟΡ, όπως θα δούμε και στα παρακάτω στοιχεία έχει πολύ μεγάλο δανεισμό τον οποίο όμως αφενός μπορεί και τον εξυπηρετεί και αφετέρου τον μειώνει διαρκώς τα τελευταία χρόνια όπως προκύπτει

⁴¹ <http://www.market-risk-premia.com/gr.html>

από τις οικονομικές της καταστάσεις.

Υπάρχει μια τάση μείωσης των επιτοκίων δανεισμού⁴² και για αυτόν τον λόγο προκειμένου να αποτυπωθεί καλύτερα η υπάρχουσα κατάσταση, θα γίνει χρήση του σταθμισμένου μέσου όρου δίνοντας μεγαλύτερη βαρύτητα στον υπολογιζόμενο κόστος δανεισμού των τελευταίων ετών.



Διάγραμμα 10: Διάγραμμα επιτοκίων Δανεισμού για επιχειρήσεις με συγκεκριμένη διάρκεια και κυμαινόμενο επιτόκιο.
Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

Για τον υπολογισμό του κόστους δανεισμού θα χρησιμοποιήσουμε τον παρακάτω τύπο, αντλώντας στοιχεία από τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις.

$$Cost\ of\ Debt = \frac{Χρηματοοικονομικά\ Εξοδα}{Σύνολο\ Δανειακών\ Υποχρεώσεων}$$

Για το σύνολο των ετών 2015 – 2020 το σταθμισμένο μέσο όρο του κόστους δανεισμού υπολογίζεται ως εξής:

⁴²<https://www.bankofgreece.gr/enimerosi/grafeio-typoy/anazhthsh-enhmerwsewn/enhmerwseis?announcement=a326e5d5-4976-4100-b807-20176fcd478>

Πίνακας 28: Υπολογισμός *cost of Debt*

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Μεσοσταθμικός Μ.Ο.
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	14.846.159	12.181.687	12.016.703	11.367.271	11.446.035	10.537.255	
Τόκοι εισπραχθέντες	50.690	426.307	325.186	16.390	39.544	26.526	
Μακροπρόθεσμα Δάνεια	160.594.047	163.521.573	146.426.343	167.800.000	160.200.000	160.200.000	
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	88.280.663	93.683.371	105.500.052	75.370.725	79.035.708	72.115.140	
Σύνολο δανείων	248.874.710	257.204.944	251.926.395	243.170.725	239.235.708	232.315.140	
Cost of Debt	5,94%	4,57%	4,64%	4,67%	4,77%	4,52%	4,57%
Βαρύτητα		5%	5%	10%	10%	70%	

Άρα:

Cost of Debt = 4,57%

9.2.2.3 Υπολογισμός ποσοστού χρέους (D/D+E) και ιδίων κεφαλαίου (E/D+E)

Για τον υπολογισμό του WACC θα πρέπει να υπολογίσουμε το ποσοστό συμμετοχής των ιδίων και ξένων κεφαλαίων.

Ποσοστό συμμετοχής Ιδίων Κεφαλαίων:

$$Equity \% = \frac{Equity}{Equity + Debt}$$

Ποσοστό συμμετοχής Ξένων κεφαλαίων (δανεισμού):

$$Debt \% = \frac{Debt}{Equity + Debt}$$

Σύμφωνα με τις οικονομικές καταστάσεις τα ποσοστά αυτά διαμορφώνονται για τα έτη 2016 – 2020 σύμφωνα με τον παρακάτω πίνακα:

Πίνακας 29: Ποσοστωση Κόστους Δανεισμού και Κόστους Ιδίων Κεφαλαίων

	2016	2017	2018	2019	2020	Average
Μακροπρόθεσμα δάνεια	163.521.573	146.426.343	167.800.000	160.200.000	160.200.000	
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	93.683.371	105.500.052	75.370.725	79.035.708	72.115.140	
BVDebt	257.204.944	251.926.395	243.170.725	239.235.708	232.315.140	244.770.582
BVEquity	4.554.271	17.290.150	21.570.281	15.543.581	4.250.150	12.641.687
Equity + Debt	261.759.215	269.216.545	264.741.006	254.779.289	236.565.290	257.412.269
Equity/(Equity + Debt)	1,7%	6,4%	8,15%	6,10%	1,80%	4,91%
Debt/(Equity + Debt)	98,3%	93,6%	91,9%	93,9%	98,2%	95,09%

9.2.3 Υπολογισμός WACC

Ο τύπος υπολογισμού του WACC όπως είδαμε και παραπάνω είναι:

$$WACC = Cost\ of\ Equity * \frac{Equity}{Debt + Equity} + Cost\ of\ Debt * (1 - t) * \frac{Debt}{Debt + Equity}$$

Όπου:

Cost of Equity = 16,03%

Cost of Debt = 4,57%

Tax rate = 22%

$$\frac{Equity}{Equity + Debt} = 4,91\%$$

$$\frac{Debt}{Equity + Debt} = 95,09\%$$

Συνεπώς το σταθμισμένο κόστος Κεφαλαίου WACC για την πενταετία 2016-2020 είναι **4,178%**

9.2.4 Προσδιορισμός Υπολειμματικής Αξίας

Η αξία της επιχείρησης στο δεύτερο στάδιο πρόβλεψης, σε αυτό δηλαδή μετά το 2025, θα υπολογισθεί με ρυθμό ανάπτυξης 1%. Η υπολειμματική αξία της επιχείρησης υπολογίζεται σύμφωνα με τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Υπολειμματική αξία} = \frac{FCFF_{n-1} * (1 + g)}{WACC - g}$$

Όπου, $FCFF_{n-1}$ είναι η FCFF του 2025, δηλαδή του τελευταίου έτους της πρώτης

περιόδου που είναι 33.997.075 € (Πίνακας 26)

WACC = 4,178%

g: Ο ρυθμός για το διηλεκές ο οποίος έχει υπολογισθεί 1%.

Επομένως:

Υπολειμματική αξία = 1.080.479.079 €

9.3 Προσδιορισμός αξίας της ΣΙΔΕΝΟΡ βάσει προεξόφλησης των ταμειακών ροών (FCFF) και της Υπολειμματικής Αξίας.

Η αξία της επιχείρησης θα υπολογισθεί βάσει των ταμειακών ροών που έχουμε υπολογίσει για το μέλλον. Οι ροές αυτές θα προεξοφληθούν με βάση το WACC. Η υπολειμματική αξία θα προεξοφληθεί στο τελευταίο έτος του πρώτου σταδίου. Το άθροισμα των προεξοφλημένων ταμειακών ροών και της προεξοφλημένης υπολειμματικής αξίας θα μας δώσει την παρούσα αξία της εταιρείας. Ο τύπος που μας δίνει την παρούσα αξία της εταιρείας είναι:

Παρούσα αξία της εταιρείας

$$= \sum_{n=1}^5 \left(\frac{FCFF_n}{(1+WACC)^n} \right) + \text{Υπολειμματική Αξία} * \frac{1}{(1+WACC)^5}$$
$$= \frac{29.781.048}{(1+0,04178)^1} + \frac{30.963.356}{(1+0,04178)^2} + \frac{32.139.964}{(1+0,04178)^3} + \frac{33.232.722}{(1+0,04178)^4}$$
$$+ \frac{35.997.075}{(1+0,04178)^5} + \frac{1.080.479.079}{(1+0,04178)^5}$$

Έτσι προκύπτει ο παρακάτω πίνακας:

Πίνακας 30: Υπολογισμός Παρούσας Αξίας Εταιρείας

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	Διηλεκές	Συνολική Παρούσα Αξία
Growth rate	3,97%	3,97%	3,80%	3,40%	2,30%	1,00%	
FCFF	29.781.048	30.963.356	32.139.964	33.232.722	33.997.075	34.337.046	
Συντελεστής Προεξόφλησης	0,960	0,921	0,884	0,849	0,815	0,815	
Υπολειμματική Αξία						1.080.497.079	
Παρούσα Αξία at WACC	28.586.726	28.529.679	28.426.191	28.213.933	27.705.354	880.533.209	1.021.995.091

Συνεπώς, βάσει των παραπάνω υπολογισμών η Παρούσα Αξία της εταιρείας είναι 1.021.995.091 €

Για να υπολογίσουμε την συνολική αξία της εταιρείας θα αφαιρέσουμε τον συνολικό δανεισμό του 2020 και θα προσθέσουμε τα ταμειακά διαθέσιμα:

Πίνακας 31: Συνολική Αξία Εταιρείας

Παρούσα Αξία	1.021.995.091
(-) Συνολικός Δανεισμός	232.315.140
(+) Ταμειακά διαθέσιμα	8.351.241
Συνολική Αξία €	798.031.192

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Όπως προαναφέρθηκε και στα προηγούμενα κεφάλαια, η αποτίμηση μιας επιχείρησης αποτελεί μια πολύπλοκη εργασία η οποία θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη της πολλές και διαφορετικές παραμέτρους. Η διαδικασία της αποτίμησης κρίνεται απαραίτητη και καθοριστική στην λήψη αποφάσεων στρατηγικής σημασίας. Αυτές οι αποφάσεις κρίνουν και διασφαλίζουν την βιώσιμη ανάπτυξη κάθε εταιρείας και προασπίζουν την μακροβιότητα και την ευρυθμία της. Ως απώτερος σκοπός της αποτίμησης είναι η πληροφόρηση των μερών τόσο του εσωτερικού όσο και του εξωτερικού περιβάλλοντος της εκάστοτε εταιρείας. Τόσο ο κλάδος που δραστηριοποιείται μια επιχείρηση όσο και τα περιουσιακά της στοιχεία, το μέγεθός της και οι οικονομικοί δείκτες της αποτελούν παράγοντες που πρέπει να λαμβάνονται υπόψη προκειμένου η αποτίμηση να είναι όσο το δυνατόν πιο αντικειμενική και επιστημονικά τεκμηριωμένη.

Στην παρούσα μελέτη χρησιμοποιήσαμε σύγχρονες μεθόδους αποτίμησης και είδαμε την επιχείρηση ως μια επένδυση που μπορεί να παράγει κέρδος για τους μετόχους της. Η αποτίμηση της εταιρείας ΣΙΔΕΝΟΡ Βιομηχανική Χάλυβα Α.Ε., έγινε με την μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών, χρησιμοποιήσαμε το μοντέλο ανάπτυξης 3 σταδίων για τον υπολογισμό τους και για τον υπολογισμό της υπολειμματικής της αξίας. Χρησιμοποιήθηκαν οικονομικά μεγέθη και στοιχεία από τις οικονομικές καταστάσεις της τελευταίας εξαετίας. Αυτή η περίοδος χαρακτηρίζεται από μια περίοδο μεγάλης ύφεσης τόσο στον κλάδο του χάλυβα, όσο και στην Ελλάδα. Για να αντισταθμιστεί αυτό το γεγονός έγινε εκτενής παρουσίαση της εταιρείας και

παρουσιάστηκε ο στρατηγικός της σχεδιασμός αναδεικνύοντας την μεγάλη δυναμική που διαθέτει η εταιρεία στον κλάδο του χάλυβα.

Το αποτέλεσμα όλης αυτής της μελέτης ήταν να υπολογισθεί η αξία της εταιρείας σήμερα στα 798.031.192 €.

Σε ένα ιδιαίτερα δύσκολο περιβάλλον όπως αυτό βιώνει γενικότερα η παγκόσμια οικονομία και ιδιαίτερα λόγω των συνθηκών η χώρα, η εταιρεία ΣΙΔΕΝΟΡ προσπαθεί να αναπτυχθεί περαιτέρω και να εδραιώσει τον ηγετικό ρόλο που έχει όχι τόσο στην Ελλάδα αλλά πολύ περισσότερο σε όλα τα Βαλκάνια. Η προσπάθεια αυτή επιτυγχάνεται μέσω μιας σειράς στρατηγικών επενδύσεων που σκοπό έχουν την μείωση των λειτουργικών εξόδων, την ανάπτυξη νέων προϊόντων μεγαλύτερης προστιθέμενης αξίας και την βελτίωση των οικονομικών και περιβαλλοντικών επιδόσεων της εταιρείας.

Ο κατασκευαστικός κλάδος στην Ελλάδα μετά από 12 χρόνια βαθιάς ύφεσης δείχνει σημάδια ανάκαμψης όπως αναφέραμε και σε προηγούμενο κεφάλαιο της μελέτης. Εάν αυτή η ανάκαμψη μπορεί να συνδυαστεί και με την αντιμετώπιση της μεγάλης υγειονομικής κρίσης λόγω της πανδημίας τότε διαφαίνεται μια ακόμη ισχυρότερη ενίσχυση του κλάδου.

Το οικονομικό πρόβλημα της ΣΙΔΕΝΟΡ όπως διαφάνηκε και από την ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων έχει δύο σκέλη τα οποία βεβαίως και είναι αλληλένδετα. Το ένα σκέλος έχει να κάνει με την έλλειψη ρευστότητας που αντιμετωπίζει η εταιρεία. Ένας βασικός λόγος αυτού του προβλήματος είναι η πολύ υψηλή μέση περίοδος είσπραξης των απαιτήσεων. Όπως είδαμε και σε προηγούμενο κεφάλαιο η περίοδος αυτή ξεπερνάει τους 4 μήνες την προηγούμενη χρονιά. Εάν αναλογιστούμε επίσης ότι αυτή η περίοδος είχε φτάσει τις 395 ημέρες την περίοδο της βαθιάς ύφεσης (2015-2016) καταλαβαίνουμε πόσο μεγάλο πρόβλημα για την εταιρεία είναι η έλλειψη ρευστότητας. Η έλλειψη ρευστότητας οδηγεί με την σειρά της στο δεύτερο σκέλος του οικονομικού προβλήματος της εταιρείας που είναι το κόστος δανεισμού. Όπως το υπολογίσαμε σε προηγούμενο κεφάλαιο, το μέσο σταθμικό κόστος δανεισμού είναι 4,57%. Το κόστος δανεισμού είναι αρκετά υψηλό. Για να αντιμετωπίσει λοιπόν το πρόβλημα ρευστότητας η εταιρεία δανείζεται με πολύ υψηλό επιτόκιο.

Ένας από τους στόχους της εταιρείας είναι η μείωση του χρόνου είσπραξης των υποχρεώσεων. Προς αυτήν την κατεύθυνση η εταιρεία προσπαθεί να επιβάλει πλαφόν στις πωλήσεις μεγάλων πελατών ώστε να μειώσει το ανοιχτό υπόλοιπο οφειλών από αυτούς.

Άλλος σημαντικός στόχος της εταιρείας είναι η αποπληρωμή των δανείων της. Είναι πολύ σημαντικό ότι όλα τα δάνεια που έχει η εταιρεία είναι ενήμερα και προσπαθεί

κάθε χρόνο να μειώνει το κεφάλαιο των δανείων. Ενδεικτικό είναι ότι βραχυπρόθεσμος δανεισμός από τα 91,5 εκ. το 2014 έχει μειωθεί στα 72,1 εκ. το 2020.

Παράλληλα η εταιρεία μέσα από μια σειρά οργανωτικών αλλαγών και εκσυγχρονισμού της παραγωγικής διαδικασίας έχει μειώσει το λειτουργικό κόστος παραγωγής και αυξάνει το μικτό κέρδος της. Το μικτό κέρδος φαίνεται ότι μετά από μια μεγάλη μείωση την περίοδο 2016 – 2019 αυξάνεται από το 2020. Η μεγάλη μείωση του μικτού κέρδους την περίοδο 2016-2019 οφείλεται αφενός στην δραματική μείωση των πωλήσεων, στην συρρίκνωση των τιμών χάλυβα παγκοσμίως αλλά και την ταυτόχρονη αύξηση τόσο των πρώτων υλών όσο και του κόστους ενέργειας. Από τις αρχές του 2021 όπως είδαμε υπάρχει μια μεγάλη αύξηση των τιμών χάλυβα που σε συνδυασμό με τις ενέργειες μείωσης του κόστους παραγωγής οδηγεί σε μεγάλη αύξηση του μικτού κέρδους.

Συνοψίζοντας, η εταιρεία εκμεταλλευόμενη τον ηγετικό ρόλο που διαδραματίζει στην αγορά χάλυβα των Βαλκανίων έχει μια τεράστια δυναμική ανάπτυξης της κερδοφορίας της και του κύκλου εργασιών της. Αυτή η δυναμική σε συνδυασμό με την ανάπτυξη νέων καινοτόμων προϊόντων υψηλής προστιθέμενης αξίας, αποτελούν τα ισχυρά θεμέλια πάνω στα οποία μπορεί να αναπτυχθεί. Παράλληλα η συμμετοχή της στον ισχυρότερο βιομηχανικό όμιλο των Βαλκανίων της προσδίδουν την ασφάλεια ώστε να αντιμετωπίσει την δυσκολία της κάθε εποχής.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική Βιβλιογραφία

- ✚ Αλεξιάκης Χ. (2015) Χρηματοοικονομική Ανάλυση επιχειρήσεων και Λογιστική
- ✚ Ευθύμογλου Π., Λαζαρίδης Ι., (2010). Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων.
- ✚ Λαζαρίδης Θ., (2005). Αποτίμηση επιχειρήσεων, θεωρία, Μεθοδολογία, Πρακτική. Εκδόσεις Κυριακίδης, Θεσσαλονίκη
- ✚ Λαζαρίδης, Ι., Παπαδόπουλος, Δ., (2010). Επιχειρηματική Ανάλυση και Προσδιορισμός Αξίας. Εκδόσεις Πανεπιστημίου Μακεδονίας, Θεσσαλονίκη.
- ✚ Λουμιώτης, Β., Τζίφας, Β., 2012. Βασικές Οδηγίες Εφαρμογής Διεθνών Προτύπων Ελέγχου (ΔΠΕ). Εκδόσεις Σώμα Ορκωτών Ελεγκτών Λογιστών, Αθήνα.
- ✚ Μπατσινίλας, Ε., Πατατούκας Κ.(2012). Σύγχρονη Λογιστική σύμφωνα με τα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα και με Αναφορά Κατά Θέμα στα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα, Τόμος Α' και Β', Εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα.
- ✚ Νούλας Α., (2019), Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Επενδυτικές και Χρηματοδοτικές Αποφάσεις, Εκδόσεις Τζιόλα.
- ✚ Στάλιας, Σ. (1995). Επενδύσεις: Ανάλυση και διαχείριση. Αθήνα: Hartling.

Ξένη Βιβλιογραφία

- ✚ Brealey R.A. and Myers C. (2000), ‘Principles of Corporate Finance’, Irwin/McGraw-Hill, New York.
- ✚ Benninga, S. And Sarig, O. (1997), Corporate Finance: A Valuation Approach, McGraw Hill.
- ✚ Caouette, J.B. Altman, E.I. Narayanan, P. (1998) ‘Managing Credit Risk: the next great financial challenge’ John Wiley & Sons
- ✚ Cornell, Bradford (1993), ‘Corporate Valuation: Tools for Effective Appraisal and Decision Making’, McGraw-Hill, New York.
- ✚ Crouchy, M. Galai, D. Mark, R. (2000) ‘A comparative Analysis of Current Credit Risk Models’ Journal of Banking & Finance, Vol. 24, pp. 59-117. International Monetary Fund-IMF (2009), Global Financial Stability Report, April 2009
- ✚ Damodaran A., (2001), ‘The Dark Side of Valuation: Valuing Old Tech, New Tech, and New Economy Companies’, Prentice Hall, Upper Saddle River.
- ✚ Damodaran, A., 2012. Investment valuation: Tools and techniques for

determining the value of any asset (Vol. 666). John Wiley & Sons.

- ✚ Dittmann I., Maug E. and Kemper J. (2002), “ How Fundamental are Fundamental Values? Valuation Methods and Their Impact on the Performance of German Venture Capitalists”, German Venture Capital.
- ✚ Country Risk: Determinants, Measures and Implications – The 2020 Edition
- ✚ Copeland, T., Koller, T. and Murrin, J. (1994), Valuation: Measuring and Managing the Various Companies, Wiley Frontiers In Finance.
- ✚ Cornell, Bradford (1993), “Corporate Valuation: Tools for Effective Appraisal and Decision Making”, McGraw-Hill, New York.
- ✚ Fernandez P. (2004) , Company Valuation Methods – The most common errors in Valuation, Paper No 449, IESE Business School, copyright, p.1-21.
- ✚ Fernandez P., Bilan A. (2013), “ 119 common errors in company valuations”, IESE Business School, University of Navarra.
- ✚ Fernandez P., (2015), “Valuing Companies by Cash Flow Discounting: 10 Methods and 9 Theories” IESE Business School, University of Navarra.
- ✚ Ficher S., Hall R., and Taylor J., (1981). Relative shocks, relative price variability and inflation. Brookings Papers on Economic Activity 1981.2: 381-441.
- ✚ Fama E. (1965), Random Walks in Stock Market Prices, Financial Analyst Journal, pp 55- 59.
- ✚ Figge F., & Hahn T, (2005) The cost of sustainability Capital and the Creation of Sustainable Value by Companies, Journal of Industrial Ecology, 9(4), 47-48
- ✚ Gordon M. (1959), Dividends, Earnings and Stock Prices, The review of economic and statistics, pp 99-105.
- ✚ Graham, B., Dodd, D. and Cottle, S. (1934), *Security Analysis*, Mc Graw Hill, pp 44-45.
- ✚ Graham, B., Dodd, D. and Cottle, S. (1962), *Security Analysis*, 4th edition, Mc Graw Hill.
- ✚ Jensen M (1986), Agency Costs of Free Cash flow, Corporate Finance and Takeovers, American Economic Review, Vol 76 no2, pp 323-329.
- ✚ Modigliani, F. and M. Miller (1958), “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”, American Economic Review 48, 261-297.
- ✚ Mayer, C., 1986. Corporation tax, finance and the cost of capital. *The review of economic studies*, 53(1), pp.93-112.
- ✚ Palepu, K., Healy, P. and Bernard, V. (2000), *Business Analysis and Evaluation*, second edition, Southwestern Publishing.

- ✚ Palepu K., Healy P., Bernard V. (2004), *Business Analysis and Valuation- Using Financial Statements*, 3rd Edition.
- ✚ Posen, A., Veron, N. (2009), “A solution for Europe’s Banking Problem”, Bruegel Policy Brief, Issue 2009/June 2009
- ✚ Rappaport A. (1986), *Create A Shareholder Value*, New York Free Press.
- ✚ Ross, Stephen A., Randolph W. Westerfield and Jeffrey F. Jaffe (2001), “Corporate Finance”, McGraw-Hill/Irwin, New York.
- ✚ Steiger F., (2008), “ The validity of company valuation using Discounted Cash Flow methods.
- ✚ Stowe D. John, Robinson R. Thomas, Pinto E. Jerald, McLeavey W. Dennis, (2007) *Equity Asset Valuation*, CFA Institute Investment Series, John Wiley & Sons.
- ✚ Williams J.B. (1938), *The theory of investment Value*, Harvard University Press.

Ιστοσελίδες

- ✚ <https://www.lme.com/Market-Data/LME-reference-prices/Official-Price#tabIndex=0>
- ✚ <https://www.eurofer.eu/>
- ✚ https://sidenor.gr/wp-content/uploads/2020/09/Sidenor-FS-31.12.2019_Final-UNSIGNED.pdf
- ✚ <https://www.viohalco.com/ckfinder/userfiles/files/Annual%20Report%202020%20-%20ENG%20-%20Final.pdf>
- ✚ <https://sidenor.gr/sxetika-me-tin-sidenor/istoria/>
- ✚ <https://www.euro2day.gr/news/enterprises/article/2083075/aprosmeno-partiston-klado-toy-halyva.html>
- ✚ <https://www.euro2day.gr/news/enterprises/article/2071417/anevazei-strofes-ometalloyrgikos-klados.html>
- ✚ <https://www.lme.com/en-GB/Metals/Ferrous/Steel-Rebar#tabIndex=2>
- ✚ https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/OEMDC/ADV_EC/WEOWORLD
- ✚ <https://www.naftemporiki.gr/finance/story/1725417/sto-55-i-prokataboli-foroukai-sto-22-o-suntelestis-forologias>
- ✚ <https://www.bankofgreece.gr/statistika/xrhmatopistwtikes-agores/titloi->

[ellhnikoy-dhmosioy?year=2021&order=asc&page=1](#)

- [!\[\]\(6302aad5aed157b291fddf37b4870784_img.jpg\) <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>](#)
- [!\[\]\(a9ca2c237943a6d0a9f22252f295b6f3_img.jpg\) <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/valuation/unlevered-beta-asset-beta/>](#)
- [!\[\]\(9a01a64e0b4ff865df7d32ee7991fe8b_img.jpg\) \[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html\]\(http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html\)](#)
- [!\[\]\(6aefe9a3d997eb8b55c40ecd5fa7053f_img.jpg\) <https://www.bankofgreece.gr/enimerosi/grafeio-typoy/anazhthsh-enhmerwsewn/enhmerwseis?announcement=a326e5d5-4976-4100-b807-20176fcdf478>](#)
- [!\[\]\(baa8f8ba8c970db55300f5bb45bb3460_img.jpg\) <https://extranet.worldsteel.org/>](#)
- [!\[\]\(a6e28495607b2299466d3d5d3193848c_img.jpg\) <http://macabacus.com/valuation/DCF/overview>](#)
- [!\[\]\(ed205fcb6e75c95529564351570724d7_img.jpg\) <https://safetystage.com/safety-metrics/ltir-calculation/>](#)
- [!\[\]\(27a992a1de9d3e89591e2e26256c5a71_img.jpg\) <https://www.creativesafety.com/safety-rate-calculator/>](#)
- [!\[\]\(4e3fbe2ef35291baab7a42cb80921f3b_img.jpg\) <https://www.kathimerini.gr/economy/business/813399/sygchoneyontai-viohalco-kai-sidenor/>](#)

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

• ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΣΙΔΕΝΟΡ 2020

Ισολογισμός

Κατάσταση Οικονομικής Θέσης		
<i>EUR</i>	31/12/2020	31/12/2019
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ		
Μη κυκλοφορούν ενεργητικό		
Ενσώματα πάγια	66.544.211	66.921.020
Δικαίωμα χρήσης Περιουσιακών στοιχείων	3.250.676	4.066.574
Άυλα περιουσιακά στοιχεία και υπεραξία	1.392.459	212.157
Επενδύσεις σε ακίνητα	1.216.442	1.268.638
Συμμετοχές σε θυγατρικές Viohalco	134.427.937	134.427.937
Συμμετοχές σε συγγενείς Viohalco	8.443.141	8.443.141
Λουτές συμμετοχές	156.503	156.503
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	7.513.155	6.699.879
Παράγωγα	-	-
Λουτές απαιτήσεις	15.669.861	15.635.752
Συμβατικά περιουσιακά στοιχεία	-	-
Έξοδα συμβάσεων	-	-
	238.614.385	237.831.600
Κυκλοφορούν ενεργητικό		
Αποθέματα	34.788.696	38.968.703
Εμπορικές και Λουτές απαιτήσεις	105.997.453	106.356.051
Συμβατικά περιουσιακά στοιχεία	(0)	0
Έξοδα συμβάσεων	-	-
Προκαταβολή φόρου εισοδήματος	195.419	-
Περιουσιακά στοιχεία διακρατούμενα προς πώληση	-	-
Λουτές επενδύσεις	-	-
Παράγωγα	-	-
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	8.351.241	1.123.299
	149.332.808	146.448.052
Σύνολο ενεργητικού	387.947.193	384.279.653
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ		
Ίδια κεφάλαια αποδιδόμενα στους μετόχους		
Μετοχικό κεφάλαιο	7.337.589	7.337.589
Αποθεματικό υπέρ το άρτιο	40.100.693	40.100.693
Ίδιες μετοχές	-	-
Αποθεματικά Συναλ. Διαφορών	-	-
Αποθεματικά	7.914.566	7.914.566
Κέρδη/ (ζημιές) εις νέον	(51.102.697)	(39.809.265)
Κεφάλαιο αποδιδόμενο εις μετόχους της εταιρείας	4.250.150	15.543.582
Δικαιώματα μειοψηφίας	-	-
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων	4.250.150	15.543.582
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ		
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις		
Δάνεια	160.200.000	160.200.000
Υποχρεώσεις μίσθωσης	2.541.642	3.302.680
Παράγωγα	-	-
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	-	-
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	3.429.521	3.306.523
Επιχορηγήσεις	-	-
Προβλέψεις	-	-
Λουτές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	2.704.455	-
Συμβατικές υποχρεώσεις	-	-
	168.875.618	166.809.203
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις		
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	141.514.399	121.348.724
Συμβατικές υποχρεώσεις	159.620	194.450
Υποχρέωση από φόρο εισοδήματος	179.281	492.007
Δάνεια	72.115.140	79.035.708
Υποχρεώσεις μίσθωσης	852.984	855.978
Παράγωγα	-	-
Προβλέψεις	-	-
	214.821.425	201.926.867
Σύνολο υποχρεώσεων	383.697.043	368.736.070
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων	387.947.193	384.279.652

Κατάσταση αποτελεσμάτων γρήσης

Κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων		
<i>EUR</i>	31/12/2020	31/12/2019
Πωλήσεις	291.244.454	344.969.075
Κόστος Πωληθέντων	(275.516.589)	(328.235.793)
Μεικτό Κέρδος	15.727.865	16.733.282
Λοιπά Έσοδα	10.105.417	16.869.486
Έξοδα διάθεσης	(15.548.793)	(17.281.339)
Έξοδα διοίκησης	(11.076.786)	(15.213.843)
Απομείωση απαιτήσεων και συμβατικών περιουσιακών στοιχείων	(328.970)	1.241.273
Λοιπά Έξοδα	-	(261.726)
Λειτουργικό αποτέλεσμα (EBIT)	(1.121.266)	2.087.133
Χρηματοοικονομικά έσοδα	132.930	39.544
Χρηματοοικονομικά έξοδα	(11.119.976)	(11.453.416)
Έσοδα από μερίσματα	107.146	3.034.727
Καθαρό χρηματοοικονομικό αποτέλεσμα	(10.879.901)	(8.379.145)
Κέρδη/ (Ζημιές) από συγγενείς επιχειρήσεις		
Κέρδη / (Ζημιές) προ φόρων	(12.001.167)	(6.292.011)
Φόρος εισοδήματος	864.437	628.559
Καθαρά κέρδη περιόδου	(11.136.730)	(5.663.453)
Κατανεμημένα σε :		
Μετόχους της μητρικής	(11.136.730)	(5.663.453)
Δικαιώματα μειοψηφίας		
	(11.136.730)	(5.663.453)

Κατάσταση Ταμειακών Ροών

Κατάσταση ταμειακών ροών			
EUR	Sign	31/12/2020	31/12/2019
Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες			
Κέρδος / (Ζημιές) μετά φόρου εισοδήματος		(11.136.730)	(5.663.453)
<i>Πλέον / μείον προσαρμογές για:</i>			
<i>Φόρο</i>		(864.437)	(628.559)
<i>Αποσβέσεις</i>		3.811.286	8.476.270
Αποσβέσεις παγίων στοιχείων		2.740.389	7.465.265
Αποσβέσεις δικαιωμάτων χρήσης ενσώματων παγίων		898.705	925.997
Αποσβέσεις άυλων παγίων		119.996	71.263
Αποσβέσεις επενδύσεων σε ακίνητα		52.196	139.241
Αποσβέσεις επιχορηγήσεων		-	(125.497)
Χρηματοοικονομικά έσοδα		(132.930)	(39.544)
Έσοδα από μερίσματα		(107.146)	(3.034.727)
Κέρδη/ (Ζημιές) από συγγενείς επιχειρήσεις		-	-
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα		11.119.976	11.453.416
(Κέρδη)/Ζημιές από πώληση ενσώματων παγίων		(5)	(20.667)
(Κέρδη)/Ζημιές από πώληση ασώματων παγίων		-	-
(Κέρδη)/Ζημιές από πώληση επενδυτικών ακινήτων		-	-
(Κέρδη)/Ζημιές από αποτίμηση παραγώγων		-	-
(Κέρδη)/Ζημιές από πώληση συμμετοχών (θυγατρικές και συνδεδεμένες Viohalco)		-	(6.607.332)
Απομείωση / (αντιλογισμός απομείωσης) ενσώματων παγίων		-	-
Απομείωση / (αντιλογισμός απομείωσης) ασώματων παγίων		-	-
Απομείωση / (αντιλογισμός απομείωσης) επενδυτικών ακινήτων		-	-
Ζημιές από διαγραφές παγίων και επενδυτικών ακινήτων		20.717	4.186
(Κέρδη)/Ζημιές από συναλλαγματικές διαφορές		(37.388)	(133.815)
Απομείωση αποθεμάτων	+	-	-
Προβλέψεις/(Αντιλογισμός προβλέψεων) απομείωσης απαιτήσεων		328.970	(1.241.273)
Προβλέψεις/(Αντιλογισμός προβλέψεων) απομείωσης συμμετοχών (θυγατρικές και συνδεδεμένες Viohalco)		-	-
		3.002.314	2.564.502
Μείωση / (Αύξηση) αποθεμάτων		4.180.007	2.812.635
Μείωση / (Αύξηση) απαιτήσεων		(118.951)	37.659.918
(Μείωση) / Αύξηση υποχρεώσεων (πλην τραπεζών)		23.008.357	(14.589.045)
(Μείωση) / Αύξηση υποχρέωσης παροχών προσωπικού		(83.188)	17.350
Μείωση / (Αύξηση) συμβατικών περιουσιακών στοιχείων		-	418.752
Μείωση / (Αύξηση) εξόδων από συμβάσεις		-	-
(Μείωση) / Αύξηση συμβατικών υποχρεώσεων		(34.831)	(1.451.791)
(Λουπές προβλέψεις)/αντιλογισμός προβλέψεων		-	(115.851)
		26.951.395	24.751.967
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα καταβλημένα	-	(10.537.255)	(11.446.033)
Καταβλημένοι φόροι	-	(407.499)	-
Καθαρές ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες		19.008.955	15.870.436
Ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες			
Αγορές ενσώματων περιουσιακών στοιχείων	-	(2.384.297)	(4.325.513)
Αγορές άυλων περιουσιακών στοιχείων	-	(1.300.298)	(130.864)
Αγορές επενδυτικών ακινήτων	-	-	-
Έσοδα από πωλήσεις ενσώματων παγίων	+	5	39.990
Έσοδα από πωλήσεις ασώματων παγίων	+	-	-
Έσοδα από πωλήσεις επενδυτικών ακινήτων	+	-	-
Έσοδα από πωλήσεις συμμετοχών (θυγατρικές και συνδεδεμένες Viohalco)	+	-	1.532.400
Έσοδα από πωλήσεις λουπών συμμετοχών	+	-	8.149.076
Μερίσματα εισπραχθέντα	+	218.575	3.168.555
Τόκοι που εισπράχθηκαν	+	26.526	39.544
Αγορές συμμετοχών (θυγατρικές και συνδεδεμένες Viohalco)	-	-	(100.316)
Αγορές λουπών συμμετοχών	-	-	-
(Αύξηση συμμετοχής) /μείωση μετοχικού κεφαλαίου σε συγγενείς επιχειρήσεις και κοινοπραξίες	-	-	(27.500.000)
Εκροή ταμειακών διαθεσίμων λόγω απώλειας ελέγχου ή πώλησης θυγατρικής	-	-	-
Εκροή ταμειακών διαθεσίμων λόγω απόσχισης κλάδου	-	-	-
Εισορή ταμειακών διαθεσίμων λόγω συνένωσης επιχειρήσεων	-	-	-
Καθαρές ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες		(3.439.489)	(19.127.128)
Ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες			
Μερίσματα πληρωθέντα σε μετόχους	-	-	-
Μερίσματα πληρωθέντα σε δικαιώματα μειοψηφίας	-	-	-
Δάνεια αναληφθέντα	+	3.000.000	9.575.220
Αποπληρωμή δανεισμού	-	(10.497.194)	(7.000.000)
Αποπληρωμές κεφαλαίου μισθώσεων	-	(844.330)	(831.576)
Εισπράξεις / (πληρωμές) από αύξηση/(μείωση) μετοχικού κεφαλαίου	-	-	-
Είσπραξη επιχορηγήσεων	+	-	-
(Αγορά)/Πώληση ιδίων μετοχών	-	-	-
Καθαρές ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες		(8.341.524)	1.743.644
Καθαρή (μείωση)/ αύξηση στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα αυτών		7.227.942	(1.513.048)
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα αυτών στην αρχή της χρήσης	+	1.123.299	2.636.347
Επίδραση Συναλλαγματικών διαφορών στα ταμειακά διαθέσιμα	-	-	-
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα αυτών στο τέλος της χρήσης		8.351.241	1.123.299

Κατάσταση Μεταβολών Ιδίων Κεφαλαίων

Κατάσταση μεταβολών ιδίων κεφαλαίων						
EUR	Μετοχικό κεφάλαιο	Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο	Ίδιες Μετοχές	Αποθεματικά	Αποτελέσματα εις νέον	Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων
Υπόλοιπο στις 1 Ιανουαρίου 2019	7.337.589	40.100.693	-	7.914.566	(33.782.566)	21.570.281
Συγκεντρωτικά συνολικά εισοδήματα						
Κέρδος / (ζημιά) που αναγνωρίστηκε άμεσα στα ίδια κεφάλαια				-	(363.247)	(363.247)
Καθαρό κέρδος περιόδου					(5.663.453)	(5.663.453)
Συναλλαγματικές διαφορές						
Σύνολο αναγνωρισμένου καθαρού κέρδους περιόδου					(6.026.699)	(6.026.699)
Συναλλαγές με τους μετόχους						
Επίπτωση αλλαγής ποσοστού συμμετοχών						
Απόκτηση μειοψηφίας						
Δικαιώματα προαίρεσης μετοχών εργαζομένων/ Αξία υπηρεσιών						
Δικαιώματα προαίρεσης μετοχών εργαζομένων/ Έσοδα από έκδοση μετοχών						
Κεφαλαιοποίηση αποθεματικών						
Διανομή Αποθεματικών						
Έκδοση μετοχικού κεφαλαίου						
Μείωση μετοχικού κεφαλαίου						
(Αγορά) / Πωλήσεις ιδίων μετοχών						
Μεταφορά αποθεματικών						
Μερίσματα						
Απώλεια ελέγχου ή πώληση θυγατρικής						
Απόσχιση κλάδου						
Απόκτηση μέσω συνένωσης ή απορρόφησης επιχειρήσεων						
Αλλαγή στη λογιστική πολιτική						
Σύνολο συναλλαγών με τους μετόχους						
Υπόλοιπο στις 31 Δεκεμβρίου 2019	7.337.589	40.100.693	-	7.914.566	(39.809.265)	15.543.582
					0	0
EUR	Μετοχικό κεφάλαιο	Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο	Ίδιες Μετοχές	Αποθεματικά	Αποτελέσματα εις νέον	Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων
Υπόλοιπο στις 1 Ιανουαρίου 2020	7.337.589	40.100.693	-	7.914.566	(39.809.265)	15.543.582
Συγκεντρωτικά συνολικά εισοδήματα						
Κέρδος / (ζημιά) που αναγνωρίστηκε άμεσα στα ίδια κεφάλαια					(156.702)	(156.702)
Καθαρό κέρδος περιόδου					(11.136.730)	(11.136.730)
Συναλλαγματικές διαφορές						
Σύνολο αναγνωρισμένου καθαρού κέρδους περιόδου					(11.293.432)	(11.293.432)
Συναλλαγές με τους μετόχους						
Επίπτωση αλλαγής ποσοστού συμμετοχών						
Απόκτηση μειοψηφίας						
Δικαιώματα προαίρεσης μετοχών εργαζομένων/ Αξία υπηρεσιών						
Δικαιώματα προαίρεσης μετοχών εργαζομένων/ Έσοδα από έκδοση μετοχών						
Κεφαλαιοποίηση αποθεματικών						
Διανομή Αποθεματικών						
Έκδοση μετοχικού κεφαλαίου						
Μείωση μετοχικού κεφαλαίου						
(Αγορά) / Πωλήσεις ιδίων μετοχών						
Μεταφορά αποθεματικών						
Μερίσματα						
Απώλεια ελέγχου ή πώληση θυγατρικής						
Απόσχιση κλάδου						
Απόκτηση μέσω συνένωσης ή απορρόφησης επιχειρήσεων						
Αλλαγή στη λογιστική πολιτική						
Σύνολο συναλλαγών με τους μετόχους						
Υπόλοιπο στις 31 Δεκεμβρίου 2020	7.337.589	40.100.693	-	7.914.566	(51.102.697)	4.250.150

• **ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΣΙΔΕΝΟΡ 2019**

Ισολογισμός

<i>Ποσά σε Ευρώ</i>		31.12.2019	31.12.2018
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			
Μη κυκλοφορούν ενεργητικό			
Ενσώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία	16	66.921.019	70.084.282
Δικαιώματα χρήσης ενσώματων παγίων	17	4.066.574	-
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	18	212.157	152.556
Επενδύσεις σε ακίνητα	19	1.268.639	1.407.879
Συμμετοχές σε θυγατρικές εταιρείες	20	134.427.937	108.661.520
Συμμετοχές σε συγγενείς εταιρείες	21	8.443.141	8.403.368
Λοιπές συμμετοχές	22	156.503	1.436.521
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	12	6.699.879	5.464.604
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	14	15.635.752	15.640.166
Σύνολο μη κυκλοφορούντος ενεργητικού		237.831.601	211.250.895
Κυκλοφορούν ενεργητικό			
Αποθέματα	13	38.968.703	41.781.337
Εμπορικές και λοιπές απαιτήσεις	14	106.356.051	149.349.209
Συμβατικά περιουσιακά στοιχεία		-	418.752
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	15	1.123.298	2.636.347
Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού		146.448.052	194.185.645
Σύνολο ενεργητικού		384.279.653	405.436.540
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ			
Μετοχικό κεφάλαιο	23	7.337.589	7.337.589
Αποθεματικό υπέρ το άρτιο	23	40.100.692	40.100.692
Λοιπά αποθεματικά	23	7.914.566	7.914.566
Κέρδη/ (ζημιές) εις νέον		(39.809.266)	(33.782.566)
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων		15.543.581	21.570.281
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ			
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις			
Δάνεια	24	160.200.000	167.800.000
Υποχρεώσεις μίσθωσης		3.302.680	-
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	11	3.306.523	2.811.217
Επιχορηγήσεις	26	-	125.497
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	25	-	831.183
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων		166.809.203	171.567.897
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις			
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	25	121.348.724	135.281.397
Συμβατικές υποχρεώσεις	7	194.450	1.646.241
Υποχρέωση από φόρο εισοδήματος		492.009	-
Δάνεια	24	79.035.708	75.370.725
Υποχρεώσεις μίσθωσης		855.978	-
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων		201.926.869	212.298.362
Σύνολο υποχρεώσεων		368.736.072	383.866.259
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων		384.279.653	405.436.540

Κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης

<i>Ποσά σε Ευρώ</i>		2019	2018
Πωλήσεις	7	344.969.075	389.065.935
Κόστος πωληθέντων	9	(328.235.793)	(354.822.798)
Μεικτό κέρδος		16.733.282	34.243.137
Λοιπά έσοδα	8	18.110.759	13.310.433
Έξοδα διάθεσης	9	(17.281.339)	(16.078.274)
Έξοδα διοίκησης	9	(15.213.843)	(12.032.340)
Λοιπά έξοδα	8	(261.726)	-
Αποτελέσματα εκμετάλλευσης		2.087.133	19.442.956
Χρηματοοικονομικά έσοδα	10	39.544	16.390
Χρηματοοικονομικά έξοδα	10	(11.453.416)	(10.868.861)
Έσοδα από μερίσματα	28	3.034.727	60.364
Καθαρό χρηματοοικονομικό αποτέλεσμα		(8.379.145)	(10.792.107)
Κέρδη/(Ζημιές) προ φόρων		(6.292.012)	8.650.849
Φόρος εισοδήματος	12	628.558	(1.277.758)
Καθαρά κέρδη/(ζημιές) χρήσης		(5.663.454)	7.373.091
Λοιπά στοιχεία συνολικού εισοδήματος που δε θα μεταφερθούν στο αποτέλεσμα σε μελλοντικές περιόδους			
Αναγνωρισμένα αναλογιστικά κέρδη/(ζημιές)	11	(477.956)	(446.659)
Αναλογούν φόρος	12	114.710	111.665
Λοιπά συνολικά εισοδήματα μετά από φόρους		(363.246)	(334.994)
Συγκεντρωτικά συνολικά εισοδήματα μετά από φόρους		(6.026.700)	7.038.097

Κατάσταση Μεταβολών Ιδίων Κεφαλαίων

<i>Ποσά σε Ευρώ</i>	Μετοχικό κεφάλαιο	Αποθεματικό υπέρ το άρτιο	Αποθεματικά	Αποτελέσματα εις νέον	Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων
Υπόλοιπο 1 Ιανουαρίου 2018	7.337.589	40.100.692	7.914.566	(37.432.698)	17.920.149
Αλλαγή στη λογιστική πολιτική (ΔΠΧΑ 9)	-	-	-	(3.387.965)	(3.387.965)
Αναπροσαρμοσμένο υπόλοιπο 1 Ιανουαρίου 2018	7.337.589	40.100.692	7.914.566	(40.820.663)	14.532.184
Κέρδος/(ζημιά) που αναγνωρίστηκε άμεσα στα ίδια κεφάλαια	-	-	-	(334.994)	(334.994)
Καθαρό κέρδος περιόδου	-	-	-	7.373.091	7.373.091
Συγκεντρωτικά συνολικά εισοδήματα	-	-	-	7.038.097	7.038.097
Υπόλοιπο 31 Δεκεμβρίου 2018	7.337.589	40.100.692	7.914.566	(33.782.566)	21.570.281
Υπόλοιπο 1 Ιανουαρίου 2019	7.337.589	40.100.692	7.914.566	(33.782.566)	21.570.281
Κέρδος/(ζημιά) που αναγνωρίστηκε άμεσα στα ίδια κεφάλαια	-	-	-	(363.246)	(363.246)
Καθαρό κέρδος/(ζημιά) περιόδου	-	-	-	(5.663.454)	(5.663.454)
Συγκεντρωτικά συνολικά εισοδήματα	-	-	-	(6.026.700)	(6.026.700)
Υπόλοιπο 31 Δεκεμβρίου 2019	7.337.589	40.100.692	7.914.566	(39.809.266)	15.543.581

Κατάσταση Ταμειακών Ροών

<i>Ποσά σε Ευρώ</i>		2019	2018
Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες			
Κέρδος / (Ζημιές) μετά φόρου εισοδήματος		(5.663.454)	7.373.091
Προσαρμογές για:			
Φόρος εισοδήματος	12	(628.558)	1.277.758
Αποσβέσεις ενσώματων παγίων	16	7.465.267	7.066.546
Αποσβέσεις επενδύσεων σε ακίνητα	19	139.240	139.240
Αποσβέσεις δικαιωμάτων χρήσης ενσώματων παγίων	17	925.997	-
Αποσβέσεις άυλων παγίων	18	71.263	59.561
Αποσβέσεις επιχορηγήσεων	26	(125.497)	-
Καθαρό χρηματοοικονομικό κόστος	10,29	8.379.145	10.792.107
Ζημιά απο καταστροφή/Απομείωση παγίων		4.186	96.048
Κέρδη από πώληση συμμετοχών	8	(6.607.332)	(7.646.487)
Κέρδη απο πώληση Παγίων	8	(20.667)	(302.220)
Κέρδη από συναλλαγματικές διαφορές		(133.815)	(130.531)
Αντιλογισμός απομείωσης επισφαλών εμπορικών απαιτήσεων	8	(1.241.273)	-
		2.564.502	18.725.113
Μεταβολές στο κεφάλαιο κίνησης:			
Μείωση αποθεμάτων		2.812.634	2.377.307
Μείωση / (Αύξηση) απαιτήσεων		37.659.918	(31.907.994)
Μείωση / (Αύξηση) συμβατικών περιουσιακών στοιχείων		418.752	(407.588)
(Μείωση) / Αύξηση υποχρεώσεων (πλην τραπεζών)		(14.589.045)	19.657.157
Μείωση / (Αύξηση) συμβατικών υποχρεώσεων		(1.451.791)	1.567.551
Αύξηση υποχρέωσης παροχών προσωπικού		17.350	27.253
Αντιλογισμός προβλέψεων		(115.851)	(205.162)
		24.751.967	(8.891.476)
Καταβληθέντες τόκοι		(11.446.035)	(11.367.271)
Καθαρές ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες		15.870.435	(1.533.634)
Ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες			
Αγορές ενσώματων περιουσιακών στοιχείων	16	(4.325.513)	(1.707.051)
Αγορές άυλων περιουσιακών στοιχείων	18	(130.864)	(7.372)
Έσοδα από πωλήσεις ενσώματων παγίων		39.990	399.120
Έσοδα από πωλήσεις συμμετοχών		9.681.476	9.215.180
Μερίσματα εισπραχθέντα		3.168.555	60.364
Αγορές συμμετοχών	20,21	(100.316)	(10.558)
Τόκοι που εισπράχθηκαν		39.544	16.390
Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου σε θυγατρική	20	(27.500.000)	-
Καθαρές ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες		(19.127.128)	7.966.073
Ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες			
Δάνεια αναληφθέντα		9.575.220	1.514.184
Αποπληρωμή δανεισμού		(7.000.000)	(9.575.322)
Αποπληρωμές κεφαλαίου μισθώσεων		(831.576)	-
Καθαρές ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες		1.743.644	(8.061.138)
Καθαρή μείωση στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα		(1.513.049)	(1.628.699)
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα 1 Ιανουαρίου	15	2.636.347	4.265.046
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα 31 Δεκεμβρίου		1.123.298	2.636.347

• **ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΣΙΔΕΝΟΡ 2018**

Ισολογισμός

	Σημ.	31-Δεκ-18	31-Δεκ-17
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			
Οικόπεδα & Κτίρια	6	25.408.173	26.134.465
Μηχανολογικός Εξοπλισμός	6	43.662.192	47.438.927
Λοιπά Ενσώματα πάγια	6	2.421.797	3.610.453
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	6	152.556	204.745
Επενδύσεις σε συγγενείς επιχειρήσεις	7	8.403.368	7.854.303
Επενδύσεις σε θυγατρικές επιχειρήσεις	8	108.661.520	110.768.720
Χρηματοοικονομικά στοιχεία διαθέσιμα προς πώληση	9	1.436.521	1.436.521
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	12	5.464.604	6.630.697
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	12	15.640.166	15.643.672
Σύνολο μη κυκλοφορούντος ενεργητικού		211.250.895	219.722.502
Αποθέματα	11	41.781.337	44.158.644
Εμπορικές και λοιπές απαιτήσεις	12	149.349.209	120.725.988
Συμβατικά περιουσιακά στοιχεία	7	418.752	-
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	13	2.636.347	4.265.046
Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού		194.185.645	169.149.679
Σύνολο ενεργητικού		405.436.540	388.872.181
ΠΑΘΗΤΙΚΟ			
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ			
Μετοχικό κεφάλαιο	14	7.337.589	7.337.589
Αποθεματικό υπέρ το άρτιο	14	40.100.692	40.100.692
Λοιπά αποθεματικά	15	7.914.566	7.914.566
Κέρδη/ (ζημιές) εις νέον		(33.782.566)	(37.432.697)
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων		21.570.281	17.920.150
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ			
Δάνεια	16	167.800.000	146.426.343
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	17	2.811.217	2.337.305
Επιχορηγήσεις	18	125.497	125.497
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	19	831.183	3.151.433
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων		171.567.897	152.040.579
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις			
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	19	135.281.397	113.411.401
Δάνεια	16	75.370.725	105.500.052
Προκαταβολές πελατών	19	1.646.241	-
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων		212.298.362	218.911.452
Σύνολο υποχρεώσεων		383.866.259	370.952.031
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων		405.436.540	388.872.181

Κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης

Ποσά σε Ευρώ	Σημ.	2018	2017
Πωλήσεις	5	389.065.935	269.365.150
Κόστος Πωληθέντων	21	(354.822.798)	(240.018.204)
Μεικτό Κέρδος		34.243.137	29.346.946
Έξοδα διάθεσης	21	(16.078.274)	(13.577.004)
Έξοδα διοίκησης	21	(12.032.340)	(10.995.036)
Λοιπά έσοδα εκμετάλλευσης	25	13.310.433	3.668.323
Αποτελέσματα εκμετάλλευσης		19.442.957	8.443.230
Χρηματοοικονομικά έσοδα	23	16.390	325.186
Χρηματοοικονομικά έξοδα	23	(10.868.861)	(12.852.370)
Έσοδα από μερίσματα	30	60.364	44.973
Καθαρό χρηματοοικονομικό αποτέλεσμα	8	(10.792.107)	(12.482.211)
Κέρδη (ζημιές) προ φόρων		8.650.849	(4.038.981)
Φόρος εισοδήματος	24	(1.277.758)	17.404.165
Κέρδη (ζημιές) μετά από φόρους		7.373.091	13.365.184

Κατάσταση Συνολικού Εισοδήματος

	2018	2017
Κέρδη (ζημιές) μετά από φόρους	7.373.091	13.365.184
Αναγνωρισμένα αναλογιστικά κέρδη / ζημιές	(334.994)	694
Συνολικό εισόδημα μετά από φόρους	(334.994)	694
Συγκεντρωτικό συνολικό εισόδημα μετά από φόρους	7.038.097	13.365.878

Κατάσταση Μεταβολών Ιδίων Κεφαλαίων

<i>Ποσά σε Ευρώ</i>	Μετοχικό Κεφάλαιο & Αποθεματικό Υπέρ το Άρτιο	Λοιπά αποθεματικ ά	Αποτελέσματ α εις νέον	Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίω ν
Υπόλοιπο 1 Ιανουαρίου 2017	47.438.281	7.914.566	(50.798.576)	4.554.271
Κέρδος / (ζημιά) που αναγνωρίστηκε άμεσα στα ίδια κεφάλαια	-	-	694	694
Καθαρό κέρδος περιόδου			13.365.184	13.365.184
Συγκεντρωτικά συνολικά εισοδήματα	-	-	13.365.878	13.365.878
Έκδοση μετοχικού κεφαλαίου / (μείωση)	-	-	-	-
Υπόλοιπο 31 Δεκεμβρίου 2017	47.438.281	7.914.566	(37.432.698)	17.920.149
Υπόλοιπο 1 Ιανουαρίου 2018	47.438.281	7.914.566	(37.432.698)	17.920.149
Αλλαγή στη λογιστική πολιτική (ΔΠΧΑ 9) Αναπροσαρμοσμένα υπόλοιπα την 1 Ιανουαρίου 2018	-	-	(3.387.965)	(3.387.965)
Υπόλοιπο 1 Ιανουαρίου 2018	47.438.281	7.914.566	(40.820.663)	14.532.184
Κέρδος / (ζημιά) που αναγνωρίστηκε άμεσα στα ίδια κεφάλαια	-	-	(334.994)	(334.994)
Καθαρό κέρδος περιόδου			7.373.091	7.373.091
Συγκεντρωτικά συνολικά εισοδήματα	-	-	7.038.097	7.038.097
Υπόλοιπο 31 Δεκεμβρίου 2018	47.438.281	7.914.566	(33.782.566)	21.570.281

Κατάσταση Ταμειακών Ροών

Ποσά σε ευρώ	Σημ.	2018	2017
Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες			
Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες	26	9.833.638	18.300.340
Καταβληθέντες τόκοι		(11.367.271)	(12.016.703)
Καταβληθείς φόρος εισοδήματος		-	(30.649)
Καθαρές ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες		(1.533.634)	6.252.989
Ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες			
Αγορές ενσώματων περιουσιακών στοιχείων	6	(1.707.051)	(2.448.414)
Αγορές άυλων περιουσιακών στοιχείων	6	(7.373)	-
Πωλήσεις ενσώματων και ασώματων παγίων	6	399.120	28.831
Πωλήσεις συμμετοχών		9.215.180	-
Μερίσματα εισπραχθέντα		60.364	44.879
Αγορές συμμετοχών		(10.558)	(1.800.000)
Τόκοι που εισπράχθηκαν		16.390	325.186
Αγορά χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων διαθέσιμων προς πώληση	7	-	(5.125)
Καθαρές ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες		7.966.072	(3.854.641)
Ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες			
Δάνεια αναληφθέντα		1.514.184	0
Αποπληρωμή δανεισμού		(9.575.322)	(6.544.235)
Καθαρές ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες		(8.061.138)	(6.544.235)
Καθαρή (μείωση)/ αύξηση στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα		(1.628.699)	(4.145.888)
Ταμειακά διαθέσιμα στην αρχή της χρήσης	13	4.265.046	8.410.934
Ταμειακά διαθέσιμα στο τέλος της περιόδου		2.636.347	4.265.046

• **ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΣΙΔΕΝΟΡ 2017**

Ισολογισμός

	Σημ.	31-Δεκ-17	31-Δεκ-16
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			
Μη κυκλοφορούν ενεργητικό			
Οικόπεδα & Κτίρια	6	26.134.465	27.220.721
Μηχανολογικός Εξοπλισμός	6	47.438.927	51.450.917
Λοιπά Ενσώματα πάγια	6	3.610.453	2.939.470
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	6	204.745	205.244
Επενδύσεις σε συγγενείς επιχειρήσεις	7	7.854.303	7.854.303
Επενδύσεις σε θυγατρικές επιχειρήσεις	8	110.768.720	108.968.771
Χρηματοοικονομικά στοιχεία διαθέσιμα προς πώληση	9	1.436.521	1.431.345
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	10	6.630.697	-
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	12	15.643.672	15.653.623
		219.722.503	215.724.394
Κυκλοφορούν ενεργητικό			
Αποθέματα	11	44.158.644	32.928.575
Εμπορικές και λοιπές απαιτήσεις	12	120.725.988	107.662.337
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	13	4.265.046	8.410.934
		169.149.678	149.001.847
Σύνολο ενεργητικού		388.872.181	364.726.240
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ			
Ίδια κεφάλαια αποδιδόμενα στους μετόχους			
Μετοχικό κεφάλαιο	14	7.337.589	7.337.589
Αποθεματικό υπέρ το άρτιο	14	40.100.692	40.100.692
Λοιπά αποθεματικά	15	7.914.566	7.914.566
Κέρδη/ (ζημιές) εις νέον		(37.432.697)	(50.798.576)
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων		17.920.150	4.554.271
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ			
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις			
Δάνεια	16	146.426.343	163.521.573
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	10	-	10.773.184
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	17	2.337.305	2.332.191
Επιχορηγήσεις	18	125.497	125.497
Προβλέψεις	20	-	648.000
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	19	3.151.433	1.296.141
		152.040.578	178.696.586
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις			
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	19	113.411.401	87.792.012
Δάνεια	16	105.500.052	93.683.371
		218.911.453	181.475.383
Σύνολο υποχρεώσεων		370.952.031	360.171.969
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων		388.872.181	364.726.240

Κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης

<i>Ποσά σε Ευρώ</i>	<i>Σημ.</i>	12 μήνες έως 31/12/2017	12 μήνες έως 31/12/2016
Πωλήσεις	5	269.365.150	98.001.177
Κόστος Πωληθέντων	21	(240.018.204)	(84.783.465)
Μεικτό Κέρδος		29.346.946	13.217.712
Έξοδα διάθεσης	21	(13.577.004)	(12.638.060)
Έξοδα διοίκησης	21	(10.995.036)	(13.237.380)
Λοιπά έσοδα εκμετάλλευσης	25	3.668.323	9.335.973
Αποτελέσματα εκμετάλλευσης		8.443.230	(3.321.755)
Χρηματοοικονομικά έσοδα	23	325.186	426.307
Χρηματοοικονομικά έξοδα	23	(12.852.370)	(13.046.526)
Έσοδα από μερίσματα	30	44.973	56.666
Κέρδη (ζημιές) προ φόρων		(4.038.981)	(15.885.308)
Φόρος εισοδήματος	24	17.404.165	1.449.909
Κέρδη (ζημιές) μετά από φόρους		13.365.184	(14.435.399)

Κατάσταση Συνολικού Εισοδήματος

	12 μήνες έως 31/12/2017	12 μήνες έως 31/12/2016
Κέρδη (ζημιές) μετά από φόρους	13.365.184	(14.435.399)
Αναγνωρισμένα αναλογιστικά κέρδη / (ζημιές)	694	(162.585)
Συνολικό εισόδημα/(ζημιές) μετά από φόρους	694	(162.585)
Συγκεντρωτικό συνολικό εισόδημα/(ζημιές) μετά από φόρους	13.365.878	(14.597.984)

Κατάσταση Μεταβολών Ιδίων Κεφαλαίων

<i>Ποσά σε Ευρώ</i>	Μετοχικό Κεφάλαιο & Αποθεματικό Υπέρ το Άρσιο	Λοιπά αποθεματικά	Αποτελέσματα εις νέον	Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων
Υπόλοιπο 1 Ιανουαρίου 2016	47.438.281	7.914.566	(36.200.592)	19.152.255
Κέρδος / (ζημιά) που αναγνωρίστηκε άμεσα στα ίδια κεφάλαια	-	-	(162.585)	(162.585)
Καθαρό κέρδος/(ζημιές) περιόδου	-	-	(14.435.399)	(14.435.399)
Συγκεντρωτικά συνολικά εισοδήματα	-	-	(14.597.984)	(14.597.984)
Υπόλοιπο 31 Δεκεμβρίου 2016	47.438.281	7.914.566	(50.798.576)	4.554.271
Υπόλοιπο 1 Ιανουαρίου 2017	47.438.281	7.914.566	(50.798.576)	4.554.271
Κέρδος / (ζημιά) που αναγνωρίστηκε άμεσα στα ίδια κεφάλαια	-	-	694	694
Καθαρό κέρδος περιόδου	-	-	13.365.184	13.365.184
Συγκεντρωτικά συνολικά εισοδήματα	-	-	13.365.878	13.365.878
Υπόλοιπο 31 Δεκεμβρίου 2017	47.438.281	7.914.566	(37.432.697)	17.920.150

Κατάσταση Ταμειακών Ροών

<i>Ποσά σε ευρώ</i>	Σημ.	1/1 έως 31/12/2017	1/1 έως 31/12/2016
Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες			
Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες	26	18.300.340	13.591.758
Καταβληθέντες τόκοι		(12.016.703)	(12.181.687)
Καταβληθείς φόρος εισοδήματος		(30.649)	-
Καθαρές ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες		6.252.989	1.410.071
Ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες			
Αγορές ενσώματων περιουσιακών στοιχείων	6	(2.448.414)	(3.451.553)
Πωλήσεις ενσώματων και ασώματων παγίων	6	28.831	769.049
Μερίσματα εισπραχθέντα		44.879	56.666
Αγορές συμμετοχών		(1.800.000)	-
Τόκοι που εισπράχθηκαν		325.186	426.307
Αγορά χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων διαθέσιμων προς πώληση	9	(5.125)	(11.901)
Αύξηση συμμετοχής σε θυγατρικές εταιρείες		-	(3.000.000)
Καθαρές ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες		(3.854.641)	(5.211.432)
Ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες			
Δάνεια αναληφθέντα		-	10.873.479
Αποπληρωμή δανεισμού		(6.544.235)	(3.428.902)
Καθαρές ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες		(6.544.235)	7.444.577
Καθαρή (μείωση)/ αύξηση στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα		(4.145.888)	3.643.216
Ταμειακά διαθέσιμα στην αρχή της χρήσης	13	8.410.934	4.767.718
Ταμειακά διαθέσιμα στο τέλος της περιόδου		4.265.046	8.410.934

• **ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΣΙΔΕΝΟΡ 2016**

Ισολογισμός

	31-Dec-16	31-Dec-15
ASSETS		
Non-current assets		
Fields - lots	27.220.721	27.694.428
Machinery - technical installations & other mechanical equipment	51.450.917	45.100.667
Other Fixed Assets	2.939.470	12.283.562
Intangible Assets	205.244	43.689
Holdings in associated companies	7.854.303	7.854.303
Holdings in subsidiary companies	108.968.771	105.968.771
Financial Assets Available for Sale	1.431.345	1.419.444
Long-term Receivables	15.653.623	16.289.085
	215.724.394	216.653.948
Current Assets		
Stocks	32.928.575	30.416.604
Trade and other receivables	107.662.337	120.910.010
Cash and cash equivalents	8.410.934	4.767.718
	149.001.847	156.094.332
Total assets	364.726.240	372.748.280
EQUITY		
Capital and reserves attributable to the Company's equity holders		
Share capital	7.337.589	7.337.589
Share premium	40.100.692	40.100.693
Other reserves	7.914.566	7.914.566
Retained earnings/(losses)	(50.798.576)	(36.200.592)
Total	4.554.271	19.152.255
Total equity	4.554.271	19.152.255
LIABILITIES		
Non-current liabilities		
Loans and Borrowings	163.521.573	160.594.047
Deferred tax liabilities	10.773.184	12.289.501
Employee benefits	2.332.191	2.065.627
Grants	125.497	125.497
Provisions	648.000	648.000
Trade and other payables	1.296.141	2.425.447
	178.696.586	178.148.118
Current liabilities		
Trade and other payables	87.792.012	87.167.244
Loans and Borrowings	93.683.371	88.280.663
	181.475.383	175.447.907
Total liabilities	360.171.969	353.596.025
Total equity and liabilities	364.726.240	372.748.280

Κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης

<i>Amounts in Euro</i>	12 months until 31/12/2016	12 months until 31/12/2015
Revenue	98.001.177	143.650.800
Cost of sales	(84.783.465)	(133.117.487)
Gross profit	13.217.712	10.533.313
Selling and Distribution expenses	(7.359.652)	(9.964.127)
Administrative expenses	(7.958.972)	(8.184.702)
Other Income	9.335.973	7.226.304
Other Expenses	(10.556.816)	(8.867.880)
Operating profit / (loss)	(3.321.755)	(9.257.092)
Finance Income	426.307	50.690
Finance Costs	(13.046.526)	(15.258.314)
Dividend	56.666	93.236
Profit/(Loss) before income tax	(15.885.308)	(24.371.480)
Income tax expense	1.449.909	209.711
Profit/(Loss) after tax	(14.435.399)	(24.161.769)

Profit / (losses) after tax per share attributable to the shareholders for the year (amounts expressed in euro per share)

	12 months until 31/12/2016	12 months until 31/12/2015
Basic	(19,1578)	(32,0661)

	12 months until 31/12/2016	12 months until 31/12/2015
Profit/(losses) after taxes	(14.435.399)	(24.161.769)
Recognized actuarial gain/losses after taxes	(162.585)	29.647
Total income after taxes	(162.585)	29.647
Balance as at 31/12/2016	(14.597.984)	(24.132.122)

Κατάσταση Μεταβολών Ιδίων Κεφαλαίων

Amounts in Euro	Share Capital & share Premium Reserves	Other Reserves	Retained Earnings	Total Equity
Balance as at 1 January 2015	13.835.863	7.914.566	(12.068.470)	9.681.959
Profit/(loss) that was recognised directly in owner's equity	-	-	29.647	29.647
Net profit of the period	-	-	(24.161.769)	(24.161.769)
Total comprehensive income	-	-	(24.132.123)	(24.132.123)
Issuance of share capital/ (reduction)	33.602.418	-	-	33.602.418
Balance as at 31 December 2015	47.438.281	7.914.566	(36.200.592)	19.152.255
Balance as at 1 January 2016	47.438.281	7.914.566	(36.200.592)	19.152.255
Profit/(loss) that was recognised directly in owner's equity	-	-	(162.585)	(162.585)
Net profit of the period	-	-	(14.435.399)	(14.435.399)
Total comprehensive income	-	-	(14.597.984)	(14.597.984)
Balance as at 31 December 2016	47.438.281	7.914.566	(50.798.576)	4.554.271

Κατάσταση Ταμειακών Ροών

<i>Amounts in Euro</i>	1/1 to 31/12/2016	1/1 to 31/12/2015
Cash flows from operating activities		
Cash flows from operating activities	13.591.758	16.998.212
Interest paid	(12.181.687)	(14.846.159)
Income tax paid	-	(72.353)
Net Cash flows from operating activities	1.410.071	2.079.700
Cash flows from investing activities		
Purchase of tangible assets	(3.451.553)	(12.128.257)
Sales of Fixed Assets	769.049	445.685
Sales of Participations in other companies	-	2.025
Dividends received	56.666	91.211
Interest received	426.307	50.690
Acquisition of other investments/available for sale investments	(11.901)	-
Increase of participation in subsidiaries	(3.000.000)	139.545
Net cash generated from investing activities	(5.211.432)	(11.399.101)
Cash flows from financing activities		
Issue of ordinary shares	-	28.261.337
Loans received	10.873.479	9.975.714
Loans settlement	(3.428.902)	(31.147.366)
Net cash flows from financing activities	7.444.577	7.089.684
Net (decrease)/ increase in cash and cash equivalents	3.643.216	(2.229.716)
Cash and cash equivalents at the beginning of period	4.767.718	6.997.434
Cash and cash equivalents at the end of period	8.410.934	4.767.718

• **ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΣΙΔΕΝΟΡ 2015**

Ισολογισμός

	Σημ.	<u>31-Δεκ-15</u>	<u>31-Δεκ-14</u>
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			
Μη κυκλοφορούν ενεργητικό			
Οικόπεδα & Κτίρια	6	27.694.428	23.343.522
Μηχανολογικός Εξοπλισμός	6	45.100.667	49.369.950
Λοιπά Ενσώματα πάγια	6	12.283.562	4.126.036
Άλλα περιουσιακά στοιχεία	6	43.689	60.605
Επενδύσεις σε συγγενείς επιχειρήσεις	7	7.854.303	7.993.848
Επενδύσεις σε θυγατρικές επιχειρήσεις	8	105.968.771	102.433.244
Χρηματοοικονομικά στοιχεία διαθέσιμα προς πώληση	9	1.419.444	1.419.444
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	12	16.289.085	1.285.561
		<u>216.653.948</u>	<u>190.032.210</u>
Κυκλοφορούν ενεργητικό			
Αποθέματα	11	30.416.604	31.593.783
Εμπορικές και λοιπές απαιτήσεις	12	120.910.010	134.231.382
Απαιτήσεις από φόρο εισοδήματος	12	-	12.173
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	13	4.767.718	6.997.434
		<u>156.094.332</u>	<u>172.834.773</u>
		<u>372.748.280</u>	<u>362.866.983</u>
Σύνολο ενεργητικού			
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ			
Ίδια κεφάλαια αποδιδόμενα στους μετόχους			
Μετοχικό κεφάλαιο	14	7.337.589	3.746.055
Αποθεματικό υπέρ το άρτιο	14	40.100.693	10.089.808
Λοιπά αποθεματικά	15	7.914.566	7.914.566
Κέρδη/ (ζημιές) εις νέον		-36.200.592	-12.068.470
Σύνολο		<u>19.152.255</u>	<u>9.681.959</u>
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων		<u>19.152.255</u>	<u>9.681.959</u>
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ			
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις			
Δάνεια	16	160.594.047	178.328.856
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	10	12.289.501	12.381.314
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	17	2.065.627	2.048.097
Επιχορηγήσεις	18	125.497	125.497
Προβλέψεις	20	648.000	648.000
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	19	2.425.447	3.393.423
		<u>178.148.118</u>	<u>196.925.186</u>
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις			
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	19	87.167.244	64.609.380
Δάνεια	16	88.280.663	91.472.315
Υποχρέωση από φόρο εισοδήματος	24	-	178.142
		<u>175.447.907</u>	<u>156.259.837</u>
Σύνολο υποχρεώσεων		<u>353.596.025</u>	<u>353.185.024</u>
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων		<u>372.748.280</u>	<u>362.866.983</u>

Κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης

<i>Ποσά σε Ευρώ</i>	Σημ.	12 μήνες έως 31/12/2015	12 μήνες έως 31/12/2014
Πωλήσεις	5	143.650.800	126.609.738
Κόστος Πωληθέντων	21	-133.117.487	-111.510.614
Μεικτό Κέρδος		10.533.313	15.099.125
Έξοδα διάθεσης	21	-9.964.128	-8.512.724
Έξοδα διοίκησης	21	-8.184.702	-7.895.148
Λοιπά έσοδα εκμετάλλευσης	25	7.226.304	9.266.804
Λοιπά έξοδα εκμετάλλευσης	25	-8.867.880	-10.711.547
Αποτελέσματα εκμετάλλευσης		-9.257.092	-2.753.489
Χρηματοοικονομικά έσοδα	23	50.690	68.929
Χρηματοοικονομικά έξοδα	23	-15.258.314	-15.220.664
Έσοδα από μερίσματα	25	91.211	153.020
Κέρδη/ Ζημιές συμμετοχών	25	2.025	-4.334
Κέρδη (ζημιές) προ φόρων		-24.371.480	-17.756.539
Φόρος εισοδήματος	24	209.711	-306.425
Κέρδη (ζημιές) μετά από φόρους		-24.161.769	-18.062.964

Κέρδη / (ζημιές) μετά από φόρους ανά μετοχή που αναλογούν στους μετόχους για την χρήση (ποσά εκφρασμένα σε ευρώ ανά μετοχή)

	12 μήνες έως 31/12/2015	12 μήνες έως 31/12/2014
Βασικά	(32,0661)	(32,4442)

Κατάσταση Συνολικού Εισοδήματος

	12 μήνες έως 31/12/2015	12 μήνες έως 31/12/2014
Κέρδη (ζημιές) μετά από φόρους	-24.161.769	-18.062.964
Αναγνωρισμένα αναλογιστικά κέρδη / ζημιές	29.647	-380.832
Συνολικό εισόδημα μετά από φόρους	29.647	-380.832
Συγκεντρωτικό συνολικό εισόδημα μετά από φόρους	-24.132.123	-18.443.796

Κατάσταση Μεταβολών Ιδίων Κεφαλαίων

<i>Ποσά σε Ευρώ</i>	Μετοχικό Κεφάλαιο & Αποθεματικό Υπέρ το Άρτιο	Λοιπά αποθεματικά	Αποτελέσματα εις νέον	Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων
Υπόλοιπο 1 Ιανουαρίου 2014	13.835.863	7.914.566	7.695.473	29.445.904
Κέρδη (ζημιές) μετά από φόρους	-	-	-18.062.964	-18.062.964
Αναγνωρισμένα αναλογιστικά κέρδη / ζημιές	-	-	-380.832	-380.832
Έσοδα από έκδοση μετοχών	-	-	-1.320.147	-1.320.147
Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα (έξοδα) μετά από φόρους (1/1/2014-31/12/2014)	-	-	-19.763.943	-19.763.943
Υπόλοιπο 31 Δεκεμβρίου 2014	13.835.863	7.914.566	-12.068.470	9.681.960
Υπόλοιπο 1 Ιανουαρίου 2015	13.835.863	7.914.566	-12.068.470	9.681.960
Κέρδη (ζημιές) μετά από φόρους	-	-	-24.161.769	-24.161.769
Αναγνωρισμένα αναλογιστικά κέρδη / ζημιές	-	-	29.647	29.647
Έκδοση μετοχικού κεφαλαίου / (μείωση)	33.602.418	-	-	33.602.418
Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα (έξοδα) μετά από φόρους (1/1/2015-31/12/2015)	33.602.418	-	-24.132.123	9.470.296
Υπόλοιπο 31 Δεκεμβρίου 2015	47.438.282	7.914.566	-36.200.592	19.152.255

Κατάσταση Ταμειακών Ροών

<i>Ποσά σε ευρώ</i>	Σημ.	1/1 έως 31/12/2015	1/1 έως 31/12/2014
Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες			
Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες	26	16.998.212	-5.864.336
Καταβληθέντες τόκοι		-14.846.159	-15.073.695
Καταβληθείς φόρος εισοδήματος		-72.353	-
Καθαρές ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες		2.079.700	-20.938.030
Ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες			
Αγορές ενσώματων περιουσιακών στοιχείων	6	-12.128.257	-3.836.496
Αγορές άυλων περιουσιακών στοιχείων	6	-	-54.606
Πωλήσεις ενσώματων παγίων	6	445.685	2.177.275
Πωλήσεις συμμετοχών	30	2.025	-
Μερίσματα εισπραχθέντα		91.211	96.784
Επιστροφή κεφαλαίου συγγενούς εταιρείας	7	139.545	1.094
Εισφερόμενα ταμειακά διαθέσιμα θυγατρικής		-	122.423
Καθαρές ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες		-11.449.791	-1.493.527
Ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες			
Έκδοση κοινών μετοχών	14	28.261.337	-
Δάνεια αναληφθέντα		9.975.714	63.511.664
Αποπληρωμή δανεισμού		-31.147.366	-39.661.193
Λοιπά		50.690	68.929
Καθαρές ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες		7.140.374	23.919.400
Καθαρή (μείωση)/ αύξηση στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα		-2.229.716	1.487.842
Ταμειακά διαθέσιμα στην αρχή της χρήσης	13	6.997.434	5.509.592
Ταμειακά διαθέσιμα στο τέλος της περιόδου		4.767.718	6.997.435