



ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ ΚΑΙ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ

Διπλωματική Εργασία

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε.

του

ΑΛΕΞΟΠΟΥΛΟΥ ΓΕΩΡΓΙΟΥ

Επιβλέπων Καθηγητής: Μεσσής Πέτρος

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού Διπλώματος στη
Λογιστική Φορολογία και Χρηματοοικονομική Διοίκηση

Σεπτέμβριος 2023

Στην οικογένειά μου

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή κ. Πέτρο Μεσσή για την υποστήριξη και τη βοήθειά του κατά τη συγγραφή της διπλωματικής εργασίας, καθώς και όλους τους καθηγητές του μεταπτυχιακού προγράμματος για τις γνώσεις που μας μετέδωσαν κατά τη διδασκαλία των μαθημάτων.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η αποτίμηση του ομίλου Mytilineos. Η Mytilineos είναι ένας ενεργειακός και βιομηχανικός όμιλος, ο οποίος αναπτύσσει τις δραστηριότητές του σε παγκόσμιο επίπεδο. Για την αποτίμηση της αξίας της εταιρίας εφαρμόζεται η μέθοδος της προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση. Κατόπιν σύγκρισης μεταξύ της εκτιμώμενης αξίας της μετοχής και της τιμής της μετοχής στο χρηματιστήριο, προκύπτει ότι η μετοχή της Mytilineos είναι υποτιμημένη. Επιπλέον, στα πλαίσια της παρούσας εργασίας πραγματοποιείται οριζόντια και κάθετη ανάλυση της κατάστασης χρηματοοικονομικής θέσης και της κατάστασης αποτελεσμάτων, καθώς και ανάλυση αριθμοδεικτών. Τα συμπεράσματα, τα οποία προκύπτουν από αυτές τις αναλύσεις, είναι η ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκριθεί στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της αξιοποιώντας τα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού της, η συνεχώς αυξανόμενη συμμετοχή των ξένων κεφαλαίων στη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων της και η σημαντική μεγέθυνση της κερδοφορίας της. Τέλος, οι δείκτες τιμή προς κέρδη ανά μετοχή και κεφαλαιοποίηση προς πωλήσεις επιβεβαιώνουν το συμπέρασμα, το οποίο προέκυψε από την αποτίμηση, ότι δηλαδή η μετοχή της Mytilineos είναι υποτιμημένη.

ABSTRACT

The aim of this study is to value Mytilineos S.A.. Mytilineos is a global industrial and energy company. In order to value the company, the discounted free cash flow to the firm method is used. A comparison between the intrinsic value of the stock and the market price of the stock shows that Mytilineos' stock is undervalued. Moreover, in this study horizontal and vertical analysis of the balance sheet and of the income statement are carried out as well as financial ratio analysis. The conclusions drawn from financial analysis are the ability of the company to meet its short-term obligations with its current assets, the ever-increasing use of debt financing and the ever-increasing company's profitability. Finally, the price-to-earnings ratio and the price-to-sales ratio show that Mytilineos' stock is undervalued, conclusion that was also drawn from company's valuation.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΑΦΙΕΡΩΣΕΙΣ.....	ii
ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ.....	iii
ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	iv
ABSTRACT.....	v
ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ.....	vi
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ.....	ix
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ.....	xii
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	1
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ.....	3
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΜΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ.....	7
3.1 Εννοιολογική Προσέγγιση της Αποτίμησης της Αξίας.....	7
3.2 Περιεχόμενα Έκθεσης Αποτίμησης.....	8
3.3 Μέθοδοι Αποτίμησης της Αξίας μιας Επιχείρησης.....	9
3.3.1 Μέθοδος προεξόφλησης μελλοντικών μερισμάτων.....	10
3.3.2 Μέθοδοι των προεξοφλημένων ταμειακών ροών.....	11
3.3.2.1 Μέθοδος προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών προς τα ίδια κεφάλαια(Free Cash Flow to Equity, FCFE).....	11
3.3.2.2 Μέθοδος προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση (Free Cash Flow to the Firm, FCFF).....	13
3.3.3 Μέθοδοι συγκριτικής αποτίμησης.....	14
3.3.3.1 Μέθοδος συγκρίσιμης επιχείρησης.....	15
3.3.3.2 Μέθοδος συγκριτικών συναλλαγών.....	16
3.3.4 Μέθοδος καθαρής περιουσιακής θέσης.....	17
3.4 Περιπτώσεις Εφαρμογής των Μεθόδων Αποτίμησης.....	17
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ ΜΥΤΙΛΙΝΕΟΣ.....	19
4.1 Περιγραφή του Ομίλου Mytilineos.....	19
4.2 Τομείς Δραστηριοποίησης του Ομίλου Mytilineos.....	19
4.3 Κριτήρια ESG και Όμιλος Mytilineos.....	20
4.3.1 Ορισμός του ESG.....	20
4.3.2 Επιδόσεις ESG του ομίλου Mytilineos.....	21

4.3.2.1 Όρος περιβάλλον (Environment).....	21
4.3.2.2 Όρος κοινωνία (Social).....	22
4.3.2.3 Όρος διακυβέρνηση (Governance).....	23
4.4 Χρηματοπιστηριακή Πορεία του Ομίλου Mytilineos.....	24
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΑΝΑΛΥΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ MYTILINEOS.....	28
5.1 Περιγραφή των Οικονομικών Καταστάσεων.....	28
5.2 Προσεγγίσεις Ανάλυσης των Οικονομικών Καταστάσεων.....	29
5.3 Παρουσίαση των Οικονομικών Καταστάσεων του Ομίλου Mytilineos.....	30
5.4 Οριζόντια και Κάθετη Ανάλυση των Οικονομικών Καταστάσεων του Ομίλου Mytilineos.....	33
5.5 Ανάλυση Αριθμοδεικτών του Ομίλου Mytilineos.....	38
5.5.1 Δείκτες ρευστότητας.....	38
5.5.1.1 Δείκτης γενικής ρευστότητας.....	38
5.5.1.2 Δείκτης άμεσης ρευστότητας.....	38
5.5.1.3 Δείκτης διαθεσίμων.....	39
5.5.2 Δείκτες δραστηριότητας.....	40
5.5.2.1 Κυκλοφοριακή ταχύτητα απαιτήσεων.....	40
5.5.2.2 Μέση περίοδος είσπραξης απαιτήσεων.....	41
5.5.2.3 Κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων.....	42
5.5.2.4 Ημέρες αποθεμάτων.....	43
5.5.2.5 Κυκλοφοριακή ταχύτητα προμηθευτών.....	43
5.5.2.6 Ημέρες πίστωσης.....	44
5.5.2.7 Κυκλοφοριακή ταχύτητα παγίων.....	45
5.5.2.8 Δείκτης κύκλου εργασιών ενεργητικού.....	46
5.5.3 Δείκτες χρέους ή μόχλευσης.....	47
5.5.3.1 Δείκτης δανειακής επιβάρυνσης.....	47
5.5.3.2 Δείκτης ξένων προς ίδια κεφάλαια.....	47
5.5.3.3 Δείκτης κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών.....	48
5.5.4 Δείκτες κερδοφορίας ή αποδοτικότητας.....	49
5.5.4.1 Δείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους.....	49
5.5.4.2 Δείκτης λειτουργικού περιθωρίου κέρδους.....	50
5.5.4.3 Δείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους.....	51
5.5.4.4 Δείκτης απόδοσης συνολικού ενεργητικού.....	51

5.5.4.5 Δείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων.....	52
5.5.5 Επενδυτικοί δείκτες.....	53
5.5.5.1 Μερισματική απόδοση.....	53
5.5.5.2 Κέρδη ανά μετοχή.....	54
5.5.5.3 Τιμή προς κέρδη ανά μετοχή (P/E).....	55
5.5.5.4 Τιμή προς λογιστική αξία.....	55
5.5.5.5 Δείκτης κεφαλαιοποίησης προς πωλήσεις.....	56
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΟΜΙΛΟΥ MYTILINEOS.....	58
6.1 Σκοπός και Μέθοδος Αποτίμησης.....	58
6.2 Πρόβλεψη Πωλήσεων του Ομίλου Mytilineos για τα Έτη 2023-2027.....	59
6.3 Πρόβλεψη Κόστους Πωληθέντων, Λειτουργικών Δαπανών και Αποσβέσεων του Ομίλου Mytilineos για τα Έτη 2023-2027.....	61
6.4 Πρόβλεψη Μεταβολών μη Ταμειακού Κεφαλαίου Κίνησης και Κεφαλαιουχικών Δαπανών του Ομίλου Mytilineos για τα Έτη 2023-2027.....	63
6.5 Πρόβλεψη Ελεύθερων Ταμειακών Ροών προς την Επιχείρηση του Ομίλου Mytilineos για τα Έτη 2023-2027.....	65
6.6 Υπολογισμός του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου.....	66
6.7 Πρόβλεψη Τελικής Αξίας του Ομίλου Mytilineos.....	70
6.8 Προσδιορισμός της Αξίας της Μετοχής του Ομίλου Mytilineos.....	71
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	74
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	77

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1: Διαχρονική εξέλιξη των ετήσιων αποδόσεων του ομίλου Mytilineos και του Γενικού Δείκτη για τα έτη 2018-2022.....	25
Πίνακας 2: Περιγραφικά στατιστικά των ετήσιων αποδόσεων του ομίλου Mytilineos και του Γενικού Δείκτη για τα έτη 2018-2022.....	26
Πίνακας 3: Περιγραφικά στατιστικά των ημερήσιων αποδόσεων του ομίλου Mytilineos και του Γενικού Δείκτη για τα έτη 2018-2022.....	26
Πίνακας 4: Κατάσταση χρηματοοικονομικής θέσης του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.....	31
Πίνακας 5: Κατάσταση αποτελεσμάτων του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.....	32
Πίνακας 6: Οριζόντια ανάλυση της κατάστασης αποτελεσμάτων του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.....	34
Πίνακας 7: Κάθετη ανάλυση της κατάστασης αποτελεσμάτων του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.....	34
Πίνακας 8: Οριζόντια ανάλυση της κατάστασης χρηματοοικονομικής θέσης του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.....	36
Πίνακας 9: Κάθετη ανάλυση της κατάστασης χρηματοοικονομικής θέσης του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.....	37
Πίνακας 10: Ρυθμοί αύξησης των πωλήσεων του ομίλου Mytilineos κατά τα έτη 2018-2022.....	60
Πίνακας 11: Ρυθμοί αύξησης του ΑΕΠ της ελληνικής οικονομίας κατά τα έτη 2018-2022.....	60
Πίνακας 12: Πηλίκιο EBITDA/Πωλήσεις του ομίλου Mytilineos κατά τα έτη 2018-2022.....	61
Πίνακας 13: Εκτίμηση του ρυθμού ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας για τα έτη 2023-2027 (Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής).....	61

Πίνακας 14: Εκτίμηση των πωλήσεων του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2023-2027.....	61
Πίνακας 15: Εξέλιξη κόστους πωληθέντων του ομίλου Mytilineos κατά τα έτη 2018-2022.....	62
Πίνακας 16: Εξέλιξη λειτουργικών δαπανών του ομίλου Mytilineos κατά τα έτη 2018-2022.....	62
Πίνακας 17: Εξέλιξη αποσβέσεων του ομίλου Mytilineos κατά τα έτη 2018-2022.....	62
Πίνακας 18: Εκτίμηση του κόστους πωληθέντων του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2023-2027.....	62
Πίνακας 19: Εκτίμηση των λειτουργικών δαπανών του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2023-2027.....	62
Πίνακας 20: Εκτίμηση των αποσβέσεων του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2023-2027.....	63
Πίνακας 21: Εξέλιξη κυκλοφορούντος ενεργητικού και βραχυπροθέσμων υποχρεώσεων του ομίλου Mytilineos κατά τα έτη 2018-2022.....	64
Πίνακας 22: Εκτίμηση μεταβολών μη ταμειακού κεφαλαίου κίνησης του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2023-2027.....	64
Πίνακας 23: Εξέλιξη παγίου ενεργητικού του ομίλου Mytilineos κατά τα έτη 2018-2022.....	65
Πίνακας 24: Εκτίμηση κεφαλαιουχικών δαπανών του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2023-2027.....	65
Πίνακας 25: Εξέλιξη φορολογικής επιβάρυνσης του ομίλου Mytilineos κατά τα έτη 2018-2022.....	65
Πίνακας 26: Εκτίμηση των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2023-2027.....	66
Πίνακας 27: Κεφαλαιοποίηση του ομίλου Mytilineos κατά τα έτη 2018-2022.....	67
Πίνακας 28: Υπολογισμός των συντελεστών στάθμισης των ιδίων κεφαλαίων και των δανειακών κεφαλαίων για τον όμιλο Mytilineos.....	68
Πίνακας 29: Υπολογισμός κόστους δανειακών κεφαλαίων του ομίλου Mytilineos.....	68

Πίνακας 30: Αποδόσεις δεκαετούς τίτλου ελληνικού δημοσίου.....	69
Πίνακας 31: Υπολογισμός του κόστους ιδίων κεφαλαίων του ομίλου Mytilineos.....	70
Πίνακας 32: Υπολογισμός του WACC του ομίλου Mytilineos.....	70
Πίνακας 33: Υπολογισμός της παρούσας αξίας των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση του ομίλου Mytilineos.....	72
Πίνακας 34: Υπολογισμός της αξίας των ιδίων κεφαλαίων του ομίλου Mytilineos.....	72
Πίνακας 35: Υπολογισμός της αξίας της μετοχής του ομίλου Mytilineos.....	73

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Διάγραμμα 1: Διαχρονική εξέλιξη των ημερήσιων τιμών της μετοχής του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.....	25
Διάγραμμα 2: Συνολικές αποδόσεις της μετοχής της Mytilineos και του Γενικού Δείκτη από τις 29/05/2018 μέχρι τις 30/12/2022.....	27
Διάγραμμα 3: Διαχρονική εξέλιξη του δείκτη γενικής ρευστότητας του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.....	38
Διάγραμμα 4: Διαχρονική εξέλιξη του δείκτη άμεσης ρευστότητας του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.....	39
Διάγραμμα 5: Διαχρονική εξέλιξη του δείκτη διαθεσίμων του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.....	40
Διάγραμμα 6: Διαχρονική εξέλιξη του δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.....	41
Διάγραμμα 7: Διαχρονική εξέλιξη του δείκτη μέσης περιόδου είσπραξης απαιτήσεων του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.....	42
Διάγραμμα 8: Διαχρονική εξέλιξη του δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.....	42
Διάγραμμα 9: Διαχρονική εξέλιξη του δείκτη ημέρες αποθεμάτων του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.....	43
Διάγραμμα 10: Διαχρονική εξέλιξη του δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας προμηθευτών του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.....	44
Διάγραμμα 11: Διαχρονική εξέλιξη του δείκτη ημέρες πίστωσης του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.....	45
Διάγραμμα 12: Διαχρονική εξέλιξη του δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας παγίων του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.....	46
Διάγραμμα 13: Διαχρονική εξέλιξη του δείκτη κύκλου εργασιών ενεργητικού του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.....	46

Διάγραμμα 14: Διαχρονική εξέλιξη του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.....	47
Διάγραμμα 15: Διαχρονική εξέλιξη του δείκτη ξένων προς ίδια κεφάλαια του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.....	48
Διάγραμμα 16: Διαχρονική εξέλιξη του δείκτη κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.....	49
Διάγραμμα 17: Διαχρονική εξέλιξη του δείκτη μικτού περιθωρίου κέρδους του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.....	50
Διάγραμμα 18: Διαχρονική εξέλιξη του δείκτη λειτουργικού περιθωρίου κέρδους του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.....	50
Διάγραμμα 19: Διαχρονική εξέλιξη του δείκτη καθαρού περιθωρίου κέρδους του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.....	51
Διάγραμμα 20: Διαχρονική εξέλιξη του δείκτη απόδοσης συνολικού ενεργητικού του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.....	52
Διάγραμμα 21: Διαχρονική εξέλιξη του δείκτη απόδοσης ιδίων κεφαλαίων του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.....	53
Διάγραμμα 22: Διαχρονική εξέλιξη του δείκτη μερισματικής απόδοσης του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.....	54
Διάγραμμα 23: Διαχρονική εξέλιξη του δείκτη κέρδη ανά μετοχή του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.....	54
Διάγραμμα 24: Διαχρονική εξέλιξη του δείκτη P/E του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.....	55
Διάγραμμα 25: Διαχρονική εξέλιξη του δείκτη τιμή μετοχής προς λογιστική αξία μετοχής του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.....	56
Διάγραμμα 26: Διαχρονική εξέλιξη του δείκτη κεφαλαιοποίηση προς πωλήσεις του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.....	57

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ως αποτίμηση θα μπορούσε να ορισθεί η διαδικασία προσδιορισμού της αξίας του συνόλου των δραστηριοτήτων μιας επιχείρησης ή ενός τμήματός της. Για την αποτίμηση μπορούν να χρησιμοποιηθούν μια σειρά από μεθόδους. Η καταλληλότητα της κάθε μεθόδου εξαρτάται από παράγοντες, όπως ο κλάδος δραστηριότητας και η οικονομική κατάσταση της αποτιμώμενης επιχείρησης (Λαζαρίδης, 2017). Επίσης, εμπόδια και δυσκολίες, οι οποίες ενδέχεται να προκύψουν κατά την αποτίμηση μιας επιχείρησης, καθορίζουν τη μέθοδο που θα ακολουθηθεί. Ως τέτοιες δυσκολίες μπορούν να αναφερθούν η έλλειψη ιστορικών δεδομένων για επιχειρήσεις που βρίσκονται στα πρώτα στάδια λειτουργίας τους και η αδυναμία ακριβούς εκτίμησης της πιθανότητας χρεοκοπίας επιχειρήσεων, οι οποίες εμφανίζουν επιδείνωση των οικονομικών μεγεθών τους. Επιπλέον, σημαντικό εμπόδιο κατά την αποτίμηση μιας επιχείρησης αποτελεί η μεταβλητότητα των μακροοικονομικών μεγεθών και η αβεβαιότητα που χαρακτηρίζει το οικονομικό περιβάλλον, στο οποίο αναπτύσσονται οι επιχειρηματικές δραστηριότητες (Damodaran, 2010).

Η Mytilineos ΑΕ αποτελεί μια ελληνική βιομηχανική και ενεργειακή επιχείρηση με παρουσία σε παγκόσμιο επίπεδο. Η εταιρία δραστηριοποιείται στην παραγωγή αλουμινίου, αλουμίνας και βωξίτη. Επίσης, σημαντικό τμήμα των δραστηριοτήτων του ομίλου αποτελεί η παραγωγή ηλεκτρικής ενέργειας από σταθμούς, οι οποίοι χρησιμοποιούν ως καύσιμο το φυσικό αέριο, καθώς και από μονάδες ανανεώσιμων πηγών ενέργειας. Ακόμη, ο όμιλος αναπτύσσει επιχειρηματική δράση στη λιανική αγορά προμήθειας ηλεκτρικής ενέργειας και φυσικού αερίου (Mytilineos, 2019).

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η αποτίμηση της αξίας του ομίλου Mytilineos. Για την αποτίμηση της Mytilineos θα εφαρμοσθεί η μέθοδος της προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση (Free Cash Flow to the Firm, FCFF). Παράλληλα, στα πλαίσια της εργασίας θα πραγματοποιηθεί ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων του ομίλου και ειδικότερα ανάλυση αριθμοδεικτών, καθώς και οριζόντια και κάθετη ανάλυση. Ακόμη, το ερώτημα, στο οποίο επιχειρείται να δοθεί απάντηση, είναι κατά πόσο η μετοχή της Mytilineos είναι υποτιμημένη, υπερτιμημένη ή σωστά τιμολογημένη. Τέλος, είναι απαραίτητο να αναφερθεί ότι για την εκτέλεση των αριθμητικών πράξεων θα χρησιμοποιηθεί το υπολογιστικό φύλλο Microsoft Excel.

Σχετικά με τη δομή που έχει επιλεγεί, η εργασία διαιρείται σε επτά κεφάλαια. Στο κεφάλαιο 1, το οποίο αποτελεί την εισαγωγή, περιγράφονται ο σκοπός, η μεθοδολογία που θα εφαρμοσθεί και η δομή της παρούσας εργασίας. Στο κεφάλαιο 2, στο οποίο περιλαμβάνεται η επισκόπηση βιβλιογραφίας, υλοποιείται ανάλυση ορισμένων παραγόντων που καθορίζουν την αξία μιας επιχείρησης. Στο κεφάλαιο 3 πραγματοποιείται θεωρητική προσέγγιση των εννοιών της αξίας και της αποτίμησης, καθώς και περιγραφή κάποιων μεθόδων αποτίμησης. Στο κεφάλαιο 4 γίνεται παρουσίαση των δραστηριοτήτων του ομίλου Mytilineos, συνοπτική αναφορά στις πρωτοβουλίες συμμόρφωσης με τις απαιτήσεις των κριτηρίων ESG και σχολιασμός της παρελθοντικής πορείας της τιμής της μετοχής του ομίλου. Στο κεφάλαιο 5 περιλαμβάνονται τα αποτελέσματα της ανάλυσης αριθμοδεικτών, καθώς και της κάθετης και της οριζόντιας ανάλυσης. Στο κεφάλαιο 6 περιγράφεται η εφαρμογή της μεθόδου της προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση για την Mytilineos και σχολιάζεται αν η μετοχή του ομίλου είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη. Τέλος, στο κεφάλαιο 7 διατυπώνονται τα κυριότερα συμπεράσματα που προέκυψαν από την παρούσα εργασία.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

Η αποτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης συνδέεται στενά με την ανάληψη επιχειρηματικών δραστηριοτήτων, την αξιολόγηση εναλλακτικών επενδυτικών επιλογών και τη λήψη διοικητικών αποφάσεων. Εξαιτίας της σημαντικότητάς της αυτής, μια σειρά από έρευνες έχουν προσπαθήσει να εξετάσουν τους παράγοντες που καθορίζουν την αξία μιας επιχείρησης.

Οι Beiner, Drobetz, Schmid και Zimmermann (2006) εξέτασαν εάν η αξία μιας επιχείρησης επηρεάζεται από την ποιότητα εταιρικής διακυβέρνησης. Για τον σκοπό αυτό προχώρησαν στη δημιουργία ενός δείκτη, ο οποίος αντανάκλα το επίπεδο εταιρικής διακυβέρνησης. Επιπλέον, τα δεδομένα της έρευνας αντλήθηκαν από ένα αντιπροσωπευτικό δείγμα ελβετικών εταιριών. Η μελέτη οδήγησε στο συμπέρασμα, ότι υπάρχει θετική σχέση μεταξύ του επιπέδου εταιρικής διακυβέρνησης μιας επιχείρησης και της αξίας της. Το συμπέρασμα αυτό, επαληθεύει προηγούμενες έρευνες που είχαν διεξαχθεί για το συγκεκριμένο ζήτημα. Ωστόσο, οι περισσότερες έρευνες που προηγήθηκαν στηρίχθηκαν σε δεδομένα εταιριών των Ηνωμένων Πολιτειών και των αναδυόμενων αγορών.

Οι Al-Najjar και Anfimiadou (2012) διερεύνησαν την ύπαρξη σχέσης μεταξύ της υιοθέτησης από μια επιχείρηση πολιτικών φιλικών προς το περιβάλλον και της αξίας της. Για το σκοπό αυτό χρησιμοποίησαν δεδομένα εταιριών του Ηνωμένου Βασιλείου για τη χρονική περίοδο 1999-2008. Για να μπορέσουν να αξιολογήσουν τις επιχειρηματικές προσπάθειες για μείωση του περιβαλλοντικού αποτυπώματος και για βελτίωση συγχρόνως της αποδοτικότητας των διεργασιών, χρησιμοποίησαν μια σειρά από δημοσιευμένα στοιχεία. Ειδικότερα, αξιοποιήθηκαν η ύπαρξη περιβαλλοντικού πιστοποιητικού, οι αναφορές βιωσιμότητας που είχαν συνταχθεί, καθώς και η συμμετοχή σε δύο περιβαλλοντικούς δείκτες. Τα συμπεράσματα της παρούσας μελέτης επιβεβαιώνουν τα αποτελέσματα προηγούμενων ερευνών, δηλαδή ότι η αξία μιας επιχείρησης αυξάνεται μέσω της υιοθέτησης περιβαλλοντικών πολιτικών.

Οι Gao, Ng και Wang (2008) εξέτασαν κατά πόσο η γεωγραφική διασπορά των δραστηριοτήτων μιας επιχείρησης έχει επιπτώσεις στην αξία της. Αρχικά, όρισαν ως γεωγραφική διασπορά τη δημιουργία από τη μητρική επιχείρηση θυγατρικών σε διαφορετικές περιοχές. Ακολούθως, συνέλεξαν δεδομένα για τη γεωγραφική επέκταση εταιριών των Ηνωμένων Πολιτειών το χρονικό διάστημα 1993-2003. Η έρευνα τους οδήγησε στο συμπέρασμα, ότι οι επιχειρήσεις των Ηνωμένων Πολιτειών που επεκτείνουν τις δραστηριότητές τους σε μια σειρά από περιοχές εντός των συνόρων εμφανίζουν μια μείωση

της αξίας τους κατά 6,2%, ενώ οι επιπτώσεις στην αξία τους είναι σημαντικότερες όταν δημιουργούνται θυγατρικές στο εξωτερικό. Τα ευρήματα αυτά ερμηνεύονται από το γεγονός, ότι τα κίνητρα που οδηγούν στην επέκταση δεν συνδέονται απαραίτητα με ενίσχυση της περιουσιακής θέσης των μετόχων, αλλά με αυξημένες απολαβές για τη διοίκηση μιας επιχείρησης. Οι διαπιστώσεις αυτές έρχονται σε σύγκρουση με προηγούμενες μελέτες. Οι μελέτες αυτές ισχυρίζονταν ότι η γεωγραφική επέκταση έχει θετική επίδραση σε μια επιχείρηση, καθώς μπορεί να τη βοηθήσει να βρει το κατάλληλο εργατικό δυναμικό, φυσικούς πόρους και νέους καταναλωτές για τα προϊόντα της.

Ο Damodaran το 2010 αναφέρθηκε και αυτός στην επίπτωση της γεωγραφικής επέκτασης μιας επιχείρησης στην αξία της. Ορισμένες επιχειρήσεις επιλέγουν να δραστηριοποιούνται σε πολλαπλές γεωγραφικές περιοχές και να αναπτύσσουν συγχρόνως μια σειρά από διαφορετικές επιχειρηματικές δραστηριότητες. Σύμφωνα με τον Damodaran αυτές οι επιχειρηματικές επιλογές δημιουργούν δυσκολίες στον προσδιορισμό της αξίας μιας επιχείρησης. Πιο συγκεκριμένα, τα προβλήματα δημιουργούνται από το γεγονός ότι κάθε ξεχωριστό τμήμα μιας πολυεθνικής επιχείρησης αναπτύσσεται ενδεχομένως με διαφορετικούς ρυθμούς και αντιπροσωπεύει διαφορετικό επίπεδο κινδύνου. Συνεπώς, διατυπώνεται η θέση, ότι για ορισμένες πολυεθνικές επιχειρήσεις η αξία τους πρέπει να αποτιμηθεί αθροίζοντας τις εκτιμώμενες αξίες των επιμέρους τμημάτων τους, αντί χρησιμοποιώντας αποκλειστικά τα ενοποιημένα μεγέθη των οικονομικών καταστάσεων.

Οι Allayannis και Weston (2001) μελέτησαν τις μεταβολές, οι οποίες προκαλούνται στην αξία μιας επιχείρησης, από την αντιστάθμιση του συναλλαγματικού κινδύνου με τη χρήση παραγώγων. Σε αντιδιαστολή με προγενέστερες μελέτες, οι οποίες είχαν εστιάσει στις συνθήκες που οδηγούν τις εταιρίες σε ενέργειες αντιστάθμισης, οι Allayannis και Weston επιχείρησαν να εξετάσουν την επίπτωση της αντιστάθμισης στην αξία μιας εταιρίας. Η έρευνά τους βασίστηκε στη λήψη ενός δείγματος 720 μη χρηματοπιστωτικών εταιριών των Ηνωμένων Πολιτειών για το χρονικό διάστημα 1990-1995. Τα ευρήματα της μελέτης αναφέρουν ότι από τις επιχειρήσεις, οι οποίες είναι εκτεθειμένες σε συναλλαγματικό κίνδυνο, εκείνες που αξιοποιούν τις δυνατότητες των παραγώγων εμφανίζουν κατά μέσο όρο ισχυρότερη αξία κατά 4,87%.

Η Panaretou (2014) διερεύνησε τις επιπτώσεις, τις οποίες έχουν στην αξία μιας επιχείρησης, οι τεχνικές αντιστάθμισης κινδύνου. Σε αντίθεση με τους Allayannis και Weston (2001), των οποίων η μελέτη αναφέρθηκε στην προηγούμενη παράγραφο, η Panaretou δεν εστίασε μόνο στην αντιστάθμιση συναλλαγματικού κινδύνου. Στην έρευνά της εξετάστηκε η χρήση παραγώγων με σκοπό την αντιστάθμιση των κινδύνων συναλλάγματος, επιτοκίου και

εμπορευμάτων. Ως δεδομένα αξιοποιήθηκαν τα στοιχεία ενός δείγματος εταιριών του Ηνωμένου Βασιλείου, σε αντιδιαστολή με προγενέστερες μελέτες που βασίσθηκαν σε επιχειρήσεις των Ηνωμένων Πολιτειών. Στο δείγμα της έρευνας παρατηρείται η ευρεία χρήση παραγώνων, με το 86,88% των εταιριών να τα εντάσσει στη στρατηγική διαχείρισης κινδύνων που εφαρμόζει. Μέσω της χρήσης παλινδρομήσεων συμπεραίνεται ότι οι τεχνικές αντιστάθμισης επιδρούν στην αξία. Ειδικότερα, διαπιστώνεται στατιστικά σημαντική αύξηση της αξίας από την αντιστάθμιση συναλλαγματικού κινδύνου, αδύναμες ενδείξεις επίδρασης στην αξία από τη χρήση παραγώνων για τον κίνδυνο επιτοκίων και καμία ένδειξη μεταβολής της αξίας από την αντιστάθμιση του κινδύνου εμπορευμάτων.

Οι Chaney και Lewis (1995) ανέφεραν ότι η αξία μιας επιχείρησης επηρεάζεται από τη χειραγώγηση των κερδών, στην οποία προβαίνει η διοίκησή της. Αρχικά, βασική υπόθεση της μελέτης αποτελεί η ύπαρξη ασυμμετρίας πληροφόρησης μεταξύ των διοικητικών στελεχών μιας επιχείρησης και των επενδυτών. Συνεπώς, οι επενδυτές στηρίζονται στα κέρδη, τα οποία δημοσιεύονται από τη διοίκηση στις οικονομικές καταστάσεις. Ωστόσο, τα διοικητικά στελέχη, καθώς οι απολαβές τους είναι συνδεδεμένες με την αξία της εταιρίας, προβαίνουν σε χειραγώγηση των δημοσιευμένων κερδών. Έτσι οι επενδυτές, οι οποίοι χρησιμοποιούν τα χειραγωγημένα κέρδη της επιχείρησης για να προσδιορίσουν την αξία της, αποδίδουν στην επιχείρηση υψηλότερες αξίες, οι οποίες δεν ανταποκρίνονται στην πραγματικότητα.

Η Beyer (2008) εξετάζει εκ νέου τη χειραγώγηση των κερδών από τα διοικητικά στελέχη και πως αυτή επιδρά στην αξία μιας επιχείρησης. Στη μελέτη αυτή προστίθεται και ένας ακόμη παράγοντας, οι προβλέψεις των αναλυτών για τα κέρδη της επιχείρησης. Σε προγενέστερες έρευνες έχει αναφερθεί ότι σκοπός των αναλυτών είναι οι εκτιμήσεις τους να ταυτίζονται με τα κέρδη που θα δημοσιευθούν, ενώ στόχος των διοικητών της επιχείρησης είναι τα δημοσιευθέντα κέρδη να είναι ίσα ή να υπερβαίνουν τις προβλέψεις των αναλυτών. Στην προσπάθειά τους να πετύχουν το στόχο που αναφέρθηκε, τα διοικητικά στελέχη προχωρούν σε χειραγώγηση των κερδών. Στηριζόμενη σε αυτές τις διαπιστώσεις, η Beyer δημιουργεί ένα μοντέλο που προβλέπει ότι, όταν τα κέρδη που δημοσιεύονται υπολείπονται των προβλέψεων των αναλυτών, η πτώση της αξίας της επιχείρησης είναι πιο έντονη από την άνοδο της αξίας, η οποία θα είχε παρατηρηθεί σε αντίθετη περίπτωση.

Συνοψίζοντας, η αξία μιας εταιρίας προσδιορίζεται από την ποιότητα εταιρικής διακυβέρνησης, τις περιβαλλοντικές πολιτικές που υιοθετεί η επιχείρηση, τη γεωγραφική διασπορά των δραστηριοτήτων της, τις τεχνικές αντιστάθμισης κινδύνου που εφαρμόζει και τη χειραγώγηση των κερδών εκ μέρους της διοίκησής της. Ωστόσο, απαιτείται περαιτέρω διερεύνηση του τρόπου με τον οποίο κάθε παράγοντας που αναφέρθηκε επηρεάζει μια

επιχείρηση. Επιπλέον, νέοι παράγοντες ενδέχεται να προκύψουν στο μέλλον, διότι το εσωτερικό και εξωτερικό περιβάλλον των επιχειρήσεων εξελίσσεται διαρκώς.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΜΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

3.1 Εννοιολογική Προσέγγιση της Αποτίμησης της Αξίας

Η αξία μιας επιχείρησης καθορίζεται από τη λειτουργία της και από τις μελλοντικές προοπτικές κερδοφορίας και δημιουργίας ταμειακών ροών. Την αξία μιας επιχείρησης συνθέτουν οι αξίες των απαιτήσεων και των υποχρεώσεων, καθώς και οι αξίες των μελλοντικών εισροών και εκροών. Μια σειρά από ομάδες ατόμων εκδηλώνει ενδιαφέρον για τον προσδιορισμό της αξίας μιας επιχείρησης. Η κάθε ομάδα, ανάλογα με τις επιδιώξεις και τις προτεραιότητές της, εξετάζει διαφορετικά κριτήρια για την εκτίμηση της αξίας. Για παράδειγμα, τα στελέχη μιας εταιρίας δίνουν μεγαλύτερη σημασία στην τιμή της μετοχής, ενώ οι δανειστές εστιάζουν στα κέρδη, στα ταμειακά πλεονάσματα και στον αριθμοδείκτη κάλυψης τόκων (Λαζαρίδης, 2017).

Ως αποτίμηση θα μπορούσε να ορισθεί η διαδικασία προσδιορισμού της αξίας μιας ολόκληρης επιχείρησης ή ενός τμήματός της. Μια σειρά από μεθοδολογίες μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την αποτίμηση μιας επιχείρησης. Για να μπορέσει να γίνει εκτίμηση της αξίας, είναι απαραίτητο να αναλυθούν οι παράγοντες που επηρεάζουν την αξία μιας επιχείρησης. Ως τέτοιοι παράγοντες θα μπορούσαν να αναφερθούν τα προϊόντα που παράγονται, το ανθρώπινο δυναμικό, τα πάγια και άυλα περιουσιακά στοιχεία του ενεργητικού, ο τρόπος χρηματοδότησης των λειτουργιών, η τοποθεσία στην οποία αναπτύσσονται οι επιχειρηματικές δραστηριότητες και η εταιρική φήμη που έχει διαδοθεί (Λαζαρίδης, 2017).

Οι παράγοντες, οι οποίοι καθορίζουν την αξία της αποτιμώμενης επιχείρησης, μπορούν να διακριθούν σε εσωτερικούς και εξωτερικούς. Η πορεία του πληθωρισμού, οι κινήσεις των επιτοκίων και η ρευστότητα της μετοχής της επιχείρησης εντάσσονται στους εξωτερικούς παράγοντες. Αντίθετα, ως εσωτερικοί παράγοντες μπορούν να αναφερθούν τα συστήματα διοίκησης και διακυβέρνησης, ο επενδυτικός σχεδιασμός, οι προϋπολογισμοί και τα ταμειακά προγράμματα που συντάσσονται, καθώς και ο έλεγχος του κόστους των παραγόμενων προϊόντων και υπηρεσιών (Λαζαρίδης, 2017).

Ιδιαίτερο ρόλο στην αποτίμηση μιας επιχείρησης έχει η χρονική στιγμή κατά την οποία αυτή πραγματοποιείται. Η αποτίμηση βασίζεται σε λογιστικά, χρηματοοικονομικά και νομικά δεδομένα μιας συγκεκριμένης χρονικής περιόδου. Ως αποτέλεσμα, μια έκθεση αποτίμησης δεν

μπορεί να θεωρηθεί αξιόπιστη μετά την πάροδο σημαντικού χρονικού διαστήματος από την ολοκλήρωσή της. Για παράδειγμα, οι αξίες που αποδίδονται στα περιουσιακά στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού δεν παραμένουν σταθερές, εξαιτίας των δυναμικών μεταβολών που παρατηρούνται στην αγορά. Ακόμη, τα μερίδια αγοράς των ανταγωνιστών σε ένα κλάδο αλλάζουν, ενώ συγχρόνως νέα προϊόντα κάνουν την εμφάνισή τους. Επιπλέον, οι αξίες ορισμένων περιουσιακών στοιχείων του ενεργητικού εμφανίζουν μείωση λόγω φθοράς, ζημιών και τεχνολογικής απαξίωσης. Τέλος, σε ένα ευμετάβλητο επιχειρηματικό περιβάλλον οι παραδοχές, στις οποίες βασίστηκε η αποτίμηση, αναθεωρούνται ώστε να ανταποκρίνονται στις νέες συνθήκες που προκύπτουν (Λαζαρίδης, 2017).

Είναι αναγκαίο να αναφερθεί ότι η αποτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης συνδέεται με ορισμένες αδυναμίες. Αρχικά, οι ποσοτικές μέθοδοι που χρησιμοποιούνται από ένα μοντέλο αποτίμησης δεν συνεπάγονται την αντικειμενικότητά του. Οι αναλυτές επηρεαζόμενοι από απόψεις και πληροφορίες, οι οποίες έχουν διαδοθεί για μια επιχείρηση, προσεγγίζουν συχνά τη διαδικασία της αποτίμησης με προκατάληψη. Ως αποτέλεσμα, η επιλογή των μεταβλητών που θα εισαχθούν στο μοντέλο χαρακτηρίζεται από υποκειμενικότητα. Επιπλέον, για να πραγματοποιηθεί η αποτίμηση είναι αναγκαία η συλλογή πληροφοριών για την επιχείρηση, αλλά και για την αγορά γενικότερα. Ωστόσο, οι πληροφορίες αυτές, όπως ήδη έχει αναφερθεί, μεταβάλλονται με μεγάλη ταχύτητα. Συνεπώς, προκειμένου ένα μοντέλο αποτίμησης να είναι ρεαλιστικό, απαιτείται η ενσωμάτωση σε αυτό των αλλαγών που έχουν συντελεστεί στα δεδομένα. Τέλος, για την αποτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης είναι αναγκαία η πραγματοποίηση υποθέσεων για τις μελλοντικές προοπτικές της επιχείρησης και της ευρύτερης οικονομίας. Κατά συνέπεια, καθώς η αποτίμηση βασίζεται σε μελλοντικές προβλέψεις, η αξία δεν είναι ακριβής και περιλαμβάνει ένα περιθώριο σφάλματος (Damodaran, 1994).

3.2 Περιεχόμενα Έκθεσης Αποτίμησης

Μια έκθεση αποτίμησης περιλαμβάνει συγκεκριμένες ενότητες με ελάχιστα απαιτούμενα περιεχόμενα. Σε μια έκθεση αποτίμησης θα πρέπει να αναφέρονται με σαφήνεια τα στοιχεία της εντολής που έχει δοθεί. Ειδικότερα, στην έκθεση προσδιορίζεται το νομικό ή φυσικό πρόσωπο που ζητά την πραγματοποίηση της αποτίμησης και μια σειρά από λεπτομέρειες που συνιστούν την εντολή. Στη συνέχεια, ορίζεται η χρονική περίοδος που αφορά η αποτίμηση και γίνεται αναφορά των εμποδίων, τα οποία θα προκύψουν πιθανόν κατά την εκτέλεση της εντολής (Σφαρνάς, 1993).

Στην έκθεση αποτίμησης πρέπει να περιέχεται το ιστορικό της επιχείρησης. Στο ιστορικό περιλαμβάνονται λεπτομέρειες για τη δραστηριότητα της επιχείρησης. Για παράδειγμα, το νομικό καθεστώς με το οποίο λειτουργεί η εταιρία, καθώς και τα αποδεικτικά έγγραφα της ίδρυσης της και των μεταβολών, οι οποίες έχουν συμβεί στο καταστατικό της. Ακόμη, είναι απαραίτητη η περιγραφή του αντικειμένου των εργασιών της, η παροχή διευκρινίσεων για τις διαδικασίες παραγωγής και η αναφορά του ιδιοκτησιακού καθεστώτος των εγκαταστάσεών της (Σφαρνάς, 1993).

Σε μια έκθεση αποτίμησης γίνεται αναφορά στις μεθόδους που έχουν χρησιμοποιηθεί. Ανάλογα με τη μορφή της αποτιμώμενης επιχείρησης γίνεται επιλογή της μεθόδου που θα περιγράψει καλύτερα τις πραγματικές συνθήκες. Έπειτα, διατυπώνεται μια σειρά από παραδοχές, οι οποίες βασίζονται είτε σε επιβεβαιωμένες πηγές είτε σε λογικές υποθέσεις. Οι παραδοχές είναι χρήσιμες για την πραγματοποίηση προβλέψεων, όπως η εκτίμηση των μελλοντικών κερδών. Οι παραδοχές που γίνονται αφορούν ζητήματα, όπως ο ανταγωνισμός σε μια αγορά, οι μεταβολές των τιμών, το νομικό πλαίσιο και οι τεχνολογικές εξελίξεις (Σφαρνάς, 1993).

Οι υπολογισμοί που εκτελούνται για την αποτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης κατέχουν σημαντική θέση σε μια έκθεση αποτίμησης. Είναι απαραίτητο να γίνει παρουσίαση των αριθμητικών πράξεων και των εκτιμήσεων που προκύπτουν από αυτές. Τέλος, στο κεφάλαιο συμπεράσματα της έκθεσης αποτίμησης πραγματοποιείται με σύντομο τρόπο περίληψη του περιεχομένου της εντολής, των μεθοδολογιών αποτίμησης που εφαρμόστηκαν και των αποτελεσμάτων που προέκυψαν. Στα συμπεράσματα είναι ανάγκη να γίνει αναφορά και σε ενδεχόμενες αμφιβολίες, οι οποίες μπορεί να προκύψουν σχετικά με τα αποτελέσματα της έκθεσης (Σφαρνάς, 1993).

3.3 Μέθοδοι Αποτίμησης της Αξίας μιας Επιχείρησης

Κάθε μέθοδος αποτίμησης έχει τα δικά της ιδιαίτερα χαρακτηριστικά. Συνεπώς, ορισμένες είναι περισσότερο κατάλληλες για τον προσδιορισμό της αξίας μιας επιχείρησης σε σύγκριση με άλλες. Ποια μέθοδος θα χρησιμοποιηθεί καθορίζεται από μια σειρά παραγόντων, όπως ο κλάδος δραστηριότητας και η οικονομική κατάσταση της επιχείρησης (Λαζαρίδης, 2017). Ακόμη, σημαντική θέση στην επιλογή μεθόδου κατέχουν οι πιθανοί μελλοντικοί ρυθμοί μεγέθυνσης της επιχείρησης, η κερδοφορία της, η σταθερότητα της κεφαλαιακής της διάρθρωσης και η μερισματική πολιτική που εφαρμόζει (Damodaran, 1994). Στη συνέχεια της

παρούσας εργασίας θα πραγματοποιηθεί περιγραφή μιας σειράς από μεθόδους που χρησιμοποιούνται στον προσδιορισμό της αξίας μιας επιχείρησης.

3.3.1 Μέθοδος προεξόφλησης μελλοντικών μερισμάτων

Τα μερίσματα, τα οποία αναμένεται να δοθούν από μια επιχείρηση, προσδιορίζονται έπειτα από απόφαση της γενικής συνέλευσης. Ο ρυθμός αύξησης των μερισμάτων, δηλαδή εάν θα είναι θετικός, αρνητικός ή μηδενικός καθορίζεται από μια σειρά παραγόντων. Αρχικά, εξαρτάται από τις συνθήκες που επικρατούν στην αγορά και τις στρατηγικές προτεραιότητες της εταιρίας. Επιπλέον, μια επιχείρηση δεν μπορεί να δώσει μέρισμα, αν δεν διαθέτει επαρκή ποσότητα μετρητών. Τέλος, η επίτευξη ισχυρών κερδών από μια εταιρία δεν οδηγεί πάντα σε διανομή υψηλού μερίσματος, ενώ σε ορισμένες περιπτώσεις, παρά την επίτευξη κερδοφορίας μπορεί να μη δοθεί μέρισμα. Αυτή η αναντιστοιχία μεταξύ ύψους μερίσματος και κερδοφορίας οφείλεται πολλές φορές στους μελλοντικούς επενδυτικούς σχεδιασμούς της επιχείρησης (Λαζαρίδης, 2017).

Οι ταμειακές ροές που συνδέονται με την κατοχή μιας μετοχής είναι τα αναμενόμενα μερίσματα και η προσδοκώμενη τιμή, στην οποία θα πουληθεί η μετοχή στο μέλλον. Η τιμή πώλησης στη λήξη της περιόδου διακράτησης συνδέεται στενά με τα μελλοντικά μερίσματα. Συνεπώς, θα μπορούσε να εξαχθεί το συμπέρασμα ότι η εύρεση της αξίας της μετοχής γίνεται μέσω της προεξόφλησης όλων των μερισμάτων που θα δώσει η μετοχή εις το διηνεκές (Damodaran, 1996).

Η μέθοδος της προεξόφλησης των μελλοντικών μερισμάτων χρησιμοποιείται για τον προσδιορισμό της αξίας των ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης και περιγράφεται από την ακόλουθη σχέση:

$$\text{Αξία ανά μετοχή} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{\text{DPS}_t}{(1+r)^t}$$

Με DPS_t συμβολίζεται το προσδοκώμενο μέρισμα ανά μετοχή ενώ με r συμβολίζεται το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης από τη μετοχή. Ο υπολογισμός των προσδοκώμενων μερισμάτων βασίζεται σε προβλέψεις που πραγματοποιούνται για τη μελλοντική εξέλιξη του ποσοστού μεταβολής των κερδών. Επίσης, ο κίνδυνος της κάθε μετοχής επηρεάζει την απόδοση που απαιτείται από τη μετοχή (Damodaran, 1996).

3.3.2 Μέθοδοι των προεξόφλημένων ταμειακών ροών

Οι μέθοδοι προεξόφλησης ταμειακών ροών χρησιμοποιούν τα ταμειακά πλεονάσματα που δημιουργεί η επιχείρηση στο μέλλον. Ειδικότερα, ο υπολογισμός της παρούσας αξίας των μελλοντικών ταμειακών πλεονασμάτων θα οδηγήσει στην αξία της επιχείρησης. Ο συντελεστής που χρησιμοποιείται για την εύρεση της παρούσας αξίας καθορίζεται από το επίπεδο κινδύνου στο οποίο είναι εκτεθειμένη η επιχείρηση. Η βασική ιδέα, στην οποία στηρίζονται οι μέθοδοι, είναι ότι τα ταμειακά πλεονάσματα έχουν μεγαλύτερη χρησιμότητα από τα ενδεχόμενα λογιστικά κέρδη της επιχείρησης (Σφαρνάς, 1993). Αυτό συμβαίνει, διότι τα ρευστά διαθέσιμα αποτελούν ένα βασικό δείκτη της χρηματοοικονομικής υγείας και της ικανότητας της επιχείρησης να ανταπεξέρχεται στους στόχους που έχει θέσει (Λαζαρίδης, 2017).

Είναι αναγκαίο να σημειωθεί ότι οι μέθοδοι προεξόφλησης ταμειακών ροών, παρά τη χρησιμότητά τους, εμφανίζουν μια σειρά από μειονεκτήματα. Για να μπορέσει να γίνει η εκτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης, είναι απαραίτητο να συλλεχθεί μεγάλος όγκος πληροφοριών και δεδομένων, διαδικασία που απαιτεί αρκετό χρόνο. Ακόμη, για να προσδιοριστεί η αξία, πρέπει να προηγηθεί η πραγματοποίηση μιας σειράς προβλέψεων. Οι προβλέψεις συνδέονται στενά με την αξιοπιστία της εκτιμώμενης αξίας. Για παράδειγμα, η υποκειμενικότητα και η μεροληψία, κατά την πραγματοποίηση προβλέψεων, μπορεί να προκαλέσει αμφισβήτηση των αποτελεσμάτων (Λαζαρίδης, 2017).

Για την εφαρμογή των μεθόδων προεξόφλησης ταμειακών ροών μπορούν να χρησιμοποιηθούν οι ελεύθερες ταμειακές ροές προς τα ίδια κεφάλαια (Free Cash Flow to Equity, FCFE) ή οι ελεύθερες ταμειακές ροές προς την επιχείρηση (Free Cash Flow to the Firm, FCFF) (Damodaran, 1994).

3.3.2.1 Μέθοδος προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών προς τα ίδια κεφάλαια (Free Cash Flow to Equity, FCFE)

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές προς τα ίδια κεφάλαια (Free Cash Flow to Equity, FCFE) αποτελούν ένα χρηματικό ποσό, το οποίο δυνητικά θα μπορούσε να διανεμηθεί στους μετόχους. Ωστόσο, οι επιχειρήσεις συνήθως επιλέγουν το ποσό που δίνεται ως μέρισμα να διαφέρει από την εκάστοτε FCFE. Το γεγονός αυτό μπορεί να ερμηνευθεί από μια σειρά παραγόντων. Αρχικά, μια επιχείρηση είναι πιθανό να μην μπορεί να δώσει μέρισμα ίσο με την FCFE, εξαιτίας της ανάγκης χρηματοδότησης ενός μελλοντικού επενδυτικού σχεδίου. Επίσης,

η ισχύουσα νομοθεσία για τη φορολόγηση των μερισμάτων ενδέχεται να καθορίσει τη μερισματική πολιτική της επιχείρησης και να οδηγήσει σε απόκλιση μεταξύ FCFE και μερίσματος. Τέλος, ιδιαίτερη σημασία έχει το μήνυμα που η επιχείρηση επιθυμεί να μεταδώσει στους επενδυτές χρησιμοποιώντας τη μερισματική πολιτική. Για παράδειγμα, η αύξηση του διανεμόμενου μερίσματος μπορεί να οδηγήσει στην καλλιέργεια θετικών προσδοκιών για τις μελλοντικές προοπτικές της επιχείρησης (Damodaran, 1994).

Όπως συμπεραίνεται από την προηγούμενη παράγραφο, τα διανεμόμενα μερίσματα συνήθως αποκλίνουν από τις FCFE. Συνεπώς, η μέθοδος προεξόφλησης των μελλοντικών μερισμάτων θα δίνει διαφορετική αξία από τη μέθοδο προεξόφλησης των FCFE. Στις περισσότερες περιπτώσεις, η αξία της επιχείρησης που προκύπτει από την προεξόφληση των FCFE είναι υψηλότερη από την αξία που εκτιμάται με τη χρήση των μερισμάτων, καθώς η επιχείρηση συνήθως διανέμει μερίσματα χαμηλότερα από τις FCFE. Όταν συμβαίνει το αντίθετο, δηλαδή η αξία που προσδιορίζεται με τη μέθοδο των μερισμάτων είναι υψηλότερη, δημιουργούνται αμφιβολίες σχετικά με τη δυνατότητα της επιχείρησης να ακολουθήσει τη μελλοντική προσδοκώμενη μερισματική πολιτική (Damodaran, 1996).

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές προς τα ίδια κεφάλαια χρησιμοποιούνται για τον προσδιορισμό της αξίας των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης. Η FCFE δίνεται από την παρακάτω σχέση:

Ελεύθερη ταμειακή ροή προς τα ίδια κεφάλαια (FCFE) = Καθαρά κέρδη + Αποσβέσεις - Κεφαλαιουχικές δαπάνες - Μεταβολή κεφαλαίου κίνησης - Αποπληρωμή δανειακών κεφαλαίων + Έκδοση νέου χρέους

Οι FCFE ουσιαστικά αποτελούν ταμειακές ροές που προκύπτουν, αφού ληφθούν υπόψη οι χρηματικές ροές που γίνονται για την ανταπόκριση στις υποχρεώσεις κεφαλαιουχικών δαπανών και οι χρηματικές ροές για την αποπληρωμή τόκων και δανειακών κεφαλαίων (Damodaran, 1994).

Για να μπορέσει να γίνει η αποτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης με τη μέθοδο της προεξόφλησης των FCFE, το μέλλον της επιχείρησης χωρίζεται σε δύο χρονικές περιόδους. Για την πρώτη χρονική περίοδο γίνεται η υπόθεση ότι οι ρυθμοί ανάπτυξης της εταιρίας θα εμφανίζουν μεταβλητότητα. Ωστόσο, κατά τη δεύτερη χρονική περίοδο η επιχείρηση θα αναπτύσσεται με έναν χαμηλό σταθερό ρυθμό ανάπτυξης στο διηνεκές. Ως επιτόκιο προεξόφλησης των FCFE χρησιμοποιείται το κόστος ιδίων κεφαλαίων, το οποίο εκφράζει την απόδοση που απαιτούν όσοι έχουν επενδύσει στα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης. Η σχέση που θα χρησιμοποιηθεί για την αποτίμηση είναι η παρακάτω:

$$\text{Αξία επιχείρησης} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{FCFE}_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

Με FCFE_t συμβολίζονται οι ελεύθερες ταμειακές ροές προς τα ίδια κεφάλαια το έτος t , με P_n η τελική αξία της επιχείρησης και με r το κόστος ιδίων κεφαλαίων. Η τελική αξία της επιχείρησης υπολογίζεται με τον ακόλουθο τύπο:

$$P_n = \frac{\text{FCFE}_{n+1}}{(r - g_n)}$$

Με g_n συμβολίζεται ο διηνεκής ρυθμός ανάπτυξης που ισχύει από το έτος $n+1$ και έπειτα (Damodaran, 1994).

3.3.2.2 Μέθοδος προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση (Free Cash Flow to the Firm, FCFF)

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές προς την επιχείρηση όταν προεξοφληθούν δίνουν τη συνολική αξία της επιχείρησης. Αντιθέτως, όπως ήδη έχει αναφερθεί, οι ελεύθερες ταμειακές ροές προς τα ίδια κεφάλαια χρησιμοποιούνται για τον προσδιορισμό της αξίας των ιδίων κεφαλαίων. Το ποσό της ελεύθερης ταμειακής ροής προς την επιχείρηση δίνεται από την ακόλουθη σχέση:

Ελεύθερη ταμειακή ροή προς την επιχείρηση (FCFF) = Κέρδη προ τόκων και φόρων \times (1-ποσοστό φορολογικού συντελεστή) + Αποσβέσεις - Κεφαλαιουχικές δαπάνες - Μεταβολή κεφαλαίου κίνησης

Οι FCFF αποτελούν ταμειακές ροές για τον υπολογισμό των οποίων δεν απαιτείται να ληφθούν υπόψη οι χρηματικές ροές για την αποπληρωμή τόκων και χρεολυσίων, καθώς και οι ροές εξαιτίας της δημιουργίας νέου χρέους (Damodaran, 1994).

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, η προεξόφληση των FCFF δίνει τη συνολική αξία της επιχείρησης, ενώ η προεξόφληση των FCFE έχει ως αποτέλεσμα τον υπολογισμό της αξίας των ιδίων κεφαλαίων. Ωστόσο, αν από το χρηματικό ποσό που υπολογίζεται από την προεξόφληση των FCFF αφαιρεθεί η αγοραία αξία του χρέους, τότε προκύπτει η αξία των ιδίων κεφαλαίων. Τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά κάθε επιχείρησης καθορίζουν αν για την εκτίμηση της αξίας των ιδίων κεφαλαίων θα χρησιμοποιηθούν οι FCFE ή οι FCFF. Ειδικότερα, σε επιχειρήσεις, οι οποίες αναμένεται να πραγματοποιήσουν στο μέλλον αλλαγές στον τρόπο χρηματοδότησης των δραστηριοτήτων τους, η εκτίμηση των μελλοντικών FCFE καθίσταται εξαιρετικά δύσκολη. Συνεπώς, είναι προτιμότερο να αξιοποιηθούν οι FCFF, οι οποίες σε αντίθεση με τις

FCFE δεν απαιτούν στον υπολογισμό τους προβλέψεις για τις μελλοντικές δανειακές χρηματικές ροές (Damodaran, 1994).

Για να μπορέσει να αποτιμηθεί μια επιχείρηση με τη μέθοδο της προεξόφλησης των FCFF, το μελλοντικό χρονικό διάστημα, για το οποίο πραγματοποιούνται προβλέψεις των FCFF, χωρίζεται σε δύο τμήματα. Στο πρώτο τμήμα η εταιρία θα αναπτύσσεται με μη σταθερό ρυθμό. Ωστόσο, στο δεύτερο τμήμα θα ισχύει ένας σταθερός, χαμηλός, διηλεκτής ρυθμός ανάπτυξης. Ως επιτόκιο προεξόφλησης των FCFF χρησιμοποιείται το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (Weighted Average Cost of Capital, WACC). Για τον υπολογισμό του WACC απαιτείται η στάθμιση κάθε πηγής άντλησης κεφαλαίων με την αγοραία αξία της. Η αξία της αποτιμώμενης επιχείρησης θα βρεθεί από τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Αξία επιχείρησης} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{FCFF}_t}{(1+\text{WACC})^t} + \frac{\frac{\text{FCFF}_{n+1}}{(\text{WACC}-g_n)}}{(1+\text{WACC})^n}$$

Με FCFF_t συμβολίζονται οι ελεύθερες ταμειακές ροές προς την επιχείρηση το έτος t , με WACC το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου και με g_n ο διηλεκτής ρυθμός ανάπτυξης που ισχύει από το έτος $n+1$ και έπειτα (Damodaran, 1996).

3.3.3 Μέθοδοι συγκριτικής αποτίμησης

Με τις μεθόδους συγκριτικής αποτίμησης (Relative valuation) η αποτίμηση ενός περιουσιακού στοιχείου γίνεται λαμβάνοντας ως σημείο αναφοράς την τιμή, η οποία αποδίδεται από την αγορά σε παρόμοια περιουσιακά στοιχεία. Η συγκριτική αποτίμηση διαφέρει ουσιωδώς από τις μεθόδους αποτίμησης, οι οποίες χρησιμοποιούν την προεξόφληση μελλοντικών ταμειακών ροών. Ωστόσο, παρά τις διαφορές τους, όταν η αγορά αποτιμά σωστά τα περιουσιακά στοιχεία, οι μεθοδολογίες αυτές μπορούν να δώσουν την ίδια εκτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης. Υπάρχουν όμως περιπτώσεις, στις οποίες η αγορά τείνει να οδηγείται σε υπερεκτίμηση ή υποεκτίμηση περιουσιακών στοιχείων και επιχειρηματικών κλάδων. Σε αυτές τις περιπτώσεις οι εκτιμήσεις της αξίας είναι διαφορετικές (Damodaran, 2010).

Η σύγκριση μεταξύ των μεθόδων συγκριτικής αποτίμησης και των μεθόδων προεξοφλημένων ταμειακών ροών είναι απαραίτητη, προκειμένου να επιλεγεί η κατάλληλη μεθοδολογία αποτίμησης μιας επιχείρησης. Η συγκριτική αποτίμηση είναι μια σύντομη τεχνική και απαιτεί περιορισμένο όγκο δεδομένων. Συνεπώς, είναι κατάλληλη για αναλυτές, οι οποίοι αντιμετωπίζουν απαιτητικά χρονοδιαγράμματα και έχουν στη διάθεση τους περιορισμένη πληροφόρηση. Ακόμη, όταν εκτελείται η συγκριτική αποτίμηση, απαιτείται περιορισμένη

τεκμηρίωση της αξίας που εκτιμήθηκε για την επιχείρηση. Αντίθετα, κατά την προεξόφληση ταμειακών ροών γίνεται εκτενής αναφορά στις υποθέσεις και τις παραδοχές, στις οποίες στηρίχθηκαν οι προβλέψεις. Επιπλέον, στη συγκριτική αποτίμηση δεν χρειάζεται να δικαιολογηθεί το ύψος των μελλοντικών ταμειακών ροών και το επίπεδο του ρίσκου μιας επιχείρησης, καθώς η αξία που έχει προσδιορισθεί βασίζεται στην τιμολόγηση της αγοράς για παρόμοιες επιχειρήσεις. Ωστόσο, όταν η αξία βασίζεται στις εκτιμήσεις της αγοράς δημιουργείται ο κίνδυνος σφάλματος, διότι υπάρχουν περιπτώσεις, στις οποίες η αγορά οδηγείται σε υπερεκτίμηση ή υποεκτίμηση των μετοχών (Damodaran, 2010). Στις μεθόδους συγκριτικής αποτίμησης περιλαμβάνονται η μέθοδος της συγκρίσιμης επιχείρησης και η μέθοδος συγκριτικών συναλλαγών, οι οποίες θα περιγραφούν στη συνέχεια της παρούσας εργασίας.

3.3.3.1 Μέθοδος συγκρίσιμης επιχείρησης

Για την εφαρμογή της μεθόδου της συγκρίσιμης επιχείρησης πρέπει να ακολουθηθούν συγκεκριμένα βήματα. Καταρχάς, είναι απαραίτητο να γίνει έρευνα και επιλογή των συγκρίσιμων επιχειρήσεων. Η συγκρίσιμη επιχείρηση ανήκει στον ίδιο κλάδο με την αποτιμώμενη επιχείρηση (Γκίκας, Παπαδάκης και Σιουγλέ, 2010). Επίσης, έχει παρόμοιο προφίλ κινδύνου και μελλοντικό ρυθμό μεγέθυνσης με την αποτιμώμενη επιχείρηση. Σε ορισμένες περιπτώσεις, στις οποίες ο αριθμός των εταιριών που εμφανίζουν ομοιότητες είναι αρκετά υψηλός, χρησιμοποιούνται πρόσθετα κριτήρια επιλογής, όπως ο όγκος επιχειρηματικής δραστηριότητας (Damodaran, 2010).

Επόμενο βήμα στην εκτέλεση της μεθόδου αποτελεί ο υπολογισμός των πολλαπλασιαστών για τις συγκρίσιμες επιχειρήσεις. Ο πολλαπλασιαστής είναι ένα κλάσμα, το οποίο έχει ως αριθμητή τη χρηματιστηριακή τιμή της συγκρίσιμης επιχείρησης και παρονομαστή τη χρηματική αξία ενός λογιστικού μεγέθους από τις οικονομικές καταστάσεις της συγκρίσιμης επιχείρησης (Γκίκας, Παπαδάκης και Σιουγλέ, 2010). Τα λογιστικά μεγέθη επιλέγονται με κριτήριο τον κλάδο δραστηριοποίησης και το είδος των προϊόντων ή υπηρεσιών που παράγονται. Για παράδειγμα, ως παρονομαστής του πολλαπλασιαστή μπορούν να χρησιμοποιηθούν οι πωλήσεις, η καθαρή θέση, το σύνολο του ενεργητικού και τα κέρδη προ φόρων (Λαζαρίδης, 2017). Ενδεικτικοί πολλαπλασιαστές που θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν είναι ο δείκτης τιμή μετοχής προς κέρδη ανά μετοχή, ο δείκτης τιμή μετοχής προς λογιστική αξία μετοχής, ο δείκτης αγοραία αξία επιχείρησης προς πωλήσεις και αγοραία αξία προς ταμειακές ροές (Damodaran, 1996).

Τελικό βήμα στην εφαρμογή της μεθόδου αποτελεί η εκτίμηση της αξίας της αποτιμώμενης επιχείρησης μέσω ενός πολλαπλασιασμού. Ο ένας παράγοντας του γινομένου θα είναι κάποιος από τους πολλαπλασιαστές, οι οποίοι υπολογίστηκαν όπως αναφέρθηκε στην προηγούμενη παράγραφο. Ο άλλος παράγοντας του γινομένου θα είναι το λογιστικό μέγεθος, το οποίο χρησιμοποιείται στον παρονομαστή του πολλαπλασιαστή, αλλά με το χρηματικό ποσό με το οποίο εμφανίζεται στις οικονομικές καταστάσεις της αποτιμώμενης επιχείρησης (Γκίκας, Παπαδάκης και Σιουγλέ, 2010).

Η μέθοδος της συγκρίσιμης επιχείρησης είναι ιδιαίτερα χρήσιμη, διότι η ερμηνεία των πολλαπλασιαστών δεν συνδέεται με σημαντικές δυσκολίες και ο υπολογισμός τους συνιστά μια απλή διαδικασία. Ωστόσο, η συγκεκριμένη μέθοδος παρουσιάζει ορισμένα μειονεκτήματα. Αρχικά, εξαιτίας του προσδιορισμού της αξίας της αποτιμώμενης επιχείρησης με βάση τις αξίες των συγκρίσιμων επιχειρήσεων, υπάρχει πιθανότητα να αγνοηθούν κάποια μεμονωμένα χαρακτηριστικά της εταιρίας που αποτιμάται. Επίσης, ενδεχόμενες ανωμαλίες στην αγορά έχουν ως αποτέλεσμα την υπερεκτίμηση ή υποεκτίμηση της επιχείρησης (Λαζαρίδης, 2017). Ακόμη, τα αποτελέσματα της μεθόδου είναι ευάλωτα σε πιθανή χειραγώγηση από τους αναλυτές, καθώς η επιλογή των συγκρίσιμων επιχειρήσεων είναι μια ιδιαίτερα υποκειμενική διαδικασία (Damodaran, 1996). Επιπλέον, είναι απαραίτητο να σημειωθεί ότι πολλές φορές οι διάφοροι πολλαπλασιαστές δεν συμφωνούν μεταξύ τους με αποτέλεσμα να οδηγούν σε διαφορετικές αξίες. Τέλος, υπάρχουν περιπτώσεις που δεν είναι εφικτός ο υπολογισμός του πολλαπλασιαστή, επειδή ο παρονομαστής του μπορεί να ισούται με αρνητικό μέγεθος, για παράδειγμα ζημίες (Γκίκας, Παπαδάκης και Σιουγλέ, 2010).

3.3.3.2 Μέθοδος συγκριτικών συναλλαγών

Μια συγχώνευση ή εξαγορά επιχείρησης, που συνέβη κατά το παρελθόν, μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την αποτίμηση της αξίας μιας άλλης επιχείρησης. Η συγκεκριμένη μέθοδος αποτίμησης ονομάζεται μέθοδος των συγκριτικών συναλλαγών. Για να γίνει εφαρμογή της συγκεκριμένης μεθόδου, η εξαγορά ή η συγχώνευση είναι αναγκαίο να αφορά εταιρίες, οι οποίες παρουσιάζουν σημαντικές ομοιότητες με την επιχείρηση που θα αποτιμηθεί, δηλαδή να υπάρχει δυνατότητα σύγκρισης μεταξύ τους. Τα κριτήρια, τα οποία θα μπορούσαν να αναλυθούν για την εξέταση της ομοιότητας των επιχειρήσεων, είναι το είδος των εταιρικών δραστηριοτήτων, η δυναμικότητα, οι προοπτικές ανάπτυξης και η ανθεκτικότητα σε ανταγωνιστικές πιέσεις (Λαζαρίδης, 2017).

Η μέθοδος των συγκριτικών συναλλαγών εμφανίζει κάποια πλεονεκτήματα. Αρχικά, δεν είναι πολύπλοκη στην εκτέλεσή της και η αποτιμώμενη αξία μπορεί να εξαχθεί χωρίς δυσκολία. Επιπλέον, τα συμπεράσματά της είναι εύκολα κατανοητά από τα εμπλεκόμενα μέρη. Ωστόσο, η μέθοδος παρουσιάζει και ορισμένα μειονεκτήματα. Για παράδειγμα, όλα τα απαραίτητα δεδομένα των παρελθοντικών συναλλαγών δεν μπορούν να ανακτηθούν με ευκολία. Επίσης, εάν οι συγκρίσιμες επιχειρήσεις δεν εμφανίζουν σημαντικές ομοιότητες, η μέθοδος δεν μπορεί να εφαρμοσθεί. Τέλος, το τίμημα μιας συναλλαγής εξαγοράς ή συγχώνευσης καθορίζεται από τις εκάστοτε συνθήκες που επικρατούν. Ως συγκυρίες που επηρεάζουν το τίμημα θα μπορούσαν να αναφερθούν οι επιδιώξεις των μετόχων, η κατάσταση της αγοράς και η οικονομική δυνατότητα των ενδιαφερόμενων μερών να ανταπεξέλθουν στις απαιτήσεις της συναλλαγής (Λαζαρίδης, 2017).

3.3.4 Μέθοδος καθαρής περιουσιακής θέσης

Η μέθοδος της καθαρής περιουσιακής θέσης είναι ιδιαίτερα χρήσιμη, όταν η επιχείρηση εμφανίζει χαμηλά κέρδη ή ζημιές. Η καθαρή περιουσιακή θέση μιας επιχείρησης είναι τα ίδια κεφάλαια της. Τα ίδια κεφάλαια παρουσιάζονται στην κατάσταση χρηματοοικονομικής θέσης, η οποία περιλαμβάνεται στις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις. Ωστόσο, για την εφαρμογή της μεθόδου της καθαρής περιουσιακής θέσης είναι απαραίτητη η αναδιατύπωση της κατάστασης χρηματοοικονομικής θέσης, ώστε ο προσδιορισμός της αξίας της επιχείρησης να βασίζεται σε πραγματικές αξίες και όχι σε ιστορικές. Στα πλαίσια της αναδιατύπωσης πραγματοποιείται νέα αποτίμηση όλων των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού. Μέσω εκτεταμένων ελέγχων, εντοπίζονται τα χρηματικά ποσά που πρέπει να διορθωθούν, ενώ για ορισμένους λογαριασμούς ίσως απαιτηθεί συνδρομή ειδικού εκτιμητή. Για παράδειγμα, για την αποτίμηση στοιχείων του ενεργητικού, όπως τα αποθέματα, οι απαιτήσεις και τα γραμμάτια εισπρακτέα θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν οι πραγματικές τρέχουσες τιμές (Σφαρνάς, 1993).

3.4 Περιπτώσεις Εφαρμογής των Μεθόδων Αποτίμησης

Οι μέθοδοι αποτίμησης μπορούν να χρησιμοποιηθούν σε περιπτώσεις εξαγορών επιχειρήσεων. Κατά την πραγματοποίηση μιας εξαγοράς η εταιρία στόχος δέχεται μια προσφορά χρηματικού αντιτίμου από την επιχείρηση, η οποία επιθυμεί να την εξαγοράσει. Συνεπώς, και τα δύο μέρη προσπαθούν με τη χρήση μοντέλων αποτίμησης να καθορίσουν το ύψος του αντιτίμου. Η

αποτίμηση στο πλαίσιο μιας εξαγοράς απαιτεί να ληφθεί υπόψη και η αξία που θα προκύψει από τη συνέργεια, δηλαδή τη συνένωση των εταιρικών δραστηριοτήτων της εξαγοράζουσας και της επιχείρησης στόχου. Η ίδια η φύση της διαδικασίας της εξαγοράς ευνοεί την εμφάνιση μεροληψίας στην αποτίμηση, καθώς δύο μέρη με αντίθετες επιδιώξεις διαπραγματεύονται για τον καθορισμό της αξίας της επιχείρησης (Damodaran,1996). Ωστόσο, πολλές φορές η τιμή, στην οποία θα μεταβιβασθεί η επιχείρηση, αποκλίνει σημαντικά από την αξία αποτίμησης. Αυτό συμβαίνει, διότι η τιμή καθορίζεται από τις δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης. Συνεπώς, οι ανάγκες και οι επιδιώξεις των διαπραγματευόμενων μερών, καθώς και περιπτώσεις έλλειψης πληροφόρησης μπορούν να οδηγήσουν σε συμφωνίες με αποκλίνουσες τιμές (Σφαρνάς, 1993).

Οι μέθοδοι αποτίμησης μιας επιχείρησης μπορούν να συμβάλλουν στη λήψη των κατάλληλων αποφάσεων, οι οποίες θα οδηγήσουν σε αύξηση της αξίας της επιχείρησης. Για παράδειγμα, η διοίκηση είναι αναγκαίο να γνωρίζει την επίδραση που θα έχει η υλοποίηση ενός εγχειρήματος στην αξία της εταιρίας. Επιπλέον, οι επιλογές που γίνονται στον τρόπο χρηματοδότησης των δραστηριοτήτων της, η γενικότερη εταιρική στρατηγική και η μερισματική πολιτική μπορούν να οδηγήσουν σε μεταβολές στην αξία της επιχείρησης. Τέλος, σε περιπτώσεις αναδιάρθρωσης των εταιρικών δραστηριοτήτων, κατά τις οποίες είναι αναγκαίος ο καθορισμός της αξίας επιμέρους τμημάτων μιας επιχείρησης, τα μοντέλα αποτίμησης είναι ιδιαίτερα χρήσιμα (Damodaran,1996).

Η αποτίμηση αποτελεί ένα σημαντικό εργαλείο, το οποίο χρησιμοποιείται στη διαχείριση χαρτοφυλακίου. Οι επενδυτές στην προσπάθειά τους να επιλέξουν μετοχές εταιριών χρησιμοποιούν τις διάφορες μεθόδους αποτίμησης. Η βασική υπόθεση, στην οποία στηρίζουν τις επενδυτικές στρατηγικές τους, είναι ότι η αξία μιας επιχείρησης καθορίζεται από τη δυναμικότητα της ανάπτυξής της, από τους κινδύνους που αντιμετωπίζει κατά τη λειτουργία της και από τις ταμειακές ροές που αναμένεται να δημιουργηθούν κατά τη μελλοντική δραστηριότητά της. Η αξία αυτή, η οποία στηρίζεται στις μεθόδους αποτίμησης, υπάρχει πιθανότητα να αποκλίνει από την αξία που παρατηρείται στην αγορά για τη μετοχή. Σε αυτή την περίπτωση γίνεται λόγος για υπερτιμημένη ή υποτιμημένη μετοχή (Damodaran, 1996).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ MYTILINEOS

4.1 Περιγραφή του Ομίλου Mytilineos

Η Mytilineos ΑΕ είναι ένας παγκόσμιος βιομηχανικός και ενεργειακός όμιλος, ο οποίος αναπτύσσει τις δραστηριότητές του και στις πέντε ηπείρους (Mytilineos, 2023α). Η μετοχή του ομίλου εισήχθη στο Χρηματιστήριο Αθηνών το 1995 και ανήκει στον δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης FTSE Large Cap (Mytilineos, 2021β).

Το όραμα του ομίλου συνοψίζεται στην παρακάτω πρόταση: «Με έμπνευση και κίνητρο την Ελληνική κληρονομιά μας, να οδηγήσουμε την επιχείρησή μας στην παγκόσμια επιτυχία». Η επιχειρηματική αποστολή του ομίλου διατυπώνεται ως εξής: «Να επιχειρούμε σε απαιτητικές τοπικές και διεθνείς αγορές, με ευρηματικότητα, αποτελεσματικότητα και σεβασμό για το περιβάλλον και την κοινωνία. Στηριζόμαστε στο δυναμικό των ανθρώπων μας και δημιουργούμε αξία για τους πελάτες μας, τους μετόχους, τους εργαζόμενους μας και την Ελληνική οικονομία» (Mytilineos, 2021α).

4.2 Τομείς Δραστηριοποίησης του Ομίλου Mytilineos

Σημαντικό τμήμα των δραστηριοτήτων του ομίλου συνιστά ο τομέας Ηλεκτρικής Ενέργειας και Φυσικού Αερίου. Πεδίο δράσης αυτού του τομέα αποτελεί η παραγωγή και η προμήθεια ηλεκτρικής ενέργειας, καθώς και η προμήθεια φυσικού αερίου. Ειδικότερα, η ηλεκτροπαραγωγή γίνεται από μονάδες καύσης φυσικού αερίου και από ανανεώσιμες πηγές ενέργειας (Mytilineos, 2021β). Οι δραστηριότητες αυτού του τομέα πραγματοποιούνται μέσω της εταιρίας Protergia. Είναι απαραίτητο να αναφερθεί ότι η Protergia προμηθεύει με ηλεκτρική ενέργεια 550.000 πελάτες μετά την πραγματοποίηση της εξαγοράς της WATT+VOLT (Mytilineos, 2023α). Παράλληλα, αξιόλογες είναι οι προσπάθειες για προμήθεια φυσικού αερίου στις αγορές της Νοτιοανατολικής Ευρώπης και των Βαλκανίων (Mytilineos, 2023β).

Επιπλέον, ο όμιλος δραστηριοποιείται στον τομέα της Μεταλλουργίας. Ειδικότερα, έχει ως αντικείμενο την παραγωγή αλουμίνας και αλουμινίου. Η δραστηριότητα του τομέα χαρακτηρίζεται από πλήρη καθετοποίηση της παραγωγής, από προσπάθειες βελτίωσης της παραγωγικότητας και από πρωτοβουλίες μείωσης της ενέργειας που χρησιμοποιείται

(Mytilineos, 2023α). Ειδικότερα, σε ότι αφορά την κατανάλωση ενέργειας η ανταγωνιστικότητα του τομέα Μεταλλουργίας βελτιώνεται σημαντικά, εξαιτίας της συνέργειας με τον τομέα Ηλεκτρικής Ενέργειας και Φυσικού Αερίου του ομίλου (Mytilineos, 2023β).

Ένας άλλος τομέας του ομίλου είναι ο τομέας Έργων Βιώσιμης Ανάπτυξης. Στις δραστηριότητες αυτού του τομέα περιλαμβάνεται η ανάπτυξη θερμικών μονάδων, υποδομών, καθώς και η δημιουργία έργων, τα οποία έχουν ως στόχο τη βιώσιμη ανάπτυξη (Mytilineos, 2023α). Ο τομέας συμμετέχει σε συμπράξεις δημοσίου-ιδιωτικού τομέα (ΣΔΙΤ) και σε παραχωρήσεις. Επιπλέον, είναι αναγκαία η αναφορά της συμμετοχής σε έργα διαχείρισης και επεξεργασίας υγρών και στερεών αποβλήτων, καθώς και η ανάμειξη σε πρωτοβουλίες, οι οποίες συνδέονται με το μπλε και πράσινο υδρογόνο (Mytilineos, 2021β).

Ιδιαίτερη βαρύτητα για τις δραστηριότητες του ομίλου έχει ο τομέας Ανάπτυξης Ανανεώσιμων Πηγών και Αποθήκευσης Ενέργειας. Ο όμιλος μέσω του τομέα αυτού δραστηριοποιείται στην ανάπτυξη φωτοβολταϊκών έργων και έργων αποθήκευσης ενέργειας (Mytilineos, 2023α).

4.3 Κριτήρια ESG και Όμιλος Mytilineos

4.3.1 Ορισμός του ESG

Ο όρος ESG (Environment, Social, Governance) σχετίζεται με ζητήματα περιβάλλοντος, κοινωνίας και διακυβέρνησης. Οι παράγοντες ESG επιδρούν στη δυνατότητα δημιουργίας αξίας από μια επιχείρηση. Ο όρος περιβάλλον αφορά τις επιπτώσεις της λειτουργίας μιας εταιρίας στα οικοσυστήματα, τη γη, το νερό και τον αέρα. Ως κοινωνικά ζητήματα μπορούν να αναφερθούν τα ανθρώπινα δικαιώματα, η πρόοδος των κοινοτήτων στις οποίες λειτουργεί μια εταιρία και οι εργασιακές συνθήκες. Στους παράγοντες εταιρικής διακυβέρνησης συγκαταλέγονται η σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου, τα συστήματα εσωτερικού ελέγχου, η διάρθρωση των αμοιβών των στελεχών, οι περιπτώσεις διαφθοράς και τα συστήματα διαχείρισης κινδύνων (Χρηματιστήριο Αθηνών, 2022).

Οι παράγοντες ESG συνδέονται στενά με τη χρηματοδότηση μιας εταιρίας. Ειδικότερα, η παροχή ενημέρωσης για ζητήματα ESG διευκολύνει την εξασφάλιση ευνοϊκών όρων πρόσβασης σε κεφάλαια. Αυτό συμβαίνει, διότι επενδυτικά κεφάλαια και ιδίως οι μακροπρόθεσμοι θεσμικοί επενδυτές συνδέουν τις υψηλές επιδόσεις σε ζητήματα ESG με τη δυνατότητα δημιουργίας αξίας από μια επιχείρηση (Χρηματιστήριο Αθηνών, 2022).

4.3.2 Επιδόσεις ESG του Ομίλου Mytilineos

Τα ESG κριτήρια κατέχουν πρωτεύουσα θέση στις στρατηγικές αποφάσεις του ομίλου Mytilineos. Αναλυτικότερα, οι στόχοι βιωσιμότητας έχουν επηρεάσει σημαντικά τις διάφορες επιχειρηματικές δραστηριότητες του ομίλου. Ενδεικτικά, πρέπει να αναφερθούν οι δεσμεύσεις της Mytilineos για μείωση του ανθρακικού αποτυπώματος έως το 2030. Η εταιρία είναι υποχρεωμένη να ενημερώνει τους κοινωνικούς της εταίρους για τις επιδόσεις της σε ζητήματα ESG, δηλαδή για τη δυνατότητά της να ανευρίσκει ESG κινδύνους και να οργανώνει μεθόδους διαχείρισης τους. Υψηλές επιδόσεις στα ζητήματα ESG οδηγούν σε αύξηση της αξίας της επιχείρησης (Mytilineos, 2021β).

Η Mytilineos υπόκειται σε τακτικές αξιολογήσεις για τις επιδόσεις της στα ESG κριτήρια. Οι προσπάθειές της για συνδυασμό της επιχειρηματικής της δραστηριότητας με τους στόχους βιώσιμης ανάπτυξης έχουν αναγνωρισθεί από μια σειρά παγκόσμιων οργανισμών αξιολόγησης. Αρχικά, αξίζει να αναφερθεί η ένταξη του ομίλου στη λίστα των Industry Top Rated Companies του διεθνούς οργανισμού αξιολόγησης Sustainalytics, ως αποτέλεσμα των αξιολογών επιδόσεων του ομίλου στους παράγοντες ESG κατά το 2021 (Capital.gr, 2022α). Επίσης, στις 19 Δεκεμβρίου του 2022 η Mytilineos έγινε μέλος του δείκτη βιωσιμότητας Dow Jones Sustainability Indices Emerging Markets, ο οποίος αποτελεί δείκτη αναφοράς σε παγκόσμιο επίπεδο για ζητήματα ESG (Οικονομικός Ταχυδρόμος, 2022).

4.3.2.1 Όρος Περιβάλλον (Environment)

Ο όρος περιβάλλον αποτελεί το πρώτο από τα τρία κριτήρια ESG. Στοχεύοντας σε υψηλές επιδόσεις ESG, ο όμιλος έχει δεσμευθεί σε περιβαλλοντικούς στόχους, οι οποίοι σχετίζονται με τις αέριες εκπομπές, τη διαχείριση του νερού και την κυκλική οικονομία.

Η δραστηριότητα της εταιρίας έχει ως αποτέλεσμα την επιβάρυνση της ατμόσφαιρας μέσω της εκπομπής ποσοτήτων διοξειδίου του άνθρακα (CO₂). Συνεπώς, η επιχείρηση είναι οικονομικά εκτεθειμένη σε ανοδική κίνηση της τιμής των δικαιωμάτων εκπομπών CO₂. Με σκοπό την ελαχιστοποίηση του παραπάνω κινδύνου, η Mytilineos έχει δώσει δέσμευση για μείωση των εκπομπών CO₂ κατά 30% έως το 2030 και για λειτουργία με ουδέτερο αποτύπωμα άνθρακα έως το 2050 (Mytilineos, 2021β).

Η χρησιμοποίηση του νερού είναι σημαντική για τη λειτουργία διαφόρων τμημάτων της εταιρίας. Η επιχείρηση, ακολουθώντας τις επιταγές των κριτηρίων ESG, συμμετέχει σε εθνικές και διεθνείς δράσεις για συνετή χρήση των υδάτινων πόρων. Ειδικότερα, η Mytilineos

είναι υποχρεωμένη να αντλεί, να χρησιμοποιεί και να απορρίπτει το νερό με υπεύθυνο τρόπο. Η μη αποτελεσματική διαχείριση του νερού συνεπάγεται σημαντικούς κινδύνους. Αρχικά, πιθανή εξάντληση των αποθεμάτων νερού του υδροφόρου ορίζοντα ενδέχεται να οδηγήσει σε διαταραχές στην παραγωγική διαδικασία. Επίσης, ο υδροφόρος ορίζοντας δεν καλύπτει μόνο τις ανάγκες της εταιρίας. Σε περίπτωση μη συνετής χρήσης του, η τοπική κοινότητα, η οποία τον χρειάζεται εξίσου, μπορεί να προβεί σε σημαντικές διαμαρτυρίες (Mytilineos, 2021β).

Η λειτουργία της επιχείρησης στους τομείς δραστηριοποίησής της έχει ως αποτέλεσμα την παραγωγή στερεών και υγρών αποβλήτων. Αναλυτικότερα, το μεγαλύτερο ποσοστό στερεών αποβλήτων της επιχείρησης προέρχεται από τον τομέα μεταλλουργίας, ο οποίος δημιουργεί κατάλοιπα βωξίτη. Η Mytilineos, στα πλαίσια των δεσμεύσεών της για τήρηση των αρχών της κυκλικής οικονομίας, προβαίνει σε δράσεις ελέγχου, διαχείρισης και μείωσης των αποβλήτων. Ακόμη, εφόσον είναι εφικτό, τα απόβλητα συλλέγονται, ανακτώνται και ανακυκλώνονται. Τέλος, μέρος των αποβλήτων χρησιμοποιείται ως πρώτη ύλη για την παραγωγή άλλων βιομηχανικών υλικών (Mytilineos, 2021β).

4.3.2.2 Όρος Κοινωνία (Social)

Ο όρος κοινωνία αποτελεί το δεύτερο από τα τρία κριτήρια ESG. Περιλαμβάνει θέματα, όπως η υγεία των εργαζομένων, η ασφάλεια των χώρων εργασίας και η βιωσιμότητα των τοπικών κοινοτήτων.

Η επιχειρηματική δραστηριότητα της εταιρίας μπορεί να οδηγήσει σε πρόκληση ατυχημάτων. Ως παράγοντες κινδύνου μπορούν να αναφερθούν η λειτουργικότητα, ο φωτισμός και η δυνατότητα εκκένωσης των χώρων εργασίας. Επιπλέον, φυσικοί, χημικοί και βιολογικοί παράγοντες, οι οποίοι ενδεχομένως υπάρχουν στο περιβάλλον εργασίας μπορούν να προκαλέσουν ατύχημα. Στις συνέπειες ενός ατυχήματος περιλαμβάνονται οι αρνητικές επιπτώσεις στη σωματική και ψυχική υγεία των εργαζομένων, το πλήγμα στη φήμη της εταιρίας και η οικονομική επιβάρυνση, εξαιτίας της ανάγκης αντικατάστασης των απόντων εργαζομένων. Η Mytilineos, προκειμένου να μειώσει τον κίνδυνο ατυχημάτων, έχει αναλάβει μια σειρά από πρωτοβουλίες. Για παράδειγμα, πραγματοποιεί μετρήσεις των βλαπτικών παραγόντων που υπάρχουν στους χώρους εργασίας, ακολουθεί τη νομοθεσία που αφορά την ασφάλεια στο εργασιακό περιβάλλον και μέσω προγραμμάτων εκπαιδεύει και ενημερώνει τους εργαζομένους της (Mytilineos, 2020).

Η Mytilineos αναπτύσσει επιχειρηματική δράση σε διάφορες γεωγραφικές περιοχές και είναι απαραίτητο να ανταπεξέρχεται στις απαιτήσεις των τοπικών κοινοτήτων. Συνεπώς, η μη

αναγνώριση των κοινωνικών, οικονομικών και πολιτιστικών χαρακτηριστικών της κάθε τοπικής κοινότητας συνεπάγεται κινδύνους για τον όμιλο. Προκειμένου να ελαχιστοποιήσει αυτούς τους κινδύνους, ο όμιλος επιδιώκει να υποστηρίξει τις τοπικές κοινωνίες με τις δραστηριότητές του. Για παράδειγμα, κατά τις προσλήψεις εργαζομένων δίνεται προτεραιότητα σε ανθρώπινο δυναμικό, το οποίο διαμένει στην εκάστοτε τοπική κοινότητα. Επίσης, η οργάνωση της εφοδιαστικής αλυσίδας γίνεται με τρόπο, ο οποίος ενισχύει την οικονομική ανάπτυξη της τοπικής κοινότητας, επιλέγοντας όσο είναι εφικτό τοπικούς προμηθευτές (Mytilineos, 2020).

4.3.2.3 Όρος Διακυβέρνηση (Governance)

Ο όρος διακυβέρνηση αποτελεί το τελευταίο κριτήριο ESG. Αναφέρεται σε ζητήματα εταιρικής διακυβέρνησης και συμμόρφωσης με το ισχύον νομοθετικό και κανονιστικό πλαίσιο.

Στα πλαίσια της Εταιρικής Διακυβέρνησης της εταιρίας έχουν συσταθεί η Επιτροπή Αμοιβών και Υποψηφιοτήτων και η Επιτροπή Ελέγχου, οι οποίες είναι ανεξάρτητες και συνδράμουν το Διοικητικό Συμβούλιο στο έργο του. Η Επιτροπή Αμοιβών και Υποψηφιοτήτων έχει ως αντικείμενο τον καθορισμό των αποδοχών, τις οποίες θα λαμβάνουν τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου και τα διευθυντικά στελέχη. Ακόμη, είναι υπεύθυνη για την αξιολόγηση της καταλληλότητας των μελών, τα οποία κατέχουν ήδη θέση στο Διοικητικό Συμβούλιο, καθώς και αυτών που πρόκειται να διορισθούν στο μέλλον. Η Επιτροπή Ελέγχου βοηθάει το Διοικητικό Συμβούλιο να εφαρμόζει τη νομοθεσία σε ζητήματα χρηματοοικονομικής πληροφόρησης, εσωτερικού ελέγχου και συστημάτων διαχείρισης κινδύνων. Τέλος, αξίζει να αναφερθεί η ίδρυση το 2021 της Επιτροπής Αειφόρου Ανάπτυξης, η οποία έχει αναλάβει την καθοδήγηση των ενεργειών της εταιρίας σε ζητήματα Βιώσιμης Ανάπτυξης (Mytilineos, 2021β).

Βασική προϋπόθεση για την αποτελεσματική λειτουργία της Mytilineos αποτελεί η συμμόρφωση με τις νομικές και κανονιστικές υποχρεώσεις, που έχουν ορισθεί από τις αρχές των χωρών, στις οποίες αναπτύσσει επιχειρηματική δράση. Ο σεβασμός των κοινωνικών και των περιβαλλοντικών κανονιστικών απαιτήσεων είναι ιδιαίτερα σημαντικός για την καλλιέργεια σχέσεων εμπιστοσύνης με τους κοινωνικούς εταίρους. Ως κοινωνικοί εταίροι θα μπορούσαν να ορισθούν οι προμηθευτές, οι πελάτες, οι εργαζόμενοι και οι διοικητικές αρχές. Σε περιπτώσεις αποτυχίας τήρησης της νομοθεσίας, οι επιπτώσεις ενδέχεται να είναι ιδιαίτερα σοβαρές. Ειδικότερα, υπάρχει ο κίνδυνος προστίμων, κυρώσεων, δικαστικών προσφυγών, καθώς και ανάκλησης αδειών λειτουργίας βιομηχανικών μονάδων. Προκειμένου να

αποφευχθούν τέτοιες αρνητικές συνέπειες, τα όργανα της Mytilineos ενημερώνονται για τις τροποποιήσεις στη νομοθεσία και αξιολογούν τις επιδόσεις της εταιρίας στην τήρηση των νομικών της υποχρεώσεων (Mytilineos, 2020).

4.4 Χρηματιστηριακή πορεία του ομίλου Mytilineos

Το μετοχικό κεφάλαιο της Mytilineos ισούται με 138.604.426,17 € και διαιρείται σε 142.891.161 άυλες κοινές ονομαστικές μετά ψήφου μετοχές. Η ονομαστική αξία κάθε μετοχής είναι 0,97 €. Οι μετοχές είναι εισηγμένες προς διαπραγμάτευση στην Αγορά Αξιών του Χρηματιστηρίου Αθηνών και πιο συγκεκριμένα ανήκουν στον κλάδο «Βιομηχανικά Προϊόντα & Υπηρεσίες». Οι μέτοχοι κατέχουν ορισμένα δικαιώματα και ευθύνες, εξαιτίας της συμμετοχής τους στο μετοχικό κεφάλαιο της Mytilineos. Αρχικά, δικαίωμα των μετόχων αποτελεί η συμμετοχή και η ψήφος στη Γενική Συνέλευση. Επιπλέον, στα δικαιώματα των υφιστάμενων μετόχων περιλαμβάνεται η είσπραξη μερισμάτων από τα ετήσια κέρδη ή τα κέρδη εκκαθάρισης, καθώς και το δικαίωμα προτίμησης σε περίπτωση πραγματοποίησης αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου. Ωστόσο, οι μέτοχοι ευθύνονται έναντι τρίτων μέχρι το ποσό της ονομαστικής αξίας των μετοχών που τους ανήκουν (Mytilineos, 2023α).

Η σημαντική μεγέθυνση του όγκου δραστηριότητας του ομίλου και η κατοχή μετοχών από διεθνείς επενδυτές έχει καταστήσει πιθανή τη μελλοντική εισαγωγή σε χρηματιστήριο του εξωτερικού. Ειδικότερα, τον Ιούλιο του 2022, με αφορμή ερώτηση χρηματιστηριακών αναλυτών, ο διευθύνων σύμβουλος του ομίλου επιβεβαίωσε την παραπάνω πιθανότητα (Moneyreview.gr, 2022).

Προκειμένου να αξιολογηθεί η ιστορική πορεία της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής, συλλέχθηκαν από την ιστοσελίδα Capital.gr οι ημερήσιες τιμές της Mytilineos και οι ημερήσιες τιμές του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών για τα έτη 2018-2022. Στη συνέχεια, υπολογίσθηκαν οι ημερήσιες και οι ετήσιες αποδόσεις της Mytilineos και του Γενικού Δείκτη για τα έτη 2018-2022.

Στο διάγραμμα 1 παρουσιάζεται η διαχρονική πορεία των ημερήσιων τιμών της μετοχής της Mytilineos για τα έτη 2018-2022. Παρατηρείται ότι, εξαιτίας της πανδημίας, η τιμή της μετοχής σημείωσε σημαντική πτώση στις αρχές του 2020. Ωστόσο, η μετοχή κατάφερε να ανακάμψει και να φθάσει κατά τα επόμενα έτη σε υψηλότερες τιμές σε σύγκριση με αυτές που είχε σημειώσει πριν την πανδημία. Κατά τα έτη 2018-2022 η μέγιστη τιμή που σημείωσε ήταν 20,3 €, η ελάχιστη 5,01 € και η μέση τιμή 11,42 €.



Διάγραμμα 1: Διαχρονική εξέλιξη των ημερήσιων τιμών της μετοχής του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.

Στον πίνακα 1 δίνονται οι ετήσιες αποδόσεις της Mytilineos και του Γενικού Δείκτη για τα έτη 2018-2022. Παρατηρείται ότι τα έτη 2021 και 2022 η Mytilineos σημείωσε σημαντικά υψηλότερες αποδόσεις σε σύγκριση με τον Γενικό Δείκτη. Ακόμη, ο πίνακας 2 παρουσιάζει τα περιγραφικά στατιστικά των ετήσιων αποδόσεων της Mytilineos και του Γενικού Δείκτη για τα έτη 2018-2022. Σύμφωνα με τον πίνακα 2, η Mytilineos εμφάνισε υψηλότερο αριθμητικό μέσο, υψηλότερη συνολική απόδοση και χαμηλότερη τυπική απόκλιση σε σχέση με τον Γενικό Δείκτη.

Πίνακας 1: Διαχρονική εξέλιξη των ετήσιων αποδόσεων του ομίλου Mytilineos και του Γενικού Δείκτη για τα έτη 2018-2022.

	Mytilineos	Γενικός Δείκτης
2018	-21,19%	-25,07%
2019	33,97%	51,43%
2020	19,72%	-13,08%
2021	22,11%	8,65%
2022	33,73%	3,44%

Πίνακας 2: Περιγραφικά στατιστικά των ετήσιων αποδόσεων του ομίλου Mytilineos και του Γενικού Δείκτη για τα έτη 2018-2022.

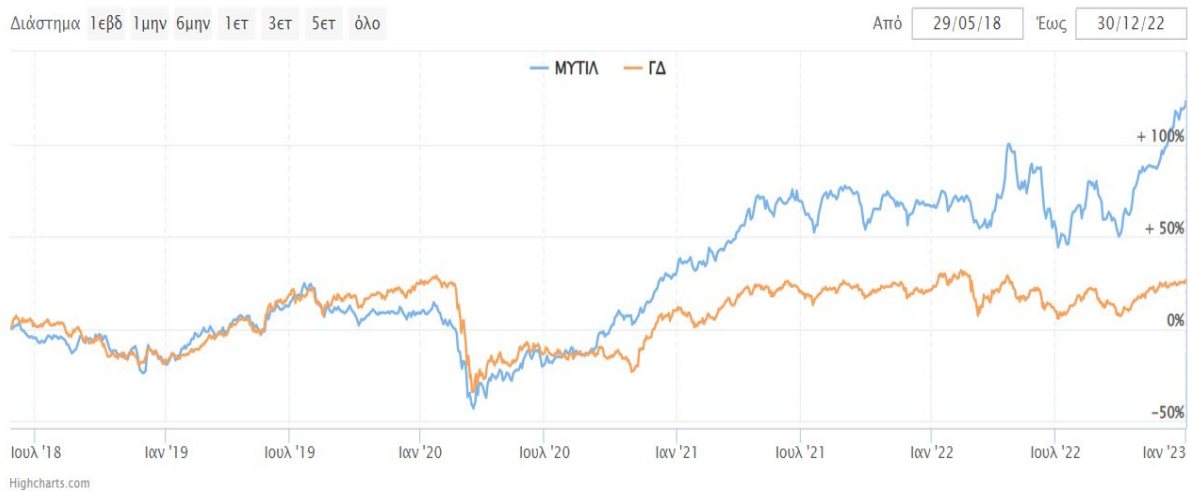
	Mytilineos	Γενικός Δείκτης
Αριθμητικός μέσος	17,669%	5,075%
Τυπική απόκλιση	22,681%	29,166%
Ελάχιστο	-21,189%	-25,071%
Μέγιστο	33,973%	51,431%
Συνολική απόδοση	88,345%	25,374%

Ακολούθως, υπολογίσθηκαν τα περιγραφικά στατιστικά των ημερήσιων αποδόσεων, τα οποία παρουσιάζονται στον πίνακα 3. Όπως συνέβη και με τις ετήσιες αποδόσεις, οι ημερήσιες αποδόσεις της Mytilineos εμφάνισαν υψηλότερο αριθμητικό μέσο και μεγαλύτερη συνολική απόδοση σε σύγκριση με τις ημερήσιες αποδόσεις του Γενικού Δείκτη.

Πίνακας 3: Περιγραφικά στατιστικά των ημερήσιων αποδόσεων του ομίλου Mytilineos και του Γενικού Δείκτη για τα έτη 2018-2022.

	Mytilineos	Γενικός Δείκτης
Αριθμητικός μέσος	0,086%	0,023%
Τυπική απόκλιση	2,112%	1,607%
Ελάχιστο	-17,151%	-13,388%
Μέγιστο	11,759%	11,461%
Συνολική απόδοση	106,351%	28,895%

Το διάγραμμα 2, το οποίο δημιουργήθηκε στην ιστοσελίδα Capital.gr, παρουσιάζει τις συνολικές αποδόσεις της Mytilineos και του Γενικού Δείκτη από τις 29/05/2018 μέχρι τις 30/12/2022, με ημερομηνία αναφοράς την 29/05/2018. Το διάγραμμα δημιουργήθηκε με τη χρήση των ημερήσιων αποδόσεων ως δεδομένα. Παρατηρείται ότι μέχρι τα τέλη του 2020 οι συνολικές αποδόσεις της εταιρίας και του Γενικού δείκτη παρουσίασαν σχετικά μικρές αποκλίσεις. Ωστόσο, από το 2021 και έπειτα η μετοχή παρουσίασε σημαντικά υψηλότερη συνολική απόδοση. Τελικά, στα τέλη του 2022 η συνολική απόδοση της εταιρίας έφθασε σε τιμές πάνω από το 100%, ενώ ο Γενικός Δείκτης σε τιμές περίξ του 25%.



Διάγραμμα 2: Συνολικές αποδόσεις της μετοχής της Mytilineos και του Γενικού Δείκτη από τις 29/05/2018 μέχρι τις 30/12/2022.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΑΝΑΛΥΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ

MYTILINEOS

5.1 Περιγραφή των Οικονομικών Καταστάσεων

Η σύνταξη των οικονομικών καταστάσεων έχει ως στόχο την ενημέρωση των ενδιαφερόμενων μερών που βρίσκονται εντός και εκτός της επιχείρησης. Στις οικονομικές καταστάσεις περιλαμβάνονται η κατάσταση οικονομικής θέσης, η κατάσταση συνολικών εσόδων, η κατάσταση μεταβολών ιδίων κεφαλαίων, η κατάσταση ταμειακών ροών και οι σημειώσεις (Νεγκάκης, 2022).

Στην κατάσταση οικονομικής θέσης παρουσιάζονται τα περιουσιακά στοιχεία του ενεργητικού, οι υποχρεώσεις και τα ίδια κεφάλαια. Τα στοιχεία του ενεργητικού και οι υποχρεώσεις κατηγοριοποιούνται σε βραχυπρόθεσμης και μακροπρόθεσμης διάρκειας (Νεγκάκης, 2022).

Η κατάσταση συνολικών εσόδων περιλαμβάνει το τμήμα αποτελεσμάτων και το τμήμα λοιπών συνολικών εσόδων. Η κατάσταση συνολικών εσόδων παρέχει ενημέρωση για την απόδοση μιας επιχείρησης. Στο τμήμα αποτελεσμάτων ανήκουν στοιχεία όπως τα έσοδα, τα χρηματοοικονομικά κόστη και τα έξοδα φόρου. Στο τμήμα λοιπών συνολικών εσόδων περιέχονται χρηματικά ποσά, τα οποία διαχωρίζονται σε δύο κατηγορίες ανάλογα με τη δυνατότητα τους να ανακατατάσσονται στα αποτελέσματα ή όχι (Νεγκάκης, 2022).

Η κατάσταση ταμειακών ροών παρουσιάζει κατά πόσο οι λειτουργικές, επενδυτικές και χρηματοοικονομικές δραστηριότητες μιας εταιρίας επηρεάζουν τις ποσότητες ταμειακών διαθεσίμων και ισοδυνάμων που κατέχει (Νεγκάκης, 2022).

Η κατάσταση μεταβολών ιδίων κεφαλαίων δίνει πληροφόρηση για τις μεταβολές, οι οποίες παρατηρούνται στα στοιχεία που απαρτίζουν την καθαρή θέση της επιχείρησης. Για την εύρεση των μεταβολών χρησιμοποιούνται τα υπόλοιπα έναρξης και λήξης του κάθε στοιχείου (Σουμπενιώτης & Ταμπακούδης, 2017).

Στις επεξηγηματικές σημειώσεις και γνωστοποιήσεις παρουσιάζονται οι λογιστικές πολιτικές, οι οποίες ακολουθήθηκαν κατά τη σύνταξη των οικονομικών καταστάσεων. Επιπλέον, οι σημειώσεις περιέχουν πληροφορίες, οι οποίες δεν περιλαμβάνονται σε άλλες

οικονομικές καταστάσεις, αλλά βοηθούν τους χρήστες να αντιληφθούν καλύτερα ορισμένες πτυχές της επιχειρηματικής δράσης μιας επιχείρησης (Νεγκάκης, 2022).

5.2 Προσεγγίσεις Ανάλυσης των Οικονομικών Καταστάσεων

Για την ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων μπορούν να ακολουθηθούν δύο διαφορετικές προσεγγίσεις. Στην πρώτη προσέγγιση περιλαμβάνονται η οριζόντια και η κάθετη ανάλυση, οι οποίες υλοποιούνται μέσω της αναδιάταξης των οικονομικών καταστάσεων σε μια τυποποιημένη μορφή. Στη δεύτερη προσέγγιση εντάσσεται ο υπολογισμός αριθμοδεικτών, στους οποίους ένα στοιχείο των οικονομικών καταστάσεων αναλύεται σε σχέση με κάποιο άλλο (Σουμπενιώτης & Ταμπακούδης, 2017). Ωστόσο, είναι αναγκαίο να γίνει συνδυασμός των παραπάνω προσεγγίσεων, προκειμένου να υπάρξει μια συνολική αξιολόγηση της χρηματοοικονομικής θέσης της επιχείρησης. Επίσης, είναι πιθανό οι διαφορετικοί τρόποι ανάλυσης των οικονομικών καταστάσεων να καταλήγουν σε αντικρουόμενα αποτελέσματα (Gibson, 2001).

Η οριζόντια ανάλυση έχει ως στόχο τη μελέτη της μεταβολής που παρατηρείται στα στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων μιας επιχείρησης σε χρονικό διάστημα μιας σειράς ετών. Για την εφαρμογή της οριζόντιας ανάλυσης απαιτείται ο προσδιορισμός του έτους βάσης. Στη συνέχεια, τα στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων των επόμενων ετών εμφανίζονται ως ποσοστά της τιμής, την οποία έλαβαν κατά το έτος βάσης. Στόχος της οριζόντιας ανάλυσης είναι η αναγνώριση των τάσεων που έχουν προκύψει, καθώς και η ανάλυση των αιτιών, οι οποίες οδηγούν σε σημαντικές αποκλίσεις τις τιμές ορισμένων στοιχείων των οικονομικών καταστάσεων (Σουμπενιώτης & Ταμπακούδης, 2017).

Η κάθετη ανάλυση έχει ως σκοπό την εξέταση κάθε στοιχείου μιας οικονομικής κατάστασης σε σχέση με ένα άλλο στοιχείο της ίδιας οικονομικής κατάστασης. Πιο συγκεκριμένα, στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης κάθε στοιχείο παρουσιάζεται ως ποσοστό των πωλήσεων. Επίσης, στην κατάσταση οικονομικής θέσης κάθε στοιχείο του ενεργητικού, των υποχρεώσεων και της καθαρής θέσης απεικονίζεται ως ποσοστό του συνόλου του ενεργητικού. Η κάθετη ανάλυση παρέχει πληροφόρηση σχετικά με τη βαρύτητα και τη σπουδαιότητα που έχει κάθε στοιχείο των οικονομικών καταστάσεων στις λειτουργίες μιας επιχείρησης (Σουμπενιώτης & Ταμπακούδης, 2017).

Η ανάλυση αριθμοδεικτών χρησιμοποιείται για την αξιολόγηση της επίδοσης μιας επιχείρησης κατά τα προηγούμενα έτη. Συγχρόνως, αξιοποιώντας τους αριθμοδείκτες είναι

εφικτή η εξαγωγή συμπερασμάτων για την παρούσα κατάσταση μιας εταιρίας (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2015α). Ακόμη, στην ανάλυση αριθμοδεικτών εντάσσεται η πραγματοποίηση συγκρίσεων μεταξύ των δεικτών της εξεταζόμενης επιχείρησης και των αντίστοιχων δεικτών άλλων παρόμοιων επιχειρήσεων (Σουμπενιώτης & Ταμπακούδης, 2017). Οι αριθμοδείκτες μπορούν να κατηγοριοποιηθούν στις ακόλουθες ομάδες: δείκτες ρευστότητας, δείκτες δραστηριότητας, δείκτες χρέους ή μόχλευσης, δείκτες κερδοφορίας ή αποδοτικότητας και επενδυτικοί δείκτες (Νούλας, 2022).

Οι δείκτες ρευστότητας παρουσιάζουν τη δυνατότητα μιας επιχείρησης να εξυπηρετεί τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της (Νούλας, 2022). Ακόμη, παρέχουν πληροφόρηση για τη φερεγγυότητα μιας εταιρίας σε βραχυπρόθεσμο επίπεδο (Σουμπενιώτης & Ταμπακούδης, 2017). Οι δείκτες δραστηριότητας μετρούν την ικανότητα μιας επιχείρησης να αξιοποιεί τα περιουσιακά στοιχεία της με στόχο τη δημιουργία πωλήσεων. Επιπλέον, βοηθούν στη σύγκριση του ύψους των διαφόρων περιουσιακών στοιχείων του ενεργητικού με τις αντίστοιχες πωλήσεις (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2015α). Οι δείκτες χρέους ή μόχλευσης δίνουν πληροφορίες για τις επιλογές που έχει κάνει μια επιχείρηση σχετικά με τη χρηματοδότηση των περιουσιακών στοιχείων του ενεργητικού της και των δραστηριοτήτων της. Ακόμη, εξετάζουν κατά πόσο προτιμάται από την επιχείρηση η κάλυψη των αναγκών της με τη χρήση χρέους σε σύγκριση με την αξιοποίηση των ιδίων κεφαλαίων της (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2015α). Επίσης, με τη χρήση των δεικτών χρέους αξιολογείται η φερεγγυότητα της επιχείρησης σε μακροπρόθεσμο επίπεδο (Σουμπενιώτης & Ταμπακούδης, 2017). Οι δείκτες κερδοφορίας ή αποδοτικότητας περιγράφουν τη δυνατότητα μιας επιχείρησης να επιτυγχάνει την παραγωγή κερδών (Νούλας, 2022). Τέλος, οι επενδυτικοί δείκτες αξιοποιούνται από τους επενδυτές στην προσπάθειά τους να προσδιορίσουν την ελκυστικότητα της μετοχής μιας επιχείρησης (Νούλας, 2022).

5.3 Παρουσίαση των Οικονομικών Καταστάσεων του Ομίλου Mytilineos

Στον πίνακα 4 παρουσιάζεται η κατάσταση χρηματοοικονομικής θέσης του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022, η οποία προέρχεται από τις δημοσιευμένες ετήσιες οικονομικές εκθέσεις των αντίστοιχων ετών. Είναι απαραίτητο να αναφερθεί ότι ο λογαριασμός αποθεματικά εμφανίστηκε για πρώτη φορά το 2022 στην κατάσταση χρηματοοικονομικής θέσης του ομίλου. Για τις χρήσεις 2018, 2019, 2020 και 2021 υπολογίστηκε για τους σκοπούς της παρούσας χρηματοοικονομικής ανάλυσης.

Πίνακας 4: Κατάσταση χρηματοοικονομικής θέσης του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.

Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης					
(Ποσά σε χιλιάδες €)	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022
Στοιχεία Ενεργητικού					
Μη Κυκλοφοριακά Στοιχεία Ενεργητικού					
Ενσώματες Ακίνητοποιήσεις	1.141.786	1.120.880	1.161.388	1.428.547	1.686.411
Υπεραξία Επιχείρησης	209.313	214.677	214.677	214.677	220.513
Άυλα Περιουσιακά Στοιχεία	235.277	231.758	231.735	231.498	240.123
Επενδύσεις Σε Συνδεδεμένες Επιχειρήσεις	23.773	24.026	25.181	20.844	21.717
Λοιπές επενδύσεις	0	0	5	14	21
Αναβαλλόμενες Φορολογικές Απαιτήσεις	143.030	112.892	131.633	172.308	149.154
Λοιπά Χρηματοοικονομικά Στοιχεία Ενεργητικού	159	163	153	146	153
Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Στοιχεία	0	2.938	1.931	2.159	5.151
Λοιπές Μακροπρόθεσμες Απαιτήσεις	105.019	68.629	68.527	70.095	97.924
Δικαιώματα χρήσης στοιχείων ενεργητικού	0	48.160	45.484	47.648	59.217
	1.858.357	1.824.124	1.880.714	2.187.936	2.480.384
Κυκλοφοριακά Στοιχεία Ενεργητικού					
Αποθέματα-Συνολική αξία	184.377	214.377	290.168	468.766	840.364
Πελάτες και Λοιπές Εμπορικές Απαιτήσεις	799.307	1.090.802	1.056.460	1.353.444	1.451.241
Λοιπές Απαιτήσεις	259.193	314.494	262.479	464.733	975.812
Χρηματοοικονομικά στοιχεία σε εύλογη αξία μέσω αποτελεσμάτων	63	63	69	73	210
Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Στοιχεία	31.605	1.023	9.300	11.510	94.441
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	208.090	713.037	492.646	602.712	1.059.875
	1.482.637	2.333.795	2.111.123	2.901.238	4.421.943
Στοιχεία Ενεργητικού	3.340.994	4.157.919	3.991.837	5.089.174	6.902.327
Ίδια Κεφάλαια & Υποχρεώσεις					
Ίδια Κεφάλαια					
Μετοχικό κεφάλαιο	138.839	138.839	138.839	138.839	138.839
Υπερ το Άρτιο	193.312	193.312	195.223	190.323	195.223
Αποθεματικά εύλογης αξίας	17.804	-2.571	-13.301	-103.532	
Αποθεματικό Ιδίων Μετοχών	0	0	-56.795	-80.436	
Αποθεματικά για διάθεση δωρεάν μετοχών	0	0	0	4.000	
Λοιπά αποθεματικά	130.758	129.050	123.987	137.043	
Αποθεματικά Μετατροπής Ισολογισμού	-11.197	-10.925	-38.337	-13.356	
Αποθεματικά	137.365	115.554	15.554	-56.281	127.057
Αποτελέσματα Εις Νέον	1.038.862	1.136.639	1.161.331	1.266.996	1.668.894
Ίδια κεφάλαια αποδιδόμενα στους μετόχους της Μητρικής	1.508.378	1.584.344	1.510.949	1.539.877	2.130.013
Μη ελέγχουσες συμμετοχές	52.671	49.526	63.097	81.028	91.049
Ίδια Κεφάλαια	1.561.048	1.633.870	1.574.046	1.620.905	2.221.062
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις					
Μακροπρόθεσμες Δανειακές Υποχρεώσεις	534.028	1.006.450	911.533	1.280.403	1.547.070
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις Μισθώσεων	0	44.764	42.172	43.406	54.775
Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Στοιχεία	2.787	0	12.647	26.973	6.019
Αναβαλλόμενες Φορολογικές Υποχρεώσεις	212.116	197.289	207.335	209.570	246.094
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	16.273	16.953	17.774	9.474	8.023
Λοιπές Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	129.666	98.101	98.651	100.785	69.312
Προβλέψεις	14.130	12.204	11.342	11.675	23.485
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	908.999	1.375.761	1.301.454	1.682.286	1.954.778
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις					
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	608.346	815.205	687.604	1.085.835	1.330.652
Τρέχουσες Φορολογικές Υποχρεώσεις	52.005	61.711	70.840	92.019	226.501
Βραχυπρόθεσμες Δανειακές Υποχρεώσεις	28.912	17.438	31.246	40.236	145.945
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις πληρωτέες στην επόμενη χρήση / Μακροπρόθεσμες Δανειακές Υποχρεώσεις πληρωτέες στην επόμενη χρήση (χρήση της δεύτερης ονομασίας από το 2019 και έπειτα)	35.551	60.194	37.664	34.689	19.740
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις Μισθώσεων πληρωτέες στην επόμενη χρήση	0	5.066	5.734	7.293	8.396
Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Στοιχεία	3.222	20.925	22.230	117.250	63.932
Λοιπές Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	142.903	167.699	260.967	408.401	931.317
Βραχυπρόθεσμες Προβλέψεις	7	49	53	260	4
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	870.946	1.148.288	1.116.337	1.785.983	2.726.487
Σύνολο υποχρεώσεων	1.779.945	2.524.049	2.417.791	3.468.269	4.681.265
Ίδια κεφάλαια & Υποχρεώσεις	3.340.994	4.157.919	3.991.837	5.089.174	6.902.327

5.4 Οριζόντια και Κάθετη Ανάλυση των Οικονομικών Καταστάσεων του Ομίλου Mytilineos

Ο πίνακας 6 δίνει τα αποτελέσματα της οριζόντιας ανάλυσης της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης του ομίλου Mytilineos, στην οποία ορίστηκε ως έτος βάσης το 2018. Αρχικά, είναι αναγκαίο να σημειωθεί ότι κατά τη διάρκεια της πενταετίας παρατηρείται αύξηση της πλειοψηφίας των στοιχείων, τα οποία περιλαμβάνονται στην κατάσταση αποτελεσμάτων. Ειδικότερα, παρά την άνοδο των πωλήσεων, οι οποίες το 2022 ισοδυναμούσαν με το 413,13% του έτους βάσης, τα κέρδη περιόδου μετά από φόρους παρουσίασαν μικρότερη αύξηση, καθώς η τιμή τους το 2022 αποτέλεσε το 356,74% της τιμής του έτους βάσης. Επιπλέον, σημαντική ήταν και η άνοδος των μικτών κερδών και των κερδών προ φόρων, τα οποία αυξήθηκαν σε σχέση με το έτος βάσης κατά 224,61% και 280,69% αντίστοιχα. Συμπερασματικά, η αύξηση των μικτών κερδών, των κερδών προ φόρων και των κερδών μετά από φόρους ήταν μικρότερη από την άνοδο που κατέγραψαν οι πωλήσεις. Συνεπώς, είναι απαραίτητο να πραγματοποιηθούν προσπάθειες συγκράτησης ορισμένων κατηγοριών εξόδων, προκειμένου στο μέλλον η αύξηση των κερδών μετά από φόρους να συγκλίνει με εκείνη των πωλήσεων.

Ο πίνακας 7 παρουσιάζει την κάθετη ανάλυση της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης. Όλα τα στοιχεία της κατάστασης αποτελεσμάτων εκφράζονται ως ποσοστό του λογαριασμού πωλήσεις. Είναι απαραίτητο να αναφερθεί ότι κατά τη διάρκεια της πενταετίας τα ποσοστά των περισσότερων στοιχείων της κατάστασης αποτελεσμάτων εμφάνισαν ήπιες αυξομειώσεις. Αρχικά, το ποσοστό των μικτών κερδών μειώθηκε από 19,48% το 2018 σε 15,31% το 2022. Ακόμη, τα κέρδη προ φόρων σημείωσαν το 2022 ελαφρώς χαμηλότερο ποσοστό σε σχέση με το 2018. Επιπλέον, τα κέρδη μετά από φόρους ανέρχονταν το 2022 σε 7,93% των πωλήσεων, ποσοστό χαμηλότερο από το αντίστοιχο που καταγράφηκε το 2018. Αντιθέτως, τα ποσοστά του κόστους πωληθέντων και του φόρου εισοδήματος κινήθηκαν ανοδικά, αποτελώντας το 2022 το 84,69% και 2,1% των πωλήσεων αντίστοιχα. Συνεπώς, επιβεβαιώνεται το συμπέρασμα, που προέκυψε και από την οριζόντια ανάλυση, ότι είναι απαραίτητη η συγκράτηση ορισμένων κατηγοριών εξόδων, προκειμένου να ενισχυθεί η κερδοφορία του ομίλου.

Πίνακας 6: Οριζόντια ανάλυση της κατάστασης αποτελεσμάτων του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.

	1/1-31/12/2018	1/1-31/12/2019	1/1-31/12/2020	1/1-31/12/2021	1/1-31/12/2022
Πωλήσεις	100,00%	147,79%	124,38%	174,52%	413,13%
Κόστος Πωληθέντων	100,00%	156,36%	126,87%	187,03%	434,55%
Μικτό κέρδος	100,00%	112,40%	114,05%	122,79%	324,61%
Λοιπά έσοδα εκμετάλλευσης	100,00%	124,29%	187,13%	124,09%	542,44%
Έξοδα διάθεσης	100,00%	77,77%	70,42%	0,00%	0,00%
Έξοδα διοίκησης	100,00%	151,49%	146,53%	105,66%	342,86%
Έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	100,00%	186,96%	187,68%	199,28%	123,91%
Λοιπά έξοδα εκμετάλλευσης	100,00%	55,48%	121,36%	111,91%	289,69%
Αποτελέσματα Προ Φόρων Χρηματοδοτικών και επενδυτικών Αποτελεσμάτων	100,00%	107,36%	110,09%	136,42%	359,44%
Χρηματοοικονομικά Έσοδα	100,00%	214,02%	403,87%	52,65%	35,98%
Χρηματοοικονομικά Έξοδα	100,00%	106,69%	134,82%	116,68%	158,44%
Λοιπά Χρηματοοικονομικά Αποτελέσματα	100,00%	-4484,83%	-12291,72%	-2158,28%	-6637,24%
Κέρδη/Ζημιές από συγγενείς επιχειρήσεις	100,00%	193,52%	288,03%	263,09%	-1003,99%
Κέρδη προ φόρων	100,00%	107,70%	103,27%	132,48%	380,69%
Φόρος εισοδήματος	100,00%	127,14%	122,58%	174,94%	572,66%
Κέρδη μετά από φόρους από συνεχιζόμενες δραστηριότητες	100,00%	104,56%	100,16%	125,64%	349,75%
Αποτέλεσμα περιόδου από διακοπείσες δραστηριότητες	100,00%	74,74%	41,44%	13,98%	76,97%
Κέρδη περιόδου μετά από φόρους	100,00%	105,33%	101,66%	128,50%	356,74%

Πίνακας 7: Κάθετη ανάλυση της κατάστασης αποτελεσμάτων του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.

	1/1-31/12/2018	1/1-31/12/2019	1/1-31/12/2020	1/1-31/12/2021	1/1-31/12/2022
Πωλήσεις	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Κόστος Πωληθέντων	80,52%	85,18%	82,14%	86,29%	84,69%
Μικτό κέρδος	19,48%	14,82%	17,86%	13,71%	15,31%
Λοιπά έσοδα εκμετάλλευσης	1,39%	1,17%	2,09%	0,99%	1,82%
Έξοδα διάθεσης	0,60%	0,32%	0,34%	0,00%	0,00%
Έξοδα διοίκησης	5,16%	5,29%	6,08%	3,13%	4,28%
Έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,003%
Λοιπά έξοδα εκμετάλλευσης	1,72%	0,64%	1,68%	1,10%	1,20%
Αποτελέσματα Προ Φόρων Χρηματοδοτικών και επενδυτικών Αποτελεσμάτων	13,38%	9,72%	11,84%	10,46%	11,64%
Χρηματοοικονομικά Έσοδα	0,81%	1,17%	2,63%	0,24%	0,07%
Χρηματοοικονομικά Έξοδα	3,30%	2,38%	3,58%	2,21%	1,27%
Λοιπά Χρηματοοικονομικά Αποτελέσματα	0,02%	0,58%	1,88%	0,23%	0,31%
Κέρδη/Ζημιές από συγγενείς επιχειρήσεις	0,03%	0,03%	0,06%	0,04%	0,06%
Κέρδη προ φόρων	10,93%	7,97%	9,08%	8,30%	10,08%
Φόρος εισοδήματος	1,52%	1,31%	1,50%	1,52%	2,10%
Κέρδη μετά από φόρους από συνεχιζόμενες δραστηριότητες	9,42%	6,66%	7,58%	6,78%	7,97%
Αποτέλεσμα περιόδου από διακοπείσες δραστηριότητες	0,24%	0,12%	0,08%	0,02%	0,04%
Κέρδη περιόδου μετά από φόρους	9,18%	6,54%	7,51%	6,76%	7,93%

Ο πίνακας 8 παρουσιάζει την οριζόντια ανάλυση της κατάστασης χρηματοοικονομικής θέσης του ομίλου Mytilineos, στην οποία χρησιμοποιήθηκε ως έτος βάσης το 2018. Για τα στοιχεία εκείνα, τα οποία εμφάνισαν μηδενικό ποσό το 2018, χρησιμοποιήθηκε ως έτος βάσης το έτος στο οποίο είχαν θετική τιμή για πρώτη φορά. Αρχικά, είναι απαραίτητο να αναφερθεί ότι παρατηρείται ανοδική τάση για την πλειοψηφία των μεγεθών, τα οποία εμφανίζονται στην κατάσταση χρηματοοικονομικής θέσης. Τα περιουσιακά στοιχεία του μη κυκλοφορούντος ενεργητικού το 2022 αυξήθηκαν κατά 33,47% σε σχέση με το 2018, ενώ το κυκλοφορούν ενεργητικό κινήθηκε ανοδικά κατά 198,25% σε σύγκριση με το έτος βάσης. Ειδικότερα, το 2022 τα ταμειακά διαθέσιμα και τα αποθέματα αποτέλεσαν το 509,33% και το 455,79% του έτους βάσης αντίστοιχα. Ακόμη, οι υποχρεώσεις του ομίλου κινήθηκαν ανοδικά, με τις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις να αυξάνονται κατά 115,05% και τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις κατά 213,05% σε σχέση με το έτος βάσης. Επίσης, τα ίδια κεφάλαια αποτέλεσαν το 142,28% του έτους βάσης. Συμπερασματικά, σημειώθηκε αύξηση των περιουσιακών στοιχείων του ενεργητικού και ιδιαίτερα του κυκλοφορούντος ενεργητικού, η οποία χρηματοδοτήθηκε κυρίως από τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

Ο πίνακας 9 δίνει τα αποτελέσματα της κάθετης ανάλυσης της κατάστασης χρηματοοικονομικής θέσης. Τα στοιχεία του ενεργητικού εκφράζονται ως ποσοστό του συνολικού ενεργητικού, ενώ κάθε στοιχείο των ιδίων κεφαλαίων και των υποχρεώσεων παρουσιάζεται ως ποσοστό του αθροίσματος των ιδίων κεφαλαίων και των υποχρεώσεων. Αρχικά, κατά την πενταετία παρατηρήθηκε ότι το ποσοστό του μη κυκλοφορούντος ενεργητικού μειώθηκε, ενώ το αντίστοιχο ποσοστό του κυκλοφορούντος ενεργητικού σημείωσε άνοδο. Αναλυτικότερα, τα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα αυξήθηκαν σε σχέση με το 2018 αποτελώντας το 2022 το 15,36% του συνολικού ενεργητικού. Επίσης, άνοδος διαπιστώθηκε και στα αποθέματα, τα οποία από 5,52% το 2018 ανήλθαν σε 12,18% το 2022. Ακόμη, τα ίδια κεφάλαια κατέγραψαν πτωτική τάση, ενώ το ποσοστό των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων παρουσίασε μικρή μεταβλητότητα κατά το χρονικό διάστημα 2018-2022. Αντίθετα, το ποσοστό των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων σημείωσε αύξηση από 26,07% το 2018 σε 39,5% το 2022. Συνεπώς, επιβεβαιώνεται το συμπέρασμα, που είχε εξαχθεί και στην οριζόντια ανάλυση, ότι υπήρξε αύξηση των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων, η οποία χρηματοδοτήθηκε από αντίστοιχη άνοδο των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.

Πίνακας 8: Οριζόντια ανάλυση της κατάστασης χρηματοοικονομικής θέσης του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.

	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022
Στοιχεία Ενεργητικού					
Μη Κυκλοφοριακά Στοιχεία Ενεργητικού					
Ενσώματες Ακίνητοποιήσεις	100,00%	98,17%	101,72%	125,12%	147,70%
Υπεραξία Επιχείρησης	100,00%	102,56%	102,56%	102,56%	105,35%
Άυλα Περιουσιακά Στοιχεία	100,00%	98,50%	98,49%	98,39%	102,06%
Επενδύσεις Σε Συνδεδεμένες Επιχειρήσεις	100,00%	101,06%	105,92%	87,68%	91,35%
Λοιπές επενδύσεις			100,00%	280,00%	420,00%
Αναβαλλόμενες Φορολογικές Απαιτήσεις	100,00%	78,93%	92,03%	120,47%	104,28%
Λοιπά Χρηματοοικονομικά Στοιχεία Ενεργητικού	100,00%	102,52%	96,23%	91,82%	96,23%
Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Στοιχεία		100,00%	65,72%	73,49%	175,32%
Λοιπές Μακροπρόθεσμες Απαιτήσεις	100,00%	65,35%	65,25%	66,75%	93,24%
Δικαιώματα χρήσης στοιχείων ενεργητικού		100,00%	94,44%	98,94%	122,96%
	100,00%	98,16%	101,20%	117,73%	133,47%
Κυκλοφοριακά Στοιχεία Ενεργητικού					
Αποθέματα-Συνολική αξία	100,00%	116,27%	157,38%	254,24%	455,79%
Πελάτες και Λοιπές Εμπορικές Απαιτήσεις	100,00%	136,47%	132,17%	169,33%	181,56%
Λοιπές Απαιτήσεις	100,00%	121,34%	101,27%	179,30%	376,48%
Χρηματοοικονομικά στοιχεία σε εύλογη αξία μέσω αποτελεσμάτων	100,00%	100,00%	109,52%	115,87%	333,33%
Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Στοιχεία	100,00%	3,24%	29,43%	36,42%	298,82%
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	100,00%	342,66%	236,75%	289,64%	509,33%
	100,00%	157,41%	142,39%	195,68%	298,25%
Στοιχεία Ενεργητικού	100,00%	124,45%	119,48%	152,33%	206,60%
Ίδια Κεφάλαια & Υποχρεώσεις					
Ίδια Κεφάλαια					
Μετοχικό κεφάλαιο	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Υπερ το Άρτιο	100,00%	100,00%	100,99%	98,45%	100,99%
Αποθεματικά εύλογης αξίας	100,00%	-14,44%	-74,71%	-581,51%	
Αποθεματικό Ιδίων Μετοχών			100,00%	141,63%	
Αποθεματικά για διάθεση δωρεάν μετοχών				100,00%	
Λοιπά αποθεματικά	100,00%	98,69%	94,82%	104,81%	
Αποθεματικά Μετατροπής Ισολογισμού	100,00%	97,57%	342,39%	119,28%	
Αποθεματικά	100,00%	84,12%	11,32%	-40,97%	92,50%
Αποτελέσματα Εις Νέον	100,00%	109,41%	111,79%	121,96%	160,65%
Ίδια κεφάλαια αποδιδόμενα στους μετόχους της Μητρικής	100,00%	105,04%	100,17%	102,09%	141,21%
Μη ελέγχουσες συμμετοχές	100,00%	94,03%	119,79%	153,84%	172,86%
Ίδια Κεφάλαια	100,00%	104,66%	100,83%	103,83%	142,28%
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις					
Μακροπρόθεσμες Δανειακές Υποχρεώσεις	100,00%	188,46%	170,69%	239,76%	289,70%
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις Μισθώσεων		100,00%	94,21%	96,97%	122,36%
Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Στοιχεία	100,00%	0,00%	453,79%	967,81%	215,97%
Αναβαλλόμενες Φορολογικές Υποχρεώσεις	100,00%	93,01%	97,75%	98,80%	116,02%
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	100,00%	104,18%	109,22%	58,22%	49,30%
Λοιπές Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	100,00%	75,66%	76,08%	77,73%	53,45%
Προβλέψεις	100,00%	86,37%	80,27%	82,63%	166,21%
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	100,00%	151,35%	143,17%	185,07%	215,05%
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις					
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	100,00%	134,00%	113,03%	178,49%	218,73%
Τρέχουσες Φορολογικές Υποχρεώσεις	100,00%	118,66%	136,22%	176,94%	435,54%
Βραχυπρόθεσμες Δανειακές Υποχρεώσεις	100,00%	60,31%	108,07%	139,17%	504,79%
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις πληρωτέες στην επόμενη χρήση / Μακροπρόθεσμες Δανειακές Υποχρεώσεις πληρωτέες στην επόμενη χρήση (χρήση της δεύτερης ονομασίας από το 2019 και έπειτα)	100,00%	169,32%	105,94%	97,58%	55,53%
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις Μισθώσεων πληρωτέες στην επόμενη χρήση		100,00%	113,19%	143,96%	165,73%
Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Στοιχεία	100,00%	649,44%	689,94%	3639,04%	1984,23%
Λοιπές Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	100,00%	117,35%	182,62%	285,79%	651,71%
Βραχυπρόθεσμες Προβλέψεις	100,00%	700,00%	757,14%	3714,29%	57,14%
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	100,00%	131,84%	128,18%	205,06%	313,05%
Σύνολο υποχρεώσεων	100,00%	141,80%	135,84%	194,85%	263,00%
Ίδια κεφάλαια & Υποχρεώσεις	100,00%	124,45%	119,48%	152,33%	206,60%

Πίνακας 9: Κάθετη ανάλυση της κατάστασης χρηματοοικονομικής θέσης του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.

	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022
Στοιχεία Ενεργητικού					
Μη Κυκλοφοριακά Στοιχεία Ενεργητικού					
Ενσώματες Ακίνητοποιήσεις	34,18%	26,96%	29,09%	28,07%	24,43%
Υπεραξία Επιχείρησης	6,26%	5,16%	5,38%	4,22%	3,19%
Άυλα Περιουσιακά Στοιχεία	7,04%	5,57%	5,81%	4,55%	3,48%
Επενδύσεις Σε Συνδεδεμένες Επιχειρήσεις	0,71%	0,58%	0,63%	0,41%	0,31%
Λοιπές επενδύσεις	0,00%	0,00%	0,001%	0,0003%	0,0003%
Αναβαλλόμενες Φορολογικές Απαιτήσεις	4,28%	2,72%	3,30%	3,39%	2,16%
Λοιπά Χρηματοοικονομικά Στοιχεία Ενεργητικού	0,00%	0,004%	0,004%	0,003%	0,002%
Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Στοιχεία	0,00%	0,07%	0,05%	0,04%	0,07%
Λοιπές Μακροπρόθεσμες Απαιτήσεις	3,14%	1,65%	1,72%	1,38%	1,42%
Δικαιώματα χρήσης στοιχείων ενεργητικού	0,00%	1,16%	1,14%	0,94%	0,86%
	55,62%	43,87%	47,11%	42,99%	35,94%
Κυκλοφοριακά Στοιχεία Ενεργητικού					
Αποθέματα-Συνολική αξία	5,52%	5,16%	7,27%	9,21%	12,18%
Πελάτες και Λοιπές Εμπορικές Απαιτήσεις	23,92%	26,23%	26,47%	26,59%	21,03%
Λοιπές Απαιτήσεις	7,76%	7,56%	6,58%	9,13%	14,14%
Χρηματοοικονομικά στοιχεία σε εύλογη αξία μέσω αποτελεσμάτων	0,002%	0,002%	0,002%	0,001%	0,003%
Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Στοιχεία	0,95%	0,02%	0,23%	0,23%	1,37%
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	6,23%	17,15%	12,34%	11,84%	15,36%
	44,38%	56,13%	52,89%	57,01%	64,06%
Στοιχεία Ενεργητικού	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Ίδια Κεφάλαια & Υποχρεώσεις					
Ίδια Κεφάλαια					
Μετοχικό κεφάλαιο	4,16%	3,34%	3,48%	2,73%	2,01%
Υπερ το Άρτιο	5,79%	4,65%	4,89%	3,74%	2,83%
Αποθεματικά εύλογης αξίας	0,53%	-0,06%	-0,33%	-2,03%	
Αποθεματικό Ιδίων Μετοχών	0,00%	0,00%	-1,42%	-1,58%	
Αποθεματικά για διάθεση δωρεάν μετοχών	0,00%	0,00%	0,00%	0,08%	
Λοιπά αποθεματικά	3,91%	3,10%	3,11%	2,69%	
Αποθεματικά Μετατροπής Ισολογισμού	-0,34%	-0,26%	-0,96%	-0,26%	
Αποθεματικά	4,11%	2,78%	0,39%	-1,11%	1,84%
Αποτελέσματα Εις Νέον	31,09%	27,34%	29,09%	24,90%	24,18%
Ίδια κεφάλαια αποδιδόμενα στους μετόχους της Μητρικής	45,15%	38,10%	37,85%	30,26%	30,86%
Μη ελέγχουσες συμμετοχές	1,58%	1,19%	1,58%	1,59%	1,32%
Ίδια Κεφάλαια	46,72%	39,30%	39,43%	31,85%	32,18%
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις					
Μακροπρόθεσμες Δανειακές Υποχρεώσεις	15,98%	24,21%	22,83%	25,16%	22,41%
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις Μισθώσεων	0,00%	1,08%	1,06%	0,85%	0,79%
Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Στοιχεία	0,08%	0,00%	0,32%	0,53%	0,09%
Αναβαλλόμενες Φορολογικές Υποχρεώσεις	6,35%	4,74%	5,19%	4,12%	3,57%
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	0,49%	0,41%	0,45%	0,19%	0,12%
Λοιπές Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	3,88%	2,36%	2,47%	1,98%	1,00%
Προβλέψεις	0,42%	0,29%	0,28%	0,23%	0,34%
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	27,21%	33,09%	32,60%	33,06%	28,32%
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις					
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	18,21%	19,61%	17,23%	21,34%	19,28%
Τρέχουσες Φορολογικές Υποχρεώσεις	1,56%	1,48%	1,77%	1,81%	3,28%
Βραχυπρόθεσμες Δανειακές Υποχρεώσεις	0,87%	0,42%	0,78%	0,79%	2,11%
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις πληρωτέες στην επόμενη χρήση / Μακροπρόθεσμες Δανειακές Υποχρεώσεις πληρωτέες στην επόμενη χρήση (χρήση της δεύτερης ονομασίας από το 2019 και έπειτα)	1,06%	1,45%	0,94%	0,68%	0,29%
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις Μισθώσεων πληρωτέες στην επόμενη χρήση	0,00%	0,12%	0,14%	0,14%	0,12%
Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Στοιχεία	0,10%	0,50%	0,56%	2,30%	0,93%
Λοιπές Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	4,28%	4,03%	6,54%	8,02%	13,49%
Βραχυπρόθεσμες Προβλέψεις	0,0002%	0,001%	0,001%	0,01%	0,0001%
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	26,07%	27,62%	27,97%	35,09%	39,50%
Σύνολο υποχρεώσεων	53,28%	60,70%	60,57%	68,15%	67,82%
Ίδια κεφάλαια & Υποχρεώσεις	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

5.5 Ανάλυση Αριθμοδεικτών του Ομίλου Mytilineos

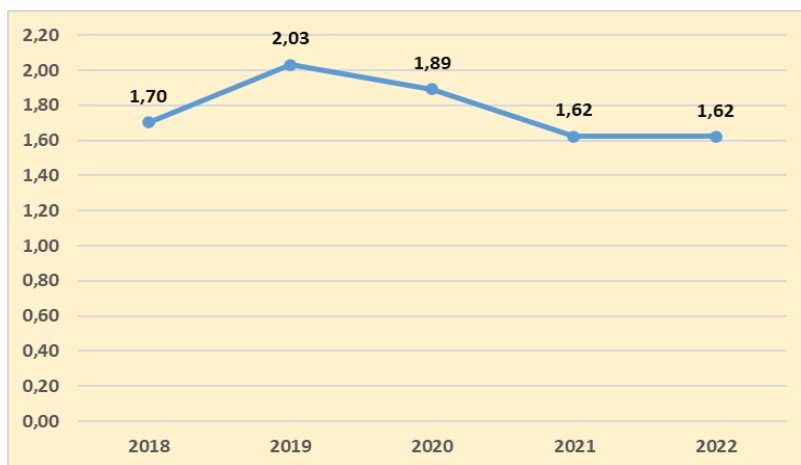
5.5.1 Δείκτες ρευστότητας

5.5.1.1 Δείκτης γενικής ρευστότητας

$$\text{Δείκτης Γενικής Ρευστότητας} = \frac{\text{Σύνολο Κυκλοφορούντος Ενεργητικού}}{\text{Συνολικές Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Ο δείκτης γενικής ρευστότητας χρησιμοποιείται για να περιγράψει εάν η επιχείρηση έχει τη δυνατότητα να ανταποκριθεί στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της χρησιμοποιώντας τα κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία της. Υψηλές τιμές του δείκτη υποδεικνύουν ποσότητες κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων ικανές να επιτρέψουν τη συνέχιση των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων της (Miller-Nobles, Mattison & Mae Matsumura, 2018).

Το διάγραμμα 3 δείχνει ότι ο δείκτης γενικής ρευστότητας της Mytilineos έλαβε τη μέγιστη τιμή του το 2019. Στη συνέχεια, εμφάνισε πτωτική τάση, ενώ τα δύο τελευταία έτη σταθεροποιήθηκε στην τιμή 1,62. Καθώς κατά την πενταετία οι τιμές του δείκτη ήταν μεγαλύτερες της μονάδας, η επιχείρηση μπορούσε να ικανοποιήσει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της ρευστοποιώντας στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού της.



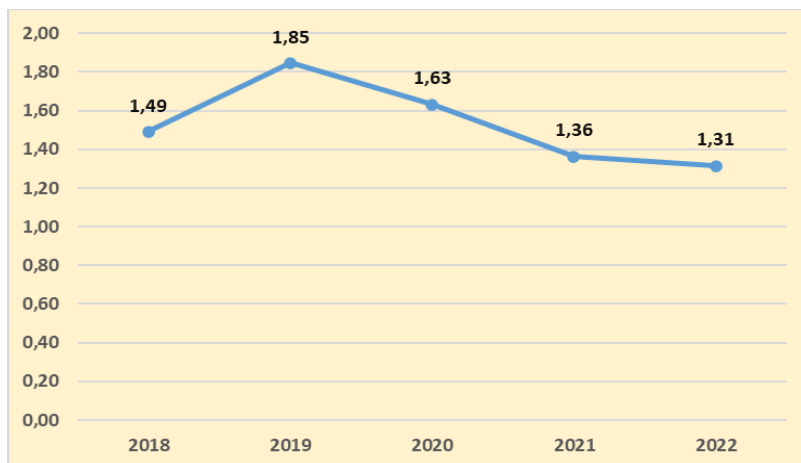
Διάγραμμα 3: Διαχρονική εξέλιξη του δείκτη γενικής ρευστότητας του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.

5.5.1.2 Δείκτης άμεσης ρευστότητας

$$\text{Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό} - \text{Αποθέματα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Για τον υπολογισμό του δείκτη άμεσης ρευστότητας απαιτείται η αφαίρεση των αποθεμάτων από το κυκλοφορούν ενεργητικό, διότι τα αποθέματα εμφανίζουν χαμηλότερη ρευστότητα σε σύγκριση με άλλα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού. Είναι επιθυμητό ο δείκτης να λαμβάνει τιμές υψηλότερες της μονάδας και ειδικότερα μεγαλύτερες από 1,5. Υψηλές τιμές του δείκτη υποδεικνύουν ικανοποιητικά επίπεδα ρευστότητας της επιχείρησης. Αντιθέτως, τιμές μικρότερες της μονάδας δείχνουν ότι η επιχείρηση αντιμετωπίζει τον κίνδυνο να μην μπορέσει να ανταποκριθεί σε μια απρόσμενη απαίτηση εκπλήρωσης κάποιων βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2015α).

Το διάγραμμα 4 παρουσιάζει ότι τα έτη 2018 και 2019 ο δείκτης άμεσης ρευστότητας κινήθηκε ανοδικά, ενώ τα επόμενα έτη παρουσίασε πτώση σημειώνοντας το 2022 τη χαμηλότερη τιμή της πενταετίας. Οι μεγαλύτερες από τη μονάδα τιμές του δείκτη οδηγούν στη διαπίστωση, ότι η επιχείρηση από το 2018 έως και το 2022 είχε τη δυνατότητα να ανταποκριθεί στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.



Διάγραμμα 4: Διαχρονική εξέλιξη του δείκτη άμεσης ρευστότητας του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.

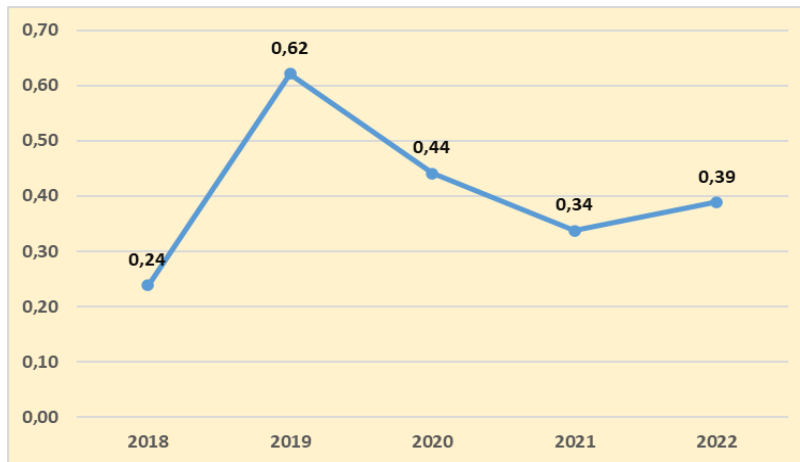
5.5.1.3 Δείκτης διαθεσίμων

$$\text{Δείκτης Διαθεσίμων} = \frac{\text{Ταμείο και Ταμειακά Ισοδύναμα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Για τον υπολογισμό του δείκτη διαθεσίμων χρησιμοποιούνται το ταμείο και τα ταμειακά ισοδύναμα. Το ταμείο αποτελείται ουσιαστικά από τα ρευστά διαθέσιμα της επιχείρησης, ενώ τα ταμειακά ισοδύναμα περιλαμβάνουν χρεόγραφα που μπορούν να μετατραπούν σε ρευστά διαθέσιμα σε σύντομο χρονικό διάστημα. Ο δείκτης διαθεσίμων χαρακτηρίζεται ως ο πιο συντηρητικός δείκτης ρευστότητας, επειδή μετρά τη δυνατότητα μιας

επιχείρησης να ανταποκριθεί στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της αξιοποιώντας μόνο τα ρευστά της διαθέσιμα (Σουμπενιώτης & Ταμπακούδης, 2017).

Στο διάγραμμα 5 παρουσιάζεται ότι ο δείκτης διαθεσίμων της Mytilineos εμφάνισε τη μέγιστη τιμή του το 2019. Τα επόμενα δύο έτη κινήθηκε πτωτικά, ενώ το 2022 σημείωσε ήπια αύξηση. Κατά το σύνολο της πενταετίας ο δείκτης παρουσίασε τιμές μικρότερες της μονάδας, δηλαδή η επιχείρηση δεν είχε τη δυνατότητα να ικανοποιήσει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της με τη χρήση αποκλειστικά των διαθεσίμων της.



Διάγραμμα 5: Διαχρονική εξέλιξη του δείκτη διαθεσίμων του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.

5.5.2 Δείκτες δραστηριότητας

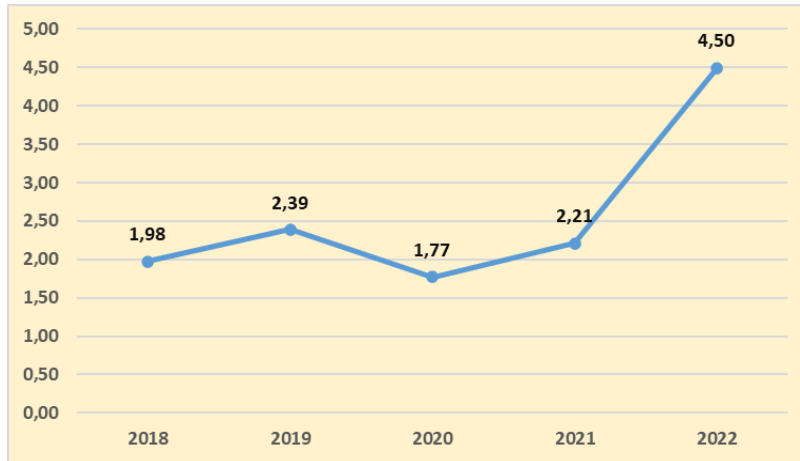
5.5.2.1 Κυκλοφοριακή ταχύτητα απαιτήσεων

$$\text{Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απαιτήσεων} = \frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις επί Πιστώσει}}{\text{Απαιτήσεις}}$$

Όπου καθαρές πωλήσεις επί πιστώσει = πωλήσεις με πίστωση-επιστροφές προϊόντων που είχαν αγορασθεί με πίστωση

Για τον υπολογισμό του δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων χρησιμοποιούνται οι καθαρές πωλήσεις επί πιστώσει, οι οποίες όμως δεν δημοσιεύονται από την επιχείρηση. Συνεπώς, είναι αναγκαίο να αντικατασταθούν από το λογαριασμό πωλήσεις. Επιπλέον, στον παρονομαστή του δείκτη τοποθετείται ο μέσος όρος των απαιτήσεων των τελευταίων δώδεκα μηνών. Η τιμή του δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων για ένα έτος δίνει τον αριθμό των φορών που οι απαιτήσεις μιας εταιρίας έχουν εξοφληθεί από τους πελάτες της. Υψηλές τιμές του δείκτη εμφανίζονται σε επιχειρήσεις, οι οποίες επιτυγχάνουν αποδοτική διαχείριση των εισπρακτέων λογαριασμών τους (Νούλας, 2022).

Το διάγραμμα 6 δείχνει ότι από το 2018 μέχρι και το 2021 ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων παρουσίασε ήπιες αυξομειώσεις. Ωστόσο, το 2022 ο δείκτης σημείωσε βελτίωση καταγράφοντας απότομη άνοδο. Η συμπεριφορά αυτή του δείκτη μπορεί να ερμηνευθεί από τη σημαντική αύξηση των πωλήσεων που συνέβη το 2022.



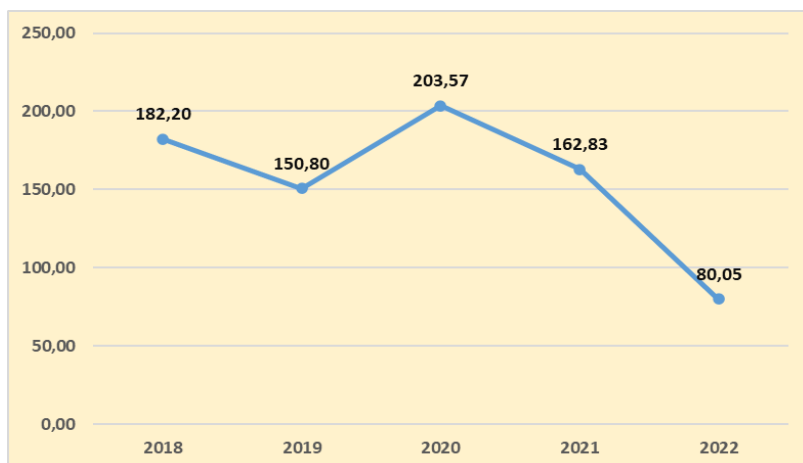
Διάγραμμα 6: Διαχρονική εξέλιξη του δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.

5.5.2.2 Μέση περίοδος είσπραξης απαιτήσεων

$$\text{Μέση Περίοδος Είσπραξης Απαιτήσεων} = \frac{360}{\text{Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απαιτήσεων}}$$

Η μέση περίοδος είσπραξης απαιτήσεων μιας επιχείρησης αποτελεί το μέσο αριθμό ημερών, ο οποίος απαιτείται για να εξοφλήσουν οι πελάτες της επιχείρησης τις απαιτήσεις που προέκυψαν από τις πωλήσεις επί πιστώσει. Χαμηλές τιμές της μέσης περιόδου είσπραξης απαιτήσεων εμφανίζονται σε επιχειρήσεις με ικανοποιητικά επίπεδα ρευστότητας και κερδοφορίας (Νούλας, 2022).

Το διάγραμμα 7 παρουσιάζει ότι το 2020 ο δείκτης της μέσης περιόδου είσπραξης απαιτήσεων της Mytilineos σημείωσε την υψηλότερη τιμή του, ενώ στη συνέχεια η εικόνα του δείκτη βελτιώθηκε εμφανίζοντας σημαντική πτώση.



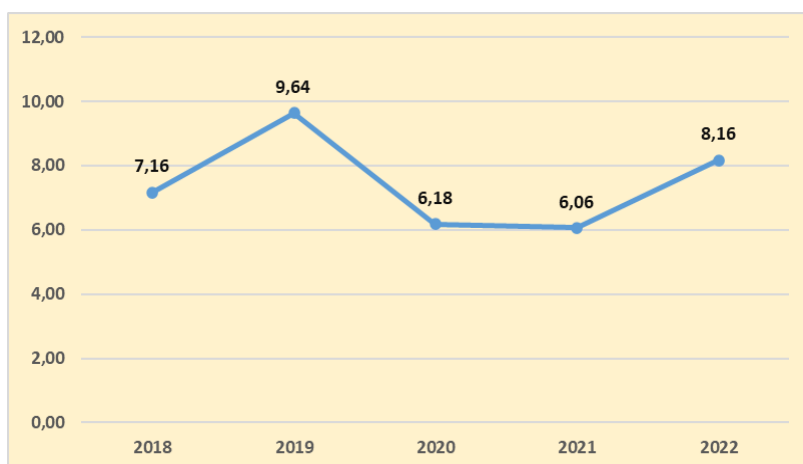
Διάγραμμα 7: Διαχρονική εξέλιξη του δείκτη μέσης περιόδου είσπραξης απαιτήσεων του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.

5.5.2.3 Κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων

$$\text{Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων} = \frac{\text{Κόστος Πωληθέντων Αγαθών}}{\text{Μέσο Απόθεμα Εμπορευμάτων}}$$

Η τιμή του δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων ισούται με τον αριθμό των φορών που ο μέσος όρος αποθεμάτων μιας εταιρίας πωλήθηκε σε ένα έτος. Όταν ο δείκτης λαμβάνει υψηλές τιμές, η επιχείρηση είναι σε θέση να πραγματοποιεί πωλήσεις χωρίς να αντιμετωπίζει σημαντικά εμπόδια (Miller-Nobles, Mattison & Mae Matsumura, 2018).

Στο διάγραμμα 8 παρουσιάζεται ότι το 2020 η κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων της Mytilineos κατέγραψε έντονη πτώση. Ωστόσο, το 2022 ο δείκτης εμφάνισε βελτίωση καταγράφοντας ξανά ανοδική πορεία σημειώνοντας τιμή παρόμοια με αυτή που είχε λάβει το 2018.



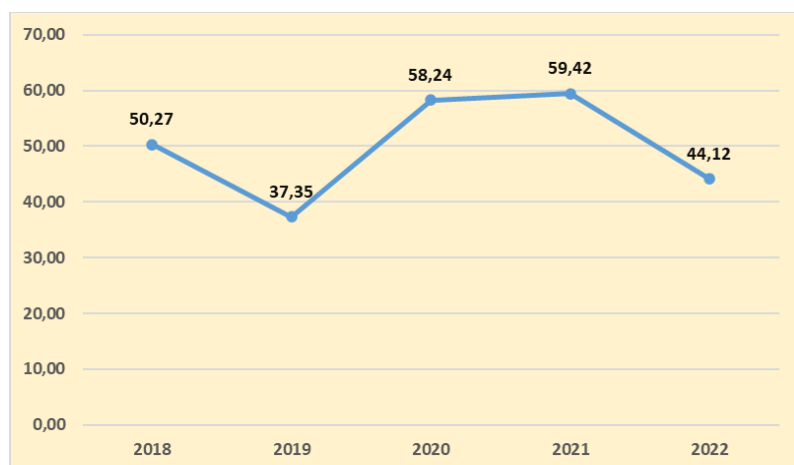
Διάγραμμα 8: Διαχρονική εξέλιξη του δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.

5.5.2.4 Ημέρες αποθεμάτων

$$\text{Ημέρες Αποθεμάτων} = \frac{360}{\text{Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων}}$$

Ο δείκτης ημέρες αποθεμάτων ισούται με το χρονικό διάστημα που χρειάζεται μια επιχείρηση για να μπορέσει να πουλήσει τα αποθέματά της. Οι επιχειρήσεις καταβάλλουν προσπάθειες, έτσι ώστε ο συγκεκριμένος δείκτης να λαμβάνει χαμηλές τιμές (Σουμπενιώτης & Ταμπακούδης, 2017).

Το διάγραμμα 9 δείχνει ότι τα έτη 2020 και 2021 ο δείκτης ημέρες αποθεμάτων κατέγραψε σημαντική αύξηση. Ωστόσο, το 2022 υπήρξε βελτίωση της εικόνας του δείκτη, καθώς η τιμή του σημείωσε πτώση.



Διάγραμμα 9: Διαχρονική εξέλιξη του δείκτη ημέρες αποθεμάτων του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.

5.5.2.5 Κυκλοφοριακή ταχύτητα προμηθευτών

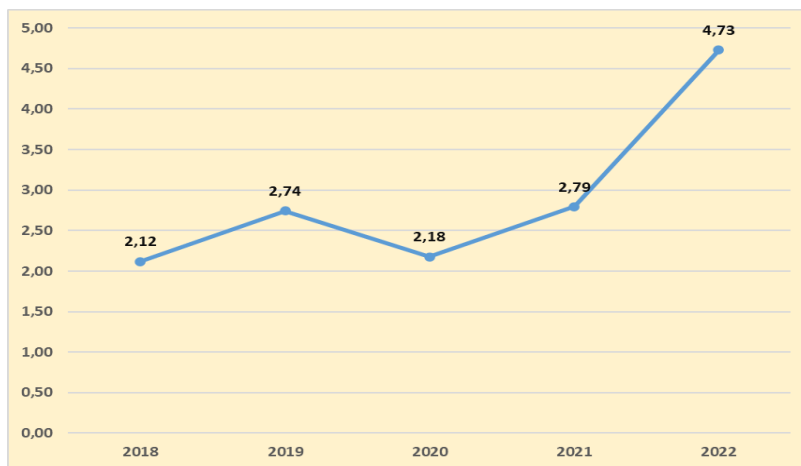
$$\text{Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Προμηθευτών} = \frac{\text{Αγορές}}{\text{Μέσος Όρος Προμηθευτών Περιόδου}}$$

όπου αγορές = κόστος πωληθέντων + τελικό απόθεμα – αρχικό απόθεμα

Οι αγορές που γίνονται από μια επιχείρηση δεν αποτελούν στοιχείο των οικονομικών καταστάσεων. Συνεπώς, για να βρεθεί το χρηματικό ποσό που αντιστοιχεί στις αγορές, χρησιμοποιούνται το αρχικό και τελικό απόθεμα, καθώς και το κόστος πωληθέντων. Ο δείκτης παρέχει πληροφόρηση για τη συχνότητα, με την οποία η επιχείρηση αποπληρώνει τον μέσο όρο των πληρωτέων λογαριασμών της κατά τη διάρκεια ενός έτους. Οι υψηλές τιμές του δείκτη

είναι επιθυμητές, διότι συνδέονται με επιχειρήσεις που έχουν τη δυνατότητα να ανταποκρίνονται στις υποχρεώσεις έναντι των προμηθευτών τους. Ωστόσο, είναι αναγκαίο να εξετασθεί αν οι υψηλές τιμές του δείκτη συνδέονται με αδυναμία της επιχείρησης να διαπραγματευτεί καλύτερους όρους πίστωσης με τους προμηθευτές της. (Σουμπενιώτης & Ταμπακούδης, 2017).

Στο διάγραμμα 10 παρουσιάζεται ότι από το 2018 μέχρι και το 2021 οι τιμές του δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας προμηθευτών της Mytilineos κατέγραψαν αυξομειώσεις. Ωστόσο, το 2022 η εικόνα του δείκτη βελτιώθηκε απότομα καθώς σημείωσε σημαντική άνοδο.



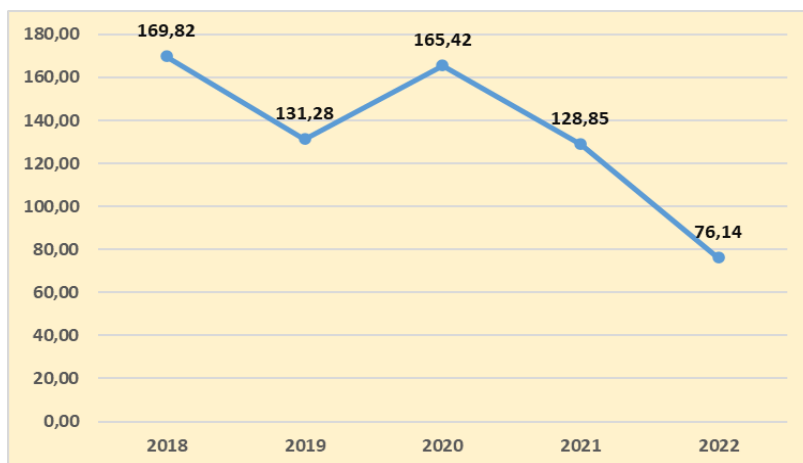
Διάγραμμα 10: Διαχρονική εξέλιξη του δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας προμηθευτών του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.

5.5.2.6 Ημέρες πίστωσης

$$\text{Ημέρες Πίστωσης} = \frac{360}{\text{Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Προμηθευτών}}$$

Οι ημέρες πίστωσης αποτελούν τον αριθμό των ημερών, που χρειάζεται μια επιχείρηση για να μπορέσει να εξοφλήσει τους πληρωτέους λογαριασμούς της (Σουμπενιώτης & Ταμπακούδης, 2017).

Το διάγραμμα 11 δείχνει ότι από το 2020 και έπειτα ο δείκτης ημέρες πίστωσης εμφάνισε πτωτική τάση, η οποία το 2022 οδήγησε τον δείκτη στη χαμηλότερη τιμή της πενταετίας.



Διάγραμμα 11: Διαχρονική εξέλιξη του δείκτη ημέρες πίστωσης του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.

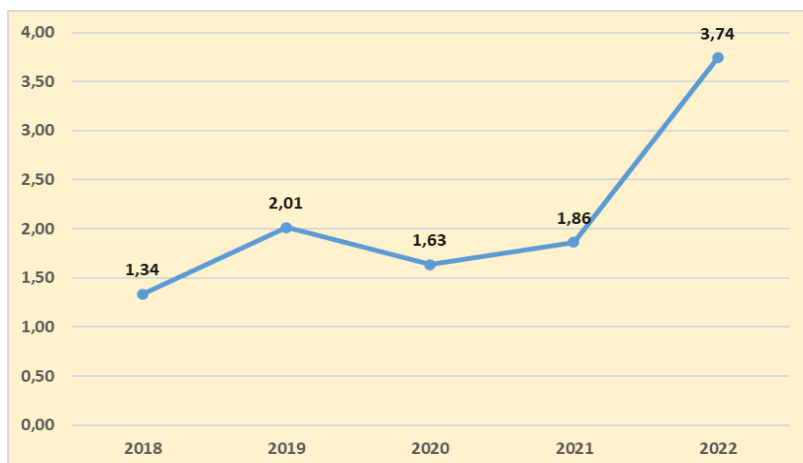
5.5.2.7 Κυκλοφοριακή ταχύτητα παγίων

$$\text{Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Παγίων} = \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Καθαρά Πάγια}}$$

όπου καθαρά πάγια = πάγια – αποσβέσεις

Ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας παγίων μετρά την ποσότητα των παγίων περιουσιακών στοιχείων, την οποία απαιτείται να έχει μια επιχείρηση για να μπορέσει να επιτύχει ένα συγκεκριμένο ύψος πωλήσεων (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2015α). Μια επιχείρηση επιδιώκει την επίτευξη πωλήσεων επενδύοντας όσο είναι εφικτό σε μικρές ποσότητες παγίων περιουσιακών στοιχείων. Συνεπώς, υψηλές τιμές του δείκτη είναι επιθυμητές (Σουμπενιώτης & Ταμπακούδης, 2017).

Το διάγραμμα 12 δείχνει ότι από το 2018 μέχρι και το 2021 ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας παγίων της Mytilineos σημείωσε ήπιες αυξομειώσεις. Ωστόσο, το 2022 η εικόνα του δείκτη βελτιώθηκε αισθητά, διότι παρατηρήθηκε απότομη άνοδος, η οποία οφείλεται στη σημαντική αύξηση των πωλήσεων που καταγράφηκε το συγκεκριμένο έτος.



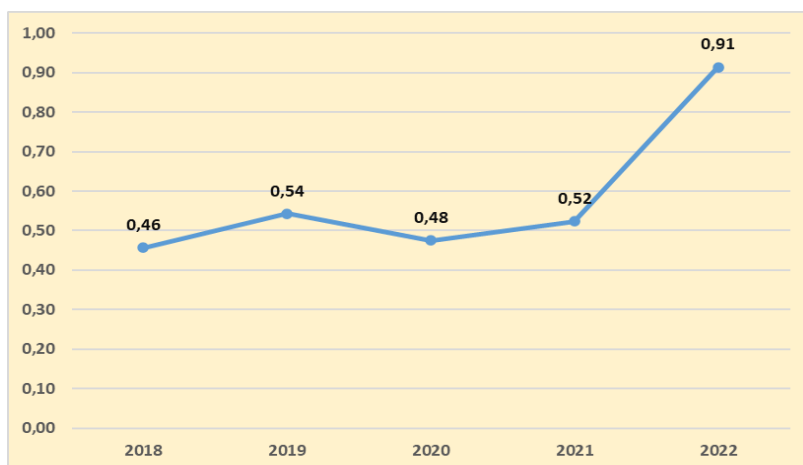
Διάγραμμα 12: Διαχρονική εξέλιξη του δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας παγίων του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.

5.5.2.8 Δείκτης κύκλου εργασιών ενεργητικού

$$\text{Δείκτης Κύκλου Εργασιών Ενεργητικού} = \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Ενεργητικό}}$$

Ο δείκτης κύκλου εργασιών ενεργητικού δείχνει πόσο αποτελεσματικά μια επιχείρηση αξιοποιεί τα περιουσιακά στοιχεία του ενεργητικού της για να επιτύχει ένα συγκεκριμένο επίπεδο πωλήσεων (Σουμπενιώτης & Ταμπακούδης, 2017).

Το διάγραμμα 13 δείχνει ότι από το 2018 μέχρι και το 2021 ο δείκτης παρέμεινε σχετικά σταθερός εμφανίζοντας πολύ μικρές μεταβολές. Ωστόσο, το 2022 καταγράφηκε έντονη αύξηση της τιμής του δείκτη. Η βελτίωση αυτή του δείκτη μπορεί να αποδοθεί στην ανοδική πορεία που σημείωσαν οι πωλήσεις κατά το 2022.



Διάγραμμα 13: Διαχρονική εξέλιξη του δείκτη κύκλου εργασιών ενεργητικού του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.

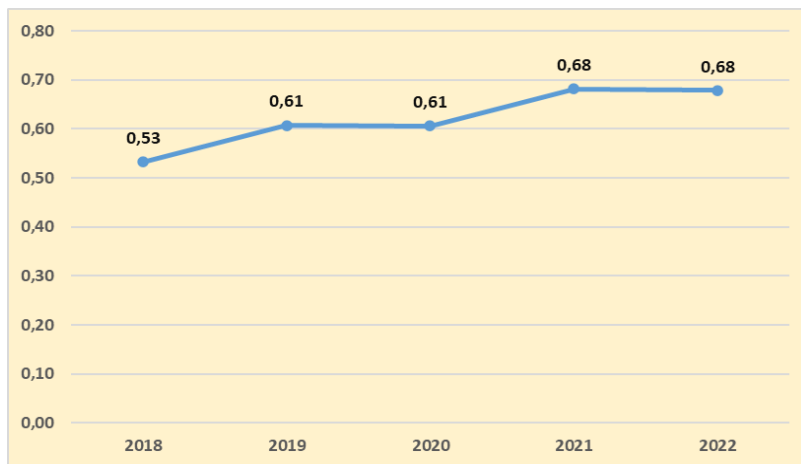
5.5.3 Δείκτες χρέους ή μόχλευσης

5.5.3.1 Δείκτης δανειακής επιβάρυνσης

$$\text{Δείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης} = \frac{\text{Συνολικές Υποχρεώσεις}}{\text{Συνολικό Ενεργητικό}}$$

Ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης παρουσιάζει κατά πόσο τα περιουσιακά στοιχεία του ενεργητικού χρηματοδοτούνται από τους πιστωτές ή τους ιδιοκτήτες μιας εταιρίας. Ένας δείκτης δανειακής επιβάρυνσης, ο οποίος εμφανίζει υψηλές τιμές, συνδέεται με σημαντικά επίπεδα χρηματοοικονομικού κινδύνου. Ο συγκεκριμένος δείκτης αποτελεί μέτρο αξιολόγησης της δυνατότητας μιας εταιρίας να εξυπηρετεί το χρέος της (Miller-Nobles, Mattison & Mae Matsumura, 2018).

Το διάγραμμα 14 παρουσιάζει ότι από το 2018 μέχρι και το 2022 ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης της Mytilineos κατέγραψε ήπια ανοδική τάση. Η τάση αυτή ερμηνεύεται από την αύξηση, η οποία συνέβη κατά την πενταετία, στη συμμετοχή των ξένων κεφαλαίων στη χρηματοδότηση των περιουσιακών στοιχείων του ενεργητικού της επιχείρησης.



Διάγραμμα 14: Διαχρονική εξέλιξη του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.

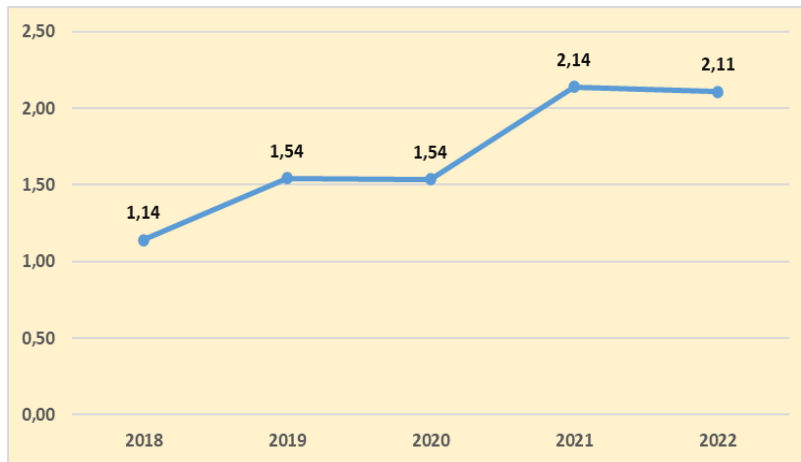
5.5.3.2 Δείκτης ξένων προς ίδια κεφάλαια

$$\text{Δείκτης Ξένων προς Ίδια Κεφάλαια} = \frac{\text{Συνολικές Υποχρεώσεις}}{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}$$

Στον συγκεκριμένο δείκτη οι συνολικές υποχρεώσεις εκφράζονται ως ποσοστό του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων (Miller-Nobles, Mattison & Mae Matsumura, 2018). Ο δείκτης

παρουσιάζει τη μακροπρόθεσμη δυνατότητα μιας επιχείρησης να ικανοποιεί τις απαιτήσεις των πιστωτών της. Όταν ο δείκτης εμφανίζει χαμηλές τιμές, η επιχείρηση αντιμετωπίζει μειωμένο χρηματοοικονομικό κίνδυνο (Gibson, 2001).

Το διάγραμμα 15 δείχνει ότι το 2022 ο δείκτης ξένων κεφαλαίων προς ίδια κεφάλαια βρέθηκε σε υψηλότερο επίπεδο σε σχέση με εκείνο του 2018. Η συμπεριφορά αυτή του δείκτη ερμηνεύεται από την αύξηση της συμμετοχής των ξένων κεφαλαίων σε σύγκριση με τα ίδια κεφάλαια στη χρηματοδότηση των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης.



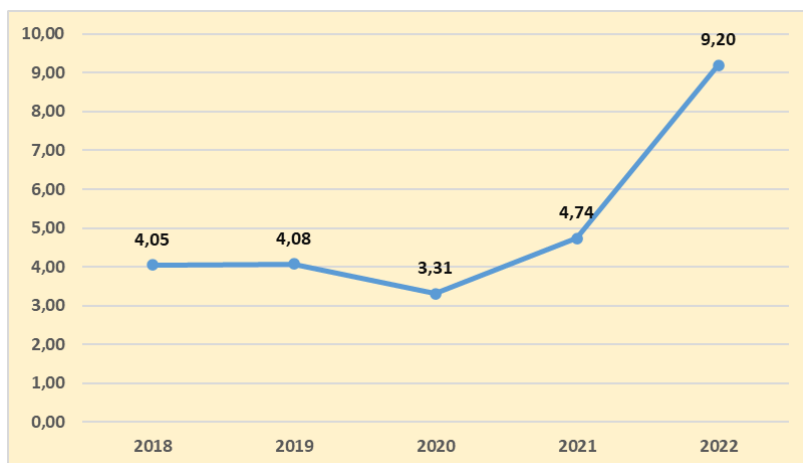
Διάγραμμα 15: Διαχρονική εξέλιξη του δείκτη ξένων προς ίδια κεφάλαια του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.

5.5.3.3 Δείκτης κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών

$$\text{Κάλυψη Χρηματοοικονομικών Δαπανών} = \frac{\text{Κέρδη προ Τόκων και Φόρων}}{\text{Χρεωστικοί Τόκοι}}$$

Ο δείκτης κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών παρέχει πληροφόρηση σχετικά με την ικανότητα μιας επιχείρησης να καλύψει τις υποχρεώσεις αποπληρωμής των τόκων της με τα κέρδη προ τόκων και φόρων που έχουν παραχθεί. Όταν ο δείκτης λαμβάνει χαμηλές τιμές, η εταιρία αντιμετωπίζει δυσκολίες εξυπηρέτησης των τόκων της (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2015α).

Το διάγραμμα 16 παρουσιάζει ότι από το 2018 μέχρι και το 2021 ο δείκτης κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών της Mytilineos παρουσίασε ήπιες αυξομειώσεις. Ωστόσο, το 2022 η σημαντική ενίσχυση της κερδοφορίας του ομίλου είχε ως αποτέλεσμα τη βελτίωση της εικόνας του δείκτη, ο οποίος κατέγραψε την υψηλότερη τιμή της πενταετίας.



Διάγραμμα 16: Διαχρονική εξέλιξη του δείκτη κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.

5.5.4 Δείκτες κερδοφορίας ή αποδοτικότητας

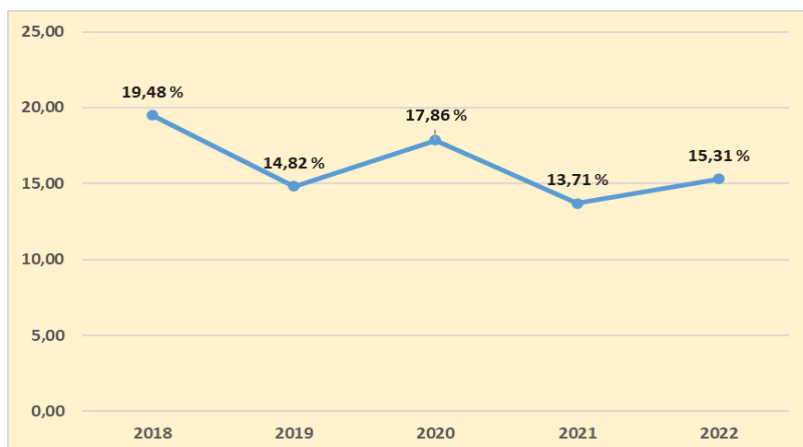
5.5.4.1 Δείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους

$$\text{Μικτό Περιθώριο Κέρδους} = \frac{\text{Μικτά κέρδη}}{\text{Πωλήσεις}}$$

όπου μικτά κέρδη = πωλήσεις – κόστος πωλήσεων

Το ύψος του δείκτη καθορίζεται από τη δυνατότητα μιας επιχείρησης να παράγει με το χαμηλότερο κόστος πωλήσεων που είναι εφικτό (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2015α). Επίπτωση στις τιμές του δείκτη έχουν οι μεταβολές του κόστους των αποθεμάτων, που χρησιμοποιούνται στην παραγωγική διαδικασία. Ακόμη, διακυμάνσεις στον δείκτη προκαλούν οι αυξομειώσεις των τιμών, στις οποίες γίνεται η πώληση των προϊόντων της επιχείρησης (Gibson, 2001). Όταν ο δείκτης λαμβάνει υψηλές τιμές, η επιχείρηση εμφανίζει ικανοποιητικά επίπεδα αποδοτικότητας (Σουμπενιώτης & Ταμπακούδης, 2017).

Το διάγραμμα 17 δείχνει ότι από το 2018 μέχρι και το 2022 ο δείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους παρουσίασε αυξομειώσεις. Ο δείκτης κατέγραψε επιδείνωση κατά τη διάρκεια της πενταετίας, διότι το 2022 βρέθηκε σε χαμηλότερα επίπεδα σε σύγκριση με το 2018.



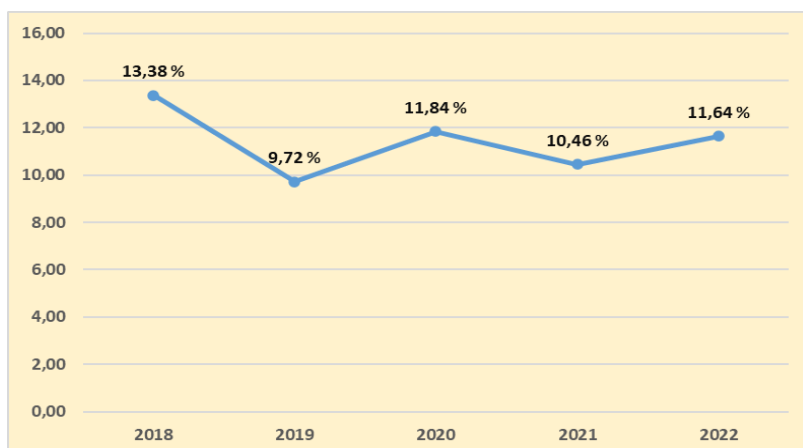
Διάγραμμα 17: Διαχρονική εξέλιξη του δείκτη μικτού περιθωρίου κέρδους του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.

5.5.4.2 Δείκτης λειτουργικού περιθωρίου κέρδους

$$\text{Λειτουργικό Περιθώριο Κέρδους} = \frac{\text{Λειτουργικά Κέρδη}}{\text{Πωλήσεις}}$$

Ο δείκτης παρουσιάζει τα κέρδη που παράγονται από τις κύριες επιχειρηματικές δραστηριότητες μιας εταιρίας. Τα λειτουργικά κέρδη προκύπτουν έπειτα από αφαίρεση των λειτουργικών εξόδων από τα μικτά κέρδη. Υψηλές τιμές του δείκτη συνδέονται με ικανοποιητικά επίπεδα αποδοτικότητας μιας επιχείρησης (Σουμπενιώτης & Ταμπακούδης, 2017).

Το διάγραμμα 18 δείχνει ότι από το 2018 μέχρι και το 2022 ο δείκτης λειτουργικού περιθωρίου κέρδους της Mytilineos κατέγραψε αυξομειώσεις. Η εικόνα του δείκτη παρουσίασε επιδείνωση κατά τη διάρκεια της πενταετίας, επειδή το 2022 ο δείκτης έλαβε χαμηλότερες τιμές σε σχέση με το 2018.



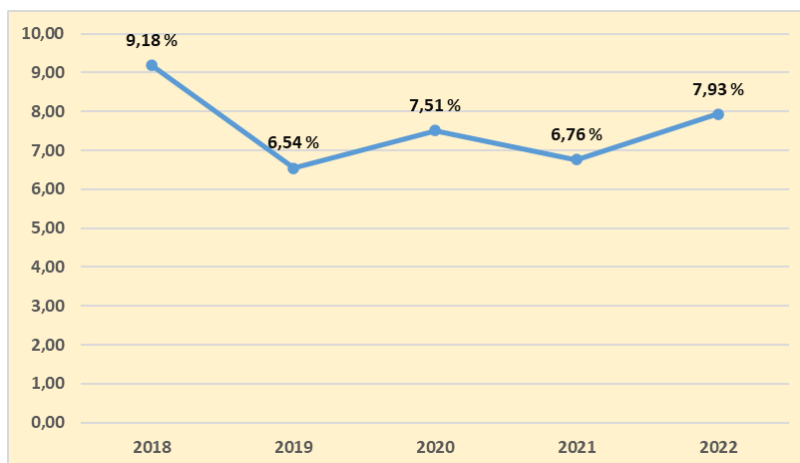
Διάγραμμα 18: Διαχρονική εξέλιξη του δείκτη λειτουργικού περιθωρίου κέρδους του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.

5.5.4.3 Δείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους

$$\text{Καθαρό Περιθώριο Κέρδους} = \frac{\text{Κέρδη μετά από Φόρους}}{\text{Πωλήσεις}}$$

Ο δείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους παρουσιάζει τη δυνατότητα μιας επιχείρησης να μετατρέπει τις πωλήσεις της σε καθαρά κέρδη. Με τη χρήση του συγκεκριμένου δείκτη τα καθαρά κέρδη μιας επιχείρησης εκφράζονται ως ποσοστό των πωλήσεων. Υψηλές τιμές του δείκτη συνδέονται με σημαντικά επίπεδα κερδοφορίας της επιχείρησης (Νούλας, 2022). Ωστόσο, ο ανταγωνισμός μεταξύ επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου, ο τρόπος χρηματοδότησης που επιλέγει μια επιχείρηση και η αναλογία μεταξύ μεταβλητών και σταθερών εξόδων μπορούν να προκαλέσουν μεταβλητότητα στον συγκεκριμένο δείκτη (Gibson, 2001).

Στο διάγραμμα 19 παρουσιάζεται ότι από το 2018 μέχρι και το 2022 ο δείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους εμφάνισε αυξομειώσεις. Ο δείκτης σημείωσε επιδείνωση κατά τη διάρκεια της πενταετίας, καθώς το 2022 κατέγραψε χαμηλότερες τιμές σε σύγκριση με το 2018.



Διάγραμμα 19: Διαχρονική εξέλιξη του δείκτη καθαρού περιθωρίου κέρδους του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.

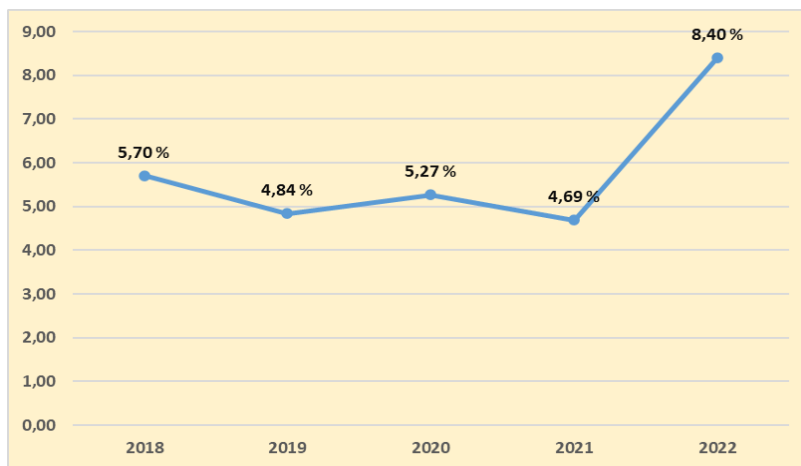
5.5.4.4 Δείκτης απόδοσης συνολικού ενεργητικού

$$\text{Απόδοση Συνολικού Ενεργητικού} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη} + \text{Έξοδα από Τόκους}}{\text{Συνολικό Ενεργητικό}}$$

Ο δείκτης απόδοσης συνολικού ενεργητικού παρουσιάζει πόσο αποτελεσματικά μια επιχείρηση αξιοποιεί τα περιουσιακά στοιχεία του ενεργητικού της ως προς τα κέρδη που καταφέρνει να δημιουργεί. Για τον υπολογισμό του δείκτη είναι απαραίτητο να προστεθούν στα καθαρά κέρδη τα έξοδα από τόκους, έτσι ώστε να βρεθεί το επίπεδο κερδοφορίας της

επιχείρησης, το οποίο δεν καθορίζεται από τους τρόπους χρηματοδότησης που έχουν επιλεγεί (Miller-Nobles, Mattison & Mae Matsumura, 2018).

Το διάγραμμα 20 παρουσιάζει ότι ο δείκτης απόδοσης συνολικού ενεργητικού από το 2018 μέχρι και το 2021 σημείωσε ήπια μεταβλητότητα. Ωστόσο, το 2022 παρατηρήθηκε έντονη ανοδική κίνηση του δείκτη, η οποία οφείλεται στη σημαντική αύξηση των κερδών του ομίλου κατά το συγκεκριμένο έτος.



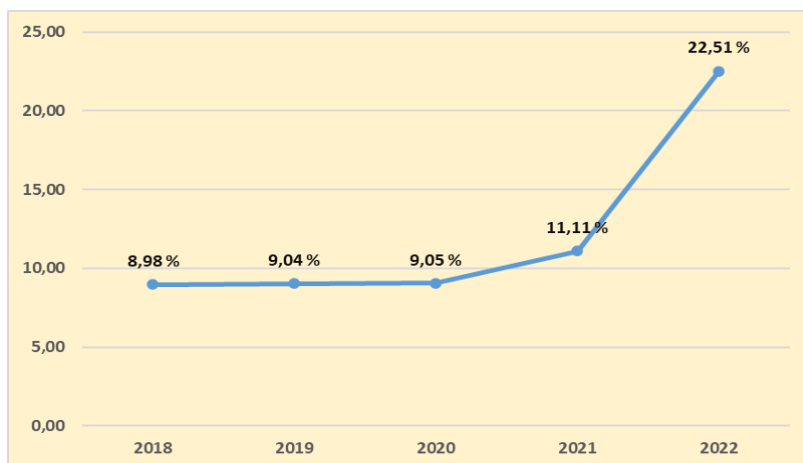
Διάγραμμα 20: Διαχρονική εξέλιξη του δείκτη απόδοσης συνολικού ενεργητικού του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.

5.5.4.5 Δείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων

$$\text{Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

Ο δείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων παρέχει πληροφόρηση για τη δυνατότητα μιας επιχείρησης να επιτυγχάνει κερδοφορία αξιοποιώντας τα χρήματα, τα οποία έχουν δοθεί από τους μετόχους της. Είναι προτιμότερο ο δείκτης να εμφανίζει υψηλές τιμές, διότι σε αυτές τις περιπτώσεις η εταιρία καταφέρνει να χρησιμοποιεί αποτελεσματικά τα κεφάλαια των μετόχων της (Σουμπενιώτης & Ταμπακούδης, 2017).

Το διάγραμμα 21 δείχνει ότι ο δείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων από το 2018 μέχρι και το 2020 παρέμεινε σχετικά σταθερός. Το 2021 άρχισε να κινείται ανοδικά, ενώ το 2022 εμφάνισε τη μέγιστη τιμή του σημειώνοντας απότομη αύξηση. Το ύψος του δείκτη το 2022 μπορεί να ερμηνευθεί από τη σημαντική ενίσχυση των κερδών, που πραγματοποιήθηκε κατά το συγκεκριμένο έτος.



Διάγραμμα 21: Διαχρονική εξέλιξη του δείκτη απόδοσης ιδίων κεφαλαίων του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.

5.5.5 Επενδυτικοί δείκτες

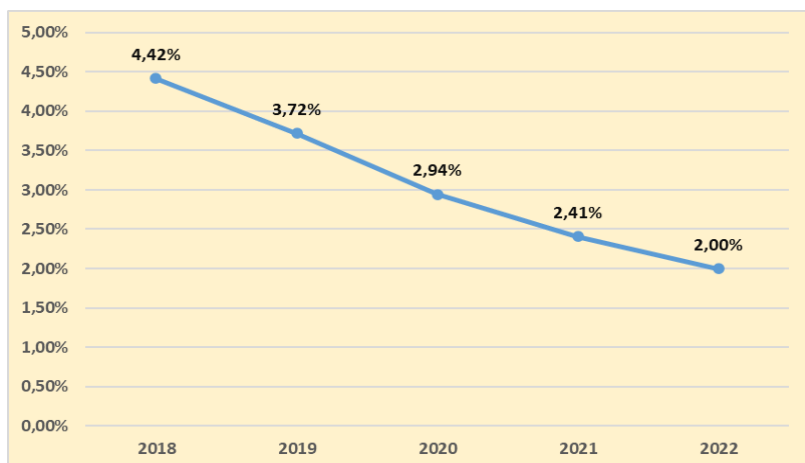
Για τον υπολογισμό των επενδυτικών δεικτών είναι απαραίτητη η εύρεση του ετήσιου διανεμόμενου μερίσματος και του αριθμού των μετοχών κάθε έτους από το 2018 μέχρι και το 2022. Οι τιμές των παραπάνω μεγεθών έχουν ληφθεί από τις σημειώσεις των οικονομικών καταστάσεων, οι οποίες περιλαμβάνονται στις δημοσιευμένες ετήσιες οικονομικές εκθέσεις των αντίστοιχων ετών. Επίσης, για ορισμένους επενδυτικούς δείκτες είναι αναγκαία η χρησιμοποίηση των χρηματιστηριακών τιμών που σημείωσε η επιχείρηση στις 31/12 κάθε έτους. Οι χρηματιστηριακές τιμές έχουν ληφθεί από την ιστοσελίδα Capital.gr.

5.5.5.1 Μερισματική απόδοση

$$\text{Μερισματική Απόδοση} = \frac{\text{Ετήσιο Μέρισμα ανά Μετοχή}}{\text{Τιμή Αγοράς ανά Μετοχή}}$$

Η μερισματική απόδοση δίνει το ποσοστό της τιμής μιας μετοχής που επιστρέφεται με τη μορφή μερίσματος στους κατόχους μετοχών της επιχείρησης. Ο δείκτης αυτός έχει ιδιαίτερη σημασία για τους επενδυτές εκείνους, οι οποίοι έχουν ως πρωταρχικό σκοπό τη λήψη μερισμάτων (Miller-Nobles, Mattison & Mae Matsumura, 2018).

Το διάγραμμα 22 δείχνει ότι ο δείκτης μερισματικής απόδοσης ακολούθησε πτωτική πορεία καθ' όλη τη διάρκεια της πενταετίας. Η επιδείνωση της εικόνας του δείκτη οφείλεται στη σημαντική αύξηση της τιμής της μετοχής, η οποία δεν συνοδεύτηκε από ανάλογη αύξηση του διανεμόμενου μερίσματος.



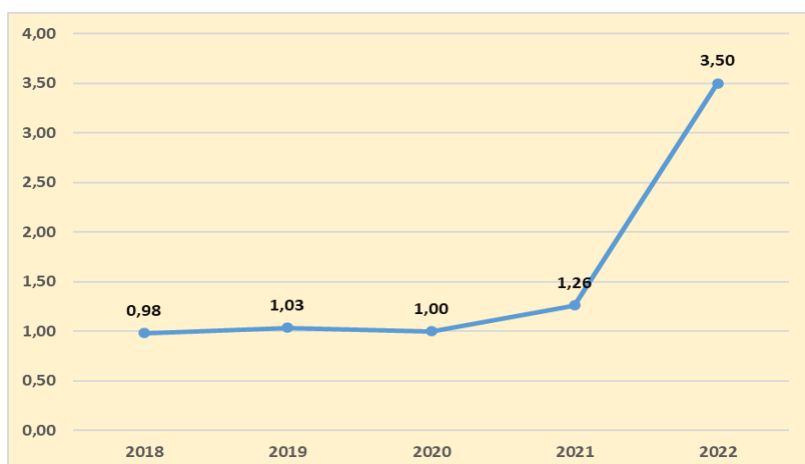
Διάγραμμα 22: Διαχρονική εξέλιξη του δείκτη μερισματικής απόδοσης του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.

5.5.5.2 Κέρδη ανά μετοχή

$$\text{Κέρδη ανά Μετοχή} = \frac{\text{Κέρδη}}{\text{Αριθμός Μετοχών}}$$

Ο δείκτης κέρδη ανά μετοχή παρέχει πληροφόρηση για το ύψος των κερδών, τα οποία αναλογούν σε κάθε μετοχή της επιχείρησης. Για να μπορέσουν να εξαχθούν σωστά συμπεράσματα από τη χρήση του δείκτη, είναι απαραίτητο να εξετασθούν οι πηγές κερδοφορίας της επιχείρησης. Υψηλές τιμές του δείκτη συνδέονται με ισχυρές επιδόσεις μιας επιχείρησης (Νούλας, 2022).

Στο διάγραμμα 23 παρουσιάζεται ότι από το 2018 μέχρι και το 2021 ο δείκτης παρέμεινε σχετικά σταθερός. Ωστόσο, το 2022 παρατηρήθηκε απότομη βελτίωση του δείκτη, εξαιτίας της σημαντικής ενίσχυσης της κερδοφορίας που συνέβη το συγκεκριμένο έτος.



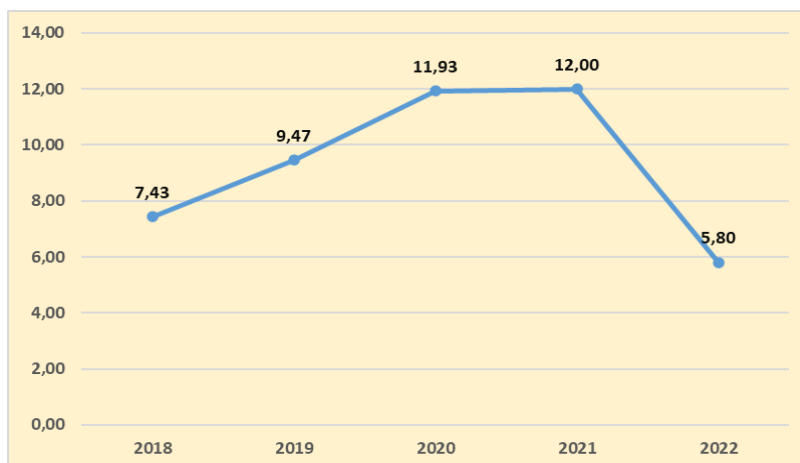
Διάγραμμα 23: Διαχρονική εξέλιξη του δείκτη κέρδη ανά μετοχή του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.

5.5.5.3 Τιμή προς κέρδη ανά μετοχή (P/E)

$$\text{Τιμή προς Κέρδη ανά Μετοχή} = \frac{\text{Χρηματιστηριακή Τιμή Μετοχής}}{\text{Κέρδη ανά Μετοχή}}$$

Ο δείκτης τιμή προς κέρδη ανά μετοχή δείχνει την τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή που αντιστοιχίζεται από τους επενδυτές στα κέρδη ανά μετοχή μιας επιχείρησης. Σε εταιρίες με ισχυρή απόδοση, χαμηλά επίπεδα κινδύνου, ικανή διοίκηση και υψηλούς προβλεπόμενους ρυθμούς ανάπτυξης ο δείκτης λαμβάνει υψηλές τιμές (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2015α).

Το διάγραμμα 24 παρουσιάζει ότι από το 2018 μέχρι και το 2020 η πορεία του δείκτη P/E ακολούθησε ανοδική τάση. Στη συνέχεια, ο δείκτης σταθεροποιήθηκε το 2021 λαμβάνοντας τιμή σχετικά παρόμοια με αυτή του 2020. Ωστόσο, το 2022 καταγράφηκε απότομη πτώση του δείκτη, η οποία μπορεί να δικαιολογηθεί από τη σημαντική αύξηση της κερδοφορίας που συντελέστηκε το συγκεκριμένο έτος. Συνεπώς, η καθοδική πορεία του δείκτη το 2022 αποτελεί ισχυρή ένδειξη ότι η μετοχή της εταιρίας είναι υποτιμημένη.



Διάγραμμα 24: Διαχρονική εξέλιξη του δείκτη P/E του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.

5.5.5.4 Τιμή προς λογιστική αξία

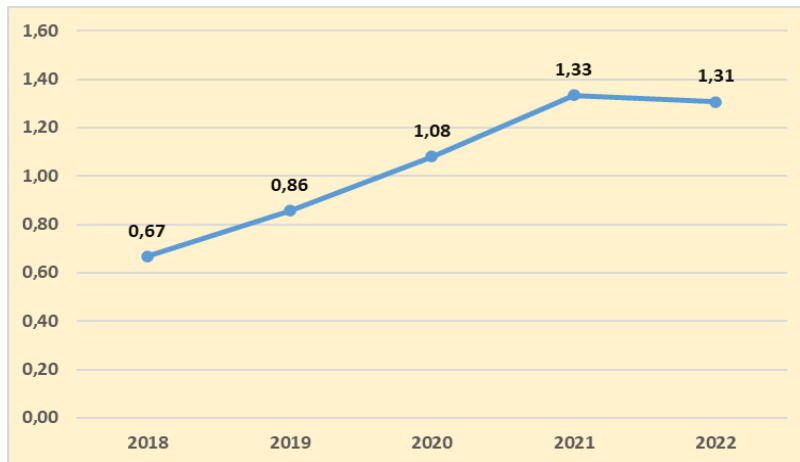
$$\text{Τιμή προς Λογιστική Αξία} = \frac{\text{Χρηματιστηριακή Τιμή Μετοχής}}{\text{Λογιστική Αξία Μετοχής}}$$

$$\text{όπου λογιστική αξία μετοχής} = \frac{\text{Ίδια Κεφάλαια}}{\text{Αριθμός Κυκλοφορούντων Μετοχών}}$$

Ο δείκτης τιμή μετοχής προς λογιστική αξία εκφράζει τη σχέση μεταξύ της τιμής που αποδίδεται στη μετοχή από τους επενδυτές και της τιμής, η οποία προκύπτει από τη λογιστική αξία των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης. Αναλόγως των τιμών του δείκτη, η μετοχή

μπορεί να χαρακτηριστεί ως υποτιμημένη ή υπερτιμημένη (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2015α). Χαμηλές τιμές του δείκτη συνδέονται με υποτιμημένες μετοχές (Νούλας, 2022).

Το διάγραμμα 25 δείχνει ότι από το 2018 μέχρι και το 2021 ο δείκτης ακολούθησε ανοδική πορεία. Ακολούθως, το 2022 ο δείκτης δεν παρουσίασε κάποια ιδιαίτερη μεταβολή και διατηρήθηκε σχετικά σταθερός. Η πορεία του δείκτη κατά την πενταετία μπορεί να ερμηνευθεί από τη σημαντική αύξηση της τιμής της μετοχής, η οποία δεν συνοδεύθηκε από αντίστοιχη αύξηση των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης.



Διάγραμμα 25: Διαχρονική εξέλιξη του δείκτη τιμή μετοχής προς λογιστική αξία μετοχής του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.

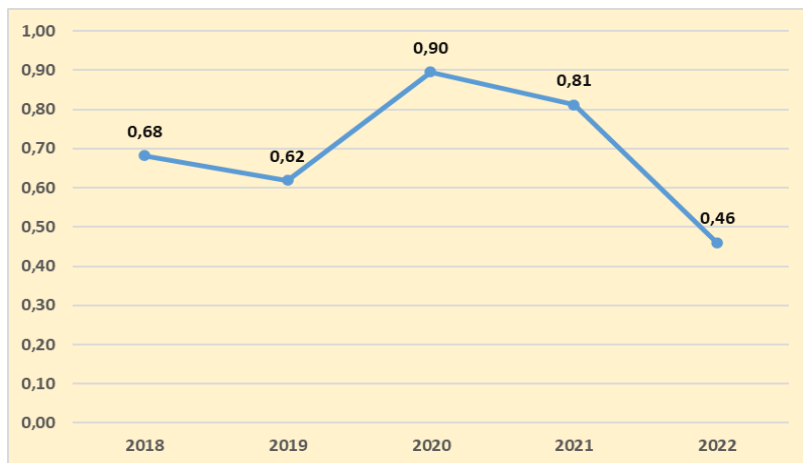
5.5.5.5 Δείκτης κεφαλαιοποίηση προς πωλήσεις

$$\text{Κεφαλαιοποίηση προς Πωλήσεις} = \frac{\text{Κεφαλαιοποίηση}}{\text{Πωλήσεις}}$$

όπου κεφαλαιοποίηση = τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή μετοχής * αριθμός μετοχών

Ο δείκτης κεφαλαιοποίηση προς πωλήσεις δείχνει τη σχέση μεταξύ των πωλήσεων, τις οποίες πραγματοποιεί μια επιχείρηση, και της τιμής που αποδίδεται στη μετοχή της από τους επενδυτές. Χαμηλές τιμές του δείκτη συνδέονται με υψηλότερες πιθανότητες αγοράς της μετοχής της επιχείρησης από τους επενδυτές, δηλαδή με ελκυστικότητα της μετοχής (Νούλας, 2022).

Το διάγραμμα 26 δείχνει ότι το 2022 ο δείκτης κεφαλαιοποίηση προς πωλήσεις παρουσίασε έντονη μείωση, εξαιτίας της σημαντικής ενίσχυσης των πωλήσεων που συνέβη το συγκεκριμένο έτος. Επομένως, η πορεία αυτή του δείκτη οδηγεί σε αύξηση της ελκυστικότητας της μετοχής για τους επενδυτές.



Διάγραμμα 26: Διαχρονική εξέλιξη του δείκτη κεφαλαιοποίησης προς πωλήσεις του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2018-2022.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΟΜΙΛΟΥ ΜΥΤΙΛΙΝΕΟΣ

6.1 Σκοπός και Μέθοδος Αποτίμησης

Η αποτίμηση του ομίλου Mytilineos θα πραγματοποιηθεί με τη μέθοδο της προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση (Free Cash Flow to the Firm, FCFF). Για την προεξόφληση των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση θα χρησιμοποιηθεί το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (Weighted Average Cost of Capital, WACC). Σκοπός της αποτίμησης είναι η εύρεση της εσωτερικής τιμής της μετοχής και η σύγκρισή της με τη χρηματιστηριακή τιμή. Η σύγκριση αυτή είναι απαραίτητη, προκειμένου να χαρακτηριστεί η μετοχή είτε ως υποτιμημένη, είτε ως υπερτιμημένη ή ως σωστά τιμολογημένη.

Η αποτίμηση μιας εταιρίας με τη χρήση των προεξοφλημένων ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση χαρακτηρίζεται από σημαντικά πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα. Για την εφαρμογή της μεθόδου απαιτείται η αναλυτική εξέταση ορισμένων παραγόντων, οι οποίοι καθορίζουν την αξία της επιχείρησης. Ειδικότερα, είναι αναγκαίος ο προσδιορισμός των δαπανών, των φόρων, των επενδύσεων και του ρυθμού αύξησης των πωλήσεων. Ως αποτέλεσμα, στα πλεονεκτήματα της μεθόδου περιλαμβάνονται η κατανόηση των στοιχείων εκείνων, τα οποία οδηγούν σε αύξηση της αξίας της επιχείρησης, και η μελέτη εναλλακτικών σεναρίων και υποθέσεων σχετικά με το μέλλον της επιχείρησης. Αντιθέτως, ως μειονέκτημα της μεθόδου θα μπορούσε να χαρακτηριστεί η ανάγκη για πραγματοποίηση λεπτομερών υπολογισμών, διαδικασία που είναι εξαιρετικά χρονοβόρα (Rees, 2008).

Στη συνέχεια της παρούσας εργασίας, προκειμένου να πραγματοποιηθεί η αποτίμηση, θα εκτελεστούν τα ακόλουθα βήματα. Αρχικά, είναι απαραίτητη η συλλογή πληροφόρησης από τις οικονομικές καταστάσεις των προηγούμενων ετών. Ακολούθως, θα γίνουν υποθέσεις σχετικά με τη μελλοντική εξέλιξη διαφόρων στοιχείων των οικονομικών καταστάσεων και θα υπολογισθούν οι προβλεπόμενες ελεύθερες ταμειακές ροές προς την επιχείρηση. Έπειτα, οι ελεύθερες ταμειακές ροές θα προεξοφληθούν με το επιτόκιο εκείνο, το οποίο θα ενσωματώνει το ρίσκο τους αλλά και τη χρονική αξία του χρήματος. Τέλος, λαμβάνοντας υπόψη την αρχή της συνεχιζόμενης δραστηριότητας, απαιτείται η προεξόφληση της διηνεκούς αξίας της επιχείρησης (Rees, 2008).

Ειδικότερα, στην παρούσα εργασία θα χρησιμοποιηθούν οι καταστάσεις χρηματοοικονομικής θέσης και οι καταστάσεις αποτελεσμάτων της Mytilineos για τα έτη από το 2018 έως και το 2022. Στη συνέχεια, θα προβλεφθούν στοιχεία, τα οποία βρίσκονται στις καταστάσεις χρηματοοικονομικής θέσης και στις καταστάσεις αποτελεσμάτων των ετών 2023-2027. Αυτές οι προβλέψεις θα χρησιμοποιηθούν για τον υπολογισμό των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση των ετών 2023-2027.

6.2 Πρόβλεψη Πωλήσεων του Ομίλου Mytilineos για τα Έτη 2023-2027

Για την αποτίμηση της επιχείρησης είναι αναγκαίο να προβλεφθούν ορισμένα στοιχεία των μελλοντικών οικονομικών καταστάσεων. Δηλαδή, είναι απαραίτητο να βρεθούν τμήματα των προϋπολογιστικών ή κατ' εκτίμηση λογιστικών καταστάσεων (Pro Forma Financial Statements) (Μαδυτινός, 2009). Για την πραγματοποίηση αυτής της πρόβλεψης σημαντικός είναι ο ρόλος των πωλήσεων. Πολλά στοιχεία της κατάστασης χρηματοοικονομικής θέσης και της κατάστασης αποτελεσμάτων καθορίζονται από τη μελλοντική πορεία των πωλήσεων. Αυτό συμβαίνει μέσω της έκφρασης αυτών των στοιχείων των οικονομικών καταστάσεων ως ποσοστό των πωλήσεων (Benninga, 2001).

Για τον υπολογισμό των μελλοντικών πωλήσεων είναι αναγκαίος ο προσδιορισμός του ποσοστού μεταβολής, το οποίο θα εμφανίσουν οι πωλήσεις στο μέλλον. Το ποσοστό αυτό μπορεί να εξαχθεί μέσα από διάφορες προσεγγίσεις. Ενδεικτικά, είναι δυνατό να χρησιμοποιηθούν οι ρυθμοί ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας ή οι ρυθμοί μεταβολής των πωλήσεων της εταιρίας στο παρελθόν. Επίσης, μπορούν να αξιοποιηθούν οι μεταβολές ορισμένων στοιχείων της κατάστασης αποτελεσμάτων όπως τα EBIT ή τα EBITDA.

Οι ρυθμοί αύξησης των πωλήσεων που εμφάνισε η Mytilineos κατά τα έτη 2018-2022 δίνονται στον πίνακα 10. Ο μέσος ρυθμός αύξησης των πωλήσεων της Mytilineos για τα έτη 2018-2022 είναι 41,8%. Ο συγκεκριμένος ρυθμός δεν ενδείκνυται να χρησιμοποιηθεί για τη μελλοντική πρόβλεψη των πωλήσεων, καθώς είναι αρκετά υψηλός και δεν μπορεί να θεωρηθεί διατηρήσιμος κατά τα επόμενα έτη. Επιπλέον, στον πίνακα 11 δίνονται οι ρυθμοί αύξησης του ελληνικού ΑΕΠ σε τρέχουσες τιμές κατά τα έτη 2018-2022. Συγκρίνοντας τους δύο πίνακες διαπιστώνεται ότι η Mytilineos τα περισσότερα έτη παρουσίασε επιδόσεις πολύ καλύτερες σε σχέση με την ελληνική οικονομία.

Πίνακας 10: Ρυθμοί αύξησης των πωλήσεων του ομίλου Mytilineos κατά τα έτη 2018-2022.

Σε χιλιάδες	2017	2018	2019	2020	2021	2022	M.O.
Πωλήσεις	1.526.721	1.526.514	2.256.091	1.898.623	2.664.050	6.306.472	
Ρυθμός αύξησης πωλήσεων		-0,01%	47,79%	-15,84%	40,31%	136,72%	41,8%

Πίνακας 11: Ρυθμοί αύξησης του ΑΕΠ της ελληνικής οικονομίας κατά τα έτη 2018-2022.

Σε εκατομμύρια	2017	2018	2019	2020	2021	2022	M.O.
ΑΕΠ (τρέχουσες τιμές)	176.903	179.558	183.351	165.406	181.675	208.030	
Ρυθμός αύξησης ΑΕΠ		1,5%	2,11%	-9,79%	9,84%	14,51%	3,63%

Σύμφωνα με αναλύσεις της CITI, η MYTILINEOS θα έχει το 2023 EBITDA ύψους 900 εκατομμυρίων €, το 2024 τα EBITDA θα είναι υψηλότερα από 950 εκατομμύρια €, ενώ στα επόμενα δύο έτη, που θα ακολουθήσουν, τα EBITDA θα εμφανίσουν τιμές άνω του 1 δισεκατομμυρίου € (Οικονομικός Ταχυδρόμος, 2023α). Όπως αναφέρει η S&P, τα έτη 2023 και 2024 τα EBITDA της Mytilineos δεν θα λάβουν τιμές μικρότερες από 900 εκατομμύρια € (Capital.gr, 2022β). Σύμφωνα με προβλέψεις της NBSG, στο έτος 2023 θα αντιστοιχούν EBITDA 950 εκατομμυρίων € (Φλουδόπουλος, 2022). Όπως προβλέπει η Alpha Bank, το 2025 τα EBITDA της Mytilineos θα είναι ανώτερα από 1 δισεκατομμύριο € (Οικονομικός Ταχυδρόμος, 2023β). Σύμφωνα με έκθεση της Wood, τα EBITDA της Mytilineos θα ανέλθουν σε 921 εκατομμύρια € το 2023 (Οικονομικός Ταχυδρόμος, 2023γ). Λαμβάνοντας υπόψη όλες αυτές τις προβλέψεις, για τους σκοπούς της παρούσας αποτίμησης θα γίνει η υπόθεση ότι τα EBITDA της Mytilineos θα είναι 924 εκατομμύρια € το 2023 και 970 εκατομμύρια € το 2024. Συνεπώς, οι ρυθμοί αύξησης των EBITDA θα είναι 12,23% το 2023 και 4,98% το 2024.

Όπως φαίνεται στον πίνακα 12, κατά τα έτη 2018-2022 ο λόγος EBITDA/Πωλήσεις παρέμεινε σχετικά σταθερός. Συνεπώς, αν θεωρηθεί ότι τα έτη 2023 και 2024 τα EBITDA θα συνεχίσουν να αποτελούν ένα σταθερό ποσοστό των πωλήσεων, μπορεί να διατυπωθεί ότι το 2023 και το 2024 ο ρυθμός αύξησης των EBITDA θα ταυτισθεί με τον ρυθμό αύξησης των πωλήσεων. Κατά συνέπεια, το ποσοστό αύξησης των πωλήσεων θα είναι 12,23% το 2023 και 4,98% το 2024.

Για την εκτίμηση του ρυθμού αύξησης των πωλήσεων των ετών 2025, 2026 και 2027 θα ληφθούν υπόψη οι μελλοντικές επιδόσεις της ελληνικής οικονομίας, όπως έχουν ορισθεί στο Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής. Ειδικότερα, ο ρυθμός αύξησης των

πωλήσεων θα θεωρηθεί ότι είναι υψηλότερος κατά μία ποσοστιαία μονάδα από το ρυθμό αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ, όπως αυτός έχει προβλεφθεί στο Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής των ετών 2024-2027, το οποίο παρουσιάζεται στον πίνακα 13. Συνεπώς, οι μελλοντικές πωλήσεις της Mytilineos για τα έτη 2023-2027 θα διαμορφωθούν όπως δείχνει ο πίνακας 14.

Πίνακας 12: Πηλίκο EBITDA/Πωλήσεις του ομίλου Mytilineos κατά τα έτη 2018-2022.

Σε χιλιάδες	2018	2019	2020	2021	2022
EBITDA	283.559	313.155	315.167	358.508	823.278
Πωλήσεις	1.526.514	2.256.091	1.898.623	2.664.050	6.306.472
EBITDA/Πωλήσεις	18,58%	13,88%	16,6%	13,46%	13,05%

Πίνακας 13: Εκτίμηση του ρυθμού ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας για τα έτη 2023-2027 (Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής).

	2023	2024	2025	2026	2027
Ρυθμός αύξησης ονομαστικού ΑΕΠ	6,6%	5,1%	4,9%	4,1%	2,7%

Πίνακας 14: Εκτίμηση των πωλήσεων του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2023-2027.

Σε χιλιάδες	2023	2024	2025	2026	2027
Εκτιμώμενος ρυθμός αύξησης πωλήσεων	12,23%	4,98%	5,9%	5,1%	3,7%
Πωλήσεις	7.077.754	7.430.226	7.868.609	8.269.908	8.575.895

6.3 Πρόβλεψη Κόστους Πωληθέντων, Λειτουργικών Δαπανών και Αποσβέσεων του Ομίλου Mytilineos για τα Έτη 2023-2027

Για να προβλεφθεί το κόστος πωληθέντων των επόμενων ετών, είναι απαραίτητη η εύρεση της σχέσης του με τις πωλήσεις. Ειδικότερα, πρέπει να υπολογιστεί για τα έτη που προηγήθηκαν ο λόγος Κόστος πωληθέντων/Πωλήσεις. Ακολουθώντας, είναι αναγκαίο να βρεθεί ο μέσος όρος των τιμών που εμφάνισε αυτός ο λόγος κατά τα προηγούμενα έτη. Τα ίδια βήματα πρέπει να ακολουθηθούν για την πρόβλεψη των λειτουργικών δαπανών και των αποσβέσεων (Νούλας, 2022). Τα αποτελέσματα των σχετικών πράξεων για τις ανάγκες της παρούσας αποτίμησης παρουσιάζονται στους πίνακες 15, 16 και 17.

Πίνακας 15: Εξέλιξη κόστους πωληθέντων του ομίλου Mytilineos κατά τα έτη 2018-2022.

Σε χιλιάδες	2018	2019	2020	2021	2022	M.O.
Πωλήσεις	1.526.514	2.256.091	1.898.623	2.664.050	6.306.472	
Κόστος πωληθέντων	1.229.125	1.921.835	1.559.443	2.298.883	5.341.116	
Κόστος Πωληθέντων/Πωλήσεις	80,52%	85,18%	82,14%	86,29%	84,69%	83,76%

Πίνακας 16: Εξέλιξη λειτουργικών δαπανών του ομίλου Mytilineos κατά τα έτη 2018-2022.

Σε χιλιάδες	2018	2019	2020	2021	2022	M.O.
Πωλήσεις	1.526.514	2.256.091	1.898.623	2.664.050	6.306.472	
Λειτουργικές δαπάνες	93.165	114.994	114.358	86.570	231.294	
Λειτουργικές Δαπάνες/Πωλήσεις	6,1%	5,1%	6,02%	3,25%	3,67%	4,83%

Πίνακας 17: Εξέλιξη αποσβέσεων του ομίλου Mytilineos κατά τα έτη 2018-2022.

Σε χιλιάδες	2018	2019	2020	2021	2022	M.O.
Πωλήσεις	1.526.514	2.256.091	1.898.623	2.664.050	6.306.472	
Αποσβέσεις	78.662	93.603	90.224	80.081	89.301	
Αποσβέσεις/Πωλήσεις	5,15%	4,15%	4,75%	3,01%	1,42%	3,7%

Για την πρόβλεψη του κόστους πωληθέντων των επόμενων ετών θα χρησιμοποιηθεί ο ακόλουθος τύπος:

$$\text{Μελλοντικό κόστος πωληθέντων} = \text{Μελλοντικές πωλήσεις} \times \frac{\text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Πωλήσεις}}$$

Αξίζει να σημειωθεί ότι ο λόγος Κόστος Πωληθέντων/Πωλήσεις στην παραπάνω σχέση είναι ο μέσος όρος των τιμών που εμφάνισε αυτός ο λόγος κατά τα προηγούμενα έτη (Benninga, 2001). Με την ίδια λογική, μπορούν να υπολογισθούν οι μελλοντικές λειτουργικές δαπάνες και οι μελλοντικές αποσβέσεις. Τα αποτελέσματα των σχετικών υπολογισμών για τη Mytilineos περιλαμβάνονται στους πίνακες 18, 19 και 20.

Πίνακας 18: Εκτίμηση του κόστους πωληθέντων του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2023-2027.

Σε χιλιάδες	2023	2024	2025	2026	2027
Πωλήσεις	7.077.754	7.430.226	7.868.609	8.269.908	8.575.895
Κόστος πωληθέντων	5.928.660	6.223.907	6.591.118	6.927.265	7.183.574

Πίνακας 19: Εκτίμηση των λειτουργικών δαπανών του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2023-2027.

Σε χιλιάδες	2023	2024	2025	2026	2027
Πωλήσεις	7.077.754	7.430.226	7.868.609	8.269.908	8.575.895
Λειτουργικές δαπάνες	341.721	358.739	379.904	399.279	414.053

Πίνακας 20: Εκτίμηση των αποσβέσεων του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2023-2027.

Σε γιλιάρδες	2023	2024	2025	2026	2027
Πωλήσεις	7.077.754	7.430.226	7.868.609	8.269.908	8.575.895
Αποσβέσεις	261.538	274.562	290.761	305.590	316.897

6.4 Πρόβλεψη Μεταβολών μη Ταμειακού Κεφαλαίου Κίνησης και Κεφαλαιουχικών Δαπανών του Ομίλου Mytilineos για τα Έτη 2023-2027

Ως καθαρό κεφάλαιο κίνησης ορίζεται η διαφορά μεταξύ του κυκλοφορούντος ενεργητικού και των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Υψηλό καθαρό κεφάλαιο κίνησης συνεπάγεται ισχυρή ρευστότητα και δυνατότητα της επιχείρησης να εξυπηρετεί τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Ωστόσο, για τις ανάγκες της αποτίμησης χρησιμοποιείται μια παραλλαγή του καθαρού κεφαλαίου κίνησης, το μη ταμειακό κεφάλαιο κίνησης. Το μη ταμειακό κεφάλαιο κίνησης προκύπτει ως εξής:

Μη ταμειακό κεφάλαιο κίνησης = Μη ταμειακό κυκλοφορούν ενεργητικό - Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις χωρίς τα βραχυπρόθεσμα δάνεια.

Ως μη ταμειακό κυκλοφορούν ενεργητικό προσδιορίζεται το σύνολο του κυκλοφορούντος ενεργητικού, χωρίς όμως να ληφθούν υπόψη τα χρηματικά διαθέσιμα και ισοδύναμα. Ωστόσο, για τον υπολογισμό των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση θα χρειασθούν εκτός από τις μεταβολές στο μη ταμειακό κεφάλαιο κίνησης και οι κεφαλαιουχικές δαπάνες, δηλαδή οι μεταβολές στο πάγιο ενεργητικό (Νούλας, 2022).

Για να προσδιορισθεί το μελλοντικό κυκλοφορούν ενεργητικό, απαιτείται να βρεθεί η σχέση του με τις πωλήσεις. Πιο συγκεκριμένα, είναι αναγκαίο να υπολογισθεί, από τις οικονομικές καταστάσεις των ετών που προηγήθηκαν, ο μέσος όρος του λόγου Κυκλοφορούν ενεργητικό/Πωλήσεις. Τα ίδια βήματα θα εκτελεσθούν για την εύρεση της σχέσης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων και του παγίου ενεργητικού με τις πωλήσεις (Νούλας, 2022).

Το κυκλοφορούν ενεργητικό των μελλοντικών ετών θα δοθεί από τη σχέση που ακολουθεί:

$$\text{Μελλοντ. κυκλοφορούν ενεργητικό} = \text{Μελλοντ. πωλήσεις} \times \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Πωλήσεις}}$$

Ο λόγος Κυκλοφορούν Ενεργητικό/Πωλήσεις εξάγεται με βάση τα στοιχεία των προηγούμενων ετών, όπως περιγράφηκε στην προηγούμενη παράγραφο (Benninga, 2001). Με παρόμοιους τύπους θα υπολογισθούν οι μελλοντικές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις και το μελλοντικό πάγιο ενεργητικό (Benninga, 2001 & Μαδυτινός, 2009).

Τα αποτελέσματα των πράξεων, οι οποίες εκτελέστηκαν σύμφωνα με τις σχέσεις που περιγράφηκαν στις προηγούμενες παραγράφους, απεικονίζονται στους πίνακες 21, 22, 23 και 24.

Πίνακας 21: Εξέλιξη κυκλοφορούντος ενεργητικού και βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων του ομίλου Mytilineos κατά τα έτη 2018-2022.

Σε χιλιάδες	2018	2019	2020	2021	2022	Μ.Ο.
Πωλήσεις	1.526.514	2.256.091	1.898.623	2.664.050	6.306.472	
Κυκλοφορούν ενεργητικό (χωρίς ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα)	1.274.547	1.620.758	1.618.477	2.298.526	3.362.068	
Κυκλοφορούν Ενεργητικό/Πωλήσεις	83,49%	71,84%	85,24%	86,28%	53,31%	76,03%
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (χωρίς βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις)	842.034	1.130.850	1.085.091	1.745.747	2.580.542	
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις/Πωλήσεις	55,16%	50,12%	57,15%	65,53%	40,92%	53,78%

Πίνακας 22: Εκτίμηση μεταβολών μη ταμειακού κεφαλαίου κίνησης του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2023-2027.

Σε χιλιάδες	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Πωλήσεις		7.077.754	7.430.226	7.868.609	8.269.908	8.575.895
Κυκλοφορούν ενεργητικό (χωρίς ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα)	3.362.068	5.381.481	5.649.479	5.982.798	6.287.921	6.520.574
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (χωρίς βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις)	2.580.542	3.806.205	3.995.754	4.231.504	4.447.310	4.611.861
Μη ταμειακό κεφάλαιο κίνησης	781.526	1.575.276	1.653.725	1.751.294	1.840.610	1.908.713
Μεταβολή μη ταμειακού κεφαλαίου κίνησης		793.750	78.449	97.570	89.316	68.103

Πίνακας 23: Εξέλιξη παγίου ενεργητικού του ομίλου Mytilineos κατά τα έτη 2018-2022.

Σε χιλιάδες	2018	2019	2020	2021	2022	M.O.
Πωλήσεις	1.526.514	2.256.091	1.898.623	2.664.050	6.306.472	
Πάγιο ενεργητικό	1.858.357	1.824.124	1.880.714	2.187.936	2.480.384	
Πάγιο Ενεργητικό/Πωλήσεις	121,74%	80,85%	99,06%	82,13%	39,33%	84,62%

Πίνακας 24: Εκτίμηση κεφαλαιουχικών δαπανών του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2023-2027.

Σε χιλιάδες	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Πωλήσεις		7.077.754	7.430.226	7.868.609	8.269.908	8.575.895
Πάγιο ενεργητικό	2.480.384	5.989.303	6.287.570	6.658.537	6.998.122	7.257.053
Κεφαλαιουχικές δαπάνες		3.508.919	298.267	370.967	339.585	258.931

6.5 Πρόβλεψη Ελεύθερων Ταμειακών Ροών προς την Επιχείρηση του Ομίλου Mytilineos για τα Έτη 2023-2027

Για τον υπολογισμό των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση, χρειάζεται ακόμη ο προσδιορισμός του φορολογικού συντελεστή. Συνήθως, για τους σκοπούς της αποτίμησης, ως φορολογικός συντελεστής χρησιμοποιείται ο συντελεστής της χώρας προέλευσης της εταιρίας. Ωστόσο, ο φόρος, ο οποίος υπολογίζεται με βάση τον φορολογικό συντελεστή της χώρας προέλευσης, είναι διαφορετικός από τον φόρο εισοδήματος, που εμφανίζεται στις καταστάσεις αποτελεσμάτων χρήσης της Mytilineos. Οι παράγοντες, οι οποίοι οδηγούν σε αυτή τη διαφοροποίηση, περιγράφονται αναλυτικά στις σημειώσεις των οικονομικών καταστάσεων του ομίλου. Ενδεικτικά, ως τέτοιοι παράγοντες θα μπορούσαν να αναφερθούν οι διαφορετικοί συντελεστές φορολογίας των θυγατρικών του εξωτερικού και οι έκτακτες φορολογικές εισφορές. Για την αποτίμηση του ομίλου Mytilineos, θα χρησιμοποιηθεί ως φορολογικός συντελεστής ο μέσος όρος της φορολογικής επιβάρυνσης των προηγούμενων ετών, όπως παρουσιάζεται στον πίνακα 25. Η φορολογική επιβάρυνση για κάθε έτος θα υπολογισθεί από το λόγο Φόρος Εισοδήματος/Κέρδη προ Φόρων.

Πίνακας 25: Εξέλιξη φορολογικής επιβάρυνσης του ομίλου Mytilineos κατά τα έτη 2018-2022.

Σε χιλιάδες	2018	2019	2020	2021	2022	M.O.
Κέρδη προ φόρων	166.917	179.776	172.376	221.134	635.436	
Φόρος εισοδήματος	23.166	29.454	28.396	40.527	132.662	
Φορολογική επιβάρυνση	13,88%	16,38%	16,47%	18,33%	20,88%	17,19%

Για τον υπολογισμό των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση θα χρησιμοποιηθεί η ακόλουθη σχέση:

Ελεύθερη ταμειακή ροή προς την επιχείρηση (FCFF)= Κέρδη προ τόκων και φόρων × (1-ποσοστό φορολογικού συντελεστή) + Αποσβέσεις - Κεφαλαιουχικές δαπάνες - Μεταβολή κεφαλαίου κίνησης

Οι FCFF αποτελούν ταμειακές ροές για τον υπολογισμό των οποίων δεν απαιτείται να ληφθούν υπόψη οι χρηματικές ροές για την αποπληρωμή τόκων και χρεολυσίων (Damodaran,1994). Η εκτίμηση των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση του ομίλου Mytilineos παρουσιάζεται στον πίνακα 26.

Πίνακας 26: Εκτίμηση των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση του ομίλου Mytilineos για τα έτη 2023-2027.

Σε χιλιάδες	2023	2024	2025	2026	2027
Πωλήσεις	7.077.754	7.430.226	7.868.609	8.269.908	8.575.895
-Κόστος πωληθέντων	5.928.660	6.223.907	6.591.118	6.927.265	7.183.574
Μικτό κέρδος	1.149.093	1.206.318	1.277.491	1.342.643	1.392.321
-Λειτουργικές δαπάνες	341.721	358.739	379.904	399.279	414.053
Κέρδη προ τόκων και φόρων (EBIT)	807.372	847.579	897.587	943.363	978.268
EBIT*(1-φορολογική επιβάρυνση)	668.601	701.897	743.309	781.218	810.123
+Αποσβέσεις	261.538	274.562	290.761	305.590	316.897
-Μεταβολή μη ταμειακού κεφαλαίου κίνησης	793.750	78.449	97.570	89.316	68.103
-Κεφαλαιουχικές δαπάνες	3.508.919	298.267	370.967	339.585	258.931
Ελεύθερες ταμειακές ροές προς την επιχείρηση	-3.372.530	599.744	565.534	657.907	799.987

6.6 Υπολογισμός του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου

Τα κεφάλαια, τα οποία απαιτούνται για τη λειτουργία της επιχείρησης, μπορούν να διακριθούν στα δανειακά και στα ίδια κεφάλαια. Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα προσφέρουν τα δανειακά κεφάλαια, ενώ οι μέτοχοι, όπως είναι οι ιδιοκτήτες της επιχείρησης και οι επενδυτές μέσω του χρηματιστηρίου, παρέχουν τα ίδια κεφάλαια. Η κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης

συμβάλλει καθοριστικά στον προσδιορισμό του κόστους κεφαλαίου. Ως κόστος κεφαλαίου θα μπορούσε να οριστεί η απόδοση, την οποία προσδοκούν οι μέτοχοι και οι δανειστές για τα κεφάλαια τα οποία έχουν προσφέρει (Μαδυτινός, 2009).

Το κόστος κεφαλαίου είναι αναγκαίο για την προεξόφληση των ταμειακών ροών μιας επιχείρησης. Το κόστος κεφαλαίου, το οποίο χρησιμοποιείται για την προεξόφληση των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση είναι το μέσο σταθμισμένο κόστος κεφαλαίου (Weighted Average Cost of Capital, WACC). Το WACC αποτελεί το κόστος ευκαιρίας, το οποίο συνεπάγεται για τους επενδυτές η τοποθέτηση κεφαλαίων στην επιχείρηση, αντί για την επιλογή άλλων επενδυτικών προϊόντων (Μαδυτινός, 2009).

Ο τύπος που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό του μέσου σταθμισμένου κόστους κεφαλαίου παρουσιάζεται παρακάτω:

$$WACC = \frac{E}{(E + D)} \times Re + \frac{D}{(E + D)} \times Rd \times (1 - Tc)$$

Με E (Equity) συμβολίζονται τα ίδια κεφάλαια, με D (Debt) τα δανειακά κεφάλαια, με Re (Return on equity) η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων, με Rd (Return on debt) το κόστος δανεισμού και με Tc (Company tax rate) ο συντελεστής φορολογίας (Μαδυτινός, 2009).

Για τον προσδιορισμό των ιδίων κεφαλαίων και των δανειακών κεφαλαίων θα αξιοποιηθεί η αγοραία αξία τους. Ωστόσο, στη θέση της αγοραίας αξίας των δανειακών κεφαλαίων συνήθως χρησιμοποιείται η λογιστική τους αξία (Γκίκα, Παπαδάκη & Σιουγλέ, 2010). Για τους σκοπούς της παρούσας αποτίμησης, ως χρηματιστηριακή αξία των ιδίων κεφαλαίων θα οριστεί η κεφαλαιοποίηση του ομίλου Mytilineos στις 31 Δεκεμβρίου κάθε έτους από το 2018 έως και το 2022, όπως φαίνεται στον πίνακα 27. Η λογιστική αξία των δανειακών κεφαλαίων θα προκύψει από το άθροισμα των βραχυπρόθεσμων και των μακροπρόθεσμων δανείων. Ακολούθως, στον πίνακα 28 ορίζεται ο τρόπος υπολογισμού των συντελεστών στάθμισης των ιδίων κεφαλαίων και των δανειακών κεφαλαίων.

Πίνακας 27: Κεφαλαιοποίηση του ομίλου Mytilineos κατά τα έτη 2018-2022.

	2018	2019	2020	2021	2022
Χρηματιστηριακή τιμή στις 31/12 κάθε έτους	7,29	9,78	11,9	15,13	20,3
Αριθμός μετοχών	142.891.161	142.891.161	142.891.161	142.891.161	142.891.161
Κεφαλαιοποίηση	1.041.676.564	1.397.475.555	1.700.404.816	2.161.943.266	2.900.690.568

Πίνακας 28: Υπολογισμός των συντελεστών στάθμισης των ιδίων κεφαλαίων και των δανειακών κεφαλαίων για τον όμιλο Mytilineos.

Σε χιλιάδες	2018	2019	2020	2021	2022	M.O.
Βραχυπρόθεσμος + Μακροπρόθεσμος δανεισμός	562.940	1.023.888	942.779	1.320.639	1.693.015	
Ίδια κεφάλαια	1.041.677	1.397.476	1.700.405	2.161.943	2.900.691	
Συνολικά κεφάλαια	1.604.617	2.421.364	2.643.184	3.482.582	4.593.706	
Συντελεστής στάθμισης δανειακών κεφαλαίων	35,08%	42,29%	35,67%	37,92%	36,86%	37,56%
Συντελεστής στάθμισης ιδίων κεφαλαίων	64,92%	57,71%	64,33%	62,08%	63,14%	62,44%

Ως κόστος δανεισμού μπορεί να ορισθεί το επιτόκιο, με το οποίο χρεώνουν την επιχείρηση οι τράπεζες για τα δάνεια που της έχουν χορηγήσει (Μαδυτινός, 2009). Όπως δείχνει ο πίνακας 29, στην παρούσα ανάλυση το κόστος δανειακών κεφαλαίων υπολογίζεται ως το πηλίκο των χρηματοοικονομικών εξόδων προς τα δανειακά κεφάλαια του ομίλου.

Πίνακας 29: Υπολογισμός κόστους δανειακών κεφαλαίων του ομίλου Mytilineos.

Σε χιλιάδες	2018	2019	2020	2021	2022	M.O.
Χρηματοοικονομικά έξοδα	50.368	53.740	67.908	58.771	79.802	
Βραχυπρόθεσμος + μακροπρόθεσμος δανεισμός	562.940	1.023.888	942.779	1.320.639	1.693.015	
Κόστος δανειακών κεφαλαίων	8,95%	5,25%	7,2%	4,45%	4,71%	6,11%

Η εύρεση του κόστους ιδίων κεφαλαίων γίνεται με τη χρήση του μοντέλου αποτίμησης των κεφαλαιακών στοιχείων (Capital Asset Pricing Model, CAPM). Το CAPM αποτιμά ένα χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο συνδέοντας την προσδοκώμενη του απόδοση με τον κίνδυνο που εμφανίζει. Το μοντέλο CAPM δίνεται από την παρακάτω σχέση:

$$E(R_j) = R_f + \beta_j \times (E(R_m) - R_f)$$

Με $E(R_j)$ συμβολίζεται η προσδοκώμενη απόδοση (Expected return) του χρηματοοικονομικού περιουσιακού στοιχείου, με R_f (Risk free rate) η απόδοση του χρεογράφου χωρίς κίνδυνο και με β_j (βήτα) ο κίνδυνος του χρηματοοικονομικού περιουσιακού στοιχείου. Επιπλέον, το $E(R_m)$ είναι η απόδοση που προσδοκείται για τη χρηματιστηριακή αγορά (Expected return of the

market portfolio). Τέλος, η διαφορά $(E(R_M) - R_f)$ αποτελεί το ασφάλιστρο κινδύνου της αγοράς (Market risk premium) (Μαδυτινός, 2009).

Για την αποτίμηση του ομίλου Mytilineos, όπως δείχνει και ο πίνακας 30, ως χρεόγραφο χωρίς κίνδυνο θα θεωρηθεί το δεκαετές ομόλογο του ελληνικού δημοσίου. Συνεπώς, η απόδοση χωρίς κίνδυνο θα είναι ίση με το μέσο όρο των αποδόσεων, τις οποίες σημείωσε ο δεκαετής τίτλος κατά το χρονικό διάστημα από το Σεπτέμβριο του 2022 μέχρι και τον Απρίλιο του 2023, όπως αυτές δίνονται από την Τράπεζα της Ελλάδος. Επίσης, το market risk premium της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς θα είναι ίσο με 10,428%, σύμφωνα με εκτίμηση της ιστοσελίδας Market-Risk-Premia.

Πίνακας 30: Αποδόσεις δεκαετούς τίτλου ελληνικού δημοσίου.

Δεκαετής τίτλος ελληνικού δημοσίου	
Σεπτέμβριος 2022	4,44%
Οκτώβριος 2022	4,87%
Νοέμβριος 2022	4,42%
Δεκέμβριος 2022	4,22%
Ιανουάριος 2023	4,29%
Φεβρουάριος 2023	4,26%
Μάρτιος 2023	4,29%
Απρίλιος 2023	4,23%
Μέσος όρος	4,38%

Για τον υπολογισμό του βήτα απαιτείται η πραγματοποίηση παλινδρόμησης. Η εξίσωση παλινδρόμησης είναι η εξής:

$$R_{it} = a_i + \beta_i \times R_{Mt} + e_{it}$$

Με R_{it} συμβολίζονται οι παρελθοντικές αποδόσεις του χρηματοοικονομικού περιουσιακού στοιχείου, με R_{Mt} οι παρελθοντικές αποδόσεις της χρηματιστηριακής αγοράς, με a_i ο σταθερός όρος και με e_{it} τα τυχαία λάθη (Νούλας, 2023). Σε ότι αφορά την ερμηνεία του βήτα, όταν το βήτα ενός χρηματοοικονομικού περιουσιακού στοιχείου εμφανίζει τιμές υψηλότερες από τη μονάδα, το περιουσιακό στοιχείο αντιδρά με μεγαλύτερη μεταβλητότητα στις κινήσεις της χρηματιστηριακής αγοράς. Το αντίθετο συμβαίνει, όταν το βήτα είναι μικρότερο από τη μονάδα (Βασιλείου και Ηρειώτης, 2015β).

Για τον υπολογισμό του βήτα της Mytilineos θα αξιοποιηθεί η εξίσωση παλινδρόμησης. Ως παρατηρήσεις θα χρησιμοποιηθούν οι μηνιαίες αποδόσεις της μετοχής για το χρονικό

διάστημα από το 2018 έως και το 2022 και οι μηνιαίες αποδόσεις του Γενικού Δείκτη του ελληνικού χρηματιστηρίου για το ίδιο χρονικό διάστημα. Από τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης προκύπτει ότι ο σταθερός όρος α είναι ίσος με 0,0006 (t-statistic του $\alpha=1,625$) και ότι το β είναι στατιστικά σημαντικό και ίσο με 1,012 (t-statistic του $\beta=42,464$). Το β της παλινδρόμησης επαληθεύεται και από την ιστοσελίδα Yahoo finance, η οποία δίνει β ίσο με 1,05. Συμπερασματικά, το κόστος ιδίων κεφαλαίων θα είναι ίσο με 14,933%, όπως δείχνει και ο πίνακας 31.

Πίνακας 31: Υπολογισμός του κόστους ιδίων κεφαλαίων του ομίλου Mytilineos.

Rf (Risk free rate)	4,38%
β	1,012
Market risk premium	10,428%
Κόστος ιδίων κεφαλαίων = $Rf + \beta \times \text{Market risk premium}$	14,933%

Στον πίνακα 32 παρουσιάζεται ο υπολογισμός του WACC με βάση τα δεδομένα που συγκεντρώθηκαν στους πίνακες που προηγήθηκαν.

Πίνακας 32: Υπολογισμός του WACC του ομίλου Mytilineos.

Συντελεστής στάθμισης δανειακών κεφαλαίων	37,56%
Συντελεστής στάθμισης ιδίων κεφαλαίων	62,44%
Κόστος ιδίων κεφαλαίων	14,933%
Κόστος δανειακών κεφαλαίων	6,11%
(1-φορολογική επιβάρυνση)	82,81%
WACC	11,23%

6.7 Πρόβλεψη Τελικής Αξίας του Ομίλου Mytilineos

Για τον προσδιορισμό της αξίας της επιχείρησης, το μέλλον διαιρείται σε δύο χρονικά διαστήματα. Για το πρώτο χρονικό διάστημα γίνεται ακριβής πρόβλεψη των μελλοντικών ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση κάθε έτους. Για το δεύτερο χρονικό διάστημα γίνεται η υπόθεση ότι οι ελεύθερες ταμειακές ροές προς την επιχείρηση θα αυξάνονται στο διηνεκές με ένα συγκεκριμένο ρυθμό αύξησης. Η αξία, η οποία προκύπτει από το δεύτερο

χρονικό διάστημα, ονομάζεται τελική αξία ή υπολειμματική αξία της επιχείρησης. Για τον υπολογισμό της τελικής αξίας χρησιμοποιείται η ακόλουθη σχέση:

$$\text{Τελική αξία επιχείρησης} = \frac{\text{FCFF} \times (1 + g)}{\text{WACC} - g}$$

Με g συμβολίζεται ο διηνεκής ρυθμός αύξησης και με FCFF η ελεύθερη ταμειακή ροή προς την επιχείρηση του τελευταίου έτους του πρώτου χρονικού διαστήματος πρόβλεψης (Benninga, 2001 & Λαζαρίδης, 2017). Για την αποτίμηση της Mytilineos το πρώτο χρονικό διάστημα αφορά τα έτη 2023-2027. Το δεύτερο χρονικό διάστημα αναφέρεται στην περίοδο που αρχίζει από το 2028 και συνεχίζεται στο διηνεκές, υποθέτοντας ότι θα ισχύσει η αρχή της συνεχιζόμενης δραστηριότητας.

Το ύψος του διηνεκούς ρυθμού αύξησης συνδέεται με τη μελλοντική πορεία της οικονομίας. Για τον προσδιορισμό του είναι αναγκαία η πραγματοποίηση υποθέσεων σχετικά με την εξέλιξη της παραγωγικότητας, τις τάσεις του πληθωρισμού και τους ρυθμούς μεταβολής του πληθυσμού (Rees, 2008). Για τους σκοπούς της παρούσας αποτίμησης, ο διηνεκής ρυθμός αύξησης ισούται με 4,2%, δηλαδή γίνεται χρήση του μέσου ρυθμού αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ για το χρονικό διάστημα 2022-2060 (Τράπεζα της Ελλάδος, 2022). Συνεπώς, χρησιμοποιώντας τη σχέση που αναφέρθηκε παραπάνω η τελική αξία της Mytilineos είναι 11.865.575.000 €.

6.8 Προσδιορισμός της Αξίας της Μετοχής του Ομίλου Mytilineos

Για την αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης, είναι απαραίτητος ο υπολογισμός της παρούσας αξίας των μελλοντικών ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση. Επιπλέον, είναι αναγκαίο να αναφερθεί ότι η τελική αξία της επιχείρησης αντιμετωπίζεται ως ταμειακή ροή που συμβαίνει κατά το τελευταίο έτος του πρώτου χρονικού διαστήματος πρόβλεψης. Για τον υπολογισμό της παρούσας αξίας χρησιμοποιείται ο τύπος:

$$PV = FV \times \left[\frac{1}{(1 + i)^n} \right]$$

Με PV συμβολίζεται η παρούσα αξία, με FV η μελλοντική χρηματική ροή, με i η ετήσια απόδοση που απαιτείται και με n το έτος που θα συμβεί η χρηματική ροή (Νούλας, 2022). Στη συνέχεια, στον πίνακα 33 παρουσιάζεται ο υπολογισμός της παρούσας αξίας των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση του ομίλου Mytilineos.

Πίνακας 33: Υπολογισμός της παρούσας αξίας των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση του ομίλου Mytilineos.

Σε χιλιάδες	2023	2024	2025	2026	2027	Τελική Αξία	
Ελεύθερες ταμειακές ροές προς την επιχείρηση	-3.372.530	599.744	565.534	657.907	799.987	11.865.575	
Παρούσες αξίες ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση	-3.032.162	484.796	411.007	429.884	469.966	6.970.626	
Συνολική παρούσα αξία							5.734.115

Η συνολική παρούσα αξία αποτελεί την αξία της επιχείρησης. Η αξία των ιδίων κεφαλαίων προκύπτει, όταν στην αξία της επιχείρησης προστεθούν τα τρέχοντα χρηματικά διαθέσιμα και αφαιρεθεί το τρέχον χρέος. Στη συνέχεια, η αξία της μετοχής προσδιορίζεται από τον λόγο Αξία Ιδίων Κεφαλαίων/Αριθμός Μετοχών (Νούλας, 2022). Για τον προσδιορισμό του αριθμού των μετοχών, χρησιμοποιούνται οι κοινές ονομαστικές μετοχές, στις οποίες διαιρείται το μετοχικό κεφάλαιο στις 31/12/2022, σύμφωνα με τις σημειώσεις των οικονομικών καταστάσεων της χρήσης 2022. Η αξία των ιδίων κεφαλαίων και η αξία της μετοχής της Mytilineos παρουσιάζονται στους πίνακες 34 και 35 αντίστοιχα.

Πίνακας 34: Υπολογισμός της αξίας των ιδίων κεφαλαίων του ομίλου Mytilineos.

Σε χιλιάδες	
Συνολική παρούσα αξία	5.734.115
+ Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα του έτους 2022	1.059.875
-Χρέος του έτους 2022	1.693.015
Αξία ιδίων κεφαλαίων	5.100.975

Πίνακας 35: Υπολογισμός της αξίας της μετοχής του ομίλου Mytilineos.

Αξία ιδίων κεφαλαίων	5.100.975.000
Αριθμός μετοχών στις 31/12/2022	142.891.161
Αξία μετοχής	35,7
Χρηματιστηριακή τιμή στις 30/12/2022	20,3

Η αξία της μετοχής, η οποία προσδιορίζεται με τη μέθοδο της προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση, αντανακλά τις προβλέψεις για τη μελλοντική πορεία των λογιστικών μεγεθών της εταιρίας. Συνεπώς, η αξία της μετοχής στο τέλος του 2022 και στους πρώτους μήνες του 2023, με βάση τις μελλοντικές προοπτικές της εταιρίας, θα έπρεπε να είναι 35,7 €. Όμως η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής στις 30/12/2022 ήταν 20,3 €, ενώ μέχρι τον Μάρτιο του 2023 δεν ξεπέρασε τα 30 €. Συνεπώς, η μετοχή ήταν υποτιμημένη.

Είναι απαραίτητο να αναφερθεί ότι εγχώριες και ξένες επενδυτικές εταιρίες στα τέλη του 2022 και στους τρεις πρώτους μήνες του 2023 προχώρησαν σε προβλέψεις της μελλοντικής τιμής της μετοχής της Mytilineos. Για παράδειγμα, η Citi όρισε ως τιμή στόχο για τη μετοχή τα 30 € (Οικονομικός Ταχυδρόμος, 2023α). Επιπλέον, η Alpha Bank έδωσε πρόβλεψη, ότι η τιμή θα ανέλθει στα 31,4 € (Οικονομικός Ταχυδρόμος, 2023β). Επίσης, η Wood διατύπωσε προσδοκίες για άνοδο της τιμής στα 32,2 € (Οικονομικός Ταχυδρόμος, 2023γ). Τέλος, η NBG ανακοίνωσε τιμή στόχο 31,2 € (Φλουδόπουλος, 2022). Συμπερασματικά, οι αναλυτές έδωσαν ένα εύρος τιμών στόχων από 30 έως 32,2 €, το οποίο δεν διαφοροποιήθηκε ιδιαίτερα από την τιμή των 35,7 € που αναφέρεται στα πλαίσια της παρούσας αποτίμησης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Κύριος σκοπός της παρούσας εργασίας υπήρξε η αποτίμηση του ομίλου Mytilineos με τη χρήση της μεθόδου της προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση. Επιπλέον, στα πλαίσια της παρούσας εργασίας πραγματοποιήθηκε παρουσίαση των δραστηριοτήτων της εταιρίας και μελέτη της πορείας της μετοχής της κατά το χρονικό διάστημα 2018-2022. Ακόμη, υλοποιήθηκε οριζόντια και κάθετη ανάλυση της κατάστασης χρηματοοικονομικής θέσης και της κατάστασης αποτελεσμάτων του ομίλου, καθώς και ανάλυση αριθμοδεικτών.

Η Mytilineos ΑΕ είναι ένας βιομηχανικός και ενεργειακός όμιλος, ο οποίος αναπτύσσει τις δραστηριότητές του σε παγκόσμιο επίπεδο. Στους τομείς δραστηριοποίησης του ομίλου περιλαμβάνονται ο τομέας Ηλεκτρικής Ενέργειας και Φυσικού Αερίου, ο τομέας Μεταλλουργίας, ο τομέας Έργων Βιώσιμης Ανάπτυξης και ο τομέας Ανάπτυξης Ανανεώσιμων Πηγών και Αποθήκευσης Ενέργειας. Ακόμη, σημαντικός παράγοντας, ο οποίος καθορίζει τη στρατηγική της επιχείρησης, αποτελεί η εναρμόνιση των πρακτικών και των δραστηριοτήτων της με τις απαιτήσεις των κριτηρίων ESG.

Από την αξιολόγηση της πορείας της τιμής της μετοχής της Mytilineos κατά το χρονικό διάστημα 2018-2022 προέκυψαν σημαντικά ευρήματα. Αναλυτικότερα, από το 2020 και έπειτα η μετοχή σημείωσε έντονη ανοδική τάση. Παράλληλα, μετά το 2020 η Mytilineos κατέγραψε σημαντικά υψηλότερες αποδόσεις σε σύγκριση με τον Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Η οριζόντια και η κάθετη ανάλυση της κατάστασης αποτελεσμάτων και της κατάστασης χρηματοοικονομικής θέσης των ετών 2018-2022 κατέληξε σε ορισμένες βασικές διαπιστώσεις. Ειδικότερα, το συμπέρασμα, το οποίο προέκυψε από την οριζόντια και την κάθετη ανάλυση της κατάστασης αποτελεσμάτων, ήταν ότι απαιτείται να υλοποιηθούν πρωτοβουλίες μείωσης ορισμένων εξόδων, προκειμένου ενδεχόμενες μελλοντικές αυξήσεις των κερδών μετά από φόρους να μην αποκλίνουν από τις αντίστοιχες μελλοντικές αυξήσεις των πωλήσεων. Ακόμη, στα αποτελέσματα της οριζόντιας και της κάθετης ανάλυσης της κατάστασης χρηματοοικονομικής θέσης παρατηρήθηκε ότι κατά το χρονικό διάστημα 2018-2022 σημειώθηκε άνοδος των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων, η οποία συνοδεύθηκε από αύξηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.

Η ανάλυση αριθμοδεικτών για το χρονικό διάστημα 2018-2022 οδήγησε σε χρήσιμα συμπεράσματα σχετικά με τη ρευστότητα, την αποδοτικότητα και τη χρηματοοικονομική μόχλευση της επιχείρησης. Ειδικότερα, η πορεία του δείκτη γενικής ρευστότητας και του δείκτη άμεσης ρευστότητας έδειξε ότι η επιχείρηση ήταν σε θέση να ανταποκριθεί στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της, διότι κατά την πενταετία οι τιμές που εμφάνισαν οι δύο δείκτες ήταν μεγαλύτερες της μονάδας. Επίσης, το 2022 σημειώθηκε έντονη αύξηση των κερδών μετά από φόρους καθώς και των πωλήσεων. Η εξέλιξη αυτή είχε ως αποτέλεσμα να συμβεί το 2022 απότομη άνοδος των δεικτών απόδοσης ιδίων κεφαλαίων και απόδοσης ενεργητικού. Ακόμη, μέσω της ανοδικής τάσης, την οποία εμφάνισαν ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης και ο δείκτης ξένων προς ίδια κεφάλαια κατά το χρονικό διάστημα 2018-2022, εκφράσθηκε η αύξηση της συμμετοχής των ξένων κεφαλαίων στη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων της Mytilineos. Επιπλέον, εξαιτίας της σημαντικής αύξησης της κερδοφορίας, η οποία αναφέρθηκε παραπάνω, το 2022 παρατηρήθηκε έντονη βελτίωση του δείκτη κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών.

Επίσης, σημαντικά είναι και τα ευρήματα που προέκυψαν από την ανάλυση αριθμοδεικτών για την ελκυστικότητα της μετοχής του ομίλου. Όπως ήδη αναφέρθηκε, από το 2020 και έπειτα υπήρξε ανοδική τάση στην τιμή της μετοχής. Ωστόσο, το 2022 η αύξηση της κερδοφορίας και των πωλήσεων ήταν εντονότερη και οδήγησε τους δείκτες τιμή προς κέρδη ανά μετοχή (P/E) και κεφαλαιοποίηση προς πωλήσεις σε σημαντική πτώση κατά το συγκεκριμένο έτος. Η πτώση αυτή ερμηνεύθηκε ως ισχυρή ένδειξη, ότι η τιμή της μετοχής ήταν υποτιμημένη στο τέλος του 2022. Επιπλέον, η χαμηλή τιμή του δείκτη μερισματικής απόδοσης, η έντονη άνοδος του ποσού των ταμειακών διαθεσίμων και ισοδυνάμων και η αύξηση της κερδοφορίας, που σημειώθηκαν το 2022, οδήγησαν στο συμπέρασμα, ότι ενδεχομένως θα υπάρξει αύξηση του ποσού του μερίσματος που θα διανεμηθεί το 2023.

Για την αποτίμηση του ομίλου εφαρμόσθηκε η μέθοδος της προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση. Για την προεξόφληση χρησιμοποιήθηκε το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC). Για την εύρεση του WACC υπολογίσθηκαν οι τιμές των συντελεστών στάθμισης των δανειακών και των ιδίων κεφαλαίων, οι τιμές του κόστους των δανειακών και των ιδίων κεφαλαίων, καθώς και το ποσό της φορολογικής επιβάρυνσης, όπως διαμορφώθηκαν κατά το χρονικό διάστημα 2018-2022. Η εκτίμηση των ελεύθερων ταμειακών ροών για τα έτη 2023-2027 στηρίχθηκε σε προβλέψεις για τη μελλοντική πορεία των πωλήσεων. Σε ότι αφορά το χρονικό διάστημα 2023-2024, για την εκτίμηση του ρυθμού αύξησης των πωλήσεων αξιοποιήθηκαν οι προβλέψεις διαφόρων επενδυτικών εταιριών για την πορεία των EBITDA κατά το συγκεκριμένο διάστημα. Για τα έτη 2025, 2026 και 2027

οι προβλέψεις των πωλήσεων στηρίχθηκαν στους εκτιμώμενους ρυθμούς ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας. Τέλος, για την αποτίμηση της επιχείρησης αναγκαίος υπήρξε και ο υπολογισμός της τελικής αξίας της επιχείρησης, η οποία αντιπροσωπεύει την αξία που θα δημιουργηθεί από την επιχείρηση από το έτος 2028 και εις το διηνεκές.

Σύμφωνα με την αποτίμηση που πραγματοποιήθηκε η αξία της μετοχής στο τέλος του 2022 και στις αρχές του 2023 θα έπρεπε να είναι 35,7 €. Ωστόσο, στις 30/12/2022 η χρηματιστηριακή τιμή ήταν 20,3 €, ενώ κατά τους τρεις πρώτους μήνες του 2023 δεν ξεπέρασε τα 30 €. Συνεπώς, η μετοχή ήταν υποτιμημένη. Το συμπέρασμα αυτό επιβεβαιώθηκε και από εκτιμήσεις επενδυτικών εταιριών, οι οποίες σε ανακοινώσεις τους, που δημοσιεύθηκαν από τον Δεκέμβριο του 2022 μέχρι και τον Μάρτιο του 2023, έδωσαν τιμές στόχους από 30 έως 32,2 €.

Είναι αναγκαίο να σημειωθεί ότι μια σειρά από παράγοντες μπορούν να επηρεάσουν την αποτιμώμενη αξία του ομίλου, η οποία προσδιορίστηκε στα πλαίσια της παρούσας εργασίας. Αρχικά, εξαιτίας της δραστηριοποίησης σε παγκόσμιο επίπεδο, ο όμιλος αντιμετωπίζει κινδύνους από δυσμενείς μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Παράλληλα, η Mytilineos είναι εκτεθειμένη στις διακυμάνσεις των τιμών του φυσικού αερίου και του αλουμινίου. Ακόμη, η λειτουργία του ομίλου συνδέεται με κινδύνους που σχετίζονται με την ασφάλεια των πληροφοριακών συστημάτων. Τέλος, υπαρκτός είναι ο κίνδυνος μείωσης του μεριδίου αγοράς της εταιρίας, εξαιτίας της αύξησης των ανταγωνιστικών πιέσεων σε διεθνές επίπεδο (Mytilineos, 2022).

Είναι απαραίτητο να αναφερθούν οι περιορισμοί που προέκυψαν κατά την αποτίμηση της Mytilineos. Αρχικά, η χρήση της μεθόδου της προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση συνδέθηκε με έντονη αβεβαιότητα, καθώς στηρίχθηκε σε προβλέψεις σχετικά με τη μελλοντική εξέλιξη διαφόρων λογιστικών μεγεθών της επιχείρησης. Ακόμη, έντονη ήταν και η υποκειμενικότητα κατά την υιοθέτηση των διαφόρων υποθέσεων που απαιτήθηκαν. Συνεπώς, η αξία που εκτιμήθηκε με την αποτίμηση θα πρέπει να ληφθεί υπόψη με επιφύλαξη.

Τέλος, πρόταση για μελλοντική έρευνα θα μπορούσε να αποτελέσει η διερεύνηση του κατά πόσο οι μελέτες αποτίμησης, οι οποίες δημοσιεύονται διαχρονικά για τις εισηγμένες εταιρίες στο Χρηματιστήριο Αθηνών, έχουν τη δυνατότητα πρόβλεψης της μελλοντικής πορείας των τιμών των μετοχών αυτών των εταιριών.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνόγλωσση Βιβλιογραφία

Βιβλία

Βασιλείου, Δ. και Ηρειώτης, Ν. (2015α), *Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Θεωρία και Πρακτική*, Αθήνα, Εκδοτικός Οίκος Rosili.

Βασιλείου, Δ. και Ηρειώτης, Ν. (2015β), *Ανάλυση Επενδύσεων και Διαχείριση Χαρτοφυλακίου*, Αθήνα, Εκδοτικός οίκος Rosili.

Γκίκα Δ. Χ., Παπαδάκη Α. Ι. και Σιουγλέ Γ. Σ. (2010), *Ανάλυση και Αποτίμηση Επιχειρήσεων*, Αθήνα, Εκδόσεις Γ. Μπένου.

Λαζαρίδης, Θ. (2017), *Αποτίμηση Επιχειρήσεων*, Αθήνα, Εκδόσεις Gutenberg.

Μαδυτινός, Δ. Ι. (2009), *Χρηματοοικονομική Μοντελοποίηση Financial Modelling: Οδηγός βήμα προς βήμα*, Αθήνα, Γκιούρδας Εκδοτική.

Νεγκάκης, Χ. Ι. (2022), *Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς*, Θεσσαλονίκη, Εκδόσεις Αειφόρος Λογιστική.

Νούλας, Α. Γ. (2022), *Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Επενδυτικές και Χρηματοδοτικές Αποφάσεις*, Θεσσαλονίκη, Εκδόσεις Τζιόλα.

Νούλας, Α. Γ. (2023), *Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου*, Θεσσαλονίκη, Εκδόσεις Τζιόλα.

Σουμπενιώτης, Δ. Ν. και Ταμπακούδης, Ι. Α. (2017), *Σύγχρονη Χρηματοοικονομική Ανάλυση & Επενδύσεις*, Θεσσαλονίκη, Εκδόσεις ΝΑΜΑΤΑ.

Σφαρνάς, Α. (1993), *Αποτίμηση Επιχειρήσεων*, Αθήνα, Εκδόσεις ΓΑΛΛΙΟΣ.

Διαδίκτυο

Ελληνική Στατιστική Αρχή (Ιστοσελίδα): <https://www.statistics.gr/el/statistics/-/publication/SEL15/> (Ανακτήθηκε στις 15/5/2023).

Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής 2024-2027. Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <https://www.taxheaven.gr/circulars/42479/20039-08-02-2023> (Ανακτήθηκε στις 15/5/2023).

Οικονομικός Ταχυδρόμος (2022), *MYTILINEOS: Εντάσσεται στον δείκτη βιωσιμότητας Dow Jones Sustainability*. Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <https://www.ot.gr/2022/12/12/epixeiriseis/mytilineos-entassetai-ston-deikti-viosimotitas-dow-jones-sustainability/> (Ανακτήθηκε στις 27/5/2023).

Οικονομικός Ταχυδρόμος (2023α), *Citi: Σύσταση buy για τη μετοχή της Mytilineos*. Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <https://www.ot.gr/2023/03/06/agores/citi-systasi-buy-gia-ti-metoxi-tis-mytilineos/> (Ανακτήθηκε στις 15/5/2023).

Οικονομικός Ταχυδρόμος (2023β), *Alpha Bank: Ανεβάζει την τιμή-στόχο για τη μετοχή της Mytilineos στα 31,4 ευρώ*. Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <https://www.ot.gr/2023/01/19/agores/alpha-bank-anevazei-tin-timi-stoxo-gia-ti-metoxi-tis-mytilineos-sta-314-eyro/> (Ανακτήθηκε στις 15/5/2023).

Οικονομικός Ταχυδρόμος (2023γ), *Mytilineos: Στα 32,2 ευρώ η τιμή-στόχος από την Wood*. Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <https://www.ot.gr/2023/02/28/epixeiriseis/mytilineos-sta-322-eyro-ti-timi-stoxos-apo-tin-wood/> (Ανακτήθηκε στις 15/5/2023).

Τράπεζα της Ελλάδος (Ιστοσελίδα): <https://www.bankofgreece.gr/statistika/xrhmatoπισtwtik-es-agores/titloi-ellhnikoy-dhmosioy?year=2022&order=asc&page=1> (Ανακτήθηκε στις 15/5/2023).

Τράπεζα της Ελλάδος (2022), *Νομισματική Πολιτική Ενδιάμεση Έκθεση 2022*. Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: https://www.bankofgreece.gr/Publications/Inter_NomPol2022.pdf (Ανακτήθηκε στις 15/5/2023).

Φλουδόπουλος, Χ. (2022), *Mytilineos: Τιμή στόχος στα 31,2 ευρώ από την NBG*. Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <https://www.capital.gr/epixeiriseis/3688685/mytilineos-timi-stoxos-sta-31-2-euro-apo-tin-nbg/> (Ανακτήθηκε στις 15/5/2023).

Χρηματιστήριο Αθηνών (2022), *Οδηγός Δημοσιοποίησης Πληροφοριών ESG 2022*. Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <https://www.athexgroup.gr/documents/10180/6599246/%CE%9F%CE%B4%CE%B7%CE%B3%CF%8C%CF%82%20%CE%94%CE%B7%CE%BC%CE%BF%CF%83%CE%B9%CE%BF%CF%80%CE%BF%CE%AF%CE%B7%CF%83%CE%B7%CF%82%20%CE%A0%CE%BB%CE%B7%CF%81%CE%BF%CF%86%CE%BF%CF%81%CE%B9%CF%8E%CE%BD%20ESG+2022-2202.pdf/da99777e-ee9e-4412-9b19-46ec0021b631> (Ανακτήθηκε στις 27/5/2023).

Capital.gr (2022α), *Στη λίστα Industry Top Rated Companies της Sustainalytics η MYTILINEOS*. Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <https://www.capital.gr/epixeiriseis/3609183/sti-lista-industry-top-rated-companies-tis-sustainalytics-i-mytilineos/> (Ανακτήθηκε στις 27/5/2023).

Capital.gr (2022β), *Σε "BB" αναβάθμισε τη Mytilineos η S&P - Θετικό outlook*. Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <https://www.capital.gr/epixeiriseis/3688345/se-bb-anabathmise-ti-mytilineos-i-s-p-thetiko-outlook/> (Ανακτήθηκε στις 15/5/2023).

Capital.gr, *Γραφήματα Μυτιληναίος*:
<https://www.capital.gr/finance/chart/history/%ce%9c%ce%a5%ce%a4%ce%99%ce%9b/>
(Ανακτήθηκε στις 27/5/2023).

Capital.gr, *Ιστορικά Κλεισίματα Γενικός Δείκτης*:
<https://www.capital.gr/finance/historycloses/%ce%93%ce%94/> (Ανακτήθηκε στις 27/5/2023).

Capital.gr, *Ιστορικά Κλεισίματα Μυτιληναίος*:
<https://www.capital.gr/finance/historycloses/%ce%9c%ce%a5%ce%a4%ce%99%ce%9b/>
(Ανακτήθηκε στις 27/5/2023).

Moneyreview.gr (2022), *Ευάγγ. Μυτιληναίος: Ανοιχτό το ενδεχόμενο εισαγωγής σε ξένο χρηματιστήριο*. Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <https://www.moneyreview.gr/business-and-finance/business/84995/eyagg-mytilinaios-anoichto-to-endechomeno-eisagogis-se-xeno-chrimatistirio/> (Ανακτήθηκε στις 27/5/2023).

Mytilineos (2018), *Ετήσια οικονομική έκθεση της χρήσης από 1^η Ιανουαρίου έως 31^η Δεκεμβρίου 2017*. Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα:
https://www.mytilineos.com/media/xfpdbwku/mytilineos_etisia_oik_ekthesi_2017.pdf
(Ανακτήθηκε στις 15/5/2023).

Mytilineos (2019), *Ετήσια οικονομική έκθεση της χρήσης από 1^η Ιανουαρίου έως 31^η Δεκεμβρίου 2018*. Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα:
https://www.mytilineos.com/media/dh2ptwjm/ethsia_oikonomikh_ekthesh_01012018_31122_018.pdf (Ανακτήθηκε στις 15/5/2023).

Mytilineos (2020), *Ετήσια οικονομική έκθεση της χρήσης από 1^η Ιανουαρίου έως 31^η Δεκεμβρίου 2019*. Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα:
https://www.mytilineos.com/media/43zcucqc/annual_financial_report_31-12-2019-gr.pdf
(Ανακτήθηκε στις 15/5/2023).

Mytilineos (2021α), *Ετήσια οικονομική έκθεση της χρήσης από 1^η Ιανουαρίου έως 31^η Δεκεμβρίου 2020*. Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα:
https://www.mytilineos.com/media/tshhayl2/notes-mytilineos-31122020_gr.pdf (Ανακτήθηκε στις 15/5/2023).

Mytilineos (2021β), *Έκθεση Βιώσιμης Ανάπτυξης 2021: Το Νέο Επιχειρηματικό Μοντέλο Είναι η Πρόκληση Για Ένα Βιώσιμο Μέλλον*. Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα:
https://www.mytilineos.com/media/k1wbtcii/sustainable_development_report_2021_gr.pdf
(Ανακτήθηκε στις 27/5/2023).

Mytilineos (2022), *Ετήσια οικονομική έκθεση της χρήσης από 1^η Ιανουαρίου έως 31^η Δεκεμβρίου 2021*. Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: https://www.mytilineos.com/media/berdwjwc/notes_mytilineos_31122021_gr_.pdf (Ανακτήθηκε στις 15/5/2023).

Mytilineos (2023α), *Ετήσια οικονομική έκθεση της χρήσης από 1^η Ιανουαρίου έως 31^η Δεκεμβρίου 2022*. Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <https://www.mytilineos.com/assets/htmlFiles/annual-financial-report-2022-12-31-el-iXBRL-viewer.html> (Ανακτήθηκε στις 15/5/2023).

Mytilineos (2023β), *Mytilineos-Energy & Metals: Βασικά Οικονομικά Μεγέθη Α' Τριμήνου 2023*. Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <https://www.moneyreview.gr/wp-content/uploads/2023/05/mytilineos-1Q-greek1.pdf> (Ανακτήθηκε στις 27/5/2023).

Ξενογλωσση Βιβλιογραφία

Βιβλία

Benninga, S. (2001), *Financial Modeling*, The MIT Press.

Damodaran, A. (1994), *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*, New York, John Wiley & Sons, Inc.

Damodaran, A. (1996), *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, New York, John Wiley & Sons, Inc.

Damodaran, A. (2010), *The Dark Side of Valuation, Second Edition: Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses*, New Jersey, Pearson Education, Inc.

Gibson, C. H. (2001), *Financial Reporting and Analysis: Using Financial Accounting Information*, Ohio, South-Western College Publishing.

Miller-Nobles, T., Mattison, B. & Mae Matsumura, E. (2018), *Hornsgren's Χρηματοοικονομική Λογιστική*, Broken Hill Publishers Ltd. Επιμέλεια Ελληνικής Έκδοσης: Γκίνογλου, Δ., Κουμανάκος, Ε. και Σώρρος, Ι..

Rees, M. (2008), *Financial Modelling in Practice: A Concise Guide for Intermediate and Advanced Level*, John Wiley & Sons Ltd.

Άρθρα σε Επιστημονικά Περιοδικά

Al-Najjar, B. and Anfimiadou, A. (2012), "Environmental Policies and Firm Value", *Business Strategy and the Environment*, Vol. 21, pp. 49-59.

Allayannis, G. and Weston, J. P. (2001), “The Use of Foreign Currency Derivatives and Firm Market Value”, *The Review of Financial Studies*, Vol.14, pp. 243-276.

Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, M. and Zimmermann, H. (2006), “An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation”, *European Financial Management*, Vol.12, pp. 249-283.

Beyer, A. (2008), “Financial Analysts’ Forecast Revisions and Managers’ Reporting Behavior”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.46, pp. 334-348.

Chaney, P. K. and Lewis, C. M. (1995), “Earnings Management and Firm Valuation under Asymmetric Information”, *Journal of Corporate Finance*, Vol.1, pp. 319-345.

Gao, W., Ng, L. and Wang, Q. (2008), “Does Geographic Dispersion Affect Firm Valuation?”, *Journal of Corporate Finance*, Vol.14, pp. 674-687.

Panaretou, A. (2014), “Corporate Risk Management and Firm Value: Evidence from the UK Market”, *The European Journal of Finance*, Vol.20, pp. 1161-1186.

Διαδίκτυο

Market-Risk-Premia.com: <http://www.market-risk-premia.com/market-risk-premia.html>
(Ανακτήθηκε στις 15/5/2023).

Yahoo finance: <https://finance.yahoo.com/quote/MYTIL.AT/key-statistics?p=MYTIL.AT>
(Ανακτήθηκε στις 15/5/2023).