



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

Διπλωματική Εργασία

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΑΛΟΥΜΥΛ Α.Ε. ΜΕ ΤΗΝ  
ΜΕΘΟΔΟ ΤΩΝ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΜΕΝΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

του

ΔΡΑΣΛΙΑΚΗ ΧΡΗΣΤΟΥ

Επιβλέπων Καθηγητής: ΜΕΣΣΗΣ ΠΕΤΡΟΣ

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

Οκτώβριος 2023

Η παρούσα εργασία  
αφιερώνεται σε όσους **δεν** συντάσσονται με την φιλοσοφία:  
‘Έχω ήδη βγάλει τα συμπεράσματά μου,  
μην με μπερδεύεις με γεγονότα.’

## ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ήθελα να ευχαριστήσω τους καθηγητές μου, που μου πρόσφεραν πολύτιμες συμβουλές και ήταν πάντα διαθέσιμοι για να συζητήσουμε τις απορίες που προέκυψαν κατά την συγγραφή της παρούσας εργασίας. Επίσης θα ήθελα να ευχαριστήσω τα στελέχη της Αλουμύλ, που μου πρόσφεραν την βοήθειά τους αλλά και τα απαραίτητα δεδομένα που απαιτήθηκαν για την πλήρη ανάλυση του θέματος.

Τέλος θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένεια μου, που με στηρίζει σε κάθε μου επιλογή και μου παρέχει τα απαραίτητα εφόδια για να πετύχω τους στόχους μου.

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα εργασία έχει ως αντικείμενο την αποτίμηση ενός από τους μεγαλύτερους ομίλους στην Ελλάδα και στην Ευρώπη που δραστηριοποιείται στον κλάδο του αλουμινίου, τον όμιλο εταιρειών της ΑΛΟΥΜΥΛ Α.Ε. Την τελευταία δεκαετία έχει καταφέρει σχεδόν να τριπλασιάσει τον κύκλο εργασιών και να εξομαλύνει την χρηματοοικονομική του θέση. Ο λόγος που επιλέχθηκε ο συγκεκριμένος όμιλος εταιρειών είναι ότι δραστηριοποιείται σε έναν από τους σημαντικότερους κλάδους της ελληνικής βιομηχανίας και επειδή κατάφερε να ανταπεξέλθει και να ανακάμψει από τις αλληπάλληλες κρίσεις(οικονομική, COVID-19) που προέκυψαν, καταγράφοντας τα τελευταία χρόνια ρεκόρ κερδών. Σκοπός της εργασίας είναι η εύρεση της δίκαιης τιμής του ομίλου ΑΛΟΥΜΥΛ που συμμετέχει στο Χρηματιστήριο αξιών Αθηνών με την μέθοδο των προ εξοφλημένων ταμειακών ροών. Στα πλαίσια της εργασίας θα αναφερθούν οι βιβλιογραφικές πηγές στις οποίες βασιστήκαμε για να εξάγουμε τα συμπεράσματά μας, αλλά ταυτόχρονα και τα ερωτήματα που γεννώνται κατά την διάρκεια μιας αποτίμησης με την συγκεκριμένη μέθοδο, για να βοηθήσουμε τον εκάστοτε αναγνώστη να αντιληφθεί τις προκλήσεις που έχει μια αποτίμηση και τους τρόπους που μπορούμε να τις αντιμετωπίσουμε.

Αναλυτικότερα, Στην ενότητα 1 αναφέρονται εισαγωγικές έννοιες για την αποτίμηση εταιρειών. Στην ενότητα 2 γίνεται η βιβλιογραφική ανασκόπηση για την περίπτωση της μεθόδου των προ εξοφλημένων ταμειακών ροών. Στην ενότητα 3 παρατίθενται στοιχεία για τον όμιλο της Αλουμύλ και για τον κλάδο δραστηριοποίησης του. Στην ενότητα 4 καταγράφονται τα αριθμητικά δεδομένα της αποτίμησης και εξάγονται τα αποτελέσματα. Στην ενότητα 5 παρατίθεται μια σύνοψη της αποτίμησης και τα συμπεράσματα. Τέλος στο παράρτημα παρατίθενται οι οικονομικές καταστάσεις για την περίοδο 2020-2022 και η βιβλιογραφία.

## ABSTRACT

The subject of this academic paper is the valuation of one of the largest groups in Greece and Europe active in the aluminum industry, the ALUMIL SA group of companies. In the last decade, it has managed to almost triple its turnover and normalize its financial position. The reason why this group of companies was chosen is that it is active in one of the most important branches of the Greek industry and because it managed to cope and recover from the successive crises (economic, COVID-19) that arose, registering profits in recent years. The purpose of this paper is to find the fair value of the ALUMIL group that participates in the Athens Stock Exchange using the discounted cash flow method. In the context of the paper, the bibliographic sources we relied on to draw our conclusions will be mentioned, but at the same time the questions that arise during a valuation with this method, to help the reader understand the challenges of a valuation and the ways we can deal with them. In more detail, Section 1 provides introductory concepts for valuation. Section 2 provides a literature review for the case of the discounted cash flow method. Section 3 provides information on the Alumil group and its industry. In section 4, the numerical data of the valuation are listed and the results are extracted. Section 5 provides a summary of the assessment and conclusions. Finally, the financial statements for the period 2020-2022 and the bibliography are listed in the appendix.

# ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ .....	iii
ΠΕΡΙΛΗΨΗ .....	iv
ABSTRACT .....	v
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ .....	9
1.1 Η έννοια και ο ορισμός της αποτίμησης.....	9
1.2 Χρησιμότητα και ενδιαφερόμενα μέρη .....	10
1.3 Γενικότητες και Μύθοι για την Αποτίμηση.....	11
1.4 Μέθοδοι Αποτίμησης .....	14
1.5 Επιλογή του κατάλληλου Μοντέλου .....	15
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 : Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΩΝ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΜΕΝΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ .....	17
2.1 Εισαγωγή στην μέθοδο των προ εξοφλημένων ταμειακών ροών .....	17
2.2 Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου(WACC) ως επιτόκιο προεξόφλησης .....	19
2.2 α) Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων(Cost of equity).....	20
2.2 β) Κόστος Δανειακών Κεφαλαίων(Cost of Debt).....	23
2.3 Υπολογισμός των ταμειακών ροών .....	24
2.4 Υπολειμματική(τελική) αξία .....	26
2.5 Ο ρυθμός ανάπτυξης.....	28
2.6 Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα του DCF model.....	30
2.7 Λοιπά στοιχεία που επηρεάζουν την αποτίμηση .....	31
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 : Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ ΑΛΟΥΜΥΛ .....	32
3.1 Η ΑΛΟΥΜΥΛ Α.Ε. ....	32
3.2 Ο Κλάδος Αλουμινίου .....	36
3.3 Οι κίνδυνοι.....	37
3.4 Ανάλυση SWOT .....	39
3.5 Το μέλλον .....	41
3.6 Η μετοχική σύνθεση του Ομίλου ΑΛΟΥΜΥΛ και η πορεία της μετοχής .....	41

3.7	Σύντομος σχολιασμός των οικονομικών μεγεθών.....	45
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 : ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ ΑΛΟΥΜΥΛ .....		46
4.1	Εισαγωγικά για την αποτίμηση του Ομίλου ΑΛΟΥΜΥΛ.....	46
4.2	Αποτίμηση με την μέθοδο των προ εξοφλημένων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση(FCFF) .....	47
4.3	Υπολογισμός του μέσου σταθμικού Κόστους Κεφαλαίων(WACC).....	48
4.4	Εκτίμηση του Ρυθμού Ανάπτυξης.....	54
4.5	Υπολογισμός των ελεύθερων ταμειακών ροών.....	57
4.6	Υπολογισμός της Υπολειμματικής αξίας .....	58
4.7	Υπολογισμός της αξίας της επιχείρησης .....	58
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 : ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ .....		59
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....		61
ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΠΗΓΕΣ.....		62
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ .....		64
Οικονομικές Καταστάσεις του Ομίλου ΑΛΟΥΜΥΛ Α.Ε.....		64

## Κατάλογος Πινάκων

ΠΙΝΑΚΑΣ 1 ΠΟΡΕΙΑ ΤΙΜΗΣ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΥ .....	36
ΠΙΝΑΚΑΣ 2 ΑΝΑΛΥΣΗ SWOT .....	40
ΠΙΝΑΚΑΣ 3: ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΣΥΝΘΕΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ ΑΛΟΥΜΥΛ ΑΕ .....	42
ΠΙΝΑΚΑΣ 4 ΟΙ ΘΥΓΑΤΡΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ ΑΛΟΥΜΥΛ .....	43
ΠΙΝΑΚΑΣ 5 ΜΕΤΟΧΗ ΑΛΟΥΜΥΛ ΑΕ .....	43
ΠΙΝΑΚΑΣ 6 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕΤΟΧΗΣ- ΓΔ .....	44
ΠΙΝΑΚΑΣ 7 ΒΑΣΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ ΑΛΟΥΜΥΛ ΑΕ .....	44
ΠΙΝΑΚΑΣ 8 10-ΕΤΕΣ ΟΜΟΛΟΓΟ ΓΕΡΜΑΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ .....	49
ΠΙΝΑΚΑΣ 9 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗ ΒΗΤΑ .....	50
ΠΙΝΑΚΑΣ 10 ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΑΛΥΨΗΣ ΤΟΚΩΝ ΚΑΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΕΙΣ .....	52
ΠΙΝΑΚΑΣ 11 ΔΑΝΕΙΑΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΑΛΟΥΜΥΛ .....	53
ΠΙΝΑΚΑΣ 12 ΡΥΘΜΟΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ .....	55
ΠΙΝΑΚΑΣ 13 ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΡΥΘΜΟΥ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΑΠΟ ΤΑ ΘΕΜΕΛΙΩΔΗ ΜΕΓΕΘΗ .....	56
ΠΙΝΑΚΑΣ 14 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΠΡΟΣ ΤΗΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ(FCFF) .....	57



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ

### 1.1 Η έννοια και ο ορισμός της αποτίμησης

Στην καθημερινότητά μας γινόμαστε όλοι μάρτυρες προτάσεων όπως, << το χαγαθό ακρίβυνε>> ή << η πληρωμή μου ήταν μικρή σε σχέση με αυτό που πρόσφερα>> γεγονός που αποκαλύπτει ότι όλοι με κάποιο τρόπο, προσπαθούμε να πραγματοποιήσουμε μια αποτίμηση σε καθημερινή βάση άθελά μας. Με την πραγματοποίηση μια αποτίμησης θα μπορούμε να καθορίσουμε εάν η τιμή μιας μετοχής όπως διαπραγματεύεται στο Χρηματιστήριο είναι υποτιμημένη, υπερτιμημένη ή ίση, ανάλογα με το εάν η τιμή διαπραγμάτευσης είναι μικρότερη, μεγαλύτερη ή ίση αντίστοιχα. Ως υπερτιμημένο θεωρείται ένα αγαθό το οποίο διαπραγματεύεται άνω της αντικειμενικής του αξίας ενώ ως υποτιμημένο ένα αγαθό που διαπραγματεύεται σε αξία μικρότερη της αντικειμενικής του αξίας. Τα προηγούμενα χρόνια γίναμε μάρτυρες περιόδων όπου ο δείκτης της χρηματιστηριακής αγοράς Αθηνών κατέγραφε πολύ υψηλές τιμές(2000,2008) και ιδιαίτερα χαμηλές τιμές(2015). Αυτές τις περιόδους πολλοί επενδυτές επηρεασμένοι είτε από την αισιόδοξη ατμόσφαιρα είτε από την απαισιόδοξη ατμόσφαιρα βγήκαν κερδισμένοι στην πρώτη περίπτωση αν πρόλαβαν να πουλήσουν τις μετοχές τους στις υψηλές τιμές του δείκτη, ή ζημιομένοι αν επένδυσαν στο τέλος του κύκλου ανόδου των τιμών. Στην αντίπερα όχθη, όσοι ανέλαβαν το ρίσκο να επενδύσουν το 2015 όπου ο γενικός δείκτης της χρηματιστηριακής αγοράς Αθηνών ήταν πολύ χαμηλός, αυτή τη στιγμή έχουν επιτύχει υψηλές αποδόσεις. Στην παρούσα εργασία θα ασχοληθούμε με την αποτίμηση των εταιρειών και την εκτίμηση της <<δίκαιης>> τιμής, με σκοπό να κρίνουμε εάν μια μετοχή είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη. Η λογική ωστόσο και οι παραδοχές που κάνουμε μπορούν να φανούν χρήσιμες και να βάλουν τις σκέψεις μας σε μια σειρά για το πως προκύπτουν οι τιμές και το εάν κάτι είναι ακριβό ή φθινό. Συνεπώς η έννοια της αποτίμησης είναι ο καθορισμός της “δίκαιης” τιμής ενός αγαθού και κατ’ επέκταση της τιμής μιας μετοχής.

Ο κύριος στόχος της επιχείρησης είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης. (Νούλας, 2022) Αυτό συνεπάγεται ότι η αξία της επιχείρησης πρέπει να σχετίζεται με τις

τρεις αποφάσεις της διοικητικής λειτουργίας της: τις επενδυτικές αποφάσεις, τις χρηματοδοτικές αποφάσεις και τις μερισματικές αποφάσεις. Αναλυτικότερα, αναφέρεται ότι η επενδυτική απόφαση αφορά το που θα επενδύσει τους πόρους της η επιχείρηση και τι απόδοση άνω του ενδεικτικού επιτοκίου θα αποφέρουν αυτές οι επενδύσεις ανάλογα με τον βαθμό επικινδυνότητάς τους. Η χρηματοδοτική απόφαση αφορά το μίγμα χρηματοδότησης(ιδίων και δανειακών κεφαλαίων) με το οποίο θα χρηματοδοτήσει αυτές τις επενδύσεις με σκοπό την μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης. Τέλος η μερισματική απόφαση αφορά τα ποσά που θα επιστρέψει η επιχείρηση στους μετόχους της, αν δεν υπάρχουν επενδύσεις που να αποφέρουν αποδόσεις ανώτερες του ενδεικτικού επιτοκίου, δηλαδή του επιτοκίου που απαιτούμε ως απόδοση από μια επένδυση. (Damodaran A. , 2014)

## 1.2 Χρησιμότητα και ενδιαφερόμενα μέρη

Με την πραγματοποίηση μιας αποτίμησης γίνεται η προσπάθεια προσδιορισμού της πραγματική αξίας μιας επιχείρησης, με σκοπό αυτός που διενήργησε την αποτίμηση να δράσει ανάλογα με το αποτέλεσμα που έχει εξάγει. Το γεγονός αυτό επηρεάζει διάφορες πτυχές της χρηματοοικονομικής και δημιουργούνται ποικίλοι λόγοι για την πραγματοποίηση μιας αποτίμησης, όπως καταγράφονται και παρακάτω. (Λαζαρίδης, 2017).

Η αποτίμηση είναι ιδιαίτερα χρήσιμη στις παρακάτω περιπτώσεις:

- Όταν πρόκειται για εξαγορά ή συγχώνευση επιχειρήσεων.
- Για να επιτευχθεί ορθότερος επιχειρηματικός σχεδιασμός.
- Για να προσδιορισθούν οι αμοιβές των μελών Δ. Σ. των ανωτέρω στελεχών.
- Για να προσελκύσουν κεφάλαιο.
- Στην διαχείριση χαρτοφυλακίου ιδιωτών επενδυτών και αμοιβαίων κεφαλαίων.
- Στην χρηματοδότηση εταιρειών από Venture Capitals ή από τράπεζες.
- Στην εταιρική οικονομική διαχείριση.

Επιπρόσθετα παρακάτω παραθέτουμε τα ενδιαφερόμενα μέρη και πως επηρεάζονται από το αποτέλεσμα μιας αποτίμησης (Λαζαρίδης, 2017).

Αρχικά ο επιχειρηματίας γνωρίζοντας την αξία της επιχείρησης μπορεί να λάβει ορθότερες αποφάσεις για τον στρατηγικό της σχεδιασμό της επιχείρησης και να καταναείμει τα

κεφάλαια του σε κατάλληλες επενδύσεις. Επίσης στην περίπτωση όπου ο επιχειρηματίας θέλει να πουλήσει την επιχείρησή του, θα μπορεί να γνωρίζει την πραγματική της αξίας και ως εκ τούτου να ζητήσει το αντίστοιχο αντίτιμο. Όμοια μπορεί να λειτουργήσει σε περίπτωση συγχώνευσης ή εξαγοράς. Για τους δανειστές η εύρεση της αξίας της επιχείρησης καθορίζει και την πιστοληπτική της ικανότητα, συνεπώς βοηθά στον προσδιορισμό του επιτοκίου δανεισμού και των όρων που το ακολουθούν. Επίσης πολλά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα συμμετέχουν στις αρχικές δημόσιες προσφορές εταιριών(IPO). Γνωρίζοντας την αξία μιας επιχείρησης μπορούν να θέσουν μια αρχική τιμή κοντά σε αυτήν την αξία. Για τους πελάτες και τους προμηθευτές η γνώση της πραγματικής αξίας συντελεί στην συνέχιση της συνεργασίας με την εταιρεία λόγω της διατήρησης της αξιοπιστίας της και επίσης την διαμόρφωση της πιστοληπτικής τους πολιτικής. Για τους εργαζομένους η γνώση της πραγματικής αξίας μπορεί να καθορίσει την διαμόρφωση των μισθών και των bonus από την επίτευξη στόχων. Οι μέτοχοι αν γνωρίζουν την “δίκαιη” τιμή θα πάρουν την αντίστοιχη θέση αγοράς ή πώλησης στο χρηματιστήριο.

### 1.3 Γενικότητες και Μύθοι για την Αποτίμηση

Η διενέργεια μιας αποτίμησης έχει αναπτύξει τους δικούς της μύθους(Damodaran A. , 2012) τους οποίους θα παραθέσουμε και θα αναλύσουμε παρακάτω:

Μύθος 1<sup>ος</sup> : Η αποτίμηση είναι αντικειμενική, εφόσον για τον υπολογισμό τους χρησιμοποιούνται ποσοτικά δεδομένα.

Η παραπάνω πρόταση είναι λανθασμένη καθώς ενώ τα μοντέλα που χρησιμοποιούνται κατά την διενέργεια της αποτίμησης είναι ποσοτικά, οι μεταβλητές που εισάγονται έγκειται στην διακριτική ευχέρεια του εκτιμητή, έχοντας ως επακόλουθο ότι το αποτέλεσμα της αποτίμησης είναι υποκειμενικό. Ιδιαίτερα θα πρέπει να προσέξουμε τους λόγους που διενεργείται μια αποτίμηση, όπως επίσης και από ποιόν. Για παράδειγμα ένας αναλυτής που έχει καλή γνώμη για την εταιρεία είναι πιθανό να είναι πιο αισιόδοξος για τις προοπτικές της, γεγονός που θα επιφέρει υψηλότερη αποτίμηση. Αυτό μπορεί να συμβεί είτε γιατί ο αναλυτής δεν θέλει να δυσχεραίνει τις σχέσεις του με την διοίκηση από την οποία

μπορεί να αντλεί πληροφορίες, είτε επειδή η πολύχρονη ενασχόληση με έναν κλάδο και μια εταιρεία θα τον έχει προκαταβάλει υπερ του κλάδου και της εταιρείας.

Επίσης στην περίπτωση εξαγοράς, η εταιρεία που θα πωληθεί, θα επιθυμεί ο αναλυτής που θα προσλάβει να υπολογίσει όσο το δυνατόν μεγαλύτερη αξία για να μπορέσει να απαιτήσει υψηλότερο αντίτιμο, ενώ η εταιρεία που θα αγοράσει, θα επιθυμεί ο αναλυτής να υπολογίσει όσο το δυνατόν μικρότερη αξία ώστε να αγοράσει την επιχείρηση με μικρότερο κόστος. Συμπερασματικά θα πρέπει να είμαστε προσεκτικοί όταν διαβάζουμε για μια αποτίμηση από ποιον πραγματοποιήθηκε και ποια ήταν τα κίνητρά του.

Μύθος 2<sup>ος</sup> : Μια καλή αποτίμηση είναι διαχρονική

Μια καλή αποτίμηση δεν είναι διαχρονική. Το οικονομικό περιβάλλον, οι προοπτικές της οικονομίας και της κάθε επιχείρησης μεταβάλλονται συνεχώς, με αποτέλεσμα να αλλάζουν και τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται για την αποτίμηση μιας επιχείρησης. Για παράδειγμα μεταβολές σε οικονομικά μεγέθη όπως τα επιτόκια και ο πληθωρισμός, φυσικές καταστροφές, πανδημίες, μεταβολές στην οργανωτική δομή των επιχειρήσεων, κοινωνικές και πολιτικές αλλαγές επηρεάζουν την πορεία μια επιχείρησης και συνεπώς την αποτίμησή της. Αυτό συνεπάγεται ότι παρά το γεγονός ότι παραθέτουμε προβλέψεις για το μέλλον της οικονομίας και τα διάφορα οικονομικά μεγέθη θα πρέπει να τα ανανεώνουμε σε τακτικά διαστήματα εφόσον έχουμε λάβει νέες πληροφορίες οι οποίες θεωρούμε ότι μεταβάλλουν την αξία της εταιρείας που αναλύουμε.

Μύθος 3<sup>ος</sup> : Η αποτίμηση προσφέρει ακριβή αποτελέσματα

Όπως αναφέραμε και παραπάνω το οικονομικό περιβάλλον και οι μεταβλητές που επηρεάζουν μια επιχείρηση μεταβάλλονται συνεχώς. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα η αποτίμηση να είναι μια δυναμική διεργασία και όχι κάτι το στατικό. Συνεπώς στις περισσότερες αποτιμήσεις χρησιμοποιείται ένα εύρος τιμών για να προσδιοριστεί η αξία και όχι μια μοναδική τιμή. Επίσης σε πολλές περιπτώσεις όπως στον ρυθμό ανάπτυξης στο διηνεκές κάνουμε εκτιμήσεις για το μέλλον δίχως απαραίτητα να λαμβάνουμε πλήρως υπόψιν τα θεμελιώδη μεγέθη. Για αυτόν τον λόγο χρησιμοποιούνται διάφορες μέθοδοι όπως καλύτερου-χειρότερου σεναρίου, η μέθοδος του δέντρου αποφάσεων και διάφορες προσομοιώσεις όπως αυτή του Monte Carlo. Επίσης το εύρος αυτών των τιμών εξαρτάται και από άλλους παράγοντες, όπως το μέρος όπου λειτουργεί μια επιχείρηση αλλά και ο κύκλος ζωής στον οποίο βρίσκεται, έννοιες τις οποίες θα αναλύσουμε μετέπειτα στην εργασία.

Μύθος 4<sup>ος</sup> : Όσο πιο περίπλοκο το μοντέλο, τόσο καλύτερη η αποτίμηση

Θα μπορούσαμε να φανταστούμε ότι εφόσον διαθέτουμε μεγάλο μέρος πληροφόρησης, η δημιουργία ενός πολυπλοκότερου μοντέλου στο οποίο θα περιλαμβάναμε μεγαλύτερο αριθμό μεταβλητών θα προσέφερε καλύτερα και πιο αντικειμενικά αποτελέσματα. Στην πράξη έχει αποδειχθεί ότι αυτό δεν ισχύει και απλούστερα μοντέλα προσφέρουν καλύτερα αποτελέσματα από πολυπλοκότερα. Αυτό συμβαίνει καθώς μπορεί να υπάρχει υψηλή συσχέτιση μεταξύ των μεταβλητών που χρησιμοποιούνται και η εισαγωγή μιας να επηρεάζει το ποσό κάποιας άλλης. Συνεπώς ένας καλός αναλυτής θα πρέπει να μπορεί να κρίνει και να συνδυάζει το απαραίτητο πλήθος πληροφοριών που υπάρχουν στην διάθεσή του.

Μύθος 5<sup>ος</sup> : Η αποτελεσματικότητα της Αγοράς

Ένας αναλυτής θα πρέπει να έχει αποδεχθεί ότι οι αγορές δεν είναι τουλάχιστον προσωρινά αποτελεσματικές, αλλά ότι θα γίνουν αποτελεσματικές κάποια στιγμή στο μέλλον. Η θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς διατυπώθηκε από τον Fama (Fama, 1970) το 1970 και αναφέρει ότι οι τιμές των μετοχών που διαπραγματεύονται σε μια αγορά αντικατοπτρίζουν με ταχύτητα και ακρίβεια κάθε νέα πληροφορία που αφορά την αγορά και τις μετοχές. Κάθε νέα πληροφορία είναι γνωστή σε όλο το επενδυτικό κοινό με αποτέλεσμα η τιμή μιας μετοχής να είναι πολύ κοντά στην εσωτερική αξία της μετοχής. Συνεπώς είναι αδύνατο να υπάρχουν υποτιμημένες ή υπερτιμημένες μετοχές. Υπάρχουν τρία είδη αποτελεσματικών αγορών τα οποία προκύπτουν από την πληροφορία που ενσωματώνεται στα αξιόγραφα. Η Ασθενής μορφή αποτελεσματικής αγοράς όπου στις τιμές των μετοχών ενσωματώνεται όλη η πληροφορία που μπορεί να προκύψει από την αγορά. Η ημι-ισχυρή μορφή αποτελεσματικής αγοράς σύμφωνα με την οποία οι τιμές των μετοχών περιέχουν όλη τη δημοσιευμένη πληροφόρηση. Τέλος, η ισχυρή μορφή αποτελεσματικής αγοράς σύμφωνα με την οποία οι τιμές των αξιογράφων περιέχουν όλη την διαθέσιμη πληροφόρηση. (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2015)

Μύθος 6<sup>ος</sup> : Σημασία έχει η εύρεση της αξίας και όχι η διαδικασία της αποτίμησης

Κατά την πραγματοποίηση μια αποτίμησης υπάρχει περίπτωση ο αναλυτής να παραβλέψει ή να παρερμηνεύσει ορισμένα δεδομένα. Ωστόσο η διαδικασία της αποτίμησης προσφέρει απαντήσεις στα ερωτήματα που θα προκύψουν για την εταιρεία, τις προοπτικές της και διάφορα θεμελιώδη ερωτήματα, σχετικά με την απόδοση κεφαλαίου, την απόδοση ιδίων κεφαλαίων κ.α. Επίσης στο τέλος μιας αποτίμησης, ο αναλυτής θα έχει μια καλύτερη

εικόνα τόσο για την εταιρεία όσο και γενικότερα για την οικονομία. Συμπερασματικά τα δεδομένα, οι υπολογισμοί και οι κατανόηση των οικονομικών μεγεθών που επηρεάζουν μια επιχείρηση και προκύπτουν από μια αποτίμηση είναι ίσως σημαντικότερα από την εύρεση της αξίας.

## 1.4 Μέθοδοι Αποτίμησης

Εκτιμάται ότι υπάρχουν τρεις κύριες μέθοδοι αποτίμησης της εταιρικής αξίας (Damodaran, 2006):

- Η εσωτερική αξία(intrinsic valuation)
- Η σχετική αξία(relative valuation)
- Αξία παραγώγων(contingent claim 'option' valuation)

Στην πρώτη μέθοδο, για τον καθορισμό της αξίας της επιχείρησης αναλύονται τα θεμελιώδη μεγέθη όπως εμφανίζονται στις οικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης και τα θεμελιώδη μεγέθη που επηρεάζουν την οικονομία γενικότερα. Σε αυτήν την μέθοδο ανήκει και το μοντέλο που θα χρησιμοποιήσουμε στην παρούσα εργασία, το μοντέλο προεξόφλησης των αναμενόμενων ταμειακών ροών(DCF model). Γενικότερα η συγκεκριμένη μέθοδος προσεγγίζει τα στοιχεία προς αποτίμηση με βάση την ικανότητα τους να παράγουν ταμειακές ροές και τις προεξοφλεί, ανάλογα με το κίνδυνο που τις διέπουν. Ο υπολογισμός της αξίας με την συγκεκριμένη μέθοδο γίνεται πιο απαιτητικός, σε εταιρείες οι οποίες εμφανίζουν ζημίες, σε κυκλικές εταιρείες δηλαδή εταιρείες που ακολουθούν την πορεία της οικονομίας, σε εταιρείες που βρίσκονται σε αναδιοργάνωση, σε ιδιωτικές εταιρείες και εταιρείες που βρίσκονται σε φάση εξαγοράς. Η συγκεκριμένη μέθοδος ενδείκνυται για επενδυτές με μακροπρόθεσμο ορίζοντα.

Στην δεύτερη μέθοδο, για την εύρεση της αξίας χρησιμοποιούνται κυρίως χρηματοοικονομικοί δείκτες. Είναι περισσότερο μια συγκριτική μέθοδος τιμολόγησης και υποδηλώνει το πόσο θα πλήρωνες για ένα αγαθό, ανάλογα και με το τι πληρώνουν οι άλλοι. Συνεπώς μπορεί να χρησιμοποιηθεί και για περιουσιακά στοιχεία τα οποία δεν παράγουν ταμειακές ροές και είναι ιδιαίτερα χρήσιμη για επενδυτές με βραχυπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα. Η συγκεκριμένη μέθοδος χρησιμοποιείται ευρέως γιατί χρειάζεται λιγότερους

υπολογισμούς και η εύρεση των αριθμητικών μεγεθών για τους δείκτες είναι σχετικά εύκολη από τις οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων προς μελέτη. Οι δυσκολίες που εμφανίζονται στην συγκεκριμένη μέθοδο έγκειται αρχικά στην πληθώρα των χρηματοοικονομικών δεικτών και ποιοι από αυτούς είναι οι κατάλληλοι για να επιτευχθεί η σύγκριση μεταξύ των εταιρειών. Επιπρόσθετα οι δείκτες μπορούν να οδηγήσουν σε παραπλανητικά αποτελέσματα. Για παράδειγμα ο δείκτης P/E ίσως ο πιο γνωστός και ευρέως χρησιμοποιούμενος δείκτης, ο οποίος δίνει τον λόγο μεταξύ της χρηματιστηριακής τιμής προς τα κέρδη ανά μετοχή, μπορεί να προσφέρει παραπλανητικά σήματα αν ολόκληρος ο κλάδος μελέτης είναι υπερτιμημένος ή δεν προσφέρει καθόλου αποτελέσματα εάν μια επιχείρηση εμφανίζει ζημίες.

Στην τρίτη μέθοδο η εύρεση της αξίας προκύπτει ανάλογα με τις ταμειακές ροές που θα προκύψουν εάν πραγματοποιηθεί ένα ενδεχόμενο. Η συγκεκριμένη μέθοδος είναι ιδιαίτερα χρήσιμη στις περιπτώσεις εταιρειών εξόρυξης ορυκτών ή φαρμακοβιομηχανιών όπου η εύρεση ενός μεγάλου κοιτάσματος ορυκτού ή η επιτυχής εύρεση ενός φαρμάκου θα οδηγήσει σε τεράστια έσοδα. Το πρόβλημα της συγκεκριμένης μεθόδου βρίσκεται στο γεγονός ότι υπάρχει πιθανότητα για λάθος υπολογισμούς στις αξίες που μπορεί να προκύψουν από ένα δικαίωμα.

Σε αυτό το σημείο πρέπει να επισημανθεί ότι για την αποτίμηση κάποιων περιουσιακών στοιχείων, όπως νομίσματα, έργα τέχνης και κρυπτονομίσματα, δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί η πρώτη μέθοδος, καθώς δεν παράγουν ταμειακές ροές, αλλά μόνο η δεύτερη.

## 1.5 Επιλογή του κατάλληλου Μοντέλου

Όπως αναφέραμε και παραπάνω υπάρχουν τρεις κύριες μέθοδοι αποτίμησης εταιρειών και γενικότερα περιουσιακών στοιχείων. Για την κάθε μέθοδο υπάρχουν διαφορετικά μοντέλα προς επιλογή. Το μοντέλο που θα επιλεγεί θα πρέπει να ταιριάζει στα χαρακτηριστικά του εκάστοτε στοιχείου προς αποτίμηση. Τα κύρια χαρακτηριστικά προς προσοχή για την μέθοδο εσωτερικής αξίας, είναι το επίπεδο των κερδών, η ύπαρξη ρυθμού ανάπτυξης και η προέλευση αυτού, η σταθερότητα της χρηματοοικονομικής μόχλευσης και η μερισματική πολιτική. Στην περίπτωση της σχετικής αποτίμησης κύριο ρόλο διαδραματίζουν το επίπεδο

των κερδών, ο αριθμός των επιχειρήσεων προς σύγκριση, η αποδοχή της θεωρίας της αποτελεσματικής αγοράς και ο κλάδος προς αποτίμηση (Damodaran, 2006).

Ειδικότερα το επίπεδο των κερδών μπορεί να επηρεαστεί ανάλογα με την φάση του κύκλου ζωής που βρίσκεται η επιχείρηση. Εάν η επιχείρηση είναι στα πρώιμα στάδια της, προφανώς θα εμφανίζει ζημίες λόγω των επενδύσεων για ανάπτυξη και της μικρής διείσδυσης της στην αγορά. Αν είναι στα τελευταία της στάδια θα εμφανίζει ζημίες είτε γιατί οι ανταγωνιστές της θα την έχουν ξεπεράσει, είτε γιατί ο κύκλος ζωής του προϊόντος που προσφέρει θα έχει τελειώσει. Μη αναμενόμενα γεγονότα ή δαπανηρές επενδύσεις θα επηρεάσουν επίσης το επίπεδο των κερδών. Το είδος της επιχείρησης διαδραματίζει σημαντικό ρόλο. Για παράδειγμα κυκλικές εταιρείες, δηλαδή εταιρείες που ακολουθούν την πορεία της οικονομίας όπως αυτές του κλάδου των κατασκευών, θα εμφανίζουν υψηλά κέρδη σε περιόδους ανάπτυξης και χαμηλά έως καθόλου κέρδη σε περιόδους ύφεσης. Σε περίπτωση όπου μια επιχείρηση βρίσκεται σε στάδιο αναδιοργάνωσης, όπου ενδεχομένως αλλάζει το επιχειρηματικό πλάνο της και πραγματοποιεί επενδύσεις θα έχει ως αποτέλεσμα να εμφανίζει χαμηλότερο επίπεδο κερδών.

Το επίπεδο ρυθμού ανάπτυξης διαδραματίζει σημαντικό ρόλο. Μια εταιρεία μπορεί να εμφανίσει ρυθμό ανάπτυξης μικρότερο, ίσο ή και μεγαλύτερο από το ονομαστικό ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας. Σε αυτήν την περίπτωση το μοντέλο θα πρέπει να χωριστεί σε χρονικά στάδια, ανάλογα με την διάρκεια που θα έχει το κάθε επίπεδο ρυθμού ανάπτυξης.

Σημαντικός παράγοντας αποτελεί και η πηγή από όπου προέρχεται ο συγκεκριμένος ρυθμός ανάπτυξης. Συνήθως πρόκειται για συγκριτικά πλεονεκτήματα έναντι των ανταγωνιστών όπως η δημιουργία brand ή το χαμηλότερο κόστος παραγωγής ή από πολιτική παρέμβαση όπου απαγορεύεται να εισέλθει άλλη επιχείρηση στον κλάδο. Το χρονικό διάστημα το οποίο μια επιχείρηση θα έχει κάποιο συγκριτικό πλεονέκτημα έναντι των ανταγωνιστών και θα καθορίσει το επίπεδο ρυθμού ανάπτυξης, εξαρτάται από την αποτελεσματικότητα της διοίκησης και από την ευκολία εισόδου στον κλάδο.

Η σταθερότητα της χρηματοοικονομικής μόχλευσης θα καθορίσει αν θα επιλέξουμε το μοντέλο των προ εξοφλημένων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση ή προς τους μετόχους. Στην περίπτωση όπου αναμένουμε μεταβολή, η επιλογή του μοντέλου προς την επιχείρηση προκρίνεται καθώς δεν απαιτεί προβλέψεις ταμειακών ροών από τόκους και χρεολύσια μειώνοντας την πιθανότητα λάθους από αυτές τις προβλέψεις.

Αναλόγως της μερισματικής πολιτικής μπορεί να επιλεχθεί το μοντέλο των προ εξοφλημένων ταμειακών ροών προς τον μέτοχο ή το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 : Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΩΝ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΜΕΝΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

### 2.1 Εισαγωγή στην μέθοδο των προ εξοφλημένων ταμειακών ροών

Η μέθοδος των προ εξοφλημένων ταμειακών ροών προϋποθέτει την εύρεση των ταμειακών ροών που αναμένεται να παράγει ένα περιουσιακό στοιχείο ή μια επιχείρηση και την προεξόφληση αυτών, επιλέγοντας ένα επιτόκιο το οποίο θα αντιστοιχεί στον κίνδυνο που τις διέπουν (Damodaran A. , 2014). Σε αυτό το σημείο είναι σημαντικό να τονίσουμε ότι ειδικά για την περίπτωση αποτίμησης επιχειρήσεων, οι προβλεπόμενες ταμειακές ροές προκύπτουν τόσο από τα περιουσιακά στοιχεία που έχουν ήδη στην κατοχή τους οι επιχειρήσεις, όσο και από τα μελλοντικά περιουσιακά στοιχεία, τα οποία αναμένεται να αποκτήσουν. Για την αποτίμηση με την συγκεκριμένη μέθοδο υπάρχουν τρία κύρια υποδείγματα που μπορούν να χρησιμοποιηθούν και για κάθε υπόδειγμα μπορεί να εφαρμοστεί διαφορετικό μοντέλο, ανάλογα με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της εκάστοτε επιχείρησης προς αποτίμηση:

#### 1. Υπόδειγμα προεξόφλησης ταμειακών ροών προς τους Μετόχους

Για το παραπάνω υπόδειγμα, οι αναμενόμενες ταμειακές ροές προς τους μετόχους, δηλαδή οι ταμειακές ροές έπειτα από την αφαίρεση των λειτουργικών εξόδων, των εξόδων επανεπένδυσης, της φορολογίας και των δανειακών υποχρεώσεων, προ εξοφλούνται με το κόστος ιδίων κεφαλαίων.

Η αξία των ιδίων κεφαλαίων δίνεται από τον παρακάτω τύπο:

$$\sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1 + ke)^t}$$

Όπου,

FCFE<sub>t</sub> : Οι αναμενόμενες ταμειακές ροές προς τους μετόχους τον χρόνο t.

Ke : Το κόστος ιδίων κεφαλαίων, ο βαθμός δηλαδή της απόδοσης που απαιτούν οι μέτοχοι, αν επενδύσουν στο συγκεκριμένο περιουσιακό στοιχείο.

## 2. Υπόδειγμα προεξόφλησης ταμειακών ροών προς την Επιχείρηση

Για το παραπάνω υπόδειγμα οι αναμενόμενες ταμειακές ροές προς την επιχείρηση, δηλαδή οι ταμειακές ροές έπειτα από την αφαίρεση των λειτουργικών εξόδων, των εξόδων επανεπένδυσης και της φορολογίας, προ εξοφλούνται με το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου. Ιδιαίτερη προσοχή για αυτά τα δυο υποδείγματα θα πρέπει να δοθεί στο γεγονός ότι δεν πρέπει να υπάρχει αναντιστοιχία ανάμεσα στις ταμειακές ροές και στα επιτόκια προεξόφλησης.

Η αξία της επιχείρησης δίνεται από τον παρακάτω τύπο:

$$\sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}$$

Όπου,

FCFF<sub>t</sub> : Οι αναμενόμενες ταμειακές ροές προς την επιχείρηση τον χρόνο t.

WACC : Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου, δηλαδή το κόστος των διαφόρων πηγών χρηματοδότησης της επιχείρησης.

## 3. Υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων(Gordon's Model)

Σύμφωνα με το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων η αξία μιας μετοχής ισούται με την παρούσα αξία των μερισμάτων που αναμένεται να διανείμει μια εταιρεία προς τους μετόχους. Για το παραπάνω υπόδειγμα γίνονται οι εξής παραδοχές. Ο ρυθμός ανάπτυξης θα είναι μικρότερος από την απαιτούμενη απόδοση και ότι το μέρισμα θα αυξάνεται με έναν σταθερό ρυθμό. (Νούλας, 2022)

Η τιμή της μετοχής δίνεται από τον παρακάτω τύπο:

$$P_t = \frac{D_0(1+g)^{t+1}}{r-g}$$

Όπου,

P<sub>t</sub> : Είναι η τιμή της μετοχής τον χρόνο t.

D<sub>0</sub> : Είναι το μέρισμα της μετοχής σήμερα.

r : Είναι η απαιτούμενη απόδοση.

g : Είναι ο σταθερός ρυθμός ανάπτυξης του μερίσματος.

Η χρήση του παραπάνω υποδείγματος δέχεται κάποιους περιορισμούς, καθώς δεν μπορεί να αποτιμήσει την αξία μιας επιχείρησης εάν δεν προσφέρει μερίσματα στους μετόχους της.

## 2.2 Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου(WACC) ως επιτόκιο προεξόφλησης

Παραπάνω αναφέραμε ότι για την εύρεση της αξίας μιας επιχείρησης θα πρέπει να προεξοφλήσουμε τις αναμενόμενες ταμειακές της ροές με ένα ενδεικτικό επιτόκιο. Το επιτόκιο αυτό είναι το κόστος κεφαλαίου, δηλαδή το σταθμικό κόστος όλων των πηγών χρηματοδότησης των επενδύσεων της επιχείρησης.

Δύο σημαντικοί ορισμοί του κόστους κεφαλαίου είναι οι εξής (Νούλας, 2022):

- i. Το κόστος κεφαλαίων είναι το ελάχιστο ποσοστό απόδοσης που απαιτείται να επιτύχει μια επιχείρηση από τις επενδύσεις που αναλαμβάνει για να διατηρήσει την αξία της, με την προϋπόθεση ότι ο κίνδυνος της επιχείρησης δεν μεταβάλλεται από την ανάληψη νέων επενδυτικών σχεδίων.
- ii. Είναι η ελάχιστη απόδοση που απαιτεί η αγορά για να προσφέρει κεφάλαια στην επιχείρηση.

Ειδικότερα για την προεξόφληση των ταμειακών ροών χρησιμοποιείται το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου(WACC), δηλαδή ο σταθμικός μέσος όρος του κόστους των διαφόρων πηγών χρηματοδότησης, με τις σταθμίσεις να αποτελούν τα ποσοστά της κάθε πηγής που συμμετέχουν στην σύνθεση του κεφαλαίου. (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2008)

Ο τύπος του μέσου σταθμικού κόστους δίνεται παρακάτω:

$$WACC = WeKe + WpsKps + WdKd(1 - T)$$

Όπου,

$We + Wps + Wd = 1$  , Τα ποσοστά χρηματοδότησης με ίδια κεφάλαια, με προνομιούχες μετοχές και με δανειακά κεφάλαια αντίστοιχα.

$Ke$  : Το κόστος ιδίων κεφαλαίων.

$Kps$  : Το κόστος προνομιούχων μετοχών.

$Kd$  : Το κόστος δανειακών κεφαλαίων.

T : ο φορολογικός συντελεστής.

Σε αυτό το σημείο πρέπει να επισημανθεί ότι για τον υπολογισμό του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου πρέπει πάντα να λαμβάνουμε υπόψιν τις αγοραίες και όχι τις λογιστικές τιμές, καθώς αυτές αντικατοπτρίζουν την απόδοση που απαιτεί η αγορά. Παρακάτω θα αναλύσουμε τα επιμέρους στοιχεία που διαμορφώνουν το κόστος κεφαλαίου.

## 2.2 α) Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων(Cost of equity)

Ο πιο διαδεδομένος τρόπος υπολογισμού του κόστους Ιδίων Κεφαλαίων προκύπτει μέσω του υποδείγματος αποτίμησης κεφαλαιακών περιουσιακών στοιχείων(CAPM). (Damodaran A. , 2014)

Συνεπώς η αναμενόμενη απόδοση ενός περιουσιακού στοιχείου δίνεται από τον παρακάτω τύπο:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i[E(R_m) - R_f]$$

Όπου,

$E(R_i)$  = Αναμενόμενη απόδοση του στοιχείου  $i$

$R_f$  = Επιτόκιο μηδενικού κινδύνου

$\beta_i$  = Συντελεστής  $\beta$  του στοιχείου  $i$

$E(R_m)$  = Αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου της Αγοράς

Σύμφωνα με το παραπάνω υπόδειγμα η αναμενόμενη απόδοση μιας μετοχής πρέπει να ισούται με την απόδοση του επιτοκίου μηδενικού κινδύνου, μαζί με το risk premium( $[E(R_m) - R_f]$ ) την επιπρόσθετη αμοιβή δηλαδή που θέλει να πετύχει ένας επενδυτής, αν επενδύσει τα χρήματά του στην συγκεκριμένη μετοχή, πολλαπλασιαζόμενο με τον συντελεστή  $\beta$ . Ο παραπάνω τύπος δηλαδή θα μπορούσε να γραφτεί και ως εξής:

$$\text{Αναμενόμενη απόδοση} = R_f + \beta_i * \text{Πριμ κινδύνου}$$

Αναλύοντας τα επιμέρους της παραπάνω εξίσωσης ως επιτόκιο μηδενικού κινδύνου, λογίζεται το επιτόκιο που δεν έχει κίνδυνο χρεοκοπίας(default risk) και κίνδυνο επανεπένδυσης(reinvestment risk). Συνεπώς η αναμενόμενη απόδοση από την επένδυση σε ένα επιτόκιο μηδενικού κινδύνου θα πρέπει να ισούται με την πραγματοποιηθείσα. Κατά την αποτίμηση, για την επιλογή ενός επιτοκίου μηδενικού κινδύνου, θα πρέπει να επιλέξουμε ένα επιτόκιο με χαρακτηριστικά όπως υψηλό χρονικό ορίζοντα καθώς οι υπολογιζόμενες

ταμειακές ροές εκτείνονται για πολλά χρόνια. Επίσης θα πρέπει να είναι στον ίδιο νόμισμα με το οποίο υπολογίζονται οι αναμενόμενες ταμειακές ροές της επιχείρησης προς αποτίμηση. Συνήθως επιλέγεται το δεκαετές ομόλογο μιας χώρας. Προσοχή πρέπει να δοθεί στο γεγονός ότι ομόλογα στο ίδιο νόμισμα έχουν διαφορετικά επιτόκια. Σε αυτήν την περίπτωση υπάρχει κίνδυνος χρεοκοπίας και για αυτό τα επιτόκια διαφέρουν. Για παράδειγμα το Ελληνικό δεκαετές ομόλογο έχει υψηλότερο επιτόκιο από το Γερμανικό, παρά το γεγονός ότι είναι εκφρασμένα στο ίδιο νόμισμα. Η διαφορά των δύο αυτών ομολόγων (spread) υποδηλώνει τον κίνδυνο χρεοκοπίας το Ελληνικού ομολόγου έναντι του Γερμανικού. (Damodaran A. , 2009)

Το πριμ μετοχικού κινδύνου φανερώνει την απόδοση που απαιτούν οι επενδυτές από μια μέση επένδυση και επηρεάζεται κυρίως από την ανοχή των επενδυτών στον κίνδυνο. Στα χρηματοοικονομικά, ως κίνδυνος νοείται η διακύμανση μεταξύ των αναμενόμενων και των πραγματοποιηθέντων αποδόσεων. Επίσης ο κίνδυνος θα πρέπει να υπολογίζεται από την οπτική ενός θεσμικού επενδυτή ο οποίος είναι καλά διαφοροποιημένος γεγονός που συνεπάγεται ότι επιμετράτε μόνο ο κίνδυνος που προσφέρει μια νέα επένδυση σε ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο. Υπάρχουν διάφοροι τρόποι υπολογισμού του πριμ μετοχικού κινδύνου. Αρχικά ζητώντας πληροφορίες από έμπειρους επενδυτές και διαχειριστές για να αντιληφθούμε τις προσδοκίες που έχουν διαμορφωθεί στην αγορά, επίσης μέσω συσχέτισης των ιστορικών αποδόσεων της αγοράς με το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου και μέσω τεκμαρτών πριμ κινδύνου. Ο κυριότερος τρόπος υπολογισμού του πριμ μετοχικού κινδύνου προέρχεται από το υπόδειγμα αποτίμησης κεφαλαιακών περιουσιακών στοιχείων (CAPM) χρησιμοποιώντας ιστορικά δεδομένα, όπου το πριμ ορίζεται ως η διαφορά μεταξύ των μέσων αποδόσεων των μετοχών και των μέσων αποδόσεων των χρεογράφων μηδενικού κινδύνου για μεγάλες χρονικές περιόδους. Για τις μέσες αποδόσεις μπορούν να χρησιμοποιηθούν είτε αριθμητικοί είτε γεωμετρικοί μέσοι όροι, ωστόσο η χρήση των τελευταίων προκρίνεται. Προσοχή θα πρέπει να δοθεί επίσης σε ποιες αγορές δραστηριοποιείται η επιχείρηση προς αποτίμηση. Σε περίπτωση όπου η επιχείρηση δραστηριοποιείται σε διάφορες αγορές, το πριμ μετοχικού κινδύνου θα ισούται με το πριμ βάσης μιας ώριμης αγοράς όπως της Αμερικής ή της Γερμανίας και θα προσθέταμε το πριμ της εκάστοτε χώρας το οποίο ισούται με το κίνδυνο χρεοκοπίας της χώρας. Ένας εύκολος τρόπος υπολογισμού του κινδύνου χρεοκοπίας της εκάστοτε χώρας μπορεί να βρεθεί και από την βαθμίδα επενδυτικού κινδύνου που έχουν δώσει οι οίκοι αξιολόγησης. Στο επιπλέον πριμ που προσθέτουμε από τον κίνδυνο χώρας θα πρέπει να λάβουμε υπόψιν και διάφορα ποιοτικά χαρακτηριστικά όπως το που επιτυγχάνει τις πωλήσεις της η επιχείρηση, τι προϊόντα ή

υπηρεσίες προσφέρει, πολιτικούς και νομικούς παράγοντες της εκάστοτε χώρας. (Damodaran A. , 2021)

Τέλος ο συντελεστής  $\beta$  εκφράζει τον μη συστηματικό κίνδυνο της μετοχής και δείχνει την ευαισθησία που παρουσιάζει η απόδοση της μετοχής σε μεταβολές της απόδοσης του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Ο συντελεστής  $\beta$  του υποδείγματος CAPM προκύπτει μέσω της παλινδρόμησης για ένα χρονικό διάστημα συνήθως από τρία έως πέντε χρόνια, των ημερήσιων αποδόσεων της μετοχής, με τις ημερήσιες αποδόσεις του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Η κλίση της γραμμικής παλινδρόμησης μας δίνει τον συντελεστή βήτα και την επικινδυνότητα της μετοχής. Τα στοιχεία που καθορίζουν τον συντελεστή  $\beta$  είναι το είδος των προϊόντων και υπηρεσιών που παράγει η επιχείρηση, η λειτουργική και η χρηματοοικονομική μόχλευση. Αναμένουμε υψηλότερους συντελεστές  $\beta$  από επιχειρήσεις με αγαθά πολυτελείας, με εξειδικευμένα αγαθά, σε επιχειρήσεις με υψηλή ανάπτυξη, υψηλότερα σταθερά κόστη και υψηλότερα χρηματοοικονομικά κόστη. Ο Damodaran προτείνει και έναν διαφορετικό τρόπο εύρεσης ενός συνθετικού συντελεστή  $\beta$ , την μέθοδο bottom up beta. Στην συγκεκριμένη μέθοδο βρίσκουμε τις επιχειρήσεις που διαμορφώνουν τον κλάδο που συμμετέχει η επιχείρηση που αναλύουμε και υπολογίζουμε τον μέσο συντελεστή  $\beta$  του κλάδου. Έπειτα υπολογίζουμε τον μη μοχλευμένο συντελεστή  $\beta$  του κλάδου και τέλος υπολογίζουμε τον μοχλευμένο συντελεστή  $\beta$  της επιχείρησης μας. Ο παραπάνω τρόπος εμφανίζει μικρότερο στατιστικό σφάλμα λόγω των επιπλέον δεδομένων που χρησιμοποιούνται στον υπολογισμό του συντελεστή. Επίσης λύνει το πρόβλημα σε περιπτώσεις όπου ο υπολογισμός του συντελεστή  $\beta$  είναι αδύνατος(μη εισηγμένες επιχειρήσεις) ή σε περίπτωση υψηλού στατιστικού σφάλματος(μικρός όγκος συναλλαγών της μετοχής). Τέλος υπάρχουν και λογιστικοί συντελεστές βήτα όπου μπορούν να εκτιμηθούν μέσω γραμμικών παλινδρομήσεων των μεταβολών των κερδών σε διάφορες περιόδους. Ωστόσο επειδή τέτοια δεδομένα δεν δημοσιοποιούνται σε τακτά χρονικά διαστήματα στο ευρύ επενδυτικό κοινό είναι δύσκολο να εφαρμοστούν από κάποιον εξωτερικό αναλυτή. (Damodaran A. , 2014)

Συνοψίζοντας για τον υπολογισμό της απόδοσης ιδίων κεφαλαίων πρέπει να δοθεί προσοχή στην επιλογή του επιτοκίου χωρίς κίνδυνο ώστε να είναι στο ίδιο νόμισμα με τις αναμενόμενες ταμειακές ροές. Ο συντελεστής  $\beta$  θα πρέπει να αντανakλά τον κίνδυνο του κλάδου αλλά και της χρηματοοικονομικής θέσης της επιχείρησης. Τέλος το πριμ κινδύνου θα πρέπει να έχει όσο το δυνατόν μεγαλύτερη προβλεπτική ικανότητα και να ανταποκρίνεται με βάση τις περιοχές που δραστηριοποιείται η επιχείρηση.

## 2.2 β) Κόστος Δανειακών Κεφαλαίων(Cost of Debt)

Το κόστος δανειακών κεφαλαίων πρέπει να αντανακλά το τρέχον κόστος δανεισμού, δηλαδή το επιτόκιο που θα απαιτηθεί από την επιχείρηση αν καταφύγει σε δανεισμό για να χρηματοδοτήσει τις επενδυτικές της ανάγκες. Το συγκεκριμένο κόστος εξαρτάται από το τρέχον επίπεδο των επιτοκίων, όπου μια αύξηση των επιτοκίων συνεπάγεται και αύξηση του κόστους δανεισμού. Επίσης από τον κίνδυνο χρεοκοπίας της επιχείρησης, όπου υψηλότερος κίνδυνος συνεπάγεται και χρέωση υψηλότερων επιτοκίων από τους δανειστές. Τέλος από το φορολογικό πλεονέκτημα που συνδέεται με την ύπαρξη των δανειακών κεφαλαίων, όπου όσο υψηλότερος είναι ο φορολογικός συντελεστής τόσο μεγαλύτερο είναι το όφελος από την χρήση δανειακών κεφαλαίων. Με βάση τα παραπάνω προκύπτει ο παρακάτω τύπος:

$$K_d = (R_f + \text{spread})(1 - T)$$

Όπου,

$K_d$  το κόστος δανειακών κεφαλαίων

$R_f$  το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου

$T$  ο συντελεστής φορολογίας και

$\text{Spread}$  το πιστωτικό περιθώριο της επιχείρησης το οποίο μπορεί να εκτιμηθεί με κάποιον από τους παρακάτω τρόπους:

- Μέσω υπολογισμού της απόδοσης ενός ομολογιακού δανείου της επιχείρησης που διαπραγματεύεται στην αγορά.
- Μέσω εξέτασης των επιτοκίων που έχουν χρεώσει οι τράπεζες στην επιχείρηση, εφόσον έχει λάβει δανειακά κεφάλαια πρόσφατα.
- Μέσω εξέτασης του δείκτη κάλυψης τόκων, που ισούται με τα Κέρδη προ τόκων και φόρων/Τόκοι και φανερώνει την δυνατότητα που έχει μια επιχείρηση να πληρώνει τους τόκους της (Νούλας, 2022). Με αυτή την μέθοδο μπορούμε να συγκρίνουμε τι αξιολόγηση έχουν οι επιχειρήσεις με παρόμοιες τιμές του συγκεκριμένου δείκτη και να εφαρμόσουμε τα επιτόκια που χρεώνουν οι δανειστές στην επιχείρηση προς αποτίμηση. Επίσης αν κρίνουμε ότι η επιχείρηση προς αποτίμηση διατρέχει κίνδυνο χώρας ανάλογα με τον τόπο δραστηριότητάς της, μπορούμε να τον προσθέσουμε. (Damodaran A. , 2014)

## 2.3 Υπολογισμός των ταμειακών ροών

Το σημαντικότερο μέρος της αποτίμησης μέσω της μεθόδου των προ εξοφλημένων ταμειακών ροών είναι ο υπολογισμός των ταμειακών ροών. Ως ταμειακή ροή νοείται η εισροή μετρητών στο ταμείο της εταιρείας, όπως επίσης η εκροή μετρητών από το ταμείο της εταιρείας. Οι ταμειακές ροές είναι που ενδιαφέρουν μια εταιρεία καθώς αυτές θα χρησιμοποιηθούν για να πραγματοποιήσει τις επενδύσεις της και από αυτές θα αποκομίσει επιπλέον ταμειακές ροές στο μέλλον. Οι ταμειακές ροές που αναμένεται να πραγματοποιηθούν συντομότερα έχουν μεγαλύτερη αξία από αυτές που αναμένεται να πραγματοποιηθούν μεταγενέστερα. (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2008) Εάν θέλουμε να βρούμε την αξία της επιχείρησης θα υπολογίσουμε τις αναμενόμενες ταμειακές ροές προς την επιχείρηση(FCFF) ενώ στην περίπτωση που θέλουμε να βρούμε την αξία της μετοχής θα υπολογίσουμε τις αναμενόμενες ταμειακές ροές προς τους μετόχους(FCFE).

Το υπόδειγμα ταμειακών ροών προς την επιχείρηση είναι ουσιαστικά τα μετρητά που προκύπτουν από τις συνήθεις δραστηριότητες της επιχείρησης, δίχως να υπολογίζονται τα έξοδα σε δάνεια και μακροχρόνιες επενδύσεις. Χρησιμοποιούνται για να ελεγχθεί η ποιότητα των κερδών της επιχείρησης και η ικανότητα της να καλύπτει τα λειτουργικά της έξοδα και να επενδύει για την επέκτασή της και για την διατήρησή της. Υπολογίζεται με τον παρακάτω τύπο:

$$FCFF = EBIT(1 - T) - (CAPEX - Depreciation + Changes in Working Capital)$$

Όπου,

EBIT(1-T), Τα κέρδη προ τόκων και φόρων επί το φορολογικό συντελεστή

CAPEX, οι κεφαλαιακές δαπάνες

Depreciation, οι αποσβέσεις

Changes in Working Capital, οι μεταβολές στο κεφάλαιο κίνησης

Όμοια με παραπάνω, το υπόδειγμα των ταμειακών ροών προς τους μετόχους δείχνει την πραγματική ικανότητα της επιχείρησης να παράγει ταμειακές ροές προς τους μετόχους ή διαφορετικά την ικανότητα της επιχείρησης να προσφέρει μέρισμα στους μετόχους. Η σχέση δίνεται από τον παρακάτω τύπο:

$$FCFE = Net Income - (CAPEX - Depreciation + Changes in Working Capital + Principal Repayments - New Debt Issues)$$

Όπου,



Net Income, Τα καθαρά Κέρδη

Principal Repayments, οι αποπληρωμές κεφαλαίου

New Debt Issues, οι νέες εκδόσεις δανειακών κεφαλαίων

Τέλος ιδιαίτερη σημασία θα πρέπει να δοθεί σε επενδύσεις οι οποίες θα αποφέρουν μελλοντικά ταμειακές ροές, οι οποίες δεν φαίνονται προς το παρόν στα οικονομικά στοιχεία της επιχείρησης. Επίσης σε περίπτωση που μια επιχείρηση εμφανίζει αρνητικές ταμειακές ροές θα πρέπει να αναλυθεί ο λόγος για τον οποίο συμβαίνει. Υπάρχει περίπτωση να είναι από έκτακτα έξοδα ή να προκύπτουν από μεγάλες επενδύσεις οι οποίες θα αποφέρουν μελλοντικά υψηλές ταμειακές ροές. Και στις δυο περιπτώσεις είναι στην κρίση του αναλυτή το πως θα διαχειριστεί την κατάσταση, με την επικρατούσα πρακτική να είναι η εξομάλυνση αυτών των εκροών.

Αναλύοντας τα επιμέρους των παραπάνω μεταβλητών, για τον υπολογισμό των κεφαλαιακών δαπανών και των αποσβέσεων μπορούμε να ανατρέξουμε στις δημοσιοποιημένες οικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης. Συνήθως τόσο τις αποσβέσεις όσο και τις κεφαλαιακές δαπάνες θα τις δούμε στην κατάσταση ταμειακών ροών. Σε αυτό το σημείο πρέπει να δοθεί προσοχή στο γεγονός ότι ενδέχεται να υπάρχουν μεγάλες διαφορές αυτών των δαπανών από έτος σε έτος. Προτείνεται η ομαλοποίηση των συγκεκριμένων δαπανών λαμβάνοντας έναν μέσο όρο ή τις συνήθεις δαπάνες που πραγματοποιούνται σε έναν κλάδο. Το δεύτερο στοιχείο που πρέπει να προσεχθεί είναι ο υπολογισμός του κεφαλαίου κίνησης. Το κεφάλαιο κίνησης ισούται με την διαφορά του κυκλοφορούντος ενεργητικού με τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Προτείνεται για τις μεταβλητές του παραπάνω υποδείγματος να χρησιμοποιηθεί το μη ταμειακό κεφάλαιο κίνησης, δηλαδή η διαφορά ανάμεσα στα μη ταμειακά στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού με τα μη δανειακά στοιχεία των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Σε περίπτωση ευμετάβλητων μεταβολών του μη ταμειακού κεφαλαίου κίνησης, για την ομαλοποίηση των δεδομένων από ασυνήθιστα γεγονότα μπορούμε να συνδέσουμε τις μεταβολές του κεφαλαίου κίνησης με τις μεταβολές των εσόδων ή του κόστους πωληθέντων. Τα κέρδη προ φόρων και τόκων (EBIT) όπως και τα καθαρά κέρδη (Net Income) θα τα βρούμε στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης. Τα πληρωτέα δανειακά κεφάλαια και τις νέες εκδόσεις χρέους θα τις βρούμε στην κατάσταση ταμειακών ροών. Για περεταίρω ανάλυση των εν λόγω στοιχείων προτείνεται και η μελέτη των σημειώσεων. (Damodaran A. , 2012)

## 2.4 Υπολειμματική(τελική) αξία

Κάθε επιχείρηση έπειτα από ένα διάστημα στο οποίο θα επιτυγχάνει υψηλή ανάπτυξη, θα φτάσει σε ένα στάδιο όπου η ανάπτυξή της θα είναι σταθερή. Θεωρώντας ότι μια επιχείρηση θα συνεχίσει την δραστηριότητά της στο διηνεκές (going concern) και δεν θα σταματήσει να λειτουργεί έπειτα από το στάδιο υψηλής ανάπτυξης θα πρέπει να εκτιμήσουμε μια τελική αξία. Η εν λόγω αξία περιέχει υψηλό βαθμό αβεβαιότητας καθώς αποτελεί την μεγαλύτερη αξία στον υπολογισμό της αξίας μιας επιχείρησης και γίνονται παραδοχές για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα, διατηρώντας σταθερές μεταβλητές που ενδέχεται να διαφοροποιηθούν. (Damodaran A. , 2014)

Ο υπολογισμός της υπολειμματικής αξίας προκύπτει από τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Υπολειμματική αξία} = \frac{E(FCFF)_{n+1}}{WACC_n - g_n}$$

Όπου,

$E(FCFF)_{n+1}$  = Οι αναμενόμενες ταμειακές ροές προς την επιχείρηση τον χρόνο μετά την περίοδο υψηλής ανάπτυξης.

$WACC_n$  = Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης

$g_n$  = Ένας σταθερός ρυθμός ανάπτυξης των ταμειακών ροών της επιχείρησης στο διηνεκές

Καθώς θεωρούμε ότι ο σταθερός ρυθμός ανάπτυξης της επιχείρησης διατηρείται στο διηνεκές, το ποσοστό επανεπένδυσης θα μπορούσε να εκφραστεί από την παρακάτω σχέση:

**Ποσοστό επανεπένδυσης σταθερής περιόδου ανάπτυξης = ρυθμό σταθερής ανάπτυξης/ROC<sub>n</sub>** όπου ROC<sub>n</sub> αποτελεί η απόδοση κεφαλαίου που θα επιτυγχάνει η

επιχείρηση στο διηνεκές και ισούται με

$$\frac{\text{Λειτουργικά κέρδη}(1 - \text{φορολογικό συντελεστή})}{\text{Λογιστική αξία ιδίων και δανειακών κεφαλαίων} - \text{μετρητά}}$$

Με βάση τα παραπάνω ο τύπος της υπολειμματικής αξίας μπορεί να εκφραστεί ως εξής:

$$\text{Υπολειμματική αξία} = \{ \text{Κέρδη προ τόκων και φόρων}_{n+1} * (1 - \text{φορολογικό συντελεστή}) * (1 - g_n / \text{ROC}_n) \} / (WACC_n - g_n)$$

Στην περίπτωση όπου θέλουμε να υπολογίσουμε απευθείας την υπολειμματική αξία προς τους μετόχους, παραμένοντας συνεπείς στην αντιστοίχιση ταμειακών ροών και επιτοκίων ο παραπάνω τύπος θα μετατρέποντας ως εξής:

$$\text{Υπολειμματική αξία} = \frac{E(\text{FCFE})_{n+1}}{K_e - g_n}$$

Όπου,

$E(\text{FCFE})_{n+1}$  = Οι αναμενόμενες ταμειακές ροές προς τους μετόχους τον χρόνο μετά την περίοδο υψηλής ανάπτυξης.

$k_e$  = Το κόστος ιδίων κεφαλαίων

$g_n$  = Ένας σταθερός ρυθμός ανάπτυξης των ταμειακών ροών της επιχείρησης στο διηνεκές

Όμοια με παραπάνω επειδή θεωρούμε ότι ο σταθερός ρυθμός ανάπτυξης της επιχείρησης διατηρείται στο διηνεκές, το ποσοστό επανεπένδυσης θα μπορούσε να εκφραστεί από την παρακάτω σχέση:

**Ποσοστό επανεπένδυσης σταθερής περιόδου ανάπτυξης = ρυθμό σταθερής ανάπτυξης/ROE<sub>n</sub>**

όπου ROE<sub>n</sub> αποτελεί η απόδοση ιδίων κεφαλαίων που θα επιτυγχάνει η επιχείρηση στο διηνεκές και ισούται με  $\frac{\text{Καθαρά κέρδη}}{\text{Ίδια κεφάλαια}}$ . Ο συγκεκριμένος δείκτης φανερώνει την απόδοση που επιτυγχάνει η επιχείρηση προς τους μετόχους συνεπώς είναι πολύ σημαντικός καθώς εάν ο δείκτης είναι χαμηλός θα δυσκολευτεί η επιχείρηση να αντλήσει νέα κεφάλαια από την κεφαλαιαγορά και δεν θα μπορέσει να αναπτυχθεί και να παραμείνει ανταγωνιστική. (Νούλας, 2022)

Με βάση τα παραπάνω ο τύπος της υπολειμματικής αξίας μπορεί να εκφραστεί ως εξής:

$$\text{Υπολειμματική αξία} = \{\text{Καθαρά κέρδη} * (1 - g_n / \text{ROE}_n)\} / (K_e - g_n)$$

## 2.5 Ο ρυθμός ανάπτυξης

Μια από τις σημαντικότερες μεταβλητές κατά την διενέργεια μιας αποτίμησης με την μέθοδο των προ εξοφλημένων ταμειακών ροών είναι ο ρυθμός ανάπτυξης των ταμειακών ροών.

Προτού αναλύσουμε τις μεθόδους με τις οποίες μπορούμε να εκτιμήσουμε τον ρυθμό ανάπτυξης θα πρέπει να απαντήσουμε στα παρακάτω ερωτήματα:

- Σε ποιο στάδιο ανάπτυξης βρίσκεται η επιχείρηση και για πόσο χρονικό διάστημα θα αναπτύσσεται έως να φτάσει σε ένα σταθερό ρυθμό ανάπτυξης;
- Ποιο θα είναι το ύψος του ρυθμού ανάπτυξης των κερδών την περίοδο την υψηλής ανάπτυξης;
- Πως θα επηρεαστούν τα θεμελιώδη μεγέθη της επιχείρησης από τις μεταβολές στον ρυθμό ανάπτυξης;

Όπως θα αναφερθούμε και παρακάτω στα λοιπά στοιχεία που επηρεάζουν μια αποτίμηση το να βρούμε σε ποιο στάδιο ανάπτυξης βρίσκεται η επιχείρηση εξαρτάται από τον κλάδο που δραστηριοποιείται και το μέγεθός της σε σχέση με την αγορά που εξαρτάται και από τον χρόνο που είναι σε λειτουργία. Μεταβολές στον ρυθμό ανάπτυξης μπορεί να προκληθούν και από άλλα μεγέθη, όπως η πραγματοποίηση μιας μεγάλης επένδυσης, η φάση του οικονομικού κύκλου και αλλαγές στο πολιτικό, το κοινωνικό και το νομικό περιβάλλον. Η διατήρηση των ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων της και η δυσκολία εισόδου ανταγωνιστών στον κλάδο είναι από τους κρισιμότερους παράγοντες που επηρεάζουν τον χρόνο που η επιχείρηση θα παραμείνει στην περίοδο υψηλής ανάπτυξης.

Υπάρχουν τρεις μέθοδοι εκτίμησης του ρυθμού ανάπτυξης για οποιαδήποτε επιχείρηση. Ο πρώτος τρόπος είναι εξετάζοντας τον ρυθμό ανάπτυξης των κερδών κατά τα προηγούμενα έτη. Ωστόσο ο συγκεκριμένος τρόπος έχει κάποια μειονεκτήματα. Αρχικά εξαρτάται αποκλειστικά από δεδομένα του παρελθόντος. Έπειτα δεν μπορεί να εκτιμηθεί ή μπορεί να εξάγει παραπλανητικά αποτελέσματα εάν δεν υπάρχει σταθερός ρυθμός ανάπτυξης κερδών ή εάν έχουν πραγματοποιηθεί έκτακτα αποτελέσματα. Ένας δεύτερος τρόπος είναι υιοθετώντας τις εκτιμήσεις οικονομικών αναλυτών που ακολουθούν τον κλάδο ή την ίδια την επιχείρηση. Ωστόσο παρά το γεγονός ότι σε μια τέτοια περίπτωση θα λάβουμε τις εκτιμήσεις ενός ειδικού υπάρχει η περίπτωση μεροληψίας υπέρ της επιχείρησης και του κλάδου. Ο τρίτος τρόπος είναι να εκτιμήσουμε τον ρυθμό ανάπτυξης μέσω ανάλυσης των θεμελιωδών μεγεθών της

επιχείρησης. Η ανάπτυξη μιας επιχείρησης στηρίζεται κυρίως στο πόσο επανεπενδύει σε νέα περιουσιακά στοιχεία, σε νέες μεθόδους παραγωγής και σε επεκτάσεις σε νέες αγορές. Σημαντικό ρόλο διαδραματίζουν και ποιοτικά χαρακτηριστικά όπως το brand της επιχείρησης και η ικανότητα των διοικητικών στελεχών να αναλαμβάνουν νέα σχέδια, να διατηρούν και να δημιουργούν ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα.

Για την πρώτη περίπτωση εκτίμησης του ιστορικού ρυθμού ανάπτυξης θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί ένας αριθμητικός μέσος των ρυθμών ανάπτυξης των κερδών ή ο γεωμετρικός μέσος των κερδών.

Για την περίπτωση όπου θα λάβουμε υπόψιν τα θεμελιώδη μεγέθη της επιχείρησης έχουμε δυο περιπτώσεις, την περίπτωση όπου εκτιμούμε τις ταμειακές ροές προς τους μετόχους και προς την επιχείρηση. Συνεπώς έχουμε αντίστοιχα για τις δυο περιπτώσεις τους παρακάτω τύπους:

**Αναμενόμενη αύξηση των καθαρών κερδών=Ποσοστό επανεπένδυσης ιδίων κεφαλαίων χ Απόδοση ιδίων κεφαλαίων**

Όπου το ποσοστό επανεπένδυσης ιδίων κεφαλαίων ισούται με:

$$\frac{\text{Κεφαλαιακές δαπάνες} - \text{Αποσβέσεις} + \Delta\text{Κεφαλίου κίνησης} - \text{Νέες εκδόσεις δανειακών κεφαλαίων} + \text{Αποπληρωμές δανείων}}{\text{Καθαρά Κέρδη}}$$

Και η απόδοση ιδίων κεφαλαίων(ROE) ισούται με:

$$\frac{\text{Καθαρά κέρδη}}{\text{Λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων}}$$

Όμοια στην περίπτωση της εκτίμησης του ρυθμού ανάπτυξης για τις ελεύθερες ταμειακές ροές προς την επιχείρηση έχουμε:

**Αναμενόμενη αύξηση λειτουργικών κερδών(EBIT)=Ποσοστό επανεπένδυσης κερδών χ Απόδοση κεφαλαίου**

Όπου το ποσοστό επανεπένδυσης των κερδών ισούται με:

$$\frac{\text{Κεφαλαιακές δαπάνες} - \text{Αποσβέσεις} + \Delta\text{Κεφαλίου κίνησης}}{\text{Λειτουργικά Κέρδη} \chi (1 - \text{φορολογικό συντελεστή})}$$

Και η απόδοση κεφαλαίων(ROC) ισούται με:

$$\frac{\text{Λειτουργικά κέρδη}(1 - \text{φορολογικό συντελεστή})}{\text{Λογιστική αξία ιδίων και δανειακών κεφαλαίων} - \text{μετρητά}}$$

(Damodaran A. , 2008)

## 2.6 Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα του DCF model

Σε αυτή την ενότητα θα επισημάνουμε τα κύρια πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα<sup>12</sup> που συναντώνται στο μοντέλο των προ εξοφλημένων ταμειακών ροών.

### Πλεονεκτήματα

- Αποτελεί θεωρητικά, την πιο ορθή μέθοδο αποτίμησης, η οποία λαμβάνει υπόψη τα θεμελιώδη μεγέθη της επιχείρησης και της οικονομίας για την εξαγωγή των αποτελεσμάτων της.
- Προσφέρει στους επενδυτές την δυνατότητα να εκτιμήσουν αν μια επένδυση είναι κερδοφόρα και αν είναι προς το συμφέρον τους να πραγματοποιηθεί.
- Η συγκεκριμένη μέθοδος στηρίζεται κυρίως σε εκτιμήσεις σχετικά με τις μελλοντικές προσδοκίες της επιχείρησης και λιγότερο σε ιστορικά δεδομένα.
- Επικεντρώνεται στην εκτίμηση των ταμειακών ροών έναντι των λογιστικών αποτελεσμάτων.
- Δίνεται η δυνατότητα να επιλεγθούν διαφορετικές πρακτικές για τον υπολογισμό της αξίας της επιχείρησης.
- Τα διαφορετικά χαρακτηριστικά της εκάστοτε επιχείρησης προς αποτίμηση επιμετρούνται για την εξαγωγή της αξίας.

### Μειονεκτήματα

- Το κύριο μειονέκτημα της μεθόδου αποτελεί το γεγονός ότι στηρίζεται σε εκτιμήσεις, συνεπώς και το αποτέλεσμα αποτελεί μια εκτίμηση και όχι μια ξεκάθαρη αξία. Επίσης

---

<sup>1</sup> <https://www.investopedia.com/terms/d/dcf.asp#toc-advantages-and-disadvantages-of-dcf>

<sup>2</sup> <https://macabacus.com/valuation/dcf-overview>

η ποιότητα αυτών των υποθέσεων του αναλυτή διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στο τελικό αποτέλεσμα.

- Αποτελεί μια χρονοβόρα μέθοδο με πληθώρα υπολογισμών.
- Οι συνεχώς μεταβαλλόμενες εξελίξεις του οικονομικού περιβάλλοντος καθιστά απαραίτητη τη συνεχή ενημέρωση του μοντέλου με τα νέα δεδομένα που προκύπτουν.

## 2.7 Λοιπά στοιχεία που επηρεάζουν την αποτίμηση

Για να εφαρμοστούν τα παραπάνω υποδείγματα θα πρέπει πρώτα να αναλύσουμε τα θεμελιώδη μεγέθη (ΝΟΥΛΑΣ, 2020):

Αρχικά να αναλυθούν μακροοικονομικά μεγέθη όπως η πορεία του Ακαθάριστου Εθνικού Προϊόντος, του πληθωρισμού, των επιτοκίων και λοιπών μακροοικονομικών μεγεθών. Τα παραπάνω συντελούν την ανάλυση της οικονομίας και μπορούμε να εξάγουμε συμπεράσματα από διάφορους δείκτες όπως, δείκτες παραγωγής, δείκτες κόστους εργασίας και παραγωγικότητας, δείκτες απασχόλησης και ανεργίας, ποσότητα χρήματος, προσωπικό εισόδημα και επιτόκια.

Θα πρέπει να μελετηθούν οι φάσεις του Οικονομικού κύκλου καθώς η συμπεριφορά των δεικτών μεταβάλλεται ανάλογα με την φάση στην οποία βρίσκεται η οικονομία. Μελετώντας τους δείκτες θα μπορούν να παρθούν σωστές επενδυτικές αποφάσεις, καθώς θα είναι γνωστή η φάση του οικονομικού κύκλου και κατά συνέπεια η πορεία της οικονομίας.

Έπειτα θα πρέπει να αναλυθεί ο κλάδος στον οποίο συμμετέχει η επιχείρηση προς αποτίμηση. Ο κάθε κλάδος δεν συμπεριφέρεται το ίδιο στις διαφορετικές φάσεις του οικονομικού κύκλου. Επίσης οι προοπτικές που έχει ο κλάδος, η δυσκολία ή η ευκολία εισόδου σε αυτόν, διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο. Θα πρέπει να μελετηθούν επιπλέον οι παράγοντες που επηρεάζουν την λειτουργία του, ο υφιστάμενος όπως και ο ενδεχόμενος ανταγωνισμός που ίσως εμφανιστεί. Για παράδειγμα μια βιομηχανική εταιρεία μπορεί να θεωρηθεί ότι βρίσκεται στο στάδιο ανάπτυξης παρά το γεγονός ότι έχει ιδρυθεί πριν πάνω από μια δεκαετία, καθώς η ανέγερση ενός συγκροτήματος εργοστασίων απαιτεί πολλά χρόνια και πολύ μεγάλη αρχική επένδυση. Αντίθετα μια εταιρεία του τεχνολογικού κλάδου μετά από μια δεκαετία μπορεί να θεωρείται ώριμη, καθώς ο τεχνολογικός τομέας μεταλλάσσεται με πολύ υψηλή ταχύτητα.

Στο τελευταίο στάδιο θα πρέπει να αναλυθούν τα επιμέρους θεμελιώδη μεγέθη και στοιχεία της επιχείρησης. Στα ποιοτικά στοιχεία, θα πρέπει να αναλυθεί η θέση της εταιρείας στον κλάδο, οι προοπτικές της, το brand της και τα σχέδια που προβλέπει ότι θα υλοποιήσει. Στα ποσοτικά μεγέθη, θα πρέπει να γίνει εκτενής ανάλυση των μεγεθών που εμφανίζει στις οικονομικές της καταστάσεις, του ρυθμού ανάπτυξης που έχει επιτύχει αλλά και αυτού που προβλέπεται ότι θα έχει τα επόμενα χρόνια, των ταμειακών ροών που επιτυγχάνει και της χρηματοοικονομικής θέσης στην οποία βρίσκεται.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 : Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ ΑΛΟΥΜΥΛ

### 3.1 Η ΑΛΟΥΜΥΛ Α.Ε.

Ο Όμιλος ALUMIL<sup>3</sup> αποτελεί έναν από τους κορυφαίους Ομίλους παραγωγής αρχιτεκτονικών συστημάτων αλουμινίου, απασχολεί παγκοσμίως περίπου 2.350 εργαζομένους και είναι ηγέτιδα δύναμη του κλάδου τόσο στην Ελλάδα όσο και στη Νοτιοανατολική Ευρώπη. Έχει ιδρύσει άμεσα ή έμμεσα, θυγατρικές εταιρείες σε διάφορες χώρες, όπως η Ελλάδα, η Τουρκία, η Ρουμανία, η Βουλγαρία, η Ουκρανία, η Σερβία, το Μαυροβούνιο, η Κύπρος, η Αίγυπτος, η Γερμανία, η Αλβανία, το Κόσσοβο, η Μολδαβία, η Βοσνία, η Ινδία, τα Σκόπια, η Γαλλία, τα Ηνωμένα Αραβικά Εμιράτα, η Ρωσία, η Ελβετία, η Αυστραλία, η Αμερική, η Κροατία, το Ηνωμένο Βασίλειο, η Κένυα, το Ισραήλ και η Σαουδική Αραβία. Η ΑΛΟΥΜΥΛ αποτελεί τη μητρική εταιρεία του Ομίλου και ιδρύθηκε το 1988. Μετά από σχεδόν τέσσερις δεκαετίες από την ίδρυσή της, η ΑΛΟΥΜΥΛ αποτελεί μία από τις μεγαλύτερες και πιο προηγμένες τεχνολογικά βιομηχανίες διέλασης αλουμινίου στην Ευρώπη, διαθέτοντας ισχυρή παραγωγική βάση, διεθνή προσανατολισμό και ευρεία γκάμα πιστοποιημένων προϊόντων. Σε αυτό το διάστημα η εταιρεία αναπτύχθηκε και επεκτάθηκε σε όλο τον κόσμο. Η παγκόσμια οικονομική ύφεση και γενικότερα οι προκλήσεις των διεθνών αγορών αντιμετωπίστηκαν και πλέον ο όμιλος επιτυγχάνει υψηλούς κύκλους εργασιών σε συνάρτηση με υγιή χρηματοοικονομική θέση. Μέσω των σύγχρονων εγκαταστάσεων

---

<sup>3</sup> <https://www.alumil.com/greece/corporate/investor-relations>



παραγωγής και των αυστηρών ποιοτικών ελέγχων, κατά μήκος όλης της γραμμής παραγωγής, η ΑΛΟΥΜΥΛ διασφαλίζει τη δημιουργία ανώτερων προϊόντων υψηλής προστιθέμενης αξίας.

Η συνεχής έρευνα και ανάπτυξη αποτελεί βασικό στοιχείο της επιχειρηματικής κουλτούρας και οδηγεί στην προσφορά μοναδικών λύσεων με πολλά καινοτόμα χαρακτηριστικά. Οι παραγωγικές εγκαταστάσεις<sup>4</sup> της αποτελούνται από 12 εργοστάσια σε 6 χώρες και περιλαμβάνουν 11 γραμμές διέλασης δυναμικότητας 100.000 τόνων, 8 γραμμές ηλεκτροστατικής βαφής (7 οριζόντιες, 1 κάθετη), 3 γραμμές συμπλιχρωμίας για απομίμηση ξύλου και ειδικών εφέ, 3 εγκαταστάσεις ανοδίωσης, 2 χυτήρια παραγωγής μπιγιετών αλουμινίου δυναμικότητας 80.000 τόνων, 8 γραμμές συναρμολόγησης θερμομονωτικών προφίλ 3 μονάδες παραγωγής για την παραγωγή, επεξεργασία και συναρμολόγηση εξαρτημάτων, 1 μονάδα παραγωγής σύνθετων φύλλων αλουμινίου δυναμικότητας 950.000 m<sup>2</sup>, 1 μονάδα παραγωγής πολυκαρβονικών φύλλων. Επίσης λειτουργούν πολλαπλές γραμμές CNC, μηχανές κάμψης, πριόνια κοπής, μηχανές διάτρησης, γραμμές συναρμολόγησης εξαρτημάτων, αυτοματοποιημένες γραμμές συσκευασίας, γραμμές διέλασης πολυαμιδίων και PVC, γραμμή συναρμολόγησης βάσεων στήριξης για φωτοβολταϊκά συστήματα, μηχανές στίλβωσης και γραμμές αμμοβολής, μηχανές για την κατασκευή ηχοπετασμάτων, μονάδα κατασκευής παραθύρων και πορτών, εργαστήριο διέλασης, πλήρως εξοπλισμένο εργαστήριο ηλεκτροστατικής βαφής, πλήρως εξοπλισμένο εργαστήριο ανοδίωσης, πλήρως εξοπλισμένο εργαστήριο συναρμολόγησης πολυαμιδίων, Q-Test, δοκιμή T, προγραμματισμένος φούρνος (20-200oC), μηχανή λέιζερ για ιχνηλασιμότητα, φασματογράφος ανάλυσης υλικών, χυτήριο αλουμινίου και εργαστήριο δοκιμών νέων προϊόντων. Η ΑΛΟΥΜΥΛ είναι η πρωτοπόρος και κορυφαία ελληνική εταιρεία στο σχεδιασμό, την ανάπτυξη και την παραγωγή αρχιτεκτονικών συστημάτων αλουμινίου. Στο χαρτοφυλάκιο προϊόντων της, διαθέτει ανοιγόμενα συστήματα για πόρτες και παράθυρα, συρόμενα συστήματα για πόρτες και παράθυρα, παντζούρια και συστήματα ρολών, συστήματα για πτυσσόμενες πόρτες, πόρτες εισόδου, πυράντοχες πόρτες και πόρτες βαριάς χρήσης, υαλοπετάσματα και προσόψεις κτιρίων, διαχωριστικά εσωτερικών χώρων, συστήματα σκίασης, συστήματα επένδυσης προσόψεων, συστήματα για αίθρια και θερμοκήπια, προσαρμοσμένα συστήματα για παράθυρα και υαλοπετάσματα, πολυκαρβονικά φύλλα, κάγκελα, πέργκολες, συστήματα δαπέδων, ανελκυστήρες, φωτοβολταϊκά συστήματα ενσωματωμένα σε δομικά στοιχεία (BIPV), βάσεις στήριξης φωτοβολταϊκών πάνελ και ηχοπετάσματα. Τα προϊόντα της ΑΛΟΥΜΥΛ τοποθετούνται σε κατοικίες, εργασιακούς

---

<sup>4</sup> <https://www.alumil.com/greece/corporate/about-us/corporate-profile>

χώρους, ξενοδοχεία και εν γένει μια μεγάλη ποικιλία οικοδομικών έργων, διασφαλίζοντας την προστασία τους από κάθε εξωτερικό παράγοντα, ενώ ταυτόχρονα προσφέρουν υψηλή αισθητική και αμέτρητες επιλογές σχεδιασμού για κάθε ανάγκη.

Ο Όμιλος ΑΛΟΥΜΥΛ θεωρεί ότι η οικονομική ανάπτυξη πρέπει να πραγματοποιείται συνδυαστικά με την πρόοδο και την ευημερία του κοινωνικού συνόλου, όπως επίσης με σεβασμό προς το περιβάλλον, χρησιμοποιώντας φιλικές παραγωγικές διαδικασίες προς το περιβάλλον. Επιπρόσθετα πρέπει να προλαμβάνεται και να περιορίζεται η ρύπανση, να εξοικονομείται όσο το δυνατόν περισσότερη ενέργεια και φυσικοί πόροι, όπως επίσης και να αξιοποιούνται εναλλακτικές και ανανεώσιμες πηγές ενέργειας ώστε να μειωθεί το περιβαλλοντικό αποτύπωμα. Για όλα τα παραπάνω και σε συμφωνία με την πολιτική βιώσιμης ανάπτυξης, η Διοίκηση του Ομίλου αποφάσισε να εγκατασταθεί και να εφαρμοστεί το Σύστημα Περιβαλλοντικής Διαχείρισης το οποίο θα πιστοποιείται διαρκώς σύμφωνα με το πρότυπο EN ISO 14001:2014 για τα τμήματα διέλασης, ηλεκτροστατικής βαφής, βαφής σε απομίμηση ξύλου και παραγωγής θερμομονωτικών προφίλ.

## **Περιβαλλοντική Πολιτική - ESG**

Η διοίκηση διασφαλίζει συνεχώς την εφαρμογή ορθών πρακτικών για την προστασία του περιβάλλοντος και την διαχείριση των περιβαλλοντικών επιπτώσεων που προκύπτουν από τις δραστηριότητές του Ομίλου. Η ΑΛΟΥΜΥΛ λειτουργεί στο πλαίσιο της περιβαλλοντικής νομοθεσίας που ισχύει σε εθνικό και ευρωπαϊκό επίπεδο. Μέσω δράσεων και έργων, η εταιρεία στοχεύει στη συνεχή μείωση του περιβαλλοντικού της αποτυπώματος, έχοντας ως στόχο την καταπολέμηση της κλιματικής αλλαγής. Για να επιτευχθούν τα παραπάνω, εφαρμόζεται πιστοποιημένο Σύστημα Περιβαλλοντικής Διαχείρισης (ISO 14001:2015) σε όλες τις παραγωγικές της εγκαταστάσεις, με σκοπό την ολοκληρωμένη διαχείριση των περιβαλλοντικών της θεμάτων. Επίσης υλοποιούνται προγράμματα περιβαλλοντικής διαχείρισης (π.χ. προγράμματα εξοικονόμησης ενέργειας, δράσεις και πρωτοβουλίες για τη μείωση των ατμοσφαιρικών εκπομπών, κ.α.). Γίνονται ενέργειες με σκοπό την ορθολογική χρήση των φυσικών πόρων και λειτουργεί σύμφωνα με τις αρχές της κυκλικής οικονομίας, όπου υπάρχει δυνατότητα εφαρμογής. Εφαρμόζεται ολοκληρωμένο σύστημα για την ορθολογική διαχείριση των αποβλήτων και πραγματοποιούνται επενδύσεις σε υποδομές περιβαλλοντικής προστασίας. Οι εργαζόμενοι και οι συνεργάτες ενημερώνονται και εκπαιδεύονται σε περιβαλλοντικά θέματα. Στόχος της ΑΛΟΥΜΥΛ είναι να μειώσει τον όγκο των παραγόμενων αποβλήτων, και για να επιτευχθεί αυτό εφαρμόζει μια ολοκληρωμένη

διαδικασία διαχείρισης αποβλήτων. Ταυτόχρονα εφαρμόζοντας Βέλτιστες Διαθέσιμες Πρακτικές διαχείρισης των αποβλήτων, καταφέρνει ένα μεγάλο ποσοστό των αποβλήτων που παράγονται, να ανακυκλώνονται και να αξιοποιούνται ενεργειακά. Η ΑΛΟΥΜΥΛ χρησιμοποιεί το αλουμίνιο ως πρώτη ύλη για την παραγωγή των αρχιτεκτονικών συστημάτων της. Τα οφέλη από τη χρήση υπολειμμάτων αλουμινίου (σκραπ) σε σχέση με τη χρήση πρωτογενών μετάλλων είναι ότι η κατανάλωση ενέργειας, οι εκπομπές αερίων θερμοκηπίου και η χρήση νερού είναι σημαντικά μικρότερες. Για αυτό το λόγο, πρακτική της εταιρείας είναι η μέγιστη δυνατή αποδοτική χρήση των πρώτων υλών και ως ακόλουθο η μεγιστοποίηση της χρήσης σκραπ. Οι αρχές της κυκλικής οικονομίας διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην πολιτική της ΑΛΟΥΜΥΛ και προς αυτόν τον σκοπό η εταιρεία χρησιμοποιεί όλο και περισσότερο αλουμίνιο που προέρχεται από συλλογή προϊόντων στο τέλος του κύκλου ζωής τους, για την παραγωγή νέων προϊόντων. Επίσης, η ΑΛΟΥΜΥΛ<sup>5</sup> διαθέτει ένα από τα μεγαλύτερα, αποδοτικότερα και πιο σύγχρονα χυτήρια αλουμινίου στην Ευρώπη στη ΒΙ.ΠΕ Κιλκίς, το οποίο παράγει 65.000 τόνους δευτερόχυτου ανακυκλωμένου πράσινου αλουμινίου ετησίως. Η ΑΛΟΥΜΥΛ προμηθεύεται υπολείμματα αλουμινίου (σκραπ), τα συγκεντρώνει στη μονάδα χύτευσης και τα μεταποιεί σε πρωτογενείς μορφές δευτερόχυτου μετάλλου. Η διαδικασία χύτευσης απαιτεί τη θερμική κατεργασία των υπολειμμάτων αλουμινίου και την μεταποίησή τους σε ομογενοποιημένες κολώνες αλουμινίου (μπιγιέτες). Ανταποκρινόμενη επίσης στην αυξημένη ανάγκη να μειώσει το ενεργειακό της αποτύπωμα και των εκπομπών Co<sub>2</sub>, ολοκλήρωσε μια επένδυση που αφορά τη νέα μονάδα διαλογής και επεξεργασίας σκραπ αλουμινίου εντός της μονάδας χύτευσης. Η νέα μονάδα διαλογής σκραπ αλουμινίου θα συμβάλει σημαντικά στη μείωση του περιβαλλοντικού αποτυπώματος, διότι η ανακύκλωση αλουμινίου οδηγεί σε εξοικονόμηση ενέργειας κατά 95%. Το πλεονέκτημα της ανακύκλωσης αλουμινίου είναι ότι η ενέργεια που χρησιμοποιείται για την επαναχύτευση αλουμινίου αποτελεί μόνο το 5% της συνολικής ενέργειας που χρειάζεται για τη δημιουργία πρωτόχυτου αλουμινίου μέσω ηλεκτρόλυσης της αλουμίνας.

Τέλος η Αλουμύλ<sup>6</sup> είναι ανάμεσα στις 35 εισηγμένες ελληνικές εταιρείες που πληρούν τα κριτήρια του Χρηματιστηριακού δείκτη ESG. Το ESG αποτελεί τη συντομογραφία των

---

<sup>5</sup> <https://www.capital.gr/epixeiriseis/3720821/i-alumil-elabe-tin-korufaia-pistopoiisi-ok-recycled/>

<sup>6</sup> <https://www.capital.gr/epixeiriseis/3710589/i-alumil-anamesa-stis-the-most-sustainable-companies-in-greece-2023-gia-triti-sunexi-xronia/>

λέξεων Environmental, Social Governance. Η συγκεκριμένη έννοια έχει αποκτήσει σημαντική απήχηση τα τελευταία χρόνια καθώς οι επενδυτές και τα ενδιαφερόμενα μέρη δίνουν όλο και μεγαλύτερη προτεραιότητα στις βιώσιμες και ηθικές επιχειρηματικές πρακτικές που επηρεάζουν το κοινωνικό αντίκτυπο. Ο εν λόγω δείκτης παρακολουθεί την απόδοση των εταιρειών σε περιβαλλοντικά ζητήματα, στην κοινωνική τους δραστηριοποίηση και στην εταιρική διακυβέρνηση.

### 3.2 Ο Κλάδος Αλουμινίου

Αναφορικά με την εξέλιξη της τιμής<sup>7</sup> της πρώτης ύλης (ράβδοι αλουμινίου), αναφέρουμε πως κατά τη διάρκεια ανάλυσης της επιχείρησης, δηλαδή την τριετία 2020-2022, η τιμή του αλουμινίου, όπως φαίνεται και από το παρακάτω γράφημα, κινήθηκε ανοδικά έως τα μέσα του 2022 και από εκεί και έπειτα είχε καθοδική τάση. Πιο συγκεκριμένα, η τιμή του πρωτόχυτου αλουμινίου είχε αυξητική πορεία έως και τον Μάρτιο του 2022 και έπειτα ακολούθησε καθοδική τάση αγγίζοντας την τιμή \$2.096/mt στις 30/06/2023. Οι μεταβολές στην τιμή του αλουμινίου, όπως αναφέρεται και στις δημοσιοποιημένες οικονομικές καταστάσεις του ομίλου, επηρέασε και την τιμή πώλησης των προϊόντων της επιχείρησης, αυξάνοντας τον κύκλο εργασιών της.

Πίνακας 1 Πορεία τιμής αλουμινίου



<sup>7</sup> <https://www.lme.com/en/>

### 3.3 Οι κίνδυνοι

Ο Όμιλος και η Εταιρεία, αντιμετωπίζουν διάφορους χρηματοοικονομικούς κινδύνους<sup>8</sup> που απορρέουν από τις δραστηριότητες της. Περιληπτικά αντιμετωπίζει κίνδυνο ρευστότητας, πιστωτικό κίνδυνο και κινδύνους που απορρέουν από την αγορά, όπως συναλλαγματικό κίνδυνο και κίνδυνο επιτοκίων. Επίσης επηρεάζεται από διακυμάνσεις στις τιμές της αγοράς, και ιδιαίτερα από τις τιμές του αλουμινίου που αποτελεί την πρώτη ύλη των αρχιτεκτονικών συστημάτων όπως και από τις τιμές της ενέργειας. Οι πολιτικές για την διαχείριση των κινδύνων καθορίζονται από την Διοίκηση του Ομίλου. Υπάρχει τμήμα που είναι υπεύθυνο για την διαχείριση των χρηματοοικονομικών κινδύνων που αντιμετωπίζει ο όμιλος, το οποίο παρέχει συμβουλευτικές υπηρεσίες σε όλες τις εταιρείες του Ομίλου και συντονίζει την πρόσβαση στις εγχώριες και διεθνείς χρηματαγορές. Στις εργασίες του τμήματος περιλαμβάνεται ο συντονισμός με τις διάφορες εταιρείες του Ομίλου, και η από κοινού αναγνώριση, αποτίμηση και αν χρειαστεί, η αντιστάθμιση των χρηματοοικονομικών κινδύνων. Για την διαχείριση των χρηματοοικονομικών κινδύνων δεν εκτελούνται συναλλαγές κερδοσκοπικού χαρακτήρα ή συναλλαγές που δεν σχετίζονται με τις εμπορικές, επενδυτικές ή δανειοληπτικές δραστηριότητες του Ομίλου, όπως επίσης δεν χρησιμοποιούνται παράγωγα για να αντισταθμιστεί η ανάληψη κινδύνου. Τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις της κατάστασης οικονομικής θέσης περιλαμβάνουν διαθέσιμα, απαιτήσεις, συμμετοχές, χρηματοοικονομικά στοιχεία στην εύλογη αξία μέσω αποτελεσμάτων καθώς και βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις. Δεν υφίσταται διαφορά μεταξύ των εύλογων αξιών και των αντίστοιχων λογιστικών αξιών των χρηματοοικονομικών στοιχείων ενεργητικού και παθητικού. Τέλος δεν χρησιμοποιούνται χρηματοοικονομικά εργαλεία που θα μπορούσαν να τους εκθέσουν σε διακυμάνσεις συναλλαγματικών ισοτιμιών ξένων νομισμάτων και επιτοκίων.

#### **Συναλλαγματικός κίνδυνος**

Η πραγματοποίηση πράξεων ενεργητικού και πράξεων παθητικού σε νόμισμα διαφορετικό από το νόμισμα αναφοράς μπορεί να επιφέρει εμφάνιση συναλλαγματικού

---

<sup>8</sup> <https://www.alumil.com/greece/corporate/investor-relations>

κινδύνου λόγω μεταβολών στις συναλλαγματικές ισοτιμίες μεταξύ των νομισμάτων με τα οποία οι επιχειρήσεις πραγματοποιούν τις συναλλαγές τους (Γεράσιμος Γ. Σαπουντζόγλου, 2017). Ο Όμιλος δραστηριοποιείται διεθνώς και πραγματοποιεί συναλλαγές σε συνάλλαγμα. Ως εκ τούτου, είναι εκτεθειμένος στις διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Η έκθεση του Ομίλου σε συναλλαγματικό κίνδυνο προκύπτει κυρίως από συναλλαγές σε ξένο νόμισμα που αφορούν εισαγωγές και εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών και από επενδύσεις σε ξένες χώρες, όπου η καθαρή θέση εκτίθεται σε συναλλαγματικό κίνδυνο κατά τη μετατροπή των οικονομικών καταστάσεων για σκοπούς ενοποίησης. Η διαχείριση των κινδύνων που προκύπτουν από τις συναλλαγές σε ξένο νόμισμα γίνεται εντός εγκεκριμένων κατευθυντήριων γραμμών με φυσική αντιστάθμιση της αγοράς πρώτων υλών σε ξένο νόμισμα έναντι της πώλησης τελικών προϊόντων στο αντίστοιχο νόμισμα.

### **Κίνδυνος επιτοκίων**

Ο κίνδυνος επιτοκίου αναφέρεται στο πως μπορούν να επηρεαστούν οι ταμειακές ροές μιας επιχείρησης από τις διαφορετικές τιμές που μπορεί να λάβουν τα επιτόκια. Οι συγκεκριμένες μεταβολές στα επιτόκια μπορούν να επηρεάσουν τόσο τα στοιχεία του ενεργητικού όσο και τα στοιχεία του παθητικού μιας επιχείρησης. (Γεράσιμος Γ. Σαπουντζόγλου, 2017). Ο Όμιλος παρακολουθεί σε προϋπολογιστική βάση τις μεταβολές και τις τάσεις των επιτοκίων ώστε να αντιληφθεί την έκθεση σε κίνδυνο επιτοκίων για τις υποχρεώσεις και επενδύσεις που χρειάζεται να χρηματοδοτήσει. Το κεφάλαιο κίνησης και τα επενδυτικά σχέδια του Ομίλου χρηματοδοτούνται μέσω τραπεζικού δανεισμού και ομολογιακών δανείων, γεγονός που έχει ως αποτέλεσμα την επιβάρυνσή του με χρεωστικούς τόκους. Οποιαδήποτε ανοδική τάση των επιτοκίων, δηλαδή ανοδική μεταβολή των επιτοκίων βάσης δανεισμού (EURIBOR) θα έχει αρνητικό αντίκτυπο στα αποτελέσματα της εταιρείας και του Ομίλου καθώς συνεπάγεται πρόσθετο κόστος δανεισμού. Ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός έχει συναφθεί με κυμαινόμενα επιτόκια. Η περίοδος ανανέωσης των επιτοκίων για τον βραχυπρόθεσμο δανεισμό κυμαίνεται μεταξύ ενός και τριών μηνών και για το μακροπρόθεσμο δανεισμό μεταξύ τριών και έξι μηνών. Η εν λόγω πρακτική επιτρέπει στον Όμιλο να αποφεύγει εν μέρει τον κίνδυνο σημαντικών διακυμάνσεων των επιτοκίων.

### **Πιστωτικός κίνδυνος**

Ο πιστωτικός κίνδυνος αναφέρεται στην πιθανότητα να προκληθούν ζημίες από μη αναμενόμενα γεγονότα και από την αθέτηση των υποχρεώσεων των πελατών προς την επιχείρηση (Γεράσιμος Γ. Σαπουντζόγλου, 2017). Ο πιστωτικός κίνδυνος είναι ο κυριότερος χρηματοοικονομικός κίνδυνος που αντιμετωπίζει οποιαδήποτε επιχείρηση. Ο Όμιλος δεν παρουσιάζει υψηλό πιστωτικό κίνδυνο από τους πελάτες του, καθώς το πελατολόγιο του είναι ιδιαίτερα διευρυμένο όσον αφορά σε αριθμό και σε γεωγραφική θέση. Η έκθεση σε πιστωτικούς κινδύνους και οι ζημίες που ενδέχεται να προκύψουν από αυτούς αξιολογείται συνεχώς. Μέσω ειδικής μηχανογραφικής εφαρμογής ελέγχεται το ύψος των παρεχόμενων πιστώσεων και καθορίζονται τα όρια αυτών από την Διοίκηση. Για ζημίες που ενδέχεται να προκληθούν από πιστωτικούς κινδύνους, σχηματίζονται προβλέψεις από επισφαλείς απαιτήσεις. Για το έτος 2022 η διοίκηση θεώρησε ότι για τον πιστωτικό κίνδυνο που αντιμετωπίζει ο Όμιλος έχουν ληφθεί όλα τα απαραίτητα μέτρα πρόληψης, όπως εξασφαλίσεις και προβλέψεις απομείωσης. Τέλος τα προϊόντα καταθέσεων του Ομίλου είναι τοποθετημένα σε αναγνωρισμένα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που διαθέτουν υψηλή πιστοληπτική διαβάθμιση.

### **Κίνδυνος ρευστότητας**

Ως ρευστότητα νοείται η δυνατότητα μιας επιχείρησης να χρηματοδοτεί νέες επενδύσεις και κυρίως να εκπληρώνει τις υποχρεώσεις της προς τους πιστωτές της έγκαιρα και με συνέπεια. Σημαντική πτυχή της επαρκούς ρευστότητας αποτελεί επίσης η δυνατότητα αντιμετώπισης μη προγραμματισμένων γεγονότων που μπορεί να διαταράξουν τον συνήθη ταμειακό προγραμματισμό μιας επιχείρησης (Γεράσιμος Γ. Σαπουντζόγλου, 2017). Προς αυτόν τον σκοπό ο Όμιλος συνδυάζει ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα με τραπεζικές πιστωτικές διευκολύνσεις. Επίσης εάν προκύψει έλλειψη επαρκούς ρευστότητας ο Όμιλος έχει προβλέψει να έχει στην διάθεσή του τραπεζικές πιστωτικές διευκολύνσεις, οι οποίες δεν έχουν χρησιμοποιηθεί και επαρκούν σε περίπτωση πιθανών ελλείψεων ταμειακών διαθεσίμων.

### **3.4 Ανάλυση SWOT**

Η ανάλυση SWOT χρησιμοποιείται για να αξιολογηθεί η ανταγωνιστικότητα της επιχείρησης, αναλύοντας το εσωτερικό και εξωτερικό περιβάλλον της. Είναι μια μέθοδος στρατηγικού σχεδιασμού που αξιολογεί τα δυνατά σημεία της επιχείρησης(Strengths), τις αδυναμίες(Weaknesses), τις ευκαιρίες(Opportunities) και τις απειλές(Threats), τόσο την τρέχουσα όσο και την μελλοντική χρονική περίοδο. Η συγκεκριμένη μήτρα προσφέρει πληροφορίες τόσο για ποσοτικά όσο και για ποιοτικά χαρακτηριστικά. Στον παρακάτω πίνακα αναρτώνται τα σημαντικότερα στοιχεία που προέκυψαν από την εν λόγω ανάλυση:

Πίνακας 2 Ανάλυση SWOT

<b>Δυνατά σημεία(Strengths)</b>	<b>Αδυναμίες(Weaknesses)</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>-Παραγωγή εκλεπτυσμένων αρχιτεκτονικών συστημάτων αλουμινίου με υψηλή μεταπωλητική αξία.</li> <li>-Εξωστρέφεια και υψηλός αριθμός εξαγωγών μέσω διασποράς των πωλήσεων σε πολλές αγορές.</li> <li>-Υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης των πωλήσεων.</li> <li>-Καινοτομία και παροχή νέων προϊόντων(R&amp;D) και υπηρεσιών(Alumil Academy).</li> <li>-Πολιτική με σεβασμό προς την κοινωνία και το περιβάλλον.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-Υψηλός δανεισμός που δυσχεραίνει την χρηματοοικονομική της θέση και την εμποδίζει από την ανάληψη μεγάλων κεφαλαιακών επενδύσεων.</li> <li>-Το μεγαλύτερο ποσοστό πωλήσεων προέρχεται από την Ελλάδα και τα Βαλκάνια, περιοχές που οι οικονομικές κρίσεις επηρεάζουν σε μεγαλύτερο βαθμό την οικονομία.</li> <li>-Υψηλά σταθερά κόστη λειτουργίας</li> </ul>
<b>Ευκαιρίες(Opportunities)</b>	<b>Απειλές(Threats)</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>-Δυνατότητα περαιτέρω διεξόδου σε νέες αγορές.</li> <li>-Η ζήτηση για τα προϊόντα βαίνει αυξανόμενη.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-Η άνοδος των επιτοκίων λόγω του υψηλού δανεισμού.</li> <li>-Η μεταβλητότητα στις τιμές της πρώτης ύλης και της ενέργειας.</li> </ul>



### 3.5 Το μέλλον

Στο άμεσο μέλλον, οι πρώτες ενδείξεις για το 2023 φανερώνουν επιβράδυνση<sup>9</sup> της οικονομίας σε παγκόσμια κλίμακα αλλά με ταυτόχρονη μείωση του επιπέδου του πληθωρισμού λόγω και της αύξησης των επιτοκίων αναφοράς (EURIBOR) από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση του κόστους δανεισμού της Αλουμύλ, όπως και όλων των επιχειρήσεων, καθώς τα δάνεια της έχουν συναφθεί κατά κύριο λόγο με κυμαινόμενο επιτόκιο έχοντας ως βάση το Euribor. Οι τιμές του φυσικού αερίου έχουν αποκλιμακωθεί, επηρεάζοντας θετικά το κόστος ενέργειας, αλλά δεν υπάρχει βεβαιότητα ότι θα διατηρηθούν σε χαμηλά επίπεδα. Ο πόλεμος στην Ουκρανία συνεχίζεται χωρίς να διαφαίνεται ότι θα επέλθει ειρήνη σύντομα. Τυχόν μεταβολές στη ζήτηση που μπορεί να προκύψουν από τις εξελίξεις στην διεθνή αγορά είναι έτοιμες να αντιμετωπιστούν από τον όμιλο και την εταιρεία. Στους περισσότερους επιμέρους κλάδους δραστηριοποίησης της εταιρείας οι τιμές των μετάλλων περνάνε πλήρως στην αγορά (pass-through), ενώ η εταιρεία και οι θυγατρικές της χρησιμοποιούν στρατηγική αντιστάθμισης των ταμειακών ροών για να αντιμετωπίσουν τις διακυμάνσεις μεταξύ αγορών και πωλήσεων. Επίσης, η εταιρεία χρησιμοποιεί τεχνικές αντιστάθμισης για μέρος του κόστους ενέργειας για μακροχρόνια συμβόλαια πώλησης προϊόντων. Οι τιμές των μετάλλων έχουν υποχωρήσει από τα περσινά υψηλά επίπεδα αλλά αυξήσεις των τιμών των μετάλλων και ειδικά του αλουμινίου θα επηρεάσει το κεφάλαιο κίνησης. Για αυτό τον σκοπό η εταιρεία διαθέτει επαρκείς γραμμές χρηματοδότησης ώστε να αντιμετωπίσει τις ανάγκες που δημιουργούν τα αυξημένα προγράμματα παραγωγής και πωλήσεων. Συνοψίζοντας η αξιοποίηση στο μέγιστο των στρατηγικών πλεονεκτημάτων της επιχείρησης, όπως η πελατοκεντρική φιλοσοφία, οι επενδύσεις, η παραγωγική δυναμικότητα και η υψηλή ευελιξία, της δίνουν την δυνατότητα να μπορέσει να αξιοποιήσει κάθε μελλοντική ευκαιρία.

### 3.6 Η μετοχική σύνθεση του Ομίλου ΑΛΟΥΜΥΛ και η πορεία της μετοχής

---

<sup>9</sup> [https://www.huffingtonpost.gr/entry/prooptikes-tes-oikonomias-yia-to-2023\\_gr\\_63abff27e4b0fe267ca57ec8](https://www.huffingtonpost.gr/entry/prooptikes-tes-oikonomias-yia-to-2023_gr_63abff27e4b0fe267ca57ec8)

<sup>10</sup> [https://www.huffingtonpost.gr/entry/e-paykosmia-oikonomia-sten-epoche-ton-polekriseon-oi-krisimes-prokleseis-toe-2023\\_gr\\_63af4b2ee4b0fe267ca8fac2](https://www.huffingtonpost.gr/entry/e-paykosmia-oikonomia-sten-epoche-ton-polekriseon-oi-krisimes-prokleseis-toe-2023_gr_63af4b2ee4b0fe267ca8fac2)

Οι μετοχές της εταιρείας ΑΛΟΥΜΥΛ διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Το μετοχικό κεφάλαιο της ΑΛΟΥΜΥΛ διαιρείται σε 32.413.681 κοινές ονομαστικές μετοχές, ονομαστικής αξίας τριάντα επτά λεπτών (0,37 €) εκάστη όπως εμφανίζεται και στην πρόσφατη ετήσια δημοσιευμένη έκθεση. Αξίζει να σημειωθεί ότι δεν υφίστανται μετοχές που να παρέχουν ειδικά δικαιώματα ελέγχου στους κατόχους τους, ή περιορισμούς στο δικαίωμα ψήφου. Η μερισματική πολιτική της εταιρείας και του ομίλου είναι άμεσα συνδεδεμένη με την στρατηγική, την αποδοτικότητα και τις κεφαλαιουχικές ανάγκες τους. Τα προηγούμενα έτη, λόγω της παγκόσμιας οικονομικής ύφεσης της χαμηλής ζήτησης και της μειωμένης οικοδομικής δραστηριότητας ιδιαίτερα στην Ελλάδα, ο όμιλος και η εταιρεία εμφάνισαν συσσωρευμένες ζημιές με αποτέλεσμα να μην προταθεί διανομή μερίσματος. Στο Χρηματιστήριο Αθηνών οι μετοχές διαπραγματεύονται στην Κύρια Αγορά, και ανήκουν στο κλάδο Πρώτες Ύλες και στον υποκλάδο Αλουμινίου.

Η μετοχική σύνθεση της εταιρείας έχει ως εξής:

Πίνακας 3: Μετοχική Σύνθεση της εταιρείας ΑΛΟΥΜΥΛ ΑΕ

<b>Μέτοχος</b>	<b>Αριθμός μετοχών</b>	<b>Ποσοστό %</b>
<b>Γεώργιος Αλεξ. Μυλωνάς</b>	10.648.976	32,85%
<b>Ευαγγελία Αλεξ. Μυλωνά</b>	4.746.887	14,64%
<b>Πλαστικά Νοτιοανατολικής Ευρώπης Μονοπρόσωπη ΕΠΕ</b>	10.397.431	32,08%
<b>Ευρύ επενδυτικό κοινό και θεσμικοί επενδυτές</b>	6.620.387	20,43%
<b>Σύνολο</b>	32.413.681	100,00%

Στο παρακάτω πίνακα περιλαμβάνονται οι θυγατρικές εταιρείες που συμμετέχουν στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, με τα ποσοστά συμμετοχής της Μητρικής.

\*το ποσοστό του Ομίλου στη θυγατρική Εταιρεία ανέρχεται σε 64,84%

Πίνακας 4 Οι θυγατρικές εταιρίες του Ομίλου ΑΛΟΥΜΥΛ

A/A	Επωνυμία Εταιρείας	Χώρα	Δραστηριότητα	Ποσοστό % 31.12.2022
1.	Γ.Α. ΠΛΑΣΤΙΚΩΝ ΥΛΩΝ ΑΕ	ΕΛΛΑΔΑ	Παραγωγή & εμπορία πολυκαρβονικών φύλλων, πλαστικών & παρεμφερών υλικών	50%
2.	ALUTRADE ΕΜΠΟΡΙΟ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΥ Α.Ε.	ΕΛΛΑΔΑ	Εμπορία προφίλ & εξαρτημάτων αλουμινίου	93,34%
3.	ALUMIL SYSTEM INDIA PVT. LTD	ΙΝΔΙΑ	Εμπορία προφίλ & εξαρτημάτων αλουμινίου	99,90%
4.	ALUMIL SYSTEM INDIA PVT. LTD			
4.	EGYPTIAN FOR ALUMINIUM TRAD S.A.E	ΑΙΓΥΠΤΟΣ	Εταιρεία συμμετοχών	99%
5.	ALUMIL BULGARIA SRL	ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ	Επεξεργασία προφίλ αλουμινίου & εμπορία	99,98%
6.	ALUMIL FRANCE SAS	ΓΑΛΛΙΑ	Εμπορία προφίλ & εξαρτημάτων αλουμινίου	97%
7.	ALUMIL DEUTSCHLAND GMBH	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	Εμπορία προφίλ αλουμινίου	100%
8.	ALUMIL GROUP LTD	ΚΥΠΡΟΣ	Εταιρεία συμμετοχών	100%
9.	ALUMIL MOLDAVIA SRL	ΜΟΛΔΑΒΙΑ	Εμπορία προφίλ & εξαρτημάτων αλουμινίου	70%
10.	ALUMIL ROM INDUSTRY SA	ΡΟΥΜΑΝΙΑ	Εμπορία προφίλ & εξαρτημάτων αλουμινίου	55,90%
11.	ALUMIL YU INDUSTRY SA	ΣΕΡΒΙΑ	Παραγωγή & εμπορία προϊόντων αλουμινίου	48,35%
12.	ALUMIL SKOPJE DOO	ΣΚΟΠΙΑ	Εμπορία προφίλ & εξαρτημάτων αλουμινίου	99,89%
13.	ALUMIL GULF FZC	ΗΝ.ΑΡ.ΕΜ	Εμπορία προφίλ & εξαρτημάτων αλουμινίου	99%
14.	ALUMIL LLC	ΟΥΚΡΑΝΙΑ	Εμπορία προφίλ & εξαρτημάτων αλουμινίου	100%
15.	ALUMIL FABRICATION INC.	Η.Π.Α.	Εμπορία προφίλ & εξαρτημάτων αλουμινίου	91,44%
16.	ALUMIL EGE SA	ΤΟΥΡΚΙΑ	Εμπορία προφίλ & εξαρτημάτων αλουμινίου	36,73%*
17.	ALUMIL UK SYSTEMS	ΗΝ.ΒΑΣΙΛΕΙΟ	Εμπορία προφίλ & εξαρτημάτων αλουμινίου	100%
18.	ALUMIL SYSTEMS EAST AFRICA LTD	ΚΕΝΥΑ	Εμπορία προφίλ & εξαρτημάτων αλουμινίου	99%
19.	ALUMIL ISRAEL LTD	ΙΣΡΑΗΛ	Γραφείο αντιπροσώπευσης	100%

Όπως φαίνεται και από τα παραπάνω η πλειοψηφία των θυγατρικών της ΑΛΟΥΜΥΛ έχουν ως δραστηριότητα την εμπορία και παραγωγή προφίλ και εξαρτημάτων αλουμινίου όπως η μητρική εταιρεία.

Στον παρακάτω πίνακα φαίνεται η πορεία της τιμής της μετοχής από 01/01/2018-30/06/2023. Διαφαίνεται ήδη από τα μέσα του 2019 μια ανοδική πορεία της μετοχής κυρίως λόγω της επικείμενης αναδιάρθρωσης των υφιστάμενων δανειακών συμβάσεων η οποία τελικά υπεγράφη τον Φεβρουάριο του 2020. Από τον Ιανουάριο του 2020 έως τον Ιανουάριο του 2021 διαγράφεται μια πτώση η οποία οφείλεται στην γενική κάθοδο των τιμών των μετοχών του Χρηματιστηρίου λόγω της πανδημίας COVID-19. Από εκεί και έπειτα η πορεία της μετοχής είναι ανοδική γεγονός που οφείλεται κυρίως στα βελτιωμένα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη της εταιρείας στην καταπολέμηση της πανδημίας και στην ανάκαμψη της οικονομίας.

Πίνακας 5 Μετοχή ΑΛΟΥΜΥΛ ΑΕ



Η μετοχή διαπραγματεύεται στη τιμή των 2,90€ στις 30/06/2023.

Στον παρακάτω πίνακα συγκρίνουμε την απόδοση της μετοχής με την απόδοση του γενικού δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Παρατηρούμε ότι οι αποδόσεις της μετοχής της Αλουμύλ και ο γενικός δείκτης κινούνται παράλληλα για το 2020. Από τις αρχές του 2021 παρατηρούμε ότι οι αποδόσεις της μετοχής της εταιρείας είναι υψηλότερες από αυτές του γενικού δείκτη. Το πιθανότερο σενάριο για την αυτήν την διαφορά είναι τα εξαιρετικά αποτελέσματα που ανακοίνωσε η εταιρεία για τα έτη 2021 και 2022. Στις 30/06/2023 η εταιρεία έχει πραγματοποιήσει απόδοση ίση με περίπου 125% ενώ ο δείκτης απόδοση ίση με περίπου 37%.

Πίνακας 6 Σύγκριση μετοχής- ΓΔ



Στον παρακάτω πίνακα παρατίθενται τα βασικά στοιχεία της μετοχής της εταιρείας όπως είναι αναρτημένα στην ιστοσελίδα <https://www.capital.gr/>.

Πίνακας 7 Βασικά στοιχεία της μετοχής ΑΛΟΥΜΥΛ ΑΕ

Δραστηριότητα	Βιομηχανία διέλασης αλουμινίου.
Εισαγωγή στο Χ.Α.	26 Ιαν 1998
Κλάδος / Υποκλάδος	Πρώτες Ύλες/Αλουμίνιο(2 Ιαν 2006)
Συμμετοχή σε δείκτες	ΔΟΜ FTSEGT
Αγορά	ΑΓΟΡΑ ΑΞΙΩΝ(10 Οκτ 2011)
Κατηγορία διαπραγμάτευσης	ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ(10 Οκτ 2011)
Σχετικά σύμβολα	ΑΛΜΥ

### 3.7 Σύντομος σχολιασμός των οικονομικών μεγεθών

Παρακάτω παραθέτουμε και σχολιάζουμε συνοπτικά τα κύρια οικονομικά μεγέθη, όπως έχουν δημοσιευθεί στην πρόσφατη οικονομική έκθεση. Κατά την χρήση του 2022 η εταιρεία και ο όμιλος είδαν να αυξάνεται σημαντικά η κερδοφορία τους. Ειδικότερα, ο κύκλος εργασιών του Ομίλου κατέγραψε αύξηση 27,70% και διαμορφώθηκε σε Ευρώ 402,5 εκατ. έναντι Ευρώ 315,2 εκατ. της προηγούμενης χρήσης. Η συγκεκριμένη αύξηση προκλήθηκε κατά κύριο λόγο από την αύξηση των τιμοκαταλόγων λόγω της αύξησης των τιμών του αλουμινίου. Το μικτό κέρδος διαμορφώθηκε σε Ευρώ 104,9 εκατ., και ο δείκτης μικτού κέρδους σε 26,09% έναντι 89,3 εκατ. και 28,33% αντίστοιχα για την προηγούμενη χρήση. Τα αντίστοιχα μεγέθη της μητρικής εταιρείας είναι Ευρώ 258,7 εκατ. έναντι Ευρώ 200,7 εκατ. σε σχέση με τη προηγούμενη χρήση, δηλαδή αύξηση 28,90%. Τα κέρδη προ φόρων τόκων και συνολικών αποσβέσεων (EBITDA) του Ομίλου υπολογίστηκαν σε Ευρώ 56,5 εκατ. αυξημένα κατά 25% σε σχέση με τα Ευρώ 45,2 εκατ. της προηγούμενης χρήσης. Τα κέρδη προ φόρων (EBIT) διαμορφώθηκαν σε Ευρώ 34,6 εκατ. ενώ τα κέρδη προ φόρων της προηγούμενης χρήσης ανήλθαν στα Ευρώ 28,1 εκατ. Τα καθαρά κέρδη μετά από φόρους του Ομίλου ανήλθαν σε Ευρώ 27,7 εκατ. ενώ την προηγούμενη χρήση διαμορφώθηκαν σε 20,3 εκατ. Τα αντίστοιχα μεγέθη για την Μητρική διαμορφώθηκαν ως εξής: κέρδη προ φόρων τόκων και συνολικών αποσβέσεων (EBITDA) Ευρώ 30,4 εκατ. έναντι Ευρώ 21,5 εκατ. για την προηγούμενη χρήση, αυξημένα κατά 41,40 %. Τα κέρδη προ φόρων ανήλθαν σε Ευρώ 19,6 εκατ. περίπου έναντι κερδών προ φόρων ύψους Ευρώ 16,3 εκατ. περίπου της χρήσης 2021, αυξημένα κατά 20,25%. Τα κέρδη μετά φόρων της Εταιρείας διαμορφώθηκαν σε Ευρώ 15,6 εκατ. περίπου έναντι κερδών μετά φόρων ύψους Ευρώ 11,3 εκατ. περίπου της χρήσης 2021. Από την κατάσταση ταμειακών ροών, διακρίνουμε ότι οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες παραμένουν θετικές κατά το 2022 στον όμιλο και ισούνται με Ευρώ 23,4 εκατ. Την προηγούμενη χρήση ανέρχονταν στο ποσό των Ευρώ 13,1 εκατ. Οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες στην εταιρεία διαμορφώθηκαν σε Ευρώ 10,6 εκατ. ενώ την προηγούμενη χρήση διαμορφώθηκαν σε Ευρώ 4,3 εκατ. περίπου.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 : ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ ΑΛΟΥΜΥΛ

### 4.1 Εισαγωγικά για την αποτίμηση του Ομίλου ΑΛΟΥΜΥΛ

Για την αποτίμηση της μετοχής του ομίλου ΑΛΟΥΜΥΛ Α.Ε. θα αντληθούν δεδομένα από τις δημοσιοποιημένες οικονομικές καταστάσεις για την τριετία 2020-2022. Η επιλογή των συγκεκριμένων χρόνων αναφοράς γίνεται για τους εξής λόγους. Αρχικά το 2019 η επιχείρηση ξεκίνησε να διαπραγματεύεται την αναπροσαρμογή των δανειακών κεφαλαίων της και τον Φεβρουάριο του 2020 αναπροσάρμοσε τα ομολογιακά δάνεια που έχει συνάψει με τις τράπεζες με αποτέλεσμα να βελτιωθεί η χρηματοοικονομική της θέση. Επίσης την τελευταία τριετία έχει αυξηθεί κατά πολύ ο κύκλος εργασιών την επιχείρησης παρά την υγειονομική κρίση(COVID-19) με αποτέλεσμα το 2021 να επαναλειτουργήσει το εργοστάσιο της Ξάνθης που είχε κλείσει κατά την οικονομική κρίση του 2008, για να μπορέσει να ανταποκριθεί στην υψηλή ζήτηση. Τα συγκεκριμένα δεδομένα θεωρούμε ότι θα διαδραματίσουν πολύ σημαντικό ρόλο στα μελλοντικά αποτελέσματα του Ομίλου. Η μέθοδος αποτίμησης που θα χρησιμοποιήσουμε είναι η μέθοδος προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση μέσω της οποίας θα εξάγουμε και την αξία της επιχείρησης προς τους μετόχους. Το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων(Gordon's) δεν μπορεί να εφαρμοστεί, καθώς η επιχείρηση δεν έχει διανείμει μέρισμα τα τελευταία χρόνια λόγω συσσωρευμένων ζημιών, απόρροια της οικονομικής κρίσης. Η παρουσίαση των μεθόδων θα περιλαμβάνει σχόλια για τις επιλογές των μεταβλητών και πίνακες για την καλύτερη κατανόηση της διαδικασίας.

Προτού ξεκινήσουμε να παραθέτουμε τους υπολογισμούς, χρήσιμο είναι να αναφέρουμε τα σημαντικότερα ερωτήματα που πρέπει να απαντήσουμε κατά την διενέργεια μιας αποτίμησης με την παραπάνω μέθοδο. Αρχικά θα πρέπει να διακρίνουμε το μέγεθος των ταμειακών ροών που δημιουργεί η επιχείρηση από το ήδη υπάρχον επενδυμένο κεφάλαιο. Οι κύριες μεταβλητές που θα μας δώσουν την απάντηση στο παραπάνω ερώτημα είναι ο τρέχον κύκλος εργασιών, τα τρέχοντα κέρδη και το τρέχον επενδυμένο κεφάλαιο, δηλαδή το άθροισμα ιδίων και ξένων κεφαλαίων μείον τα μετρητά. Το επόμενο ερώτημα στο οποίο θα πρέπει να απαντήσουμε είναι με ποιον ρυθμό θα αναπτυχθεί η επιχείρηση στο μέλλον. Υπάρχουν δυο τρόποι για να επιτευχθεί αυτή η ανάπτυξη. Ο πρώτος είναι πραγματοποιώντας νέες επενδύσεις και ο δεύτερος αυξάνοντας την αποτελεσματικότητα των υπαρχόντων

επενδύσεων. Ο αντίκτυπος της εν λόγω ανάπτυξης θα φανεί είτε μέσω της αύξησης των εσόδων είτε στην δεύτερη περίπτωση μέσω της αύξησης του περιθωρίου λειτουργικού κέρδους. Στην συνέχεια θα πρέπει να εξεταστεί η ποιότητα του ρυθμού ανάπτυξης και πόσα χρήματα θα χρειαστεί να επανεπενδύσουμε για να διατηρηθεί ο ρυθμός ανάπτυξης ανάλογα με την απόδοση κεφαλαίου που επιτυγχάνουμε. Η κατανόηση της θέσης της εταιρείας στο κύκλο ζωής μιας επιχείρησης είναι επίσης πολύ σημαντική. Αν μια εταιρεία έχει λίγα χρόνια ζωής θα αναμένουμε υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης ενώ αν είναι στο τέλος της θα αναμένουμε να συρρικνωθεί ή να παραμείνει σταθερή. Η ΑΛΟΥΜΥΛ θα μπορούσαμε να αποδεχτούμε ότι βρίσκεται σε φάση ώριμης ανάπτυξης καθώς έχει ιδρυθεί από το 1988, συνεπώς αναμένουμε σταθερή αλλά περιορισμένη ανάπτυξη. Θα πρέπει να ελεγχθούν επίσης οι κίνδυνοι που επηρεάζουν την επιχείρηση. Αρχικά θα πρέπει να εξεταστεί ο λειτουργικός κίνδυνος της επιχείρησης ανάλογα με τους κλάδους και τις χώρες δραστηριοποίησης. Ο κίνδυνος του κλάδου αντικατοπτρίζεται από το  $\beta$  της εκάστοτε επιχείρησης και ο κίνδυνος των χωρών όπου δραστηριοποιείται η επιχείρηση αντικατοπτρίζεται στα  $\beta$  κινδύνου και στο κόστος κεφαλαίου. Θα πρέπει να εξεταστεί επίσης ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος ο οποίος στην αποτίμηση συμμετέχει μέσω του κόστους δανειακών κεφαλαίων και το ποσοστό ανάμεσα σε βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα δάνεια .

Ειδικότερα θα μπορούσαμε να χαρακτηρίσουμε την Αλουμύλ ως μια επιχείρηση που επηρεάζεται από την φάση και την κυκλικότητα του οικονομικού κύκλου καθώς είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με την οικοδομική δραστηριότητα. Ωστόσο η διασπορά των πωλήσεων της μετριάζει τον συγκεκριμένο κίνδυνο. Επίσης καθοριστικό παράγοντα διαδραματίζει η τιμή του αλουμινίου, η οποία επηρεάζει το μέγεθος του κύκλου εργασιών. Συνοψίζοντας τα εν λόγω χαρακτηριστικά θα επηρεάσουν και τις επιλογές μας κατά την αποτίμηση.

(Damodaran A. , 2009)

## 4.2 Αποτίμηση με την μέθοδο των προ εξοφλημένων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση(FCFF)

Έπειτα από την ανάγνωση των οικονομικών καταστάσεων και την εύρεση στοιχείων για την επιχείρηση, ακολουθεί ο υπολογισμός των μεγεθών που απαιτούνται κατά την διενέργεια μια αποτίμησης. Για την μέθοδο των προ εξοφλημένων ταμειακών ροών θα ξεκινήσουμε με τον

υπολογισμό του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου(WACC). Για να υπολογίσουμε όμως το WACC πρέπει να πρώτα να εκτιμήσουμε τα επιμέρους στοιχεία του, δηλαδή το Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων και το Κόστος Δανειακών Κεφαλαίων. Στη συνέχεια θα εκτιμήσουμε τον ρυθμό ανάπτυξης για τα επόμενα πέντε χρόνια. Έπειτα θα υπολογίσουμε τις ελεύθερες ταμειακές ροές προς την επιχείρηση και την υπολειμματική αξία την επιχείρησης.

#### 4.3 Υπολογισμός του μέσου σταθμικού Κόστους Κεφαλαίων(WACC)

##### **Υπολογισμός Κόστους Ιδίων Κεφαλαίων**

Η συνηθέστερη πρακτική για τον υπολογισμό του Κόστους Ιδίων Κεφαλαίων είναι η εκτίμηση μέσω του υποδείγματος αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων ή capital asset pricing model(CAPM). Βάση αυτού η αναμενόμενη απόδοση μιας μετοχής ισούται με:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i[E(R_m) - R_f]$$

Πρώτη μεταβλητή του υποδείγματος αποτελεί το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου  $R_f$ , δηλαδή το επιτόκιο που θα λάβει ένας επενδυτής σίγουρα εάν επενδύσει σε ένα περιουσιακό στοιχείο. Όπως αναφέραμε και παραπάνω, το συγκεκριμένο επιτόκιο πρέπει να έχει υψηλό χρονικό ορίζοντα, να μην ενέχει κίνδυνος χρεοκοπίας και να είναι εκφρασμένο στο νόμισμα όπου θα πραγματοποιηθεί η αποτίμηση. Συνήθως επιλέγεται το 10ετές ομόλογο μιας χώρας. Στην αποτίμησή μας θα επιλέξουμε το 10ετές ομόλογο του Γερμανικού Δημοσίου καθώς εμφανίζει την μικρότερη απόδοση από κάθε άλλο ομόλογο εκφρασμένο σε ευρώ, γεγονός που υποδεικνύει ότι τα ομόλογα το υπολοίπων Ευρωπαϊκών χωρών έχουν μια μικρή πιθανότητα χρεοκοπίας και για αυτό προσφέρονται με μεγαλύτερα επιτόκια. Το επιτόκιο του δεκαετούς ομολόγου του Γερμανικού Δημοσίου κατά την διενέργεια της αποτίμησης ισούται με 2,38 %<sup>11</sup>.

---

<sup>11</sup> <https://fred.stlouisfed.org/>



Πίνακας 8 10-ετές ομόλογο Γερμανικού Δημοσίου



Στο παραπάνω γράφημα φαίνεται διαχρονικά η πορεία του Γερμανικού δεκαετούς ομολόγου. Η δεύτερη μεταβλητή του υποδείγματος είναι ο συντελεστής  $\beta$ . Η συνήθης πρακτική για τον υπολογισμό του συγκεκριμένου συντελεστή είναι μέσω παλινδρόμησης μεταξύ των ημερήσιων αποδόσεων της τιμής της μετοχής και των ημερήσιων αποδόσεων του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Πραγματοποιώντας τους υπολογισμούς για το διάστημα 1/1/2022-30/6/2023 ο συντελεστής  $\beta$  ισούται με 0,98 . Ο εν λόγω τρόπος ωστόσο μπορεί να εμφανίσει παραπλανητικά αποτελέσματα εάν μια μετοχή έχει χαμηλούς όγκους συναλλαγών, εάν καταλαμβάνει μεγάλο ποσοστό του δείκτη αναφοράς και αν κατά τον χρόνο ανάλυσης έχουν συμβεί καθοριστικές αλλαγές στα θεμελιώδη μεγέθη της εταιρείας ή της οικονομίας. Παρακάτω παραθέτουμε και τον πίνακα από όπου πήραμε τα αποτελέσματα. Ειδικότερα για τις παλινδρομήσεις χρησιμοποιήθηκαν 369 τιμές που προέκυψαν από τις ημερήσιες αποδόσεις της μετοχής και του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου Αθηνών. Στα στατιστικά αποτελέσματα παρατηρούμε ότι το  $R^2$  ισούται με 0,3209 και εκφράζει το πόσο καλά η εξαρτημένη μεταβλητή ερμηνεύει την ανεξάρτητη. Ο συντελεστής βήτα ισούται με 0,9805 και είναι στατιστικά σημαντικός καθώς ο δείκτης t Stat ισούται με 13,1695 και είναι μεγαλύτερος του 2.

Πίνακας 9 Υπολογισμός συντελεστή βήτα

Linear Regression										
Dependent variable	0,006944									
Independent variable	0,0026									
N	369									
Regression Statistics										
R	0,5665	<b>R-Squared</b>	<b>0,3209</b>		Adjusted R-Squared	0,3191				
MSE	0,0004	<b>S</b>	<b>0,0194</b>		MAPE	105,7361				
Durbin-Watson (DW)	1,9236	Log likelihood	932,2858							
Akaike inf. criterion (AICc)	-5,0422	AICc	-5,0422							
Schwarz criterion (BIC)	-5,0210	Hannan-Quinn criterion	-5,0338							
PRESS	0,1405	PRESS RMSE	0,0195	Predicted R-Squared	0,3088					
<b>0,006944 = 0,0002 + 0,9805 * 0,0026</b>										
ANOVA										
	d.f.	SS	MS	F	p-value					
Regression	1	0,0652	0,0652	173,4353	0,0000					
Residual	367	0,1381	0,0004							
Total	368	0,2033								
	Coefficients	Std Err	LCL	UCL	t Stat	p-value	H0 (5%)	VIF	TOL	Beta
<b>Intercept</b>	0,0002	0,0010	-0,0018	0,0022	0,1689	0,8660	Accepted			
<b>0,0026</b>	0,9805	0,0745	0,8341	1,1269	13,1695	0,0000	Rejected	1,0000	1,0000	0,5665
T (5%)	1,9664									
LCL - Lower limit of the 95% confidence interval										
UCL - Upper limit of the 95% confidence interval										

Η τρίτη και τελευταία μεταβλητή του υποδείγματος CAPM είναι το επασφάλιστρο κινδύνου της αγοράς που συμμετέχει η μετοχή προς αποτίμηση. Το συγκεκριμένο στοιχείο μπορούμε να το αντλήσουμε μέσω της ιστοσελίδας market risk premia<sup>12</sup> και ισούται με 9,32% . Στην κρίση του εκάστοτε αναλυτή είναι να συμπεριλάβει και τον κίνδυνο της χώρας στο επασφάλιστρο κινδύνου. Μπορούμε επίσης να διαχωρίσουμε τον κίνδυνο χώρας ανάλογα με το που πραγματοποιεί τις πωλήσεις της η επιχείρηση ή που πραγματοποιεί την παραγωγή της. Σε μια τέτοια περίπτωση από την ετήσια δημοσιοποιημένη οικονομική κατάσταση της Αλουμύλ αναλύονται οι πωλήσεις σε τρεις γεωγραφικές περιοχές. Στην Ελλάδα στα Βαλκάνια και σε λοιπές χώρες. Το επασφάλιστρο κινδύνου που επιλέξαμε περιέχει τον επιπλέον κίνδυνο που χρεώνεται στην Ελλάδα.

<sup>12</sup> <http://www.market-risk-premia.com/gr.html>

Με βάση τα παραπάνω το Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων ισούται με:

$$K_e = 2,38\% + 0,98 * 9,32\% = 11,51\%$$

### Υπολογισμός Κόστους Δανειακών Κεφαλαίων

Για τον υπολογισμό του κόστους δανειακών κεφαλαίων μπορούμε να λάβουμε το μέσο σταθμικό επιτόκιο των βραχυπρόθεσμων δανείων όπως παρουσιάζεται και στις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας και ισούται με 4,02%.

Διαφορετικά μπορούμε να υπολογίσουμε υπολογίζοντας το κόστος χρέους από τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Κόστος Χρέους} = \frac{\text{Τόκοι}}{\text{Σύνολο Καθαρού Δανεισμού}} = \frac{7.668.546}{150.207.429} = 0,0510 \text{ ή } 5,1\%$$

Για τόκους επιλέξαμε τους πρόσφατους τόκους βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων δανείων όπως επίσης και τους τόκους από μισθώσεις όπως εμφανίζονται στις καταστάσεις του 2022.

Ένας επιπλέον τρόπος υπολογισμού του κόστους δανειακών κεφαλαίων αποτελεί και η μέθοδος του καθηγητή Damodaran, όπου υπολογίζουμε την συνθετική αξιολόγηση του κόστους δανειακών κεφαλαίων, την οποία αναφέραμε παραπάνω στην βιβλιογραφική ανασκόπηση.

Αρχικά υπολογίζουμε τον δείκτη κάλυψης τόκων:

$$\text{Δείκτης Κάλυψης Τόκων} = \frac{\text{Κέρδη προ τόκων και φόρων}}{\text{Τόκοι}} = \frac{44.586.134}{7.668.546} = 5,81$$

Από την ιστοσελίδα<sup>13</sup> του καθηγητή A.Damodaran και με βάση τον παρακάτω πίνακα για επιχειρήσεις με μικρή κεφαλαιοποίηση(<5δισ\$) συμπεραίνουμε ότι το περιθώριο(spread) ισούται με 1,54%

Πίνακας 10 Δείκτης Κάλυψης Τόκων και αξιολογήσεις

<i>If interest coverage ratio is</i>			
greater than	≤ to	Rating is	Spread is
-100000	0,5	D2/D	16,00%
0,5	0,8	C2/C	14,00%
0,8	1,25	Ca2/CC	12,81%
1,25	1,5	Caa/CCC	9,43%
1,5	2	B3/B-	6,04%
2	2,5	B2/B	4,35%
2,5	3	B1/B+	3,81%
3	3,5	Ba2/BB	2,74%
3,5	4	Ba1/BB+	2,20%
4	4,5	Baa2/BBB	1,89%
4,5	6	A3/A-	1,54%
6	7,5	A2/A	1,36%
7,5	9,5	A1/A+	1,17%
9,5	12,5	Aa2/AA	0,80%
12,5	100000	Aaa/AAA	0,74%

Συνεπώς λαμβάνοντας υπόψιν τον παρακάτω τύπο για το κόστος δανεισμού μετά φόρων για τις τρεις περιπτώσεις προκύπτει ότι:

$$Kd = (Rf + spread)(1 - T)$$

$$Kd_1 = (2,38\% + 4,02\%)(1 - 22\%) = 4,99\%$$

$$Kd_2 = (2,38\% + 5,1\%)(1 - 22\%) = 5,83\%$$

<sup>13</sup> [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/home.htm](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/home.htm)

Στην τρίτη περίπτωση προτείνεται να συμπεριλάβουμε και τον πρόσθετο κίνδυνο χώρας. Ο κίνδυνος της Ελλάδας ισούται με 5,46% σύμφωνα με την ιστοσελίδα του καθηγητή Damodaran.

$$Kd_3 = (2,38\% + 1,54\% + 5,46\%)(1 - 22\%) = 7,32\%$$

Για λόγους συντηρητικότητας θα επιλέξουμε το κόστος δανειακών κεφαλαίων που προήλθε από την συνθετική αξιολόγηση. Το προ φόρων κόστος δανεισμού ισούται με 9,38%.

### Υπολογισμός του μέσου σταθμικού Κόστους Κεφαλαίων(WACC)

Για τον υπολογισμό του μέσου σταθμικού κόστους θα χρησιμοποιήσουμε τον παρακάτω τύπο που αναφέραμε και προγενέστερα στην βιβλιογραφική ανασκόπηση. Για τις σταθμίσεις θα χρησιμοποιήσουμε τις τρέχουσες τιμές αγοράς για τα ίδια κεφάλαια και το χρέος.

$$WACC = WeKe + WpsKps + WdKd(1 - T)$$

Ο όρος  $WpsKps$  ισούται με μηδέν καθώς δεν υπάρχουν προνομιούχες μετοχές.

Τα τρέχοντα ίδια κεφάλαια ισούνται με την κεφαλαιοποίηση της εταιρείας δηλαδή το γινόμενο τρέχουσας χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής με το σύνολο των μετοχών. Για τον υπολογισμό των δανειακών κεφαλαίων θα μπορούσαμε να χρησιμοποιήσουμε την λογιστική αξία των κεφαλαίων καθώς έχει προηγηθεί πρόσφατη αναδιάρθρωσή τους. Διαφορετικά, τα τρέχοντα δανειακά κεφάλαια τα υπολογίζουμε μετατρέποντας την λογιστική αξία των δανειακών κεφαλαίων σε τρέχουσα αξία αγοράς. Αυτό το επιτυγχάνουμε αντιμετωπίζοντας τα δανειακά κεφάλαια ως ομόλογο, θεωρώντας ως ονομαστική αξία την λογιστική αξία των δανειακών κεφαλαίων τα οποία θα προεξοφλήσουμε με το προ φόρων κόστος δανεισμού και λαμβάνοντας ως τοκομερίδιο τα έξοδα από τόκους. (Damodaran A. , 2014)

Πίνακας 11 Δανειακά κεφάλαια Αλουμύλ

Λήξη	Διάρκεια	Οφειλόμενο ποσό	% οφειλής
Μέσα σε ένα έτος	1	17.580.789	15,53%

Από 1-5 έτη	5	51.600.685	32,89%
Πάνω από 5 έτη	10	87.422.338	51,58%
Σταθμισμένος μέσος όρος	6,96	169.480.282	

Άρα η εκτιμώμενη αγοραία αξία δανειακών κεφαλαίων της Αλουμύλ ισούται:

$$7.668.546 \left[ \frac{1 - \frac{1}{(1,0938)^{6,96}}}{0,0938} \right] + \frac{169.480.282}{(1,0938)^{6,96}} = 128.756.695€$$

Η αγοραία αξία των ιδίων κεφαλαίων προκύπτει από τον παρακάτω τύπο:

$$\begin{aligned} \text{Αγοραία αξία Ιδίων Κεφαλαίων} &= \text{Χρηματιστηριακή τιμή} * \text{Αριθμός μετοχών} = 2,90 * 32.413.681 \\ &= 93.999.675 € \end{aligned}$$

Συνεπώς το σύνολο της αγοραίας αξίας της επιχείρησης ισούται με 222.756.370,00 €

$$W_e K_e = \frac{E}{E+D} * K_e = \frac{93.999.675}{222.756.370} * 11,51\% = 4,86\%$$

$$W_d K_d = \frac{D}{E+D} * K_d = \frac{128.756.695}{222.756.370} * 9,38\% (1-22\%) = 4,23\%$$

Άρα το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου ισούται με:

$$WACC = 9,09\%$$

#### 4.4 Εκτίμηση του Ρυθμού Ανάπτυξης

Όπως αναφέραμε και παραπάνω στο κεφάλαιο 2 της εργασίας μπορούμε να εκτιμήσουμε τον ρυθμό ανάπτυξης βάση ιστορικών μεγεθών.

Πίνακας 12 Ρυθμός Ανάπτυξης

	2020	2021	2022	μ.ο.
<b>Πωλήσεις</b>	241063087	315173046	402476243	319570792
<b>ΚΠΤΦ</b>	13146255	34211401	44586134	30647930
<b>Καθαρά κέρδη</b>	9267503	20305409	27675374	19082762
<b>g πωλήσεων</b>		30,74%	27,70%	29,22%
<b>g ΚΠΤΦ</b>		160,24%	30,33%	95,28%
<b>g καθαρών κερδών</b>		119,10%	36,30%	77,70%

Υπολογίζοντας τον ρυθμό ανάπτυξης των πωλήσεων, των κερδών προ τόκων και φόρων και των καθαρών κερδών βλέπουμε ότι ο μέσος όρος των παραπάνω μεγεθών είναι 29,22%, 95,28% και 77,7% αντίστοιχα. Τα παραπάνω μεγέθη δεν θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν στο μοντέλο αποτίμησης με την μέθοδο των προ εξοφλημένων ταμειακών ροών για διάφορους λόγους. Αρχικά όπως αναφέρεται και στις δημοσιοποιημένες καταστάσεις του ομίλου η εν λόγω αύξηση οφείλεται κυρίως στην αύξηση των τιμών της πρώτης ύλης, δηλαδή του αλουμινίου. Επίσης αν χρησιμοποιούσαμε τους παραπάνω ρυθμούς αύξησης θα παραβλέπαμε το φαινόμενο των οικονομιών κλίμακας, δηλαδή για να συνεχιστούν να αυξάνονται τα παραπάνω μεγέθη με αυτόν τον ρυθμό θα έπρεπε να γίνουν και οι ανάλογες κεφαλαιουχικές επενδύσεις. Αυτό θα γινόταν εάν αναμενόταν να ανεγερθούν νέα εργοστάσια τα οποία θα υποστήριζαν τις εν λόγω πωλήσεις. Λαμβάνοντας επίσης υπόψιν ότι τα πρώτα σημάδια της οικονομίας για το 2023 δείχνουν μια επιβράδυνση, θα προσπαθήσουμε να εκτιμήσουμε τον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης από τα θεμελιώδη μεγέθη της εταιρείας.

Καθώς θέλουμε να υπολογίσουμε τις αναμενόμενες ταμειακές ροές προς την επιχείρηση θα υπολογίσουμε την αναμενόμενη αύξηση των λειτουργικών κερδών (EBIT) η οποία ισούται με το γινόμενο του ποσοστού επανεπένδυσης κερδών με την απόδοση κεφαλαίου.

Όπου το ποσοστό επανεπένδυσης των κερδών ισούται με:

$$\frac{\text{Κεφαλαιακές δαπάνες} - \text{Αποσβέσεις} + \text{ΔΚεφαλίου κίνησης}}{\text{Λειτουργικά Κέρδη} \chi (1 - \text{φορολογικό συντελεστή})}$$

Και η απόδοση κεφαλαίων(ROC) ισούται με:

$$\frac{\text{Λειτουργικά κέρδη}(1 - \text{φορολογικό συντελεστή})}{\text{Λογιστική αξία ιδίων και δανειακών κεφαλαίων} - \text{μετρητά}}$$

Για τον υπολογισμό του κεφαλαίου κίνησης χρησιμοποιήσαμε το μη ταμειακό κυκλοφορούν ενεργητικό και τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις εκτός δανείων.

Πίνακας 13 Εκτίμηση ρυθμού ανάπτυξης από τα θεμελιώδη μεγέθη

	2020	2021	2022
<b>Κεφαλαιακές Δαπάνες</b>	12054779	11589007	12075969
<b>Αποσβέσεις</b>	12601844	11719060	12700178
<b>Δκεφαλαίου κίνησης</b>	-	17933437	12148360
<b>Λειτουργικά κέρδη</b>	13146255	34211401	44586134
<b>BV Ιδίων κεφαλαίων</b>	58085371	77398487	102058250
<b>BV δανειακών κεφαλαίων</b>	239760054	262855064	258954609
<b>Μετρητά</b>	20122258	18563129	19272853
<b>Ποσοστό Επανεπένδυσης</b>		66,72%	33,14%
<b>Απόδοση Κεφαλαίου ROC</b>		8,30%	10,18%
<b>Ρυθμός ανάπτυξης(g)</b>		5,53%	3,39%

Από τους παραπάνω υπολογισμούς προκύπτει ότι ο ρυθμός ανάπτυξης βάση των θεμελιωδών μεγεθών είναι 5,53% για το 2021 και 3,37% για το 2022. Για τα παραπάνω δεν λαμβάνεται υπόψη η επαναλειτουργία του εργοστασίου στην Ξάνθη όπου αποτελεί μια παλιά κεφαλαιουχική επένδυση. Ωστόσο καθώς αναφέρεται ότι προβλέπεται επιβράδυνση της



οικονομίας το 2023 θα επιλέξουμε το ποσοστό του τελευταίου έτους δηλαδή 3,39% για λόγους συντηρητικότητας.

#### 4.5 Υπολογισμός των ελεύθερων ταμειακών ροών

Για την εκτίμηση των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση θα λάβουμε υπόψη μας τον παρακάτω τύπο:

$$FCFF = EBIT(1 - T) - (CAPEX - Depreciation + Changes in Working Capital)$$

Συνεπώς για το τρέχων έτος ισχύει:

$$FCFF = 44586134(1 - 0,22) - (12075969 - 12700178 + 12148360) = 23.253.033,52 \text{ €}$$

Πίνακας 14 Υπολογισμός ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση(FCFF)

	2023	2024	2025	2026	2027
EBIT * (1 - φόρος)	35955064	37172837	38431855	39733515	41079261
- (CapEx-Depreciation)	-645351	-667208	-689806	-713169	-737324
-Chg. Working Capital	3372655	3486885	3604983	3727082	3853315
Free Cashflow to Firm	33227759	34353160	35516677	36719602	37963270
Present Value	30459716	28867973	27359411	25929682	24574666

Για τους παραπάνω υπολογισμούς αποδεχόμαστε ότι το ύψος των κεφαλαιακών δαπανών, των αποσβέσεων και της διαφοράς του κεφαλαίου κίνησης θα αυξάνεται με τον ίδιο ρυθμό ανάπτυξης που υπολογίσαμε παραπάνω, δηλαδή 3,39%. Επίσης θεωρούμε ότι θα παραμείνει σταθερός τόσο ο συντελεστής β όσο και το κόστος δανεισμού.

Η παρούσα αξία των αναμενόμενων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση για την περίοδο 2023-2027 ισούται με 137.191.447,97€.

#### 4.6 Υπολογισμός της Υπολειμματικής αξίας

Στην συνέχεια θα υπολογίσουμε την υπολειμματική αξία της επιχείρησης.

Ο υπολογισμός της υπολειμματικής αξίας προκύπτει από τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Υπολειμματική αξία} = \{ \text{Κέρδη προ τόκων και φόρων}_{n+1} * (1 - \text{φορολογικό συντελεστή}) * (1 - g_n / \text{ROC}_n) \} / (\text{WACC}_n - g_n)$$

$$\text{Υπολειμματική αξία} = \{ 42.470.587,31 * (1 - 2,38\% / 12\%) \} / (9,09\% - 2,38\%) = 507.595.813,3\text{€}$$

Προεξοφλώντας την συγκεκριμένη αξία στο σήμερα με το  $\text{WACC}_n$  έχουμε:

$$507.595.813,3 / (1 + 9,09\%)^5 = 328.580.697,60 \text{ €}$$

Για τον υπολογισμό της υπολειμματικής αξίας θεωρούμε ότι η απόδοση κεφαλαίων στο διηνεκές θα διαμορφωθεί στο 12% αντικατοπτρίζοντας την αύξηση της αποδοτικότητας της επιχείρησης.

#### 4.7 Υπολογισμός της αξίας της επιχείρησης

Αθροίζοντας τα δύο παραπάνω ποσά δηλαδή την παρούσα αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση για τα επόμενα πέντε έτη και στο διηνεκές προκύπτει ότι η αξία της επιχείρησης ισούται με 465.772.145,57 €. Αν αφαιρέσουμε την αγοραία αξία των

δανειακών κεφαλαίων και προσθέσουμε τα μετρητά προκύπτει η αγοραία αξία των ιδίων κεφαλαίων, δηλαδή η αξία προς τους μετόχους η οποία ισούται με 356.288.303,57 €. Διαιρώντας με τον αριθμό των μετοχών προκύπτει η εσωτερική αξία ανά μετοχή και ισούται με 10,99 €. Η εσωτερική αξία της επιχείρησης που προέκυψε από τους παραπάνω υπολογισμούς είναι μεγαλύτερη από την τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής η οποία είναι 2,90€.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 : ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Συνοψίζοντας, η μέθοδος των προ εξοφλημένων ταμειακών ροών αποτελεί μια μέθοδος αποτίμησης η οποία μας δίνει την δυνατότητα να εκτιμήσουμε την εσωτερική αξία μιας επιχείρησης, λαμβάνοντας υπόψη τα θεμελιώδη μεγέθη της και έπειτα να συγκρίνουμε την συγκεκριμένη αξία με την τρέχουσα τιμή της μετοχής και να δράσουμε αναλόγως. Η εν λόγω διαδικασία πραγματοποιείται από την οπτική ενός καλά διαφοροποιημένου θεσμικού επενδυτή, ώστε να επιμετράτε μόνο η επιπλέον απόδοση που προσθέτει η μετοχή σε ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο. Όπως καταδείξαμε κατά τους υπολογισμούς της εν λόγω εργασίας, παρά το γεγονός ότι στηριζόμαστε κυρίως σε αριθμητικά μεγέθη, το αποτέλεσμα που θα προκύψει περιέχει την υποκειμενικότητα του εκάστοτε αναλυτή. Για το πόσο προκατειλημμένος είναι ο αναλυτής και προς ποια κατεύθυνση, σημαντικό ρόλο διαδραματίζει το ποιος του αναθέτει να εκτιμήσει την αξία της επιχείρησης ή ποια άποψη έχει για τον κλάδο, την εταιρεία και την διοίκηση. Στην παρούσα εργασία παρουσιάσαμε τα στοιχεία του Ομίλου εταιρειών ΑΛΟΥΜΥΛ ΑΕ ενός ομίλου που πρωτοστατεί και καινοτομεί στον κλάδο του αλουμινίου και ειδικότερα στην παραγωγή αρχιτεκτονικών συστημάτων αλουμινίου στην Ελλάδα και την Ευρώπη. Τα χρόνια μετά την οικονομική κρίση του 2008 άντεξε τις οικονομικές πιέσεις και μέσω της κατακόρυφης αύξησης των εξαγωγών πλέον έχει ορθοποδήσει καταγράφοντας ρεκόρ πωλήσεων και κερδών. Για τους υπολογισμούς που πραγματοποιήσαμε στο κεφάλαιο 4, προτιμήσαμε να είμαστε πιο συντηρητικοί και λάβαμε τα υψηλότερα επιτόκια προεξόφλησης που προέκυψαν από τις διαφορετικές παραδοχές που μπορεί να επιλέξει ένας αναλυτής, σύμφωνα πάντα και με την βιβλιογραφία. Επίσης κατά τον υπολογισμό του ρυθμού ανάπτυξης βασιστήκαμε στα θεμελιώδη μεγέθη, όπου και πάλι επιλέξαμε το μικρότερο δυνατό ρυθμό, λόγω της

επιβράδυνσης της οικονομίας που προβλέπεται για το έτος 2023. Τέλος κατά τον υπολογισμό της υπολειμματικής αξίας, θεωρήσαμε ότι η εταιρεία θα διατηρήσει ρυθμό ανάπτυξης ίσο με το επιτόκιο δίχως κίνδυνο και ότι η απόδοση του κεφαλαίου της θα είναι λίγο υψηλότερη από ότι σήμερα στο 12%. Η συγκεκριμένη παραδοχή θεωρούμε ότι είναι εξίσου συντηρητική, καθώς είναι λίγο υψηλότερη από το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης(9,09%). Αν επιλέγαμε ποσοστό μικρότερο από το κόστος κεφαλαίου θεωρητικά θα αποδεχόμασταν ότι η επιχείρηση στο τέλος θα κλείσει διότι το κόστος της θα είναι μεγαλύτερο από την απόδοσή της, γεγονός που θα οδηγήσει σε ζημιές. Το αποτέλεσμα ανέδειξε ότι η εσωτερική αξία της μετοχής ισούται με 10,99€ ενώ η τιμή της μετοχής διαπραγματεύεται στα 2,90€ στις 30/06/2023 στο Χρηματιστήριο Αθηνών γεγονός που σύμφωνα και με την αποτίμησή μας την καθιστά υποτιμημένη. Όπως αναφέραμε και στην εισαγωγή κατά την αποτίμηση μπορεί ο αναλυτής να κάνει λάθος σε κάποιες εκτιμήσεις ή να είναι υπερβολικά αισιόδοξος ή απαισιόδοξος. Οι μεταβλητές που μπορούν να επηρεάσουν σημαντικά το αποτέλεσμα είναι αρχικά ο ρυθμός ανάπτυξης που θα επιλέξουμε τόσο για την περίοδο υψηλής ανάπτυξης, όσο και για τον ρυθμό ανάπτυξης στο διηνεκές. Όπως αναδείξαμε και στους υπολογισμούς η εκτίμηση του ρυθμού ανάπτυξης μπορεί να προκύψει μέσω της ανάλυσης ιστορικών δεδομένων από την αύξηση είτε των πωλήσεων είτε των λειτουργικών ή καθαρών κερδών. Υπάρχει η δυνατότητα να εκτιμηθεί και από τα θεμελιώδη μεγέθη της επιχείρησης. Επίσης χαμηλότερα επιτόκια κόστους ιδίων κεφαλαίων και κόστους δανεισμού θα επηρέαζαν θετικά την αποτίμηση της εταιρείας ενώ υψηλότερα επιτόκια θα την επηρέαζαν αρνητικά. Τέλος τυχόν παραλείψεις κυρίως σε ταμειακές εκροές θα έδιναν στην εταιρεία υψηλότερη αξία. Αυτό μπορεί να συμβεί ιδιαίτερα στην περίπτωση όπου επιλέγεται ένας πολύ υψηλός ρυθμός ανάπτυξης χωρίς να λαμβάνονται υπόψη οι οικονομίες κλίμακας. Για παράδειγμα ένας πολύ υψηλός ρυθμός ανάπτυξης στην περίπτωση μιας βιομηχανίας θα απαιτούσε από ένα σημείο και μετά μια υψηλή ταμειακή εκροή για την δημιουργία επιπλέον εργοστασίου ώστε να είναι δυνατή η επιπλέον παραγωγή για να επιτευχθούν οι αυξημένες πωλήσεις. Το σημαντικότερο κομμάτι ωστόσο αποτελεί η διαδικασία της αποτίμησης η οποία μας δίνει στοιχεία και οπτική για την εταιρεία. Στην παρούσα εργασία θεωρώ αναδείχτηκαν οι προβληματισμοί που μπορεί να προκύψουν σε μια αποτίμηση, τα σημεία που είναι απαραίτητο να γίνει κάποια υποκειμενική εκτίμηση, όπως ο ρυθμός ανάπτυξης και η απόδοση στο διηνεκές, και τα σημεία προσοχής στα οποία πρέπει να μείνουμε συνεπείς, δηλαδή η συσχέτιση ταμειακών ροών και επιτοκίων.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

### Ξένη βιβλιογραφία

- Damodaran. (2006). *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. Wiley.
- Damodaran, A. (2008). Retrieved from Growth and Value: Past growth, predicted growth and fundamental growth:  
<https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/growthorigins.pdf>
- Damodaran, A. (2009). Retrieved from What is the Riskfree Rate? A Search for the Basic Building Block: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1317436](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1317436)
- Damodaran, A. (2009). Retrieved from Ups and Downs: Valuing Cyclical and Commodity Companies:  
<https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=831111064100004085105091022096103110060043028048003056002082103099098081123020118105097043100107049008028121086085014006126090020025003011053076001096119016007050022004078079116097072070071066096028092090093086>
- Damodaran, A. (2012). *INVESTMENT VALUATION*. John Wiley & Sons. Inc.
- Damodaran, A. (2014). *ΕΦΑΡΜΟΣΜΕΝΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΓΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ*. BROKEN HILL PUBLISHERS LTD.
- Damodaran, A. (2021). Retrieved from Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation, and Implications:  
[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3825823](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3825823)
- Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of theory and Empirical Work. *Journal of Finance*.

### Ελληνική βιβλιογραφία

- Βασιλείου, Δ., & Ηρειώτης, Ν. (2008). *ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ Θεωρία και Πρακτική*. Αθήνα: Rosili.
- Βασιλείου, Δ., & Ηρειώτης, Ν. (2015). *ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ*. Αθήνα: Rosili.

- Γεράσιμος Γ. Σαπουντζόγλου, Χ. Ν. (2017). *ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ*. ΑΘΗΝΑ:  
Εκδόσεις Ε. Μπένου.
- Λαζαρίδης, Θ. (2017). *Αποτίμηση Επιχειρήσεων*. Gutenberg.
- ΝΟΥΛΑΣ, Α. Γ. (2020). *ΑΓΟΡΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ*. ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΤΖΙΟΛΑ.
- Νούλας, Α. Γ. (2022). *ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ: Επενδυτικές και  
χρηματοδοτικές αποφάσεις*. ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΤΖΙΟΛΑ.

## ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΠΗΓΕΣ

<https://finance.yahoo.com/>

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

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

[https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/home.htm](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/home.htm)

<https://papers.ssrn.com/sol3/displayabstractsearch.cfm>

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

<https://www.moody's.com/>

<https://fred.stlouisfed.org/>

<https://www.lme.com/en/>

<https://www.alumil.com/greece/corporate/investor-relations>

<https://gr.investing.com/>

<https://www.capital.gr/epixeiriseis/3720821/i-alumil-elabe-tin-korufaia-pistopoiisi-ok-recycled/>

<https://www.capital.gr/epixeiriseis/3710589/i-alumil-anamesa-stis-the-most-sustainable-companies-in-greece-2023-gia-triti-sunexi-xronia/>

<https://www.alumil.com/greece/homeowners>

<https://macabacus.com/valuation/dcf-overview>

<https://www.investopedia.com/terms/d/dcf.asp#toc-advantages-and-disadvantages-of-dcf>

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Οικονομικές Καταστάσεις του Ομίλου ΑΛΟΥΜΥΛ Α.Ε.

Κατά σειρά ανά έτος ακολουθούν η κατάσταση οικονομικής θέσης(Ισολογισμός), η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης και η κατάσταση ταμειακών ροών για τα έτη 2020-2022



**ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΚΑΙ ΕΝΟΠΙΩΜΕΝΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ**  
**31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2020**  
**(όλα τα ποσά είναι εκφρασμένα σε ευρώ εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά)**

Σημ.	Ο ΟΜΙΛΟΣ		Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ		
	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2019	
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>					
<b>Μη Κυκλοφορούν ενεργητικό:</b>					
Ενσώματα πάγια στοιχεία	8	136.499.758	122.164.915	88.191.270	74.389.434
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	9	633.523	663.569	524.749	549.301
Επενδυτικά ακίνητα	10	307.695	168.764	-	-
Δικαιώματα χρήσης περιουσιακών στοιχείων	11	7.196.871	5.263.469	1.761.506	1.019.164
Συμμετοχές σε θυγατρικές	12	-	-	37.116.085	36.871.085
Επενδύσεις σε συμμετοχικούς τίτλους	13	-	717.312	-	717.312
Μικροπρόθεσμες απαιτήσεις	14	1.319.128	3.707.756	2.734.406	5.408.583
Ανυπαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	6	3.974.854	6.822.195	2.686.941	5.188.346
<b>Σύνολο μη κυκλοφορούντος ενεργητικού</b>		<b>149.931.829</b>	<b>139.507.980</b>	<b>133.014.957</b>	<b>124.143.225</b>
Αποθέματα	15	72.265.384	69.720.436	43.271.861	41.462.457
Εμπορικές απαιτήσεις	16	44.896.298	43.345.947	28.911.356	23.705.586
Λοιπές απαιτήσεις & προκαταβολές	17	9.051.973	5.934.207	5.799.116	2.316.917
Χρημ/κά στοιχεία στην εύλογη αξία μείωσ/των	13	98.761	115.190	98.761	115.190
Τομεικτά διαθέσιμα και υποδόνημα	19	20.122.258	16.834.425	7.540.763	5.347.723
<b>Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού</b>		<b>146.434.674</b>	<b>135.950.205</b>	<b>85.621.857</b>	<b>72.947.873</b>
Μη κυκλ. περι/κά στοιχεία προοριζόμενα προς πώληση	8	1.478.922	-	-	-
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>		<b>297.845.425</b>	<b>275.458.185</b>	<b>218.636.814</b>	<b>197.091.098</b>
<b>ΙΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>					
<b>Μετοχικό κεφάλαιο</b>					
Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτο	20	34.908.197	33.153.265	34.908.197	33.153.265
Αποθεματικό	21	59.940.672	58.464.332	61.791.898	59.542.217
Ζημία εις νέο		(81.381.043)	(88.069.959)	(95.920.549)	(100.323.539)
<b>Σύνολο ιδίων κεφαλαίων μετόχων Εταιρείας</b>		<b>25.460.887</b>	<b>11.693.650</b>	<b>12.772.607</b>	<b>517.955</b>
Μη ελέγχουσις συμμετοχές		32.624.484	32.481.815	-	-
<b>Σύνολο ιδίων κεφαλαίων</b>		<b>58.085.371</b>	<b>44.175.465</b>	<b>12.772.607</b>	<b>517.955</b>
Μικροπρόθεσμα δάνεια	23	160.627.986	3.938.428	156.885.675	-
Πρόβλεψη για αποζημίωση προσωπικού	24	2.530.594	2.230.384	1.829.985	1.532.014
Επχορηγήσεις παγίων	25	11.415.757	12.225.933	8.040.376	8.510.891
Λοιπές μικροπρόθεσμες υποχρεώσεις	27	164.787	211.964	157.292	191.607
Μικροπρόθεσμες υποχρεώσεις από μισθώσεις	28	5.043.314	3.647.326	1.001.319	643.662
Ανυπαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	6	611.021	639.620	-	-
<b>Σύνολο μικροπρόθεσμων υποχρεώσεων</b>		<b>180.393.459</b>	<b>22.893.655</b>	<b>167.914.647</b>	<b>10.878.174</b>
Εμπορικές υποχρεώσεις	26	31.709.630	28.379.464	21.323.045	17.924.825
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	27	13.188.111	11.599.551	9.787.788	6.231.526
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις από μισθώσεις	28	2.298.568	1.710.026	763.411	386.644
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	29	2.582.341	5.097.272	9.112	2.460.905
Μακρ/σμες υποχρ. πληρ. στην επόμ. χρήση	23	9.031.835	161.095.705	6.005.089	158.691.069
Φόροι εισοδήματος πληρωτέοι	30	556.110	507.047	61.115	-
<b>Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων</b>		<b>59.366.595</b>	<b>208.389.065</b>	<b>37.949.560</b>	<b>185.694.969</b>
<b>Σύνολο υποχρεώσεων</b>		<b>239.760.054</b>	<b>231.282.720</b>	<b>205.864.207</b>	<b>196.573.143</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>					
		<b>297.845.425</b>	<b>275.458.185</b>	<b>218.636.814</b>	<b>197.091.098</b>

*Οι συνημμένες σημειώσεις αποτελούν αναπόσπαστο μέρος των Οικονομικών Καταστάσεων*

**Α. Οικονομικές Καταστάσεις Ομίλου και Εταιρείας**

**ΕΝΟΠΙΩΜΕΝΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ  
ΤΗΣ ΧΡΗΣΕΩΣ ΠΟΥ ΕΛΗΞΕ ΤΗΝ  
31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2020**

(όλα τα ποσά είναι εκφρασμένα σε ευρώ εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά)

	Σημ.	Ο ΟΜΙΛΟΣ	
		01/01 – 31/12/2020	01/01 – 31/12/2019
<b>Συνεχιζόμενες δραστηριότητες</b>			
Έσοδα από συμβάσεις με πελάτες	5α	241.063.087	237.902.920
Έσοδα από κατασκευαστικά συμβόλαια	5α	-	3.622.963
<b>Σύνολο Εσόδων</b>	5α	<b>241.063.087</b>	<b>241.525.883</b>
Κόστος πωληθέντων	5γ	(180.898.913)	(178.327.640)
Κόστος έργων	5γ	-	(5.101.363)
<b>Συνολικό κόστος</b>	5γ	<b>(180.898.913)</b>	<b>(183.429.003)</b>
<b>Μικτό κέρδος</b>		<b>60.164.174</b>	<b>58.096.880</b>
Άλλα έσοδα και κέρδη	5β	7.533.984	4.953.416
Έξοδα λειτουργίας διαθέσιμης	5δ	(31.828.833)	(31.880.320)
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	5ε	(16.153.313)	(14.331.918)
Έξοδα έρευνας και ανάπτυξης	5στ	(2.078.520)	(1.595.657)
Καθαρές (ζημιές)/κέρδη από συν/κές διαφορές		(569.883)	939.945
Λοιπά έσοδα	5ζ	(3.984.403)	(2.874.827)
<b>Κέρδη από λειτουργικές δραστηριότητες</b>		<b>13.083.206</b>	<b>13.307.519</b>
Χρηματοοικονομικά έσοδα	5η	(7.007.045)	(8.652.511)
Χρηματοοικονομικά έσοδα	5η	4.881.638	138.807
<b>Κέρδη προ φόρων από συνεχιζόμενες δραστηριότητες</b>		<b>10.957.799</b>	<b>4.793.815</b>
Φόροι εισοδήματος	6	(1.738.213)	(1.527.800)
<b>Κέρδη μετά από φόρους από συνεχιζόμενες δραστηριότητες</b>		<b>9.219.586</b>	<b>3.266.015</b>
<b>Διακοπείσες δραστηριότητες</b>			
Ζημιές μετά από φόρους από διακοπείσα δραστηριότητα	12	-	(1.263.279)
<b>Κέρδη μετά από φόρους από συνεχιζόμενες και διακοπείσες δραστηριότητες</b>		<b>9.219.586</b>	<b>2.002.736</b>
<b>Αποδιδόμενα σε:</b>			
<b>Μετόχους της Μητρικής</b>		<b>7.245.017</b>	<b>(2.331.447)</b>
- Από συνεχιζόμενες δραστηριότητες		7.245.017	(1.052.649)
- Από διακοπείσες δραστηριότητες		-	(1.278.798)
<b>Μη ελέγχουσες συμμετοχές</b>		<b>1.974.569</b>	<b>4.334.183</b>
- Από συνεχιζόμενες δραστηριότητες		1.974.569	4.318.664
- Από διακοπείσες δραστηριότητες		-	15.519
		<b>9.219.586</b>	<b>2.002.736</b>
<b>Κέρδη/(Ζημιές) μετά από φόρους ανά μετοχή βασικά &amp; απομειωμένα</b>			
Κέρδη/(Ζημιές) μετά από φόρους ανά μετοχή από συνεχιζόμενες δραστηριότητες (βασικά & απομειωμένα)	7	0,2235	(0,0478)
Ζημιές μετά από φόρους ανά μετοχή από διακοπείσες δραστηριότητες (βασικές & απομειωμένες)	7	-	(0,0581)
	7	<b>0,2235</b>	<b>(0,1059)</b>

*Οι συνημμένες σημειώσεις αποτελούν αναπόσπαστο μέρος των Οικονομικών Καταστάσεων*

**ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΚΑΙ ΕΝΟΠΙΩΜΕΝΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ  
ΤΗΣ ΧΡΗΣΕΩΣ ΑΠΟ 01/01/2020 - 31/12/2020  
(όλα τα ποσά είναι εκφρασμένα σε ευρώ εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά)**

Σημ.	Ο ΟΜΙΛΟΣ		Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
	01/01 - 31/12/2020	01/01 - 31/12/2019	01/01 - 31/12/2020	01/01 - 31/12/2019
<b>Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες</b>				
Κέρδη/(Ζημιές) χρήσεως προ φόρων από συνεχιζόμενες δραστη/τες (Ζημιές)/Κέρδη χρήσεως προ φόρων από διακοπή δραστ/τα	10.957.799	4.793.815	5.261.499	(2.304.307)
<b>Κέρδη/(Ζημιές) χρήσεως προ φόρων</b>	<b>10.957.799</b>	<b>3.665.609</b>	<b>5.261.499</b>	<b>(2.304.307)</b>
Αναπροσαρμογές για:				
Αποσβέσεις	5η	12.601.844	10.632.487	6.982.052
Καθαρά (κέρδη)/ζημιές από πώληση ενσφαιμ. παγίων στοιχείων	5β, 5ζ	556.511	(395.680)	111.196
Ζημία από πώληση επενδυτικών ακινήτων	5ζ, 10	11.759	48.962	-
Ζημία από πώληση θυγατρικής	12	-	1.308.922	-
Υπερβία από απορρόφηση εταιρείας	13	(2.437.036)	-	(2.437.036)
Κέρδη από μεταβολές σε υποχρεώσεις από μισθώσεις	5β, 5ζ, 28	(98.910)	-	(8.684)
Κέρδη από αποτίμηση επενδύσεων σε συμμετοχικούς τίτλους	5η, 13	(4.090.872)	-	(4.090.872)
Καθαρό (κέρδος)/ζημία από αποσ/ση χρημ. στοιχείων σε εύλ. αξία	5η, 13	16.430	(54.466)	16.430
Μη πραγματοποιηθείσες συναλλαγμ. διαφορές	5η, 13	1.109.047	143.473	137.733
Πιστωτικοί τόκοι και συναφή έσοδα	5η	(42.626)	(35.682)	(81.373)
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	5η	6.964.615	8.682.015	5.871.097
Έσοδα συμμετοχών	5η	-	-	(2.746.723)
Απομείωση αξίας ακινήτων, εργατοστάσεων και εξοπλισμού	5ζ, 8	1.191.448	-	1.191.448
Ζημία από απομείωση συμμετοχών	5η, 12	-	-	496.116
Κέρδος από αναστροφή απομείωσης συμμετοχών	5η, 12	-	-	(573.438)
Καθαρή ζημία (κέρδος) από προζόφληση απαιτήσεων	5η, 14	(722.140)	(22.528)	(754.612)
Αποσβέσεις παρηρηγμένων	5β, 25	(793.671)	(892.260)	(470.515)
Καθαρά (κέρδη)/ζημιές από συν/κές διαφορές μετατροπής	5β, 16, 17	(480.621)	(117.912)	-
Έσοδα από υστερηματικές πρόβλεψεις	5β, 16, 17	(1.698.600)	(1.203.733)	(397.141)
Πρόβλεψη για επηρεασμένες απαιτήσεις	5ζ, 16, 17	1.562.065	1.633.396	1.433.043
Πρόβλεψη υστέρησης αποθεμάτων	5γ, 15	3.231.423	1.233.699	1.899.423
Πρόβλεψη για αποζημίωση προσαπαικω	5δ, 24	524.073	588.461	349.590
		<b>28.362.538</b>	<b>25.234.763</b>	<b>12.266.555</b>
<b>(Αύξηση) / Μείωση σε:</b>				<b>8.879.322</b>
Αποθέματα		(5.281.000)	30.174	(3.213.456)
Εμπορικές και λοιπές απαιτήσεις		923.891	(7.664.496)	(6.154.250)
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις		891.202	286.316	3.825.250
<b>Αύξηση / (Μείωση) σε:</b>				
Εμπορικές και λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις		1.440.918	(1.881.700)	3.485.951
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις		(54.392)	(27.015)	(34.317)
Πληρωμές για αποζημίωση προσαπαικω	24	(389.099)	(326.636)	(226.875)
<b>Μείον:</b>				
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα καταβεβλημένα		6.448.022	7.134.876	5.381.126
Φόροι εισοδήματος καταβεβλημένοι	30	1.184.180	1.090.487	-
<b>Καθαρές ταμειακές εισροές από λειτουργικές δραστηριότητες</b>		<b>18.261.856</b>	<b>7.426.043</b>	<b>4.567.732</b>
<b>Ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες</b>				
Αγορές ενσφαιμ. παγίων στοιχείων	8	(1.938.722)	(6.949.423)	(4.722.734)
Αποκτήση επενδύσεων σε ακίνητα	10	(207.684)	-	-
Εισπραξεις από πώληση ενσφαιμ. παγίων στοιχείων		2.211.624	1.670.365	1.936.563
Εισπραξεις από πώληση επενδυτικών ακινήτων	10	48.156	49.865	-
Αγορές άλλων περιουσιακών στοιχείων	9	(116.057)	(212.256)	(84.577)
Αύξηση ταμειακών διαθέσιμων από απορρόφηση εταιρείας	13	74.725	-	74.725
Τόκοι και συναφή έσοδα εισπραχθέντα		42.626	35.682	81.373
Μερίσματα εισπραχθέντα		-	-	2.746.723
Εισπραξεις από πώληση θυγατρικής (μειον διαθέσιμα θυγατρικής)	12	-	(959.487)	-
Επενδύσεις σε θυγατρικές	12	-	-	(245.000)
<b>Καθαρές ταμειακές (εκροές)/εισροές από επενδ. δραστ/τες</b>		<b>(9.885.332)</b>	<b>(6.365.254)</b>	<b>(212.927)</b>
<b>Ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες</b>				
Καθαρή μεταβολή βραχυπρόθεσμων δανείων	29	(105.541)	(826.969)	(42.403)
Εισπραξεις από εκδοθέντα μακροπρόθεσμα δάνεια	23	2.059.230	3.119.109	-
Εξοφλήσεις μακροπρόθεσμων δανείων	23	(3.501.044)	(4.861.934)	(1.758.084)
Πληρωμές υποχρεώσεων από μισθώσεις		(1.895.107)	(1.378.269)	(361.278)
Εισροές από μη ελεγχουσες συμμετοχές	12	99.720	104.681	-
Καταβολές σε μη ελεγχουσες συμμετοχές	12	-	(30.032)	-
Μερίσματα πληρωθέντα σε μη ελεγχουσες συμμετοχές	31	(1.383.717)	(1.254.458)	-
<b>Καθαρές ταμειακές εκροές από χρημ.τικές δραστηριότητες</b>		<b>(4.726.459)</b>	<b>(5.136.872)</b>	<b>(2.161.765)</b>
<b>Καθαρή αύξηση(μείωση) στα ταμειακά διαθέσιμα</b>		<b>3.650.065</b>	<b>(4.076.083)</b>	<b>2.193.040</b>
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα στην αρχή της χρήσεως	19	16.834.425	20.877.381	5.347.723
Συναλλαγμ. διαφορές στα ταμειακά διαθέσιμα		(362.232)	33.127	-
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα τέλους χρήσεως</b>	19	<b>20.122.258</b>	<b>16.834.425</b>	<b>7.540.763</b>

*Οι συντημένες σημειώσεις αποτελούν αναπόσπαστο μέρος των Οικονομικών Καταστάσεων*

**ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΚΑΙ ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ**  
**31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2021**  
**(όλα τα ποσά είναι εκφρασμένα σε ευρώ εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά)**

Σημ.	Ο ΟΜΙΛΟΣ		Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ		
	31/12/2021	31/12/2020* (Αναδιατυπωμένα)	31/12/2021	31/12/2020* (Αναδιατυπωμένα)	
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>					
<b>Μη Κυκλοφορούν ενεργητικό:</b>					
Ενοίκια πάγια στοιχεία	8	139.165.398	136.499.758	88.550.607	88.191.270
Άλλα περιουσιακά στοιχεία	9	489.287	633.523	385.480	524.749
Επενδυτικά ακίνητα	10	425.705	307.695	-	-
Δικαιώματα χρήσης περιουσιακών στοιχείων	11	6.762.357	7.196.871	1.639.034	1.761.506
Συμμετοχές σε θυγατρικές	12	-	-	38.303.876	37.116.085
Μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	14	1.141.656	1.319.128	2.401.734	2.734.406
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	6	1.064.508	3.768.765	179.435	2.491.404
<b>Σύνολο μη κυκλοφορούντος ενεργητικού</b>		<b>149.048.911</b>	<b>149.725.740</b>	<b>131.460.166</b>	<b>132.819.420</b>
Αποθέματα	15	103.058.143	72.265.384	62.751.891	43.271.861
Εμπορικές απαιτήσεις	16	60.564.064	44.896.298	35.256.444	28.911.356
Λοιπές απαιτήσεις & προκαταβολές	17	8.897.114	9.051.973	4.496.985	5.799.116
Χρηματ/κά στοιχεία στην εύλογη αξία μέσω αποτ/των	13	122.190	98.761	122.190	98.761
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	18	18.563.129	20.122.258	6.624.305	7.540.763
<b>Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού</b>		<b>191.204.640</b>	<b>146.434.674</b>	<b>109.251.815</b>	<b>85.621.857</b>
Μη κυκλ. περ/κά στοιχεία διακρατούμενα προς πώληση	8	-	1.478.922	-	-
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>		<b>340.253.551</b>	<b>297.639.336</b>	<b>240.711.981</b>	<b>218.441.277</b>
<b>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>					
Μετοχικό κεφάλαιο	19	11.993.061	11.993.061	11.993.061	11.993.061
Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο	19	34.908.197	34.908.197	34.908.197	34.908.197
Αποθεματικά	20	60.455.702	59.940.672	62.583.815	61.791.898
Ζημίες εις νέο		(65.721.413)	(80.720.071)	(84.825.121)	(95.301.350)
<b>Σύνολο ιδίων κεφαλαίων μετόχων Εταιρείας</b>		<b>41.635.547</b>	<b>26.121.859</b>	<b>24.659.952</b>	<b>13.391.806</b>
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		35.762.940	32.664.148	-	-
<b>Σύνολο ιδίων κεφαλαίων</b>		<b>77.398.487</b>	<b>58.786.007</b>	<b>24.659.952</b>	<b>13.391.806</b>
Μακροπρόθεσμα δάνεια	22	150.977.789	160.627.986	148.440.585	156.885.675
Πρόβλεψη για αποζημίωση προσωπικού	23	1.832.001	1.608.704	1.091.185	1.015.249
Επιχορηγήσεις παγίων	24	10.625.403	11.415.757	7.583.846	8.040.376
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	26	146.396	164.787	146.396	157.292
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις από μισθώσεις	27	4.613.666	5.043.314	736.081	1.001.319
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	6	904.500	626.186	-	-
<b>Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων</b>		<b>169.099.755</b>	<b>179.486.734</b>	<b>157.998.093</b>	<b>167.099.911</b>
Εμπορικές υποχρεώσεις	25	49.625.793	31.709.630	32.613.190	21.323.045
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	26	20.598.011	13.188.111	12.130.942	9.787.788
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις από μισθώσεις	27	1.934.892	2.298.568	421.186	763.411
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	28	6.609.073	2.582.341	2.775.901	9.112
Μακρ/σμες υποχρ. π/ρρ. στην επόμ. χρήση	22	11.923.244	9.031.835	8.095.249	6.005.089
Φόροι εισοδήματος πληρωτέοι	29	3.064.296	556.110	2.017.468	61.115
<b>Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων</b>		<b>93.755.309</b>	<b>59.366.595</b>	<b>58.053.936</b>	<b>37.949.560</b>
<b>Σύνολο υποχρεώσεων</b>		<b>262.855.064</b>	<b>238.853.329</b>	<b>216.052.029</b>	<b>205.049.471</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>		<b>340.253.551</b>	<b>297.639.336</b>	<b>240.711.981</b>	<b>218.441.277</b>

(\* ) Τα συγκριτικά μεγέθη της Κατάστασης Οικονομικής Θέσης έχουν αναμορφωθεί όπως περιγράφεται στη σημείωση 2.3.

## Α. Οικονομικές Καταστάσεις Ομίλου και Εταιρείας

### ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΤΗΣ ΧΡΗΣΕΩΣ ΠΟΥ ΕΛΗΞΕ ΤΗΝ 31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2021

(όλα τα ποσά είναι εκφρασμένα σε ευρώ εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά)

	Ο ΟΜΙΛΟΣ	
Σημ.	01/01 – 31/12/2021	01/01 – 31/12/2020* (Αναδιατυπωμένα)
Έσοδα από συμβάσεις με πελάτες	5α 315.173.046	241.063.087
Κόστος πωληθέντων	5γ (225.908.489)	(180.864.561)
<b>Μικτό κέρδος</b>	<b>89.264.557</b>	<b>60.198.526</b>
Άλλα έσοδα και κέρδη	5β 6.637.306	7.533.984
Έξοδα λειτουργίας διαθέσιμης	5δ (37.125.214)	(31.819.447)
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	5ε (17.664.461)	(16.135.593)
Έξοδα έρευνας και ανάπτυξης	5στ (2.687.192)	(2.076.929)
Καθαρά κέρδη/(ζημιές) από συν/κές διαφορές	1.044.098	(569.883)
Λοιπά έξοδα	5ζ (5.257.693)	(3.984.403)
<b>Κέρδη από λειτουργικές δραστηριότητες</b>	<b>34.211.401</b>	<b>13.146.255</b>
Χρηματοοικονομικά έξοδα	5η (6.524.681)	(7.007.045)
Χρηματοοικονομικά έσοδα	5η 402.031	4.881.638
<b>Κέρδη προ φόρων</b>	<b>28.088.751</b>	<b>11.020.848</b>
Φόροι εισοδήματος	6 (7.783.342)	(1.753.345)
<b>Κέρδη μετά από φόρους</b>	<b>20.305.409</b>	<b>9.267.503</b>
<b>Αποδιδόμενα σε:</b>		
Μετόχους της Μητρικής	15.834.202	7.289.133
Μη ελέγχουσες συμμετοχές	4.471.207	1.978.370
	<b>20.305.409</b>	<b>9.267.503</b>
<b>Κέρδη μετά από φόρους ανά μετοχή</b>		
- βασικά & απομειωμένα	7 <b>0,4885</b>	<b>0,2249</b>

**ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΚΑΙ ΕΝΟΠΙΩΜΕΝΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ**  
**ΤΗΣ ΧΡΗΣΕΩΣ ΑΠΟ 01/01/2021 – 31/12/2021**  
**(όλα τα ποσά είναι εκφρασμένα σε ευρώ εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά)**

	Σημ.	Ο ΟΜΙΛΟΣ		Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
		01/01 - 31/12/2021	01/01 - 31/12/2020 (Αναδιατυπωμένα)	01/01 - 31/12/2021	01/01 - 31/12/2020 (Αναδιατυπωμένα)
<b>Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες</b>					
Κέρδη χρήσεως προ φόρων		28.088.751	11.020.848	16.297.530	5.314.539
Αναπροσαρμογές για:					
Αποσβέσεις	5ι	11.719.060	12.601.844	5.929.205	6.982.052
Καθαρά (κέρδη)/ζημιές από πώληση ενσώμ. παγίων στοιχείων	5β, 5ζ	(1.474.592)	556.511	(387.557)	111.196
Ζημία από πώληση επενδυτικών ακινήτων	5ζ, 10	-	11.759	-	-
Υπεραξία από απορρόφηση εταιρείας	13	-	(2.437.036)	-	(2.437.036)
Κέρδη από μεταβολές σε υποχρεώσεις από μισθώσεις	5β, 5ζ, 27	(79.276)	(98.910)	(257)	(8.684)
Κέρδη από αποτίμηση επενδύσεων σε συμμετοχικούς τίτλους	5η, 13	-	(4.090.872)	-	(4.090.872)
Καθαρό (κέρδος)/ζημία από αποτίμηση χρημ. στοιχείων σε εάλ. αξία	5η, 13	(23.250)	16.430	(23.250)	16.430
Μη πραγματοποιηθείσες συναλλαγματικές διαφορές		(879.411)	1.109.047	10.616	137.733
Πιστωτικοί τόκοι και συναφή έσοδα	5η	(342.774)	(42.626)	(82.062)	(81.373)
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	5η	6.493.918	6.964.615	5.560.657	5.871.097
Έσοδα συμμετοχών	5η	-	-	(4.555.883)	(2.746.723)
Απομείωση αξίας ακινήτων, εγκαταστάσεων και εξοπλισμού	5ζ, 8	-	1.191.448	-	1.191.448
Ζημία από απομείωση συμμετοχών	5η, 12	-	-	35.890	-
Κέρδος από αναστροφή απομείωσης συμμετοχών	5η, 12	-	-	(1.221.629)	-
Καθαρό κέρδος από προεξόφληση απαιτήσεων	5η, 14	(5.243)	(722.140)	(14.010)	(754.612)
Αποσβέσεις επιχορηγήσεων	5β, 24	(777.546)	(793.671)	(456.530)	(470.515)
Καθαρές ζημιές/(κέρδη) από συν/κές διαφορές μετατροπής		505.693	(480.622)	-	-
Έσοδα από αχρησιμοποίητες προβλέψεις	5β, 16, 17	(1.689.428)	(1.698.600)	(430.663)	(397.141)
Πρόβλεψη για επισφαλείς απαιτήσεις	5ζ, 16, 17	2.089.337	1.562.065	2.149.078	1.433.043
Ζημία από διαγραφή απαιτήσεων	5ζ, 17	3.110.302	-	3.110.302	-
Πρόβλεψη υποτίμησης αποθεμάτων	5γ, 15	2.911.215	3.231.423	2.451.604	1.899.423
Πρόβλεψη για αποζημίωση προσωπικού	50, 23	631.256	461.025	396.787	296.550
		<b>50.278.012</b>	<b>28.362.538</b>	<b>28.769.828</b>	<b>12.266.555</b>
<b>(Αύξηση) / Μείωση σε:</b>					
Αποθέματα		(33.703.975)	(5.281.000)	(21.931.633)	(3.213.456)
Εμπορικές και λοιπές απαιτήσεις		(21.036.085)	923.891	(9.883.212)	(6.154.250)
Λοιπές μικροπρόθεσμες απαιτήσεις		191.483	891.202	346.680	3.825.250
<b>Αύξηση / (Μείωση) σε:</b>					
Εμπορικές και λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις		26.228.236	1.440.918	13.402.628	3.485.951
Λοιπές μικροπρόθεσμες υποχρεώσεις		(8.296)	(54.392)	(10.894)	(34.317)
Πληρωμές για αποζημίωση προσωπικού	23	(439.119)	(389.099)	(326.805)	(226.875)
<b>Μείων:</b>					
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα καταβληθέντα		(6.131.942)	(6.448.022)	(5.329.066)	(5.381.126)
Φόροι εισοδήματος καταβληθέντοι	29	(2.271.197)	(1.184.180)	(755.108)	-
<b>Καθαρές ταμειακές εισροές από λειτουργικές δραστηριότητες</b>		<b>13.107.117</b>	<b>18.261.856</b>	<b>4.282.418</b>	<b>4.567.732</b>
<b>Ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες</b>					
Αγορές ενσώματων παγίων στοιχείων	8	(11.412.863)	(11.938.722)	(5.924.483)	(4.722.734)
Απόκτηση επενδύσεων σε ακίνητα	10	-	(207.684)	-	-
Εισπραξίες από πώληση ενσώματων παγίων στοιχείων		3.130.416	2.211.624	473.472	1.936.563
Εισπραξίες από πώληση επενδυτικών ακινήτων		-	48.156	-	-
Αγορές άλλων περιουσιακών στοιχείων	9	(176.144)	(116.057)	(35.948)	(84.577)
Αύξηση ταμειακών διαθεσίμων από απορρόφηση εταιρείας	13	-	74.725	-	74.725
Τόκοι και συναφή έσοδα εισπραχθέντα		342.774	42.626	82.062	81.373
Μερίσματα εισπραχθέντα		-	-	4.555.883	2.746.723
Πληρωμές για απόκτηση χρημ/κών στοιχείων σε εύλογη αξία	13	(178)	-	(178)	-
Επενδύσεις σε θυγατρικές	12	-	-	(2.051)	(245.000)
<b>Καθαρές ταμειακές εκροές από επενδ. δραστηριότητες</b>		<b>(8.115.995)</b>	<b>(9.885.332)</b>	<b>(851.243)</b>	<b>(212.927)</b>
<b>Ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες</b>					
Καθαρή μεταβολή βραχυπρόθεσμων δανείων	28	4.026.732	(105.541)	2.766.789	(42.403)
Εισπραξίες από εκδοθέντα μικροπρόθεσμα δάνεια	22	1.000.000	2.059.230	-	-
Εξοφλήσεις μικροπρόθεσμων δανείων	22	(8.421.699)	(3.501.044)	(6.354.930)	(1.758.084)
Πληρωμές υποχρεώσεων από μισθώσεις		(2.129.831)	(1.895.107)	(759.492)	(361.278)
Εισροές από μη ελέγχουσες συμμετοχές	12	507.804	99.720	-	-
Καταβολές σε μη ελέγχουσες συμμετοχές	12	(2.051)	-	-	-
Μερίσματα πληρωθέντα σε μη ελέγχουσες συμμετοχές	30	(1.660.247)	(1.383.717)	-	-
<b>Καθαρές ταμειακές εκροές από χρηματ/κές δραστηριότητες</b>		<b>(6.679.292)</b>	<b>(4.726.459)</b>	<b>(4.347.633)</b>	<b>(2.161.765)</b>
<b>Καθαρή (μείωση)/αύξηση στα ταμειακά διαθέσιμα</b>		<b>(1.688.170)</b>	<b>3.650.065</b>	<b>(916.458)</b>	<b>2.193.040</b>
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα στην αρχή της χρήσεως	18	20.122.258	16.834.425	7.540.763	5.347.723
Συναλλαγματικές διαφορές στα ταμειακά διαθέσιμα		129.041	(362.232)	-	-
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα τέλους χρήσεως</b>	18	<b>18.563.129</b>	<b>20.122.258</b>	<b>6.624.305</b>	<b>7.540.763</b>



**ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΚΑΙ ΕΝΟΠΙΩΜΕΝΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ  
31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2022**

(όλα τα ποσά είναι εκφρασμένα σε ευρώ εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά)

Σημ.	Ο ΟΜΙΛΟΣ		Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ		
	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2021	
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>					
<b>Μη Κυκλοφορούν ενεργητικό</b>					
Ενσώματα πάγια στοιχεία	8	137.816.855	139.165.398	90.659.475	88.550.607
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	9	1.112.422	489.287	985.230	385.480
Επενδυτικά ακίνητα	10	486.807	425.705	-	-
Δικαιώματα χρήσης περιουσιακών στοιχείων	11	6.664.146	6.762.357	1.768.448	1.639.034
Συμμετοχές σε θυγατρικές	12	-	-	36.690.525	38.303.876
Επενδύσεις σε συγγενείς	13	658.535	-	592.500	-
Μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	14	812.966	1.141.656	2.100.707	2.401.734
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	6	592.227	1.064.508	-	179.435
<b>Σύνολο μη κυκλοφορούντος ενεργητικού</b>		<b>148.143.958</b>	<b>149.048.911</b>	<b>132.796.885</b>	<b>131.460.166</b>
<b>Κυκλοφορούν ενεργητικό</b>					
Αποθέματα	15	112.657.720	103.058.143	68.107.930	62.751.891
Εμπορικές απαιτήσεις	16	71.214.198	60.564.064	38.352.546	35.256.444
Λοιπές απαιτήσεις & προκαταβολές	17	7.234.090	8.897.114	3.529.422	4.496.985
Χρηματ/κά στοιχεία στην εύλογη αξία μέσω αποτίτων	13	24.674	122.190	24.674	122.190
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	18	19.272.853	18.563.129	7.362.666	6.624.305
<b>Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού</b>		<b>210.403.535</b>	<b>191.204.640</b>	<b>117.377.238</b>	<b>109.251.815</b>
Μη κυκλ. περι/κά στοιχεία διακρατούμενα προς πώληση	8	2.465.366	-	2.465.366	-
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>		<b>361.012.859</b>	<b>340.253.551</b>	<b>252.639.489</b>	<b>240.711.981</b>
<b>ΙΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>					
<b>Ίδια κεφάλαια</b>					
Μετοχικό κεφάλαιο	19	11.993.061	11.993.061	11.993.061	11.993.061
Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο	19	34.908.197	34.908.197	34.908.197	34.908.197
Αποθεματικά	20	61.778.146	60.455.702	63.530.301	62.583.815
Ζημιές εις νέο		(44.276.799)	(65.721.413)	(70.007.711)	(84.825.121)
<b>Σύνολο ιδίων κεφαλαίων μετόχων Εταιρείας</b>		<b>64.402.605</b>	<b>41.635.547</b>	<b>40.423.848</b>	<b>24.659.952</b>
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		37.655.645	35.762.940	-	-
<b>Σύνολο ιδίων κεφαλαίων</b>		<b>102.058.250</b>	<b>77.398.487</b>	<b>40.423.848</b>	<b>24.659.952</b>
<b>Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>					
Μακροπρόθεσμα δάνεια	22	139.023.023	150.977.789	136.683.547	148.440.585
Πρόβλεψη για αποζημίωση προσωπικού	23	1.440.942	1.832.001	917.919	1.091.185
Επιχορηγήσεις παγίων	24	11.282.662	10.625.403	8.557.703	7.583.846
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	26	107.105	146.396	107.105	146.396
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις από μισθώσεις	27	4.141.913	4.613.666	680.014	736.081
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	6	2.672.252	904.500	2.163.109	-
<b>Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων</b>		<b>158.667.897</b>	<b>169.099.755</b>	<b>149.109.397</b>	<b>157.998.093</b>
<b>Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>					
Εμπορικές υποχρεώσεις	25	49.153.702	49.625.793	27.413.345	32.613.190
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	26	22.399.208	20.598.011	16.841.989	12.130.942
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις από μισθώσεις	27	2.168.279	1.934.892	525.091	421.186
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	28	6.566.278	6.609.073	3.866.643	2.775.901
Μακρ/σμες υποχρ. κληρ. στην επόμ. χρήση	22	17.580.789	11.923.244	13.519.888	8.095.249
Φόροι εισοδήματος πληρωτέοι	29	2.418.456	3.064.296	939.288	2.017.468
<b>Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων</b>		<b>100.286.712</b>	<b>93.755.309</b>	<b>63.106.244</b>	<b>58.053.936</b>
<b>Σύνολο υποχρεώσεων</b>		<b>258.954.609</b>	<b>262.855.064</b>	<b>212.215.641</b>	<b>216.052.029</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>		<b>361.012.859</b>	<b>340.253.551</b>	<b>252.639.489</b>	<b>240.711.981</b>

**Α. Οικονομικές Καταστάσεις Ομίλου και Εταιρείας**

**ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ  
ΤΗΣ ΧΡΗΣΕΩΣ ΠΟΥ ΕΛΗΞΕ ΤΗΝ  
31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2022**

(όλα τα ποσά είναι εκφρασμένα σε ευρώ εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά)

Σημ.	Ο ΟΜΙΛΟΣ	
	01/01 – 31/12/2022	01/01 – 31/12/2021
Έσοδα από συμβάσεις με πελάτες	5α 402.476.243	315.173.046
Κόστος πωληθέντων	5γ (297.559.090)	(225.908.489)
<b>Μικτό κέρδος</b>	<b>104.917.153</b>	<b>89.264.557</b>
Άλλα έσοδα και κέρδη	5β 11.461.541	6.637.306
Έξοδα λειτουργίας διαθέσεως	5δ (41.617.275)	(37.125.214)
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	5ε (21.794.332)	(17.664.461)
Έξοδα έρευνας και ανάπτυξης	5στ (3.102.026)	(2.687.192)
Καθαρές (ζημίες)/κέρδη από συν/κές διαφορές	(3.065.635)	1.044.098
Λοιπά έξοδα	5ζ (2.213.292)	(5.257.693)
<b>Κέρδη από λειτουργικές δραστηριότητες</b>	<b>44.586.134</b>	<b>34.211.401</b>
Χρηματοοικονομικά έξοδα	5η (10.263.758)	(6.524.681)
Χρηματοοικονομικά έσοδα	5ι 336.079	402.031
Ζημίες από συγγενείς εταιρείες	12 (8.965)	-
<b>Κέρδη προ φόρων</b>	<b>34.649.490</b>	<b>28.088.751</b>
Φόροι εισοδήματος	6 (6.974.116)	(7.783.342)
<b>Κέρδη μετά από φόρους</b>	<b>27.675.374</b>	<b>20.305.409</b>
<b>Αποδιδόμενα σε:</b>		
Μετόχους της Μητρικής	23.103.405	15.834.202
Μη ελέγχουσες συμμετοχές	4.571.969	4.471.207
	<b>27.675.374</b>	<b>20.305.409</b>
<b>Κέρδη μετά από φόρους ανά μετοχή</b>		
- βασικά & απομειωμένα	7 <b>0,7128</b>	<b>0,4885</b>



**ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΚΑΙ ΕΝΟΠΙΩΜΕΝΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ  
ΤΗΣ ΧΡΗΣΕΩΣ ΑΠΟ 01/01/2022 – 31/12/2022**

**(όλα τα ποσά είναι εκφρασμένα σε ευρώ εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά)**

	Σημ.	Ο ΟΜΙΛΟΣ		Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
		01/01 - 31/12/2022	01/01 - 31/12/2021	01/01 - 31/12/2022	01/01 - 31/12/2021
<b>Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες</b>					
Κέρδη χρήσεως προ φόρων		34.649.490	28.088.751	19.634.503	16.297.530
Αναπροσαρμογές για:					
Αποσβέσεις		12.700.178	11.719.060	6.690.338	5.929.205
Καθαρά (κέρδη)/ζημιές από πώληση ενσωμ. παγίων στοιχείων	5τ	(77.408)	(1.474.592)	(94.306)	(387.557)
Κέρδη από πώληση επενδυτικών ακινήτων	5β, 5ς	(19.574)	-	-	-
Κέρδη από μεταβολές σε υποχρεώσεις από μεθόδους	5ς, 10	(87.802)	(79.276)	(728)	(257)
Καθαρό (κέρδος)/ζημία από απόσ/ση χρημ. στοιχείων σε ειλ. αξία	5β, 5ς, 27	(6)	(23.250)	(6)	(23.250)
Μη πραγματοποιηθείσες συναλλαγματικές διαφορές	5η, 13	3.466.362	(879.411)	3.082	10.616
Πιστωτικοί τόκοι και συναφή έσοδα	5η	(326.069)	(342.774)	(80.793)	(82.062)
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	5η	10.263.126	6.493.918	7.943.654	5.560.657
Ζημιές από συγγενείς εταιρείες	13	8.965	-	-	-
Κέρδη από αναστροφή ζημίας απομείωσης παγίων	5β, 8	(2.800.316)	-	(2.800.316)	-
Έσοδα συμμετοχών	5η	-	-	(3.836.252)	(4.555.883)
Απομείωση αξίας ακινήτων, εγκαταστάσεων και εξοπλισμού	5ς, 8	113.408	-	-	-
Ζημία από απομείωση συμμετοχών	5η, 12	-	-	584.492	35.890
Κέρδος από αναστροφή απομείωσης συμμετοχών	5η, 12	-	-	-	(1.221.629)
Καθαρό κέρδος από προεξόφληση απαιτήσεων	5η, 14	(9.756)	(5.243)	(72.848)	(14.010)
Αποσβέσεις επανομηρίων	5β, 24	(823.245)	(777.546)	(504.726)	(456.530)
Καθαρές ζημιές/(κέρδη) από συν/κές διαφορές μετατροπής		2.066.328	505.693	-	-
Έσοδα από αχρησιμοποιητές προβλέψεις	5β, 16, 17	(1.544.328)	(1.689.428)	(860.600)	(430.663)
Πρόβλεψη για απομείωση απαιτήσεων	5ς, 16, 17	1.328.101	2.089.337	1.216.738	2.149.078
Ζημία από διαγραφή απαιτήσεων	5ς, 17	-	3.110.302	-	3.110.302
Πρόβλεψη υποτίμησης αποθεμάτων	5γ, 15	2.613.283	2.911.215	1.791.853	2.451.604
Έσοδα από μη χρησιμοποιηθείσα πρόβλεψη για αποζημίωση προσωπικού	5β, 23	(36.733)	-	-	-
Πρόβλεψη για αποζημίωση προσωπικού	5β, 23	793.205	631.256	494.769	396.787
		<b>62.277.209</b>	<b>50.278.012</b>	<b>30.108.854</b>	<b>28.769.828</b>
<b>(Αύξηση) / Μείωση σε:</b>					
Αποθέματα		(12.212.857)	(33.703.975)	(7.147.892)	(21.931.633)
Εμπορικές και λοιπές απαιτήσεις		(10.801.199)	(21.036.085)	(2.498.920)	(9.883.212)
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις		401.539	191.483	373.880	346.680
<b>Αύξηση / (Μείωση) σε:</b>					
Εμπορικές και λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις		(2.867.407)	26.228.236	(1.271.442)	13.402.628
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις		(39.291)	(8.296)	(39.291)	(10.894)
Πληρωμές για αποζημίωση προσωπικού	23	(976.829)	(439.119)	(490.002)	(326.805)
<b>Μειών:</b>					
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα καταβεβλημένα		(7.277.609)	(6.131.942)	(5.682.197)	(5.329.066)
Φόροι εισοδήματος καταβεβλημένοι	29	(5.046.435)	(2.271.197)	(2.784.275)	(755.108)
<b>Καθαρές ταμειακές εισροές από λειτουργικές δραστηριότητες</b>		<b>23.457.121</b>	<b>13.107.117</b>	<b>10.568.715</b>	<b>4.282.418</b>
<b>Ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες</b>					
Αγορές ενσώματων παγίων στοιχείων	8	(11.997.913)	(11.412.863)	(7.252.150)	(5.924.483)
Εισπράξεις από πώληση ενσώματων παγίων στοιχείων		458.347	3.130.416	217.795	473.472
Εισπράξεις από πώληση επενδυτικών ακινήτων		261.739	-	-	-
Αγορές άυλων περιουσιακών στοιχείων	9	(78.056)	(176.144)	(6.341)	(35.948)
Τόκοι και συναφή έσοδα εισπραχθέντα		87.839	342.774	80.793	82.062
Μερίσματα εισπραχθέντα		-	-	3.836.252	4.555.883
Εισπράξεις από πώληση χρημ. στοιχ. σε ειλ. αξία μέσω αποτελ.		120.022	-	120.022	-
Πληρωμές για απόκτηση μετοχών σε συγγενή εταιρεία	13	(667.500)	-	(592.500)	-
Πληρωμές για απόκτηση χρημ/κών στοιχείων σε ειλ. αξία	13	(22.500)	(178)	(22.500)	(178)
Επενδύσεις σε θυγατρικές	12	-	-	(9.946)	(2.051)
<b>Καθαρές ταμειακές εκροές από επενδ. δραστηριότητες</b>		<b>(11.838.022)</b>	<b>(8.115.995)</b>	<b>(3.628.575)</b>	<b>(851.243)</b>
<b>Ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες</b>					
Καθαρή μεταβολή βραχυπρόθεσμων δανείων	22	(42.795)	4.026.732	1.090.742	2.766.789
Εισπράξεις από εκδοθέντα μακροπρόθεσμα δάνεια	22	2.034.500	1.000.000	-	-
Εξοφλήσεις μακροπρόθεσμων δανείων	22	(8.581.578)	(8.421.699)	(6.761.257)	(6.354.930)
Πληρωμές υποχρεώσεων από μεθόδους	27	(2.222.348)	(2.129.831)	(531.264)	(759.492)
Εισροές από μη ελέγχουσες συμμετοχές	12	12.081	507.804	-	-
Καταβολές σε μη ελέγχουσες συμμετοχές	12	(218)	(2.051)	-	-
Μερίσματα πληρωθέντα σε μη ελέγχουσες συμμετοχές	30	(1.816.107)	(1.660.247)	-	-
<b>Καθαρές ταμειακές εκροές από χρημ/κές δραστηριότητες</b>		<b>(10.616.465)</b>	<b>(6.679.292)</b>	<b>(6.201.779)</b>	<b>(4.347.633)</b>
<b>Καθαρή αύξηση/(μείωση) στα ταμειακά διαθέσιμα</b>		<b>1.002.634</b>	<b>(1.688.170)</b>	<b>738.361</b>	<b>(916.458)</b>
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα στην αρχή της χρήσεως	18	18.563.129	20.122.258	6.624.305	7.540.763
Συναλλαγματικές διαφορές στα ταμειακά διαθέσιμα		(292.910)	129.041	-	-
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα τέλους χρήσεως</b>	18	<b>19.272.853</b>	<b>18.563.129</b>	<b>7.362.666</b>	<b>6.624.305</b>