



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

Διπλωματική Εργασία

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ HELLENiQ ENERGY



ΤΟΥ

ΙΩΑΝΝΗ ΚΑΛΑΜΑΡΑ

Επιβλέπων Καθηγητής: Συμεών Παπαδόπουλος

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

Νοέμβριος 2023

## **ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ**

Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον κύριο Συμεών Παπαδόπουλο, τον επιβλέποντα καθηγητή μου, για την άριστη συνεργασία και καθοδήγηση που μου προσέφερε κατά την διαδικασία ολοκλήρωσης αυτής της εργασίας.

Επίσης, θα ήθελα να ευχαριστήσω το σύνολο των καθηγητών του προγράμματος μεταπτυχιακών σπουδών «Λογιστική και Χρηματοοικονομική», οι οποίοι εμπλούτισαν τις γνώσεις μου σε πολλούς τομείς.

## Περίληψη

Η παρούσα μελέτη αφορά την αποτίμηση της εταιρίας HELLENiQ ENERGY, μία από τις μεγαλύτερες εταιρίες πετρελαιοειδών και ενέργειας στην Νοτιοανατολική Ευρώπη. Η αποτίμηση της παρούσας εταιρίας, η οποία είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών και Λονδίνου, αποτελεί αξιοσημείο εργαλείο στους επενδυτές και στην επένδυση των κεφαλαίων τους.

Κατ' αρχήν, παρουσιάζεται το θεωρητικό κομμάτι όπου επεξηγούνται ο όρος της αξίας και οι διάφοροι μέθοδοι αποτίμησης των επιχειρήσεων, μέσα από την μελέτη και την ανάλυση σημαντικών οικονομικών μελετητών και αναλυτών.

Έπειτα, γίνεται μια παρουσίαση της εταιρίας, με αναφορά στην ιστορική αναδρομή της και στους βασικούς της στόχους και σκοπούς, και μια στρατηγική ανάλυση, καταλήγοντας σε χρήσιμα συμπεράσματα μέσα από την μέθοδο της SWOT analysis.

Η παρουσίαση μιας χρηματοοικονομικής ανάλυσης, στα επόμενα κεφάλαια, με την χρήση αριθμοδεικτών συμβάλλει στην καλύτερη κατανόηση της οικονομικής κατάστασης της εταιρίας.

Για την ολοκλήρωση της παρούσας μελέτης έχει διενεργηθεί η αποτίμηση της επιχείρησης σύμφωνα με την μέθοδο της προεξόφλησης ταμειακών ροών, και συγκεκριμένα το μοντέλο ελεύθερων ταμειακών ροών. Πάρθηκαν ρεαλιστικές υποθέσεις και αντλήθηκαν πραγματικά στοιχεία.

Για την επίτευξη της μελέτης χρησιμοποιήθηκαν δεδομένα τα οποία αντλήθηκαν από τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης αλλά και από έγκυρους Ελληνικούς και διεθνείς οργανισμούς.

Λέξεις κλειδιά: Αποτίμηση επιχείρησης, Χρηματοοικονομική Ανάλυση, Οικονομικοί Δείκτες, Ταμειακές ροές, Υπολειμματική αξία.

## **Abstract**

The present study focuses on the valuation of HELLENiQ ENERGY, one of the largest petroleum and energy companies in Southeastern Europe. The assessment of this company, listed on both the Athens and London Stock Exchanges, serves as a remarkable tool for investors in managing their capital.

To begin, the theoretical framework is introduced, wherein the concept of valuation and various methods for assessing businesses are elucidated through the examination and analysis of critical economic indicators and analysts' studies.

Subsequently, a comprehensive presentation of the company is provided, tracing its historical trajectory and elucidating its key objectives and goals. This is followed by a strategic analysis culminating in valuable insights derived from the SWOT analysis method.

The presentation of financial analysis, in the following chapters, utilizing a range of financial metrics, contributes to a deeper comprehension of the company's financial standing.

To complete this study, an assessment of the enterprise was conducted using the discounted cash flow method, specifically the free cash flow model. Realistic assumptions were made, drawing from authentic data sources.

In the pursuit of this study, data were sourced from the published financial statements of the company and from reputable Greek and international organizations.

Keywords: Company Valuation, Financial Analysis, Financial Ratios, Cash Flows, Residual Value.

## Πίνακας Περιεχομένων

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Εισαγωγή .....	1
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Βιβλιογραφική Ανασκόπηση .....	2
2.1 Η αξία της επιχείρησης.....	2
2.2 Παράγοντες που επηρεάζουν την αξία μιας επιχείρησης.....	3
2.3 Αποτίμηση μιας επιχείρησης .....	5
2.4 Μύθοι αποτίμησης επιχειρήσεων.....	6
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Μέθοδοι Αποτίμησης .....	7
3.1 Μέθοδοι Αποτίμησης Εταιρικής Αξίας.....	7
3.2 Η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών (DCF Model) .....	10
3.3 Εφαρμογή της μεθόδου προεξόφλησης ταμειακών ροών .....	11
3.4 Λειτουργικές και ελεύθερες ταμειακές ροές .....	12
3.5 Ελεύθερες ταμειακές ροές προς την επιχείρηση και τους μετόχους.....	14
3.6 Υπολογισμός προεξοφλητικού επιτοκίου.....	16
3.7 Υπολειμματική αξία .....	17
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Παρουσίαση της εταιρίας HELLENiQ ENERGY .....	18
4.1 Εισαγωγή.....	18
4.2 Ιστορική αναδρομή της εταιρείας .....	20
4.3 Κύριες δραστηριότητες του ομίλου .....	22
4.4 Πορεία της μετοχής και μετοχική σύνθεση.....	24
4.5 Στόχοι και βασικές αξίες ομίλου.....	26
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Στρατηγική ανάλυση .....	27
5.1 Εισαγωγή.....	27
5.2 Στρατηγική του ομίλου.....	27
5.3 SWOT analysis .....	28
5.4 Συμπεράσματα στρατηγικής ανάλυσης.....	32
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: Χρηματοοικονομική ανάλυση .....	33
6.1 Εισαγωγή.....	33
6.2 Βασικές λογιστικές αρχές.....	34
6.3 Χρηματοοικονομικοί κίνδυνοι και διαχείριση.....	35
6.4 Συμπεράσματα ανάλυσης κινδύνων.....	37
6.5 Κερδοφορία .....	38
6.6 Ανάλυση βάσει Χρηματοοικονομικών Δεικτών.....	39
6.6.1 Δείκτες ρευστότητας.....	40

6.6.2 Δείκτες δραστηριότητας .....	45
6.6.3 Δείκτες χρέους ή μόχλευσης .....	48
6.6.4 Δείκτες κερδοφορίας .....	49
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: Αποτίμηση της εταιρίας HELLENiQ ENERGY .....</b>	<b>54</b>
7.1 Εισαγωγή.....	54
7.2 Υπολογισμός του κόστους ιδίων κεφαλαίων.....	54
7.3 Υπολογισμός του κόστους δανεισμού.....	56
7.4 Ποσοστό συμμετοχής ιδίων και ξένων κεφαλαίων.....	57
7.5 Υπολογισμός του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC) .....	58
7.6 Προβλέψεις Ρυθμού Ανάπτυξης (g).....	58
7.7 Υπολογισμός των ελεύθερων ταμειακών ροών .....	60
7.8 Εκτίμηση Υπολειμματικής Αξίας .....	63
7.9 Αξία επιχείρησης HELLENiQ ENERGY .....	64
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8: Συμπεράσματα .....</b>	<b>65</b>
<b>Βιβλιογραφία.....</b>	<b>67</b>
<b>Παράρτημα.....</b>	<b>70</b>

## **Κατάλογος Πινάκων**

Πίνακας 1 - Παράγοντες προσδιορισμού της πορείας αξίας των μετοχών .....	4
Πίνακας 2 - Κύριοι Μέθοδοι Αποτίμησης Αξίας κατά τον P. Fernandez .....	9
Πίνακας 3 - Κύρια οικονομικά στοιχεία εταιρίας, έτους 2022.....	18
Πίνακας 4 - SWOT Analysis .....	33
Πίνακας 5 - Δείκτες Γενικής Ρευστότητας HELLENiQ ENERGY .....	41
Πίνακας 6 - Δείκτες Άμεσης Ρευστότητας HELLENiQ ENERGY .....	42
Πίνακας 7 - Δείκτες Μετρητών HELLENiQ ENERGY .....	43
Πίνακας 8 - Δείκτες Κεφαλαίου Κίνησης HELLENiQ ENERGY .....	44
Πίνακας 9 - Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων HELLENiQ ENERGY.....	45
Πίνακας 10 - Μέση Περίοδος Είσπραξης Απαιτήσεων HELLENiQ ENERGY .....	46
Πίνακας 11 - Δείκτης Συνολικής Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού HELLENiQ ENERGY .....	47
Πίνακας 12 - Δείκτης χρέους HELLENiQ ENERGY .....	48
Πίνακας 13 - Δείκτης χρέους προς ίδια κεφάλαια HELLENiQ ENERGY .....	49

Πίνακας 14 - Δείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους HELLENiQ ENERGY .....	50
Πίνακας 15 - Δείκτης ROE HELLENiQ ENERGY .....	51
Πίνακας 16 - Δείκτης ROA HELLENiQ ENERGY .....	52
Πίνακας 17 - Δείκτης Οικονομικής Μόχλευσης HELLENiQ ENERGY.....	53
Πίνακας 18 - Μέσος όρος απόδοσης μηδενικού κινδύνου.....	55
Πίνακας 19 - Σταθμισμένος μέσος όρος του κόστους δανεισμού .....	56
Πίνακας 20 - Κεφαλαιακή διάρθρωση εταιρίας .....	57
Πίνακας 21 - Υπολογισμός gEBIT ομίλου .....	59
Πίνακας 22 – GDP Growth.....	60
Πίνακας 23 - Υποθέσεις για την πρόβλεψη μεγεθών .....	62
Πίνακας 24 - FCFF HELLENiQ ENERGY .....	63
Πίνακας 25 - Πίνακας Υπολογισμού Παρούσας Αξίας .....	64

## **Κατάλογος Διαγραμμάτων**

Διάγραμμα 1 - Εταιρική Δομή της εταιρίας HELLENiQ ENERGY .....	19
Διάγραμμα 2 - Πορεία μετοχής HELLENiQ ENERGY 03.10.2022-29.09.2023 .....	24
Διάγραμμα 3 - Διάγραμμα Δείκτη Γενικής Ρευστότητας HELLENiQ ENERGY .....	41
Διάγραμμα 4 - Διάγραμμα Δείκτη Άμεσης Ρευστότητας HELLENiQ ENERGY .....	42
Διάγραμμα 5 - Διάγραμμα Δείκτη Μετρητών HELLENiQ ENERGY .....	43
Διάγραμμα 6 - Διάγραμμα Κεφαλαίου Κίνησης HELLENiQ ENERGY .....	44
Διάγραμμα 7 - Διάγραμμα Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων HELLENiQ ENERGY	45
Διάγραμμα 8 - Διάγραμμα Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων HELLENiQ ENERGY	46
Διάγραμμα 9 - Διάγραμμα δείκτη Συνολικής Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού HELLENiQ ENERGY .....	47
Διάγραμμα 10 - Διάγραμμα δείκτη χρέους HELLENiQ ENERGY .....	48
Διάγραμμα 11 - Διάγραμμα χρέους προς ίδια κεφάλαια HELLENiQ ENERGY .....	49
Διάγραμμα 12 - Διάγραμμα Μικτού Περιθωρίου Κέρδους HELLENiQ ENERGY .....	50
Διάγραμμα 13 - Διάγραμμα ROE HELLENiQ ENERGY .....	51
Διάγραμμα 14 - Διάγραμμα ROA HELLENiQ ENERGY.....	52
Διάγραμμα 15 - Διάγραμμα Οικονομικής Μόχλευσης HELLENiQ ENERGY .....	53
Διάγραμμα 16 - Διάγραμμα GDR.....	62

## **Κατάλογος Εικόνων**

Εικόνα 1 - Τελευταίες πληροφορίες μετοχής HELLENiQ ENERGY .....	24
Εικόνα 2 - Μετοχική σύνθεση.....	25
Εικόνα 3 - Βασικά οικονομικά και λειτουργικά μεγέθη ομίλου, έτος 2022 .....	39
Εικόνα 4 - Επιλεγμένα στοιχεία ενοποιημένων χρηματοοικονομικών καταστάσεων.....	39



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Εισαγωγή

Η διαδικασία της αποτίμησης μιας εταιρίας θεωρείται σημαντική και απαραίτητη, καθώς αποτελεί σημαντικό εργαλείο λήψης αποφάσεων τόσο για τους υποψήφιους επενδυτές, όσο και για τους μετόχους της εταιρίας. Μέσα από αυτήν διαπιστώνονται σημαντικά αποτελέσματα, τα οποία αφορούν την βιωσιμότητα, την αποτελεσματικότητα και την αποδοτικότητα μιας επιχείρησης. Η χρηματοοικονομική ανάλυση, με τον υπολογισμό και την εκτίμηση ορισμένων μεγεθών και δεικτών, συμβάλλει σε αυτήν ακριβώς την διαδικασία, κατευθύνοντας τους ενδιαφερόμενους σε πιο καθαρά συμπεράσματα, ως προς την κατανόηση και την αξιολόγηση μιας επιχείρησης.

Για την αποτελεσματικότερη εκτίμηση της αξίας μιας εταιρίας απαιτείται μια ολοκληρωμένη προσέγγιση, στην οποία εμπεριέχεται αρχικά ένα επιχειρηματικό σχέδιο, έπειτα η χρηματοοικονομική ανάλυση, και τέλος η αποτίμηση της εταιρίας. Η τελευταία έχει ως σκοπό τον προσδιορισμό της επιχειρηματικής στρατηγικής και την αύξηση των κερδών και της αξίας της εταιρίας.

Η επίτευξη του σκοπού αυτού μπορεί να πραγματοποιηθεί μέσω μιας SWOT analysis, εντοπίζοντας τα δυνατά και τα αδύνατα σημεία της εταιρίας, καθώς επίσης και τις ευκαιρίες και απειλές που ενδέχεται να της παρουσιαστούν. Με τον τρόπο αυτό η επιχείρηση βρίσκεται σε θέση να υλοποιήσει το κατάλληλο στρατηγικό σχέδιο ώστε να ανταποκριθεί στις εκάστοτε συνθήκες.

Η διαδικασία της αποτίμησης όμως είναι σύνθετη και πολύπλοκη. Θα πρέπει, για αυτόν ακριβώς τον λόγο, να διέπεται από αντικειμενικότητα και ανεξαρτησία και να διεξάγεται με τα κατάλληλα αξιόπιστα εργαλεία και τεχνικές. Εάν υπάρξει υποκειμενισμός στην διαδικασία αυτή, τότε ολόκληρη η ανάλυση ενδέχεται να οδηγήσει σε διαφορετικά και λανθασμένα συμπεράσματα. Η αποτίμηση λοιπόν θα πρέπει να διαδραματίζεται αμερόληπτα, σύμφωνα με επιστημονικές μεθόδους, και να συνδυάζεται με εμπειρικά και αντικειμενικά στοιχεία από τους αναλυτές.

Σκοπός της παρούσας μελέτης είναι η ανάλυση και η αποτίμηση της αξίας της εταιρίας ΕΛΠΕ, η οποία από τις 20 Σεπτεμβρίου του 2022 μετονομάστηκε σε HELLENiQ ENERGY. Η ιστορία της εταιρίας ξεκινά το 1955, όπου και υπογράφεται η σύμβαση κατασκευής του πρώτου διωλιστηρίου στην Ελλάδα, και συγκεκριμένα στον Ασπρόπυργο, με απόφαση της τότε κυβέρνησης. Λίγα χρόνια αργότερα, στην δεκαετία 1971-1980 ιδρύεται η ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΠΕΤΡΕΛΑΙΟΥ (ΔΕΠ), η οποία ελέγχεται πλήρως από το δημόσιο. Την δεκαετία 1998-2008, πραγματοποιείται η συγχώνευση του ομίλου ΔΕΠ και η μετονομασία σε

Ελληνικά Πετρέλαια, ενώ παράλληλα ξεκινάει και η εισαγωγή της εταιρίας στα χρηματιστήρια Αθηνών και Λονδίνου.

Στο επόμενο κεφάλαιο θα παρουσιαστεί μια βιβλιογραφική ανασκόπηση για την έννοια της αποτίμησης, ενώ στην συνέχεια θα αναφερθούν οι βασικότερες μέθοδοι αποτίμησης μιας επιχείρησης. Έπειτα θα ακολουθήσει η παρουσίαση της εταιρίας και η στρατηγική ανάλυση της σύμφωνα με την μέθοδο SWOT, ενώ παράλληλα θα προσδιοριστούν οι κίνδυνοι που διατρέχει καθώς και μια σειρά από σημαντικούς αριθμοδείκτες για να ολοκληρωθεί η χρηματοοικονομική της ανάλυση. Στο τελικό μέρος της μελέτης αυτής θα βρίσκονται τα συμπεράσματα που προέκυψαν αλλά και οι στρατηγικοί στόχοι της επιχείρησης τα τελευταία χρόνια.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Βιβλιογραφική Ανασκόπηση**

### **2.1 Η αξία της επιχείρησης**

Ο σκοπός της επιχείρησης διαδραματίζει καθοριστική σημασία για την καλύτερη κατανόηση του όρου «αξία της επιχείρησης». Ο γενικά αποδεκτός σκοπός της επιχείρησης, σύμφωνα με την οικονομική θεωρία και τις θεωρητικές βάσεις, είναι η μεγιστοποίηση των κερδών, η οποία συσχετίζεται με την λειτουργία και τις μελλοντικές αποδόσεις της (Λαζαρίδης, 2005). Μέσα στην αξία αυτή περιέχονται και οι ταμειακές ροές αλλά και το κεφάλαιο κίνησης.

Η αξία της επιχείρησης περιλαμβάνει, ακόμη, και το σύνολο των δυνατοτήτων που έχει στο να μετασχηματίζει τις εισροές και τις εκροές, μέσω της διαδικασίας μετασχηματισμού που αυτή διαθέτει. Είναι όμως λάθος η ταύτιση της αξίας της επιχείρησης με αυτήν του μετοχικού κεφαλαίου. Ως αξία του μετοχικού κεφαλαίου ορίζεται το ποσό που πρέπει να καταβληθεί από έναν αγοραστή, ώστε να εξαγοράσει το μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης ( Figge & Hahn, 2005). Πιο συγκεκριμένα:

$$\text{Αξία επιχείρησης} + \text{Αγοραία αξία μη λειτουργικών κεφαλαίων} - \text{Αγοραία αξία μη λειτουργικών υποχρεώσεων} + \text{Παρούσα αξία συμμετοχών που δεν ενοποιούνται στις προβλέψεις} - \text{Αγοραία αξία δανειακών κεφαλαίων} = \text{Αξία μετοχικού κεφαλαίου}$$
 (Λαζαρίδης, 2017).

Σύμφωνα με τον Damodaran A., καθηγητή του Stern, η αξία της επιχείρησης μπορεί να προσδιοριστεί σύμφωνα με τους παρακάτω συντελεστές:

- 1) Το κόστος κεφαλαίου
- 2) Τον αναμενόμενο ρυθμό αύξησης των ταμειακών ροών της επιχείρησης

- 3) Την ικανότητα για παραγωγή ταμειακών ροών από τα περιουσιακά της στοιχεία
- 4) Το χρονικό διάστημα που χρειάζεται ώστε η επιχείρηση να φτάσει σε σταθερή ανάπτυξη (Damodaran, 2010).

Η κλασική οικονομική θεωρία έδωσε ιδιαίτερη σημασία στην έννοια της μεγιστοποίησης του κέρδους, ως βασικό και μοναδικό στόχο της επιχείρησης. Για να επιτευχθεί ο στόχος αυτός, χρειαζόταν παράλληλη εξίσωση των οριακών εσόδων με τα οριακά κόστη. Διάφοροι ερευνητές και θεωρητικοί μίλησαν για άλλους στόχους της επιχείρησης, όπως την μεγιστοποίηση του κύκλου των εργασιών και την μεγιστοποίηση της ωφελιμότητας της επιχείρησης, όμως η επικρατέστερη θεωρία φαίνεται να είναι αυτή της μεγιστοποίησης της αξίας της επιχείρησης.

Η αξία αυτή προσδιορίζεται μέσω των χρηματικών συναλλαγών και τον όγκο αυτών, ενώ λαμβάνονται υπόψη η αποδοτικότητα και ο κίνδυνος. Η θεωρία αυτή επικράτησε για τους εξής λόγους:

- Είναι μια λειτουργική θεωρία, η οποία συμβάλλει σημαντικά σε όλες τις χρηματιστηριακές αποφάσεις.
- Ταιριάζει με τους στόχους των μετόχων και των ιδιοκτητών, οι οποίοι επιζητούν την αύξηση της αξίας των κεφαλαίων τους
- Ο στόχος της μεγιστοποίησης της αξίας είναι πιο ολοκληρωμένος από αυτόν της μεγιστοποίησης του κέρδους
- Εταιρίες οι οποίες έχουν υποτιμηθεί σημαντικά στο Χρηματιστήριο, προσελκύουν μεγάλο ενδιαφέρον για καθολική εξαγορά (Δασκάλου, 1999)

Όσον αφορά τα ενδιαφερόμενα μέλη της αξίας μια επιχείρησης, αυτοί μπορεί να προέρχονται τόσο από το εσωτερικό όσο και από το εξωτερικό της περιβάλλον. Από το εσωτερικό περιβάλλον τέτοια μέρη μπορεί να είναι επιχειρηματίες, μέτοχοι, διευθυντικά στελέχη, λογιστές, εργαζόμενοι και εσωτερικοί ελεγκτές. Από το εξωτερικό περιβάλλον, οι δανειστές, οι προμηθευτές, οι πελάτες, η επιτροπή κεφαλαιαγοράς, η εφορία αλλά και η ευρύτερη κοινωνία ενδέχεται να ενδιαφέρονται για την αξία μιας επιχείρησης.

## **2.2 Παράγοντες που επηρεάζουν την αξία μιας επιχείρησης**

Η αξία μιας επιχείρησης είναι άμεσα στενά συνδεδεμένη με τον τρόπο λειτουργίας της. Για την αύξηση της αξίας της, απαιτείται η σύνδεση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων της

με την καλύτερη πιθανή αξιοποίηση και εκμετάλλευσή τους. Εκτός από την απλή πώληση των ξεχωριστών στοιχείων που την αποτελούν, η αξία της επιχείρησης διαμορφώνεται και από τις δράσεις της. Ο καθοριστικός παράγοντας για τον προσδιορισμό της αξίας της επιχείρησης ως μιας οικονομικής οντότητας γίνεται μέσω του υπολογισμού των αναμενόμενων κερδών, λαμβάνοντας υπόψη τόσο την τρέχουσα κατάσταση όσο και την μακροπρόθεσμη εξέλιξη της στον χρόνο. (Στάλιας, 1995).

Οι εξωτερικοί παράγοντες που επηρεάζουν σημαντικά την αξία μιας επιχείρησης είναι:

- Ο πληθωρισμός
- Η ρευστότητα της αγοράς και της μετοχής της επιχείρησης
- Τα επιτόκια

Οι παράγοντες αυτοί σχηματίζουν τις προσδοκίες των ενδιαφερόμενων μερών (μετοχών, επενδυτών, τραπεζών κλπ.) όπως φαίνεται και στον παρακάτω πίνακα, ενώ διαδραματίζουν καίριο ρόλο στην αποτίμηση των εισηγμένων εταιρειών στο Χρηματιστήριο. Αυτό οφείλεται στο ότι μια μεταβολή στην τιμή των επιτοκίων ή του πληθωρισμού είναι ικανή να επιφέρει αλλαγές στην τιμή της μετοχής και κατ' επέκταση στην αξία της επιχείρησης (Λαζαρίδης, 2017).

Πίνακας 1 - Παράγοντες προσδιορισμού της πορείας αξίας των μετοχών

ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ	ΠΟΡΕΙΑ ΠΑΡΑΓΟΝΤΑ	ΠΟΡΕΙΑ ΤΙΜΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ – ΑΞΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ
<b>ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ</b>	↑	↓
	↓	↑
<b>ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ</b>	↑	↑
	↓	↓
<b>ΕΠΙΤΟΚΙΑ</b>	↑	↓
	↓	↑

**Πηγή:** Θ.Γ Λαζαρίδης, (2005), Αποτίμηση Επιχειρήσεων, Θεωρία, Μεθοδολογία, Πρακτική, Εκδοτικός οίκος Αφοί Κυριακίδη Α.Ε., σελ. 28

### 2.3 Αποτίμηση μιας επιχείρησης

Η αποτίμηση μιας επιχείρησης είναι μια πολύπλοκη διαδικασία, για την οποία υπάρχουν πολλές επιστημονικές απόψεις και ποικίλα πρακτικά προβλήματα. Σκοπός της διαδικασίας της αποτίμησης είναι η εκτίμηση της σημερινής αξίας ενός περιουσιακού στοιχείου ή αγαθού, μιας οικονομικής μονάδας ή ενός επενδυτικού έργου. Σύμφωνα με τους Palepu, Healy και Bernard (Palepu, Healy & Bernard, 2004) αποτίμηση είναι « η διαδικασία μετατροπής των προβλέψεων σε μια εκτίμηση για την αξία της επιχείρησης ή ενός συγκεκριμένου περιουσιακού στοιχείου». Η διαδικασία αυτή αποσκοπεί, ουσιαστικά, στην εξαγωγή μιας «ορισμένης» τιμής της μετοχής της επιχείρησης, η οποία καταλήγει σε τρία πιθανά σενάρια :

- 1) Η μετοχή έχει μια δίκαιη τιμή (fair value): η αγοραία αξία είναι ίση με την υπολογιζόμενη
- 2) Η μετοχή είναι υποτιμημένη (undervalue): η αγοραία αξία είναι μικρότερη από την υπολογιζόμενη
- 3) Η μετοχή είναι υπερτιμημένη (overvalue): η αγοραία αξία είναι μεγαλύτερη από την υπολογιζόμενη

Όπως γίνεται αντιληπτό, η διαδικασία της αποτίμησης είναι ιδιαίτερος σημαντική. Υπάρχει όμως περίπτωση αυτή να βρεθεί σε κίνδυνο όταν διαπνέεται σε σημαντικό βαθμό από την υποκειμενικότητα. Για αυτόν τον λόγο απαιτείται σωστή χρήση παραμέτρων και μεγάλη προσοχή, διότι μια λανθασμένη πρόβλεψη ενδέχεται να οδηγήσει μελλοντικά την επιχείρηση σε δύσκολη θέση. Παράλληλα, η αποτίμηση αποτελεί χρήσιμο εργαλείο για κάθε επιχείρηση, καθώς συλλέγει και επεξεργάζεται σημαντικές πληροφορίες, τόσο για το παρόν, όσο και για μέλλον της εκάστοτε εταιρίας.

Επιπροσθέτως, σκοπός της διαδικασίας της αποτίμησης είναι η εξαγωγή ασφαλών και χρήσιμων συμπερασμάτων, σχετικά με την βιωσιμότητα και την κερδοφορία μιας επιχείρησης. Θεωρείται πολύτιμο εργαλείο της χρηματοοικονομικής θεωρίας, διότι συμπεριλαμβάνει και αξιολογεί διαφορετικές καταστάσεις και γεγονότα που μπορούν να προκύψουν σε ένα επιχειρηματικό περιβάλλον, όπως συγχωνεύσεις, απορροφήσεις ή εξαγορές.

Με την εισαγωγή των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Αναφοράς, η διαδικασία της αποτίμησης γίνεται ολοένα και σε πιο συχνή, σχεδόν σε καθημερινή βάση. Σύμφωνα με τον Mayer (Mayer, 1986), τα μοντέλα αποτίμησης χρησιμοποιούνται από τους χρηματοοικονομικούς αναλυτές και τους ενδιαφερομένους για τους παρακάτω λόγους:

- Σωστή επιλογή μετοχών και αξιολόγηση εταιρικών γεγονότων
- Εξερεύνηση αλλά και προσέλκυση κεφαλαίου
- Εξαγορά ή συγχώνευση εταιριών και ο ορισμός δίκαιου αντιτίμου της εταιρίας
- Αξιολόγηση επιχειρηματικού σχεδιασμού και πλάνου
- Εξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με την συμπεριφορά της αγοράς
- Μη εισηγμένες στο Χρηματιστήριο εταιρίες, καθώς είναι δυσκολότερος ο υπολογισμός της αξίας τους
- Αξιολόγηση ιδιωτικών επενδύσεων και εταιριών
- Προσδιορισμό αμοιβών των ανώτερων στελεχών και των μελών του ΔΣ

Η παραπάνω διαδικασία συμβάλλει στην εξαγωγή χρήσιμων στοιχείων για μια μεγάλη ποικιλία σκοπών:

- Δημόσια πληροφόρηση: Χρήση της αποτίμησης για δικαιολόγηση της τιμής της μετοχής που προσφέρεται στο ευρύ κοινό
- Στρατηγικές αποφάσεις: Η αποτίμηση αποτελεί καθοριστικό παράγοντα για την πραγματοποίηση ή μη μιας επένδυσης
- Διαπραγμάτευση αμοιβών: Η εργαζόμενοι ενημερώνονται για την πορεία της επιχείρησης, ώστε να οργανώσουν την συνδικαλιστική τους πολιτική
- Λήψη δανείων εταιρίας: Οι δανειστές χρειάζονται συγκεκριμένες πληροφορίες για να κρίνουν την πιθανή χορήγηση και τους όρους του δανείου
- Προσδιορισμός αξίας εταιρίας: Μέσα από την διαδικασία αποτίμησης προσδιορίζονται οι βασικές αρχές και αξίες τις εταιρίας (Fernandez, 2002).

## **2.4 Μύθοι αποτίμησης επιχειρήσεων**

Σύμφωνα με τον καθηγητή A. Damodaran (2001), υπάρχουν 12 μύθοι οι οποίοι περιβάλλουν την διαδικασία της αποτίμησης:

- Μύθος 1ος : Η αποτίμηση είναι επιστήμη η οποία δίνει ακριβή αποτελέσματα και παρέχει συγκεκριμένες και ακριβείς απαντήσεις
- Μύθος 2ος : Η αποτίμηση είναι πολύπλοκη διαδικασία και υπάρχει πληθώρα διαθέσιμων μοντέλων και μεθόδων
- Μύθος 3ος : Η αποτίμηση επιχειρήσεων που λειτουργούν λίγα έτη δεν είναι δυνατή και οι εταιρίες παρουσιάζουν φθορές κατά τη διάρκεια αυτών

- Μύθος 4ος : Τα κρατικά αξιόγραφα δεν συνεπάγονται κινδύνους, τα beta υπολογίζονται μέσω παλινδρόμησης και μπορεί να υπολογιστεί το ασφάλιστρο κινδύνου με σχετική ακρίβεια.
- Μύθος 5ος : Το επιτόκιο δανεισμού είναι ίδιο με το κόστος δανεισμού
- Μύθος 6ος : Η χρήση των λογιστικών δεικτών και μεγεθών για την εκτίμηση της αξίας του μετοχικού κεφαλαίου ή του κόστους δανεισμού λογίζεται ως συντηρητική.
- Μύθος 7ος : Οι λογιστές γνωρίζουν τον υπολογισμό των κερδών
- Μύθος 8ος : Οι καταστάσεις των ταμειακών ροών παρουσιάζουν όλες τις σημαντικές πληροφορίες για τον υπολογισμό των κεφαλαιουχικών δαπανών
- Μύθος 9ος : Στη διαδικασία αποτίμησης θεωρούνται εξωγενείς μεταβλητές οι αναμενόμενοι ρυθμοί ανάπτυξης
- Μύθος 10ος : Μία σωστά εκτιμημένη και εμπειριστατωμένη αποτίμηση μπορεί να ισχύσει επ' αόριστων
- Μύθος 11ος : Σημασία έχει το αποτέλεσμα και όχι η διαδικασία της αποτίμησης
- Μύθος 12ος : Το τελικό στάδιο της αποτίμησης είναι η προεξόφληση των ταμειακών ροών.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Μέθοδοι Αποτίμησης**

### **3.1 Μέθοδοι Αποτίμησης Εταιρικής Αξίας**

Σύμφωνα με την επιστημονική βιβλιογραφία, υπάρχει μια πληθώρα διαφορετικών μοντέλων αποτίμησης, τα οποία βασίζονται στην εκτίμηση διαφόρων αξιών. Σε κάθε επιχείρηση ενδέχεται να υπάρχει διαφορετικός τρόπος αποτίμησης, ο οποίος εξαρτάται και από την κατάσταση της (κέρδη, ζημίες κ.λπ.). Ο Damodaran (2012) θεώρησε πως η εσωτερική αξία (intrinsic value) αποτελεί το σημείο αναφοράς για κάθε μοντέλο αξιολόγησης, ενώ άλλες αξίες που χρησιμοποιούνται είναι η εύλογη αξία (fair value), η ρευστοποιήσιμη αξία (liquidation value) και την αξία βάσει συνέχισης των δραστηριοτήτων (going concern value) (Λαζαρίδης 2005). Ο κλάδος στον οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση και οι προοπτικές αυτού θα πρέπει πάντα να υπολογίζονται για μια σωστή αποτίμηση (Λαζαρίδης, 2017).

Οι Pinto, Henry, Robinson και Stowe (2010), μέσα από την έρευνα τους, ανέδειξαν δύο γενικές προσεγγίσεις αποτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης, σε σχέση με την συχνότητα της χρήσης τους: τα απόλυτα μοντέλα αποτίμησης (absolute valuation models) και τα σχετικά μοντέλα αποτίμησης (relative valuation models). Τα σχετικά μοντέλα αποτίμησης στοχεύουν

στη σύγκριση βασικών δεδομένων μεταξύ εταιρειών που ανήκουν στον ίδιο κλάδο. Αυτό επιτυγχάνεται μέσω της χρήσης και ανάλυσης αριθμητικών δεικτών και πολλαπλασιαστών.

Στη κατηγορία των σχετικών μοντέλων αποτίμησης ανήκουν:

- ❖ Ο δείκτης P/E, ο οποίος συγκρίνει την τρέχουσα τιμή προς τα κέρδη, αντανακλώντας την πιθανότητα ανάπτυξης κερδών (Λαζαρίδης & Παπαδόπουλος, 2010).
- ❖ Ο δείκτης P/S, ο οποίος βοηθάει στην καλύτερη κατανόηση των πωλήσεων και στην άντληση πληροφοριών μέσω των αποτελεσμάτων χρήσεως (Fernandez, 2001).
- ❖ Ο δείκτης P/BV, ο οποίος χρησιμοποιείται κατά την αποτίμηση χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και τραπεζών.
- ❖ Ο δείκτης Cash Flow Return on Investment, ο οποίος συγκρίνεται με το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου. Σύμφωνα με τους Λαζαρίδη και Παπαδόπουλο (2010), εάν ο δείκτης αυτός είναι υψηλότερος, η επιχείρηση παράγει αξία, ενώ εάν είναι χαμηλότερος, η επιχείρηση χάνει.

Αντίθετα, τα απόλυτα μοντέλα αξιολόγησης επιδιώκουν να εκτιμήσουν την εσωτερική αξία χρησιμοποιώντας μόνο τα θεμελιώδη χαρακτηριστικά και δεδομένα της επιχείρησης. Σε αυτή την προσέγγιση, προβαίνουμε στον υπολογισμό της παρούσας αξίας όλων των αναμενόμενων μελλοντικών ροών, λαμβάνοντας υπόψη τα θεμελιώδη χαρακτηριστικά της επιχείρησης. Συνεπώς, ανάλογα με τα στοιχεία που εξετάζουμε, προκύπτει και το αντίστοιχο μοντέλο αποτίμησης. Η μέθοδος των συγκρίσεων διατηρεί το πλεονέκτημα της απλότητας στην εφαρμογή της, αξιοποιώντας παράλληλα τις προσδοκίες της αγοράς.

Διάφοροι μελετητές και επιστήμονες οι οποίοι έχουν ερευνήσει το αντικείμενο, διατυπώνουν διαφορετικές προσεγγίσεις όσον αφορά την ίδια την αποτίμηση μιας επιχείρησης. Σύμφωνα με τον A. Damodaran (2012), υπάρχουν τρεις διαφορετικές προσεγγίσεις για την αποτίμηση της εταιρικής αξίας:

- Discounted Cash Flow Valuation (Αποτίμηση βάσει των προεξοφλημένων ταμειακών ροών): Σε αυτήν την προσέγγιση, η αξία μιας εταιρίας συνδέεται με την παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών ταμειακών ροών της.
- Relative Valuation (Σχετική Αποτίμηση): Σε αυτήν την προσέγγιση, η αξία μιας εταιρίας εκτιμάται σε σχέση με τις αξίες άλλων εταιριών που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο, χρησιμοποιώντας συγκεκριμένες μεταβλητές όπως τα κέρδη, οι πωλήσεις, οι ταμειακές ροές κ.λπ. Η μέθοδος αυτή υποθέτει ότι οι αγορές είναι σωστές και ακριβείς στο σύνολο τους, και πως τα μεμονωμένα αποθέματα είναι λανθασμένα.



- Εκτίμηση ενδεχόμενης αξίας δικαιωμάτων προαίρεσης (Contingent claim valuation): Αυτή η μέθοδος χρησιμοποιεί μοντέλα αποτίμησης δικαιωμάτων προαίρεσης για να μετρήσει την αξία των περιουσιακών στοιχείων που διαθέτουν χαρακτηριστικά δικαιωμάτων προαίρεσης.

Οι παραπάνω προσεγγίσεις απευθύνονται στο ίδιο περιουσιακό στοιχείο την ίδια χρονική στιγμή, με διαφορετικές εκτιμήσεις αξίας. Ο αναλυτής είναι αυτός ο οποίος θα επιλέξει και θα κρίνει απαραίτητο ποια προσέγγιση θα ακολουθήσει και πότε.

Ο καθηγητής P. Fernandez (2004), από την άλλη, διακρίνει έξι βασικές κατηγορίες μεθόδων για την αποτίμηση της επιχειρηματικής αξίας, ενώ ασχολείται κυρίως με την εταιρική χρηματοδότηση και την σημασία αυτής. Στον παρακάτω πίνακα βρίσκονται αναλυτικά οι κατηγορίες:

Πίνακας 2 - Κύριοι Μέθοδοι Αποτίμησης Αξίας κατά τον P. Fernandez

Valuation Methods					
Μέθοδοι Ισολογισμού	Μέθοδοι Καταστάσεων Αποτελεσμάτων	Μικτές (υπεραξία)	Μέθοδοι Εκτίμησης Ταμειακών Ροών	Μοντέλα Δημιουργίας Αξίας	Μοντέλο δικαιωμάτων προαίρεσης
Αξία Βιβλίων, Προσαρμοσμένη αξία βιβλίων, Αξία ρευστοποίησης, Σημαντική αξία	Πολλαπλασιαστικά Κριτήρια, Αξία των Κερδών, Αξία των Μερισμάτων, Πολλαπλασιαστικά Πωλήσεων	Ένωση των Ευρωπαϊκών Λογιστικών Εμπειρογνομών, Συντομεύσεις Εσόδων, Άλλες	Ταμειακές ροές μετοχών, Ελεύθερες Ταμειακές Ροές, Ταμειακό Κεφάλαιο, Προσαρμοσμένη παρούσα τιμή (APV)	Καθαρή Προστιθέμενη Αξία, Οικονομικά Κέρδη, Προστιθέμενη αξία σε μετρητά, απόδοση των ταμειακών ροών της επένδυσης	Μοντέλο Black-Scholes, Επέκταση του έργου, καθυστέρηση της επένδυσης, εναλλακτικοί χρήστες

**Πηγή:** Fernandez, P. (2013, November 23). Company Valuation Methods. IESE Business School, University of Navarra, pp. 1-20

### 3.2 Η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών (DCF Model)

Η μέθοδος αποτίμησης μιας επιχείρησης με βάση τις προεξοφλημένες ταμειακές ροές (discounted cash flow) βασίζεται στην προεξόφληση των μελλοντικών ροών που προκύπτουν από τη λειτουργική δραστηριότητα της επιχείρησης. Συγκεκριμένα, αυτή η μέθοδος υπολογίζει την καθαρή παρούσα αξία (NPV) των αναμενόμενων ταμειακών ροών. Σύμφωνα με τον Fernandez (2004), οι ροές αυτές, που αναμένεται να δημιουργηθούν στο μέλλον, προεξοφλούνται με ένα προεξοφλητικό επιτόκιο που αντικατοπτρίζει τον κίνδυνο των μελλοντικών ταμειακών ροών,

Αυτή η μέθοδος βασίζεται στην αρχή ότι η αξία μιας επιχείρησης ουσιαστικά εξαρτάται από την ικανότητά της να δημιουργεί ταμειακές ροές. Επομένως, το DCF Model στηρίζεται κυρίως στις βασικές προσδοκίες της επιχείρησης και όχι σε παράγοντες που διαμορφώνονται από την παγκόσμια αγορά ή τα ιστορικά δεδομένα. Είναι μια περισσότερο θεωρητική προσέγγιση που βασίζεται σε πολλές υποθέσεις.

Η αξιολόγηση της εταιρικής αξίας με αυτήν τη μέθοδο λαμβάνει υπόψη τόσο την καθαρή θέση (equity) όσο και το επίπεδο χρέους-δανεισμό (debt) της εταιρείας, δίνοντας έμφαση στο συνολικό κεφάλαιο. Η μεθοδολογία του μοντέλου περιλαμβάνει τα παρακάτω βήματα:

- Εκτίμηση των UFCFs (unlevered FCFs), δηλαδή των αμόχλευτων ελεύθερων ταμειακών ροών.
  - Επιλογή ενός προεξοφλητικού επιτοκίου
  - Υπολογισμός της τελικής αξίας (TV)
  - Εκτίμηση αξίας της εταιρείας με προεξόφληση των UFCFs και την τελική αξία (TV) στην καθαρά παρούσα αξία (NPV)
  - Υπολογισμός αξίας της καθαρής θέσης αφαιρώντας τον καθαρό δανεισμό από την αξία τα εταιρείας
  - Επισκόπηση των αποτελεσμάτων
- <https://macabacus.com/valuation/DCF-overview>

Σύμφωνα με τον Λαζαρίδη (2005), οι μέθοδοι αποτίμησης βασισμένες στις ταμειακές ροές βασίζονται στις ακόλουθες παραδοχές:

- Η επιχείρηση αποτελείται όχι μόνο από τα σταθερά στοιχεία του ενεργητικού της, αλλά και από άλλες παραγωγικές μεταβλητές. Η λογιστική αξία των πάγιων περιουσιακών

στοιχείων δεν μπορεί να αντικατοπτρίσει πλήρως τα πλεονεκτήματα, τη δυναμικότητα, τις ευκαιρίες, την επιχειρηματικότητα και τη δομή και λειτουργία της επιχείρησης.

- Η αξία της επιχείρησης καθορίζεται από την αξία των προεξοφλημένων καθαρών ταμειακών ροών.
- Οι καταστάσεις των ταμειακών ροών παρέχουν πλούσιες ποιοτικά πληροφορίες. Ειδικά για τους μετόχους, η κατάσταση των ταμειακών ροών είναι καίρια για τον έλεγχο και την καλή διοίκηση της εταιρίας, τη διασφάλιση του εισοδήματος (μερισμάτων) από την επιχείρηση, τη διασφάλιση της ανάπτυξης της αξίας της επιχείρησης στο μέλλον, κ.λπ.
- Ο συντελεστής προεξόφλησης μπορεί να υπολογιστεί με διάφορους συνδυασμούς, δεν υπάρχει μόνο ένας τρόπος υπολογισμού
- Η μελλοντική πρόβλεψη των ταμειακών ροών με βάση την εκτίμηση των λογιστικών και οικονομικών γεγονότων είναι δυνατή μέσω συγκεκριμένων και προκαθορισμένων υποθέσεων.

### **3.3 Εφαρμογή της μεθόδου προεξόφλησης ταμειακών ροών**

Τα βήματα για την εφαρμογή της μεθόδου της προεξόφλησης ταμειακών ροών, όπως περιγράφονται από τον Fernandez (2004), περιλαμβάνουν τα εξής:

- Εκτέλεση στρατηγικής και οικονομικής ανάλυσης τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό περιβάλλον της εταιρείας.
- Πρόβλεψη των ταμειακών ροών της επιχείρησης σύμφωνα με τις προβλέψεις για την επιχείρηση και τον κλάδο.
- Υπολογισμός της απαιτούμενης απόδοσης για κάθε επιχειρηματική μονάδα, για την επιχείρηση συνολικά και τέλος εκτίμηση του κόστους δανεισμού, της απαιτούμενης απόδοσης επί των Ιδίων Κεφαλαίων και του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC).
- Προσδιορισμός της Παρούσας Αξίας των Μελλοντικών Ταμειακών Ροών της Επιχείρησης, βάσει του προεξοφλητικού επιτοκίου που υπολογίστηκε στα προηγούμενα βήματα, καθώς και της υπολειμματικής αξίας.
- Ερμηνεία αποτελεσμάτων, όπου υπάρχει η σύγκριση αυτών με άλλες ανταγωνιστικές επιχειρήσεις, αναγνώριση της αξίας και της διάρκειας που αυτή έχει, καθώς και πραγματοποίηση ανάλυσης ευαισθησίας της αξίας σε περιπτώσεις μεταβολών στις βασικές παραμέτρους του μοντέλου.

Συμπερασματικά, για την εφαρμογή του DCF Model πρέπει να εκτιμηθούν και να υπολογιστούν ορισμένα οικονομικά στοιχεία:

- Οι ανάλογες ταμειακές ροές (Cash Flows), είτε ελεύθερες είτε λειτουργικές, τις οποίες θα δούμε παρακάτω
- Το προεξοφλητικό επιτόκιο (Discount Rate)
- Η υπολειμματική αξία (Residual Rate)

Στοιχεία τα οποία συμβάλλουν στην εφαρμογή του συγκεκριμένου μοντέλου είναι: η ωφέλιμη ζωή του περιουσιακού στοιχείου (n), οι ταμειακές ροές που αυτό θα δημιουργήσει κατά την διάρκεια της ζωής του και το προεξοφλητικό επιτόκιο για την μετατροπή των Cash Flows στην παρούσα αξία (PV). Συνθέτοντας τα παραπάνω, προκύπτει ο τύπος για τον υπολογισμό της αξίας της επιχείρησης:

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

Όπου,

CF<sub>t</sub>= η ταμειακή ροή στον χρόνο t

t= το έτος αναφοράς και πραγματοποίησης της ροής

r= το προεξοφλητικό επιτόκιο

### 3.4 Λειτουργικές και ελεύθερες ταμειακές ροές

Ένα καίριο πρόβλημα το οποίο συναντάται έντονα στις επιχειρήσεις είναι αυτό της έλλειψης ρευστότητας. Όταν υπάρχει έλλειψη ρευστότητας, η επιχείρηση δυσκολεύεται να ανταποκριθεί στις βραχυπρόθεσμες ανάγκες της και στις εισπράξεις των απαιτήσεων της. Η κατάσταση των ταμειακών ροών, στην οποία διακρίνονται τόσο οι εισπράξεις όσο και οι απαιτήσεις, είναι ιδιαίτερα σημαντική, διότι φανερώνουν την ικανότητα της εταιρίας να συνεχίσει την λειτουργία της (Largay & Stickney, 1980). Σε αυτό συμβάλλουν επίσης και ο ισολογισμός και η κατάσταση των αποτελεσμάτων χρήσεως.

Μεγάλο ενδιαφέρον, για τα ενδιαφερόμενα μέρη της επιχείρησης, έχει ο τρόπος με τον οποίο οι εταιρίες χρησιμοποιούν τα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα. Μια εταιρία μπορεί να χρησιμοποιήσει τα ταμειακά της διαθέσιμα είτε για να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της είτε για να συνεχίσει τις δραστηριότητες της, ώστε να παράγεται όφελος και κέρδος για τους μετόχους και για τους επενδυτές της (Rayburn, 1986).

Οι ταμειακές ροές διαχωρίζονται σε ταμειακές εισροές και ταμειακές εκροές. Οι πρώτες περιλαμβάνουν κέρδη τα οποία αναμένονται από τις επενδύσεις, όπως πωλήσεις προϊόντων, μείωση μισθοδοσίας ή αποφυγή απώλειας χρόνου. Όσον αφορά τις δεύτερες, σε αυτές συνυπολογίζονται όλες οι εκροές οι οποίες λαμβάνουν χώρα κατά την διάρκεια ζωής της επένδυσης (συντήρηση εγκαταστάσεων ή μηχανημάτων).

Οι λειτουργικές ταμειακές ροές (Operating Cash Flow- OCF) αφορούν τις εισροές και εκροές οι οποίες σχετίζονται με τις βασικές δραστηριότητες της εταιρίας. Στην πράξη, είναι τα μετρητά, τα ρευστά διαθέσιμα, τα οποία θα κρατήσει η εταιρία ακόμη και μετά την υλοποίηση των αναμενόμενων επενδυτικών της πλάνων. Σε αυτά δεν συνυπολογίζονται τα έξοδα που σχετίζονται με μακροχρόνιες επενδύσεις είτε σε κεφάλαιο είτε σε χρεόγραφα. Οι ταμειακές αυτές ροές συμβάλλουν στον πιο αποτελεσματικό έλεγχο της ποιότητας των καθαρών κερδών μιας επιχείρησης και δείχνουν από που μπορεί να παράγει εισροές, ώστε να διατηρήσει ή ακόμα και να αναπτύξει τις διαφορετικές λειτουργίες της (Λαζαρίδης & Παπαδόπουλος, 2010). Ουσιαστικά, οι λειτουργικές ταμειακές ροές, μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την κάλυψη του λειτουργικού κόστους μιας εταιρίας, την εκπλήρωση δανείων και την χρηματοδότηση διάφορων επενδύσεων (Velez-Pareja & Tham, 2010). Σύμφωνα με τον Damodaran (2012), μπορούν να υπολογιστούν ως εξής:

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

Όπου,

EBIT= Κέρδη προ φόρων και τόκων

t= φορολογικός συντελεστής

Depreciation= Αποσβέσεις

Working Capital: Μεταβολές στο κεφάλαιο κίνησης

$$\text{Κεφάλαιο Κίνησης} = \text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό} - \text{Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις}$$

ή αλλιώς

$$\text{Κεφάλαιο Κίνησης} = \text{Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες} + \text{Εισπρακτέοι} \\ \text{Λογαριασμοί} + \text{Αποθέματα} - \text{Πληρωτέοι Λογαριασμοί}$$

Το Κεφάλαιο Κίνησης παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον, διότι μπορεί να μετασχηματιστεί από ένα λογαριασμό κυκλοφορούντος ενεργητικού σε ένα λογαριασμό βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων και αντίστροφα. Ακόμη, μέσα από αυτό μπορεί να μελετηθεί και η χρηματοοικονομική ισορροπία του ισολογισμού. Θεωρείται η πιο σημαντική πηγή κεφαλαίων για την συνέχιση των δραστηριοτήτων της επιχείρησης, ενώ συμβάλλει παράλληλα και στην ρευστότητα της. Η διοίκηση του κεφαλαίου κίνησης θα πρέπει να έχει δύο στόχους: την κερδοφορία και την ρευστότητα.

Από την άλλη μεριά, οι ελεύθερες ταμειακές ροές (Free Cash Flow- FCF) είναι τα χρήματα που απομένουν στην εταιρία μετά την κάλυψη των επενδυτικών πλάνων και των αναγκών της, καθώς και τις απαιτήσεις του κεφαλαίου κίνησης, με την υπόθεση ότι δεν υφίσταται δανεισμός και επιβάρυνση από τέτοιες δαπάνες. Οι ελεύθερες ταμειακές ροές είναι διαθέσιμες στο επενδυτικό κοινό από τις επενδύσεις σε πάγια στοιχεία (Brealey, Myers & Marcus, 2007). Ο υπολογισμός των ελεύθερων ταμειακών ροών γίνεται ως εξής:

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

Προκύπτει συνεπώς ότι η μοναδική διαφορά με τον τύπο των λειτουργικών ταμειακών ροών έγκειται στον υπολογισμό του ποσού των κεφαλαιουχικών δαπανών.

### **3.5 Ελεύθερες ταμειακές ροές προς την επιχείρηση και τους μετόχους**

Σύμφωνα με τη λειτουργική δραστηριότητα της κάθε εταιρίας, μπορούν να διακριθούν δύο διαφορετικές προσεγγίσεις: η προεξόφληση ελεύθερων ταμειακών ροών για το σύνολο της επιχείρησης (Free Cash Flows to Firm – FCFF) ή προς τους μετόχους (Free Cash Flows to Equity – FCFE).

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές προς την εταιρία (FCFF) σχετίζονται με τον όγκο των χρηματοροών που προκύπτουν από λειτουργικές δραστηριότητες, μετά την αφαίρεση των αποσβέσεων, των φόρων, του κεφαλαίου κίνησης και των επενδύσεων. Στην πραγματικότητα, αυτό αποτελεί ένα μέτρο κερδοφορίας, διότι περιλαμβάνει την καταβολή όλων των εξόδων και των επανεπενδύσεων. Αυτές υπολογίζονται ως εξής:

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

Οι Ελεύθερες Ταμειακές Ροές προς τους Μετόχους (FCFE) αποτελούν ένα μέτρο το οποίο υπολογίζει πόσα είναι τα διαθέσιμα χρήματα προς τους μετόχους της επιχείρησης όταν έχουν καλυφθεί όλα τα έξοδα, οι επανεπενδύσεις και οι χρηματοδοτικές υποχρεώσεις. Ο τρόπος υπολογισμού τους είναι:

$$\text{FCFE} = \text{Καθαρά κέρδη} - (1-\delta) * (\text{Επενδύσεις σε πάγια-Αποσβέσεις}) + (1-\delta) * \text{Μεταβολές στο κεφάλαιο κίνησης}$$

Όπου,  $\delta$  = Debt Ratio

Έπειτα, μένει να υπολογιστεί η αξία της εταιρίας βάσει των FCFE. Στον υπολογισμό αυτό τα τελευταία προεξοφλούνται σύμφωνα με τον απαιτούμενο συντελεστή απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων:

$$\text{Equity Value} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFE_t}{(1+r)^t}$$

Από την άλλη, μπορούμε να υπολογίσουμε την αξία της επιχείρησης μέσω των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την εταιρία:

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

Άρα ισχύει η εξής σχέση:

$$\text{Equity Value} = \text{Firm Value} - \text{Debt Value}$$

Για τον υπολογισμό του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC), το σταθμικό μέσο κόστος κεφαλαίου μιας εταιρίας είναι ο σταθμικός μέσος όρος του κόστους των διαφορετικών πηγών χρηματοδότησης της εταιρίας, όπου οι διαφορετικές σταθμίσεις αφορούν τα ποσοστά συμμετοχής της κάθε πηγής για την δημιουργία κεφαλαίου (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2008). Ειδικότερα ισχύει ότι:

$$WACC = r_e * \frac{E}{E + D} + r_d * \frac{D}{E + D} * (1 - t)$$

Όπου,

$r_e$  = Cost of Equity = Κόστος κεφαλαίων

$r_d$  = Cost of Debt = Κόστος Τραπεζικού Δανεισμού

$E$  = Equity = Ίδια Κεφάλαια

$D$  = Debt = Τραπεζικός Δανεισμός

$t$  = Φορολογικός Συντελεστής

### 3.6 Υπολογισμός προεξοφλητικού επιτοκίου

Η ακριβής εκτίμηση του προεξοφλητικού επιτοκίου έχει καίρια σημασία για τον υπολογισμό της τιμής της μετοχής αλλά και στην διαδικασία της αποτίμησης. Υπάρχουν πολλές διαφορετικές στρατηγικές για τον υπολογισμό του προεξοφλητικού επιτοκίου, σύμφωνα με την επιστημονική βιβλιογραφία. Παρ' όλα αυτά, η στρατηγική που συνήθως παρέχει τα πιο ακριβή αποτελέσματα είναι αυτή που βασίζεται στην τεχνική του Σταθμικού Μέσου Κόστους Κεφαλαίου (WACC - Weighted Average Cost of Capital). Το κόστος κεφαλαίου εμπεριέχει συχνά το ευκαιριακό κόστος, διότι οι επενδυτές θα προτιμήσουν μια επιχείρηση η οποία διαθέτει μεγαλύτερο ποσοστό απόδοσης από κόστος ευκαιρίας ( Pinto, Henry, Robinson & Stowe, 2007).

Σύμφωνα με τον Damodaran (2010), οι προβλεπόμενες ελεύθερες ταμειακές ροές αυξάνονται με έναν σταθερό ρυθμό ανάπτυξης  $g$ . Άρα η ελεύθερη ταμειακή ροή του παρόντος έτους θα είναι ίση με αυτή του προηγούμενου, επί έναν συντελεστή  $(1 + g)$ . Επομένως, η αξία της επιχείρησης και των μετόχων υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{Αξία Επιχείρησης} = FCFE_{t-1} * (1 + g) = FCFF_0 * \frac{1 + g}{WACC - g}$$

$$\text{Αξία Ιδίων Κεφαλαίων} = FCFE_{t-1} * (1 + g) = FCFF_0 * \frac{1 + g}{r_e - g}$$

Υπάρχει όμως περίπτωση οι επιχειρήσεις να έχουν ένα μικρό διάστημα μεγάλου ρυθμού ανάπτυξης, ενώ αντιθέτως στην συνέχεια να έχουν έναν μικρότερο αέναα. Αυτό ονομάζεται και μοντέλο προεξόφλησης δύο σταδίων (Damodaran, 2010) και υπολογίζονται ως εξής:



$$\text{Αξία Επιχείρησης} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{r-g} * \frac{1}{(1+WACC)^n}$$

$$\text{Αξία Ιδίων Κεφαλαίων} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+r)^t} + \frac{FCFE_{n+1}}{r-g} * \frac{1}{(1+r)^n}$$

Για τον υπολογισμό του κόστους των δανειακών κεφαλαίων υπάρχουν τρία βασικά στοιχεία τα οποία τείνουν εκτίμησης, σύμφωνα με τον Damodaran (2011):

- 1) Το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου
- 2) Το spread
- 3) Ο φορολογικός συντελεστής

### 3.7 Υπολειμματική αξία

Η πρόβλεψη των ταμειακών ροών και ο υπολογισμός της παρούσας αξίας τους για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο αποτελεί έναν από τους σκοπούς των μεθόδων απόλυτης αποτίμησης. Ο πιο συνηθισμένος χρονικός ορίζοντας για τις προβλέψεις αυτές κυμαίνεται από 5 έτη έως 10 έτη. Ωστόσο, εάν μια επιχείρηση συνεχίζει την λειτουργία της μετά το πέρας αυτής της περιόδου, τότε πρέπει να υπολογιστεί η αξία και για την μετέπειτα περίοδο. Η συγκεκριμένη αυτή αξία είναι γνωστή ως υπολειμματική αξία μιας επιχείρησης (Residual Value).

Είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι ο υπολογισμός της υπολειμματικής αξίας διακατέχεται από το στοιχείο της αβεβαιότητας και του κινδύνου, καθώς αφορά ροές οι οποίες θα λάβουν χώρα σε ένα συγκεκριμένο μελλοντικό διάστημα. Για αυτόν ακριβώς τον λόγο απαιτείται από τον εκάστοτε αναλυτή η εμπειρία και η γνώση τόσο για τη λειτουργία της εταιρίας όσο και για τον κλάδο στον οποίο αυτή δραστηριοποιείται.

Η υπολειμματική αξία υπολογίζεται σύμφωνα με τον ακόλουθο τύπο:

$$\text{Υπολειμματική αξία} = \frac{CF_{t+1}}{r-g} = \frac{CF_t * g}{r-g}$$

Όπου,

CF= ταμειακές ροές

t= τελευταίο έτος πρόβλεψης

g= ποσοστό αύξησης υπολειμματικής αξίας

r= προεξοφλητικό επιτόκιο

Ο σωστός υπολογισμός της υπολειμματικής αξίας της επιχείρησης είναι κρίσιμης σημασίας, καθώς η υπερεκτίμηση της οδηγεί σε υψηλότερη σημερινή παρούσα αξία, ενώ η υποεκτίμηση της οδηγεί σε χαμηλότερη σημερινή παρούσα αξία.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Παρουσίαση της εταιρίας HELLENiQ ENERGY

### 4.1 Εισαγωγή

Η ονομασία «HELLENiQ ENERGY» εισάγει την νέα εταιρική ταυτότητα του ιστορικού ομίλου ΕΛΠΕ (Ελληνικά Πετρέλαια) που ιδρύθηκε το 1998, με την Διοίκηση να αποφασίζει πως πλέον ήρθε η ώρα για τον Όμιλο να πρωταγωνιστήσει και να εξελιχθεί στην «έξυπνη» ενέργεια, διατηρώντας παράλληλα και την βαριά κληρονομιά του. Η νέα ονομασία εγκρίθηκε ομόφωνα στις 20 Σεπτεμβρίου 2022, κατά την Έκτακτη Γενική Συνέλευση των Μετόχων, ενώ ακολούθως παρουσιάστηκε στο σύνολο της Διοίκησης και του προσωπικού, σε Ελλάδα και εξωτερικό. Έχει δραστηριότητα σε 6 χώρες, ενώ η σταδιακή εξέλιξη από πετρελαϊκή δύναμη σε ενεργειακή, συνοδεύεται με ισχυρές διεθνείς δραστηριότητες και συμμαχίες.

Οι μετοχές της HELLENiQ ENERGY Holdings A.E. διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αθηνών (Σύμβολο: ΕΛΠΕ) και στο London Stock Exchange (Ticker: HLPD) με τη μορφή Διεθνών Αποθετηρίων Εγγράφων (Global Depository Receipts - GDRs), ενώ παράλληλα η διεθνής έκδοση ομολόγου (HPF, 2%, 4 Οκτ. 2024) διαπραγματεύεται στο Χρηματιστήριο του Λουξεμβούργου. Οι συνολικές μετοχές της εταιρίας ανέρχονται σε 305.635.185 και η τιμή με την οποία διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο είναι 6,90 € η κάθε μια (25/10/2023). Το 2022, ο Κύκλος Εργασιών του Ομίλου ανήλθε σε €14,5 δισ., ενώ τα Συγκρίσιμα Κέρδη EBITDA σε €1.601 εκατ.

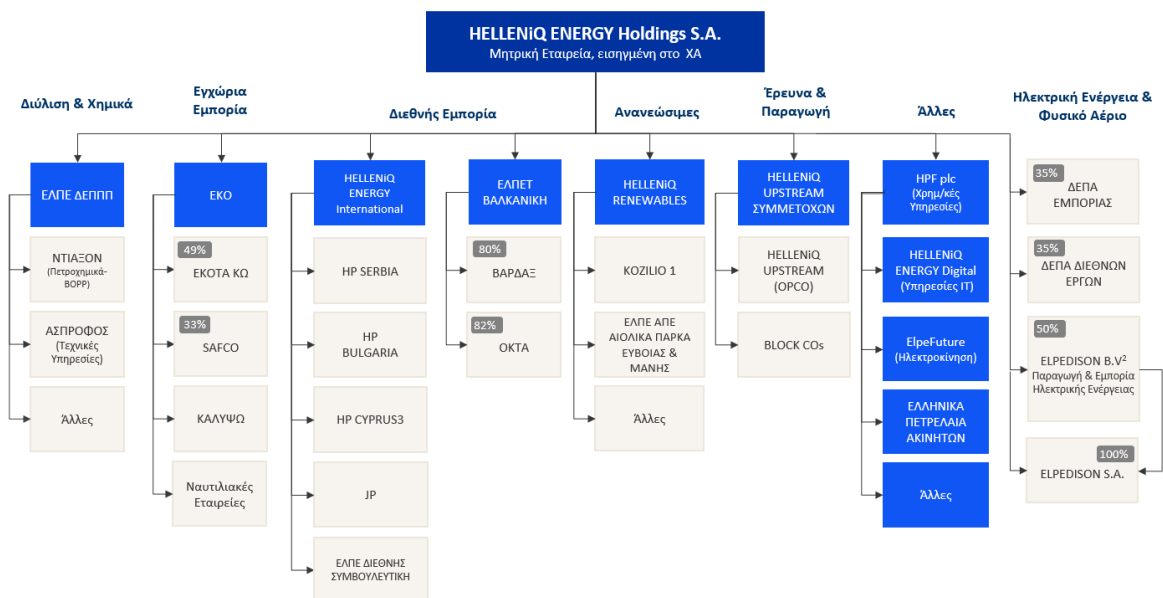
Πίνακας 3 - Κύρια οικονομικά στοιχεία εταιρίας, έτους 2022

Κύρια Αποτελέσματα Χρήσης Ομίλου	
€ εκατ	2022
Πωλήσεις	14.508
Συγκρίσιμα Κέρδη EBITDA	1.601
Καθαρά Κέρδη	890

Συγκρίσιμα Καθαρά Κέρδη	1.006
<b>Κύρια Στοιχεία Ισολογισμού</b>	
Απασχολούμενα Κεφάλαια	4.669
Καθαρός Δανεισμός	1.942
Δανειακή Μόχλευση	42 %

Πηγή: <https://www.helleniqenergy.gr/ependytikes-sheseis/kyria-stoiheia>

Οι θυγατρικές και οι συνδεδεμένες εταιρίες της HELLENiQ ENERGY εστιάζουν κυρίως στην ενέργεια και στα καύσιμα. Από το παρακάτω διάγραμμα γίνεται αντιληπτό πως πρόκειται για έναν μεγάλο όμιλο ο οποίος εμπεριέχει πολλές θυγατρικές σε διαφορετικούς κλάδους και με διαφορετικές δραστηριότητες και λειτουργίες.



Διάγραμμα 1 - Εταιρική Δομή της εταιρίας HELLENiQ ENERGY

Πηγή: <https://www.helleniqenergy.gr/ependytikes-sheseis/syntomi-perigrifi>

Ο όμιλος πρωταγωνιστεί στην εγχώρια αγορά μέσω των θυγατρικών ΕΚΟ, ενώ παράλληλα κατέχει σημαντική θέση στην εμπορία καυσίμων στην Κύπρο, Σερβία, Βουλγαρία, Μαυροβούνιο και Βόρεια Μακεδονία, διαθέτοντας τεράστιο δίκτυο πρατηρίων με περισσότερα από 300 στην Νοτιοανατολική Ευρώπη. Στο εξωτερικό, ο όμιλος δραστηριοποιείται μέσα από τις ακόλουθες εταιρίες:

- OKTA AD SKOPJE: Αποτελεί τον μεγαλύτερο προμηθευτή καυσίμου στην χώρα, με έτος ίδρυσης το 1980.
- HELLENIC PETROLEUM CYPRUS LTD: Είναι θυγατρική της HELLENiQ ENERGY με ίδρυση τον Δεκέμβριο του 2002, μετά την εξαγορά της BP Cyprus LTD.
- R.A.M. OIL CYPRUS LTD: Με έδρα την Κύπρο, και αυτή η θυγατρική δραστηριοποιείται στον χώρο του πετρελαίου.
- EKO BULGARIA EAD: Κύρια δραστηριότητα της αποτελεί η εμπορία προϊόντων πετρελαίου, με έδρα τη Σόφια.
- EKO SERBIA AD: Ιδρύθηκε το 2002 με έδρα το Βελιγράδι. Κύρια δραστηριότητα της αποτελεί η εμπορία προϊόντων πετρελαίου.
- JUGOPETROL AD: Λειτουργεί έχοντας το μεγαλύτερο δίκτυο πρατηρίων βενζίνης στο Μαυροβούνιο, αποτελεί την μεγαλύτερη δύναμη στον κλάδο για την χώρα της.

## 4.2 Ιστορική αναδρομή της εταιρείας

Το 1955, με απόφαση της τότε κυβέρνησης, υπογράφηκε η σύμβαση για την κατασκευή διυλιστηρίου στον Ασπρόπυργο, το οποίο αποτέλεσε το πρώτο διυλιστήριο πετρελαίου που κτίστηκε στην Ελλάδα.

**1955-1970:** Η ανέγερση του διυλιστηρίου ξεκίνησε το 1956, και δύο χρόνια αργότερα, το 1958, πραγματοποιήθηκε η τελετή εγκαινίων για το νέο διυλιστήριο στην περιοχή του Ασπροπύργου. Το 1966, ο Έλληνας καταγωγής Τομ Πάππας εγκαινίασε το διυλιστήριο ESSO PAPPAS στη Δυτική Θεσσαλονίκη.

**1971-1980:** Το 1975 δημιουργήθηκε η ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΠΕΤΡΕΛΑΙΟΥ Α.Ε. (Δ.Ε.Π.) και αποκτήθηκε από το Ελληνικό Δημόσιο η εταιρία ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΔΙΥΛΙΣΤΗΡΙΑ ΑΣΠΡΟΠΥΡΓΟΥ Α.Ε. (ΕΛ.Δ.Α.). Αυτή η εξέλιξη έφερε τον πλήρη έλεγχο της διύλισης, της διάθεσης και της εμπορίας των διυλισμένων προϊόντων υπό την αιγίδα του Δημοσίου.

**1981-1990:** Το 1985, οι δραστηριότητες της ESSO στην Ελλάδα περάτωθηκαν και μεταβιβάστηκαν στο Ελληνικό Δημόσιο, με το νέο όνομα ΕΚΟ. Το ίδιο έτος, δημιουργήθηκε η ΔΕΠ-ΕΚΥ (Δημόσια Επιχείρηση Εξόρυξης Κοιτασμάτων Υδρογονανθράκων) με σκοπό τη δραστηριοποίηση του Ελληνικού Δημοσίου στην έρευνα και την εκμετάλλευση υδρογονανθράκων. Το 1988 ιδρύθηκε η Δημόσια Επιχείρηση Αερίου Α.Ε. (Δ.Ε.Π.Α.), η οποία ανέλαβε τη διύλιση και τη διάθεση διυλισμένων προϊόντων στην εσωτερική αγορά και εξαγόρασε τις μετοχές της ΕΛ.Δ.Α. και της Δ.Ε.Π.Α. Επιπλέον, η ΕΛ.Δ.Α. ίδρυσε την εταιρεία

μελετών ΑΣΠΡΟΦΟΣ, αρχικά σε συνεργασία με τη Foster Wheeler Italiana S.r.l., ενώ η εμπορική εταιρεία ΕΚΟ συμμετείχε στη δημιουργία της ΕΚΟΤΑ-ΚΩ.

**1991-1997:** Στο πλαίσιο απελευθέρωσης της αγοράς πετρελαίου, η Δημόσια Επιχείρηση Πετρελαίου (Δ.Ε.Π.) ανέλαβε τη δύλιση και τη διάθεση προϊόντων προς όφελος της, χρησιμοποιώντας τα διωλιστήρια των ΕΛ.Δ.Α. και ΕΚΟ ΕΛΔΙΧΗΜΑΚ. Κατά τη διάρκεια αυτού του διαδικαστικού βήματος, η Δ.Ε.Π. απέκτησε τις μετοχές του ομίλου ΕΚΟ. Παράλληλα, η εμπορική εταιρεία ΕΚΟ ιδρύει συμμετοχικά τις εταιρίες ΕΚΟ GEORGIA και ΕΚΟΛΙΝΑ. Επιπλέον, η ΕΛΔΑ-Ε διαμορφώθηκε ως δυναμικός παράγοντας στην εσωτερική αγορά. Η ΔΕΠ-ΕΚΥ συμμετείχε στην ίδρυση της V.P.I., μιας βιομηχανίας παραγωγής ρητίνης πολυαιθυλενίου στο Βόλο. Τέλος, η ΔΕΠ-ΕΚΥ προχώρησε σε εκχωρήσεις στη Δυτική Ελλάδα με τη συμμετοχή της σε κοινοπραξίες έρευνας όπως η TRITON και η ENTERPRISE.

**1998-2008:** Ο Όμιλος ΔΕΠ προχώρησε στη συγχώνευση των θυγατρικών εταιριών του και στη μετονομασία τους σε ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε. Η εταιρεία αυτή εισήχθη στα χρηματιστήρια της Αθήνας και του Λονδίνου. Το Ελληνικό Δημόσιο διαθέτει δημόσια εγγραφή για το δεύτερο πακέτο μετοχών της ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε. Ιδρύθηκε η ΔΙΑΧΟΝ, μια βιομηχανία πλαστικών υλικών συσκευασίας στην περιοχή της Κομοτηνής. Ακολούθησαν η σύσταση της ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ-ΠΟΣΕΙΔΩΝ ΝΑΥΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ και ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ – ΑΠΟΛΛΩΝ ΝΑΥΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ. Στη συνέχεια, επεκτάθηκε η παρουσία του Ομίλου ΕΛ.ΠΕ. σε διάφορες χώρες με τη δημιουργία θυγατρικών εταιριών, όπως η ΕΛ.ΠΕΤ. ΒΑΛΚΑΝΙΚΗ ΑΕ, η GLOBAL Albania, η HELLENIC PETROLEUM CYPRUS, η ΕΚΟ Serbia AD, η Jugopetrol AD Kotor και η ΕΚΟ Bulgaria, προκειμένου να διευρύνει τις εμπορικές δραστηριότητές του σε Αλβανία, Κύπρο, Σερβία, Μαυροβούνιο και Βουλγαρία αντίστοιχα. Το 2003, η ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε. συγχωνεύθηκε με την ΠΕΤΡΟΛΑ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Β.Ε. και αποκτήθηκε το διωλιστήριο Ελευσίνας. Τέλος, το 2007 συστάθηκε και η ELPEDISON, σε συνεργασία με την ιταλική EDISON SpA., με στόχο την ισχυροποίηση της επιχείρησης στον χώρο της ηλεκτρικής ενέργειας.

**2009-2014:** Με στόχο την κυριαρχία του Ομίλου στην εγχώρια αγορά πετρελαίου, η εταιρία BP Hellas μεταβιβάζει τα δικαιώματα της στην ΕΛΠΕ. Εφαρμόζεται ένα σχέδιο βελτίωσης μέσω μιας σειράς πρωτοβουλιών σε όλο το φάσμα των δραστηριοτήτων του Ομίλου, μέσα από τα οποία σημειώνονται σημαντικά οικονομικά οφέλη. Η παρουσία του ομίλου στη Γεωργία δεν θα συνεχιστεί. Μέσα στην πενταετία αυτή ολοκληρώνεται και η πρώτη έκδοση Ευρωομολόγου στην ιστορία του Ομίλου, αξίας €500 εκατ., ενώ αργότερα θα γίνουν δύο ακόμα εκδόσεις με συνολικό ύψος άνω των €600 εκατ. Αυτή η επιτυχία επιβεβαιώνει την εμπιστοσύνη των διεθνών κεφαλαιαγορών στις προοπτικές και τη στρατηγική του Ομίλου.

**2015-2020:** Ο Όμιλος ΕΛΠΕ παρατηρεί την υψηλότερη κερδοφορία στην ιστορία του, με τα συγκρίσιμα καθαρά κέρδη EBITDA στα €758 εκατομμύρια. Επιπλέον, σύμφωνα με τη λίστα της Reuters Thomson κατατάσσεται ανάμεσα στις 100 κορυφαίες ενεργειακές εταιρείες παγκοσμίως (TOP 100 GLOBAL ENERGY LEADERS) για το 2017. Οι θυγατρικές εταιρείες στο εξωτερικό καταγράφουν την υψηλότερη κερδοφορία τους, με αυξημένους όγκους και ισχυρές λειτουργικές επιδόσεις. Ο Όμιλος βρίσκεται στους μεγαλύτερους εξαγωγείς προϊόντων της Νοτιοανατολικής Μεσογείου. Ακόμη, συνεισφέρει περισσότερα από 8 εκατομμύρια ευρώ στην αντιμετώπιση της πανδημίας του COVID-19, συμβάλλοντας στη συλλογική εθνική προσπάθεια. (<https://www.helpe.gr/the-group/from-past-to-present>)

**2020-2023:** Μετονομασία της εταιρίας από ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ σε HELLENiQ ENERGY, για την ομαλή μετάβαση της βασικής λειτουργίας της από τον χώρο του πετρελαίου και των καυσίμων στην ενέργεια.

### 4.3 Κύριες δραστηριότητες του ομίλου

Ο όμιλος HELLENiQ ENERGY δραστηριοποιείται σε ένα ευρύ φάσμα κλάδων και λειτουργιών:

- Διύλιση, Εφοδιασμός και Πωλήσεις Πετρελαιοειδών & Πετροχημικών: Η HELLENiQ ENERGY δραστηριοποιείται στους κλάδους της διύλισης, εφοδιασμού και πωλήσεων πετρελαιοειδών και πετροχημικών μέσω της «ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΔΥΙΛΙΣΗΣ ΕΦΟΔΙΑΣΜΟΥ ΚΑΙ ΠΩΛΗΣΕΩΝ ΠΕΤΡΕΛΑΙΟΕΙΔΩΝ ΚΑΙ ΠΕΤΡΟΧΗΜΙΚΩΝ», με τίτλο «ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Δ.Ε.Π.Π.Π. Α.Ε.». Η ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Δ.Ε.Π.Π.Π. Α.Ε. προήλθε από τη διάσπαση της «ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε.» με απόσχιση του κλάδου διύλισης, εφοδιασμού και πωλήσεων πετρελαιοειδών και πετροχημικών της τον Ιανουάριο 2022, στο πλαίσιο του μετασχηματισμού του Ομίλου.
- Λιανική Εμπορία Πετρελαιοειδών: Η HELLENiQ ENERGY κατέχει σημαντική θέση στην εμπορία πετρελαιοειδών (λιανική αγορά) τόσο στην Ελλάδα, μέσω της θυγατρικής εταιρείας ΕΚΟ ΑΒΕΕ, όσο και στο εξωτερικό, μέσω θυγατρικών εταιρειών σε Σερβία, Κύπρο, Μαυροβούνιο, Βουλγαρία και Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας.
- Ανανεώσιμες Πηγές Ενέργειας: Με έτος ίδρυσης το 2006, η ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ ΑΝΑΝΕΩΣΙΜΕΣ ΠΗΓΕΣ ΕΝΕΡΓΕΙΑΣ Α.Ε έχει ως στόχο την ανάπτυξη σημαντικής εγκατεστημένης ισχύος από ανανεώσιμες πηγές ενέργειας στα επόμενα χρόνια. Σκοπεύει να το επιτύχει διαφοροποιώντας το ενεργειακό

χαρτοφυλάκιο του Ομίλου και συμβάλλοντας στην αντιστάθμιση των εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου του Ομίλου, με στόχο την επίτευξη μικρότερου του ενός GW εγκατεστημένης ισχύος έως το 2026 και 2 GW έως το 2030.

- Υπηρεσίες Ηλεκτροκίνησης: Η ELPE Future δραστηριοποιείται στη νέα αγορά ως Πάροχος Υπηρεσιών Ηλεκτροκίνησης, ως Φορέας Εκμετάλλευσης Υποδομών Φόρτισης αλλά και ως Φορέας Διεκπεραίωσης Συναλλαγών . Η ανάπτυξη στον τομέα αυτό περιλαμβάνει την εγκατάσταση φορτιστών ταχείας φόρτισης (DC) σε επιλεγμένα πρατήρια ΕΚΟ/ΒΡ σε διαφορετικά σημεία της χώρας, καθώς επίσης σημαντικούς κόμβους φόρτισης AC.
- Έρευνα και Παραγωγή Υδρογονανθράκων: Με την ίδρυση της HELLENiQ UPSTREAM Μονοπρόσωπη Α.Ε. (HELLENiQ UPSTREAM Α.Ε.), ο όμιλος θέλει να αναπτυχθεί στην υλοποίηση εργασιών και έργων που αφορούν όλες τις φάσεις της εκμετάλλευσης υδρογονανθράκων (upstream). Η εταιρία απαρτίζεται από εξειδικευμένους επιστήμονες με κατάρτιση και διεθνή εμπειρία στη βιομηχανία πετρελαίου.
- Τεχνικές Μελέτες: Η ΑΣΠΡΟΦΟΣ είναι η μεγαλύτερη ελληνική εταιρεία παροχής τεχνικών (engineering) και συμβουλευτικών υπηρεσιών στον τομέα της ενέργειας στη Ν.Α. Ευρώπη. Υποστηρίζει επενδύσεις στον τομέα του πετρελαίου και του φυσικού αερίου, παρέχοντας ευρύ φάσμα τεχνικών υπηρεσιών, υπηρεσιών διαχείρισης έργου και σχετικών τεχνικών συμβουλευτικών υπηρεσιών, ενώ επεκτείνει συνεχώς τις δραστηριότητες της.
- Πετροχημικά: Η ΝΤΙΑΞΟΝ ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΥΛΙΚΑ ΣΥΣΚΕΥΑΣΙΑΣ ΑΕΒΕ είναι ο μοναδικός παραγωγός φιλμ πολυπροπυλενίου (BOPP) στην Ελλάδα, το οποίο χρησιμοποιείται κυρίως στη βιομηχανία συσκευασίας. Και αυτή αποτελεί εταιρία της HELLENiQ ENERGY.
- Ηλεκτρική Ενέργεια & Φυσικό Αέριο: Μέσω της συμμετοχής του ομίλου στην Elpedison B.V., με ποσοστό 50%, η HELLENiQ ENERGY δραστηριοποιείται στους κλάδους παραγωγής, εμπορίας και προμήθειας ηλεκτρικής ενέργειας στην Ελλάδα, Το υπόλοιπο 50% κατέχεται από την εταιρεία EDISON International. Η ELPEDISON Α.Ε. είναι ο δεύτερος σε μέγεθος ανεξάρτητος παραγωγός ηλεκτρικής ενέργειας στην χώρα. Η ELPEDISON κατέχει άδεια παραγωγής ηλεκτρικής ενέργειας για νέο σταθμό συνδυασμένου κύκλου στη Θεσσαλονίκη, με καύσιμο το φυσικό αέριο. Οι παραπάνω εταιρείες προέκυψαν εντός του 2020, μετά την ολοκλήρωση του εταιρικού

μετασχηματισμού του πρώην Ομίλου ΔΕΠΑ. (<https://www.helleniqenergy.gr/oi-etairies-mas>)

#### 4.4 Πορεία της μετοχής και μετοχική σύνθεση

Οι μετοχές της εταιρίας διαπραγματεύονται ανοιχτά στο Χρηματιστήριο Αθηνών (Σύμβολο: ΕΛΠΕ) και του Λονδίνου (London Stock Exchange) με τη μορφή Διεθνών Αποθετηρίων Εγγράφων (Global Depository Receipts - GDRs). Η διεθνής έκδοση ομολόγου (HPF, 2%, 4 Οκτ. 2024) διαπραγματεύεται στο Χρηματιστήριο του Λουξεμβούργου. Οι συνολικές μετοχές της εταιρίας ανέρχονται σε 305.635.185 και η τιμή με την οποία διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο είναι 6,90 € η κάθε μια (25/10/2023). Διαπραγματεύονται στην Κύρια Αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών και όλες έχουν ίδια δικαιώματα και υποχρεώσεις, σύμφωνα και το καταστατικό και τους εκάστοτε νόμους.

##### Εικόνα 1 - Τελευταίες πληροφορίες μετοχής HELLENiQ ENERGY

Ημερομηνία & Ώρα: Τετάρτη, 25.10.2023 11:28 (GMT+02:00)

Μετοχή	Τελευταία	Υψηλή	Χαμηλή	(+/-)	%	Τιμή αγοράς	Τιμή Πώλησης	Όγκος
HELLENiQ ENERGY Holdings (ΕΛΠΕ)	6,92	6,97	6,88	-0,03 ▼	-0,43 ▼	6,92	6,94	16.654

Πηγή: <https://www.helleniqenergy.gr/ependytikes-sheseis/pliروفories-metohis>



Διάγραμμα 2 - Πορεία μετοχής HELLENiQ ENERGY 03.10.2022-29.09.2023

Πηγή: <https://www.helleniqenergy.gr/ependytikes-sheseis/pliروفories-metohis>

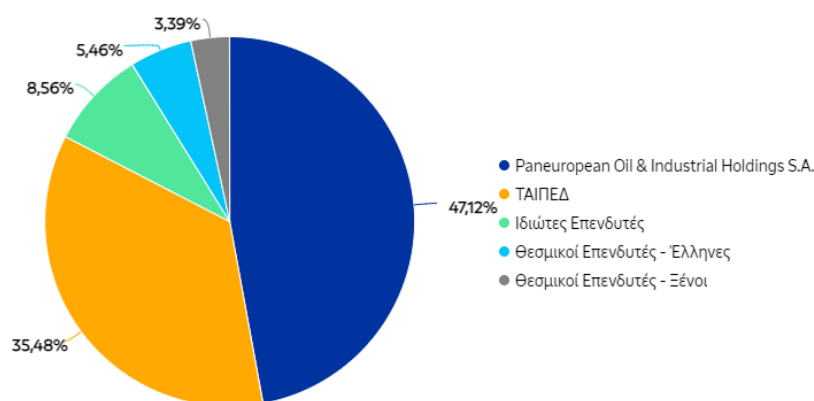
Όπως βλέπουμε στο παραπάνω διάγραμμα, η πορεία της μετοχής κινείται ανοδικά από το Νοέμβριο του 2022 έως και τα τέλη Φλεβάρη του 2023. Στις 23.02.2023 παρουσιάζει την



πιο υψηλή τιμή της, καθώς κλείνει στα 8,60. Από τη στιγμή εκείνη μέχρι και τον Μάιο, 2 μήνες αργότερα, παρουσιάζεται μια γενικότερη πτώση της τιμής της μετοχής, η οποία στις 08.05.2023 θα κλείσει στα 7,11. Από τον Μάιο μέχρι και τέλη Αυγούστου η μετοχή ακολουθεί ανοδική πορεία, φτάνοντας στα 8,27 στην τελευταία μέρα του Αυγούστου, για να έρθει και πάλι μια καθοδική τάση, με την μετοχή να κλείνει στις 29.09.2023 στα 7,41. Το 2022 ήταν ένα πετυχημένο έτος για την εταιρία, καθώς παρά το αυξημένο ενεργειακό κόστος και το εκτεταμένο πρόγραμμα συντηρήσεων στα διυλιστήρια, πέτυχε ιστορικά υψηλά κέρδη, με τα Συγκρίσιμα Κέρδη EBITDA να διαμορφώνονται σε €1.601 εκατ. και τα Συγκρίσιμα Καθαρά Κέρδη σε €1.006 εκατ..

Λόγω των συγκεκριμένων οικονομικών αποτελεσμάτων, το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε να προτείνει στην Ετήσια Τακτική Γενική Συνέλευση τη διανομή συνολικού μερίσματος ύψους €1,15/μετοχή, που αποτελεί την υψηλότερη, ιστορικά, ετήσια διανομή του Ομίλου. Το γεγονός αυτό δείχνει πως ο όμιλος έχει προοπτική και σκοπεύει να συνεχίσει τις λειτουργίες του με τον ίδιο τρόπο. Στην παρακάτω εικόνα διαγράφεται η μετοχική σύνθεση του ομίλου:

Εικόνα 2 - Μετοχική σύνθεση



Μετοχική Σύνθεση (31.12.2022)

Μέτοχοι	Αριθμός Μετοχών
Paneuropean Oil & Industrial Holdings S.A.	144.002.032
ΤΑΙΠΕΔ	108.430.304
Ιδιώτες Επενδυτές	26.168.135
Θεσμικοί Επενδυτές - Έλληνες	16.681.895
Θεσμικοί Επενδυτές - Ξένοι	10.352.819
<b>Σύνολο Μετοχών</b>	<b>305.635.185</b>

Πηγή: <https://www.helleniqenergy.gr/ependytikes-sheseis/metohiki-synthesi>

Κάτοχος του μεγαλύτερου ποσοστού είναι η Paneuropean Oil & Industrial Holdings S.A, με ποσοστό 47,12% και ακολουθεί το Ταμείο Αξιοποίησης Ιδιωτικής Περιουσίας του Δημοσίου (ΤΑΙΠΕΔ) ΜΕ 35,48%.

#### **4.5 Στόχοι και βασικές αξίες ομίλου**

Η HELLENiQ ENERGY έχει καταφέρει όχι μόνο να πρωταγωνιστήσει στον κλάδο της στην Ελλάδα και στο εξωτερικό, αλλά και να στηρίξει ουσιαστικά την ελληνική οικονομία σε δύσκολους καιρούς. Τον Σεπτέμβριο του 2022, η ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Συμμετοχών Α.Ε., στο πλαίσιο του εταιρικού μετασχηματισμού τού Ομίλου, υιοθέτησε νέα εταιρική ταυτότητα, με την αλλαγή της επωνυμίας της σε HELLENiQ ENERGY Holdings A.E.. Μετά την ίδρυση της νέας εταιρικής ταυτότητας αναβαθμίστηκε και το πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης και της δημιουργίας μιας κατάλληλης εταιρικής δομής. Η νέα εταιρική ταυτότητα εντάσσεται στην πρώτη φάση του στρατηγικού σχεδίου «Vision 2025». Ο Όμιλος παραμένει επικεντρωμένος στην ανάπτυξη στη Νέα Ενέργεια στην Ελλάδα και στο εξωτερικό, καθώς και σε αξιολόγηση και υλοποίηση επενδύσεων που σχετίζονται με την ενεργειακή μετάβαση των κυρίως δραστηριοτήτων του και την ουσιαστική βελτίωση του περιβαλλοντικού αποτυπώματος (HELLENiQ ENERGY, 2022).

Το πλάνο μετασχηματισμού αφορά τη στρατηγική για την αναβάθμιση του πλαισίου εταιρικής διακυβέρνησης και τον επανακαθορισμό της στρατηγικής κατεύθυνσης του ομίλου σε πιο πράσινες μορφές ενέργειας και την υιοθέτηση νέας εταιρικής ταυτότητας. Παρά την αυξανόμενη ζήτηση για πετρελαιοειδή και τον σημαντικό ρόλο που εξακολουθούν να έχουν για την εταιρεία, έχει δοθεί ιδιαίτερη σημασία στην ανάπτυξη προς μια διαφορετική κατεύθυνση, δημιουργώντας ένα νέο προφίλ για τον Όμιλο σε μια νέα αγορά ενέργειας που διαμορφώνεται. Η εταιρία υλοποίησε την αναβάθμιση της εταιρικής διακυβέρνησης το 2021, ενώ στις αρχές του 2022 ολοκληρώθηκε με ταχύτατους ρυθμούς ο εταιρικός μετασχηματισμός, δημιουργώντας ευκαιρίες ανάπτυξης, διαχείρισης και μελλοντικής ανάδειξης της αξίας των επιμέρους δραστηριοτήτων του ομίλου (HELLENiQ ENERGY, 2022).

Καίριο μέλημα του ομίλου είναι να αποτελεί έναν καινοτόμο και ανταγωνιστικό περιφερειακό πόλο, που θα πρωτοπορεί στον ενεργειακό μετασχηματισμό, όπως αυτός διαμορφώνεται στο διεθνές περιβάλλον, στο πλαίσιο της βιώσιμης ανάπτυξης.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Στρατηγική ανάλυση**

### **5.1 Εισαγωγή**

Σε αυτό το σημείο είναι σημαντικό να αναφερθεί το στρατηγικό πλάνο της εταιρίας και το περιβάλλον μέσα στο οποίο δραστηριοποιείται, ώστε να γίνει κατανοητή η διαχρονική επιτυχία του ομίλου. Η επίτευξη κερδοφορίας, η επιδίωξη για βιώσιμη ανάπτυξη και εξέλιξη, ο καθορισμός των βασικών μακροχρόνιων στόχων και ο προσδιορισμός των αναγκαίων μέσων για την υλοποίησή τους αποτελούν στρατηγικούς στόχους κάθε εταιρείας. Η προσέγγιση αυτή, μας επιτρέπει να ανακαλύψουμε και να κατανοήσουμε τους παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση, τη βιωσιμότητα και την κερδοφορία της επιχείρησης, ενώ παράλληλα μας δίνει τη δυνατότητα να προβλέπουμε αυτούς τους παράγοντες στο μέλλον. Η στρατηγική βοηθάει την επιχείρηση να χρησιμοποιήσει τους διαθέσιμους πόρους και να αποκτήσει έτσι ένα πλεονέκτημα απέναντι στους ανταγωνιστές της (Ζοπουνίδης, 2008).

Για την ανάλυση της στρατηγικής της εταιρίας HELLENiQ ENERGY θα χρησιμοποιηθεί η μέθοδος SWOT Analysis, η οποία αποτελεί το πιο γνωστό και διαδεδομένο στρατηγικό εργαλείο. Η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται από το 70% των επιχειρήσεων, ενώ η λέξη SWOT είναι αρκτικόλεξο που προκύπτει από τις λέξεις: Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats. Μέσα από αυτή την ανάλυση εξάγονται πολύ χρήσιμα συμπεράσματα, καθώς μελετώνται τα δυνατά και τα αδύνατα σημεία της εταιρίας στο εσωτερικό της περιβάλλον. Οι ευκαιρίες και οι απειλές, από την άλλη, βρίσκονται στο εξωτερικό της επιχείρησης και απαιτούν την προσοχή, ενώ σε συγκεκριμένες περιπτώσεις και την προσαρμογή της εταιρίας σε νέες πρακτικές και δεδομένα.

### **5.2 Στρατηγική του ομίλου**

Η στρατηγική του ομίλου, όπως έχει ήδη αναφερθεί σε προηγούμενα κεφάλαια, πήρε μια άλλη τροπή τον τελευταίο χρόνο, μετά την αλλαγή της ονομασίας του ομίλου από ΕΛΠΕ σε HELLENiQ ENERGY. Πλέον προτεραιότητα αποτελούν όχι μόνο τα ορυκτά καύσιμα, αλλά η ενέργεια γενικότερα. Το ανανεωμένο πρόγραμμα στρατηγικής του ομίλου ονομάζεται Vision 2025 και αποτελεί ένα φιλόδοξο πρόγραμμα, το οποίο αντιπροσωπεύει τη συνολική μεταμόρφωσή της εταιρίας. Ακόμη, συνάδει με τους στόχους που έχει θέσει η Ευρωπαϊκή Ένωση για την αποφυγή της εξάρτησης από τα συμβατικά καύσιμα και την ανάπτυξη πιο βιώσιμων μορφών ενέργειας, καθώς και την μείωση των εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου. Αποτελεί το μέσο για την αναβάθμιση της λειτουργίας και της αξιοποίησης των ευκαιριών που προκύπτουν από την ενεργειακή μετάβαση.

Μέσα από τον στρατηγικό αυτό σχεδιασμό η επιχείρηση οδεύει γρήγορα προς τον στόχο της, που δεν είναι άλλος από την δημιουργία διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου, που συνδυάζει τις βασικές δραστηριότητες και την εισαγωγή στον τομέα της "Νέας Ενέργειας", με την βιώσιμη ανάπτυξη ως καθοδηγητική αρχή.

Ο Όμιλος στοχεύει σε έναν σημαντικό ρόλο στην ενεργειακή μετάβαση στην περιοχή της Ανατολικής Μεσογείου, εκμεταλλευόμενος πλήρως τις βασικές του δραστηριότητες, και με στόχο την είσοδο και την αξιοποίηση της Νέας Ενέργειας. Ταυτόχρονα, δεσμεύεται να μειώσει το περιβαλλοντικό του αποτύπωμα. Το "Vision 2025" μπορεί να αναλυθεί σε 5 βασικούς πυλώνες:

- Επαναπροσδιορισμός της στρατηγικής για θέματα ESG με βασική επιδίωξη την μείωση των εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου. Το στρατηγικό πλάνο του ομίλου στοχεύει στην βελτίωση του περιβαλλοντικού αποτυπώματος 50% έως και το 2030, ενώ έως το 2050 υπάρχει δέσμευση για μηδενικές εκπομπές.
- Αναπροσαρμογή της κατανομής κεφαλαίων και της επιχειρηματικής στρατηγικής, με Νέα Ενέργεια να αντιπροσωπεύει το μεγαλύτερο μέρος των επενδύσεων για τα επόμενα 10 χρόνια
- Ανάπτυξη της εταιρικής διακυβέρνησης
- Καθιέρωση κατάλληλης εταιρικής δομής
- Υιοθέτηση μιας νέας εταιρικής ταυτότητας (HELLENiQ ENERGY, 2022)

Εν ολίγοις, η κύρια δραστηριότητα βασίζεται στη βελτίωση των βασικών δραστηριοτήτων της επιχείρησης, μέσω της βελτιστοποίησης της λειτουργίας, της ενίσχυσης της ενεργειακής απόδοσης και της μείωσης της εξάρτησής από τα ορυκτά καύσιμα. Συγχρόνως, γίνεται προσπάθεια για καλύτερη αξιοποίηση των υφιστάμενων υποδομών αλλά και επέκταση των εμπορικών δραστηριοτήτων σε διεθνές επίπεδο. Στόχος αποτελεί η επίτευξη σημαντικής παρουσίας στις Ανανεώσιμες Πηγές Ενέργειας, την ηλεκτροκίνηση, καθώς και βελτίωση στον τομέα του ηλεκτρισμού.

### **5.3 SWOT analysis**

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, η SWOT Analysis μελετά ισχυρά και αδύναμα στοιχεία τα οποία ανήκουν στο εσωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης, και ευκαιρίες και απειλές οι οποίες ανήκουν στο εξωτερικό της (Σιώμοκος, 2004). Μέσα από ανάλυση του ευρύτερου περιβάλλοντος του Ομίλου, τα συμπεράσματα τα οποία εξάγονται είναι τα εξής:

- **Δυνατά Σημεία (Strengths)**

1. Ηγέτης στον κλάδο τόσο στην Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό

Η HELLENiQ ENERGY κατέχει ηγετική θέση τόσο στην εγχώρια αγορά όσο και στην περιφέρεια αυτής, αυξάνοντας με αυτόν τον τρόπο την βελτίωση των λειτουργειών της. Στον εσωτερικό χώρο, ο όμιλος κατέχει τρία από τα τέσσερα διυλιστήρια που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα, τοποθετώντας τον στην υψηλότερη δυναμικότητα διύλισης στην Ελλάδα, κερδίζοντας περίπου το 60% με 65% του μεριδίου της ελληνικής αγοράς πετρελαίου και φυσικού αερίου. Κατέχει επίσης ηγετική θέση στην εγχώρια αγορά, μέσω των ποικίλων θυγατρικών εταιριών της, με την περίπτωση της Ε.Κ.Ο. (Ελληνικά Καύσιμα Ορυκτέλαια) να ξεχωρίζει. Η Ε.Κ.Ο. δραστηριοποιείται στο λιανικό εμπόριο μέσω δικτύου περίπου 1.700 πρατηρίων καυσίμων, καθώς και στις πωλήσεις υγραερίου, βιομηχανικών, αεροπορικών, ναυτιλιακών καυσίμων και λιπαντικών. Όσον αφορά την επισκόπηση της ελληνικής αγοράς πετρελαίου και τη διαδρομή προς την αγορά, η επιχείρηση κατέχει ηγετική θέση στην εγχώρια αγορά μέσω της κάθετης ολοκλήρωσης και των ανταγωνιστικών πρακτικών της.

Στο εξωτερικό, βρίσκεται σε κορυφαία θέση στις αγορές της Νοτιοανατολικής Ευρώπης όπου δραστηριοποιείται και κατέχει τις εγκαταστάσεις της ΟΚΤΑ στην Βόρεια Μακεδονία για τη διανομή και εμπορία πετρελαιοειδών. Ο όμιλος, με ένα δίκτυο από περίπου 300 πρατήρια καυσίμων, κατέχει σημαντική θέση στην εμπορία καυσίμων και στην αλυσίδα εφοδιασμού σε Κύπρο, Βουλγαρία, Σερβία, Μαυροβούνιο και Βόρεια Μακεδονία. Αυτή η ισχυρή θέση στην παγκόσμια αγορά δίνει στην HELLENiQ ENERGY μια σημαντική διαπραγματευτική δύναμη στον κλάδο (<https://www.helleniqenergy.gr/>).

2. Αύξηση των εξαγωγών

Η Εταιρεία έχει επιταχύνει την παραγωγή τα τελευταία χρόνια και οι εξαγωγές είναι πάνω από το 50% του όγκου των πωλήσεων. Επομένως, αυτό δείχνει επίσης ότι η εταιρεία έχει την τεχνογνωσία για το πώς χειρίζεται τον τεράστιο όγκο πωλήσεων.

3. Διαφοροποίηση προς άλλους κλάδους

Ο Όμιλος δραστηριοποιείται στον τομέα των υδρογονανθράκων εξερεύνησης και παραγωγής στην Ελλάδα με την ανάπτυξη χαρτοφυλακίου εξερεύνησης τόσο εντός της χώρας όσο και σε άλλες περιοχές, είτε αυτόνομα είτε σε συνεργασία με εταιρείες του κλάδου όπως ως Total, ExxonMobil, Repsol και Edison. Ακόμη, μέσα από την μετονομασία του ομίλου γίνεται φανερό πως η ανάγκη για εξερεύνηση και αξιοποίηση νέων βασικών δραστηριοτήτων και λειτουργιών για την εταιρία γίνονται απαραίτητες.

4. Ισχυρή φήμη και κοινωνική υπευθυνότητα

Η εταιρεία σχεδίαζε πάντα τη στρατηγική της λαμβάνοντας υπόψιν τη γεωπολιτική σημασία της χώρας, δημιουργώντας ισχυρούς δεσμούς τόσο με προμηθευτές όσο και με τις ξένες αγορές. Με ιστορία 60 και πλέον ετών, κατέχει ισχυρή θέση στην Ελληνική οικονομία και κοινωνία, ενώ έχει συμβάλει σημαντικά σε περιόδους κρίσης και στον κρατικό μηχανισμό.

- **Αδύναμα Σημεία (Weaknesses)**

1. Μεγάλος κύκλος πωλήσεων

Η HELLENiQ ENERGY χαρακτηρίζεται από τεράστιο κύκλο πωλήσεων. Το γεγονός αυτό μπορεί να οδηγήσει σε δυσκολίες και καθυστερήσεις, διότι ορισμένες στρατηγικές αποφάσεις εταιριών χρειάζονται την έγκριση, την καθοδήγηση, τη βοήθεια ή τη διαπραγμάτευση με τρίτους. Δεν είναι λίγες οι φορές που διεξάγονται διαπραγματεύσεις ακόμη και με κυβερνήσεις.

2. Πολυπληθές εργατικό δυναμικό

Η αδυναμία αυτή μπορεί να θεωρηθεί και ως δύναμη. Παρατηρώντας όμως τα δεδομένα με μια διαφορετική οπτική, το εργατικό δυναμικό της είναι πολύ μεγάλο, καθώς η εταιρεία έχει περισσότερους από 3.000 υπαλλήλους, γεγονός που δεν προσδίδει ευελιξία στην εφαρμογή στρατηγικών αποφάσεων.

3. Μεγάλο κόστος κεφαλαίου και έκθεση στο χρέος

Το αυξημένο κόστος κεφαλαίου και η υψηλή έκθεση στο χρέος, λόγω των επενδύσεων έντασης κεφαλαίου σε πετρέλαιο και φυσικό αέριο μοιάζουν με αδυναμίες, χωρίς ωστόσο να επηρεάζουν ουσιαστικά τον όμιλο. Το κόστος των δικαιωμάτων εκπομπών και το κόστος διυλιστηρίων έχουν εντοπιστεί από τον όμιλο, ο οποίος ξεκίνησε επενδύσεις σε καινοτόμες τεχνολογίες για τη μείωση του κόστους και των εκπομπών, ιδίως μετά την καθιέρωση ενός εμπορικού σήματος νέας μονάδας νάφθας. Η αρνητική ισορροπία εισαγωγών - εξαγωγών είναι μια μακροχρόνια αδυναμία.

4. Κατοχή 35,5% της εταιρίας από το ΤΑΙΠΕΔ

Το γεγονός ότι το ελληνικό δημόσιο κατέχει το 35,5% του ομίλου δυσχεραίνει τη λήψη αποτελεσματικών και αποδοτικών επιχειρηματικών αποφάσεων και προσθέτει στην οργανωτική πολυπλοκότητα. Ωστόσο, ο τερματισμός των προγραμμάτων διάσωσης δημιουργεί ευκαιρίες για ανάπτυξη, αύξηση της κατανάλωσης και μεγαλύτερη πρόσβαση σε φθηνότερα κεφάλαια.

Είναι σημαντικό να αναφερθεί πως η κρίση του COVID-19 μαζί με τον πόλεμο της Ουκρανίας εξελίχθηκαν σε απειλές και έδειξαν μια προς στιγμήν αδυναμία του ομίλου, η οποία απορρέει από την υψηλή εξάρτηση προς την εγχώρια αγορά και την κερδοφορία του ομίλου

βραχυπρόθεσμα και μεσοπρόθεσμα. Καθώς το κόστος των καυσίμων εκτοξεύθηκε τον προηγούμενο έτος και συνεχίζεται μέχρι και σήμερα, πίεσε την κατανάλωση σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα. Ομοίως, ο μεγάλος πληθωρισμός μειώνει περαιτέρω την εγχώρια και την παγκόσμια ζήτηση. Παρ' όλα αυτά, ο όμιλος το 2022 κατάφερε να πετύχει ιστορικά υψηλά κέρδη, παρά το αυξημένο ενεργειακό κόστος και το πρόγραμμα συντηρήσεων στα διυλιστήρια, δείχνοντας την ισχυρή του θέση και την πάταξη όποιων δυσκολιών προκύψουν.

- **Δυνατότητες (Opportunities)**

1. Αύξηση παγκόσμιας ενεργειακής ζήτησης

Σύμφωνα με την Αμερικανική Υπηρεσία Πληροφοριών για την Ενέργεια Administration (EIA), η συνολική παγκόσμια κατανάλωση ενέργειας προβλέπεται να αυξηθεί κατά 28% μέχρι το έτος 2040. Παρουσιάζεται έτσι μεγάλη ευκαιρία για την εταιρία να εκμεταλλευτεί την «Νέα Ενέργεια» και να εισέλθει δυναμικά στον χώρο.

2. Ελληνική ανάκαμψη

Η ελληνικά αγορά καυσίμων είναι έτοιμη για ανάκαμψη, με κινητήρια δύναμη τα καύσιμα αεριοθεωμένων, η ζήτηση των οποίων είχε αυξηθεί κατά 18% τους πρώτους μήνες του 2018. Ακόμη, σύμφωνα με την EIA (2023) η μέση τιμή για ένα βαρέλι αργού πετρελαίου θα αυξηθεί σχεδόν κατά 6% το τελευταίο τρίμηνο του 2023.

3. Επενδύσεις για βιώσιμη ανάπτυξη (sustainable development)

Με συνολική επένδυση 1 δισ. ευρώ, ο Όμιλος υλοποιεί το στρατηγικό σχέδιο στο πλαίσιο της βιώσιμης ανάπτυξης και για την περίοδο 2019-2023. Σχέδιο που ως κομβικό σημείο ενίσχυσης έχει την εξωστρέφεια και τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας με κύριους στόχους τη μόνιμη αναβάθμιση της θέσης του ομίλου στην τεχνολογία, την καινοτομία και την τεχνογνωσία, καθώς και την ολοκλήρωση του ενεργειακού και ψηφιακού μετασχηματισμού που θα εξασφαλίσει την ηγετική θέση του ομίλου στη Νοτιοανατολική Ευρώπη (HELLENiQ ENERGY, 2018).

- **Απειλές (Threats)**

1. Κλιματική αλλαγή και ανησυχίες

Η συνολική κατανάλωση καυσίμων ενδέχεται να μειωθεί λόγω της χαμηλότερης ζήτησης πετρελαίου θέρμανσης και της ηπιότερης θερμοκρασίας, καθώς και λόγω των υψηλότερων τιμών του πετρελαίου.

2. Αβεβαιότητα Ελληνικής Οικονομίας

Η ελληνική οικονομία εξακολουθεί να αντιμετωπίζει σημαντικές προκλήσεις, όπως το υψηλό δημόσιο χρέος, το μεγάλο απόθεμα μη εξυπηρετούμενων δανείων, η υψηλή ανεργία και η αποτυχία περαιτέρω διεύρυνσης της επενδυτικής βάσης της χώρας, οι οποίες θα πρέπει να αντιμετωπιστούν μεσοπρόθεσμα, καθορίζοντας έτσι τις μελλοντικές προοπτικές ανάπτυξης της χώρας. Η HELLENiQ ENERGY θα πρέπει να αξιολογεί συνεχώς την κατάσταση και να παρακολουθεί πιθανές μελλοντικές εξελίξεις, προκειμένου να διασφαλιστεί ότι θα ληφθούν όλα τα απαραίτητα μέτρα για να ελαχιστοποιηθεί κάθε πιθανή επίπτωση στις δραστηριότητές της στην Ελλάδα.

### 3. Κίνδυνος μείωσης ζήτησης προϊόντων και αύξηση κόστους λειτουργίας

Παγκοσμίως υπάρχει μετάβαση προς πιο καθαρές μορφές ενέργειας. Αυτή η μετάβαση συνεπάγεται τη μείωση της χρήσης παραδοσιακών πηγών ενέργειας, συμπεριλαμβανομένου του πετρελαίου. Οι πολιτικές που αποσκοπούν στην αντιμετώπιση της κλιματικής αλλαγής, ιδίως στην Ευρωπαϊκή Ένωση, αναμένεται να αυξήσουν το κόστος λειτουργίας. Επιπλέον, η ενεργειακή κρίση, που προκύπτει από τις υψηλές τιμές φυσικού αερίου και ηλεκτρισμού στην Ευρώπη, αναδεικνύει αρνητικές επιπτώσεις στο κόστος λειτουργίας της βιομηχανίας (HELLENiQ ENERGY, 2022).

### 4. Συναλλαγματικός κίνδυνος

Όπως είναι ήδη γνωστό, ο όμιλος δραστηριοποιείται και στις διεθνείς αγορές. Η βιομηχανία διύλισης και πετρελαίου λειτουργεί στις διεθνείς αγορές με βάση το δολάριο. Έτσι, οι δραστηριότητες του Ομίλου είναι εκτεθειμένες κυρίως στον κίνδυνο από τη διακύμανση της ισοτιμίας δολαρίου με ευρώ.

## **5.4 Συμπεράσματα στρατηγικής ανάλυσης**

Συμπερασματικά, από την ανάλυση SWOT που παρατέθηκε παραπάνω, προκύπτει ότι η εξέλιξη του ομίλου συνδέεται άμεσα με την διεθνή κατάσταση και την άνοδο των ανανεωμένων μορφών ενέργειας. Η HELLENiQ ENERGY αποτελεί την κυρίαρχη επιχείρηση στον κλάδο της στην χώρα και διαθέτει ισχυρή θέση στην Νοτιοανατολική Ευρώπη, ενώ παράλληλα διαδραματίζει προσπάθειες ανάπτυξης και σε άλλους κλάδους. Ακολούθησε μια στρατηγική επέκτασης και σε άλλες δραστηριότητες και έδωσε έμφαση τόσο στην διατήρηση της βασικής λειτουργίας της, όσο και στην ανάπτυξη νέων. Τα περιβαλλοντικά θέματα, η οικονομική κατάσταση της χώρας αλλά και οι διεθνείς εξελίξεις ενδέχεται να επηρεάσουν σημαντικά την εταιρία, η οποία όμως μέχρι στιγμής φαίνεται πως βρίσκεται σε έναν πολύ καλό δρόμο, ακολουθώντας τις τάσεις της αγοράς και προσπαθώντας να βρίσκεται διαρκώς εντός



των εξελίξεων του χώρου της. Δεν αντιμετωπίζει ιδιαίτερος σημαντικά προβλήματα που να απειλούν την υπόσταση και την βιωσιμότητα της.

Μετά από ένα επιτυχημένο έτος (2022) με δύσκολες συνθήκες τόσο γενικά για την οικονομία (μετά COVID-19 εποχή, πόλεμος Ουκρανίας-Ρωσίας, αύξηση πληθωρισμού και άνοδος στις τιμές πετρελαίου) όσο και για τον συγκεκριμένο κλάδο δράσης της, βρίσκεται σε μια περίοδο ανόδου και αναμένει την δυναμική είσοδο στην φάση των ανανεώσιμων και καθαρών πηγών ενέργειας.

Πίνακας 4 - SWOT Analysis

Strengths	Weaknesses
Ηγέτης στον κλάδο τόσο στην Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό	Μεγάλος κύκλος πωλήσεων
Αύξηση των εξαγωγών	Πολυπληθές εργατικό δυναμικό
Διαφοροποίηση λειτουργιών	Μεγάλο κόστος κεφαλαίου και έκθεση στο χρέος
Ισχυρή φήμη	Κατοχή 35,5% της εταιρίας από το ΤΑΙΠΕΔ
Opportunities	Threats
Αύξηση παγκόσμιας ενεργειακής ζήτησης	Κλιματική αλλαγή και ανησυχίες
Ελληνική ανάκαμψη	Αβεβαιότητα ελληνικής οικονομίας
Επενδύσεις για βιώσιμη ανάπτυξη	Κίνδυνος μείωσης ζήτησης προϊόντων και αύξηση κόστους λειτουργίας

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: Χρηματοοικονομική ανάλυση

### 6.1 Εισαγωγή

Στο κεφάλαιο αυτό θα πραγματοποιηθεί μια ανάλυση για την διαχείριση των χρηματοοικονομικών κινδύνων του ομίλου HELLENiQ ENERGY, ενώ στην συνέχεια θα παρουσιαστούν οι βασικοί αριθμοδείκτες της επιχείρησης.

## 6.2 Βασικές λογιστικές αρχές

Οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις αποτελούν σημαντικό εργαλείο τόσο για την διαχείριση όσο και για την καλύτερη κατανόηση της επιχείρησης. Μέσα από τις πληροφορίες που παρέχουν και από τον σκοπό που εξυπηρετούν, διαμορφώνουν ένα απαραίτητο εργαλείο για την ορθή λειτουργία της εταιρίας. Η HELLENiQ ENERGY ακολουθεί τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (IFRS) για την κατάρτιση των χρηματοοικονομικών της καταστάσεων. Για τη δημιουργία τους, υπάρχουν ορισμένες βασικές αρχές (Μπατσινίλα & Πατατούκα, 2012):

- Αρχή της συνεχούς δραστηριότητας της επιχείρησης: Οι λογιστικές καταστάσεις εκπονούνται με βάση το going concern, δηλαδή την υπόθεση της συνεχούς επιχειρηματικής λειτουργίας, προσεγγίζοντας το γεγονός ότι η διοίκηση της επιχείρησης θα συνεχίσει να την διοικεί χωρίς να επικεντρώνεται αποκλειστικά στην ρευστοποίηση.
- Αρχή της αυτοτέλειας των χρήσεων (δεδουλευμένων εσόδων, εξόδων): Κατά την εκπόνηση των οικονομικών καταστάσεων, λαμβάνονται υπόψη τα γεγονότα και τα αποτελέσματα της επιχειρηματικής δραστηριότητας κατά τη διάρκεια της χρήσης. Ωστόσο, η αρχή αυτή δεν εφαρμόζεται στην περίπτωση της κατάστασης ταμειακών ροών, η οποία συντάσσεται με βάση το ταμείο.
- Αρχή του Κόστους: Οι λογιστικές εγγραφές και οι αξίες που εμφανίζονται στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις αντικατοπτρίζουν το κόστος κτήσεως των περιουσιακών στοιχείων (Λουμιώτης & Τζίφα, 2012)

Οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις πρέπει επίσης να πληρούν και συγκεκριμένα ποιοτικά χαρακτηριστικά, προκειμένου να εξυπηρετούν αποτελεσματικά τους χρήστες και να τους επιτρέπουν να λαμβάνουν ορθές αποφάσεις (Λαζαρίδης & Παπαδόπουλος, 2005):

- Σαφήνεια: Οι οικονομικές καταστάσεις πρέπει να είναι κατανοητές από χρήστες με βασικές γνώσεις στον τομέα των οικονομικών και της επιχειρηματικής δραστηριότητας της επιχείρησης.
- Συνάφεια: Οι οικονομικές πληροφορίες πρέπει να συσχετίζονται και να παρέχουν τη δυνατότητα αξιολόγησης σχετικά με το παρελθόν, το παρόν και το μέλλον της επιχείρησης.

- **Σημαντικότητα:** Οι πληροφορίες που περιλαμβάνονται στις οικονομικές καταστάσεις κρίνονται σημαντικές, καθώς οποιαδήποτε παράλειψη ή εσφαλμένη διατύπωσή τους μπορεί να έχει σημαντικές επιπτώσεις.
- **Αξιοπιστία:** Οι πληροφορίες πρέπει να θεωρούνται αξιόπιστες, δηλαδή να μην περιέχουν σοβαρά λάθη και να μην είναι βασισμένες σε προκαταλήψεις.

### 6.3 Χρηματοοικονομικοί κίνδυνοι και διαχείριση

Ο όμιλος δραστηριοποιείται κυρίως στον τομέα της διύλισης πετρελαίου και δευτερευόντως σε πετροχημικά, εμπορία πετρελαιοειδών, έρευνα και εκμετάλλευση υδρογονανθράκων, καθώς και παραγωγή και εμπορία ηλεκτρικής ενέργειας. Αυτό σημαίνει ότι αντιμετωπίζει διάφορους χρηματοοικονομικούς κινδύνους, όπως διακυμάνσεις στις τιμές των πετρελαιοειδών, φυσικού αερίου, ηλεκτρισμού και δικαιωμάτων εκπομπών CO<sub>2</sub> στις διεθνείς αγορές, αλλαγές στις συναλλαγματικές ισοτιμίες, ρίσκο ταμειακών ροών και κινδύνους από αλλαγές στα επιτόκια. Για να αντιμετωπίσει αυτούς τους κινδύνους, ο όμιλος ακολουθεί διεθνείς πρακτικές και τοπικά νομικά πλαίσια, εφαρμόζοντας έτσι ένα γενικό πρόγραμμα διαχείρισης κινδύνων. Ο στόχος του προγράμματος είναι η μείωση της έκθεσης στις αλλαγές της αγοράς και η αντιμετώπιση οποιασδήποτε αρνητικής επίδρασης στη χρηματοοικονομική θέση του, όσο είναι εφικτό.

Η διαχείριση των κινδύνων που σχετίζονται με τις τιμές των προϊόντων ανατίθεται στην Υπηρεσία Διαχείρισης Εμπορικών Κινδύνων. Όσον αφορά τους χρηματοοικονομικούς κινδύνους, η διαχείριση αυτών είναι αρμοδιότητα των Οικονομικών Υπηρεσιών του Ομίλου και γίνεται σύμφωνα με τις εγκρίσεις που έχουν δοθεί από το Διοικητικό Συμβούλιο (HELLENiQ ENERGY, 2022).

Οι κίνδυνοι που δείχνουν να αφορούν περισσότερο τη λειτουργία της εταιρίας είναι οι εξής:

- **Κίνδυνος Αγοράς:** Μεγάλης σημασίας κίνδυνος για την επιχείρηση αποτελεί ο συναλλαγματικός. Η βιομηχανία διύλισης λειτουργεί διεθνώς με βάση το δολάριο. Τα λειτουργικά έξοδα εκφράζονται κυρίως σε ευρώ. Ως αποτέλεσμα, ο όμιλος εκτίθεται κυρίως στον κίνδυνο από τις διακυμάνσεις της ισοτιμίας δολαρίου έναντι του ευρώ. Η ενίσχυση του δολαρίου έναντι του ευρώ επηρεάζει θετικά τα οικονομικά αποτελέσματα του Ομίλου, ενώ η υποτίμησή του έχει αρνητική επίδραση τόσο στα οικονομικά αποτελέσματα όσο και στα στοιχεία του ισολογισμού (αποθέματα, επενδύσεις, απαιτήσεις, εμπορικές υποχρεώσεις και άλλες υποχρεώσεις σε δολάρια), τα οποία

αξιολογούνται σε χαμηλότερα επίπεδα. Η βασική δραστηριότητα του Ομίλου σχετίζεται με τη διύλιση αργού πετρελαίου και την πώληση πετρελαϊκών προϊόντων. Αυτό προκαλεί δύο είδη κινδύνου έκθεσης σε μεταβολές τιμών προϊόντων: τις μεταβολές στις απόλυτες τιμές αργού πετρελαίου και πετρελαϊκών προϊόντων, που επηρεάζουν την αξία των αποθεμάτων, καθώς και τις μεταβολές στα περιθώρια διύλισης, που επηρεάζουν τις ταμειακές ροές. Στην περίπτωση του κινδύνου διακύμανσης των απόλυτων τιμών αργού πετρελαίου και πετρελαϊκών προϊόντων, η έκθεση στον κίνδυνο αφορά μείωση των τιμών και επηρεάζονται από την αποτίμηση των αποθεμάτων στο τέλος κάθε περιόδου. Οι μεταβολές τιμών του αργού πετρελαίου και των προϊόντων επηρεάζουν επίσης το ύψος του κεφαλαίου κίνησης, καθώς οι υψηλότερες τιμές αυξάνουν τις ανάγκες χρηματοδότησης. Η έκθεση στον κίνδυνο μεταβολών περιθωρίων διύλισης σχετίζεται με τη διακύμανση των περιθωρίων διύλισης των διυλιστηρίων, που καθορίζονται βάσει των τιμών αναφοράς (Platts) για το αργό και τα πετρελαϊκά προϊόντα.

- **Πιστωτικός Κίνδυνος:** Η διαχείριση του κινδύνου αυτού γίνεται κεντρικά σε επίπεδο ομίλου. Ο πιστωτικός κίνδυνος προέρχεται από τα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα, τα παράγωγα χρηματοοικονομικά εργαλεία, τις καταθέσεις σε τράπεζες, καθώς και την έκθεση σε πιστωτικό κίνδυνο από πελάτες χονδρικής στην Ελλάδα και στο εξωτερικό. Όλοι οι πελάτες υφίστανται αξιολόγηση από τη Διεύθυνση Πιστωτικού Ελέγχου για την πιστοληπτική τους ικανότητα. Για την αποτελεσματική διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου τόσο στην Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό, έχει αναπτυχθεί ένα ολοκληρωμένο σύστημα παρακολούθησης της έκθεσης σε πιστωτικό κίνδυνο. Επιπλέον, υπάρχει σε αποτελεσματική λειτουργία μια κεντρική μονάδα διαχείρισης διακανονισμών οφειλών εμπορικών πελατών. Η Επιτροπή Πιστώσεων του Ομίλου εξασφαλίζει την αποτελεσματική διοίκηση του πιστωτικού κινδύνου σχετικά με τις εμπορικές οφειλές των εταιρειών του Ομίλου.
- **Κίνδυνος Ρευστότητας:** Για την αντιμετώπιση του λαμβάνονται μέτρα όπως η διασφάλιση επαρκών ταμειακών πόρων και διαθεσίμων και η εξασφάλιση επαρκών πιστωτικών ορίων με τις συνεργαζόμενες τράπεζες. Εξαιτίας της φύσης των δραστηριοτήτων του, ο όμιλος έχει ως στόχο να διατηρεί χρηματοδοτική ευελιξία μέσω πιστωτικών γραμμών και άλλων χρηματοδοτικών εργαλείων (HELLENiQ ENERGY, 2022).

Για την αντιμετώπιση των παραπάνω κινδύνων, η HELLENiQ ENERGY ακολουθεί συγκεκριμένα μέτρα αντιμετώπισης, τα οποία την βοηθούν να ξεπερνάει τις δυσκολίες που προκύπτουν ώστε να συνεχίζει εύρυθμα την λειτουργία της.

Όσον αφορά τη διαχείριση του κεφαλαίου, τα μέτρα του ομίλου περιλαμβάνουν τη διασφάλιση της σωστής λειτουργίας του και τη διατήρηση της ιδανικής κατανομής του, με σκοπό τη μείωση του κόστους κεφαλαίου και την αύξηση της συνολικής αξίας του. Για να διατηρήσει ή να προσαρμόσει την δομή του κεφαλαίου, η εταιρία μπορεί να αλλάξει την πληρωμή μερίσματος προς τους μετόχους, να εκδώσει νέες μετοχές, να επιστρέψει κεφάλαιο στους μετόχους ή να προχωρήσει σε πώληση περιουσιακών στοιχείων για τη μείωση του χρέους.

Επιπρόσθετα, ο όμιλος διαχειρίζεται τις δανειακές υποχρεώσεις του λαμβάνοντας υπόψη παράγοντες όπως το κόστος και η ωρίμανση. με σκοπό τη διαφοροποίηση των πηγών χρηματοδότησης (όπως ομόλογα, ομολογιακά δάνεια, πιστωτικές γραμμές, κ.λπ.).

Τα κεφάλαιά του παρακολουθούνται με βάση τον συντελεστή μόχλευσης, ο οποίος υπολογίζεται διαιρώντας τον καθαρό δανεισμό με τα συνολικά απασχολούμενα κεφάλαια. Η εταιρία έχει ως μακροπρόθεσμο στόχο να διατηρεί τον συντελεστή δανειακής μόχλευσης μεταξύ 35% - 45%, λαμβάνοντας υπόψη τις μεγάλες διακυμάνσεις στις τιμές του αργού πετρελαίου, που μπορεί να επηρεάσουν τον συνολικό δανεισμό. Ο όμιλος έχει προχωρήσει σε σημαντική μείωση (περίπου 50%) του χρηματοοικονομικού κόστους κατά την τελευταία πενταετία (HELLENiQ ENERGY, 2022).

#### **6.4 Συμπεράσματα ανάλυσης κινδύνων**

Ο όμιλος HELLENiQ ENERGY εκτίθεται στον κίνδυνο αγοράς, στον πιστωτικό κίνδυνο και στον κίνδυνο ρευστότητας. Μέσα από την διαχείριση κινδύνου που εφαρμόζει η εταιρία, τίθενται όρια ανάληψης κινδύνου και λαμβάνονται μέτρα τόσο για την ανάλυση όσο και για την αντιμετώπιση αυτών. Τα συστήματα ελέγχου και διαχείρισης βρίσκονται διαρκώς υπό εξέταση και έλεγχο ώστε να ακολουθούνται άμεσα οι απαραίτητες πρακτικές, με στόχο το συμφέρον της εταιρίας και την διατήρηση της ισχυρής παρουσίας της στον χώρο.

Για την ορθή λειτουργία των πολιτικών και των διαδικασιών διαχείρισης κινδύνου, το τμήμα Εσωτερικού Ελέγχου πραγματοποιεί διαρκείς και αναλυτικούς ελέγχους, τηρώντας τις κατάλληλες διαδικασίες, με τα αποτελέσματα να γίνονται γνωστά στο Διοικητικό Συμβούλιο.

## 6.5 Κερδοφορία

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, το 2022 η λειτουργική κερδοφορία του Ομίλου αυξήθηκε σημαντικά, με τα Συγκρίσιμα Κέρδη EBITDA να φτάνουν τα €1.601 εκατ. (σε σύγκριση με τα €401 εκατ. το 2021). Αυτή η αύξηση οφείλεται σε βελτιωμένα διεθνή περιθώρια δύλισης, ενίσχυση του δολαρίου, και υψηλή απόδοση των διυλιστηρίων. Ακόμη, συνέβαλε ιδιαίτερα η αυξημένη συνεισφορά από τη διεθνή εμπορία και την πράσινη ενέργεια, παρά το εκτεταμένο πρόγραμμα συντήρησης στα διυλιστήρια, την αυξημένη ενεργειακή κοστολόγηση και τις εκπτώσεις στην πώληση πετρελαίου θέρμανσης για την στήριξη των καταναλωτών κατά την ενεργειακή κρίση.

Το περασμένο έτος, η παραγωγή των διυλιστηρίων μειώθηκε κατά 10% λόγω εκτεταμένου προγράμματος συντήρησης στα διυλιστήρια και οι πωλήσεις μειώθηκαν κατά 6%. Τα Συγκρίσιμα Κέρδη EBITDA από τον κλάδο Δύλισης, Εφοδιασμού και Εμπορίας βελτιώθηκαν σημαντικά, φτάνοντας τα €1.385 εκατ. από €153 εκατ. το 2021. Τα Συγκρίσιμα Κέρδη μετά φόρων ανήλθαν στα €1.006 εκατ., παρά το αυξημένο χρηματοοικονομικό κόστος και την πρόβλεψη που σχηματίστηκε για τη Συνεισφορά Αλληλεγγύης (Ν. 5007/23-12-2022).

Τα κέρδη αποτίμησης αποθεμάτων μειώθηκαν στα €102 εκατ. το 2022 από €308 εκατ. το 2021, λόγω της αύξησης της τιμής του πετρελαίου και των προϊόντων. Συνολικά, τα Δημοσιευμένα Κέρδη EBITDA έφτασαν τα €1.717 εκατ. και τα Δημοσιευμένα Κέρδη μετά φόρων ανήλθαν στα €890 εκατ.. Οι νέες επενδύσεις σε Ανανεώσιμες Πηγές Ενέργειας, τα προγράμματα συντήρησης των διυλιστηρίων και η εξαγορά των κεντρικών γραφείων της HELLENIQ ENERGY έφτασαν τις δαπάνες κεφαλαίου στα €512 εκατ. (HELLENiQ ENERGY, 2022). Είναι φανερό πως ο συγκεκριμένος όμιλος διαθέτει μεγάλα κέρδη, τα οποία προκύπτουν από την έντονη παρουσία και λειτουργία του σε διαφορετικούς κλάδους της ενέργειας και των καυσίμων.

Εικόνα 3 - Βασικά οικονομικά και λειτουργικά μεγέθη ομίλου, έτος 2022

<b>Λειτουργικά Στοιχεία</b>	<b>2022</b>	<b>2021</b>
Όγκος πωλήσεων διύλισης (εκατ. Μετρ. τόνοι)	14.3	15.2
Όγκος πωλήσεων εμπορίας (εκατ. Μετρ. τόνοι)	5.9	5,0
Παραγωγή διυλιστηρίων (εκατ. Μετρ. τόνοι)	13,0	14.4
Συνολικός αριθμός εργαζομένων στον Όμιλο	3.519	3.500

<b>Στοιχεία Αποτελεσμάτων Ομίλου (εκατ. €)</b>	<b>2022</b>	<b>2021</b>
<b>Κύκλος εργασιών</b>	14.508	9.222
<b>Δημοσιευμένα κέρδη EBITDA<sup>15</sup></b>	1.717	657
Αποτίμηση Αποθεμάτων (Κέρδη)/Ζημίες <sup>15</sup>	-102	-308
Ιδιαίτερα στοιχεία <sup>15</sup>	-14	52
Συγκρίσιμα κέρδη EBITDA <sup>15</sup>	1.601	401
<b>Δημοσιευμένα κέρδη/(ζημίες) μετά φόρων<sup>15</sup></b>	890	337
<b>Συγκρίσιμα κέρδη/(ζημίες) μετά φόρων<sup>15</sup></b>	1.006	140

Εικόνα 4 - Επιλεγμένα στοιχεία ενοποιημένων χρηματοοικονομικών καταστάσεων

<b>Επιλεγμένα Στοιχεία Ενοποιημένων Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων (εκ. €)</b>	<b>31.12.2022</b>	<b>31.12.2021</b>
Συνολικό ενεργητικό	8.562	7.832
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων	2.727	2.129
Απασχολούμενα κεφάλαια <sup>15</sup>	4.669	4.067
Καθαρός δανεισμός <sup>15</sup>	1.942	1.938
Καθαρές χρηματοροές (Λειτουργικές & Επενδυτικές χρηματοροές)	461	-106
Επενδύσεις	512	400
% Δανεισμού επί των απασχολούμενων κεφαλαίων - Debt Gearing	42%	48%

Πηγή: HELLENiQ ENERGY. (2022). Ετήσια Οικονομική Έκθεση 2022. Αθήνα

## 6.6 Ανάλυση βάσει Χρηματοοικονομικών Δεικτών

Οι αριθμοδείκτες παρέχουν στις επιχειρήσεις σημαντικές πληροφορίες για την πορεία τους, ενώ παράλληλα συμβάλλουν στην εκτίμηση και ανάλυση της τωρινής κατάστασης. Υπάρχουν οι παρακάτω κατηγορίες αριθμοδεικτών:

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

Η εξέταση των αριθμοδεικτών θα πρέπει να διεξάγεται με προσοχή, διότι ενδέχεται να παρουσιαστούν προβλήματα ερμηνείας και έτσι να οδηγήσουν σε λάθος συμπεράσματα. Δεν

είναι λίγες οι φορές όπου η τιμή ενός αριθμοδείκτη δείχνει να βελτιώνεται, ενώ παράλληλα να μειώνονται κάποιοι άλλοι.

Υπάρχουν πολλά οφέλη από την χρήση τους, γι' αυτό και χρησιμοποιούνται ευρέως από τους αναλυτές. Αρχικά, τα αποτελέσματα των αριθμοδεικτών είναι συγκρίσιμα με αυτά των προηγούμενων ετών, συμβάλλοντας έτσι στην καλύτερη κατανόηση, παρατήρηση και ανάλυση των μεγεθών της επιχείρησης. Ακόμη, συγκρίνονται με παρόμοιους δείκτες άλλων εταιριών του ίδιου κλάδου αλλά και με τις μέσες τιμές του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται η εταιρία.

Τα οικονομικά μεγέθη τα οποία λαμβάνονται υπόψιν για την εκτίμηση των αριθμοδεικτών είναι ο ισολογισμός, ο λογαριασμός αποτελεσμάτων χρήσης, ο λογαριασμός γενικής εκμετάλλευσης, ο λογαριασμός γενικής λογιστικής, ο λογαριασμός αναλυτικής λογιστικής και τα λογιστικά και εξωλογιστικά έντυπα και στατιστικά στοιχεία της εταιρίας (Gill & Chatton, 1990). Οι παρακάτω πίνακες παρουσιάζονται σε χιλιάδες ευρώ.

### 6.6.1 Δείκτες ρευστότητας

Οι δείκτες ρευστότητας αντικατοπτρίζουν την ικανότητα μιας εταιρίας να ανταποκριθεί στις βραχυπρόθεσμες οικονομικές υποχρεώσεις της. Η ρευστότητα ορίζεται ως η ταχύτητα με την οποία ένα περιουσιακό στοιχείο μπορεί να μετατραπεί σε ρευστό, δηλαδή χρήμα, χωρίς απώλειες. Οι κύριοι δείκτες ρευστότητας περιλαμβάνουν:

- Δείκτης Γενικής ρευστότητας (Current Ratio)
- Δείκτης Άμεσης ρευστότητας (Quick Ratio)
- Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης (ΚΚΚ)
- Δείκτης Μετρητών (Cash Ratio)

**Δείκτης Γενικής (ή Κυκλοφοριακής) Ρευστότητας (Current Ratio):** Ο συγκεκριμένος δείκτης εκφράζει την δυνατότητα της επιχείρησης να ικανοποιήσει τα βραχυπρόθεσμα στοιχεία του παθητικού της με αυτά του ενεργητικού της. Οι τιμές του συγκεκριμένου δείκτη πρέπει να ξεπερνούν την μονάδα. Όσο μεγαλύτερος είναι, τόσο μεγαλύτερο θα είναι και το «περιθώριο ασφάλειας» των δανειστών της εταιρίας. Μειονέκτημα αυτού του δείκτη είναι ότι τα διάφορα στοιχεία που αποτελούν το ενεργητικό δεν είναι όλα εξίσου εύκολα μετατρέψιμα σε ρευστά. Λόγω αυτής της αδυναμίας, πρέπει να είμαστε προσεκτικοί κατά την σύγκριση εταιριών βασιζόμενοι στον Δείκτη Γενικής Ρευστότητας (ΔΓΡ). Ο δείκτης εκφράζεται ως εξής:



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

Όπου,

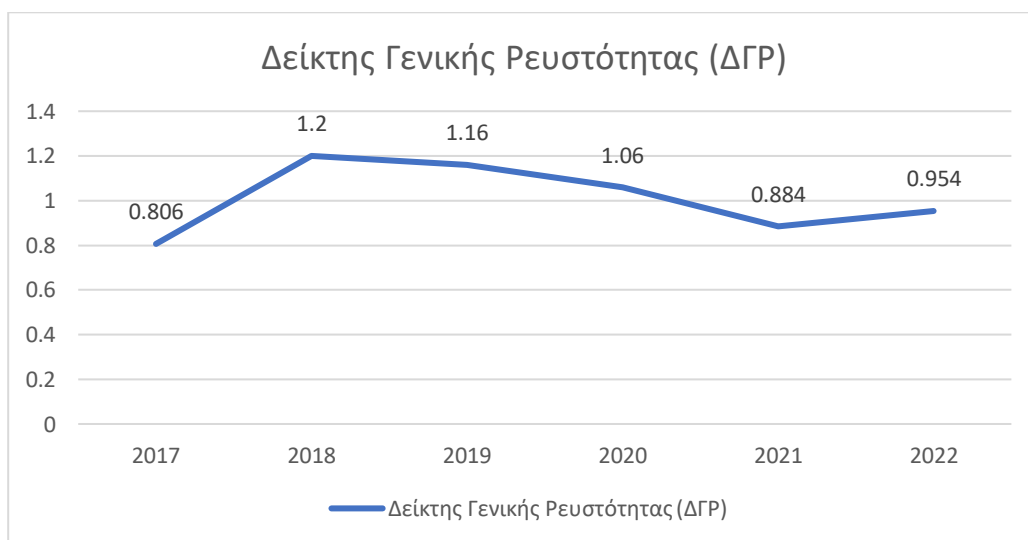
Κυκλοφορούν Ενεργητικό = Αποθέματα + Απαιτήσεις + Χρεόγραφα + Διαθέσιμα + Μεταβατικοί Λογαριασμοί Ενεργητικού

Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις = Βραχυπρόθεσμο Παθητικό + Μεταβατικοί Λογαριασμοί Παθητικού (Νούλας, 2020)

Στον αριθμητή βρίσκονται τα διαθέσιμα μετρητά και ισοδύναμα, οι αναμενόμενες πληρωμές από πελάτες και οι προκαταβολές προς προμηθευτές. Στον παρονομαστή περιλαμβάνονται λογαριασμοί που πρέπει να εξοφληθούν, βραχυπρόθεσμα δάνεια και φόροι πληρωτέοι (Λαζαρίδης & Παπαδόπουλος, 2010).

Πίνακας 5 - Δείκτες Γενικής Ρευστότητας HELLENiQ ENERGY

2017	2018	2019	2020	2021	2022
$\frac{2.878.025}{3.568.329}$	$\frac{3.085.276}{2.550.327}$	$\frac{2.946.538}{2.538.547}$	$\frac{2.492.215}{2.329.206}$	$\frac{3.234.981}{3.658.520}$	$\frac{3.612.433}{3.787.023}$
= 0,806	= 1,20	= 1,16	= 1,06	= 0,884	= 0,954



Διάγραμμα 3 - Διάγραμμα Δείκτη Γενικής Ρευστότητας HELLENiQ ENERGY

Από τα παραπάνω αποτελέσματα γίνεται φανερό πώς ο δείκτης βρίσκεται πολύ κοντά στην μονάδα την περασμένη εξαετία. Αυτό σημαίνει ότι το κυκλοφορούν ενεργητικό τα έτη

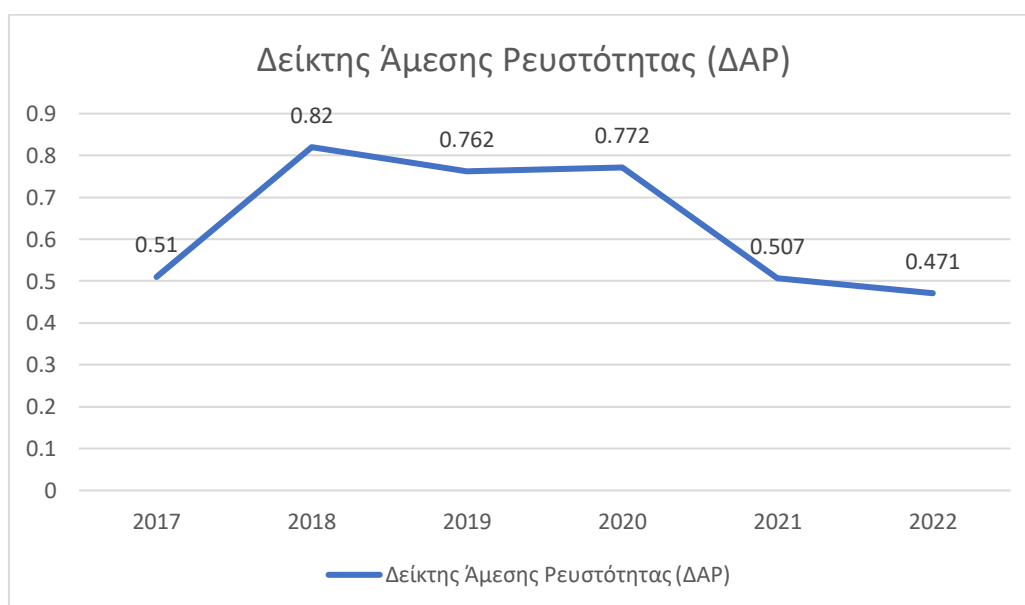
2018, 2019 και 2020 μπορούσε να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες ανάγκες της εταιρίας, ενώ το έτος 2022 ήταν πολύ κοντά στο να πετύχει.

**Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας (Quick Ratio):** Ο συγκεκριμένος δείκτης δείχνει την ικανότητα της επιχείρησης να εξυπηρετήσει τις βραχυπρόθεσμες ανάγκες της, μέσα από την ρευστοποίηση των άμεσα ρευστοποιήσιμων στοιχείων της. Ακόμη, προσδιορίζει την οικονομική της θέση βραχυπρόθεσμα. Ο δείκτης αυτός θεωρείται ικανοποιητικός όταν οι τιμές του ξεπερνούν την μονάδα. Στα μειονεκτήματα, ο δείκτης χαρακτηρίζεται από στατικότητα, καθώς οι τιμές του είναι βασισμένες στον ισολογισμό (Walsh, 2004). Ο δείκτης αυτός προσπαθεί να λύσει το πρόβλημα του προηγούμενου, και υπολογίζεται ως εξής (Νούλας, 2020):

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

Πίνακας 6 - Δείκτες Άμεσης Ρευστότητας HELLENiQ ENERGY

2017	2018	2019	2020	2021	2022
$\frac{1.821.632}{3.568.329}$	$\frac{2.092.245}{2.550.327}$	$\frac{1.933.736}{2.538.547}$	$\frac{1.797.805}{2.329.206}$	$\frac{1.855.846}{3.658.520}$	$\frac{1.786.191}{3.787.023}$
= 0,510	= 0,820	= 0,762	= 0,772	= 0,507	= 0,471



Διάγραμμα 4 - Διάγραμμα Δείκτη Άμεσης Ρευστότητας HELLENiQ ENERGY

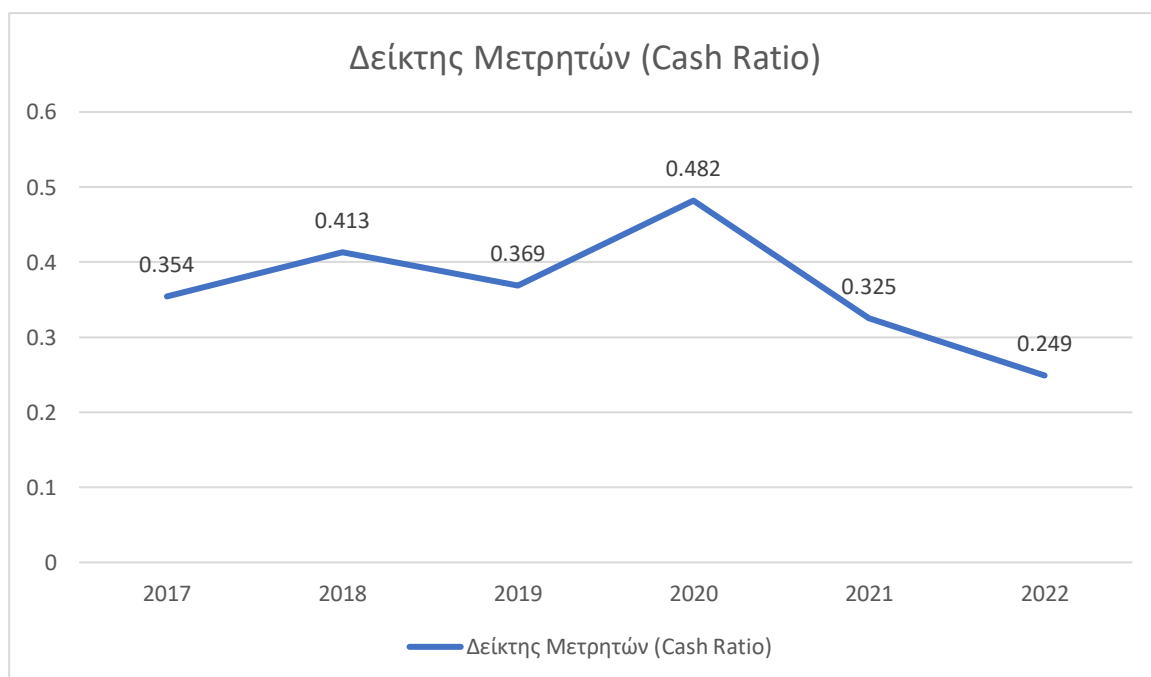
Παρατηρούμε πως ο δείκτης άμεσης ρευστότητας βρίσκεται αρκετά κάτω από την μονάδα για ολόκληρη την εξαετία, δείχνοντας το πρόβλημα ρευστότητας το οποίο αντιμετωπίζει η εταιρία.

**Δείκτης Μετρητών (Cash Ratio):** Αυτός ο δείκτης εκτιμά το επίπεδο ρευστότητας των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων και κυμαίνεται από το μηδέν έως τη μονάδα. Όταν η τιμή βρίσκεται κοντά στην μονάδα, αυτό υποδηλώνει ότι υπάρχει υψηλό επίπεδο ταμειακής ρευστότητας (Ευθύμογλου & Λαζαρίδης, 2010). Ο δείκτης μετρητών υπολογίζεται ως εξής:

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

Πίνακας 7 - Δείκτες Μετρητών HELLENiQ ENERGY

2017	2018	2019	2020	2021	2022
$\frac{1.018.913}{2.878.025}$	$\frac{1.275.159}{3.085.276}$	$\frac{1.088.198}{2.946.538}$	$\frac{1.202.900}{2.492.215}$	$\frac{1.052.618}{3.234.981}$	$\frac{900.171}{3.612.433}$
= 0,354	= 0,413	= 0,369	= 0,482	= 0,325	= 0,249



Διάγραμμα 5 - Διάγραμμα Δείκτη Μετρητών HELLENiQ ENERGY

Για την HELLENiQ ENERGY γίνεται αντιληπτό πως το επίπεδο ταμειακής ρευστότητας δεν είναι ιδιαίτερα υψηλό, καθώς κανένας δείκτης δεν ξεπερνάει την μισή μονάδα σε κάποιο έτος. Το κυκλοφορούν ενεργητικό παρουσιάζεται αρκετά μεγάλο σε σχέση με τα διαθέσιμα μετρητά στα ταμεία της επιχείρησης.

**Δείκτης Κεφαλαίου Κίνησης/ Σύνολο Ενεργητικού (Working Capital/ Total Assets Ratio):** Ο δείκτης του κεφαλαίου κίνησης αναλύει ένα μέρος του ενεργητικού, το οποίο έχει χρηματοδοτηθεί με μακροπρόθεσμα κεφάλαια και εκφράζεται ως εξής:

$$\Delta KK = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό} - \text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Πίνακας 8 - Δείκτες Κεφαλαίου Κίνησης HELLENiQ ENERGY

2017	2018	2019	2020	2021	2022
$\frac{-690.304}{7.188.821}$	$\frac{534.949}{6.988.577}$	$\frac{407.991}{7.092.465}$	$\frac{163.009}{6.774.748}$	$\frac{-423.539}{7.832.236}$	$\frac{-174.590}{8.562.000}$
= -0,096	= 0,076	= 0,057	= 0,024	= -0,054	= -0,020



Διάγραμμα 6 - Διάγραμμα Κεφαλαίου Κίνησης HELLENiQ ENERGY

Παρατηρούμε πως ο συγκεκριμένος δείκτης εμφανίζεται αρνητικός σε τρία από τα έξι έτη της ανάλυσης της HELLENiQ ENERGY.. Το αποτέλεσμα αυτό θέλει προσοχή, διότι στόχος της διοίκησης οφείλει να είναι ο έλεγχος του επιπέδου των βραχυπρόθεσμων

υποχρεώσεων, καθώς αποτελεί ένα βασικό πρόβλημα. Το αρνητικό κεφάλαιο κίνησης, όπου οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις υπερβαίνουν το κυκλοφορούν ενεργητικό, μπορεί να δημιουργήσει γρήγορη ροή χρημάτων από το ενεργητικό, αλλά ταυτόχρονα εκθέτει την εταιρία στον κίνδυνο αδυναμίας αντιμετώπισης των υποχρεώσεών της σε περίπτωση μικρών διακυμάνσεων στις πωλήσεις ή στις γενικές συνθήκες της αγοράς, με το ενδεχόμενο πτώχευσης.

## 6.6.2 Δείκτες δραστηριότητας

Οι δείκτες δραστηριότητας εκτιμούν την ταχύτητα με την οποία διαφορετικά περιουσιακά στοιχεία ενδέχεται να μετατραπούν σε πωλήσεις ή ρευστό.

**Κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων (ΚΤΑ):** Σύμφωνα με τον Νούλα (2020), ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων φανερώνει πόσες φορές τα αποθέματα μετατρέπονται σε πωλήσεις στην διάρκεια ενός έτους:

$$ΚΤΑ = \frac{Πωλήσεις}{Αποθέματα}$$

Πίνακας 9 - Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων HELLENiQ ENERGY

2017	2018	2019	2020	2021	2022
$\frac{7.994.690}{1.056.393}$	$\frac{9.769.155}{993.031}$	$\frac{8.856.965}{1.012.802}$	$\frac{5.781.791}{694.410}$	$\frac{9.222.235}{1.379.135}$	$\frac{14.508.068}{1.826.242}$
= 7,56	= 9,83	= 8,74	= 8,32	= 6,68	= 7,94



Διάγραμμα 7 - Διάγραμμα Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων HELLENiQ ENERGY

Το έτος 2018 διαγράφεται η μεγαλύτερη τιμή του δείκτη, διότι οι πωλήσεις βρέθηκαν σε υψηλό επίπεδο ενώ τα αποθέματα λίγο κάτω από 1 δις ευρώ. Επίσης, υπάρχει αύξηση από το 2021 στο 2022, γεγονός το οποίο οφείλεται στην αύξηση των πωλήσεων της εταιρίας σε ιστορικά υψηλά.

**Μέση Περίοδος Είσπραξης Απαιτήσεων (ΜΠΕΑ):** Ο συγκεκριμένος δείκτης παρουσιάζει τον μέσο όρο ημερών που χρειάζεται στην εταιρία για την είσπραξη των απαιτήσεων της και δίνεται με την ακόλουθη σχέση:

$$ΜΠΕΑ = \frac{Απαιτήσεις * 360}{Πωλήσεις \text{ ανά έτος}}$$

Πίνακας 10 - Μέση Περίοδος Είσπραξης Απαιτήσεων HELLENiQ ENERGY

2017	2018	2019	2020	2021	2022
$\frac{791.205 * 360}{7.994.690}$	$\frac{821.598 * 360}{9.769.155}$	$\frac{748.153 * 360}{8.856.965}$	$\frac{544.795 * 360}{5.781.791}$	$\frac{694.606 * 360}{9.222.235}$	$\frac{866.109 * 360}{14.508.068}$
= 35,62	= 30,27	= 30,40	= 33,92	= 27,11	= 21,49



Διάγραμμα 8 - Διάγραμμα Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων HELLENiQ ENERGY

Όπως φαίνεται από το παραπάνω διάγραμμα, η επιχείρηση καταφέρνει να εισπράξει τις απαιτήσεις από τους πελάτες της στο διάστημα μέσης τιμής ενός περίπου μήνα καθ' όλη την διάρκεια της εξαετίας. Η εικόνα αυτή δείχνει μια υγιής ρευστότητα, συγκριτικά με τον ευρύτερο κλάδο και τον ανταγωνισμό.

**Συνολική Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού (ΣΚΕ):** Ο δείκτης της συνολικής κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού δείχνει την αποτελεσματικότητα μιας εταιρίας όταν αυτή χρησιμοποιεί τα περιουσιακά της στοιχεία για τις πωλήσεις και δίνεται ως εξής:

$$ΣΚΕ = \frac{Ετήσιες Πωλήσεις}{Σύνολο Ενεργητικού}$$

Πίνακας 11 - Δείκτης Συνολικής Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού HELLENiQ ENERGY

2017	2018	2019	2020	2021	2022
$\frac{7.994.690}{7.160.075}$	$\frac{9.769.155}{6.997.429}$	$\frac{8.856.965}{7.092.465}$	$\frac{5.781.791}{6.774.748}$	$\frac{9.222.235}{7.779.484}$	$\frac{14.508.068}{8.562.000}$
= 1,16	= 1,39	= 1,24	= 0,85	= 1,18	= 1,69



Διάγραμμα 9 - Διάγραμμα δείκτη Συνολικής Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού HELLENiQ ENERGY

Παρατηρούμε πως στα 2 τελευταία χρόνια ο δείκτης έχει αυξηθεί. Αυτό οφείλεται στην αύξηση των πωλήσεων της εταιρίας. Αντίθετα, το 2020 λόγω του μικρότερου όγκου πωλήσεων, ο δείκτης δεν παρουσιάστηκε ιδιαίτερα υψηλός.

### 6.6.3 Δείκτες χρέους ή μόχλευσης

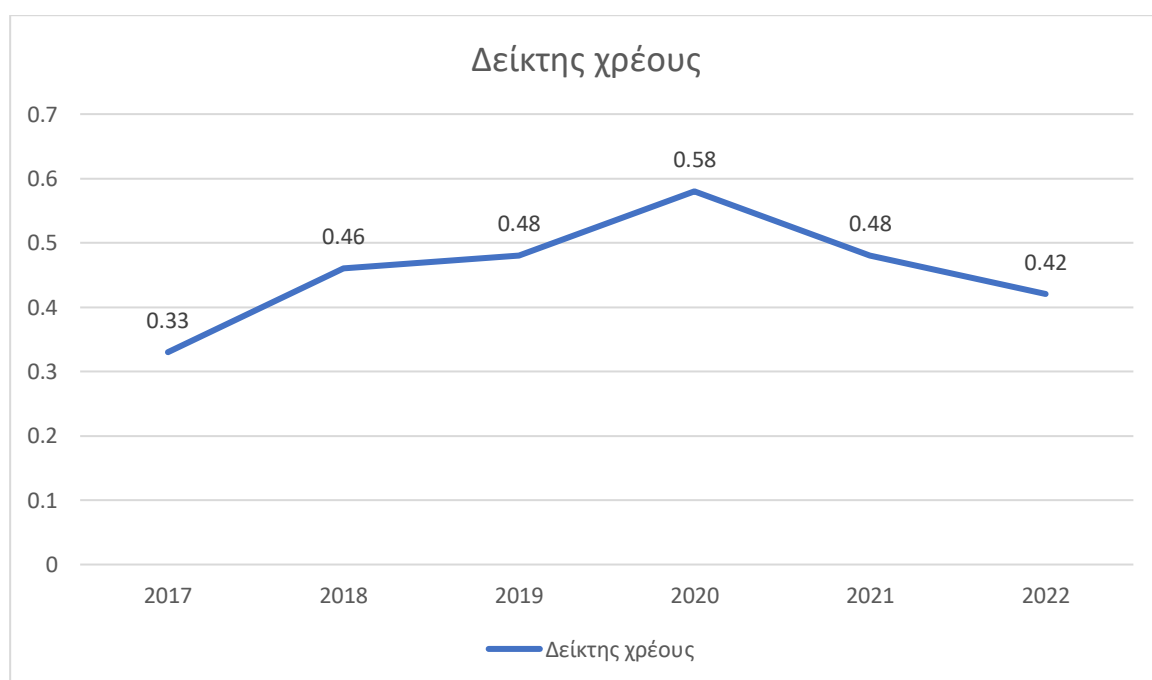
Η χρηματοδότηση δανειακών κεφαλαίων με στόχο την αύξηση της απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων ονομάζεται μόχλευση. Ο αριθμοδείκτης χρέους ή μόχλευσης παρουσιάζει την δυνατότητα της εταιρίας να πληροί τις υποχρεώσεις της απέναντι στους πιστωτές της, ενώ παράλληλα και την δυνατότητα χρηματοδότησης επενδύσεων. Μέσα από τις τιμές του εξάγονται αποτελέσματα χρήσιμα και για την χρήση των ξένων κεφαλαίων και την προέλευση τους και οι ιδιοκτήτες της επιχείρησης έχουν μια καλύτερη εικόνα του βαθμού ελέγχου που διαθέτουν.

**Δείκτης χρέους:** Ο δείκτης μετράει το συνολικό μακροπρόθεσμο χρέος. Όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του δείκτη, τόσο μεγαλύτερη η μόχλευση και ο κίνδυνος. Ο δείκτης ορίζεται ως εξής:

$$\text{Δείκτης Χρέους} = \frac{\text{Μακροπρόθεσμο χρέος}}{\text{Μακροπρόθεσμο χρέος} + \text{Ίδια κεφάλαια \& αποθεματικά}}$$

Πίνακας 12 - Δείκτης χρέους HELLENiQ ENERGY

2017	2018	2019	2020	2021	2022
$\frac{1.220.172}{3.591.746}$	$\frac{2.047.319}{4.442.050}$	$\frac{2.227.345}{4.553.918}$	$\frac{2.596.705}{4.445.542}$	$\frac{2.044.661}{4.173.716}$	$\frac{2.047.576}{4.774.977}$
= 0,33	= 0,46	= 0,48	= 0,58	= 0,48	= 0,42



Διάγραμμα 10 - Διάγραμμα δείκτη χρέους HELLENiQ ENERGY

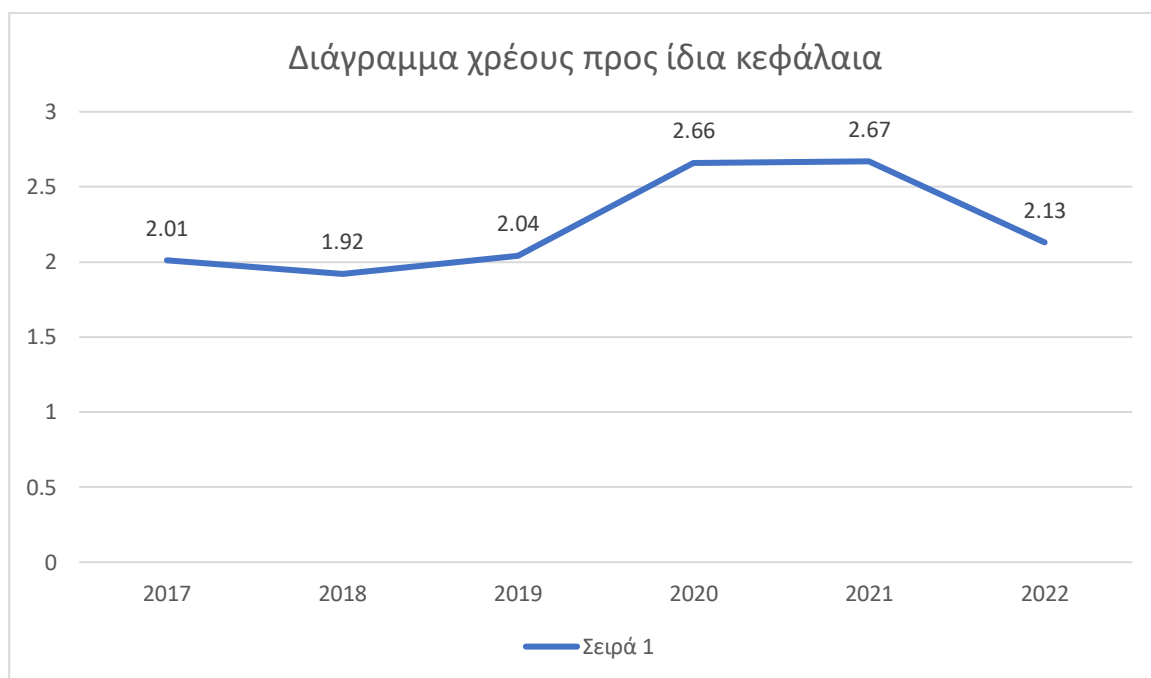


**Δείκτης χρέους προς ίδια κεφάλαια (Debt-equity ratio):** Ο δείκτης μετράει το σύνολο των υποχρεώσεων έναντι των ιδίων κεφαλαίων και δίνεται με τον εξής τύπο:

$$\text{Δείκτης Χρέους προς ίδια κεφάλαια} = \frac{\text{Σύνολο Υποχρεώσεων}}{\text{Ίδια κεφάλαια}}$$

Πίνακας 13 - Δείκτης χρέους προς ίδια κεφάλαια HELLENiQ ENERGY

2017	2018	2019	2020	2021	2022
$\frac{4.788.501}{2.371.574}$	$\frac{4.602.698}{2.394.731}$	$\frac{4.765.892}{2.326.573}$	$\frac{4.925.911}{1.848.837}$	$\frac{5.703.181}{2.129.055}$	$\frac{5.834.599}{2.727.401}$
= 2,01	= 1,92	= 2,04	= 2,66	= 2,67	= 2,13



Διάγραμμα 11 - Διάγραμμα χρέους προς ίδια κεφάλαια HELLENiQ ENERGY

Η εμφάνιση του δείκτη στα έτη 2020 και 2021 σε μεγαλύτερες τιμές οφείλεται στην συρρίκνωση των ιδίων κεφαλαίων. Η μεγαλύτερη τιμή στον δείκτη αυτόν συνεπάγεται και μεγαλύτερη χρηματοοικονομική μόχλευση και κίνδυνο.

#### 6.6.4 Δείκτες κερδοφορίας

Οι συγκεκριμένοι δείκτες αφορούν την δυνατότητα της επιχείρησης να εισπράττει κέρδη από τις πωλήσεις και τις επενδύσεις της (Νούλας, 2020).

**Μικτό Περιθώριο Κέρδους (Gross Profit Margin):** Ο δείκτης αυτός δείχνει τα έσοδα τα οποία έχουν παραμείνει στην επιχείρηση, εφόσον αυτή έχει καλύψει το κόστος των προϊόντων της:

$$\text{Περιθώριο Κέρδους} = \frac{\text{Πωλήσεις} - \text{Κόστος Πωλήσεων}}{\text{Πωλήσεις}}$$

Πίνακας 14 - Δείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους HELLENiQ ENERGY

2017	2018	2019	2020	2021	2022
$\frac{1.087.492}{7.994.690}$	$\frac{999.386}{9.769.155}$	$\frac{805.159}{8.856.965}$	$\frac{-35.982}{5.781.791}$	$\frac{875.918}{9.222.235}$	$\frac{1.950.387}{14.508.068}$
= 0,13%	= 0,10%	= 0,09%	= -0,06%	= 0,09%	= 0,13%



Διάγραμμα 12 - Διάγραμμα Μικτού Περιθωρίου Κέρδους HELLENiQ ENERGY

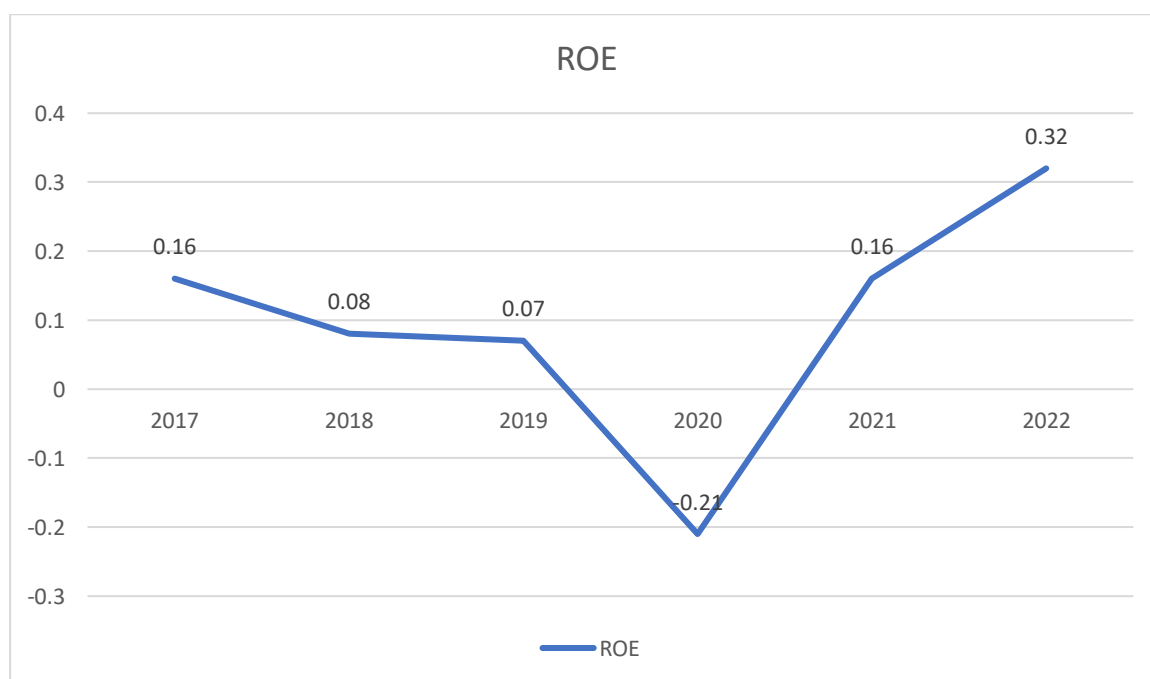
Όσο πιο υψηλός παρουσιάζεται ο συγκεκριμένος δείκτης, τόσο το καλύτερο για την επιχείρηση και την κερδοφορία της. Στην HELLENiQ ENERGY το περιθώριο κέρδους παρουσιάζεται θετικό σε όλα τα έτη εκτός από το 2020, λόγω της μεγαλύτερης τιμής του κόστους πωλήσεων από τις ίδιες τις πωλήσεις. Η ερμηνεία του δείκτη αυτού θα πρέπει να διεξάγεται προσεκτικά, διότι επηρεάζεται από διάφορους παράγοντες, όπως η τιμή πώλησης, το κόστος παραγωγής αλλά και ο όγκος των πωλήσεων.

**Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (ROE):** Ο δείκτης αυτός παρέχει στους μετόχους σημαντικές πληροφορίες σχετικά με την αύξηση των εσόδων των μετόχων. Εάν βρίσκεται σε υψηλά επίπεδα, τότε τα κέρδη ενδέχεται να είναι υψηλά. Αν συμβαίνει το αντίθετο, οι δυνατότητες της επιχείρησης να βρει νέα κεφάλαια μειώνονται. Δίνεται με τον εξής τύπο:

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

Πίνακας 15 - Δείκτης ROE HELLENiQ ENERGY

2017	2018	2019	2020	2021	2022
$\frac{383.923}{2.371.574}$	$\frac{214.712}{2.394.731}$	$\frac{163.576}{2.326.573}$	$\frac{-396.615}{1.848.837}$	$\frac{341.157}{2.129.055}$	$\frac{894.978}{2.727.401}$
= 0,16	= 0,08	= 0,07	= -0,21	= 0,16	= 0,32



Διάγραμμα 13 - Διάγραμμα ROE HELLENiQ ENERGY

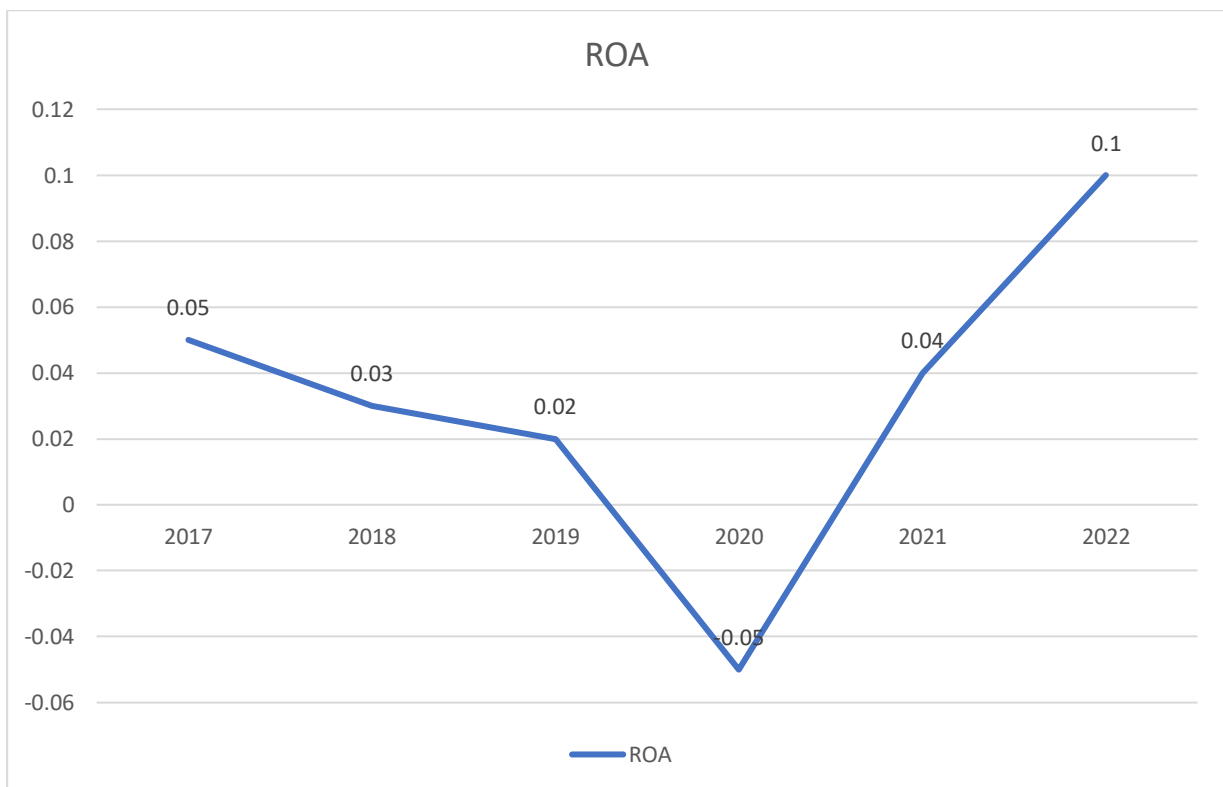
Ο δείκτης ROE παρουσιάζεται αρνητικός το 2020, και αυτό διότι υπάρχει ζημιά στο καθαρό κέρδος της επιχείρησης, το οποίο για την συγκεκριμένη χρονιά κυμάνθηκε σε αρνητικό ποσό. Όμως, όπως γίνεται φανερό, ο δείκτης τα δύο τελευταία έτη αρχίζει και πάλι μια ανοδική πορεία, δείχνοντας και πάλι την καλή κατάσταση στην οποία βρίσκεται ο όμιλος όσον αφορά τα κέρδη του.

**Απόδοση Ενεργητικού (ROA):** Ο δείκτης στην περίπτωση αυτή μας δείχνει την ικανότητα της διοίκησης να χρησιμοποιήσει τους απαραίτητους πόρους ώστε να δημιουργήσει κέρδη. Δίνεται ως εξής:

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

Πίνακας 16 - Δείκτης ROA HELLENiQ ENERGY

2017	2018	2019	2020	2021	2022
$\frac{383.923}{7.160.075}$	$\frac{214.712}{6.997.429}$	$\frac{163.576}{7.092.465}$	$\frac{-396.615}{6.774.748}$	$\frac{341.157}{7.832.236}$	$\frac{894.978}{8.562.000}$
= 0,05	= 0,03	= 0,02	= -0,05	= 0,04	= 0,10



Διάγραμμα 14 - Διάγραμμα ROA HELLENiQ ENERGY

Παρατηρούμε και πάλι την αρνητική τιμή του δείκτη στο έτος 2020, το οποίο οφείλεται και πάλι στις ζημιές του έτους. Και πάλι η πορεία του δείκτη τα δύο τελευταία έτη μοιάζει ανοδική, σημαντικό για τα κέρδη της επιχείρησης.

**Δείκτης Οικονομικής Μόχλευσης:** Ο τελευταίος δείκτης της παρούσας ανάλυσης. Μέσα από τον δείκτη της οικονομικής μόχλευσης εξετάζεται η επιρροή των δανειακών κεφαλαίων στην απόδοση των ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας. Δίνεται με τον εξής τύπο:

$$\text{Δείκτης Οικονομικής Μόχλευσης} = \frac{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}$$

Πίνακας 17 - Δείκτης Οικονομικής Μόχλευσης HELLENiQ ENERGY

2017	2018	2019	2020	2021	2022
$\frac{7.160.075}{2.371.574}$	$\frac{6.997.429}{2.394.731}$	$\frac{7.092.465}{2.326.573}$	$\frac{6.774.748}{1.848.837}$	$\frac{7.832.236}{2.129.055}$	$\frac{8.562.000}{2.727.401}$
= 3,09	= 2,92	= 3,04	= 3,66	= 3,67	= 3,13



Διάγραμμα 15 - Διάγραμμα Οικονομικής Μόχλευσης HELLENiQ ENERGY

Παρατηρείται μια ομαλή κίνηση της τιμής ανάμεσα στα ίδια επίπεδα, με εξαίρεση το 2018, στο οποίο τα δανειακά κεφάλαια είχαν μεγαλύτερη αρνητική επιρροή στην αύξηση των κερδών της επιχείρησης. Ο δείκτης, όμως, τα τρία τελευταία χρόνια δείχνει να έχει σταθεροποιηθεί σε τιμές άνω του 3%.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: Αποτίμηση της εταιρίας HELLENiQ ENERGY

### 7.1 Εισαγωγή

Στο συγκεκριμένο κεφάλαιο θα γίνει προσπάθεια εύρεσης μιας δίκαιης τιμής για την εταιρία. Οι επενδυτές βρίσκουν την αποτίμηση ως ένα πολύ ουσιώδες εργαλείο για τον βασικό τους στόχο, που δεν είναι άλλος από την κατανόηση της τιμής της μετοχής και το αν αυτή κινείται σε υπερτιμημένα ή υποτιμημένα επίπεδα.

Στην μελέτη αυτή θα πραγματοποιηθεί αποτίμηση της εταιρίας HELLENiQ ENERGY μέσω της μεθόδου των προεξοφλημένων ελεύθερων ταμειακών ροών (FCFF). Η μέθοδος αυτή αποτελεί την πιο δημοφιλή και γενικά αποδεκτή μέθοδο από τους περισσότερους αναλυτές, διότι αποτιμά την αξία της επιχείρησης ως σύνολο, και όχι μόνο των περιουσιακών της στοιχείων.

Τα βήματα που θα ακολουθηθούν για την υλοποίηση της συγκεκριμένης μεθόδου είναι τα εξής:

- Εκτίμηση του κόστους των ιδίων κεφαλαίων και του κόστους δανεισμού
- Υπολογισμός του WACC – Μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου
- Υπολογισμός των ελεύθερων ταμειακών ροών για το χρονικό διάστημα πρόβλεψης 5 ετών
- Υπολογισμός της υπολειμματικής αξίας στο τέλος της περιόδου πρόβλεψης
- Προσδιορισμός της αξίας της επιχείρησης με την μέθοδο προεξόφλησης των προβλεπόμενων ταμειακών ροών και της υπολειμματικής αξίας

Οι πίνακες που παρατίθενται στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζονται σε χιλιάδες ευρώ.

### 7.2 Υπολογισμός του κόστους ιδίων κεφαλαίων

Ο υπολογισμός του κόστους ιδίων κεφαλαίων είναι ένα από τα στοιχεία του WACC και δίνεται με τον τύπο του CAPM (Capital Asset Pricing Model):

$$r_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

Όπου:

$r_f$ : απόδοση μηδενικού κινδύνου

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

$r_m - r_f$ : προσαύξηση του κινδύνου κεφαλαιαγοράς (risk premium)

Για την εκτίμηση της απόδοσης του μηδενικού κινδύνου θα χρησιμοποιηθεί η απόδοση του δεκαετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου (ΟΕΔ). Το ομόλογο είναι ένα χρεόγραφο, ο εκδότης του οποίου έχει την υποχρέωση της καταβολής της ονομαστικής αξίας του ομολόγου αυτού στον κομιστή του, καθώς και κάποιους τόκους σε συγκεκριμένα χρονικά διαστήματα. Ο κομιστής δανείζει ουσιαστικά στο Δημόσιο το ανάλογο ποσό που αντιστοιχεί στο ομόλογο με σκοπό την είσπραξη ποσού μαζί με κάποιους τόκους. Τα κρατικά ομόλογα μεταβιβάζονται ελεύθερα και αποτελούν αντικείμενα διαπραγμάτευσης στις οργανωμένες αγορές.

Για την μελέτη αυτή, θα χρησιμοποιηθεί η απόδοση του δεκαετούς ομολόγου για τους τρεις τελευταίους μήνες, δηλαδή του Ιουλίου, του Αυγούστου και του Σεπτεμβρίου του 2023. Στον παρακάτω πίνακα φαίνεται πως το  $r_f$  που θα χρησιμοποιηθεί είναι 3,94 %.

Πίνακας 18 - Μέσος όρος απόδοσης μηδενικού κινδύνου

Μήνας	Απόδοση (%)
Ιούλιος	3,85
Αύγουστος	3,88
Σεπτέμβριος	4,08
<b>Μέσος Όρος</b>	<b>3,94</b>

Πηγή: <https://www.bankofgreece.gr/statistika/xrhmatopistwtikes-agores/titloi-ellhnikoy-dhmosioy?year=2023&order=asc&page=1>

Ο συντελεστής beta της μετοχής είναι ένας ιδιαίτερο στοιχείο στην παραπάνω εξίσωση. Το Unlevered beta (ή Asset beta) είναι ο υπολογισμός του beta μιας επιχείρησης αποκλείοντας την επίδραση του χρέους. Αναφέρεται επίσης ως η μεταβλητότητα των αποδόσεων μιας εταιρείας χωρίς να υπολογίζεται η οικονομική επιβάρυνση που προκύπτει από το χρέος. Ο σκοπός του είναι να συγκρίνει τον κίνδυνο μιας εταιρείας χωρίς χρέος με αυτόν της αγοράς.

Το Levered beta (ή “beta equity”) συγκρίνει τη μεταβλητότητα των αποδόσεων των μετοχών μιας εταιρείας με αυτές της γενικής αγοράς. Αποτελεί έναν δείκτη κινδύνου που λαμβάνει υπόψη τον αντίκτυπο της κεφαλαιακής διάρθρωσης και της χρηματοοικονομικής μόχλευσης μιας εταιρείας. Το Equity beta βοηθά τους επενδυτές να αξιολογήσουν πόσο ευαίσθητη είναι μια μετοχή στους κινδύνους της μακροοικονομικής αγοράς.

Εάν το  $\beta=1$ , αυτό δείχνει ότι η απόδοση της τιμής έχει άμεση σχέση με την αγορά. Η προσθήκη μιας μετοχής με  $\beta=1,0$  δεν προσθέτει κανέναν επιπλέον κίνδυνο στο χαρτοφυλάκιο, αλλά ταυτόχρονα δεν αυξάνει την πιθανότητα μεγάλης απόδοσης.

Αν το  $\beta < 1$  αυτό υποδηλώνει ότι η εταιρεία είναι θεωρητικά λιγότερο σταθερή από την αγορά. Η προσθήκη αυτής της εταιρείας ή μετοχής στο χαρτοφυλάκιο το καθιστά λιγότερο επικίνδυνο από ότι πριν.

Ένα  $\beta$  που είναι μεγαλύτερο από 1 δείχνει ότι η εταιρεία δεν έχει ιδιαιτέρως σταθερή θέση στην αγορά. Η προσθήκη αυτού του είδους εταιρειών ή μετοχών σε ένα χαρτοφυλάκιο θα αυξήσει τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου, αλλά μπορεί επίσης να αυξήσει την αναμενόμενη απόδοση.

Για την εύρεση του  $\beta$  των τελευταίων 5 ετών της εισηγμένης επιχείρησης HELLENiQ ENERGY χρησιμοποιήθηκαν οι εβδομαδιαίες αποδόσεις της μετοχής και ο γενικός δείκτης του χρηματιστηρίου την τελευταία πενταετία. Μέσα από υπολογισμούς, το  $\beta$  των τελευταίων πέντε ετών εκτιμήθηκε σε 0,80.

Όσον αφορά τον υπολογισμό του ασφάλιστρου κινδύνου ή αλλιώς Risk Premium, μπορεί να υπολογιστεί με την αφαίρεση μεταξύ του αναμενομένου ποσοστού απόδοσης σε ένα χαρτοφυλάκιο και του επιτοκίου χωρίς κίνδυνο. Το Market Risk Premium της Ελληνικής αγοράς βρίσκεται σε ποσοστό 8,97 % τον Αύγουστο του 2023 (<http://www.market-risk-premia.com/gr.html>). Συνεπώς, το κόστος των ιδίων κεφαλαίων ορίζεται ως εξής:

$$r_e = r_f + \beta(r_m - r_f) = 0,0394 + 0,80 * 0,0897 = 0,1111 = \mathbf{11,11\%}$$

### 7.3 Υπολογισμός του κόστους δανεισμού

Για την εκτίμηση του συγκεκριμένου κόστους θα αντληθούν στοιχεία από τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης από το 2018 έως και το 2022. Υπολογίζεται με τον εξής τύπο:

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

Πίνακας 19 - Σταθμισμένος μέσος όρος του κόστους δανεισμού

	2018	2019	2020	2021	2022
Χρεωστικοί τόκοι	149.532	146.303	109.820	101.387	108.233
Σύνολο Δανείων	2.735.956	2.632.364	2.875.932	2.991.024	2.842.353
Cost of Debt	0,054	0,055	0,038	0,033	0,038

Έτσι ο σταθμισμένος μέσος όρος του κόστους δανεισμού είναι:



$$\text{Cost of Debt} = \frac{0,054 + 0,055 + 0,038 + 0,033 + 0,038}{5}$$

Άρα το κόστος κεφαλαίων είναι  $0,0436 = 4,36\%$ , ενώ το κόστος δανειακών κεφαλαίων μετά τους φόρους θα είναι  $4,36\% * (1-22\%) = 3,40\%$

#### 7.4 Ποσοστό συμμετοχής ιδίων και ξένων κεφαλαίων

Για την εκτίμηση του WACC θα πρέπει να υπολογίσουμε επίσης και το ποσοστό συμμετοχής των ιδίων και των ξένων κεφαλαίων. Τα δύο ποσοστά δίνονται με τους παρακάτω τύπους.

Ποσοστό συμμετοχής Ιδίων Κεφαλαίων:

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

Ποσοστό συμμετοχής Ξένων κεφαλαίων:

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

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζεται η κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης για τα τελευταία πέντε έτη. Τα στοιχεία αντλήθηκαν από τις οικονομικές καταστάσεις της HELLENiQ ENERGY για τα έτη 2018-2022:

Πίνακας 20 - Κεφαλαιακή διάρθρωση εταιρίας

	2018	2019	2020	2021	2022
Ίδια κεφάλαια	2.394.731	2.326.573	1.848.837	2.129.055	2.727.401
Σύνολο Δανείων	2.735.956	2.632.364	2.875.932	2.991.024	2.842.353
Equity/(Equity+Debt)	0,466	0,469	0,391	0,415	0,489
Debt/(Equity+Debt)	0,533	0,530	0,608	0,584	0,510

Από τα παραπάνω προκύπτει πως ο μέσος όρος της πενταετίας για την συμμετοχή ιδίων κεφαλαίων είναι  $44,6\%$ , ενώ των ξένων κεφαλαίων είναι  $55,4\%$ .

## 7.5 Υπολογισμός του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC)

Το WACC είναι το μέγεθος το οποίο θα αποτελέσει το συντελεστή προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών στη διαδικασία αποτίμησης και δίνεται ως εξής:

$$WACC = W_d * k_d * (1 - t) + w_s * k_s$$

Όπου:

$W_d$ : το ποσοστό συμμετοχής δανειακών κεφαλαίων

$k_d$ : το κόστος δανεισμού

$w_s$ : το ποσοστό συμμετοχής ιδίων κεφαλαίων

$k_s$ : το κόστος ιδίων κεφαλαίων

t: ο φορολογικός συντελεστής 22%

Επομένως, σύμφωνα με τα παραπάνω αποτελέσματα, το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης υπολογίζεται ως εξής:

$$WACC = W_d * k_d * (1 - t) + w_s * k_s = 55,4\% * 4,36\% * (1 - 22\%) + 44,6\% * 11,11\%$$

Συνεπώς το σταθμισμένο κόστος κεφαλαίου (WACC) για την πενταετία 2018-2022 είναι **6,84%**.

## 7.6 Προβλέψεις Ρυθμού Ανάπτυξης (g)

Για τον υπολογισμό των ελεύθερων ταμειακών ροών θα πρέπει πρώτα να βρεθεί ο ρυθμός ανάπτυξης της εταιρίας για τα επόμενα πέντε έτη. Για την εκτίμηση του ρυθμού ανάπτυξης της επιχείρησης θα ακολουθήσουμε το θεωρητικό μοντέλο του A. Damodaran (1996) το οποίο χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό του ρυθμού ανάπτυξης μιας εταιρίας. Σύμφωνα με αυτό το μοντέλο, ο ρυθμός ανάπτυξης της εταιρίας πραγματοποιείται με την χρήση του EBIT (κέρδη προ τόκων και φόρων) και γίνεται ως εξής:

$$g_{EBIT} = Retention Ratio * ROC$$

Όπου:

Retention ratio: Αντιπροσωπεύει το ποσοστό των κερδών που παρακρατούνται και επανεπενδύονται, και

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

Όπου:

BVDebt: Σύνολο μακροπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων δανείων

BVEquity: Ίδια κεφάλαια

Για τον υπολογισμό του  $g_{EBIT}$  θα αντληθούν δεδομένα από τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις της εταιρίας κατά τα 2 τελευταία έτη:

Πίνακας 21 - Υπολογισμός  $g_{EBIT}$  ομίλου

	2021	2022	Μέσος όρος
<b>Κέρδη προς διάθεση</b>	341.157	894.978	
<b>Παρακρατηθέντα κέρδη</b>	32.237	323.186	
<b>Ποσοστό επανεπένδυσης</b>	9,44%	36,11%	22,77%
<b>EBIT</b>	400.290	1.412.620	
<b>Taxes (t)</b>	22%	22%	
<b>EBIT (1-t)</b>	312.226	1.101.843	707.034
<b>Μακροπρόθεσμα δάνεια</b>	1.516.531	1.433.029	
<b>Βραχυπρόθεσμα δάνεια</b>	1.474.493	1.409.324	
<b>BVDebt</b>	2.991.024	2.842.353	2.916.688
<b>BVEquity</b>	2.129.055	2.727.401	2.428.228
<b>ROC</b>			<b>13,22%</b>
<b><math>g_{EBIT}</math></b>			<b>3,01%</b>

Όπως δείχνει και ο παραπάνω πίνακας, υπήρχε ένα ποσοστό επανεπένδυσης τόσο το 2021 όσο και το 2022, με το ποσοστό του τελευταίου έτους να είναι αρκετά μεγάλο. Το ποσοστό αυτό επηρέασε και το τελικό αποτέλεσμα του  $g_{EBIT}$ . Ο συντελεστής ROC στο διάστημα αυτό κινήθηκε στο 13,22%. Επομένως, έχουμε  $g_{EBIT} = 22,77\% * 13,22\% = 3,01\%$ .

Ο όμιλος HELLENiQ ENERGY δραστηριοποιείται τόσο στην Ελλάδα όσο και στην Νοτιοανατολική Ευρώπη. Συνεπώς, είναι σημαντικό να καθορίσουμε τον ρυθμό ανάπτυξης λαμβάνοντας υπόψη την κατανομή των δραστηριοτήτων σε αυτές τις χώρες.

Σύμφωνα με το πενταετές σχέδιο της εταιρείας και τις πολλαπλές δραστηριότητές της, καθώς και λαμβάνοντας υπόψη τον ρυθμό ανάπτυξης σε κάθε χώρα, προκύπτει ο σταθμισμένος μέσος όρος του ρυθμού ανάπτυξης για την εταιρεία (IMF, 2023)

Πίνακας 22 – GDP Growth

<b>REAL GDP GROWTH</b>						
<b>Αύξηση ΑΕΠ (ΕΤΗΣΙΑ ΠΟΣΟΣΤΙΑΙΑ ΜΕΤΑΒΟΛΗ)</b>						
<b>Countries</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>Average Per Country</b>
<b>Greece</b>	2,5	2	1,4	1,4	1,2	1,7
<b>Bulgaria</b>	1,7	3,2	3	2,9	2,8	2,72
<b>North Macedonia</b>	2,5	3,2	3,5	3,5	3,5	3,24
<b>Serbia</b>	2	3	4,5	4	4	3,5
<b>Montenegro</b>	4,5	3,7	3,2	3	3	3,48
<b>Cyprus</b>	2,2	2,7	3	3	3	2,78
<b>Albania</b>	3,6	3,3	3,4	3,5	3,5	3,46
<b>Growth Rate AVG.</b>	<b>2,71</b>	<b>3,01</b>	<b>3,14</b>	<b>3,04</b>	<b>3</b>	
<b>Total Growth Rate</b>	<b>2,98%</b>					

## 7.7 Υπολογισμός των ελεύθερων ταμειακών ροών

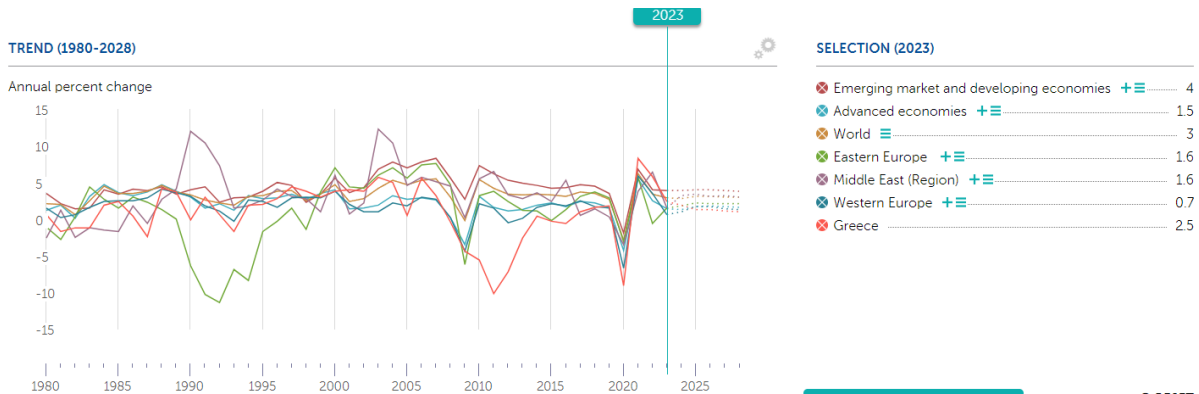
Μετά την εύρεση του μέσου σταθμισμένου κόστους κεφαλαίου της εταιρίας για τα τελευταία πέντε έτη, μπορούμε να υπολογίσουμε τις ελεύθερες ταμειακές ροές της (FCFF). Οι ροές αυτές αποτελούν τις ροές που απομένουν στην επιχείρηση μετά την κάλυψη των αναγκών της σε κεφάλαια κίνησης και σε επενδύσεις ή σε εξοπλισμό.

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές δίνονται με τον παρακάτω τύπο:

$FCFF = EBIT * (1 - t) + \text{Αποσβέσεις} - \text{Μεταβολή στο Κεφάλαιο κίνησης} - \text{Μεταβολή σε επενδυτικές δαπάνες.}$

Για την εκτίμηση των ελεύθερων ταμειακών ροών για τα έτη 2023-2027 εκτιμώνται τα εξής:

- Σύμφωνα με τον Οργανισμό Εξαγωγών Πετρελαιοπαραγωγών Χωρών (ΟΠΕΚ), η παγκόσμια ζήτηση πετρελαίου αναμένεται να αυξηθεί κατά 2,4 εκατ. βαρέλια την ημέρα κατά μέσο όρο το 2023, φτάνοντας συνολικά τα 102,0 εκατ. βαρέλια την ημέρα, λόγω ισχυρής ζήτησης από τις ΗΠΑ, την Κίνα και τη Λατινική Αμερική. Η ζήτηση πετρελαίου στην Ευρώπη, όμως, όπου και ο όμιλος λειτουργεί, αναμένεται να παραμείνει στα ίδια επίπεδα, λόγω της αργής οικονομικής ανάπτυξης στην περιοχή και προβλημάτων στον εφοδιασμό.
- Αύξηση Ελληνικής και παγκόσμιας οικονομικής ανάπτυξης στα επόμενα έτη:  
Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του ΔΝΤ που δημοσιεύθηκαν τον Ιούλιο του 2023, προβλέπεται ότι η αύξηση του παγκόσμιου ΑΕΠ θα είναι περίπου 3,0% τόσο για το 2023 όσο και για το 2024. Παραμένουν έτσι χαμηλότερες από τον ιστορικό ετήσιο μέσο όρο της περιόδου 2000-2019, που ανήλθε στο 3,8%. Όσον αφορά τον πληθωρισμό, αυτός παραμένει υψηλός, αν και παρατηρείται τάση υποχώρησης σε συγκεκριμένες χώρες. Οι τιμές της ενέργειας και των τροφίμων έχουν μειωθεί από τα υψηλά επίπεδα του 2022 λόγω της συσσώρευσης αποθεμάτων φυσικού αερίου στην Ευρώπη και της ασθενέστερης ζήτησης στην Κίνα. Αυτές οι εξελίξεις συνέβαλαν στην μείωση του συνολικού πληθωρισμού στις περισσότερες χώρες. Ωστόσο, ο βασικός πληθωρισμός μειώνεται πιο σταδιακά και παραμένει υψηλός σε σχέση με τους στόχους των κεντρικών τραπεζών. Σύμφωνα με τις προβλέψεις, ο παγκόσμιος γενικός πληθωρισμός αναμένεται να μειωθεί από 8,7% το 2022 σε 6,8% το 2023 και 5,2% το 2024. Προβλέπεται ότι η ελληνική οικονομία θα συνεχίσει να αυξάνεται με σημαντικούς ρυθμούς τα επόμενα χρόνια. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της επιχείρησης, η ανάπτυξη αναμένεται να φτάσει στο 3,0% το 2024 και στο 2,7% το 2025. Αυτό προϋποθέτει ότι στο διεθνές περιβάλλον, η γεωπολιτική κρίση θα έχει ηρεμήσει, οι τιμές της ενέργειας θα έχουν μειωθεί, και η αυστηρότητα στη νομισματική πολιτική δεν θα έχει σημαντικό αρνητικό αντίκτυπο στην οικονομία της Ευρωζώνης (HELLENiQ ENERGY, 2023).
- Οι τιμές του πετρελαίου έχουν μειωθεί από το πρώτο εξάμηνο του 2022, αλλά αναμένεται να αυξηθούν το 2024 (EIA, 2023).



Διάγραμμα 16 - Διάγραμμα GDR

Σύμφωνα με τα παραπάνω, αλλά και με τις προβλέψεις του ρυθμού ανάπτυξης στον Πίνακα 22, εκτιμούμε πως:

Για το 2023, και σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος, η ανάπτυξη θα βρίσκεται σε 2,86%. Το 2024 η ανάπτυξη θα είναι 3,01%, το 2025 στο 3,08%, το 2026 στο 3,03% και το 2027 στο 3%. Τα συγκεκριμένα μεγέθη προήλθαν από τον συμψηφισμό του μέσου όρου του εκάστοτε GDP Growth Year για όλες τις χώρες στις οποίες δρα και λειτουργεί η επιχείρηση, με το gEBIT της ίδιας της εταιρίας. Η πιο φιλόδοξη στάση στα επόμενα χρόνια προέρχεται από τις οικονομικές προβλέψεις που αφορούν τόσο την Ελλάδα όσο και την παγκόσμια οικονομία γενικότερα. Από το 2027 και έπειτα θα υιοθετήσουμε ένα μετριοπαθές ρυθμό ανάπτυξης στο 1%. Υποθέτουμε επίσης πως ο φορολογικός συντελεστής θα παραμείνει σταθερός σε όλα τα έτη.

Στον πίνακα παρακάτω βρίσκονται οι υποθέσεις ανάπτυξης:

Πίνακας 23 - Υποθέσεις για την πρόβλεψη μεγεθών

	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	Διηνεκές
<b>EBIT</b>	2,86%	3,01%	3,08%	3,03%	3%	1%
<b>Φορολογικός συντελεστής</b>	22%	22%	22%	22%	22%	22%
<b>Μεταβολές στο κεφάλαιο κίνησης</b>	2,86%	3,01%	3,08%	3,03%	3%	1%
<b>Κεφαλαιακές δαπάνες</b>	2,86%	3,01%	3,08%	3,03%	3%	1%
<b>Αποσβέσεις παγίων στοιχείων</b>	2,86%	3,01%	3,08%	3,03%	3%	1%

Σύμφωνα με την χρήση του παρακάτω τύπου για τον υπολογισμό των ελεύθερων ταμειακών ροών, έχουμε τον Πίνακα 24:

**$FCFF = EBIT * (1 - t) + \text{Αποσβέσεις} - \text{Μεταβολή στο Κεφάλαιο κίνησης} - \text{Μεταβολή σε επενδυτικές δαπάνες.}$**

Πίνακας 24 - FCFF HELLENiQ ENERGY

	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
<b>EBIT</b>	1.412.620	1.453.021	1.496.757	1.542.857	1.589.606	1.637.294
<b>Φορολογικός συντελεστής (-)</b>	310.776	319.665	329.287	339.429	349.713	360.205
<b>Αποσβέσεις παγίων στοιχείων (+)</b>	313.934	322.913	332.633	342.879	353.268	363.866
<b>Μεταβολές στο κεφάλαιο κίνησης (-)</b>	1.022.652	1.051.890	1.083.552	1.116.925	1.150.768	1.185.291
<b>Κεφαλαιακές δαπάνες (-)</b>	111.734	114.930	118.389	122.035	125.733	129.505
<b><i>FCFF</i></b>	<b>281.392</b>	<b>289.449</b>	<b>298.162</b>	<b>307.347</b>	<b>316.660</b>	<b>326.159</b>

## 7.8 Εκτίμηση Υπολειμματικής Αξίας

Η αξία της εταιρίας μετά το 2027 θα εκτιμηθεί με ρυθμό ανάπτυξης 1%. Ο τύπος υπολογισμού της υπολειμματικής αξίας παρουσιάζεται παρακάτω:

$$\text{Υπολειμματική αξία} = \frac{FCFF_{2027} * (1 + g)}{WACC - g}$$

Όπου, FCFF του 2027, είναι η ελεύθερες ταμειακές ροές που βρήκαμε στο τελευταίο έτος της πρόβλεψης, δηλαδή 326.159 χιλ. € και g είναι ο ρυθμός ανάπτυξης στο διηνεκές, δηλαδή 1%. Άρα έχουμε:

$$\text{Υπολειμματική αξία} = \frac{326.159 * (1 + 0,01)}{0,0684 - 0,01}$$

Οπότε η υπολειμματική αξία ισούται με **5.640.763,52 χιλ. €**. Η παρούσα αξία της υπολειμματικής αξίας ανέρχεται σε:

$$PV \text{ Υπολειμματικής αξίας} = \frac{5.640.763,52}{(1+0,0684)^5} = 4.055.709 \text{ χιλ. €}$$

## 7.9 Αξία επιχείρησης HELLENiQ ENERGY

Η αξία της HELLENiQ ENERGY θα εκτιμηθεί βάσει των ταμειακών ροών που έχουν ήδη υπολογιστεί στο μέλλον, οι οποίες θα προεξοφληθούν από το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου WACC. Η συνολική αξία της επιχείρησης θα ολοκληρωθεί με το συνολικό άθροισμα των προεξοφλημένων ροών και της προεξοφλημένης υπολειμματικής αξίας.

Εφόσον έχουν υπολογιστεί οι ελεύθερες ταμειακές ροές της επιχείρησης στα πέντε επόμενα έτη, θα εκτιμηθεί και η παρούσα αξία (PV) των χρηματοροών τους, με την χρήση του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC) ως επιτοκίου, το οποίο ισούται με 6,84%:

$$PV = \frac{289.449}{(1 + 0,0684)^1} + \frac{298.162}{(1 + 0,0684)^2} + \frac{307.347}{(1 + 0,0684)^3} + \frac{316.660}{(1 + 0,0684)^4} + \frac{326.159}{(1 + 0,0684)^5}$$

Έτσι προκύπτει ο παρακάτω πίνακας:

Πίνακας 25 - Πίνακας Υπολογισμού Παρούσας Αξίας

	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	Διημερές	Συνολική PV
<b>Growth Rate</b>	2,86%	3,01%	3,08%	3,03%	3%	1%	
<b>FCFF</b>	<b>289.449</b>	<b>298.162</b>	<b>307.347</b>	<b>316.660</b>	<b>326.159</b>		
<b>Συντ. Προεξόφλησης</b>	0,935	0,876	0,820	0,768	0,719	0,719	
<b>Υπολειμματική αξία</b>						<b>5.640.763</b>	
<b>Παρούσα αξία</b>	<b>270.635</b>	<b>261.190</b>	<b>252.025</b>	<b>243.195</b>	<b>234.508</b>	<b>4.055.709</b>	<b>5.317.262</b>



Το ακριβές ποσό της παρούσας αξίας είναι **5.317.262 χιλ. €**. Για να βρεθεί η καθαρή αξία της εταιρίας και στην συνέχεια η αξία ανά μετοχή, θα αφαιρεθεί από την αξία που υπολογίσαμε το σύνολο των υποχρεώσεων του έτους 2022, και θα προστεθούν τα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα:

$$\text{Καθαρή Αξία της επιχείρησης} : 5.317.262 - 2.842.353 + 900.176 = 3.375.085 \text{ €}$$

Τέλος, ο αριθμός των μετοχών της εταιρίας ανέρχεται σε 305.635.185, επομένως η εκτιμώμενη αξία ανά μετοχή ανέρχεται σε:

$$\text{Αξία ανά μετοχή} : 3.375.085 \text{ χιλ. €} / 305.635.185 = 11,04 \text{ €}$$

Με βάση τη παραπάνω μέθοδο, η πραγματική αξία του ομίλου HELLENiQ ENERGY ανέρχεται σε 3.375.084.976 € (3.375.085 χιλ. €), ενώ η αξία ανά μετοχή της σε 11,04 €. Σε σύγκριση με την πραγματική τιμή της μετοχής που διαπραγματεύεται στο Χρηματιστήριο Αθηνών (25/10/2023) και ανέρχεται σε 6,90 €, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι η μετοχή της HELLENiQ ENERGY είναι υποτιμημένη.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8: Συμπεράσματα**

Η διαδικασία αποτίμησης μιας επιχείρησης είναι πολύπλοκη και λαμβάνει υπόψιν διαφορετικές παραμέτρους και δεδομένα. Παρά τις δυσκολίες που προκύπτουν μέσα από αυτήν, εξακολουθεί να είναι απαραίτητη και καθοριστική για την λήψη αποφάσεων, καθώς διασφαλίζει την βιώσιμη ανάπτυξη και την μακροβιότητα κάθε επιχείρησης. Ο τελικός στόχος της διαδικασίας αποτίμησης είναι η εξαγωγή χρήσιμων πληροφοριών και συμπερασμάτων, τόσο για το εσωτερικό όσο και για το εξωτερικό περιβάλλον της εταιρίας. Για την ορθή και λεπτομερή διενέργεια της απαιτούνται η άντληση και η εξαγωγή διαφορετικών μεγεθών και δεικτών από τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις αλλά και μια γενικότερη ολιστική προσέγγιση, προκειμένου η αποτίμηση να είναι όσο το δυνατόν πιο τεκμηριωμένη και αντικειμενική.

Υπάρχουν διάφορες μέθοδοι και τεχνικές αποτίμησης με τις οποίες μπορούμε να εκτιμήσουμε την αξία των επιχειρήσεων. Στην παρούσα μελέτη, επιλέχθηκε η αποτίμηση με βάση την μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών. Ο λόγος της επιλογής αυτής οφείλεται στην καταλληλότητα της συγκεκριμένης μεθόδου για την επιχείρηση, καθώς μέσα

από την χρήση οικονομικών στοιχείων από τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρίας τα τελευταία έτη, υπάρχει μεγαλύτερη ακρίβεια και αντικειμενικότητα.

Από την ολοκλήρωση της μελέτης γίνεται αντιληπτή η καίρια θέση της εταιρίας στον Ελλαδικό αλλά και στον Νοτιοανατολικό Ευρωπαϊκό χώρο. Παρά τις δυσκολίες και τις ανισορροπίες που προκλήθηκαν τα τελευταία χρόνια, με την πανδημία COVID-19, την αύξηση του πληθωρισμού και τον πόλεμο της Ουκρανίας, η HELLENiQ ENERGY κατάφερε να έχει σημαντικά κέρδη και να βελτιώσει την θέση στον κλάδο της. Η επιτυχία αυτή προέρχεται τόσο από την αύξηση των τιμών του πετρελαίου κατά το έτος 2022, όσο και από την γενικότερη στάση και στρατηγική του Ομίλου, με δυνατή παρουσία και σε άλλους τομείς και με στόχο την ολοένα και περισσότερη ανάπτυξη στον χώρο των ανανεώσιμων πηγών και των καθαρών μορφών ενέργειας.

Η εταιρία εκμεταλλεύεται τον ηγετικό της ρόλο στη αγορά πετρελαίου στην Νοτιοανατολική Ευρώπη και διαθέτει μεγάλη δυναμική για την αύξηση των κερδών και του κύκλου εργασιών της, ιδιαίτερα αν καταφέρει να πραγματοποιήσει την μετάβαση της βασικής της λειτουργίας σε πιο καθαρές μορφές ενέργειας. Μέσα από την δυναμική αυτή, μπορεί να χτίσει στερεά θεμέλια πάνω στα οποία μπορεί να ατενίζει το μέλλον με αισιοδοξία.

Η ανάλυση των αριθμοδεικτών στην παρούσα μελέτη φανερώνει σημαντική βελτίωση της κερδοφορίας και γενικότερη ανάκαμψη. Πιο συγκεκριμένα, ο δείκτης ROA ή δείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού, αν και έκλεισε αρνητικά το 2020 (-5%) σημείωσε αύξηση στα 2 επόμενα έτη, με 4% το 2021 και 10% το 2022, ενώ ο δείκτης ROE ή δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων, παρουσίασε και αυτός σημαντική αύξηση στα επόμενα έτη (16% το 2021 και 32% το 2022), ενώ έκλεισε σε αρνητική τιμή το 2020 (-21%)

Τέλος, με την μέθοδο αποτίμησης που επιλέχθηκε για την πενταετία 2023-2027 και τις παραμέτρους που επιλέχθηκαν για την εξαγωγή συμπερασμάτων, παρατηρείται πως η αξία ανά μετοχή της εταιρίας ανέρχεται σε 11,04 €, υψηλότερα από την τιμή που διαπραγματεύεται στα Χρηματιστήρια στις 25/10/2023, σε 6,90 €. Σύμφωνα με την παρούσα ανάλυση, καταλήγουμε στο συμπέρασμα πως η μετοχή είναι υποτιμημένη στην αγορά την στιγμή αυτή.

## Βιβλιογραφία

### Ελληνική Βιβλιογραφία

Βασιλείου, Δ., & Ηρειώτης, Ν. (2008). Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Θεωρία, και Πρακτική. Εκδοτικός Οίκος Rosili.

Δασκάλου, Γ. (1999). Χρηματοδότηση Επιχειρήσεων, Χρηματιστική Διαχείριση Επιχειρήσεων, Β' Έκδοση. Αθήνα: Σύγχρονη Εκδοτική.

Ευθύμογλου Π., Λαζαρίδης Ι., (2010). Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων.

Λαζαρίδης, Γ. (2017, September). Αποτίμηση Επιχειρήσεων. *politeianet.gr*.

Λαζαρίδης, Γ., & Παπαδόπουλος, Δ. (2005). Χρηματοοικονομική Διοίκηση-Βασικές έννοιες Χρηματοοικονομικής, Χρηματοοικονομικός σχεδιασμός και διοίκηση Κεφαλαίου Κίνησης. Θεσσαλονίκη: Πανεπιστήμιο Μακεδονίας

Λαζαρίδης, Γ., & Παπαδόπουλος, Δ. (2010). ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΑΞΙΑΣ-Με την χρησιμοποίηση των Ετήσιων Οικονομικών Καταστάσεων. Θεσσαλονίκη

Λαζαρίδης, Θ. (2005). Αποτίμηση Επιχειρήσεων. Αθήνα: Αφοί Κυριακίδη.

Λουμιώτης, Β., Τζίφας, Β., 2012. Βασικές Οδηγίες Εφαρμογής Διεθνών Προτύπων Ελέγχου (ΔΠΕ). Εκδόσεις Σώμα Ορκωτών Ελεγκτών Λογιστών, Αθήνα.

Μπατσινίλας, Ε., Πατατούκας Κ.(2012). Σύγχρονη Λογιστική σύμφωνα με τα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα και με Αναφορά Κατά Θέμα στα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα, Τόμος Α' και Β', Εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα.

Νούλας Α., (2019), Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Επενδυτικές και Χρηματοδοτικές Αποφάσεις, Εκδόσεις Τζιόλα

Στάλιας, Σ. (1995). Επενδύσεις: Ανάλυση και διαχείριση. Αθήνα: Hartling.

## Ξένη Βιβλιογραφία

Brealey, R. A., Myers, S. C., & Marcus, A. J. (2007). *Fundamentals Of Corporate Finance*, 4<sup>th</sup> Edition. Boston: Mc-Craw Hill.

CFA Institute, I., Pinto, J., Henry, E., Robinson, T., & Stowe, J. (2007). *Equity Asset Valuation*, Second Edition. New Jersey: John Wiley & Sons

CFA, I. (2017). Free Cash Flow Valuation

Damodaran A., (2001), *The Dark Side of Valuation: Valuing Old Tech, New Tech, and New Economy Companies*, Prentice Hall, Upper Saddle River.

Damodaran, A. (2010). *Applied Corporate Finance*, 3<sup>rd</sup> Edition. WILEY.

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

Damodaran, A., 1996. *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* Page 239

Fernandez, P. (2002). *Company Valuations Methods: The Most Common Errors in Valuation. Working paper No. 449, IESE.*

Fernandez P. (2004). *Company Valuation Methods – The most common errors in Valuation, Paper No 449, IESE Business School, copyright, p.1-21.*

Fernandez, P. (2001). *Valuation Using Multiples. How do analysts reach their conclusions? IESE Business School, pp. 1-13*

Fernandez, P. (2013, November 23). *Company Valuation Methods. IESE Business School, University of Navarra, pp. 1-20*

Figge F. & Hahn T., (2005) *The cost of sustainability Capital and the Creation of Sustainable Value by Companies, Journal of Industrial Ecology, 9(4), 47-48.*

Gill, J., & Chatton, M. (1990). *Understanding Financial Statements, A primer of Useful Information*, Revised Edition, L.K. Woodbury

HELLENiQ ENERGY. (2022). Ετήσια Οικονομική Έκθεση 2022. Αθήνα

HELLENiQ ENERGY. (2022). Ετήσιος Απολογισμός 2022

ICAP. (Δεκέμβριος 2015). Υγρά και Αέρια Καύσιμα, Κλαδική Μελέτη. Αθήνα

Largay, J. & Stickney, C. (1980, July-August). Cash Flows, ration analysis and the W.T Grand company bankruptcy. *Financial Analysts Journal* 4

Mayer, C., (1986). Corporation tax, finance and the cost of capital. The review of economic studies, 53(1), pp. 93-112

Palepu, K., Healy, P., & Bernard, V. (2000). Business Analysis and Evaluation. second ed. Southwestern Publishing.

Palepu, K., Healy, P., & Bernard, V. (2004). Business Analysis and Evaluation- Using Financial Statements, 3<sup>rd</sup> edition. Southwestern Publishing.

Pinto, J. E., Henry, E., Robinson, T. R., Stowe, J. D., & Miller, P. F. (2015, October 20). Equity Asset Valuation.

Rayburn, J. (1986). Operating Cash Flow and Accruals with Security Returns. *Journal of Accounting Research*, Volume 24, pp. 112-133

Velez-Pareja, & Tham. (2010, November 1). Company Valuation in an Emerging Economy - Caldonia: A Case Study. The Valuation Journal, Vol. 5, No. 2, Pp. 4-45, 2010. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1700863](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1700863)

Walsh, C. (2004). Αριθμοδείκτες και Management, 4<sup>η</sup> έκδοση, Μετάφραση Παπαϊωάννου Τρισευγένη. Εκδόσεις Πατάκη.

## Ιστοσελίδες

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

[Damodaran, A. \(2006, August 22\). Damodaran on Valuation. In Security Analysis for Investment and Corporate Finance. Wiley. https://doi.org/10.1604/9780471751212](https://doi.org/10.1604/9780471751212)

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

<https://finance.yahoo.com/quote/ELPE.AT/>

<https://www.eia.gov/outlooks/steo/>

<https://www.eia.gov/todayinenergy/detail.php?id=32912>

<https://www.helleniqenergy.gr/ependytikes-sheseis/kyria-stoiheia>

<https://www.helleniqenergy.gr/media/press-releases/etisia-taktiki-geniki-syneleysi-ton-metohon-tis-ellinika-petrelaia-ae>

<https://www.helleniqenergy.gr/oi-etairies-mas>

<https://www.helpe.gr/the-group/from-past-to-present>

<https://www.reuters.com/markets/commodities/economic-headwinds-prompt-iea-cut-2024-oil-demand-growth-forecast-2023-10-12/>

[https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP\\_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEO\\_WORLD/EEQ/MEQ/WEQ](https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEO_WORLD/EEQ/MEQ/WEQ)

[https://www.opec.org/opec\\_web/en/](https://www.opec.org/opec_web/en/)

## **Παράρτημα**

- **Οικονομικές καταστάσεις HELLENiQ ENERGY 2022**

### III. Ενοποιημένη Κατάσταση Οικονομικής Θέσης

	Σημ.	31 Δεκεμβρίου 2022	31 Δεκεμβρίου 2021
<b>Ενεργητικό</b>			
<b>Μη κυκλοφορούν Ενεργητικό</b>			
Ενούμιατα πάγια περιουσιακά στοιχεία	6	3.639.004	3.484.805
Δικαιώματα χρήσης παγίων	7	233.141	228.375
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	8	518.073	228.659
Επενδύσεις σε συγγενείς επιχειρήσεις και κοινοπραξίες	9	402.101	313.723
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	20	91.204	75.702
Επενδύσεις σε συμμετοχικούς τίτλους	3	490	504
Παράγωγα χρηματοοικονομικά στοιχεία	24	958	—
Δάνεια, προκαταβολές και λοιπές απαιτήσεις	10	64.596	73.910
		<b>4.949.567</b>	<b>4.405.678</b>
<b>Κυκλοφορούν ενεργητικό</b>			
Αποθέματα	11	1.826.242	1.379.135
Πελάτες και λοιπές απαιτήσεις	12	866.109	694.606
Φόρος εισοδήματος εισπρακτέος	30	14.792	16.479
Παράγωγα χρηματοοικονομικά στοιχεία	24	5.114	92.143
Ταμειακά διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα	13	900.176	1.052.618
		3.612.433	3.234.981
Περιουσιακά στοιχεία διαθέσιμα προς πώληση	14	—	191.577
<b>Σύνολο ενεργητικού</b>		<b>8.562.000</b>	<b>7.832.236</b>
<b>Ίδια κεφάλαια</b>			
Μετοχικό κεφάλαιο	15	1.020.081	1.020.081
Αποθεματικά	16	297.713	249.104
Αποτελέσματα εις νέον		1.341.908	795.468
<b>Ίδια κεφάλαια αποδεδόμενα στους μετόχους της μητρικής</b>		<b>2.659.702</b>	<b>2.064.653</b>
<b>Μη ελέγχουσες συμμετοχές</b>			
		67.699	64.402
<b>Σύνολο ιδίων κεφαλαίων</b>		<b>2.727.401</b>	<b>2.129.055</b>
<b>Υποχρεώσεις</b>			
<b>Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>			
Έντοκα δάνεια	18	1.433.029	1.516.531
Υποχρεώσεις μισθώσεων	19	177.745	172.296
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	20	202.523	89.478
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	21	175.500	210.736
Παράγωγα χρηματοοικονομικά στοιχεία	24	—	860
Προβλέψεις	22	36.117	26.959
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	23	22.662	27.801
		<b>2.047.576</b>	<b>2.044.661</b>
<b>Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>			
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	17	1.835.957	2.146.559
Παράγωγα χρηματοοικονομικά στοιχεία	24	1.761	2.214
Φόρος εισοδήματος πληρωτέος	30	432.385	4.488
Έντοκα δάνεια	18	1.409.324	1.474.493
Υποχρεώσεις μισθώσεων	19	30.372	29.499
Μερίσματα πληρωτέα		77.224	1.267
		<b>3.787.023</b>	<b>3.658.520</b>
<b>Σύνολο υποχρεώσεων</b>		<b>5.834.599</b>	<b>5.703.181</b>
<b>Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων</b>		<b>8.562.000</b>	<b>7.832.236</b>

## V. Ενοποιημένη Κατάσταση Συνολικών Εισοδημάτων

		Έτος που έληξε	
	Σημ.	31 Δεκεμβρίου 2022	31 Δεκεμβρίου 2021
<b>Έσοδα από συμβάσεις με πελάτες</b>	<b>5</b>	<b>14.508.068</b>	<b>9.222.235</b>
Κόστος πωληθέντων	25	(12.557.681)	(8.346.317)
<b>Μεικτό αποτέλεσμα</b>		<b>1.950.387</b>	<b>875.918</b>
Έξοδα πωλήσεων και λειτουργίας διάθεσης	25	(393.350)	(326.588)
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	25	(194.765)	(151.798)
Έξοδα ερευνών και ανάπτυξης	26	(26.548)	(3.636)
Λοιπά λειτουργικά έσοδα και άλλα κέρδη	27	134.393	36.365
<b>Λοιπά λειτουργικά έξοδα και άλλες ζημιές</b>	<b>27</b>	<b>(57.497)</b>	<b>(29.971)</b>
<b>Λειτουργικό αποτέλεσμα</b>		<b>1.412.620</b>	<b>400.290</b>
Χρηματοοικονομικά έσοδα	28	3.315	5.356
Χρηματοοικονομικά έξοδα	28	(108.233)	(101.387)
Χρηματοοικονομικά έξοδα μισθώσεων	19,28	(9.261)	(10.092)
Κέρδη / (Ζημιές) από συναλλαγματικές διαφορές	29	2.499	16.246
Κέρδη / (Ζημιές) από επενδύσεις σε συγγενείς επιχειρήσεις και κοινοπραξίες	9	120.042	96.660
<b>Κέρδη / (Ζημιές) προ φόρων</b>		<b>1.420.982</b>	<b>407.073</b>
Φόρος εισοδήματος	30	(526.004)	(65.916)
<b>Καθαρά κέρδη / (Ζημιές) χρήσης</b>		<b>894.978</b>	<b>341.157</b>
Κέρδη / (Ζημιές) αποδοτέα σε :			
Ιδιοκτήτες της μητρικής		889.501	337.444
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		5.477	3.713
		<b>894.978</b>	<b>341.157</b>
<b>Λοιπά συνολικά εισοδήματα / (Ζημιές)</b>			
Λοιπά συνολικά εισοδήματα / (Ζημιές) που δεν θα ταξινομηθούν μελλοντικά στην κατάσταση αποτελεσμάτων (μετά φόρων):			
Αναλογιστικά κέρδη / (Ζημιές) από συνταξοδοτικά προγράμματα καθορισμένων παροχών	21	29.709	(15.254)
Μεταβολές αποτίμησης συμμετοχικών τίτλων	16	14	(349)
Λοιπά συνολικά έσοδα / (έξοδα) από επενδύσεις σε συγγενείς επιχειρήσεις	16	—	(3.930)
		<b>29.723</b>	<b>(19.533)</b>
<b>Λοιπά συνολικά εισοδήματα / (Ζημιές) που ενδέχεται να ταξινομηθούν μελλοντικά στην κατάσταση αποτελεσμάτων (μετά φόρων):</b>			
Λοιπά συνολικά έσοδα / (έξοδα) από επενδύσεις σε συγγενείς επιχειρήσεις	16	658	—
Κέρδη / (Ζημιές) από αποτίμηση πράξεων αντιστάθμισης κινδύνου	16	5.733	24.973
Ανατινδύσιμη πράξη αντιστ. κινδύνου μέσω της κατάστασης συνολικών εισοδημάτων	16	(4.941)	(31.794)
Συναλλαγματικές διαφορές και λοιπές κινήσεις		(278)	97
		<b>1.172</b>	<b>(6.724)</b>
<b>Λοιπά συνολικά εισοδήματα / (Ζημιές) καθαρά από φορολογία</b>		<b>30.895</b>	<b>(26.257)</b>
<b>Συγκεντρωτικά συνολικά εισοδήματα / (Ζημιές) χρήσης μετά από φόρους</b>		<b>925.873</b>	<b>314.900</b>
<b>Συγκεντρωτικά συνολικά εισοδήματα / (Ζημιές) αποδοτέα σε:</b>			
Ιδιοκτήτες της μητρικής		920.330	311.165
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		5.543	3.735
		<b>925.873</b>	<b>314.900</b>
<b>Κέρδη / (Ζημιές) ανά μετοχή (σε Ευρώ ανά μετοχή)</b>	<b>31</b>	<b>2,91</b>	<b>1,10</b>



## VII. Ενοποιημένη Κατάσταση Μεταβολών Ιδίων Κεφαλαίων

	Αποδιδόμενα στους μετόχους της μητρικής εταιρείας					Μη ελέγχουσες συμμετοχές	Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων
	Σημ.	Μετοχικό κεφάλαιο	Απόθεματικά	Αποτελέσματα εις νέον	Σύνολο		
<b>Υπόλοιπο την 1η Ιανουαρίου 2021</b>		<b>1.020.081</b>	<b>273.959</b>	<b>489.481</b>	<b>1.783.521</b>	<b>62.340</b>	<b>1.845.861</b>
Λοιπά συνολικά εισοδήματα / (ζημιές)		—	(25.606)	(673)	(26.279)	22	(26.257)
Καθαρά κέρδη / (ζημιές) χρήσης		—	—	337.444	337.444	3.713	341.157
Συγκεντρωτικά συνολικά εισοδήματα / (ζημιές) για τη χρήση		—	(25.606)	336.771	311.165	3.735	314.900
Μερίσματα σε μετόχους μειοψηφίας		—	—	—	—	(1.673)	(1.673)
Μερίσματα		—	—	(30.564)	(30.564)	—	(30.564)
Λοιπές κινήσεις		—	751	(220)	531	—	531
<b>Υπόλοιπο την 31η Δεκεμβρίου 2021</b>		<b>1.020.081</b>	<b>249.104</b>	<b>795.468</b>	<b>2.064.653</b>	<b>64.402</b>	<b>2.129.055</b>
<b>Υπόλοιπο 1 Ιανουαρίου 2022</b>		<b>1.020.081</b>	<b>249.104</b>	<b>795.468</b>	<b>2.064.653</b>	<b>64.402</b>	<b>2.129.055</b>
Λοιπά συνολικά εισοδήματα / (ζημιές)		—	30.829	—	30.829	66	30.895
Καθαρά κέρδη / (ζημιές) χρήσης		—	—	889.501	889.501	5.477	894.978
Συγκεντρωτικά συνολικά εισοδήματα / (ζημιές) για τη χρήση		—	30.829	889.501	920.330	5.543	925.873
Μεταφορά σε τακτικό και αφορολόγητο αποθεματικό	16	—	19.545	(19.545)	—	—	—
Μερίσματα σε μετόχους μειοψηφίας		—	—	—	—	(2.246)	(2.246)
Μερίσματα	32	—	—	(320.940)	(320.940)	—	(320.940)
Λοιπές κινήσεις		—	(1.765)	(2.576)	(4.341)	—	(4.341)
<b>Υπόλοιπο την 31η Δεκεμβρίου 2022</b>		<b>1.020.081</b>	<b>297.713</b>	<b>1.341.908</b>	<b>2.659.702</b>	<b>67.699</b>	<b>2.727.401</b>

## ΙΧ. Ενοποιημένη Κατάσταση Ταμειακών Ροών

		Έτος που έληξε	
	Σημ.	31 Δεκεμβρίου 2022	31 Δεκεμβρίου 2021
<b>Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες</b>			
Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες	<b>33</b>	630.118	262.342
Εισπραχθείς / (καταβληθείς) φόρος εισοδήματος	<b>30</b>	(6.499)	8.032
<b>Καθαρές ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες</b>		<b>623.619</b>	<b>270.374</b>
<b>Ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες</b>			
Αγορές ενσώματων παγίων και άυλων περιουσιακών στοιχείων	<b>6, 8</b>	(512.175)	(400.441)
Είσπραξη από πώληση ενσώματων παγίων και άυλων περιουσιακών στοιχείων		14.167	6.370
Επενδύσεις σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις και κοινοπραξίες	<b>37</b>	—	(2.400)
Αγορά θυγατρικής, καθαρής από χρηματικά διαθέσιμα	<b>37</b>	3.053	6.296
Έξοδα αύξησης μετοχικού κεφαλαίου θυγατρικής πληρωθέντα		—	(132)
Εισπραχθείσες επιδοτήσεις		—	70
Εισπραχθέντες τόκοι	<b>28</b>	3.315	5.356
Προκαταβολές για δικαιώματα χρήσης παγίων		(748)	(280)
Μερίσματα εισπραχθέντα	<b>9</b>	—	6.525
Είσπραξη από πώληση περιουσιακών στοιχείων διαθέσιμων προς πώληση		265.516	2.649
<b>Καθαρές ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες</b>		<b>(226.872)</b>	<b>(375.987)</b>
<b>Ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες</b>			
Τόκοι δανείων καταβληθέντες		(101.565)	(94.420)
Μερίσματα πληρωθέντα σε μετόχους της εταιρείας	<b>32</b>	(244.983)	(30.320)
Μερίσματα πληρωθέντα σε μετόχους της μειοψηφίας		(2.240)	(1.635)
Εισπράξεις από εκδοθέντα / αναληφθέντα δάνεια	<b>18</b>	1.102.636	586.620
Εξοφλήσεις δανείων	<b>18</b>	(1.259.597)	(479.426)
Πληρωμές υποχρεώσεων μίσθωσης - κεφάλαιο	<b>19</b>	(36.522)	(32.074)
Πληρωμές υποχρεώσεων μίσθωσης - τόκοι	<b>19</b>	(9.261)	(10.092)
<b>Καθαρές ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες</b>		<b>(551.532)</b>	<b>(61.347)</b>
<b>Καθαρή αύξηση / (μείωση) στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα</b>		<b>(154.785)</b>	<b>(166.960)</b>
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα στην αρχή του έτους</b>	<b>13</b>	<b>1.052.618</b>	<b>1.202.900</b>
Συναλλαγματικές διαφορές στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα		2.343	16.678
Καθαρή αύξηση / (μείωση) στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα		(154.785)	(166.960)
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα στο τέλος του έτους</b>	<b>13</b>	<b>900.176</b>	<b>1.052.618</b>

• Οικονομικές καταστάσεις HELLENiQ ENERGY 2021

Ενοποιημένη Κατάσταση Οικονομικής Θέσης

	Σημ.	31 Δεκεμβρίου 2021	31 Δεκεμβρίου 2020
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>			
Ενσώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία	6	3.484.805	3.379.813
Δικαιώματα χρήσης παγίων	7	228.375	235.541
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	8	175.907	105.841
Επενδύσεις σε συγγενείς επιχειρήσεις και κοινοπραξίες	9	313.723	416.542
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	20	75.702	72.161
Επενδύσεις σε συμμετοχικούς τίτλους	3	504	959
Δάνεια, προκαταβολές και λοιπές απαιτήσεις	10	73.910	71.676
<b>Μη κυκλοφορούν Ενεργητικό</b>		<b>4.352.926</b>	<b>4.282.533</b>
Αποθέματα	11	1.379.135	694.410
Πελάτες και λοιπές απαιτήσεις	12	694.606	544.795
Φόρος εισοδήματος εισπρακτέος	30	16.479	37.699
Παράγωγα χρηματοοικονομικά στοιχεία		92.143	9.945
Ταμειακά διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα	13	1.052.618	1.202.900
<b>Κυκλοφορούν ενεργητικό</b>		<b>3.234.981</b>	<b>2.489.749</b>
Περιουσιακά στοιχεία διαθέσιμα προς πώληση	14	191.577	2.466
<b>Σύνολο ενεργητικού</b>		<b>7.779.484</b>	<b>6.774.748</b>
<b>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>			
Μετοχικό κεφάλαιο	15	1.020.081	1.020.081
Αποθεματικά	16	249.104	273.959
Αποτελέσματα εις νέον		795.468	492.457
<b>Ίδια κεφάλαια αποδιδόμενα στους μετόχους της μητρικής</b>		<b>2.064.653</b>	<b>1.786.497</b>
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		64.402	62.340
<b>Σύνολο ιδίων κεφαλαίων</b>		<b>2.129.055</b>	<b>1.848.837</b>
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>			
Έντοκα δάνεια	18	1.516.531	2.131.371
Υποχρεώσεις μισθώσεων	18	172.296	170.896
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	20	89.478	32.572
Υποχρεώσεις παραχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	21	210.736	194.887
Παράγωγα χρηματοοικονομικά στοιχεία	24	860	-
Προβλέψεις	22	26.959	26.368
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	23	27.801	27.957
<b>Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>		<b>2.044.661</b>	<b>2.584.051</b>
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	17	2.093.807	1.559.498
Παράγωγα χρηματοοικονομικά στοιχεία	24	2.214	4.635
Φόρος εισοδήματος πληρωτέος	30	4.488	1.673
Έντοκα δάνεια	18	1.474.493	744.561
Υποχρεώσεις μισθώσεων	18	29.499	30.240
Μερίσματα πληρωτέα		1.267	1.253
<b>Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>		<b>3.605.768</b>	<b>2.341.860</b>
<b>Σύνολο υποχρεώσεων</b>		<b>5.650.429</b>	<b>4.925.911</b>
<b>Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων</b>		<b>7.779.484</b>	<b>6.774.748</b>

## Ενοποιημένη Κατάσταση Συνολικών Εισοδημάτων / Ζημιών

	Σημ.	Έτος που έληξε	
		31 Δεκεμβρίου 2021	31 Δεκεμβρίου 2020
<b>Εσοδα από συμβάσεις με πελάτες</b>	<b>5</b>	<b>9.222.235</b>	<b>5.781.791</b>
Κόστος πωληθέντων	25	(8.346.317)	(5.817.773)
<b>Μεικτό αποτέλεσμα</b>		<b>875.918</b>	<b>(35.982)</b>
Εξοδα πωλήσεων και λειτουργίας διάθεσης	25	(326.588)	(319.897)
Εξοδα διοικητικής λειτουργίας	25	(151.798)	(132.920)
Εξοδα ερευνών και ανάπτυξης	26	(3.636)	(5.526)
Λοιπά λειτουργικά έσοδα και άλλα κέρδη	26	36.365	53.387
Λοιπά λειτουργικά έξοδα και άλλες ζημιές	26	(29.971)	(60.466)
<b>Λειτουργικό αποτέλεσμα</b>		<b>400.290</b>	<b>(501.404)</b>
Χρηματοοικονομικά έσοδα	28	5.356	5.646
Χρηματοοικονομικά έξοδα	28	(101.387)	(109.820)
Χρηματοοικονομικά έσοδα μισθώσεων	19,28	(10.092)	(10.914)
Κέρδη / (Ζημιές) από συναλλαγματικές διαφορές	29	16.246	4.950
Κέρδη / (Ζημιές) από επενδύσεις σε συγγενείς επιχειρήσεις και κοινοπραξίες	9	96.660	29.826
<b>Κέρδη / (Ζημιές) προ φόρων</b>		<b>407.073</b>	<b>(581.716)</b>
Φόρος εισοδήματος	30	(65.916)	185.101
<b>Καθαρά κέρδη / (Ζημιές) χρήσης</b>		<b>341.157</b>	<b>(396.615)</b>
<b>Κέρδη / (Ζημιές) αποδοτέα σε:</b>			
Ιδιοκτήτες της μητρικής		337.444	(395.827)
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		3.713	(788)
		<b>341.157</b>	<b>(396.615)</b>
<b>Λοιπά συνολικά εισοδήματα / (ζημιές)</b>			
<b>Λοιπά συνολικά εισοδήματα / (ζημιές) που δεν θα ταξινομηθούν μελλοντικά στην κατάσταση αποτελεσμάτων (μετά φόρων):</b>			
Αναλογιστικά κέρδη / (ζημιές) από συνταξιοδοτικά προγράμματα καθορισμένων παροχών	21	(15.254)	(7.381)
Μεταβολές αποτίμησης συμμετοχικών τίτλων	16	(349)	(309)
Λοιπά συνολικά έσοδα / (έξοδα) από επενδύσεις σε συγγενείς επιχειρήσεις	16	(3.930)	1.440
		(19.533)	(6.250)
<b>Λοιπά συνολικά εισοδήματα / (ζημιές) που ενδέχεται να ταξινομηθούν μελλοντικά στην κατάσταση αποτελεσμάτων (μετά φόρων):</b>			
Κέρδη / (ζημιές) από αποτίμηση πράξεων αντιστάθμισης κινδύνου Αναταξινόμηση πράξεων αντιστ. κινδύνου μέσω της κατάστασης συνολικών εισοδημάτων	16	24.973	(22.008)
Συναλλαγματικές διαφορές και λοιπές κινήσεις	16	(31.794)	25.077
		97	145
		(6.724)	3.214
<b>Λοιπά συνολικά εισοδήματα / (ζημιές) καθαρά από φορολογία</b>		<b>(26.257)</b>	<b>(3.036)</b>
<b>Συγκεντρωτικά συνολικά εισοδήματα / (ζημιές) χρήσης μετά από φόρους</b>		<b>314.900</b>	<b>(399.651)</b>
<b>Συγκεντρωτικά συνολικά εισοδήματα / (ζημιές) αποδοτέα σε:</b>			
Ιδιοκτήτες της μητρικής		311.165	(398.840)
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		3.735	(811)
		<b>314.900</b>	<b>(399.651)</b>
<b>Κέρδη / (Ζημιές) ανά μετοχή (σε Ευρώ ανά μετοχή)</b>	<b>31</b>	<b>1,10</b>	<b>(1,30)</b>

## Ενοποιημένη Κατάσταση Μεταβολών Ιδίων Κεφαλαίων

Αποδιδόμενα στους μετόχους της μητρικής εταιρείας						
	Μετοχικό Σημ. 1.020.081	Απόθεματικά 276.972	Αποτελέσματα εις νέον 964.972	Σύνολο 2.262.025	Μη ελέγχουσες συμμετοχές 64.548	Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων 2.326.573
<b>Υπόλοιπο την 1η Ιανουαρίου 2020</b>						
Μεταβολές αποτίμησης συμμετοχικών τίτλων στην εύλογη αξία	16	-	(318)	-	(318)	9 (309)
Αναταξινόμηση πράξεων αντιστ. κινδύνου μέσω της κατάστασης συνολικών εισοδημάτων	16	-	25.077	-	25.077	- 25.077
Κέρδη / (ζημιές) από αποτίμηση πράξεων αντιστάθμισης κινδύνου	16	-	(22.008)	-	(22.008)	- (22.008)
Λοιπά συνολικά κέρδη / (ζημιές) από επενδύσεις σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις	16	-	1.440	-	1.440	- 1.440
Συναλλαγματικές διαφορές και λουπές κινήσεις	16	-	190	-	190	(45) 145
Αναλογιστικά κέρδη / (ζημιές) από συνταξιοδοτικά προγράμματα καθορισμένων παροχών	16	-	(7.394)	-	(7.394)	13 (7.381)
<b>Λοιπά συνολικά εισοδήματα / (ζημιές)</b>		<b>-</b>	<b>(3.013)</b>	<b>-</b>	<b>(3.013)</b>	<b>(23)</b> <b>(3.036)</b>
Καθαρά κέρδη / (ζημιές) χρήσης		-	-	(395.827)	(395.827)	(788) (396.615)
<b>Συγκεντρωτικά συνολικά εισοδήματα / (ζημιές) για τη χρήση</b>		<b>-</b>	<b>(3.013)</b>	<b>(395.827)</b>	<b>(398.840)</b>	<b>(811)</b> <b>(399.651)</b>
Συμμετοχή μετόχων μειοψηφίας σε αυξήσεις μετ. κεφ. θυγατρικής		-	-	-	-	35 35
Μερίσματα σε μετόχους μειοψηφίας		-	-	-	-	(1.432) (1.432)
Μερίσματα	31	-	-	(76.409)	(76.409)	- (76.409)
Λουπές κινήσεις		-	-	(279)	(279)	- (279)
<b>Υπόλοιπο την 31η Δεκεμβρίου 2020</b>		<b>1.020.081</b>	<b>273.959</b>	<b>492.457</b>	<b>1.786.497</b>	<b>62.340</b> <b>1.848.837</b>
Επίδραση αλλαγής λογιστικής πολιτικής (ΔΛΠ 19)	21	-	-	(2.976)	(2.976)	- (2.976)
<b>Υπόλοιπο 1 Ιανουαρίου 2021</b>		<b>1.020.081</b>	<b>273.959</b>	<b>489.481</b>	<b>1.783.521</b>	<b>62.340</b> <b>1.845.861</b>
Μεταβολές αποτίμησης συμμετοχικών τίτλων στην εύλογη αξία	16	-	321	(673)	(352)	3 (349)
Αναταξινόμηση πράξεων αντιστ. κινδύνου μέσω της κατάστασης συνολικών εισοδημάτων	16	-	(31.794)	-	(31.794)	- (31.794)
Κέρδη / (ζημιές) από αποτίμηση πράξεων αντιστάθμισης κινδύνου	16	-	24.973	-	24.973	- 24.973
Λοιπά συνολικά κέρδη / (ζημιές) από επενδύσεις σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις	16	-	(3.930)	-	(3.930)	- (3.930)
Συναλλαγματικές διαφορές και λουπές κινήσεις	16	-	89	-	89	8 97
Αναλογιστικά κέρδη / (ζημιές) από συνταξιοδοτικά προγράμματα καθορισμένων παροχών	16	-	(15.265)	-	(15.265)	11 (15.254)
<b>Λοιπά συνολικά εισοδήματα / (ζημιές)</b>		<b>-</b>	<b>(25.606)</b>	<b>(673)</b>	<b>(26.279)</b>	<b>22</b> <b>(26.257)</b>
Καθαρά κέρδη / (ζημιές) χρήσης		-	-	337.444	337.444	3.713 341.157
<b>Συγκεντρωτικά συνολικά εισοδήματα / (ζημιές) για τη χρήση</b>		<b>-</b>	<b>(25.606)</b>	<b>336.771</b>	<b>311.165</b>	<b>3.735</b> <b>314.900</b>
Μερίσματα σε μετόχους μειοψηφίας		-	-	-	-	(1.673) (1.673)
Μερίσματα	31	-	-	(30.564)	(30.564)	- (30.564)
Λουπές κινήσεις		-	751	(220)	531	- 531
<b>Υπόλοιπο την 31η Δεκεμβρίου 2021</b>		<b>1.020.081</b>	<b>249.104</b>	<b>795.468</b>	<b>2.064.653</b>	<b>64.402</b> <b>2.129.055</b>

## Ενοποιημένη Κατάσταση Ταμειακών Ροών

Σημ.	Έτος που έληξε	
	31 Δεκεμβρίου 2021	31 Δεκεμβρίου 2020
<b>Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες</b>		
	262.342	427.130
Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες		
Εισπραχθείς / (καταβληθείς) φόρος εισοδήματος	8.032	23.133
<b>Καθαρές ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες</b>	<b>270.374</b>	<b>450.263</b>
<b>Ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες</b>		
	(400.441)	(295.261)
Αγορές ενσώματων παγίων και άυλων περιουσιακών στοιχείων	6.370	2.803
Είσπραξη από πώληση ενσώματων παγίων και άυλων περιουσιακών στοιχείων	(2.400)	-
Επενδύσεις σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις και κοινοπραξίες	6.296	-
Αγορά θυγατρικής, καθαρής από χρηματικά διαθέσιμα	(132)	(51)
Εξοδα αύξησης μετοχικού κεφαλαίου θυγατρικής πληρωθέντα	70	337
Εισπραχθείσες επιδοτήσεις	5.356	5.646
Εισπραχθέντες τόκοι	(280)	(1.035)
Προκαταβολές για δικαιώματα χρήσης παγίων	6.525	9.465
Μερίσματα εισπραχθέντα	2.649	-
Είσπραξη από πώληση περιουσιακών στοιχείων διαθεσίμων προς πώληση	(375.987)	(278.096)
<b>Καθαρές ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες</b>	<b>(375.987)</b>	<b>(278.096)</b>
<b>Ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες</b>		
	(94.420)	(100.003)
Τόκοι δανείων καταβληθέντες	(30.320)	(152.647)
Μερίσματα πληρωθέντα σε μετόχους της εταιρείας	(1.635)	(1.401)
Μερίσματα πληρωθέντα σε μετόχους της μειοψηφίας	-	34
Συμμετοχή μειοψηφίας στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου θυγατρικής	586.620	1.419.247
Εισπράξεις από εκδοθέντα / αναληφθέντα δάνεια	(479.426)	(1.167.609)
Εξοφλήσεις δανείων	(32.074)	(33.563)
Πληρωμές υποχρεώσεων μίσθωσης - κεφάλαιο	(10.092)	(10.914)
Πληρωμές υποχρεώσεων μίσθωσης - τόκοι	(61.347)	(46.856)
<b>Καθαρές ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες</b>	<b>(61.347)</b>	<b>(46.856)</b>
<b>Καθαρή αύξηση / (μείωση) στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα</b>	<b>(166.960)</b>	<b>125.311</b>
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα στην αρχή του έτους</b>	<b>1.202.900</b>	<b>1.088.198</b>
Συναλλαγματικές διαφορές στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	16.678	(10.608)
Καθαρή αύξηση / (μείωση) στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	(166.960)	125.311
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα στο τέλος του έτους</b>	<b>1.052.618</b>	<b>1.202.900</b>

• Οικονομικές καταστάσεις HELLENiQ ENERGY 2020

**Ενοποιημένη Κατάσταση Οικονομικής Θέσης**

	Σημ.	31 Δεκεμβρίου 2020	31 Δεκεμβρίου 2019
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>			
<b>Μη κυκλοφορούν Ενεργητικό</b>			
Ενσώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία	6	3.379.813	3.297.668
Δικαιώματα χρήσης παγίων	2,7	235.541	242.934
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	8	105.841	104.426
Επενδύσεις σε συγγενείς επιχειρήσεις και κοινοπραξίες	9	416.542	384.747
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	19	72.161	59.358
Επενδύσεις σε συμμετοχικούς τίτλους	3	959	1.356
Δάνεια, προκαταβολές και λοιπές απαιτήσεις	10	71.676	55.438
		<b>4.282.533</b>	<b>4.145.927</b>
<b>Κυκλοφορούν ενεργητικό</b>			
Αποθέματα	11	694.410	1.012.802
Πελάτες και λοιπές απαιτήσεις	12	544.795	748.153
Φόρος εισοδήματος εισπρακτέος	29	37.699	91.391
Περιουσιακά στοιχεία διαθέσιμα προς πώληση		2.466	2.520
Παράγωγα χρηματοοικονομικά στοιχεία	23	9.945	3.474
Ταμειακά διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα	13	1.202.900	1.088.198
		<b>2.492.215</b>	<b>2.946.538</b>
<b>Σύνολο ενεργητικού</b>		<b>6.774.748</b>	<b>7.092.465</b>
<b>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>			
Μετοχικό κεφάλαιο	14	1.020.081	1.020.081
Αποθεματικά	15	273.959	276.972
Αποτελέσματα εις νέον		492.457	964.972
<b>Ίδια κεφάλαια αποδιδόμενα στους μετόχους της μητρικής</b>		<b>1.786.497</b>	<b>2.262.025</b>
<b>Μη ελέγχουσες συμμετοχές</b>		<b>62.340</b>	<b>64.548</b>
<b>Σύνολο ιδίων κεφαλαίων</b>		<b>1.848.837</b>	<b>2.326.573</b>
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>			
<b>Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>			
Έντοκα δάνεια	17	2.131.371	1.610.094
Υποχρεώσεις μισθώσεων	2,18	170.896	169.357
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	19	32.572	213.495
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	20	194.887	180.398
Προβλέψεις	21	39.022	25.625
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	22	27.957	28.376
		<b>2.596.705</b>	<b>2.227.345</b>
<b>Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>			
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	16	1.546.844	1.401.732
Παράγωγα χρηματοοικονομικά στοιχεία	23	4.635	-
Φόρος εισοδήματος πληρωτέος	29	1.673	7.147
Έντοκα δάνεια	17	744.561	1.022.270
Υποχρεώσεις μισθώσεων	2,18	30.240	30.537
Μερίσματα πληρωτέα		1.253	76.861
		<b>2.329.206</b>	<b>2.538.547</b>
<b>Σύνολο υποχρεώσεων</b>		<b>4.925.911</b>	<b>4.765.892</b>
<b>Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων</b>		<b>6.774.748</b>	<b>7.092.465</b>

## Ενοποιημένη Κατάσταση Συνολικών Εισοδημάτων / Ζημιών

Σημ.	Έτος που έληξε		
	31 Δεκεμβρίου 2020	31 Δεκεμβρίου 2019	
Έσοδα από συμβάσεις με πελάτες	5	5.781.791	8.856.965
Κόστος πωληθέντων	24	(5.817.773)	(8.051.806)
<b>Μεικτό αποτέλεσμα</b>		<b>(35.982)</b>	<b>805.159</b>
Έξοδα πωλήσεων και λειτουργίας διάθεσης	24	(319.897)	(329.711)
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	24	(132.920)	(140.012)
Έξοδα ερευνών και ανάπτυξης	25	(5.526)	(4.843)
Λοιπά λειτουργικά έσοδα και άλλα κέρδη	26	53.387	34.146
Λοιπά λειτουργικά έξοδα και άλλες ζημιές	26	(60.466)	(23.795)
<b>Λειτουργικό αποτέλεσμα</b>		<b>(501.404)</b>	<b>340.944</b>
Χρηματοοικονομικά έσοδα	27	5.646	5.843
Χρηματοοικονομικά έξοδα	27	(109.820)	(146.303)
Χρηματοοικονομικά έσοδα μισθώσεων	18,27	(10.914)	(10.081)
Κέρδη / (Ζημιές) από συναλλαγματικές διαφορές	28	4.950	(1.255)
Κέρδη / (Ζημιές) από επενδύσεις σε συγγενείς επιχειρήσεις και κοινοπραξίες	9	29.826	17.862
<b>Κέρδη / (Ζημιές) προ φόρων</b>		<b>(581.716)</b>	<b>207.010</b>
Φόρος εισοδήματος	29	185.101	(43.434)
<b>Καθαρά κέρδη / (ζημιές) χρήσης</b>		<b>(396.615)</b>	<b>163.576</b>
<b>Κέρδη / (Ζημιές) αποδοτέα σε :</b>			
Ιδιοκτήτες της μητρικής		(395.827)	160.798
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		(788)	2.778
		<b>(396.615)</b>	<b>163.576</b>
<b>Λοιπά συνολικά εισοδήματα / (ζημιές)</b>			
<b>Λοιπά συνολικά εισοδήματα / (ζημιές) που δεν θα ταξινομηθούν μελλοντικά στην κατάσταση αποτελεσμάτων (μετά φόρων):</b>			
Αναλογιστικά κέρδη / (ζημιές) από συνταξιοδοτικά προγράμματα καθορισμένων παροχών	20	(7.381)	(12.369)
Μεταβολές αποτίμησης συμμετοχικών τίτλων	15	(309)	544
Λοιπά συνολικά έσοδα / (έξοδα) από επενδύσεις σε συγγενείς επιχειρήσεις	15	1.440	(188)
		(6.250)	(12.013)
<b>Λοιπά συνολικά εισοδήματα / (ζημιές) που ενδέχεται να ταξινομηθούν μελλοντικά στην κατάσταση αποτελεσμάτων (μετά φόρων):</b>			
Κέρδη / (ζημιές) από αποτίμηση πράξεων αντιστάθμισης κινδύνου	15	(22.008)	12.890
Αναταξινόμηση πράξεων αντιστ. κινδύνου μέσω της κατάστασης συνολικών εισοδημάτων	15	25.077	1.501
Συναλλαγματικές διαφορές και λοιπές κινήσεις		145	272
		3.214	14.663
<b>Λοιπά συνολικά εισοδήματα / (ζημιές) καθαρά από φορολογία</b>		<b>(3.036)</b>	<b>2.650</b>
<b>Συγκεντρωτικά συνολικά εισοδήματα / (ζημιές) χρήσης μετά από φόρους</b>		<b>(399.651)</b>	<b>166.226</b>
<b>Συγκεντρωτικά συνολικά εισοδήματα / (ζημιές) αποδοτέα σε:</b>			
Ιδιοκτήτες της μητρικής		(398.840)	163.425
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		(811)	2.801
		<b>(399.651)</b>	<b>166.226</b>
<b>Κέρδη / (ζημιές) ανά μετοχή (σε Ευρώ ανά μετοχή)</b>	<b>30</b>	<b>(1.30)</b>	<b>0.53</b>



## Ενοποιημένη Κατάσταση Μεταβολών Ιδίων Κεφαλαίων

		Αποδίδομενα στους μετόχους της μητρικής εταιρείας				Μη	Σύνολο		
		Μετοχικό	Αποτελέσματα	Σύνολο	ελέγχουσες	Ιδίων			
Σημ.	Υπόλοιπο την 1η Ιανουαρίου 2019	κεφάλαιο	εις νέον	ελέγχουσες	Κεφαλαίων				
		Απόθεματικά		συμμετοχές					
		<b>1.020.081</b>	<b>258.527</b>	<b>1.052.164</b>	<b>2.330.772</b>	<b>63.959</b>	<b>2.394.731</b>		
	Μεταβολές αποτίμησης συμμετοχικών τίτλων στην εύλογη αξία	15	-	525	-	525	19	544	
	Συναλλαγματικές διαφορές και λοιπές κινήσεις	15	-	271	-	271	1	272	
	Αναλογιστικά κέρδη / (ζημιές) από συνταξιοδοτικά προγράμματα καθορισμένων παροχών	15	-	(12.372)	-	(12.372)	3	(12.369)	
	Αναταξινόμηση πράξεων αντιστ. κινδύνου μέσω της κατάστασης συνολικών εισοδημάτων	15	-	1.501	-	1.501	-	1.501	
	Κέρδη / (ζημιές) από αποτίμηση πράξεων αντιστάθμισης κινδύνου	15	-	12.890	-	12.890	-	12.890	
	Λοιπά συνολικά κέρδη / (ζημιές) από επενδύσεις σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις	15	-	(188)	-	(188)	-	(188)	
	<b>Λοιπά συνολικά εισοδήματα / (ζημιές)</b>		-	<b>2.627</b>	-	<b>2.627</b>	<b>23</b>	<b>2.650</b>	
	Καθαρά κέρδη / (ζημιές) χρήσης		-	-	160.798	160.798	2.778	163.576	
	<b>Συγκεντρωτικά συνολικά εισοδήματα / (ζημιές) για τη χρήση</b>		-	<b>2.627</b>	<b>160.798</b>	<b>163.425</b>	<b>2.801</b>	<b>166.226</b>	
	Αποτέλεσμα από απόκτηση μη ελεγχουσών συμμετοχών σε συνδεδεμένη εταιρεία		-	-	(2.482)	(2.482)	-	(2.482)	
	Έξοδα αύξησης μετοχικού κεφαλαίου		-	-	(342)	(342)	-	(342)	
	Συμμετοχή μετόχων μειοψηφίας σε αυξήσεις μετ. κερ. θυγατρικής		-	-	-	-	34	34	
	Μεταφορά από αποθεματικά στα αποτελέσματα	15	-	15.818	(15.818)	-	-	-	
	Φόρος ενδο-ομιλικών μερισμάτων		-	-	(122)	(122)	-	(122)	
	Μερίσματα σε μετόχους μειοψηφίας		-	-	-	-	(2.246)	(2.246)	
	Μερίσματα	31	-	-	(229.226)	(229.226)	-	(229.226)	
	<b>Υπόλοιπο την 31η Δεκεμβρίου 2019</b>			<b>1.020.081</b>	<b>276.972</b>	<b>964.972</b>	<b>2.262.025</b>	<b>64.548</b>	<b>2.326.573</b>
	Μεταβολές αποτίμησης συμμετοχικών τίτλων στην εύλογη αξία	15	-	(318)	-	(318)	9	(309)	
	Αναταξινόμηση πράξεων αντιστ. κινδύνου μέσω της κατάστασης συνολικών εισοδημάτων	15	-	25.077	-	25.077	-	25.077	
	Κέρδη / (ζημιές) από αποτίμηση πράξεων αντιστάθμισης κινδύνου	15	-	(22.008)	-	(22.008)	-	(22.008)	
	Λοιπά συνολικά κέρδη / (ζημιές) από επενδύσεις σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις	15	-	1.440	-	1.440	-	1.440	
	Συναλλαγματικές διαφορές και λοιπές κινήσεις	15	-	190	-	190	(45)	145	
	Αναλογιστικά κέρδη / (ζημιές) από συνταξιοδοτικά προγράμματα καθορισμένων παροχών	15	-	(7.394)	-	(7.394)	13	(7.381)	
	<b>Λοιπά συνολικά εισοδήματα / (ζημιές)</b>		-	<b>(3.013)</b>	-	<b>(3.013)</b>	<b>(23)</b>	<b>(3.036)</b>	
	Καθαρά κέρδη / (ζημιές) χρήσης		-	-	(395.827)	(395.827)	(788)	(396.615)	
	<b>Συγκεντρωτικά συνολικά εισοδήματα / (ζημιές) για τη χρήση</b>		-	<b>(3.013)</b>	<b>(395.827)</b>	<b>(398.840)</b>	<b>(811)</b>	<b>(399.651)</b>	
	Έξοδα έκδοσης μετοχικού κεφαλαίου		-	-	(51)	(51)	-	(51)	
	Συμμετοχή μετόχων μειοψηφίας σε αυξήσεις μετ. κερ. θυγατρικής		-	-	-	-	35	35	
	Φόρος ενδο-ομιλικών μερισμάτων		-	-	(228)	(228)	-	(228)	
	Μερίσματα σε μετόχους μειοψηφίας		-	-	-	-	(1.432)	(1.432)	
	Μερίσματα	31	-	-	(76.409)	(76.409)	-	(76.409)	
	<b>Υπόλοιπο την 31η Δεκεμβρίου 2020</b>			<b>1.020.081</b>	<b>273.959</b>	<b>492.457</b>	<b>1.786.497</b>	<b>62.340</b>	<b>1.848.837</b>

## Ενοποιημένη Κατάσταση Ταμειακών Ροών

Σημ.	Έτος που έληξε	
	31 Δεκεμβρίου 2020	31 Δεκεμβρίου 2019
<b>Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες</b>		
	Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες	634.718
32	426.399	
	Εισπραχθείς / (καταβληθείς) φόρος εισοδήματος	(148.655)
29	23.133	
	<b>Καθαρές ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες</b>	<b>486.063</b>
<b>Ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες</b>		
	Αγορές ενσώματων παγίων και άυλων περιουσιακών στοιχείων	(241.045)
6,8	(288.055)	
	Είσπραξη από πώληση ενσώματων παγίων και άυλων περιουσιακών στοιχείων	1.616
	2.803	
	Επενδύσεις σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις και κοινοπραξίες	(10.295)
9	-	
	Αγορά θυγατρικής, καθαρής από χρηματικά διαθέσιμα	(5.341)
36	(6.475)	
	Έξοδα αύξησης μετοχικού κεφαλαίου θυγατρικής πληρωθέντα	-
	(51)	
	Είσπραχθείσες επιδοτήσεις	439
	337	
	Εισπραχθέντες τόκοι	5.843
27	5.646	
	Προκαταβολές για δικαιώματα χρήσης παγίων	(717)
	(1.035)	
	Μερίσματα εισπραχθέντα	30.490
9	9.465	
	Είσπραξη από πώληση περιουσιακών στοιχείων διαθέσιμων προς πώληση	1.334
	-	
	Εισπράξεις από πώληση επενδύσεων σε συμμετοχικούς τίτλους	19
	-	
	<b>Καθαρές ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες</b>	<b>(217.657)</b>
	(277.365)	
<b>Ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες</b>		
	Τόκοι δανείων καταβληθέντες	(150.411)
	(100.003)	
	Μερίσματα πληρωθέντα σε μετόχους της εταιρείας	(153.248)
31	(152.647)	
	Μερίσματα πληρωθέντα σε μετόχους της μειοψηφίας	(2.246)
	(1.401)	
	Συμμετοχή μειοψηφίας στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου θυγατρικής	34
	34	
	Εισπράξεις από εκδοθέντα / αναληφθέντα δάνεια	514.700
	1.419.247	
	Εξοφλήσεις δανείων	(625.581)
	(1.167.609)	
	Πληρωμές υποχρεώσεων μίσθωσης - κεφάλαιο	(30.712)
18	(33.563)	
	Πληρωμές υποχρεώσεων μίσθωσης - τόκοι	(10.081)
18	(10.914)	
	<b>Καθαρές ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες</b>	<b>(457.545)</b>
	(46.856)	
<b>Καθαρή αύξηση / (μείωση) στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα</b>		
	<b>125.311</b>	<b>(189.139)</b>
	125.311	
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα στην αρχή του έτους</b>		
13	1.088.198	1.275.159
	Συναλλαγματικές διαφορές στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	2.179
	(10.608)	
	Καθαρή αύξηση / (μείωση) στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	(189.139)
	125.311	
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα στο τέλος του έτους</b>		
13	1.202.900	1.088.198
	1.202.900	

• Οικονομικές καταστάσεις HELLENiQ ENERGY 2019

Ενοποιημένη Κατάσταση Οικονομικής Θέσης

	Σημ.	31 Δεκεμβρίου 2019	31 Δεκεμβρίου 2018
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>			
<b>Μη κυκλοφορούν Ενεργητικό</b>			
Ενσώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία	6	3.297.668	3.268.928
Δικαιώματα χρήσης παγίων	2,7	242.934	-
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	8	104.426	105.617
Επενδύσεις σε συγγενείς επιχειρήσεις και κοινοπραξίες	9	384.747	390.091
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	19	59.358	64.109
Επενδύσεις σε συμμετοχικούς τίτλους	3	1.356	634
Δάνεια, προκαταβολές και λοιπές απαιτήσεις	10	55.438	73.922
		<b>4.145.927</b>	<b>3.903.301</b>
<b>Κυκλοφορούν ενεργητικό</b>			
Αποθέματα	11	1.012.802	993.031
Πελάτες και λοιπές απαιτήσεις	12	748.153	776.487
Φόρος εισοδήματος εισπρακτέος	29	91.391	37.466
Περιουσιακά στοιχεία διαθέσιμα προς πώληση		2.520	3.133
Παράγωγα χρηματοοικονομικά στοιχεία	23	3.474	-
Ταμειακά διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα	13	1.088.198	1.275.159
		<b>2.946.538</b>	<b>3.085.276</b>
<b>Σύνολο ενεργητικού</b>		<b>7.092.465</b>	<b>6.988.577</b>
<b>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>			
Μετοχικό κεφάλαιο	14	1.020.081	1.020.081
Αποθεματικά	15	276.972	258.527
Αποτελέσματα εις νέον		964.972	1.052.164
<b>Ίδια κεφάλαια αποδιδόμενα στους μετόχους της μητρικής</b>		<b>2.262.025</b>	<b>2.330.772</b>
<b>Μη ελέγχουσες συμμετοχές</b>		<b>64.548</b>	<b>63.959</b>
<b>Σύνολο ιδίων κεφαλαίων</b>		<b>2.326.573</b>	<b>2.394.731</b>
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>			
<b>Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>			
Έντοκα δάνεια	17	1.610.094	1.627.171
Υποχρεώσεις μισθώσεων	2,18	169.357	-
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	19	213.495	185.744
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	20	180.398	163.514
Προβλέψεις	21	25.625	38.238
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	22	28.376	28.852
		<b>2.227.345</b>	<b>2.043.519</b>
<b>Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>			
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	16	1.401.732	1.349.153
Παράγωγα χρηματοοικονομικά στοιχεία	23	-	16.387
Φόρος εισοδήματος πληρωτέος	29	7.147	75.119
Έντοκα δάνεια	17	1.022.270	1.108.785
Υποχρεώσεις μισθώσεων	2,18	30.537	-
Μερίσματα πληρωτέα		76.861	883
		<b>2.538.547</b>	<b>2.550.327</b>
<b>Σύνολο υποχρεώσεων</b>		<b>4.765.892</b>	<b>4.593.846</b>
<b>Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων</b>		<b>7.092.465</b>	<b>6.988.577</b>

## Ενοποιημένη Κατάσταση Συνολικών Εισοδημάτων

	Σημ.	Έτος που έληξε	
		31 Δεκεμβρίου 2019	31 Δεκεμβρίου 2018
Έσοδα από συμβάσεις με πελάτες	5	8.856.965	9.769.155
Κόστος πωληθέντων	24	(8.051.806)	(8.769.769)
<b>Μεικτό κέρδος</b>		<b>805.159</b>	<b>999.386</b>
Έξοδα πωλήσεων και λειτουργίας διάθεσης	24	(329.711)	(324.430)
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	24	(140.012)	(150.518)
Έξοδα ερευνών και ανάπτυξης	25	(4.843)	(1.403)
Λοιπά λειτουργικά έσοδα / (έξοδα) και άλλα κέρδη/ (ζημιές)	26	10.351	(8.823)
<b>Λειτουργικό αποτέλεσμα</b>		<b>340.944</b>	<b>514.212</b>
Χρηματοοικονομικά έσοδα	27	5.843	3.827
Χρηματοοικονομικά έξοδα	27	(146.303)	(149.532)
Χρηματοοικονομικά έξοδα μισθώσεων	18,27	(10.081)	-
(Ζημιές) / κέρδη από συναλλαγματικές διαφορές	28	(1.255)	2.194
Κέρδη / (Ζημιές) από επενδύσεις σε συγγενείς επιχειρήσεις και κοινοπραξίες	9	17.862	(1.771)
<b>Κέρδη προ φόρων</b>		<b>207.010</b>	<b>368.930</b>
Φόρος εισοδήματος	29	(43.434)	(154.218)
<b>Καθαρά κέρδη έτους</b>		<b>163.576</b>	<b>214.712</b>
<b>Κέρδη / (ζημιές) αποδοτέα σε :</b>			
Ιδιοκτήτες της μητρικής		160.798	211.614
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		2.778	3.098
		<b>163.576</b>	<b>214.712</b>
<b>Λοιπά Συνολικά Εισοδήματα / (ζημιές)</b>			
<b>Λοιπά Συνολικά Εισοδήματα που δεν θα ταξινομηθούν μελλοντικά στην κατάσταση αποτελεσμάτων (μετά φόρων):</b>			
Αναλογιστικά κέρδη / (ζημιές) από συνταξιοδοτικά προγράμματα καθορισμένων παροχών	20	(12.369)	(11.012)
Μεταβολές αποτίμησης συμμετοχικών τίτλων	15	544	(695)
Λοιπά συνολικά έσοδα / (έξοδα) από επενδύσεις σε συγγενείς επιχειρήσεις	15	(188)	(288)
		(12.013)	(11.995)
<b>Λοιπά Συνολικά Εισοδήματα που ενδέχεται να ταξινομηθούν μελλοντικά στην κατάσταση αποτελεσμάτων (μετά φόρων):</b>			
Κέρδη / (ζημιές) από αποτίμηση πράξεων αντιστάθμισης κινδύνου	15	12.890	(5.006)
Αναταξινόμηση πράξεων αντιστ. κινδύνου μέσω της κατάστασης συνολικών εισοδημάτων	15	1.501	(14.920)
Συναλλαγματικές διαφορές και λοιπές κινήσεις		272	(745)
		14.663	(20.671)
<b>Λοιπά συνολικά εισοδήματα / (ζημιές) καθαρά από φορολογία</b>		<b>2.650</b>	<b>(32.666)</b>
<b>Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα / (ζημιές) έτους μετά από φόρους</b>		<b>166.226</b>	<b>182.046</b>
<b>Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα / (έξοδα) αποδοτέα σε:</b>			
Ιδιοκτήτες της μητρικής		163.425	178.958
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		2.801	3.088
		<b>166.226</b>	<b>182.046</b>
<b>Κέρδη ανά μετοχή (σε Ευρώ ανά μετοχή)</b>	<b>30</b>	<b>0,53</b>	<b>0,69</b>

## Ενοποιημένη Κατάσταση Μεταβολών Ιδίων Κεφαλαίων

Σημ.	Αποδίδομενα στους μετόχους της μητρικής εταιρείας				Μη ελέγχουσες συμμετοχές	Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων
	Μετοχικό κεφάλαιο	Αποθεματικά	Αποτελέσματα εις νέον	Σύνολο		
<b>Υπόλοιπο την 31 Δεκεμβρίου 2017 (δημοσιευμένο)</b>	<b>1.020.081</b>	<b>358.056</b>	<b>930.522</b>	<b>2.308.659</b>	<b>62.915</b>	<b>2.371.574</b>
Επίδραση αλλαγής λογιστικής πολιτικής	-	166	(3.469)	(3.303)	-	(3.303)
<b>Υπόλοιπο 1 Ιανουαρίου 2018 (αναπροσαρμοσμένο)</b>	<b>1.020.081</b>	<b>358.222</b>	<b>927.053</b>	<b>2.305.356</b>	<b>62.915</b>	<b>2.368.271</b>
Μεταβολές αποτίμησης συμμετοχικών τίτλων στην εύλογη αξία	15	-	(700)	(700)	5	(695)
Συναλλαγματικές διαφορές και λοιπές κινήσεις	15	-	(740)	(740)	(5)	(745)
Αναλογιστικά κέρδη / (ζημιές) από συνταξιοδοτικά προγράμματα καθορισμένων παροχών	15	-	(11.002)	(11.002)	(10)	(11.012)
Κέρδη / (ζημιές) από αποτίμηση πράξεων αντιστάθμισης κινδύνου	15	-	(5.006)	(5.006)	-	(5.006)
Λοιπά συνολικά έσοδα / (έξοδα) από επενδύσεις σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις	15	-	(288)	(288)	-	(288)
Αναταξινόμηση πράξεων αντιστ. κινδύνου μέσω της κατάστασης συνολικών εισοδημάτων	15	-	(14.920)	(14.920)	-	(14.920)
Λοιπά συνολικά έσοδα / (έξοδα)	-	<b>(32.656)</b>	-	<b>(32.656)</b>	<b>(10)</b>	<b>(32.666)</b>
Καθαρά κέρδη / (ζημιές) έτους	-	-	211.614	211.614	3.098	214.712
<b>Συγκεντροτικά συνολικά εισοδήματα / (ζημιές) για τη χρήση</b>	-	<b>(32.656)</b>	<b>211.614</b>	<b>178.958</b>	<b>3.088</b>	<b>182.046</b>
Παροχές σε συμμετοχικούς τίτλους	14	-	(93)	(1.214)	-	(1.214)
Αγορά ιδίων μετοχών	15	-	(683)	(683)	-	(683)
Διάθεση ιδίων μετοχών στο προσωπικό	15	-	1.214	1.214	-	1.214
Συμμετοχή μειοψηφίας στην αύξηση μετ. καφ. θυγατρικής	-	-	-	-	17	17
Μεταφορά στα αποθεματικά από τα αποτελέσματα εις νέον	15	-	(17.319)	17.319	-	-
Φόρος ενδο-ομίλων μερισμάτων χρήσης	-	-	(123)	(123)	-	(123)
Μερίσματα σε μη ελέγχουσες συμμετοχές	-	-	-	-	(2.061)	(2.061)
Μερίσματα	-	(76.408)	(76.408)	(152.816)	-	(152.816)
Μεταφορά στο τακτικό αποθεματικό	-	26.170	(26.170)	-	-	-
Μεταφορά ληρωθείσας επιχορήγησης σε αφορολόγητο αποθεματικό	15	-	80	80	-	80
<b>Υπόλοιπο την 31 Δεκεμβρίου 2018</b>	<b>1.020.081</b>	<b>258.527</b>	<b>1.052.164</b>	<b>2.330.772</b>	<b>63.959</b>	<b>2.394.731</b>
<b>Υπόλοιπο 1 Ιανουαρίου 2019</b>	<b>1.020.081</b>	<b>258.527</b>	<b>1.052.164</b>	<b>2.330.772</b>	<b>63.959</b>	<b>2.394.731</b>
Μεταβολές αποτίμησης συμμετοχικών τίτλων στην εύλογη αξία	15	-	525	525	19	544
Αναταξινόμηση πράξεων αντιστ. κινδύνου μέσω της κατάστασης συνολικών εισοδημάτων	15	-	1.501	1.501	-	1.501
Κέρδη / (ζημιές) από αποτίμηση πράξεων αντιστάθμισης κινδύνου	15	-	12.890	12.890	-	12.890
Λοιπά συνολικά έσοδα από επενδύσεις σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις	15	-	(188)	(188)	-	(188)
Συναλλαγματικές διαφορές και λοιπές κινήσεις	15	-	271	271	1	272
Αναλογιστικά κέρδη / (ζημιές) από συνταξιοδοτικά προγράμματα καθορισμένων παροχών	15	-	(12.372)	(12.372)	3	(12.369)
Λοιπά συνολικά εισοδήματα / (ζημιές)	-	<b>2.627</b>	-	<b>2.627</b>	<b>23</b>	<b>2.650</b>
Καθαρά κέρδη / (ζημιές) περιόδου	-	-	160.798	160.798	2.778	163.576
<b>Συγκεντροτικά συνολικά εισοδήματα / (ζημιές) για την περίοδο</b>	-	<b>2.627</b>	<b>160.798</b>	<b>163.425</b>	<b>2.801</b>	<b>166.226</b>
Αποτέλεσμα από απόκτηση μη ελεγχουσών συμμετοχών σε συνδεδεμένη εταιρεία	-	-	(2.482)	(2.482)	-	(2.482)
Έξοδα έκδοσης μετοχικού κεφαλαίου	-	-	(342)	(342)	-	(342)
Μεταφορά σε τακτικό και αφορολόγητο αποθεματικό	15	-	15.818	(15.818)	-	-
Συμμετοχή μετόχων μειοψηφίας σε αυξήσεις μετ. καφ. θυγατρικής	-	-	-	-	34	34
Φόρος ενδο-ομίλων μερισμάτων	-	-	(122)	(122)	-	(122)
Μερίσματα σε μετόχους μειοψηφίας	-	-	-	-	(2.246)	(2.246)
Μερίσματα	-	-	(229.226)	(229.226)	-	(229.226)
<b>Υπόλοιπο την 31 Δεκεμβρίου 2019</b>	<b>1.020.081</b>	<b>276.972</b>	<b>964.972</b>	<b>2.262.025</b>	<b>64.548</b>	<b>2.326.573</b>

## Ενοποιημένη Κατάσταση Ταμειακών Ροών

Σημ.	Έτος που έληξε	
	31 Δεκεμβρίου 2019	31 Δεκεμβρίου 2018
<b>Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες</b>		
	634.718	652.291
	(148.655)	(4.918)
	<b>486.063</b>	<b>647.373</b>
<b>Καθαρές ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες</b>		
<b>Ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες</b>		
	(241.045)	(156.713)
	1.616	277
	(10.295)	-
	(5.341)	(1.298)
	-	(16.000)
	439	299
	5.843	3.827
	(717)	-
	30.490	307.735
	1.334	-
	19	265
	<b>(217.657)</b>	<b>138.392</b>
<b>Ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες</b>		
	(150.411)	(140.755)
	(153.248)	(148.767)
	(2.246)	(2.061)
	-	(683)
	34	17
	514.700	409.694
	(625.581)	(506.358)
	(30.712)	-
	(10.081)	-
	<b>(457.545)</b>	<b>(388.913)</b>
<b>Καθαρή αύξηση / (μείωση) στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα</b>		
	<b>(189.139)</b>	<b>396.852</b>
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα στην αρχή του έτους</b>		
	<b>1.275.159</b>	<b>873.261</b>
	2.179	5.046
	(189.139)	396.852
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα στο τέλος του έτους</b>		
	<b>1.088.198</b>	<b>1.275.159</b>

• Οικονομικές καταστάσεις HELLENiQ ENERGY 2018

**Ενοποιημένη Κατάσταση Οικονομικής Θέσης**

	Σημ.	31 Δεκεμβρίου 2018	31 Δεκεμβρίου 2017
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>			
<b>Μη κυκλοφορούν Ενεργητικό</b>			
Ενσώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία	6	3.268.928	3.311.893
Αυλα περιουσιακά στοιχεία	7	105.617	105.684
Επενδύσεις σε συγγενείς επιχειρήσεις και κοινοπραξίες	8	390.091	701.635
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	17	64.109	71.355
Επενδύσεις σε συμμετοχικούς τίτλους	3	634	1.857
Δάνεια, προκαταβολές και λοιπές απαιτήσεις	9	73.922	89.626
		<b>3.903.301</b>	<b>4.282.050</b>
<b>Κυκλοφορούν ενεργητικό</b>			
Αποθέματα	10	993.031	1.056.393
Πελάτες και λοιπές απαιτήσεις	11	821.598	791.205
Περιουσιακά στοιχεία διαθέσιμα προς πώληση		3.133	-
Παράγωγα χρηματοοικονομικά στοιχεία	21	-	11.514
Ταμειακά διαθέσιμα, ταμειακά ισοδύναμα και δεσμευμένες καταθέσεις	12	1.276.366	1.018.913
		<b>3.094.128</b>	<b>2.878.025</b>
<b>Σύνολο ενεργητικού</b>		<b>6.997.429</b>	<b>7.160.075</b>
<b>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>			
Μετοχικό κεφάλαιο	13	1.020.081	1.020.081
Αποθεματικά	14	258.527	358.056
Αποτελέσματα εις νέον		1.052.164	930.522
<b>Ίδια κεφάλαια αποδιδόμενα στους μετόχους της μητρικής</b>		<b>2.330.772</b>	<b>2.308.659</b>
<b>Μη ελέγχουσες συμμετοχές</b>		<b>63.959</b>	<b>62.915</b>
<b>Σύνολο ιδίων κεφαλαίων</b>		<b>2.394.731</b>	<b>2.371.574</b>
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>			
<b>Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>			
Έντοκα δάνεια	16	1.627.171	920.234
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	17	185.744	131.611
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	18	163.514	133.256
Προβλέψεις	19	42.038	6.371
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	20	28.852	28.700
		<b>2.047.319</b>	<b>1.220.172</b>
<b>Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>			
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	15	1.349.153	1.661.457
Παράγωγα χρηματοοικονομικά στοιχεία	21	16.387	-
Φόρος εισοδήματος πληρωτέος		80.171	5.883
Έντοκα δάνεια	16	1.108.785	1.900.269
Μερίσματα πληρωτέα		883	720
		<b>2.555.379</b>	<b>3.568.329</b>
<b>Σύνολο υποχρεώσεων</b>		<b>4.602.698</b>	<b>4.788.501</b>
<b>Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων</b>		<b>6.997.429</b>	<b>7.160.075</b>

## Ενοποιημένη Κατάσταση Συνολικών Εισοδημάτων

	Σημ.	Έτος που έληξε	
		31 Δεκεμβρίου 2018	31 Δεκεμβρίου 2017
Έσοδα από συμβάσεις με πελάτες	5	9.769.155	7.994.690
Κόστος πωληθέντων	22	(8.769.769)	(6.907.198)
<b>Μικτό κέρδος</b>		<b>999.386</b>	<b>1.087.492</b>
Έξοδα πωλήσεων και λειτουργίας διάθεσης	22	(324.430)	(276.182)
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	22	(150.518)	(133.427)
Έξοδα ερευνών και ανάπτυξης	23	(1.403)	(212)
Λοιπά λειτουργικά (έξοδα)/ έσοδα και άλλα κέρδη/ (ζημιές) - καθαρά	24	(8.823)	(15.888)
<b>Λειτουργικό αποτέλεσμα</b>		<b>514.212</b>	<b>661.783</b>
Χρηματοοικονομικά έσοδα	25	3.827	4.600
Χρηματοοικονομικά έξοδα	25	(149.532)	(169.653)
(Ζημιές)/ κέρδη από συναλλαγματικές διαφορές	26	2.194	(8.173)
Κέρδη/ (Ζημιές) από επενδύσεις σε συγγενείς επιχειρήσεις και κοινοπραξίες	8	(1.771)	31.228
<b>Κέρδη προ φόρων</b>		<b>368.930</b>	<b>519.785</b>
Φόρος εισοδήματος	27	(154.218)	(135.862)
<b>Καθαρά κέρδη έτους</b>		<b>214.712</b>	<b>383.923</b>
<b>Κέρδη / (Ζημιές) αποδοτέα σε :</b>			
Ιδιοκτήτες της μητρικής		211.614	381.372
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		3.098	2.551
		<b>214.712</b>	<b>383.923</b>
<b>Λοιπά Συνολικά Εισοδήματα/(Ζημιές)</b>			
<b>Λοιπά Συνολικά Εισοδήματα που δεν θα ταξινομηθούν μελλοντικά στην κατάσταση αποτελεσμάτων (μετά φόρων):</b>			
Αναλογιστικές ζημιές από συνταξιοδοτικά προγράμματα καθορισμένων παροχών		(11.012)	(9.589)
Μεταβολές αποτίμησης συμμετοχικών τίτλων	14	(695)	6
Μείωση αξίας γης	14	-	(1.669)
Λοιπά συνολικά έξοδα από επενδύσεις σε συγγενείς επιχειρήσεις	14	(288)	-
		<b>(11.995)</b>	<b>(11.252)</b>
<b>Λοιπά Συνολικά Εισοδήματα που ενδέχεται να ταξινομηθούν μελλοντικά στην κατάσταση αποτελεσμάτων (μετά φόρων):</b>			
Ζημιές από αποτίμηση πράξεων αντιστάθμισης κινδύνου	14	(5.006)	(4.590)
Αποχαρακτηρισμός πράξεων αντιστ. κινδύνου μέσω της κατάστασης συνολικών εισοδημάτων	14	(14.920)	1.979
Συναλλαγματικές διαφορές και λοιπές κινήσεις		(745)	752
		<b>(20.671)</b>	<b>(1.859)</b>
<b>Λοιπά συνολικά εισοδήματα/(ζημιές) καθαρά από φορολογία</b>		<b>(32.666)</b>	<b>(13.111)</b>
<b>Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα έτους μετά από φόρους</b>		<b>182.046</b>	<b>370.812</b>
<b>Συγκεντρωτικά συνολικά (έξοδα) / έσοδα αποδοτέα σε:</b>			
Ιδιοκτήτες της μητρικής		178.958	368.989
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		3.088	1.823
		<b>182.046</b>	<b>370.812</b>
<b>Κέρδη ανά μετοχή (σε Ευρώ ανά μετοχή)</b>	28	<b>0,69</b>	<b>1,25</b>



## Ενοποιημένη Κατάσταση Μεταβολών Ιδίων Κεφαλαίων

	Αποδιδόμενα στους μετόχους της μητρικής εταιρείας				Μη		
	Σημ.	Μετοχικό κεφάλαιο	Αποθεματικά	Αποτελέσματα εις νέον	Σύνολο	Μη ελέγχουσες συμμετοχές	Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων
<b>Υπόλοιπο την 1 Ιανουαρίου 2017</b>		<b>1.020.081</b>	<b>469.788</b>	<b>549.891</b>	<b>2.039.760</b>	<b>101.875</b>	<b>2.141.635</b>
Μεταβολές αποτίμησης συμμετοχικών τίτλων στην εύλογη αξία	14	-	1	-	1	5	6
Συναλλαγματικές διαφορές και λοιπές κινήσεις	14	-	718	-	718	34	752
Μείωση αξίας γης	14	-	(907)	-	(907)	(762)	(1.669)
Αναλογιστικές ζημιές από συνταξιοδοτικά προγράμματα καθορισμένων παροχών	14	-	(9.584)	-	(9.584)	(5)	(9.589)
Ζημιές από αποτίμηση πράξεων αντιστάθμισης κινδύνου	14	-	(4.590)	-	(4.590)	-	(4.590)
Αποχαρακτηρισμός πράξεων αντιστ. κινδύνου μέσω της κατάστασης συνολικών	14	-	1.979	-	1.979	-	1.979
Λοιπά συνολικά εισοδήματα / (ζημιές)		-	(12.383)	-	(12.383)	(728)	(13.111)
Καθαρά κέρδη έτους		-	-	381.372	381.372	2.551	383.923
<b>Συγκεντρωτικά συνολικά εισοδήματα/ (ζημιές) για τη χρήση</b>		<b>-</b>	<b>(12.383)</b>	<b>381.372</b>	<b>368.989</b>	<b>1.823</b>	<b>370.812</b>
Παροχές σε συμμετοχικούς τίτλους	13	-	(653)	(9.061)	(9.714)	-	(9.714)
Αγορά ιδίων μετοχών	13	-	(10.245)	-	(10.245)	-	(10.245)
Διάθεση ιδίων μετοχών στο προσωπικό	13	-	9.714	-	9.714	-	9.714
Συμμετοχή μειοψηφίας στην αύξηση μετ. κερ. θυγατρικής		-	-	-	-	76	76
Μεταφορά στα αποθεματικά από τα αποτελέσματα εις νέον		-	8.797	(8.797)	-	-	-
Φόρος ενδο-ομιλικών μερισμάτων		-	-	(136)	(136)	-	(136)
Μερίσματα σε μη ελέγχουσες συμμετοχές		-	-	-	-	(2.561)	(2.561)
Μερίσματα		-	(106.962)	-	(106.962)	-	(106.962)
Εξαγορά δικαιωμάτων μειοψηφίας		-	-	17.253	17.253	(38.298)	(21.045)
<b>Υπόλοιπο την 31 Δεκεμβρίου 2017 (δημοσιευμένο)</b>		<b>1.020.081</b>	<b>358.056</b>	<b>930.522</b>	<b>2.308.659</b>	<b>62.915</b>	<b>2.371.574</b>
Επίδραση αλλαγής λογιστικής πολιτικής	2.1.1	-	166	(3.469)	(3.303)	-	(3.303)
<b>Υπόλοιπο 1 Ιανουαρίου 2018 (αναπροσαρμοσμένο)</b>		<b>1.020.081</b>	<b>358.222</b>	<b>927.053</b>	<b>2.305.356</b>	<b>62.915</b>	<b>2.368.271</b>
Μεταβολές αποτίμησης συμμετοχικών τίτλων στην εύλογη αξία	14	-	(700)	-	(700)	5	(695)
Συναλλαγματικές διαφορές και λοιπές κινήσεις	14	-	(740)	-	(740)	(5)	(745)
Αναλογιστικές ζημιές από συνταξιοδοτικά προγράμματα καθορισμένων παροχών	14	-	(11.002)	-	(11.002)	(10)	(11.012)
Ζημιές από αποτίμηση πράξεων αντιστάθμισης κινδύνου	14	-	(5.006)	-	(5.006)	-	(5.006)
Λοιπά Συνολικά Έσοδα από επενδύσεις σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις	14	-	(288)	-	(288)	-	(288)
Αποχαρακτηρισμός πράξεων αντιστ. κινδύνου μέσω της κατάστασης συνολικών	14	-	(14.920)	-	(14.920)	-	(14.920)
Λοιπά συνολικά έσοδα		-	(32.656)	-	(32.656)	(10)	(32.666)
Καθαρά κέρδη έτους		-	-	211.614	211.614	3.098	214.712
<b>Συγκεντρωτικά συνολικά εισοδήματα/ (ζημιές) για τη χρήση</b>		<b>-</b>	<b>(32.656)</b>	<b>211.614</b>	<b>178.958</b>	<b>3.088</b>	<b>182.046</b>
Παροχές σε συμμετοχικούς τίτλους	13	-	(93)	(1.121)	(1.214)	-	(1.214)
Αγορά ιδίων μετοχών	14	-	(683)	-	(683)	-	(683)
Διάθεση ιδίων μετοχών στο προσωπικό	14	-	1.214	-	1.214	-	1.214
Συμμετοχή μειοψηφίας στην αύξηση μετ. κερ. θυγατρικής		-	-	-	-	17	17
Μεταφορά στα αποθεματικά από τα αποτελέσματα εις νέον	14	-	(17.319)	17.319	-	-	-
Φόρος ενδο-ομιλικών μερισμάτων χρήσης		-	-	(123)	(123)	-	(123)
Μερίσματα σε μη ελέγχουσες συμμετοχές		-	-	-	-	(2.061)	(2.061)
Μερίσματα		-	(76.408)	(76.408)	(152.816)	-	(152.816)
Μεταφορά στο τακτικό αποθεματικό		-	26.170	(26.170)	-	-	-
Μεταφορά ληφθείσας επιχορήγησης σε αφορολόγητο αποθεματικό		-	80	-	80	-	80
<b>Υπόλοιπο την 31 Δεκεμβρίου 2018</b>		<b>1.020.081</b>	<b>258.527</b>	<b>1.052.164</b>	<b>2.330.772</b>	<b>63.959</b>	<b>2.394.731</b>

## Ενοποιημένη Κατάσταση Ταμειακών Ροών

Σημ.	Έτος που έληξε	
	31 Δεκεμβρίου 2018	31 Δεκεμβρίου 2017
<b>Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες</b>		
	507.846	453.311
Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες	(4.918)	(10.375)
Καταβληθείς φόρος εισοδήματος		
<b>Καθαρές ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες</b>	<b>502.928</b>	<b>442.936</b>
<b>Ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες</b>		
	(156.713)	(208.732)
Αγορές ενσώματων παγίων και άυλων περιουσιακών στοιχείων	277	30
Είσπραξη από πώληση ενσώματων παγίων και άυλων περιουσιακών στοιχείων	(1.298)	-
Καταβολή τιμήματος εξαγοράς μη ελεγχουσών συμμετοχών θυγατρικής	(16.000)	-
Έσοδα από πώληση θυγατρικών, καθαρά από χρηματικά διαθέσιμα	299	110
Εισπραχθείσες επιδοτήσεις	3.827	4.600
Εισπραχθέντες τόκοι	307.735	19.346
Μερίσματα εισπραχθέντα	-	(147)
Επενδύσεις σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις - καθαρές	265	8
Εισπράξεις από πώληση επενδύσεων σε συμμετοχικούς τίτλους		
<b>Καθαρές ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες</b>	<b>138.392</b>	<b>(184.785)</b>
<b>Ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες</b>		
	(140.755)	(160.830)
Τόκοι καταβληθέντες	(148.767)	(104.115)
Μερίσματα πληρωθέντα σε μετόχους της εταιρείας	(2.061)	(2.561)
Μερίσματα πληρωθέντα σε μετόχους της μειοψηφίας	144.445	11.873
Μεταβολή δεσμευμένων καταθέσεων	(683)	(10.245)
Απόκτηση ιδίων μετοχών	17	76
Συμμετοχή μειοψηφίας στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου θυγατρικής	409.694	288.000
Εισπράξεις από εκδοθέντα / αναληφθέντα δάνεια	(506.358)	(322.622)
Εξοφλήσεις δανείων		
<b>Καθαρές ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες</b>	<b>(244.468)</b>	<b>(300.424)</b>
<b>Καθαρή αύξηση/ (μείωση) στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα</b>	<b>396.852</b>	<b>(42.273)</b>
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα στην αρχή του έτους</b>	<b>873.261</b>	<b>924.055</b>
Συναλλαγματικές διαφορές στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	5.046	(8.521)
Καθαρή αύξηση/ (μείωση) στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	396.852	(42.273)
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα στο τέλος του έτους</b>	<b>1.275.159</b>	<b>873.261</b>

- Οικονομικές καταστάσεις HELLENiQ ENERGY 2017

## Ενοποιημένη Κατάσταση Οικονομικής Θέσης

	Σημ.	31 Δεκεμβρίου 2017	31 Δεκεμβρίου 2016
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>			
<b>Πάγιο Ενεργητικό</b>			
Ενσώματα πάγια	6	3.311.893	3.290.806
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	7	105.684	108.294
Επενδύσεις σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις και κοινοπραξίες	8	701.635	689.607
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	17	71.355	100.973
Χρηματοοικονομικά στοιχεία διαθέσιμα προς πώληση	3	1.857	1.626
Δάνεια, προκαταβολές και μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	9	89.626	91.131
		<b>4.282.050</b>	<b>4.282.437</b>
<b>Κυκλοφορούν ενεργητικό</b>			
Αποθέματα	10	1.056.393	941.281
Πελάτες και λοιπές απαιτήσεις	11	791.205	868.331
Παράγωγα χρηματοοικονομικά στοιχεία	21	11.514	15.192
Ταμειακά διαθέσιμα, ταμειακά ισοδύναμα και δεσμευμένες καταθέσεις	12	1.018.913	1.081.580
		<b>2.878.025</b>	<b>2.906.384</b>
<b>Σύνολο ενεργητικού</b>		<b>7.160.075</b>	<b>7.188.821</b>
<b>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>			
Μετοχικό κεφάλαιο	13	1.020.081	1.020.081
Αποθεματικά	14	358.056	469.788
Αποτελέσματα εις νέον		930.522	549.891
<b>Κεφάλαιο και αποθεματικά αποδιδόμενα στους μετόχους της μητρικής</b>		<b>2.308.659</b>	<b>2.039.760</b>
<b>Δικαιώματα μειοψηφίας</b>		<b>62.915</b>	<b>101.875</b>
<b>Σύνολο ιδίων κεφαλαίων</b>		<b>2.371.574</b>	<b>2.141.635</b>
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>			
<b>Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>			
Δάνεια	16	920.234	1.456.204
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	17	131.611	42.736
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	18	131.256	110.912
Προβλέψεις	19	8.371	9.306
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	20	28.700	259.644
		<b>1.220.172</b>	<b>1.878.802</b>
<b>Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>			
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	15	1.661.457	1.777.909
Υποχρεώσεις από φόρους - τέλη		5.883	3.534
Δάνεια	16	1.900.269	1.386.299
Μερίσματα πληρωτέα		720	642
		<b>3.568.329</b>	<b>3.168.384</b>
<b>Σύνολο υποχρεώσεων</b>		<b>4.788.501</b>	<b>5.047.186</b>
<b>Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων</b>		<b>7.160.075</b>	<b>7.188.821</b>

## Ενοποιημένη Κατάσταση Συνολικών Εισοδημάτων

	Σημ.	Έτος που έληξε	
		31 Δεκεμβρίου 2017	31 Δεκεμβρίου 2016
<b>Κύκλος εργασιών (πωλήσεις)</b>	<b>5</b>	<b>7.994.690</b>	<b>6.613.253</b>
Κόστος πωληθέντων		(6.907.198)	(5.606.125)
<b>Μικτό κέρδος</b>		<b>1.087.492</b>	<b>1.007.128</b>
Έξοδα πωλήσεων και λειτουργίας διάθεσης		(276.182)	(279.912)
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας		(133.427)	(128.828)
Έξοδα ερευνών και ανάπτυξης	<b>23</b>	(212)	(2.167)
Λοιπά λειτουργικά (έξοδα)/ έσοδα και άλλα κέρδη/ (ζημιές) - καθαρά	<b>24</b>	(15.888)	35.550
<b>Λειτουργικό αποτέλεσμα</b>		<b>661.783</b>	<b>631.771</b>
Χρηματοοικονομικά έσοδα	<b>25</b>	4.600	5.129
Χρηματοοικονομικά έξοδα	<b>25</b>	(169.653)	(205.909)
(Ζημιές)/ κέρδη από συναλλαγματικές διαφορές	<b>26</b>	(8.173)	20.773
Κέρδη από επενδύσεις σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις και κοινοπραξίες	<b>8</b>	31.228	13.907
<b>Κέρδη προ φόρων</b>		<b>519.785</b>	<b>465.671</b>
Φόρος εισοδήματος	<b>27</b>	(135.862)	(136.936)
<b>Καθαρά κέρδη έτους</b>		<b>383.923</b>	<b>328.735</b>
<b>Λοιπά Συνολικά Εισοδήματα/(Ζημιές)</b>			
<b>Στοιχεία που δεν θα ταξινομηθούν μελλοντικά στην κατάσταση αποτελεσμάτων:</b>			
Αναλογιστικές ζημιές από συνταξιοδοτικά προγράμματα καθορισμένων παροχών		(9.589)	(7.776)
Λοιπά συνολικά έξοδα από επενδύσεις σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις	<b>14</b>	-	(869)
		(9.589)	(8.645)
<b>Στοιχεία που ενδέχεται να ταξινομηθούν μελλοντικά στην κατάσταση αποτελεσμάτων:</b>			
Μεταβολές αποτίμησης χρηματοοικονομικών στοιχείων διαθέσιμων προς πώληση	<b>14</b>	6	(6.267)
Μεταφορά αποθεματικού στοιχείων διαθέσιμων προς πώληση στο λειτουργικό κέρδος	<b>14, 24</b>	-	6.414
Μείωση αξίας γης	<b>14</b>	(1.669)	-
Απραγματοποίητες (ζημιές)/κέρδη στην αποτίμηση πράξεων αντιστάθμισης κινδύνου	<b>14</b>	(4.590)	15.862
Απογαρκτηρισμός πράξεων αντιστ. κινδύνου μέσω της κατάστασης συνολικών εισοδημάτων	<b>14</b>	1.979	19.642
Λοιπές κινήσεις και συναλλαγματικές διαφορές		752	(1.076)
		(3.522)	34.575
<b>Λοιπά συνολικά εισοδήματα/(ζημιές) καθαρά από φορολογία</b>		<b>(13.111)</b>	<b>25.930</b>
<b>Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα έτους μετά από φόρους</b>		<b>370.812</b>	<b>354.665</b>
<b><u>Κέρδη / (Ζημιές) αποδοτέα σε :</u></b>			
Ιδιοκτήτες της μητρικής		381.372	329.760
Δικαιώματα μειοψηφίας		2.551	(1.025)
		<b>383.923</b>	<b>328.735</b>
<b><u>Συγκεντρωτικά συνολικά (έξοδα) / έσοδα αποδοτέα σε:</u></b>			
Ιδιοκτήτες της μητρικής		368.989	355.819
Δικαιώματα μειοψηφίας		1.823	(1.154)
		<b>370.812</b>	<b>354.665</b>
<b>Κέρδη ανά μετοχή (σε Ευρώ ανά μετοχή)</b>	<b>28</b>	<b>1,25</b>	<b>1,08</b>

## Ενοποιημένη Κατάσταση Μεταβολών Ιδίων Κεφαλαίων

Αποδιδόμενα στους μετόχους της μητρικής εταιρείας						
	Μετοχικό Σημ.	Αποθεματικά	Αποτελέσματα εις νέον	Σύνολο	Λικαιώματα μειοψηφίας	Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων
<b>Υπόλοιπο την 1 Ιανουαρίου 2016</b>	<b>1.020.081</b>	<b>443.729</b>	<b>220.506</b>	<b>1.684.316</b>	<b>105.954</b>	<b>1.790.270</b>
Μεταβολές αποτίμησης χρηματοοικονομικών στοιχείων διαθέσιμων προς πώληση	14	-	(6.343)	(6.343)	76	(6.267)
Μεταφορά αποθεματικού στοιχείων διαθέσιμων προς πώληση στο λειτουργικό κέρδος	14,2	-	6.414	6.414	-	6.414
Συναλλαγματικές διαφορές και λοιπές κινήσεις	14	-	(884)	(884)	(192)	(1.076)
Αναλογιστικές ζημιές από συνταξιοδοτικά προγράμματα καθορισμένων παροχών	14	-	(7.763)	(7.763)	(13)	(7.776)
Κέρδη από αποτίμηση πράξεων αντιστάθμισης κινδύνου	14	-	15.862	15.862	-	15.862
Λοιπές συνολικές ζημιές από επενδύσεις σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις	14	-	(869)	(869)	-	(869)
Αποχαρακτηρισμός πράξεων αντιστ. κινδύνου μέσω της κατάστασης συνολικών	14	-	19.642	19.642	-	19.642
Λοιπά συνολικά εισοδήματα / (ζημιές)	-	-	26.059	26.059	(129)	25.930
Καθαρά κέρδη/(ζημιές) έτους	-	-	329.760	329.760	(1.025)	328.735
<b>Συνολικά εισοδήματα/ (ζημιές) για τη χρήση</b>	<b>-</b>	<b>26.059</b>	<b>329.760</b>	<b>355.819</b>	<b>(1.154)</b>	<b>354.665</b>
Φόρος ενδο-ομιλικών μερισμάτων χρήσης	-	-	(375)	(375)	-	(375)
Μερίσματα σε μετόχους μειοψηφίας	-	-	-	-	(2.925)	(2.925)
<b>Υπόλοιπο την 31 Δεκεμβρίου 2016</b>	<b>1.020.081</b>	<b>469.788</b>	<b>549.891</b>	<b>2.039.760</b>	<b>101.875</b>	<b>2.141.635</b>
Μεταβολές αποτίμησης χρηματοοικονομικών στοιχείων διαθέσιμων προς πώληση	14	-	1	1	5	6
Μείωση αξίας γης	14	-	(907)	(907)	(762)	(1.669)
Συναλλαγματικές διαφορές και λοιπές κινήσεις	14	-	718	718	34	752
Αναλογιστικές ζημιές από συνταξιοδοτικά προγράμματα καθορισμένων παροχών	14	-	(9.584)	(9.584)	(5)	(9.589)
Ζημιές από αποτίμηση πράξεων αντιστάθμισης κινδύνου	14	-	(4.590)	(4.590)	-	(4.590)
Αποχαρακτηρισμός πράξεων αντιστ. κινδύνου μέσω της κατάστασης συνολικών	14	-	1.979	1.979	-	1.979
Λοιπά συνολικά έξοδα	-	-	(12.383)	(12.383)	(728)	(13.111)
Καθαρά κέρδη έτους	-	-	381.372	381.372	2.551	383.923
<b>Συνολικά εισοδήματα/ (ζημιές) για τη χρήση</b>	<b>-</b>	<b>(12.383)</b>	<b>381.372</b>	<b>368.989</b>	<b>1.823</b>	<b>370.812</b>
Παροχές σε συμμετοχικούς τίτλους	14	-	(653)	(9.061)	-	(9.714)
Αγορά ιδίων μετοχών	14	-	(10.245)	(10.245)	-	(10.245)
Διάθεση ιδίων μετοχών στο προσωπικό	14	-	9.714	9.714	-	9.714
Συμμετοχή μειοψηφίας στην αύξηση μετ. κεφ. θυγατρικής	-	-	-	-	76	76
Μεταφορά στα αποθεματικά από τα αποτελέσματα εις νέον	14	-	8.797	(8.797)	-	-
Φόρος ενδο-ομιλικών μερισμάτων χρήσης	-	-	-	(136)	-	(136)
Μερίσματα σε μετόχους μειοψηφίας	-	-	-	-	(2.561)	(2.561)
Μερίσματα	-	(106.962)	-	(106.962)	-	(106.962)
Εξισογρά δικαιομάτων μειοψηφίας	34	-	17.253	17.253	(38.298)	(21.045)
<b>Υπόλοιπο την 31 Δεκεμβρίου 2017</b>	<b>1.020.081</b>	<b>358.056</b>	<b>930.522</b>	<b>2.308.659</b>	<b>62.915</b>	<b>2.371.574</b>

## Ενοποιημένη Κατάσταση Ταμειακών Ροών

Σημ.	Έτος που έληξε	
	31 Δεκεμβρίου 2017	31 Δεκεμβρίου 2016
<b>Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες</b>		
	453.311	(317.366)
Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες		
Καταβληθείς φόρος εισοδήματος	(10.375)	(16.159)
<b>Καθαρές ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες</b>	<b>442.936</b>	<b>(333.525)</b>
<b>Ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες</b>		
	(208.732)	(125.719)
Αγορές ενσώματων παγίων και άυλων περιουσιακών στοιχείων		
Αγορά θυγατρικής, καθαρή από ταμειακά διαθέσιμα	-	(350)
Είσπραξη από πώληση ενσώματων παγίων και άυλων περιουσιακών στοιχείων	30	2.168
Εισπραχθείσες επιδοτήσεις	110	1.431
Εισπραχθέντες τόκοι	4.600	5.129
Μερίσματα εισπραχθέντα	19.346	1.139
8		
Επενδύσεις σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις	(147)	-
8		
Εισπράξεις από πώληση χρηματοοικονομικών στοιχείων διαθέσιμων προς πώληση	8	-
<b>Καθαρές ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες</b>	<b>(184.785)</b>	<b>(116.202)</b>
<b>Ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες</b>		
	(160.830)	(190.479)
Τόκοι καταβληθέντες		
Μερίσματα πληρωθέντα σε μετόχους της εταιρείας	(104.115)	(473)
Μερίσματα πληρωθέντα σε μετόχους της μειοψηφίας	(2.561)	(2.925)
12		
Μεταβολή δεσμευμένων καταθέσεων	11.873	(1.969)
Απόκτηση ιδίων μετοχών	(10.245)	-
Συμμετοχή μειοψηφίας στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου θυγατρικής	76	-
Εισπράξεις από εκδοθέντα / αναληφθέντα δάνεια	288.000	507.732
Εξοφλήσεις δανείων	(322.622)	(900.799)
<b>Καθαρές ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες</b>	<b>(300.424)</b>	<b>(588.913)</b>
<b>Καθαρή μείωση στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα</b>		
	(42.273)	(1.038.640)
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα στην αρχή του έτους</b>		
12	924.055	1.952.808
Συναλλαγματικές διαφορές στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	(8.521)	9.887
Καθαρή μείωση στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	(42.273)	(1.038.640)
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα στο τέλος του έτους</b>	<b>873.261</b>	<b>924.055</b>