



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ  
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ  
ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ**

**ΕΘΝΙΚΟ ΚΑΙ  
ΚΑΠΟΔΙΣΤΡΙΑΚΟ  
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ  
ΤΜΗΜΑ ΒΙΟΛΟΓΙΑΣ**



## **ΔΙΠΜΣ ΣΤΗ ΒΙΟΟΙΚΟΝΟΜΙΑ**

**Αποτίμηση και προοπτικές ανάπτυξης της εταιρείας  
ΕΛΒΑΛΧΑΛΚΟΡ ΑΕ στον χώρο της βιοοικονομίας**

**ΛΕΟΝΤΑΡΗ ΧΡΙΣΤΙΝΑ**

**Πειραιάς, Φεβρουάριος 2020**



**UNIVERSITY OF PIRAEUS  
DEPARTMENT OF  
ECONOMICS**

**NATIONAL AND  
KAPODISTRIAN UNIVERSITY  
OF ATHENS DEPARTMENT OF  
BIOLOGY**



**M.Sc. in Bioeconomics**

**Valuation and development prospects of  
ELVALHALCOR SA in the sector of bio-economy**

**By**

**LEONTARI CHRISTINA**

**Piraeus, Greece, February 2020**

*Στην Οικογένειά μου*

## **ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ**

Πριν την παρουσίαση της διπλωματικής μου εργασίας αισθάνομαι την υποχρέωση να ευχαριστήσω ορισμένους ανθρώπους που έπαιξαν σημαντικό ρόλο στην πραγματοποίησή της.

Αρχικά θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά την επιβλέπουσα καθηγήτρια της διπλωματικής μου εργασίας κυρία Ψυλλάκη Μαρία, για την πολύτιμη βοήθεια και καθοδήγησή της σε όλο το διάστημα της εκπόνησής της.

Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω όλους αυτούς που με στήριξαν τα τελευταία χρόνια στην προσωπική μου ζωή για όλη τη κατανόηση που έδειξαν και ειδικότερα, το στενό οικογενειακό και φιλικό μου περιβάλλον.

Αδιαμφισβήτητα, η παρουσία τους δίπλα μου και η εν γένει στήριξή τους ήταν και θα είναι καθοριστικής σημασίας τόσο για εμένα όσο και για την πρόοδό μου.

Ευχαριστώ.

# **Αποτίμηση και προοπτικές ανάπτυξης της εταιρείας ΕΛΒΑΛΧΑΛΚΟΡ ΑΕ στον χώρο της βιοοικονομίας**

**Σημαντικοί Όροι:** Αποτίμηση Αξίας, Βιοοικονομία, Λογιστική Αξία, Προστιθέμενη Λογιστική Αξία, Χρηματοοικονομική Ανάλυση, Χρηματιστηριακή Τιμή, Περιουσιακή Θέση, Ρευστοποιήσιμη Αξία, Αριθμοδείκτες, Μερίσματα, Μετοχές.

## **ΠΕΡΙΛΗΨΗ**

Απώτερος σκοπός της εν λόγω διπλωματικής εργασίας είναι η παρουσίαση του τρόπου και της εν γένει μεθοδολογίας και των ακολουθούμενων σταδίων των εταιρειών που ενεργοποιείται πιο συγκεκριμένα στον κλάδο της βιοοικονομίας.

Προτού όμως προβούμε στην ανάλυση και την εννοιολογική και σημασιολογική προσέγγιση του όρου της αποτίμησης, επεξηγείται εννοιολογικά η αξία μίας επιχείρησης, καθώς επίσης και οι προσδιοριστικοί παράγοντες αυτής. Πρόκειται για μία ανάλυση η οποία διενεργείται στα πλαίσια του πρώτου κεφαλαίου της βιβλιογραφικής ανασκόπησης της παρούσας διπλωματικής εργασίας.

Επί του δευτέρου κεφαλαίου αυτής, παρουσιάζεται η έννοια της αποτίμησης καθώς επίσης και η σπουδαιότητα αυτής. Επιπροσθέτως, αναφέρονται τα πεδία επί των οποίων δίνεται έμφαση στα πλαίσια της επιτέλεσης της διαδικασίας ης αποτίμησης μιας επιχειρηματικής μονάδας και τα οποία καθίστανται άμεσα συνυφασμένα με τις επιδιώξεις και τους τιθέμενους στόχους από την πλευρά του εκάστοτε αναλυτή.

Κατόπιν, διενεργείται ανάλυση των επιμέρους μεθόδων αποτίμησης που χρησιμοποιούνται συχνότερα στον επιχειρηματικό κόσμο, καθώς επίσης και των τρόπων υπολογισμών αλλά και των επιπτώσεών τους, συμπεριλαμβανομένων των πλεονεκτικών και μειονεκτικών στοιχείων τους επί της αξία της εκάστοτε μελετώμενης επιχείρησης.

Εν συνεχεία, πραγματοποιείται η αποτίμηση της εταιρείας ΕΛΒΑΛΧΑΛΚΟΡ Α.Ε. Πέραν της συνοπτικής και περιεκτικής παρουσίασης των χαρακτηριστικών τόσο του κλάδου όσο και της εν λόγω εταιρείας, παρουσιάζονται και βασικά ιστορικά οικονομικά μεγέθη της, τα οποία θα βοηθήσουν στην διαδικασία της αποτίμησης και θα δώσουν μία πρώτη εικόνα για την πορεία και την θέση της στην αγορά.

Η παρούσα διπλωματική εργασία ολοκληρώνεται με την αιτιολόγηση της επιλογής και χρήσης των μεθόδων που εφαρμόστηκαν στην αποτίμηση της ανωτέρω αναφερόμενης εταιρείας, αλλά και των λόγων που παρεμβλήθηκαν και αποτέλεσαν την αιτία χρησιμοποίησης και εφαρμογής εναλλακτικών μεθόδων.

Εν τέλει κατόπιν της εφαρμογής συνολικά έξι μεθόδων αποτίμησης για την περίπτωση της εταιρείας ΕΛΒΑΛ ΧΑΛΚΟΡ ΑΕ καταλήγουμε στο ότι η αξία της μετοχής της κυμαίνεται από 0,31 έως 2,39 ευρώ βάσει των ακολουθούμενων μεθόδων αποτίμησης, με τον μέσο όρο αυτών να είναι 1,21 ευρώ. Η χρηματιστηριακή τιμή κλεισίματος της εταιρείας για την χρήση 2017 στις 31/12/2017 ανήλθε στα 1,39 ευρώ, ως εκ τούτου η εταιρεία κρίθηκε ως υπερτιμημένη.

# **Valuation and development prospects of ELVALHALCOR SA in the sector of bio-economy**

**Keywords:** Valuation Valuation, Bioeconomy, Book Value, Added Book Value, Financial Analysis, Stock Price, Asset Position, Valuable Value, Numbers, Dividends, Shares.

## **ABSTRACT**

The main purpose of the current thesis is to present the way and the methodology and the steps of the companies that are more actively involved in the bio-economy sector.

Before analyzing and conceptually and semantically approaching the term of valuation, the value of an enterprise, as well as its determinants, is conceptually explained. This is an analysis carried out under the first chapter of the bibliographic review of this diploma thesis.

The second chapter presents the concept of valuation as well as its importance. In addition, the areas highlighted in the context of the process of evaluating a business unit and which are directly related to the goals and objectives set by the analyst are mentioned.

An analysis of the individual valuation methods most commonly used in the business world, as well as the calculation methods and their effects, including their advantages and disadvantages on the value of the business under consideration, is then carried out.

Subsequently, the valuation of ELVALCHALCOR SA is carried out. Apart from the brief and comprehensive presentation of the characteristics of both the industry and the company, its main historical financial figures are presented, which will help in the valuation process and give a first insight into its course and market position.

This diploma thesis ends with the justification of the selection and use of the methods used in the evaluation of the aforementioned company as well as of the reasons for the use and application of alternative methods.

Finally, after applying a total of six valuation methods for the case of ELVAL HALCOR SA we conclude that its share value ranges from 0.31 to 2.39 based on the valuation methods used, with an average of 1.21 euro. The company's stock closing price for the year 2017 on 12.31.2017 amounted to 1.39 euros, therefore the company was considered overpriced.



# ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

<b>ΠΕΡΙΛΗΨΗ</b> .....	<b>i</b>
<b>ABSTRACT</b> .....	<b>iii</b>
<b>ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ</b> .....	<b>viii</b>
<b>ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ</b> .....	<b>ix</b>
<b>ΕΙΣΑΓΩΓΗ</b> .....	<b>1</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1</b> .....	<b>6</b>
<i>1.1 ΓΕΝΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ</i> .....	<i>6</i>
1.1.1 Τι είναι η αξία μιας επιχείρησης .....	6
1.1.2 Παράγοντες που επηρεάζουν την αξία μίας επιχείρησης .....	6
1.1.3 Προσδιορισμός της αξίας της επιχείρησης .....	7
<i>1.2 Αποτίμηση Εταιρείας</i> .....	<i>9</i>
1.2.1 Εισαγωγή στην έννοια της αποτίμησης.....	9
1.2.2. Αξία της αποτίμησης .....	10
1.2.3. Κριτική ανάλυση της αποτίμησης .....	12
1.2.4 Γενική προσέγγιση της αποτίμησης .....	14
1.2.5 Μέθοδοι αποτίμησης εταιρειών .....	15
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2</b> .....	<b>16</b>
<b>Ανάλυση των μεθόδων της αποτίμησης</b> .....	<b>16</b>
<i>2.1 Μέθοδοι βασισμένες στον Ισολογισμό (καθαρή θέση των μετόχων)</i> .....	<i>16</i>
2.1.1. Μέθοδος της περιουσιακής θέσης.....	16
2.1.2. Αποτίμηση εταιρείας με βάση την λογιστική αξία.....	20
2.1.3 Προσαρμοσμένη Λογιστική Αξία (Adjusted value).....	21
2.1.4 Ρευστοποιήσιμη Αξία (Liquidation value) .....	21
2.1.5 Αποτίμηση με βάση την πραγματική αξία (Substantial value).....	21
2.1.6 Αποτίμηση με βάση την λογιστική και τρέχουσα αξία της μετοχής .....	22
<i>2.2. Μέθοδοι με βάση την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης (Income statement-based methods)</i> .....	<i>22</i>
2.2.1 Η αποδοτικότητα του κεφαλαίου .....	23
2.2.2 Αριθμοδείκτης τρέχουσα τιμή/κέρδη (P/E) ανά μετοχή .....	23
2.2.3 Αποτίμηση των κερδών .....	24

2.2.4 Αποτίμηση μερισμάτων.....	24
2.2.5 Η μέθοδος της προεξόφλησης των μελλοντικών μερισμάτων .....	25
2.2.6 Πολλαπλασιαστές πωλήσεων (Sales multiples) .....	26
2.2.7 Άλλοι πολλαπλασιαστές (Other multiples) .....	26
2.2.8 Η μέθοδος της χρηματιστηριακής τιμής .....	27
2.2.9 Η μέθοδος Συνολική Απόδοση Μετόχου (Total Return to Shareholder) .....	27
2.2.10 Η μέθοδος της επιτροπής κεφαλαιαγοράς .....	28
2.3. Μέθοδοι βασισμένες στην υπεραξία (Goodwill-based methods).....	28
2.4. Μέθοδοι ταμειακών ροών.....	28
2.4.1 Μέθοδος των Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών.....	33
2.4.2. Η ελεύθερη ταμειακή ροή (FCF).....	35
2.4.3 Ταμειακές ροές συνολικού κεφαλαίου (Free Cash Flow to Capital or Firm - FCFF).....	35
2.4.4 Ταμειακές ροές Μετοχικού Κεφαλαίου (Free Cash Flow to Equity - FCFE).....	36
2.5. Μέθοδοι υπολογισμού των ταμειακών ροών.....	36
2.6. Μέθοδος της καθαρής περιουσιακής θέσης προσαυξημένης.....	38
2.7. Μέθοδος Προστιθέμενης οικονομικής αξίας.....	42
2.8. Μέθοδος των Κεφαλαιοποιημένων Οργανικών Κερδών.....	43
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.....</b>	<b>46</b>
<b>ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΕΛΒΑΛΧΑΛΚΟΡ ΑΕ.....</b>	<b>46</b>
3.1. Παρουσίαση της εταιρείας ΧΑΛΚΟΡ Α.Ε.....	46
3.1.1. Σημαντικοί σταθμοί στην ανάπτυξη της εταιρείας .....	47
3.1.2. Όραμα - Αποστολή – Αξίες της εταιρείας ΕΛΒΑΛΧΑΛΚΟΡ Α.Ε. ....	48
3.2. Παρουσίαση της εταιρείας ΕΛΒΑΛ Α.Ε.....	50
3.2.1. Ιστορικά στοιχεία της εταιρείας ΕΛΒΑΛ ΑΕ.....	50
3.2.2 Όραμα και αποστολή της εταιρείας.....	52
3.3. Πολιτική για προστασία περιβάλλοντος στα πλαίσια της Βιώσιμης ανάπτυξης.....	53
<b>3.3.1 Εφαρμοσμένες περιβαλλοντικές πρακτικές.....</b>	<b>55</b>
<b>3.3.2 Μοναδικές λύσεις και βιώσιμες τεχνολογίες.....</b>	<b>59</b>
3.4. Επιλογή Εταιρείας και η Σχέση της με τη Βιοοικονομία.....	61
3.5. Παρουσίαση Βασικών Οικονομικών Στοιχείων της Εταιρείας.....	64
3.6. Κυριότεροι Κίνδυνοι και Αβεβαιότητες .....	67

3.7. SWOT ANALYSIS .....	73
3.8. Ανάλυση του κλάδου δραστηριότητας της εταιρείας .....	75
3.9. Μεθοδολογία για την Αποτίμηση της εταιρείας ΕΛΒΑΛΧΑΛΚΟΡ Α.Ε. ....	78
3.10. Αποτίμηση της εταιρείας ΕΛΒΑΛΧΑΛΚΟΡ Α.Ε. ....	78
3.10.1 Αποτίμηση της εταιρείας με βάση την λογιστική αξία .....	78
3.10.2. Αποτίμηση της εταιρείας με βάση την μέθοδο της πραγματικής αξίας .....	79
3.10.3 Αποτίμηση της εταιρείας με βάση την μέθοδο των κερδών. ....	81
3.10.4 Αποτίμηση με την μέση χρηματιστηριακή αξία .....	82
3.10.5 Αποτίμηση με την μέθοδο των πολλαπλάσιων της αγοράς (P/E) .....	83
3.10.6 Αποτίμηση με την μέθοδο των ελεύθερων χρηματοροών .....	85
3.10.7 Συνολική αποτίμηση της εταιρείας ΕΛΒΑΛΧΑΛΚΟΡ Α.Ε. ....	88
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.....</b>	<b>90</b>
<b>ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ .....</b>	<b>90</b>
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ .....</b>	<b>94</b>

## **ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ**

<b>Πίνακας 3.1 Ανάλυση SWOT .....</b>	<b>74</b>
<b>Πίνακας 3.2 Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων 2015-2017 .....</b>	<b>79</b>
<b>Πίνακας 3.3 Σύνολο Ενεργητικού 2015-2017 .....</b>	<b>749</b>
<b>Πίνακας 3.4 Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων 2015-2017 .....</b>	<b>70</b>
<b>Πίνακας 3.5 Αποτίμηση Κερδών 2015-2017 .....</b>	<b>71</b>
<b>Πίνακας 3.6 Μέθοδος μέσης χρηματιστηριακής αξίας.....</b>	<b>72</b>
<b>Πίνακας 3.7 Οικονομικά στοιχεία ανταγωνιστών .....</b>	<b>73</b>
<b>Πίνακας 3.8 Δείκτης P/E ανταγωνιστών .....</b>	<b>73</b>
<b>Πίνακας 3.9 Προεξόφληση ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους.....</b>	<b>76</b>
<b>Πίνακας 3.10 Συγκεντρωτικά Στοιχεία Χρησιμοποιούμενων Μεθόδων Αποτίμησης ....</b>	<b>77</b>

## **ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ**

<b>Διάγραμμα 3.1 Πωλήσεις Κατά Τομέα .....</b>	<b>64</b>
<b>Διάγραμμα 3.2 Κύκλος Εργασιών 2013-2017 .....</b>	<b>65</b>
<b>Διάγραμμα 3.3 Καθαρά Αποτελέσματα Εταιρείας 2015-2017 .....</b>	<b>66</b>

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Αδιαμφισβήτητα, η διαδικασία της αποτίμησης θεωρείται, ειδικότερα στα πλαίσια της σύγχρονης εποχής, απαραίτητη και διαδραματίζει πρωταγωνιστικό και αξιοπρόσεκτο ρόλο ο οποίος είναι καθοριστικός στην υποβοήθηση των ηγετικών στελεχών των εταιρειών σε ζητήματα λήψης αποφάσεων στρατηγικής σημασίας που πρόκειται να προασπίσουν και διασφαλίσουν την μακροβιότητα και ευρυθμία της κάθε επιχείρησης.

Οι δυσμενείς οικονομικές συνθήκες, η αβεβαιότητα του οικονομικού και πολιτικού περιβάλλοντος, ο έντονος ανταγωνισμός και άλλοι παράγοντες έχουν οδηγήσει την ελληνική οικονομία σε συνεχείς εξαγορές και συγχωνεύσεις εταιρειών. Η ανάγκη, λοιπόν, για την διενέργεια της διαδικασίας αποτίμησης των εταιρειών καθίσταται ακόμα μεγαλύτερη. Ως απώτερος σκοπός της αποτίμησης είναι η πληροφόρηση των μερών τόσο του εσωτερικού όσο και του εξωτερικού περιβάλλοντος της εκάστοτε μελετώμενης επιχείρησης.

Η αποτίμηση των επιχειρήσεων θεωρείται ως ένα χρήσιμο εργαλείο για τους αναλυτές, τους επενδυτές καθώς επίσης και για τους διοικούντες μιας εταιρείας, τη στιγμή κατά την οποία δύναται να παρέχει σημαντικές πληροφορίες για την εκάστοτε μελετώμενη εταιρεία-στόχο. Τόσο οι αναλυτές όσο και οι επενδυτές δύνανται να αξιοποιήσουν την διαδικασία της αποτίμησης και τα αποτελέσματα αυτής προκειμένου να προσδιορίσουν τη πραγματική αξία του μετοχικού κεφαλαίου μίας επιχειρηματικής μονάδας εισηγμένης στο χρηματιστήριο ή μη. Εναλλακτικά, η διοίκηση δύναται να αξιοποιήσει την διαδικασία της αποτίμησης προκειμένου να εκτιμήσει την αξία μιας επιχείρησης ή εναλλακτικά, την αξία κάποιας άλλης ομοειδούς επιχείρησης η οποία δραστηριοποιείται επί του ίδιου κλάδου με την μελετώμενη, και για την οποία υφίσταται και εξετάζεται το σενάριο και η πιθανότητα εξαγοράς και απόκτησής της από τους ίδιους.

Αν μη τι άλλο, η διαδικασία της αποτίμησης στις επιχειρήσεις, κρίνεται ως σύνθετη και πολύπλοκη. Μια επιχείρηση δύναται να χαρακτηριστεί ως μία μηχανή που μετατρέπει μια σειρά εισροών, με την βοήθεια των παραγωγικών συντελεστών, σε εκροές, δηλαδή σε τελικά αγαθά και υπηρεσίες. Ο κλάδος επί του οποίου μία επιχείρηση δραστηριοποιείται, καθώς επίσης και το μέγεθος αυτής, τα περιουσιακά της στοιχεία, οι οικονομικοί της δείκτες, όπως

επίσης και τα οικονομικά της αποτελέσματα, αποτελούν παράγοντες οι οποίοι λαμβάνονται υπόψη και συνυπολογίζονται τόσο εξατομικευμένα όσο και συνδυαστικά, στα πλαίσια των εκάστοτε χρησιμοποιούμενων μεθόδων αποτίμησης, γεγονός το οποίο εντείνει την διαδικαστική τους πολυπλοκότητα και πολυδιάσταση.

Ο αριθμός των μεθόδων που χρησιμοποιούνται για την αποτίμηση των εταιρειών ανέρχεται σε δέκα και κάθε φορά επιλέγεται η καταλληλότερη και βέλτιστη μέθοδος, κατά απόλυτη αναλογία αφενός με το είδος της μελετώμενης επιχείρησης. Εν ολίγοις, καθίσταται απαραίτητη η εφαρμογή και αξιοποίησης διαφορετικής μεθόδου αποτίμησης στην περίπτωση μιας επιχειρηματικής οντότητας η οποία εμφανίζει υψηλά επίπεδα κερδοφορίας και διαφορετική μέθοδος αποτίμησης για μια εταιρεία η οποία εμφανίζει ζημίες. Αυτό, διότι μία μεγάλου μεγέθους επιχείρηση η οποία εμφανίζει παράλληλα και υψηλά επίπεδα κερδοφορίας εμφανίζει και διαφορετικές ανάγκες ως προς την πληροφόρηση των διοικούντων και των λοιπών ενδιαφερόμενων μερών σε σύγκριση με μία εταιρεία μικρού ή μεσαίου μεγέθους με συγκριτικά χαμηλότερα επίπεδα κερδοφορίας. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι το ότι στην περίπτωση μιας εταιρείας με χαμηλό κύκλο εργασιών και χαμηλά επίπεδα κερδοφορίας θα ήταν σκοπιμότερη μία προβλεπτική ανάλυση κινδύνου κήρυξης της σε πτώχευση. Σε μία εταιρεία με σταθερά υψηλά επίπεδα κερδοφορίας μια τέτοιου είδους ανάλυση δεν θα κρινόταν ως επιτακτικής ανάγκης. Ωστόσο, πρέπει να τονιστεί ότι η χρήση εναλλακτικών μεθόδων αποτίμησης μας οδηγεί σε περισσότερο ασφαλή συμπεράσματα. Ουσιαστικά, οι διαφορετικές μέθοδοι καταλήγουν σε μεταξύ τους διαφοροποιημένα αποτελέσματα αναφορικά με την αξία της ίδιας εταιρείας. Ως εκ τούτου, κρίνεται απίθανη η υπόσταση μίας συγκεκριμένης μεθόδου αποτίμησης η οποία να θεωρείται ως ιδανική (Copeland et.al., 2000; Fernandez, 2015).

Σε κάθε περίπτωση κατά την οποία πραγματοποιείται η αποτίμηση μίας εταιρείας χρησιμοποιούνται και οι κατάλληλες τεχνικές οι οποίες ορισμένες φορές στηρίζονται σε υποκειμενικούς παράγοντες, κατά απόλυτη αναλογία με την κρίση του εκάστοτε αναλυτή καθώς επίσης και με τις δεξιότητες τις οποίες ο ίδιος διαθέτει αναφορικά με την ερμηνευτική προσέγγιση των προκύπτοντων αποτελεσμάτων. Η υποκειμενική επιλογή των επιμέρους χρησιμοποιηθεισών τεχνικών δύναται να αποδώσει διαφορετικά πορίσματα. Έτσι, η αξιοπιστία μιας μεθόδου αποτίμησης, αφενός θα πρέπει να στηρίζεται στους βασικούς

κανόνες που ισχύουν για την αντίστοιχη διενεργηθείσα διαδικασία αποτίμησης και αφετέρου να συνδυάζεται με την διορατικότητα και την εμπειρία του αρμόδιου αναλυτή.

Η εν λόγω αποτίμηση γίνεται για την ανάγκη αξιολόγησης των προοπτικών ανάπτυξης εταιρίας στο χώρο της βιοοικονομίας.

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχει ασχοληθεί εκτεταμένα με την βιοοικονομία και με την προώθησή της ως έναν πυλώνα της αναπτυξιακής προοπτικής της Ευρωπαϊκής Ένωσης, καθώς θεωρείται πως μπορεί να βοηθήσει τις οικονομίες της να μεταβούν σε μια πιο βιώσιμη λειτουργία με μεγαλύτερη και πληρέστερη αυτάρκεια. Έτσι, αποτελεί έναν ταχέως αναπτυσσόμενο κλάδο της παγκόσμιας οικονομίας και η διεπιστημονική έκταση της έννοιας της την καθιστά πρώτη προτεραιότητας τομέα ανάπτυξης, ο οποίος έχει προσελκύσει και το ενδιαφέρον της νεοφυούς επιχειρηματικότητας.

Η βιοοικονομία μπορεί να ανταποκριθεί στις μεγάλες προκλήσεις για τη βιώσιμη διαχείριση των φυσικών πόρων, βιώσιμη πρωτογενή παραγωγή, βελτίωση της δημόσιας υγείας, μετριασμό της κλιματικής αλλαγής και την εξισορρόπηση των κοινωνικών εξελίξεων. Το όραμα της μπορεί να γίνει πραγματικότητα με βάση τη γνώση και την καινοτομία, την ενίσχυση της επιχειρηματικότητας και την εφαρμογή διεθνών προτύπων βιώσιμης ανάπτυξης και τέλος την επιτυχή αντιμετώπιση σημαντικών περιβαλλοντικών, κοινωνικών και οικονομικών προκλήσεων.

Αξίζει να τονιστεί ότι η βιοοικονομία, δεν αποτελεί στην πραγματικότητα ένα νέο επιστημονικό κλάδο, αλλά περισσότερο μια τομή στους υπάρχοντες, παραδοσιακούς λεγόμενους, τομείς της οικονομίας η οποία αξιώνει την ορθολογικότερη, με όρους τόσο περιβαλλοντικούς όσο και οικονομικούς, εκμετάλλευση των υπαρχόντων πόρων.

Απώτερος στόχος της Ευρώπης μεταφράζοντας τη βιοοικονομία σε πολιτικό σχέδιο στρατηγικής είναι μια βιώσιμη, πράσινη και έξυπνη οικονομία. Καινοτόμες δημιουργίες αξίας, πράσινες βιομηχανικές δραστηριότητες και επένδυση στον κλάδο τεχνολογιών αιχμής, όπως αυτοί των βιοεπιστημών και της βιοτεχνολογίας, περιλαμβάνουν μερικά από τα βασικότερα στοιχεία που πλαισιώνουν την ευρωπαϊκή βιοοικονομία, με γνώμονα την έρευνα και την καινοτομία. (Ρήγα, 2019)



Με απλά λόγια, η βιοοικονομία αποτελεί σημαντικό πυλώνα της βιώσιμης ανάπτυξης η οποία με τη σειρά της είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με την πράσινη επιχειρηματικότητα που αφορά την λειτουργία της οικονομίας βάση συγκεκριμένων αρχών, οι οποίες ξεκινάνε από την Οικονομία, επιδρούν στην Κοινωνία και καταλήγουν στο Περιβάλλον. (Γονιάδης, 2015)

Οι βασικές αρχές της πράσινης επιχειρηματικότητας είναι:

**1. Βιώσιμη Ανάπτυξη:** Σε γενικές γραμμές, η βιωσιμότητα είναι η ικανότητα μιας επιχείρησης να παραμένει σταθερή και να διατηρεί τα οικονομικά της χαρακτηριστικά τέτοια ώστε να ανταπεξέρχεται σε οποιαδήποτε μεταβολή του οικονομικού και όχι μόνο περιβάλλοντός της. Η βασική ιδέα πίσω από τη βιώσιμη ανάπτυξη είναι ότι μπορεί να υπάρξει ένας ισχυρός ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης, χωρίς σημαντικές συνέπειες για το περιβάλλον.

**2. Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη:** Η δεύτερη φάση του μοντέλου της πράσινης επιχειρηματικότητας είναι το πώς μια πράσινη επιχείρηση θα λειτουργεί μέσα στην κοινωνία στην οποία αναπτύσσεται και εν γένει δραστηριοποιείται. Θεωρείται πολύ σημαντικό να εκφράζει μια εταιρία ή ένας οργανισμός ένα κοινωνικά υπεύθυνο προφίλ, προκειμένου να μην αποξενωθεί από τους πελάτες της και να μεταφέρει μια φιλοσοφία ηθικής λειτουργίας και ενδιαφέροντος για τη βελτίωση της ζωής των ανθρώπων οι οποίοι αποτελούν, όχι απλά την κοινωνία, αλλά και το πελατολόγιό της. Η κοινωνική ευθύνη των επιχειρήσεων και των οργανισμών μπορεί να εκφραστεί με τη μορφή φιλανθρωπικού έργου και δωρεών σε επίπεδο καταπολέμησης της φτώχειας, υγειονομικής περίθαλψης, στήριξης ευπαθών κοινωνικών ομάδων, καθώς και εκπαιδευτικές και ψυχαγωγικές συνεισφορές, όπως δωρεάν σεμινάρια για την ανάπτυξη δεξιοτήτων.

**3. Προστασία Περιβάλλοντος:** Η διατήρηση του φυσικού περιβάλλοντος είναι, η «μεγάλη εικόνα» του οικονομικού μοντέλου της πράσινης επιχειρηματικότητας. Η προστασία του περιβάλλοντος έρχεται βασικά σε δύο στάδια: το ένα είναι η πρόληψη πιθανών συνεπειών της δραστηριότητας μιας εταιρείας στο περιβάλλον, μέσω της υιοθέτησης φιλικών προς το περιβάλλον διεργασιών και υλικών, της προώθησης της ανακύκλωσης, της υπεύθυνης χρήσης των πόρων κλπ., ενώ το άλλο είναι η αποκατάσταση προηγούμενων συμπεριφορών και δραστηριοτήτων που έχουν ήδη ή πρόκειται να δημιουργήσουν μελλοντικά αρνητικές

συνέπειες περιβάλλον, όπως ο καθαρισμός και η απορρύπανση περιοχών που μολύνθηκαν εξαιτίας της δραστηριότητας της εταιρίας ή και εν γένει της οικονομίας.

Διαπιστώνεται από τα παραπάνω ότι η πράσινη επιχειρηματικότητα και η βιοοικονομία συνδέονται με μια ανισοκατανεμημένη σχέση. Μια εταιρία μπορεί να εφαρμόσει τις επιταγές της πράσινης επιχειρηματικότητας, χωρίς απαραίτητα να ανήκει σε κάποιον κλάδο της βιοοικονομίας, όμως οι περισσότερες εταιρίες που δραστηριοποιούνται στην βιοοικονομία πρέπει να τηρούν κατά ένα μεγάλο μέρος τις αρχές της πράσινης επιχειρηματικότητας. Η βιοοικονομία είναι περισσότερο ένα μοντέλο κατάταξης των επιχειρήσεων, εν τέλει, ενώ η πράσινη επιχειρηματικότητα ένα πιο γενικό μοντέλο λειτουργίας των επιχειρήσεων, το οποίο ταιριάζει σχεδόν απόλυτα με τους σκοπούς και τον ορισμό της βιοοικονομίας. Συμπεραίνοντας, η βιοοικονομία και η πράσινη επιχειρηματικότητα έχουν πρωτίστως δύο χαρακτηριστικά κοινά, την επιδίωξη μιας βιώσιμης οικονομικής ανάπτυξης και την προστασία του περιβάλλοντος. (Κοντέλας, 2015)

Επομένως, με την αποτίμηση της ΕΛΒΑΛΧΑΛΚΟΡ ΑΕ μελετώνται οι προοπτικές, στην ανάπτυξη που σέβεται τη στενότητα των παραγωγικών πόρων και χρησιμοποιεί νέους τρόπους και μεθόδους παραγωγής χωρίς σπατάλη παραγωγικών συντελεστών, αλλά αντίθετα, με ανακύκλωση υλικών και εξοικονόμηση ενέργειας ώστε να διασφαλιστεί ότι η ανάπτυξη μπορεί να διαρκέσει μακροχρόνια χωρίς να θέσει σε κίνδυνο τις επόμενες γενιές. Τέλος, η παγκόσμια οικονομία όλο και περισσότερο θα βασίζεται στην βιοοικονομία, οπότε αποτελεί μιας πρώτης τάξεως επενδυτική ευκαιρία.

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

## 1.1 ΓΕΝΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ

### 1.1.1 Τι είναι η αξία μιας επιχείρησης

Ως αξία μιας επιχειρηματικής οντότητας νοείται το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων αυτής συμπεριλαμβανομένων των προσδοκιών και προβλέψεων για τα επίπεδα κερδοφορίας της, καθώς επίσης και για τις ταμειακές της ροές και το εν γένει κεφάλαιο κίνησής της. Πρόκειται για μια έννοια η οποία καθίσταται άμεσα συνυφασμένη με την ευρύτερη λειτουργία της επιχείρησης σε συνδυασμό με τις μελλοντικές αποδόσεις.

Συνήθως, υφίσταται σύγχυση μεταξύ της έννοιας της αξίας μιας επιχείρησης και της αξίας του μετοχικού κεφαλαίου αυτής. Ως αξία του μετοχικού κεφαλαίου νοείται το τίμημα το οποίο πρέπει να πληρώσει ένας αγοραστής προκειμένου να εξαγοράσει το μετοχικό κεφάλαιο μιας οικονομικής μονάδας. Η αξία του μετοχικού κεφαλαίου δεν ταυτίζεται με την αξία αυτής καθαυτής της επιχειρηματικής οντότητας ενώ η επιμέτρηση του πραγματοποιείται με διάφορες μεθόδους, όπως είναι επί παραδείγματι η μέθοδος της καθαρής περιουσιακής θέσης, η προσαρμογή της αξίας της επιχείρησης ή λοιπές χρηματιστηριακές μέθοδοι (Figge & Hahn, 2005).

Η αξία μιας επιχείρησης έχει μεγάλη σημασία για το σύνολο των ενδιαφερόμενων για την οικονομική και χρηματοοικονομική της κατάσταση μερών, ανεξαρτήτως από το αν αυτά προέρχονται από το εσωτερικό ή εξωτερικό της περιβάλλον. Παρά το γεγονός του ότι η αξία μιας επιχείρησης αποτελεί σημείο ενδιαφέροντος για το σύνολο των ανωτέρω αναφερόμενων μερών ωστόσο, η ερμηνεία της είναι διαφορετική για έκαστο εκ των εν λόγω μερών και αυτό θεωρείται ως ένα ιδιαίτερα σημαντικό στοιχείο λόγω του ότι κάθε ενδιαφερόμενο μέρος εξετάζει μία επιχείρηση από διαφορετική οπτική γωνία (Atkinson, 2000; Figge & Hahn, 2005).

### 1.1.2 Παράγοντες που επηρεάζουν την αξία μίας επιχείρησης

Το χρηματικό ποσό το οποίο πρόκειται να καταβάλλει ένας μελλοντικός αγοραστής προκειμένου να εξαγοράσει το μετοχικό κεφάλαιο μίας επιχείρησης δεν αντιπροσωπεύει την αξία της επιχείρησης. Η τιμή αγοράς διαμορφώνεται από άλλους παράγοντες και αυτοί

αφορούν την ρευστότητα της επιχείρησης, τη δεδομένη χρονική στιγμή που θα πραγματοποιηθεί η αγοραπωλησία, από τον αριθμό των υποψηφίων αγοραστών και από άλλες πολλές παραμέτρους. Η αξία της επιχείρησης αποδεικνύεται και υπολογίζεται διαχρονικά από την πορεία της (Figge & Hahn, 2005).

Ο πληθωρισμός, τα επιτόκια, η ρευστότητα της αγοράς και της μετοχής της επιχείρησης είναι οι σημαντικότεροι εξωτερικοί παράγοντες που επηρεάζουν την αξία αυτής. Και οι τρεις παράγοντες συνδέονται άμεσα και σχηματίζουν τις προσδοκίες των ενδιαφερόμενων μελών (επενδυτών, τραπεζών, μετόχων). Επομένως, το σύνολο των ανωτέρω αναφερόμενων παραγόντων ενέχει δραστική επίδραση στην διαδικασία της αποτίμησης της επιχείρησης (Atkinson, 2000).

### **1.1.3 Προσδιορισμός της αξίας της επιχείρησης**

Στα πλαίσια της διαδικασίας της αποτίμησης μιας επιχείρησης δύνανται να χρησιμοποιηθούν διαφορετικές προσεγγίσεις ανάλογα με το εκάστοτε αποτιμώμενο πεδίο και τις εκάστοτε υφιστάμενες συνθήκες. Για την αποτίμηση των επιχειρήσεων χρησιμοποιούνται ποσοτικά μοντέλα, ωστόσο, τα χρησιμοποιηθέντα δεδομένα αφήνουν πολλά περιθώρια υποκειμενικών κρίσεων. Ως εκ τούτου, τα τελικά δεδομένα είναι επηρεασμένα από διάφορους υποκειμενικούς παράγοντες (Damodaran, 2012).

Λαμβάνοντας υπόψη το γεγονός του ότι μια σειρά αναλυτών κατά την αποτίμηση μιας επιχείρησης λαμβάνει πληροφορίες αλλά και απόψεις για την επιχείρηση αυτή, οι οποίες προέρχονται από διάφορες πηγές, καθίσταται φυσικό να υφίσταται ο υποκειμενικός παράγοντας στην εν γένει ακολουθούμενη διαδικασία. Για την ελαχιστοποίηση της εν λόγω υποκειμενικότητας κατά την διαδικασία της αποτίμησης θα πρέπει να αποφεύγονται οι δημόσιες θέσεις σχετικά με την αξία της επιχείρησης, πριν την ολοκλήρωση της εν λόγω διαδικασίας. Επιπροσθέτως, θα πρέπει να ελαχιστοποιείται ο βαθμός των όσων διακυβεύονται από την έκβαση της αποτίμησης και οι αναλυτές να μην επηρεάζονται επί της ουσίας από το αποτέλεσμα (Figge & Hahn, 2005; Damodaran, 2012).

Στα πλαίσια της σύγχρονης βιβλιογραφίας υφίστανται πολλοί τρόποι προκειμένου να εκτιμηθεί η αξία μιας επιχείρησης, ενώ η επιλογή του εκάστοτε τρόπου εξαρτάται από το είδος της επιχείρησης, τον κλάδο δραστηριοποίησής της αλλά και από άλλους παρεμφερείς παράγοντες.

Οι τρόποι μέσω των οποίων δύναται να μετρηθεί η αξία μίας επιχείρησης είναι ενδεικτικά οι κάτωθι:

- **Ονομαστική Αξία (Nominal Value):** Ουσιαστικά πρόκειται για το μετοχικό κεφάλαιο μίας επιχείρησης(Fernandez, 2015).
- **Λογιστική Αξία (Book Value):** Πρόκειται για το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων μίας επιχείρησης. Τα ίδια κεφάλαια ή καθαρή θέση μίας επιχείρησης αφορούν το σύνολο του μετοχικού κεφαλαίου, τις επιχορηγήσεις, τα αποθεματικά κεφάλαια και οποιασδήποτε αναπροσαρμογές αξίας των παγίων στοιχείων του ενεργητικού και τα αποτελέσματα των προηγούμενων χρήσεων(Fernandez, 2015).
- **Αξία Ρευστοποίησης (Liquidation Value):** Πρόκειται για την αξία των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας, εάν αυτά πρόκειται να πωληθούν ξεχωριστά(Fernandez, 2015)
- **Αξία ως Ενεργού Οικονομικού Οργανισμού (Going Concern Value):** Πρόκειται για την αξία της εταιρείας όπως αυτή προσδιορίζεται από τις εκτιμήσεις του επενδυτικού της κοινού. Για τον υπολογισμό της εν προκειμένω αξίας λαμβάνονται υπόψη υποκειμενικές κρίσεις και βασική προϋπόθεση καθίσταται η λειτουργία της εταιρείας σε βάση συνεχούς δραστηριότητας(Fernandez, 2015; Atkinson, 2000)
- **Χρηματιστηριακή Αξία (Market Value):** Πρόκειται για την αξία η οποία υπολογίζεται μόνο στις εισηγμένες εταιρείες στο Χρηματιστήριο(Fernandez, 2015)
- **Εσωτερική ή Πραγματική Αξία (Intrinsic or Fair Value):** Πρόκειται για την αξία η οποία προκύπτει ως αποτέλεσμα από τις προβλέψιμες οικονομικές συνιστώσες της εταιρείας. Σε αυτές τις συνιστώσες λαμβάνονται υπόψη τα περιουσιακά στοιχεία, τα κέρδη, τα μερίσματα, οι ταμειακές ροές, το κόστος κεφαλαίου και οι εν γένει προοπτικές της εταιρείας. Η συγκεκριμένη τιμή αφορά ουσιαστικά την αξία η οποία δικαιολογείται από τα πραγματικά λογιστικά γεγονότα τα οποία λαμβάνουν χώρα κατά την λειτουργία της εταιρείας. Η «πραγματική» αξία είναι πιθανόν να μεταβάλλεται διαχρονικά καθώς μεταβάλλονται και οι επιμέρους παράγοντες οι οποίοι την προσδιορίζουν, και δεν είναι άλλο από τα επιμέρους στοιχεία από τα οποία απαρτίζεται το Ενεργητικό και το Παθητικό αυτής (Fernandez, 2015).
- **Αξία μετοχικού κεφαλαίου:** Πρόκειται για την αξία η οποία υπολογίζεται από το τίμημα το οποίο καλείται να καταβάλλει ο αγοραστής προκειμένου να αποκτήσει το

μετοχικό κεφάλαιο μίας επιχείρησης. Για τον σωστό υπολογισμό της χρησιμοποιείται η μέθοδος της περιουσιακής θέσης(Fernandez, 2015; Atkinson, 2000).

Πολλοί είναι εκείνοι οι αναλυτές οι οποίοι δεν δίνουν βάση στο τι είναι αξία και στο αποτέλεσμα της αλλά στις πηγές μέσω των οποίων αυτή διαμορφώνεται. Οι αναλυτές για την ορθολογική λήψη αποφάσεων θα πρέπει να έχουν πλήρη γνώση και κατανόηση της έννοιας της αξίας αλλά και των επιμέρους προσδιοριστικών αυτής παραγόντων (Atkinson, 2000).

Η πλήρης γνώση της αξίας μίας οικονομικής μονάδας δεν έγκειται μόνο στο γεγονός των εξαγορών ή των συγχωνεύσεων αυτής, αλλά και στο γεγονός του ότι κατά την αποτίμηση της υφίσταται η δυνατότητα του εντοπισμού εκείνων των παραγόντων, ανεξαρτήτως από το αν είναι εσωτερικοί ή εξωτερικοί και οι οποίοι αυξάνουν ή μειώνουν αντίστοιχα την οικονομική αξία. Ένα τέτοιο παράδειγμα αποτελεί η κατάρτιση για τον προϋπολογισμό των επενδύσεων και πως αυτές θα επηρεάσουν ή όχι την αξία της (Atkinson, 2000).

Σημαντικό ρόλο διαδραματίζει η αξία της επιχείρησης και στα πλαίσια της διαδικασίας του στρατηγικού σχεδιασμού. Κατά την εν λόγω διαδικασία το ενδιαφέρον εστιάζεται στην επίδραση την οποία ενέχουν οι ενέργειες οι οποίες πρόκειται να αναληφθούν στην αξία της επιχείρησης (Figge & Hahn, 2005).

## **1.2 Αποτίμηση Εταιρείας**

### **1.2.1 Εισαγωγή στην έννοια της αποτίμησης**

Με τον όρο αποτίμηση νοείται την διαδικασία μέσω της οποίας μια πρόβλεψη απόδοσης (performance) μετατρέπεται σε εκτίμηση της αξίας μιας επιχειρηματικής μονάδας ή των επιμέρους τμημάτων αυτής. Ουσιαστικά, νοείται η γενική διαδικασία καθορισμού της πραγματικής οικονομικής αξίας μιας οικονομικής μονάδας. Για την σωστή αποτίμηση μίας επιχειρηματικής μονάδας πρέπει να εξεταστούν ορισμένοι επιμέρους παράγοντες (Bauer & Hammerschmidt, 2005).

Οι εν λόγω παράγοντες είναι οι τιμές που πρέπει να ισχύουν καθώς επίσης και το ακριβές περιεχόμενο της εκάστοτε τιμής, οι μέθοδοι που πρέπει να χρησιμοποιηθούν και οι κανόνες που πρέπει να εφαρμοστούν κατά την διαδικασία της αποτίμησης. Παράλληλα καθίσταται

απαραίτητη η ελεγκτική διαδικασία του αν συντρέχουν όλες οι απαραίτητες προϋποθέσεις για την επιλογή της μεθόδου αποτίμησης, με απώτερο σκοπό να υπολογιστούν τα σωστά αποτελέσματα (Copeland et.al., 2000).

Η αποτίμηση μίας επιχείρησης θεωρείται ως μία δύσκολη διαδικασία και αυτό γιατί τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης θα πρέπει να έχουν μία σταθερή αξία και οι τιμές τους να μπορούν να μετατρέπονται σε κέρδη. Επιπροσθέτως, για την σωστή τοποθέτηση της επιχείρησης στον κλάδο επί του οποίου αυτή δραστηριοποιείται, θα πρέπει να ληφθούν υπόψη στοιχεία από ομοειδείς επιχειρήσεις, γεγονός το οποίο θεωρείται ιδιαίτερα δύσκολο (Copeland et.al., 2000).

Αξιοσημείωτο κρίνεται το γεγονός του ότι η αποτίμηση μίας εταιρείας δεν νοείται ως μία αντικειμενική διαδικασία και αυτό γιατί ο αναλυτής βάσει των μοντέλων που έχουν αναπτυχθεί δύναται να χρησιμοποιήσει τα δικά του εξατομικευμένα σημαντικά κριτήρια και να ερμηνεύσει τα προκύπτοντα αποτελέσματα με βάση την δική του κρίση. Επίσης, η διαδικασία αυτή δεν είναι απλή και πολλές φορές οι επιχειρηματίες απευθύνονται σε επαγγελματίες αναλυτές για την επιτέλεσή της (Bauer & Hammerschmidt, 2005).

Η αποτίμηση μιας οικονομικής μονάδας είναι η διαδικασία προσδιορισμού της τρέχουσας – εύλογης αξίας της, μέσω της χρήσης αντικειμενικών κριτηρίων και της αξιολόγησης του συνόλου των «πτυχών» της. Η αποτίμηση μίας επιχείρησης δύναται να περιλαμβάνει ανάλυση της διαχείρισης της, της κεφαλαιακής της διάρθρωσης, των μελλοντικών προοπτικών κερδών ή της αγοραίας αξίας των περιουσιακών της στοιχείων. Τα εργαλεία που χρησιμοποιούνται για την αποτίμηση μπορούν να διαφέρουν μεταξύ αναλυτών, επιχειρήσεων και κλάδων δραστηριότητας (.al., 2000).

### **1.2.2. Αξία της αποτίμησης**

Ο κύριος σκοπός που χρησιμοποιείται ευρύτατα ο όρος της αποτίμησης είναι ότι οι εταιρείες προσπαθούν να εξαγοράσουν άλλες εταιρείες γιατί προσπαθούν να αποκτήσουν περισσότερα κέρδη μέσω των μακροπρόθεσμων στρατηγικών αλλά και της τεχνογνωσίας που διαθέτουν οι εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις. Στην σημερινή εποχή ο κύριος λόγος που πραγματοποιείται η αποτίμηση μίας εταιρείας είναι η εξαγορά ή η συγχώνευση. Η γνώση της τρέχουσας απόδοσης μίας επιχείρησης παίζει σημαντικό ρόλο στις διαπραγματεύσεις κατά την διαδικασία της εξαγοράς. Η καθαρή περιουσία μιας εταιρείας, η ικανότητά της να παράγει μετρητά και κέρδη θα αντανακλάται στην τιμή που τελικά θα διαμορφωθεί ως τελική τιμή της

εξαγοράς. Ο επιχειρηματίας θα πρέπει να προσδιορίσει την αξία εξόδου του από την επιχείρηση μέσω μιας έγκυρης διαδικασίας για να εξασφαλίσει ότι η τιμή πώλησης δεν είναι μικρότερη από την επιθυμητή (Damodaran, 2006; Copeland et.al., 2000).

Οι επιχειρηματίες, όμως, δεν λαμβάνουν υπόψη τους ότι η αποτίμηση μίας επιχείρησης ως μονάδα είναι επίσης σημαντική καθώς μέσα από αυτή την διαδικασία έχουν την δυνατότητα να εντοπίσουν τα δυνατά σημεία της και να τα ενισχύσουν αλλά και τις αδυναμίες της και να λάβουν διορθωτικά μέτρα για την ομαλή λειτουργία της. Επίσης, η αποτίμηση δεν είναι απαραίτητο να γίνει σε ολόκληρη την οικονομική μονάδα αλλά να πραγματοποιηθεί και στα επί μέρους τμήματα της και να ληφθούν εκ νέου αποφάσεις για την αποτελεσματική και αποδοτική λειτουργία τους (Bauer & Hammerschmidt, 2005).

Παράλληλα, βασικό στοιχείο είναι και η είναι η σύγκριση της απόδοσης της επιχείρησης σε σχέση με την προηγούμενη χρήση ή με τις προηγούμενες τουλάχιστον πέντε χρήσεις λειτουργίας της.

Η αποτίμηση είναι πολύ σημαντικός παράγοντας στην προσέλκυση κεφαλαίου. Επίσης, η αποτίμηση βοηθάει στον επιχειρηματικό σχεδιασμό αλλά και παράλληλα διαμορφώνει και τις αμοιβές τόσο των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου όσο και τις αμοιβές των ανώτατων στελεχών κ.λ.π. που σχετίζονται με την αύξηση της αξίας της επιχείρησης (Copeland et.al., 2000).

Η αποτίμηση είναι επίσης σημαντική για τη φορολογική αναφορά. Μάλιστα, στην περίπτωση των ΗΠΑ, η υπηρεσία εσωτερικών εσόδων (Internal Revenue Service-IRS) η οποία αποτελεί έναν κυβερνητικό φορέα αρμόδιο για την συλλογή των φορολογικών εσόδων και την τήρηση των φορολογικών νόμων και κανονισμών από την πλευρά των φορολογουμένων, απαιτεί να αποτιμάται μια επιχείρηση βάσει της δίκαιης αγοραίας αξίας της. Ορισμένες φορολογικές πράξεις όπως η πώληση, η αγορά ή η διανομή των μετοχών μιας εταιρείας φορολογούνται ανάλογα με την εύλογη αξία της επιχείρησης (Copeland et.al., 2000).

Τέλος, η αξία της επιχείρησης είναι πολύ δύσκολο να προσδιοριστεί γιατί όσο και αν θεωρούμε ότι ισχύει η αποτελεσματικότητα των αγορών, αυτή η έννοια ουσιαστικά δεν υφίσταται για τις ιδιωτικές, μη εισηγμένες επιχειρήσεις (Bauer & Hammerschmidt, 2005).



### 1.2.3. Κριτική ανάλυση της αποτίμησης

Υπάρχουν διάφορες κριτικές απέναντι στην επιστήμη της αποτίμησης των επιχειρήσεων. Κάποιοι υποστηρικτές της αποτίμησης θεωρούν ότι είναι μία επιστήμη που «παράγει» ακριβή αποτελέσματα και δίνει συγκεκριμένες και ακριβείς απαντήσεις. Η δήλωση αυτή όμως δεν είναι αληθής. Οι διάφορες μέθοδοι αποτίμησης χρειάζονται κάποιες υποθέσεις και παραδοχές που επιλέγονται από τον αναλυτή και γι' αυτό είναι απαραίτητο ο αναλυτής να είναι αμερόληπτος. Βέβαια υπάρχει πάντα και η περίπτωση σφάλματος από τον αναλυτή. Για να αποφευχθεί το γεγονός του λάθους θα ήταν επιθυμητό να υπάρχουν τουλάχιστον δύο μέθοδοι αποτίμησης για να υπολογιστεί η αξία της επιχείρησης, ώστε να υπολογιστεί ένα εύρος τιμών και όχι μια απόλυτη τιμή (Damodaran, 2006)

Μία άλλη υποστήριξη για την διαδικασία της αποτίμησης είναι ότι αποτελεί μία πολύπλοκη διαδικασία και υπάρχουν εκατοντάδες μοντέλα και μέθοδοι διαθέσιμα. Η πρόταση αυτή όμως μπορεί να απορριφθεί. Η κάθε μέθοδος και το κάθε μοντέλο απευθύνεται σε συγκεκριμένους κλάδους επιχειρήσεων και μπορεί να λειτουργήσει αποτελεσματικά μόνο αν ληφθούν υπόψη οι παραδοχές και οι υποθέσεις που το κάνουν να δίνει επαρκή και σωστά αποτελέσματα (Damodaran, 2006)

Μία άλλη κριτική θεωρία απέναντι στην αποτίμηση αναφέρεται στο γεγονός ότι δεν μπορούν να αποτιμηθούν επιχειρήσεις που λειτουργούν λίγα μόνο χρόνια και παρουσιάζουν ζημίες. Αυτό συμβαίνει γιατί στις νέες επιχειρήσεις υπάρχουν συνήθως ζημίες και παράλληλα είναι δύσκολα να βρεθούν στοιχεία που να είναι στο ίδιο σημείο του επιχειρηματικού κύκλου. Τέλος, δεν υπάρχουν στοιχεία ιστορικών χρηματοοικονομικών στοιχείων και καταστάσεων για επαρκείς αναλύσεις με περιορισμένο το κίνδυνο λάθους (Martin & Petty, 2000).

Επίσης, συνήθως η έννοια της αποτίμησης ταυτίζει το επιτόκιο δανεισμού και το κόστος δανεισμού, κάτι το οποίο δεν υφίσταται. Αυτά τα δύο στοιχεία δεν ταυτίζονται ιστορικά.

Η χρήση των λογιστικών δεικτών και μεγεθών για τον υπολογισμό της αξίας του μετοχικού κεφαλαίου ή του κόστους των δανείων θεωρείται συντηρητική. Εάν ισχύει η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς, τότε η αγοραία αξία είναι η σωστή και η δίκαιη αξία. Πολλές φορές όμως ο υπολογισμός των μετόχων και των δανείων με βάση τις αγοραίες αξίες μπορεί να προκαλέσει σύγχυση και διαστρέβλωση της πραγματικής αξίας (Rappaport, 1999).

Στην ελληνική οικονομία υπάρχει η άποψη ότι η υπολογισμός των κερδών μίας επιχείρησης βρίσκεται κάτω από το πρίσμα των φορολογικών υποχρεώσεων των επιχειρήσεων και των

αναγκών των κυβερνήσεων για έσοδα. Έτσι, οι επιχειρήσεις στην προσπάθεια τους να μειώσουν τις υποχρεώσεις προς το Κράτος προσπαθούν να μειώσουν τα κέρδη τους και οι οικονομικές καταστάσεις να μην απεικονίζουν την πραγματική κατάσταση τους (Damodaran, 2006).

Οι καταστάσεις ταμειακών ροών εμφανίζουν όλες τις πληροφορίες για τον υπολογισμό των κεφαλαιουχικών δαπανών. Αν κάποιος λάβει υπόψη του μόνο τις καταστάσεις αυτές τότε σίγουρα θα οδηγηθεί σε λάθος αποτελέσματα με συνέπεια να μην περιλαμβάνονται αρκετοί λογαριασμοί όπως τα κόστη έρευνας και ανάπτυξης και οι εξαγορές άλλων εταιρειών. Επίσης, δεν θα πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι ο υπολογισμός των ταμειακών ροών αποτελεί και το τελικό στάδιο της αποτίμησης λόγω του γεγονότος ότι στον υπολογισμό των ταμειακών ροών δεν περιλαμβάνεται η αξία και η δυναμική μιας επιχείρησης, η οποία κατέχει μερίδια και από άλλες επιχειρήσεις. Από τα παραπάνω προκύπτει ότι για τον σωστό υπολογισμό της αξίας μίας οικονομικής μονάδας θα πρέπει να συμπεριληφθεί και η αποτίμηση των εταιρειών αυτών, κάτι που περιπλέκει τη διαδικασία (Rappaport, 1999).

Κατά την διαδικασία της αποτίμησης στο λογιστικό σχέδιο αποτυπώνονται στοιχεία που δεν είναι εφικτό να μετρηθούν (αποθέματα, πελάτες) και το ενδεχόμενο μετατροπής τους σε μετρητά επιφέρει κίνδυνο. Συγκεκριμένα, η αγοραία αξία μπορεί να μην είναι η ίδια με την λογιστική κάτι που έχει άμεση επίδραση στις ταμειακές ροές (Bauer & Hammerschmidt, 2005).

Οι προσδοκώμενοι ρυθμοί ανάπτυξης στην αποτίμηση θεωρούνται εξωγενείς μεταβλητές. Όταν υπολογίζονται από τους αναλυτές οι ρυθμοί ανάπτυξης αυτό που δεν λαμβάνουν υπόψη είναι η ενδογενής ικανότητα της επιχείρησης να επιτύχει τους ρυθμούς αυτούς (.al., 2000).

Μία άλλη άποψη για την αποτίμηση είναι ότι το αποτέλεσμα της επιχείρησης και μία καλά τεκμηριωμένη αποτίμηση δεν μεταβάλλεται. Κάτι τέτοιο όμως δεν μπορεί να υφίσταται καθώς η οικονομία δεν μπορεί να παραμείνει σταθερή λόγω των γρήγορων ρυθμών των αλλαγών του πληθωρισμού, της παγκόσμιας αγοράς, της νομοθεσίας και πολλών άλλων παραγόντων που επιδρούν στον τρόπο λειτουργίας μίας επιχείρησης (Damodaran, 2006; Rappaport, 1999).

#### 1.2.4 Γενική προσέγγιση της αποτίμησης

Τα βήματα που πρέπει να πραγματοποιηθούν για την αποτίμηση είναι τα παρακάτω:

**A) Μελέτη της επιχείρησης και του περιβάλλοντος της:** στο στάδιο αυτό περιλαμβάνεται η διαδικασία της μελέτης της επιχείρησης εσωτερικά ώστε να εντοπιστούν τα δυνατά και αδύνατα σημεία της και η στρατηγική της . Παράλληλα, πρέπει να αναλυθεί το εξωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης για τις προοπτικές του κλάδου που δραστηριοποιείται, για την πορεία της οικονομίας αλλά και τον εντοπισμό της ανταγωνιστικής της θέσης (.al., 2000).

**B) Ανάλυση οικονομικών καταστάσεων και λογιστικών πρακτικών και αρχών:** όλες οι δραστηριότητες της επιχείρησης πρέπει να παρουσιάζονται στις δημοσιευμένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις της. Ο τρόπος με τον οποίο θα παρουσιαστούν τα οικονομικά γεγονότα εξαρτάται από τον κλάδο δραστηριότητας τους αλλά και από τις λογιστικές αρχές που εφαρμόζονται σε κάθε χώρα αλλά και από τους κανόνες της κεφαλαιαγοράς, την φορολογική νομοθεσία (.al., 2000; Rappaport, 1999).

**Γ) Πρόβλεψη της μελλοντικής απόδοσης:** τα θεωρητικά μοντέλα που έχουν αναπτυχθεί για την διαδικασία της αποτίμησης απαιτούν να πραγματοποιηθεί πρόβλεψη της πορείας της επιχείρησης από άποψη εσόδων και κερδών για τις επόμενες πέντε χρήσεις (.al., 2000).

**Δ) Επιλογή και εφαρμογή του κατάλληλου μοντέλου αποτίμησης:** στο σημείο αυτό θα πρέπει ο αναλυτής να επιλέξει το κατάλληλο μοντέλο για την αποτίμηση σύμφωνα με το μέγεθος της επιχείρησης, τα έτη λειτουργίας της, τον κλάδο δραστηριότητας της και άλλα κριτήρια. Τα αποτελέσματα από τις διάφορες μεθόδους αποκλίνουν μεταξύ τους και ο αναλυτής θα πρέπει να λάβει υπόψη τους πολλές παραμέτρους για να καταλήξει στο τελικό αποτέλεσμα της επιχείρησης (.al., 2000; Rappaport, 1999).

**Ε) Μελέτη των αποτελεσμάτων αποτίμησης και λήψη επενδυτικής απόφασης:** στο σημείο αυτό θα πρέπει να πραγματοποιηθεί ανάλυση των αποτελεσμάτων που έχουν προκύψει και τα ενδιαφερόμενα μέρη θα πρέπει να λάβουν οποιαδήποτε απόφαση για επένδυση ή όχι (.al., 2000; Rappaport, 1999).

### 1.2.5 Μέθοδοι αποτίμησης εταιρειών

Υπάρχουν τέσσερις διαφορετικές μέθοδοι για την αποτίμηση των ενδεχόμενων επενδύσεων, και στην πράξη όλες χρησιμοποιούνται για να παράγουν ένα εύρος τιμών βασιζόμενες σε διαφορετικές υποθέσεις. Οι μέθοδοι αυτές βασίζονται στις οικονομικές καταστάσεις/ λογιστικές πληροφορίες, δηλαδή στον Ισολογισμό και στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης. Άλλες μέθοδοι βασίζονται στην Υπεραξία και στις Προεξοφλημένες Ταμειακές Ροές. Υπάρχουν και μέθοδοι που βασίζονται στην ανάλυση επενδύσεων αλλά και σε οικονομετρικές τεχνικές (Rappaport, 1999).

Από την άλλη πλευρά, οι αναλυτές συνιστούν ότι για την σωστή αποτίμηση μίας οικονομικής μονάδας είναι καλό να εφαρμόζονται όλες οι μέθοδοι με αποτέλεσμα να υφίσταται ένα εύρος τιμών και στην συνέχεια τα αποτελέσματα να δύνανται να καταστούν συγκρίσιμα. Με αυτόν τον τρόπο η εταιρεία μπορεί να επιμετρήσει πιο σωστά το δυναμικό της και να προσδιοριστεί η αξία της σε διάφορες συνθήκες. Αν δεν είναι εφικτή η χρήση όλων των μεθόδων κατά την διαδικασία της αποτίμησης τότε θα πρέπει να περιλαμβάνονται τουλάχιστον δύο μέθοδοι για να μειωθεί η μεροληψία του αναλυτή (Σφαρνάς, 1993).

Οι σημαντικότερες μέθοδοι αποτίμησης και αυτοί που χρησιμοποιούνται περισσότερο είναι οι παρακάτω (Breast, 2007; .al., 2000):

- Η μέθοδος της καθαρής περιουσιακής θέσης
- Η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών
- Η μέθοδος της καθαρής περιουσιακής θέσης προσαυξημένης με την κεφαλαιοποιημένη υπερπρόσοδο των τελευταίων ή των επόμενων πέντε ετών
- Η μέθοδος της προστιθέμενης αξίας
- Η μέθοδος των κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών σε διάφορες παραλλαγές
- Η μέθοδος της χρηματιστηριακής τιμής
- Η μέθοδος της συγκριτικής ανάλυσης εισηγμένων εταιριών και χρήσεις δεικτών κεφαλαιαγοράς
- Η μέθοδος των συγκριτικών συναλλαγών

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

### Ανάλυση των μεθόδων της αποτίμησης

#### 2.1 Μέθοδοι βασισμένες στον Ισολογισμό (καθαρή θέση των μετόχων)

##### 2.1.1. Μέθοδος της περιουσιακής θέσης

Ο καθορισμός της αξίας μιας εταιρείας με την χρήση των μεθόδων αυτών συντελείται μέσω της εκτίμησης της αξίας του ενεργητικού της. Οι εν λόγω παραδοσιακά χρησιμοποιούμενες μέθοδοι στηρίζονται στην αρχή ότι η αξία της εταιρείας έγκειται κατά βάση στον ισολογισμό της. Η αποτίμηση μίας επιχείρησης με βάση τα στοιχεία που απεικονίζονται στον ισολογισμό (στοιχεία ενεργητικού και στοιχεία του παθητικού) αποτελεί ένα χρήσιμο σημείο εκκίνησης στην αποτίμηση της. Η επισκόπηση του Ενεργητικού μιας προς αποτίμηση εταιρείας υποβοηθείται γενικά απαντώντας στις παρακάτω ερωτήσεις (Fernandez, 2007):

Οικόπεδα και κτίρια:

- Έχει αποκτηθεί η κυριότητα τους ή είναι μισθωμένα; Αν είναι μισθωμένα ο χρόνος της μίσθωσης ποιος είναι;
- Έχουν επανεκτιμηθεί πρόσφατα;

Εγκαταστάσεις και μηχανολογικός εξοπλισμός:

- Τι αξία έχει ο μηχανολογικός εξοπλισμός;
- Πόσο παλιός ή πόσο νέος είναι ο μηχανολογικός εξοπλισμός;
- Η εταιρεία έχει την κυριότητα του μηχανολογικού εξοπλισμού ή είναι μισθωμένος;

Λοιπά πάγια:

- Τι περιλαμβάνουν;
- Πώς έχουν αποτιμηθεί;
- Πώς έχουν αποκτηθεί;

Αποθέματα:

- Τι περιλαμβάνουν;
- Πόσο γρήγορα ανακυκλώνονται τα αποθέματα;

- Είναι οι ημέρες παραμονής των αποθεμάτων υψηλότερες από τον μέσο όρο του κλάδου;

Πελάτες:

- Τι απαιτήσεις περιλαμβάνουν, είναι μακροχρόνιες απαιτήσεις ή βραχυχρόνιες;
- Ειδικότερη ανάλυση των Εμπορικών απαιτήσεων, των Λοιπών χρεωστών, των προκαταβολών, των Πελατών-Χρεωστών που λήγουν μετά από ένα έτος. Είναι οι μέρες είσπραξης των απαιτήσεων της εταιρείας υψηλότερες από τον μέσο όρο του κλάδου;

Πιστωτές:

- Τι περιλαμβάνουν;
- Πόσο είναι το χρέος; Είναι εξασφαλισμένο;
- Ποιο είναι το σχέδιο αποπληρωμών;

(Fernandez, 2007).

Ο ισολογισμός μιας επιχείρησης περιλαμβάνει στοιχεία που αποκτήθηκαν από την επιχείρηση με κάποιο κόστος. Επιπλέον, το ενεργητικό μιας επιχείρησης ισούται με το παθητικό της, έτσι τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης είναι ίσα με το σύνολο του ενεργητικού μείον τις προβλέψεις, μείον τις υποχρεώσεις, μείον τους μεταβατικούς λογαριασμούς του παθητικού και δίνουν την εικόνα της περιουσιακής θέσης της επιχείρησης.

Η μέθοδος καθαρής περιουσιακής θέσης μπορεί να γίνει με δύο τρόπους :

1. Με την εξαρχής σύνταξη του ισολογισμού, στον οποίο όλα τα στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού αποτιμώνται εκ νέου. Η καθαρή περιουσιακή θέση θα προκύπτει σαν διαφορά όλων των στοιχείων του παθητικού, πλην των ίδιων κεφαλαίων από το σύνολο του ενεργητικού. Η περίπτωση αυτή είναι προτιμότερη καθώς ο αναλυτής θα έχει τον χρόνο να καταρτίσει ένα νέο ισολογισμό από την αρχή και με τα πρωτογενή δεδομένα του λογιστηρίου. Κάθε στοιχείο πρέπει να αποτιμηθεί χωριστά από τον αναλυτή λαμβάνοντας υπόψη το είδος της δραστηριότητας, τη σύνθεση της εταιρείας, τη χρονική στιγμή που πραγματοποιείται η αποτίμηση και άλλα στοιχεία. Μ' αυτόν τον τρόπο ο αναλυτής έχει πλήρη γνώση των δεδομένων που θα χρησιμοποιηθούν και οι υπολογισμοί του έχουν μεγαλύτερη ακρίβεια και μπορεί να λάβει υπόψη του όλες τις αρχές λογιστικής. Από την άλλη το κόστος είναι πολύ μεγάλο γιατί για τον υπολογισμό εξ αρχής απαιτούνται πολλά άτομα και μεγάλο χρονικό διάστημα. Το γεγονός αυτό εμπεριέχει δύο κινδύνους, ο ένας κίνδυνος είναι η αμφισβήτηση

των αποτελεσμάτων και ο άλλος τα δεδομένα να χάσουν την αξία τους από τον χρόνο που απαιτεί η διαδικασία και οι υποθέσεις για τις αποτιμήσεις να έχουν αλλάξει σημαντικά και να αλλοιώνονται τα αποτελέσματα της αποτίμησης των πρωτογενών δεδομένων (Fernandez, 2007).

2. Με τη διόρθωση των επιμέρους στοιχείων του δημοσιευμένου ισολογισμού και την αντίστοιχη διόρθωση των ιδίων κεφαλαίων. Αυτός ο τρόπος χρησιμοποιείται πιο πρόχειρα από έμπειρο αναγνώστη ενός δημοσιευμένου ισολογισμού που θέλει να υπολογίσει κατά προσέγγιση την καθαρή περιουσιακή θέση μιας επιχείρησης (Fernandez, 2007).

Επίσης σημαντικό αποτελεί το γεγονός ότι η αποτίμηση των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού θα πρέπει να στηρίζεται σε πραγματικά δεδομένα και όχι σε ιστορικές αξίες. Τα περισσότερα στοιχεία του ενεργητικού, όπως τα αποθέματα, οι απαιτήσεις, οι επιταγές, τα εισπρακτέα γραμμάτια, θα αποτιμηθούν σε πραγματικές τρέχουσες τιμές. Τα μηχανήματα θα αποτιμηθούν σε τρέχουσες τιμές αγοράς αφού πρώτα αφαιρεθούν οι αποσβέσεις τους. Τα πάγια περιουσιακά στοιχεία μπορούν να αποτιμηθούν είτε σε τιμές ρευστοποίησης, είτε σε τιμές αντικατάστασης ανάλογα με την περίπτωση. Τέλος και οι υποχρεώσεις της επιχείρησης πρέπει να εκτιμηθούν στις πραγματικές τους διαστάσεις, δηλαδή να αποτιμηθούν εξαντλητικά και ολοκληρωτικά όλες οι υποχρεώσεις ακόμα και αυτές που πρόκειται να προκύψουν στο μέλλον (Breal et.al.,2007).

Η εφαρμογή αυτής της μεθόδου είναι ιδανική σε περιπτώσεις που η επιχείρηση είναι ζημιόγonos ή έχει μικρά κέρδη σε σχέση με την περιουσία της επειδή δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί κάποια άλλη μέθοδος. Η μέθοδος όμως αυτή έχει το πλεονέκτημα ότι είναι περισσότερο κατανοητή από πολλούς αναγνώστες και αυτό γιατί βασίζεται αποκλειστικά στους λογιστικούς κανόνες που έχουν θεσπιστεί από την νομοθεσία. Είναι πολύ σημαντικό κάποιες φορές η αποτίμηση μίας επιχείρησης να πραγματοποιηθεί σε μικρό χρονικό διάστημα και με αυτή την μέθοδο αυτό μπορεί να επιτευχθεί γιατί δεν απαιτείται η αναζήτηση επιπρόσθετων στοιχείων για μελέτη παρά μόνο αυτά που απεικονίζονται στις οικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης (Fernandez, 2007).

Ένα μειονέκτημα για τον υπολογισμό της αξίας της επιχείρησης με βάση αυτές τις μεθόδους είναι ότι καθορίζουν την αξία μιας εταιρείας από μια στατική άποψη, και δεν λαμβάνουν υπόψη τη μελλοντική εξέλιξη της εταιρείας ή τη διαχρονική αξία του χρήματος, η οποία μεταβάλλεται με γρήγορους ρυθμούς με αποτέλεσμα να μην μπορεί να αποτυπωθεί πλήρως η

δυναμικότητα και η αποτελεσματικότητα της επιχείρησης. Επίσης, μέσα από μία στατική κατάσταση δεν μπορούν να απεικονιστούν οι σημαντικές πτυχές της διαδικασίας παραγωγής της αξίας. Σε μερικές περιπτώσεις, οι οικονομικές καταστάσεις μίας επιχείρησης μπορεί να μην απεικονίζουν την πραγματική κατάσταση και να περιέχουν αλλοιώσεις που εξυπηρετούν κάποια συμφέροντα και πολλά οικονομικά γεγονότα που συμβάλλουν στην αξία της επιχείρησης δεν μπορούν να αποτυπωθούν σε αυτές (Brealy et.al.,2007).

Επιπροσθέτως, δεν λαμβάνουν υπόψη άλλους παράγοντες που δεν εμφανίζονται στις οικονομικές καταστάσεις, για παράδειγμα την αποδοτικότητα των ανθρώπινων πόρων, τα οργανωτικά πλεονεκτήματα ή προβλήματα, τυχόν συμβάσεις κ.λπ., παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν επίσης την αξία μιας εταιρείας. Μερικές από αυτές τις μεθόδους είναι: η λογιστική αξία, η προσαρμοσμένη λογιστική αξία, η ρευστοποιήσιμη αξία και η πραγματική αξία. Η μέθοδος αυτή δεν μπορεί να εκφράσει την αξία της καθώς η περιουσία μίας εταιρείας δεν είναι κατάλληλη για τον υπολογισμό της αξίας της. Η αξία μιας επιχείρησης έχει να κάνει με τα κέρδη της επιχείρησης, τα παρελθοντικά κέρδη και κυρίως με τα μελλοντικά κέρδη. Τα κέρδη μιας επιχείρησης είναι το μέτρο για τη φήμη και την πελατεία της, για την οργάνωσή της και για όλα τα άλλα στοιχεία του ενεργητικού της που δεν περιλαμβάνονται στην περιουσία της. Άλλο ένα μειονέκτημα που παρουσιάζει η μέθοδος αυτή είναι η επίδραση που έχει το φορολογικό σύστημα στον ισολογισμό στην ελληνική αγορά. Ο ισολογισμός των επιχειρήσεων διέπεται από τους κανόνες του φορολογικού νόμου. Τις περισσότερες φορές όμως ο ισολογισμός που δημοσιεύεται διαφέρει αρκετά από την πραγματική εικόνα των επιχειρήσεων. Το γεγονός αυτό οφείλεται περισσότερο στον τρόπο αποτίμησης του ενεργητικού και του παθητικού μιας επιχείρησης. Υπάρχουν επιδράσεις που είναι αποτέλεσμα της φορολογικής πολιτικής της χώρας μας που δεν εντάσσονται στην αναπτυξιακή πολιτική. Επίσης, οι διοικήσεις των επιχειρήσεων κάποιες φορές αλλοιώνουν τα αποτελέσματα τους για να παρουσιάσουν καλύτερα ή χειρότερα αποτελέσματα για συγκεκριμένους σκοπούς. Στην περίπτωση αυτή ανήκουν οι λογιστικές καταστάσεις που συντάσσονται με βάση το ΚΒΣ, το ΕΓΛΣ, Ν.2190/1920 και τις διατάξεις του φορολογικού νόμου (Σακκέλης, 2001).

Όλες οι παραπάνω ρυθμίσεις έχουν ως στόχο να μειώνουν τα έξοδα και να αυξάνουν τα έσοδα, έτσι ώστε να παρουσιάζεται αυξημένη η φορολογική υποχρέωση των επιχειρήσεων (Σακκέλης, 2001).



Η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται και στην περίπτωση που μία επιχείρηση βρίσκεται σε εκκαθάριση. Για μια εταιρεία που τελεί υπό εκκαθάριση ή έχει διακόψει τη λειτουργία, της η αποτίμηση πρέπει να γίνει σε τιμές παλαιού εξοπλισμού που πληρώνει η αγορά. Στη περίπτωση αυτή ισχύουν τα παρακάτω :

- Τα πάγια αποτιμώνται σε τιμές ρευστοποίησης που είναι κατώτερες από τις κανονικές τιμές της αγοράς για μεταχειρισμένα πάγια. Σε περιόδους οικονομικής κρίσης η μείωση της αξίας είναι μεγάλη.
- Τα εμπορεύματα αποτιμώνται και αυτά σε τιμές μικρότερες της αγοράς, αφού η αγορά προϋποθέτει πλήρη γκάμα προϊόντων, πιστώσεις και κάποιο λογικό χρονικό διάστημα ρευστοποίησης. Όσο απομένουν υπόλοιπα προϊόντων τόσο πέφτει η τιμή τους.
- Οι απαιτήσεις μειώνονται αρκετά από την ονομαστική τους αξία. Είναι κανόνας της αγοράς να πληρώνονται κατά προτεραιότητα εκείνοι οι προμηθευτές από τους οποίους αναμένονται καινούργιες παραλαβές, έτσι ώστε τα ανοιχτά υπόλοιπα να μένουν μακροχρόνια σταθερά.
- Η υποχρέωση για αποζημιώσεις απολυμένου προσωπικού υπολογίζεται εις ολόκληρο. Επιπλέον, για τις επιχειρήσεις υπό εκκαθάριση υπολογίζονται οι αναμενόμενες υποχρεώσεις από νομικές δεσμεύσεις που έχουν αναληφθεί, όπως ενοικιαστήρια συμβόλαια, leasing, συμβάσεις με ρήτρες κ.λ.π.

(Λαζαρίδης, 2005).

### **2.1.2. Αποτίμηση εταιρείας με βάση την λογιστική αξία**

Η λογιστική αξία μιας εταιρείας ή η καθαρή της θέση είναι η αξία των ιδίων κεφαλαίων των μετόχων που αναφέρεται στον ισολογισμό (μετοχικό κεφάλαιο και αποθεματικά). Η αξία αυτή είναι και η διαφορά μεταξύ του συνόλου των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού, δηλαδή το πλεόνασμα του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων και των δικαιωμάτων της εταιρείας επί του συνόλου των χρεών της προς τρίτους. Ο προσδιορισμός της βασίζεται στη λογιστική ταυτότητα (Λαζαρίδης, 2005):

$$E=Π+ΚΘ \text{ ή } ΚΘ=E-Π$$

Όπου «E» το Ενεργητικό, «Π» το Παθητικό και «ΚΘ» η Καθαρή θέση.

### **2.1.3 Προσαρμοσμένη Λογιστική Αξία (Adjusted value)**

Με την μέθοδο της προσαρμοσμένης λογιστικής αξίας γίνεται προσπάθεια να ξεπεραστεί η αδυναμία της μεθόδου της λογιστικής αξίας με την μορφή της στατικής και των ιστορικών τιμών απεικόνισης των δεδομένων. Για τον υπολογισμό της αποτίμησης της εταιρείας τα περιουσιακά στοιχεία θα πρέπει να προσαρμόζονται στην αγοραία αξία τους, λαμβάνεται η προσαρμοσμένη καθαρή αξία. Για την αποτίμηση με αυτή την μέθοδο θα πρέπει να υπάρχει μεγάλη εσωτερική πληροφόρηση και οι εκτιμήσεις των περιουσιακών στοιχείων πρέπει να γίνουν από εξωτερικό εκτιμητή (Λαζαρίδης, 2005).

### **2.1.4 Ρευστοποιήσιμη Αξία (Liquidation value)**

Η ρευστοποιήσιμη αξία είναι η αξία της εταιρείας η οποία προκύπτει μετά την εκκαθάριση της. Στη διαδικασία της εκκαθάρισης πωλούνται τα στοιχεία του ενεργητικού και εξοφλούνται οι υποχρεώσεις της εταιρείας και εισπράττονται οι απαιτήσεις της. Για τον υπολογισμό της ρευστοποιήσιμης αξία υπολογίζεται με την αφαίρεση των εξόδων εκκαθάρισης της επιχείρησης, όπου στα έξοδα αυτά συμπεριλαμβάνονται αποζημιώσεις απόλυσης εργαζομένων, φορολογικές υποχρεώσεις που θα προκύψουν κατά την διαδικασία της εκκαθάρισης, διαφορές φορολογικού ελέγχου και λοιπά έξοδα εκκαθάρισης, από την προσαρμοσμένη καθαρή θέση (Λαζαρίδης, 2005).

Η χρήση αυτής της μεθόδου πραγματοποιείται μόνο στην περίπτωση που μία εταιρεία πρόκειται να εξαγοραστεί με σκοπό την μελλοντική της ρευστοποίηση. Από την άλλη μεριά η αξία αυτή αντιπροσωπεύει την ελάχιστη αξία μίας επιχείρησης γιατί με την παραδοχή της συνέχισης της λειτουργίας της η «τρέχουσα ρευστοποιήσιμη αξία» είναι μεγαλύτερη από την καθαρή ρευστοποιήσιμη αξία (Αλεξιάκης, 2015).

### **2.1.5 Αποτίμηση με βάση την πραγματική αξία (Substantial value)**

Η πραγματική ή ουσιαστική αξία αντιπροσωπεύει την επένδυση που πρέπει να γίνει για να σχηματιστεί μια εταιρεία με τις ίδιες συνθήκες με αυτής της εταιρείας που αποτιμάται. Μπορεί, επίσης, να ορίζεται ως η αξία αντικατάστασης των περιουσιακών στοιχείων, αν

υποθεθεί ότι η εταιρεία συνεχίζει να λειτουργεί, σε αντίθεση με την αξία ρευστοποιήσής τους. Κανονικά, η πραγματική αξία δεν περιλαμβάνει τα περιουσιακά στοιχεία που δεν χρησιμοποιούνται για τις εργασίες της εταιρείας (μη χρησιμοποιούμενες εκτάσεις, συμμετοχές σε άλλες εταιρείες κλπ.). Τρεις τύποι ορίζουν συνήθως την πραγματική αξία:

- *Μεικτή πραγματική αξία:* είναι η αξία του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων (Σύνολο Ενεργητικού) σε τιμή αγοράς
- *Μειωμένη μεικτή πραγματική αξία:* Αυτή είναι η μεικτή πραγματική αξία μειωμένη μόνο κατά την αξία των Ξένων Κεφαλαίων
- *Λογιστική και Τρέχουσα Αξία:* η τρέχουσα αξία ή τιμή της μετοχής είναι αυτή η οποία αποτελεί καθημερινά αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο χρηματιστήριο.

(Λαζαρίδης, 2005).

### **2.1.6 Αποτίμηση με βάση την λογιστική και τρέχουσα αξία της μετοχής**

*«Η λογιστική αξία της μετοχής είναι τα Ίδια Κεφάλαια ή αλλιώς BV (Book Value). Με τον λόγο (P/BV) ο αναλυτής μπορεί να εντοπίσει το αν η αγορά υποεκτιμά ή υπερεκτιμά τη λογιστική αξία (BV) της μετοχής. Το γινόμενο που προκύπτει από τον αριθμό των μετοχών επί την τρέχουσα αξία της στο χρηματιστήριο αποτελεί την αξία κεφαλαιοποίησης της εταιρείας»*  
(Αλεξιάκης, 2015).

## **2.2. Μέθοδοι με βάση την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης (Income statement-based methods)**

Σε αντίθεση με τις μεθόδους βάσει του ισολογισμού, οι μέθοδοι αυτές βασίζονται στα αποτελέσματα της εταιρείας. Επιδιώκουν να προσδιοριστεί η αξία της εταιρείας μέσω του μεγέθους των κερδών, των μερισμάτων, των πωλήσεων. Υπάρχουν δύο διαφορετικοί τρόποι για την αποτίμηση εταιρειών η οποία στηρίζεται στα κέρδη:-η αποδοτικότητα του κεφαλαίου και ο αριθμοδείκτης τιμή προς κέρδη (Αλεξιάκης, 2015).

### **2.2.1 Η αποδοτικότητα του κεφαλαίου**

Κάθε εταιρεία επιθυμεί να βελτιώσει την απόδοση του απασχολούμενου κεφαλαίου της και αποτέλεσμα αυτής της στρατηγικής είναι η μη εξαγορά μίας επιχείρησης που να το μειώνει. Αυτό έχει ως συνέπεια η αποδοτικότητα του κεφαλαίου να αποτελεί ένα από τα κύρια κριτήρια εξαγοράς, και επομένως θα πρέπει να χρησιμοποιηθεί στην αποτίμηση μίας επιχείρησης. Στην περίπτωση που η αποτίμηση μίας επιχειρηματικής μονάδας πραγματοποιηθεί με σκοπό την αγορά της τότε πρέπει να ληφθούν υπόψη τα κέρδη μετά από φόρους. Αυτό συμβαίνει γιατί η σε αυτή την περίπτωση εξετάζεται και η φορολογική επίπτωση της απόκτησης και πώς θα μπορούσε αυτή να επιδράσει στα κέρδη. Οι περισσότερες επιχειρήσεις χρησιμοποιούν μία απόδοση επί του απασχολούμενου κεφαλαίου μετά τους φόρους, εφαρμόζοντας μία απόδοση στόχο επί του κεφαλαίου σαν ποσοστό επί των κερδών της πιθανολογούμενης εξαγοράς, προκειμένου να προσδιορίσουν ένα εύρος τιμών της εξαγοράς (Αρτίκης, 2002).

### **2.2.2 Αριθμοδείκτης τρέχουσα τιμή/κέρδη (P/E) ανά μετοχή**

Αυτή είναι η άλλη μέθοδος αποτίμησης βάσει κερδών. Χρησιμοποιεί τους Αριθμοδείκτες των εταιρειών και τους εφαρμόζει στην ενδεχόμενη εξαγορά. Ο δείκτης της τιμής της μετοχής προς τα κέρδη περιέχει δύο βασικές χρηματοοικονομικές πληροφορίες, την αγοραία αξία της μετοχής και τα κέρδη. Ο δείκτης αυτός χρησιμοποιείται κυρίως για την τιμή την οποία οι υφιστάμενοι ιδιοκτήτες της εταιρείας προσδοκούν να εισπράξουν από την πώλησή της. Η χρήση του δείκτη αυτού πρέπει να συνεξεταστεί με το πρόβλημα του εντοπισμού συναφών εταιρειών με συναφείς προσδοκίες ανάπτυξης. Αυτό σημαίνει ότι οι ιδιοκτήτες της εταιρείας μπορεί να προσδοκούν να εισπράξουν περισσότερα για την επιχείρηση από αυτά που η εταιρεία είναι έτοιμη να δώσει (Αρτίκης, 2002).

Ο συγκεκριμένος δείκτης θα πρέπει να συνδυάζεται με ορισμένες ποιοτικές πληροφορίες, όπως είναι ο κλάδος που ανήκει η επιχείρηση, οι προοπτικές ανάπτυξής της, οι συνθήκες ανταγωνισμού, αλλά και ορισμένες ποσοτικές, όπως είναι η μερισματική πολιτική της επιχείρησης, τη σύνθεση του μετοχικού κεφαλαίου, κλπ. Για την εύρεση των απαραίτητων πληροφοριών για τον υπολογισμό του δείκτη αυτού χρησιμοποιούνται όλες οι οικονομικές εφημερίδες αλλά και τα αντίστοιχα οικονομικά περιοδικά. Επιπλέον τεχνικές αναλύσεις και προβλέψεις εκδίδουν σχεδόν καθημερινά οι χρηματιστηριακές εταιρίες, οι τράπεζες και οι θεσμικοί επενδυτές (ΑΕΔΑΚ, ΑΕΕΧ) (Λαζαρίδης, 2005).

### 2.2.3 Αποτίμηση των κερδών

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

$$\text{Καθαρή Θέση} = P/E \times \text{κέρδη}$$

(Αρτίκης, 2002).

### 2.2.4 Αποτίμηση μερισμάτων

Μερίσματα είναι το τμήμα των κερδών μιας εταιρείας το οποίο έχει πραγματικά καταβληθεί στους μετόχους. Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, η αξία μιας μετοχής είναι η καθαρή παρούσα αξία (Net Present Value) των μερισμάτων που αναμένεται να αποκτήσει ο μέτοχος από τα μερίσματα της επιχείρησης (Dividends Per Share). Στην περίπτωση της διηνεκούς επένδυσης σε μια επιχείρηση, όταν υπάρχει μια εταιρεία από την οποία οι μέτοχοι αναμένουν σταθερά μερίσματα κάθε χρόνο, η τιμή αυτή μπορεί να εκφραστεί ως:

Αξία Μετοχής (Share Value) = Μέρισμα Ανά Μετοχή (DPS) / Απαιτούμενη απόδοση ιδίων κεφαλαίων ( $K_e$ ) Όπου:

DPS είναι το μέρισμα ανά μετοχή που καταβλήθηκε από την εταιρεία κατά το τελευταίο έτος,  $K_e$  είναι η απαιτούμενη απόδοση στα ίδια κεφάλαια ή η απαιτούμενη απόδοση από τους μετόχους. «Η απόδοση ιδίων κεφαλαίων είναι ένας χρηματοοικονομικός δείκτης που δείχνει πόσο αποδοτικά χρησιμοποιεί μια εταιρεία τα κεφάλαια της για να δημιουργήσει πρόσθετα έσοδα (κέρδη), και εκφράζεται σε ποσοστιαίες μονάδες<sup>1</sup>».

Εάν, από την άλλη πλευρά, το μέρισμα αναμένεται να αυξηθεί απεριόριστα με έναν σταθερό ετήσιο ρυθμό  $g$ , ο ανωτέρω τύπος γίνεται ως εξής:

$$\text{Αξία Μετοχής (Share Value)} = \text{DPS}_1 / (K_e - g)$$

Όπου:

$\text{DPS}_1$  είναι τα μερίσματα ανά μετοχή για τον επόμενο χρόνο,

$K_e$  είναι η απαιτούμενη απόδοση στα ίδια κεφάλαια ή η απαιτούμενη απόδοση από τους μετόχους,  $-g$  είναι ο ετήσιος σταθερός ρυθμός αύξησης των μερισμάτων. «Τα εμπειρικά στοιχεία δείχνουν ότι οι εταιρείες που πληρώνουν περισσότερα μερίσματα (ως ποσοστό των κερδών τους) δεν αποκτούν ως αποτέλεσμα αύξηση της τιμής της μετοχής τους. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι όταν μια εταιρεία διανέμει περισσότερο τα μερίσματα, συνήθως

<sup>1</sup><https://www.euretirio.com/apodosi-idion-kefalaion-roe/>

μειώνει την ανάπτυξή της, διότι διανέμει τα χρήματα στους μετόχους της, αντί να τα γυρίσει πίσω σε νέες επενδύσεις» (Αλεξιάκης, 2015).

### 2.2.5 Η μέθοδος της προεξόφλησης των μελλοντικών μερισμάτων

Βασική αρχή της μεθόδου είναι ότι ο επενδυτής είναι μακροχρόνιος και βασίζει την επιλογή της επένδυσης αποκλειστικά στα μερίσματα που θα εισπράττει από την επιχείρηση. Βασικές παραδοχές είναι ότι η επιχείρηση θα έχει σχεδόν σταθερά κέρδη και ταμειακές ροές, θα συνεχίσει να έχει την ίδια πολιτική μερισμάτων, θα είναι σταθερή και δεν θα παρουσιάζει μεγάλες διακυμάνσεις (Αλεξιάκης, 2015; Γκίκας κ.α., 2010).

«Οι τρόποι εφαρμογής αυτής της μεθόδου είναι ο εξής :

1. Προεξόφληση των μερισμάτων που προκύπτουν από την ανάλυση και την πρόβλεψη των χρηματοοικονομικών στοιχείων.

2. Προεξόφληση μερισμάτων που παρουσιάζουν σταθερή άνοδο (τύπος Gordon), όπου ο μαθηματικός τύπος για τον υπολογισμό είναι ο παρακάτω:  $P_0 = D_1 / r - g$

Όπου :  $D_1$  = το μέρισμα,  $r$  = το επιτόκιο κινδύνου,  $g$  = ο ρυθμός ανάπτυξης

3. Προεξόφληση μερισμάτων σε δύο στάδια. Στην περίπτωση αυτή γίνεται η υπόθεση ότι υπάρχει μία περίοδος όπου τα μερίσματα παρουσιάζουν μεγάλη άνοδο και στην συνέχεια επιστρέφουν σε κανονικούς ρυθμούς ανάπτυξης

$$P_0 = D_0 [1 + gH / r - gH] * [1 - (1 + gH / 1 + r)^n] + D_0 (1 + gH)^n * (1 + gL) / (r - gL) * (1 + r)^n$$

Όπου :

$D_1$  = το μέρισμα,

$gH$  = ο ρυθμός μεταβολής (ανόδου) κατά την περίοδο της μεγάλης αύξησης του ρυθμού,

$gL$  = ο ρυθμός μεταβολής (ανόδου) κατά την περίοδο της σταθερότητας

4. Προεξόφληση μερισμάτων σε τρία στάδια. Ως επιτόκιο κινδύνου ή προεξόφλησης οι περισσότεροι μελετητές χρησιμοποιούν και σε αυτή τη μέθοδο το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου. Η αξία της επιχείρησης είναι άμεσα συσχετιζόμενη με τον προσδοκώμενο ρυθμό αύξησης των μερισμάτων» (Αρτίκης, 2002).

### **2.2.6 Πολλαπλασιαστές πωλήσεων (Sales multiples)**

Αυτή η μέθοδος αποτίμησης, η οποία χρησιμοποιείται σε ορισμένες επιχειρήσεις, δίνει τον υπολογισμό της αξίας μιας εταιρείας πολλαπλασιάζοντας τις πωλήσεις της με έναν αριθμό ή πολλαπλασιαστή.

Η αναλογία τιμή / πωλήσεις μπορεί να χωριστεί σε δύο ακόμη αναλογίες:

$$\text{Τιμή/Πωλήσεις} = (\text{τιμή/κέρδη}) \times (\text{κέρδη/πωλήσεις})$$

Ο πρώτος λόγος (τιμή / κέρδη) είναι το P/E και ο δεύτερος (κέρδη / πωλήσεις) είναι συνήθως γνωστός ως συντελεστής καθαρού κέρδους (Γκίκας κ.α., 2010).

Προκειμένου να χρησιμοποιηθεί η μέθοδος των πολλαπλασιαστών πωλήσεων για την αποτίμηση μιας επιχείρησης, απαιτείται ουσιαστικά ο προσδιορισμός της μέσης αναλογίας του επιθυμητού πολλαπλασιαστή για τον κλάδο όπου δραστηριοποιείται η εταιρεία (Αρτίκης, 2002; Λαζαρίδης, 2005).

### **2.2.7 Άλλοι πολλαπλασιαστές (Other multiples)**

Εκτός από το P/E και τον λόγο τιμή/πωλήσεις, οι πιο συχνά χρησιμοποιούμενοι πολλαπλασιαστές είναι:

- Αξία Εταιρείας / Κέρδη προ τόκων και προ φόρων (EBIT)
- Αξία Εταιρείας / Κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων (EBITDA)
- Αξία Εταιρείας / Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες
- Αξία Ιδίων Κεφαλαίων / Λογιστική Αξία

(Αρτίκης, 2002; Λαζαρίδης, 2005).

### **2.2.8 Η μέθοδος της χρηματιστηριακής τιμής**

Βασική αρχή αυτής της μεθόδου είναι αυτή της αποτελεσματικής αγοράς. Αποτελεσματική αγορά είναι η αγορά κεφαλαίου στην οποία οι τιμές των μετοχών προσαρμόζονται σε κάθε πληροφορία, ποσοτική ή ποιοτική με αποτέλεσμα να αντικατοπτρίζουν κάθε στιγμή την σωστή αξία της επιχείρησης.

Η κεφαλαιαγορά εξαρτάται από τα επιτόκια, τις προοπτικές της οικονομίας, τα ο συναλλαγματικό κόστος της επένδυσης, τη ρευστότητα της κεφαλαιαγοράς και το νομικό πλαίσιο.

Βασική υπόθεση για την τεχνική ανάλυση είναι ότι η «συμπεριφορά» των μετοχών επαναλαμβάνεται. Για αυτό χρησιμοποιούνται:

- Γραμμές τάσης
- Κινητοί μέσοι όροι
- Σχηματισμοί τιμών και όγκων
- Δείκτες συμπεριφοράς τιμών

Η τεχνική ανάλυση χρησιμοποιείται σχεδόν αποκλειστικά από χρηματιστηριακούς και χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς για την πρόβλεψη των τιμών, έχοντας ως σκοπό την κερδοσκοπία στην κεφαλαιαγορά μέσω της βραχυπρόθεσμης πρόβλεψης της τεχνικής ανάλυσης (Γκίκας κ.α., 2010).

### **2.2.9 Η μέθοδος Συνολική Απόδοση Μετόχου (Total Return to Shareholder)**

Η αξία της επιχείρησης είναι το άθροισμα της αγοραίας τιμής του μετοχικού κεφαλαίου και των μερισμάτων της.

Οι προβλέψεις για τις χρηματιστηριακές μεθόδους, γίνονται με τη χρήση της τεχνικής ανάλυσης, ενώ για το σκέλος των κερδών χρησιμοποιούνται οι κλασικές μέθοδοι προβλέψεων χρηματοοικονομικών στοιχείων.

Η μέτρηση είναι το αλγεβρικό άθροισμα της αγοραίας τιμής του μετοχικού κεφαλαίου και των μερισμάτων (Αρτίκης, 2002; Λαζαρίδης, 2005).



### **2.2.10 Η μέθοδος της επιτροπής κεφαλαιαγοράς**

Η επιτροπή κεφαλαιαγοράς χρησιμοποιεί έναν αριθμοδείκτη ώστε να υπολογίζει την αξία της κάθε εταιρείας. Με βάση την επιτροπή κεφαλαιαγοράς η αξία της επιχείρησης δίνεται από τον παρακάτω μαθηματικό τύπο:

$$\text{Αξία Επιχείρησης} = \text{ΚΠΘ} + \text{ΜΟΚ} * \text{ΠΚ}$$

Όπου:

ΚΠΘ : Καθαρή Περιουσιακή Θέση

ΜΟΚ : Μέσο Οργανικό Κέρδος της τελευταίας πενταετίας

ΠΚ : Πολλαπλασιαστής Κερδών

Ανάλογα με την οικονομική κατάσταση (επιτόκια, πληθωρισμός, ρυθμοί ανάπτυξης ΑΕΠ και του κλάδου που ανήκει η επιχείρηση) αλλάζει ο πολλαπλασιαστής κερδών έτσι ώστε να προσαρμόζεται καλύτερα ο αριθμοδείκτης στην πραγματικότητα (Γκίκας κ.α., 2010).

### **2.3. Μέθοδοι βασισμένες στην υπεραξία (Goodwill-based methods)**

Οι μέθοδοι αυτές βασίζονται στην υπεραξία της εταιρείας (Goodwill-based methods). Ο μέθοδοι αυτές είναι η κλασική μέθοδος της υπεραξίας, η απλοποιημένη μέθοδος του εισοδήματος υπεραξίας, η μέθοδος της ένωσης των Ευρωπαϊκών Εμπειρογνομόνων Λογιστών, η έμμεση μέθοδος, η αγγλοσαξονική ή άμεση μέθοδος η μέθοδος των αγοραζόμενων ετήσιων κερδών, η μέθοδος του κινδύνου και του άνευ κινδύνου (Γκίκας κ.α., 2010).

Το goodwill μίας εταιρείας γενικά υπολογίζεται με βάση το μέσο όρο των οργανικών καθαρών κερδών της τελευταίας 3ετίας. Από τα κέρδη αυτά εκπίπτουν οι τόκοι των ιδίων κεφαλαίων, υπολογιζόμενοι με το τρέχον επιτόκιο. Το επιτόκιο που πρέπει να ληφθεί υπόψη είναι το επιτόκιο τίτλων σταθερής απόδοσης του Ελληνικού Δημοσίου (Αρτίκης, 2002; Λαζαρίδης, 2005).

### **2.4. Μέθοδοι ταμειακών ροών**

Η αξία κάθε εταιρείας είναι η παρούσα αξία της αποτίμησης των ελεύθερων ταμειακών ροών της στο διηνεκές. Εάν κατά την αποτίμηση μιας εταιρείας χρησιμοποιηθεί η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών, πρέπει να υπολογιστούν οι ελεύθερες ταμειακές ροές για

μια βραχεία περίοδο, τριών ή πέντε χρόνων, και αυτές θα πρέπει να προεξοφλούνται με το σταθμισμένο μέσο κόστος κεφαλαίου (Young et al., 2001).

Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να υπολογιστεί η αξία της στα επόμενα χρόνια χρησιμοποιώντας τον αναπτυσσόμενο στο διηγεκές τύπο:

Ελεύθερες ταμειακές ροές κατά τον πρώτο χρόνο μετά την προβλεπόμενη περίοδο /Σταθμισμένο μέσο κόστος κεφαλαίου-προσδοκώμενη αύξηση στις μελλοντικές ταμειακές ροές (Γκίκας κ.α., 2010).

Το μόνο που ενδιαφέρει κάποιες κατηγορίες των ενδιαφερόμενων μερών είναι η δυνατότητα της επιχείρησης να παράγει χρήματα και αυτός είναι και ο βασικό παράγοντας για την αποκοπή μερίσματος στους μετόχους, για την εξασφάλιση της αξίας της επιχείρησης, αλλά είναι και ένας καλός κοινός παρονομαστής σύγκρισης των επιχειρήσεων μεταξύ τους (Αρτίκης, 2002; Λαζαρίδης, 2005).

Μέσα από τις καταστάσεις των ταμειακών ροών μπορούν να αποκαλυφθούν διάφορες πληροφορίες όπως:

- αν οι συνολικές δραστηριότητες της επιχείρησης (επενδυτικές, χρηματοδοτικές, λειτουργικές) δημιουργούν θετική ή όχι ταμειακή ροή.
- αν οι λειτουργικές δραστηριότητες της δημιουργούν θετική ή όχι ταμειακή ροή
- τον τρόπο ανεύρεσης (πηγή) των κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση των κεφαλαιακών δαπανών της (δανεισμός, ίδια κεφάλαια, έκδοση τίτλων)
- τις χρήσεις των κεφαλαίων
- τη ροή των μετρητών μέσα σε μια επιχείρηση
- συγκριτικό εργαλείο ανάμεσα σε επιχειρήσεις με διαφορετικές λογιστικές πολιτικές
- βοηθούν τον χρήστη να ερμηνεύσει την χρηματοοικονομική δομή της επιχείρησης, να προσδιορίσει τη φερεγγυότητά της και την ικανότητά της να προσαρμόζεται στις αλλαγές του περιβάλλοντος και της αγοράς.

(Αρτίκης, 2002; Λαζαρίδης, 2005).

Οι καταστάσεις των ταμειακών ροών μπορούν να βοηθήσουν τους αναλυτές αν αξιολογήσουν την ικανότητα της επιχείρησης να ρευστοποιεί τα κέρδη της, να πληρώνει τα μερίσματα, να χρηματοδοτεί νέες επενδύσεις, να εξυπηρετεί τις υποχρεώσεις της και να συνεχίζει τις λειτουργικές της δραστηριότητες (Γκίκας κ.α., 2010).

Οι καταστάσεις αυτές αποτελούν ένα παράγοντα αξιολόγησης για το πώς μία επιχείρηση μπορεί να παράγει κέρδη και σε τι βαθμό είναι αποτελεσματική και αποδοτική ως προς τους συντελεστές παραγωγής, το ανθρώπινο δυναμικό, την επιχειρηματικότητα, τον τρόπο οργάνωσης αλλά και την αξιοποίηση του μηχανολογικού εξοπλισμού (Γκίκας κ.α., 2010).

Τα σημαντικότερα μέτρα αποτίμησης σύμφωνα με διάφορα στελέχη, μετόχους, επενδυτές είναι τα λογιστικά κέρδη, οι ταμειακές ροές, τα μερίσματα και η χρηματιστηριακή τιμή. Τα μερίσματα εξαρτώνται από τα λογιστικά κέρδη, τις ταμειακές ροές, την στρατηγική της επιχείρησης (business plan), την πολιτική μερισμάτων που έχει υιοθετήσει η επιχείρηση, την διαπραγματευτική δύναμη των μετόχων, κ.α., τα οποία αποτελούν παράγοντες που συνδέονται με την αξία της επιχείρησης. Από την άλλη πλευρά η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής έχει το μειονέκτημα ότι μπορεί να είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη, ανάλογα με τις προσδοκίες των κερδοσκόπων (Αρτίκης, 2002; Λαζαρίδης, 2005).

Συχνά παρατηρείται ότι μία επιχείρηση μπορεί να παράγει κέρδη αλλά να μην έχει πλεόνασμα ταμειακών ροών, όπως επίσης μπορεί να συμβαίνει και το αντίθετο. Ένα ακόμα φαινόμενο που παρατηρείται είναι ότι κάποιες επιχειρήσεις μπορούν να παράγουν κέρδη χωρίς όμως να παρουσιάζουν αυξημένες ταμειακές ροές λόγω κυρίως λειτουργικών παραγόντων (Γκίκας κ.α., 2010).

Από τα παραπάνω προκύπτει ότι το σημαντικό για την αξία μιας επιχείρησης δεν είναι μόνο η παρουσίαση λογιστικών κερδών ούτε η επίτευξη θετικών ταμειακών ροών αλλά ο συνδυασμός και των δύο παραγόντων, έτσι ώστε να υπάρχει θετική αξία στην επιχείρηση (Αρτίκης, 2002; Λαζαρίδης, 2005).

Οι παράγοντες που επηρεάζουν την παραγωγή κερδών είναι:

1. Η διαχείριση των διαθεσίμων
2. Οι αυξημένες πωλήσεις

3. Η επενδυτική πολιτική

4. Η διαχείριση του κόστους παραγωγής προϊόντων και υπηρεσιών

Οι παράγοντες που επηρεάζουν την παραγωγή ελεύθερων ταμειακών ροών είναι:

1. Η διαχείριση των διαθεσίμων και του κεφαλαίου κίνησης.

2. Η πιστωτική πολιτική και η δυνατότητα της επιχείρησης να μετατρέπει τις πωλήσεις σε ταμειακή ροή, γεγονός πολύ σημαντικό όχι μόνο για την ανάπτυξη της επιχείρησης αλλά και για τη βιωσιμότητά της

3. Η επενδυτική πολιτική

4. Η πολιτική αποσβέσεων

5. Η φορολογία

(Γκίκας κ.α., 2010).

Στο σημείο αυτό μπορεί να αναφερθούν και οι βασικές διαφορές μεταξύ των λογιστικών κερδών και των ταμειακών ροών:

■ Τα λογιστικά κέρδη υπολογίζονται χρησιμοποιώντας τα έσοδα και τα έξοδα που δημιουργήθηκαν μέσα στη χρήση, χωρίς να είναι απαραίτητο ότι εισπράχθηκαν, δηλαδή χωρίς να γνωρίζουμε αν πραγματοποιήθηκε η συναλλαγή, σε αντίθεση με τις ταμειακές ροές που αποτυπώνουν μόνο την πληρωμή και είσπραξη μετρητών. Η χρονική αυτή υστέρηση ανάμεσα στην συμφωνία συναλλαγής και την είσπραξη ή πληρωμή της αντίστοιχης απαίτησης ή υποχρέωσης είναι η βασική πηγή κόστους χρήματος, σύμφωνα και με τα ΔΛΠ.

■ Τα λογιστικά κέρδη επηρεάζονται άμεσα από τις αποσβέσεις των παγίων στοιχείων (λόγω κάποιας επενδυτικής δραστηριότητας) καθώς υπολογίζονται και αφαιρούνται στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης. Στον υπολογισμό των λογιστικών κερδών, σημαντικό ρόλο παίζει και η μέθοδος αποσβέσεων που χρησιμοποιείται, καθώς μπορεί να εμφανισθούν είτε διογκωμένα είτε συρρικνωμένα κέρδη με αποτέλεσμα να μην απεικονίζεται η

πραγματική οικονομική κατάσταση μίας εταιρείας. Με αυτόν τον τρόπο εμφανίζονται μεγαλύτερα λογιστικά κέρδη. Έτσι, ενώ τα λογιστικά κέρδη απεικονίζονται απαλλαγμένα από τις αποσβέσεις, οι ταμειακές ροές υπολογίζονται απαλλαγμένες των κεφαλαιουχικών δαπανών (Αρτίκης, 2002; Λαζαρίδης, 2005).

Δεν είναι λίγοι οι υποστηρικτές της άποψης ότι οι ταμειακές ροές είναι το καλύτερο εργαλείο για την αποτίμηση μίας επιχείρησης αλλά και την σύγκριση με τις επιχειρήσεις του κλάδου. Μέσα από τις καταστάσεις των ταμειακών ροών παρέχονται περισσότερες πληροφορίες και η κατάρτιση των καταστάσεων αυτών δεν επηρεάζονται από το φορολογικό νομοθετικό πλαίσιο όπως για παράδειγμα την επιλογή της μεθόδου των αποσβέσεων ή την επιλογή της μεθόδου της αποτίμησης των αποθεμάτων (Γκίκας κ.α., 2010).

Όπως κάθε νόμισμα έχει δύο όψεις έτσι και σε αυτή την περίπτωση υπάρχουν και μειονεκτήματα από την εφαρμογή αυτής της μεθόδου. Αυτά τα προβλήματα συνοψίζονται ως εξής:

- Θα πρέπει να μελετηθεί το χρονικό στάδιο και οι συνθήκες που επικρατούν , όπως η εποχικότητα, ο κύκλος ζωής της επένδυσης, οι συνθήκες που επικρατούν στον κλάδο κλπ
- Θα πρέπει να αναλυθεί η στρατηγική της εταιρείας και το στάδιο ανάπτυξής της
- Θα πρέπει να ελεγχθεί η αξιοπιστία των λογιστικών στοιχείων και των υποθέσεων που έγιναν από τη διοίκηση
- Θα πρέπει να προσδιορισθεί ο σκοπός της μελέτης αποτίμησης

(Γκίκας κ.α., 2010).

Οι ταμειακές ροές μπορεί να αποτελέσουν τον καθοριστικό παράγοντα για την υλοποίηση μίας επένδυσης. Σε αυτήν την περίπτωση θα πρέπει να υπολογισθούν οι σχετικές ταμειακές ροές:

Σχετικές TP = TP εάν η επένδυση υλοποιηθεί

- TP εάν η επένδυση απορριφθεί

Όπου TP = Ταμειακές Ροές

Ο υπολογισμός των σχετικών ταμειακών ροών διευκολύνει σημαντικά την διαδικασία της λήψης απόφασης στις περιπτώσεις της αγοράς ενός παγίου ή τη πραγματοποίησης ενός μικρού επενδυτικού σχεδίου (Γκίκας κ.α., 2010).

Όλοι οι επενδυτές του κεφαλαίου μίας επιχείρησης θα πρέπει να αξιολογήσουν και να εκτιμήσουν το κόστος ευκαιρίας της συμμετοχής τους στην επιχείρηση. Το κόστος ευκαιρίας είναι ένα μέτρο σύγκρισης και καλό σημείο αναφοράς για τον υπολογισμό του συντελεστή προεξόφλησης που θα χρησιμοποιηθεί για την προεξόφληση των ταμειακών ροών (Αρτίκης, 2002; Λαζαρίδης, 2005).

#### **2.4.1 Μέθοδος των Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών**

Η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών χρησιμοποιείται ευρύτερα, αλλά η σωστή εφαρμογή της προϋποθέτει κατάλληλα προγράμματα και πολλούς υπολογισμούς. Στην περίπτωση που ο αναλυτής επιλέξει αυτή την μέθοδο επικεντρώνει το ενδιαφέρον του στα πλεονάσματα της επιχείρησης που μπορεί να εισπράξει και να τα επενδύσει με απώτερο σκοπό την αύξηση της αξίας της επιχείρησης και όχι στα λογιστικά κέρδη της (Young et. al., 2001).

Σύμφωνα με αυτή τη μέθοδο η αξία της επιχείρησης ισούται με την παρούσα αξία των ταμειακών πλεονασμάτων που αναμένεται να πραγματοποιηθούν σε ορισμένο αριθμό ετών, συν την παρούσα αξία της υπολειμματικής αξίας της επιχείρησης. Αν η επιχείρηση έχει στην κατοχή της περιουσιακά στοιχεία που δεν χρησιμοποιούνται, η αξία αυτών των στοιχείων προστίθενται στην αξία των προεξοφλημένων ταμειακών πλεονασμάτων. Η αναγωγή των μελλοντικών πλεονασμάτων στο παρόν γίνεται με ένα συντελεστή, το ύψος του οποίου εξαρτάται από το μέγεθος των κινδύνων που αναλαμβάνει μία μικρή επιχείρηση. Με την προσέγγιση αυτή, μία επιχείρηση παρομοιάζεται με μία ομολογία που για μία σειρά ετών αποφέρει ορισμένο ετήσιο κέρδος και στο τέλος εξαργυρώνεται στην ονομαστική της αξία (Αρτίκης, 2002; Λαζαρίδης, 2005).

Οι βασικότερες αρχές των μεθόδων των ταμειακών ροών είναι οι εξής:

- Επιχείρηση είναι το σύνολο των παραγωγικών συντελεστών και όχι μόνο τα πάγια στοιχεία ενεργητικού. Η λογιστική αξία των παγίων δεν μπορεί να συμπεριλάβει τα συγκριτικά

πλεονεκτήματα, τις ευκαιρίες, την δυναμικότητα, την επιχειρηματικότητα και τέλος την οργάνωση και λειτουργία της ίδιας της επιχείρησης.

- Η αξία της επιχείρησης ισούται με τις προεξοφλημένες καθαρές ταμειακές ροές της (πλεονάσματα).

- Οι καταστάσεις των ταμειακών ροών δίνουν περισσότερες και ποιοτικότερες πληροφορίες.

- Δίνεται η δυνατότητα να υπολογιστεί ένας ή περισσότεροι ή ακόμα και συνδυασμός συντελεστών προεξόφλησης.

- Παρέχεται ευχέρεια για πρόβλεψη των ταμειακών ροών

Για να εφαρμοστεί η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών απαραίτητη προϋπόθεση είναι η ύπαρξη κερδών της επιχείρησης. Όταν όμως τα κέρδη αυτά είναι πολύ μικρά μπορεί η αξία της επιχείρησης με τη μέθοδο προεξοφλημένων ταμειακών ροών να είναι μικρότερη από την καθαρή περιουσιακή θέση της επιχείρησης (Αρτίκης, 2002; Λαζαρίδης, 2005).

Στις περισσότερες φορές χρησιμοποιούνται οι ταμειακές ροές μετά από φόρους για τους υπολογισμούς.

Ο υπολογισμός των ταμειακών ροών και η προεξόφλησή τους απαιτεί το σταθερό ρυθμό αύξησης των εσόδων και το σταθερό περιθώριο κέρδους. Μία από τις παραλλαγές με βάση έναν τύπο είναι αυτή των Miller & Modigliani (1961), όπου η εξίσωση αυτή παρουσιάζεται από τον παρακάτω τύπο:

Αξία της Επιχείρησης = Αξία των στοιχείων ενεργητικού + Αξία της ανάπτυξης =

$$\frac{NOPLAT}{WACC} + K * NOPLAT * N * \frac{ROIC - WACC}{WACC * (1 + WACC)}$$

Όπου :

NOPLAT (Net Operating Profits Less Adjusted Taxes)

WACC (Weighted Average Cost of Capital)

K (Το ποσοστό των καθαρών λειτουργικών κερδών που επενδύεται)

N (Ο προσδοκώμενος αριθμός ετών που η επιχείρηση θα συνεχίζει να επενδύει για να πετυχαίνει την απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων)

ROIC (Return On Invested Capital) (Αρτίκης, 2002; Γκίκας κ.α., 2010).

#### **2.4.2. Η ελεύθερη ταμειακή ροή (FCF)**

Η ελεύθερη ταμειακή ροή (FCF) είναι η λειτουργική ταμειακή ροή μετά από φόρους, δηλαδή οι ταμειακές ροές που προέρχονται από τις λειτουργίες, χωρίς να λαμβάνεται υπόψη ο δανεισμός (χρηματοοικονομικό χρέος) (Γκίκας κ.α., 2010).

Πρόκειται για τα χρήματα που παράγονται από τα λειτουργικά στοιχεία του ενεργητικού μιας επιχείρησης και που είναι διαθέσιμα στην εταιρεία αφού αυτή έχει πρώτα καλύψει τις αναγκαίες επενδύσεις σε πάγια περιουσιακά στοιχεία και τις επενδυτικές της ανάγκες για κεφάλαιο κίνησης, με την προϋπόθεση ότι δεν υπάρχει χρέος και, ως εκ τούτου, δεν υπάρχουν χρηματοοικονομικά έξοδα (Young et.al., 2001).

Για τον υπολογισμό των μελλοντικών ελεύθερων ταμειακών ροών, πρέπει να πραγματοποιηθεί πρόβλεψη των μετρητών που θα ληφθούν και που θα πρέπει να πληρωθούν σε κάθε περίοδο και αυτό αποτελεί την βασική προσέγγιση που χρησιμοποιείται για την κατάρτιση ενός προϋπολογισμού διαθεσίμων. Ωστόσο, για την αποτίμηση της εταιρείας θα πρέπει να πραγματοποιηθεί η πρόβλεψη των ταμειακών ροών σε μεγαλύτερο χρονικό ορίζοντα (Miller & Modigliani, 1963).

Ο μαθηματικός τύπος που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό των ελεύθερων ταμειακών ροών είναι ο παρακάτω:

Λειτουργικές Ταμειακές Ροές - Υποθετικοί ή Προβλεπόμενοι Φόροι

Όπου:

Υποθετικοί ή Προβλεπόμενοι Φόροι = (Φορολογικός Συντελεστής \* Καθαρά Κέρδη προ τόκων και φόρων).

Για τον υπολογισμό της προεξόφλησής τους χρησιμοποιείται ως συντελεστής το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (μετά από φόρους) (Πρωτοψάλτης, 1999).

#### **2.4.3 Ταμειακές ροές συνολικού κεφαλαίου (Free Cash Flow to Capital or Firm - FCFF)**

Ο μαθηματικός τύπος για τον υπολογισμό των ταμειακών ροών του συνολικού κεφαλαίου απεικονίζεται παρακάτω:

Λειτουργικές ταμειακές ροές - Πραγματικοί Φόροι



Όπου :

Πραγματικοί Φόροι = [Φορολογικός Συντελεστής \* (καθαρά κέρδη προ τόκων και φόρων - τόκοι)]

Και για την προεξόφλησή τους ως συντελεστής χρησιμοποιείται η Προβλεπόμενη Απόδοση Ενεργητικού (πριν από φόρους) (Αρτίκης, 2002).

#### **2.4.4 Ταμειακές ροές Μετοχικού Κεφαλαίου (Free Cash Flow to Equity - FCFE)**

Ο μαθηματικός τύπος για τον υπολογισμό των ταμειακών ροών του συνολικού κεφαλαίου απεικονίζεται παρακάτω:

Λειτουργικές ταμειακές ροές - Πραγματικοί Φόροι - Τόκοι - Πληρωμές δανείων + Αυξήσεις Κεφαλαίου

Και για την προεξόφλησή τους χρησιμοποιείται ως συντελεστής η Προβλεπόμενη Απόδοση Μετοχικού Κεφαλαίου (Κε).

Η χρήση πραγματικών (μετά την αφαίρεση του πληθωρισμού) ταμειακών ροών και συντελεστών προεξόφλησης μπορεί να χρησιμοποιηθεί από τις επιχειρήσεις για να διευκολυνθεί η σύγκριση. Το πρόβλημα είναι ότι όλα τα ιστορικά στοιχεία δίνονται σε ονομαστικές τιμές και πρέπει να μετατραπούν σε πραγματικές τιμές πριν χρησιμοποιηθούν (Αρτίκης, 2002; Λαζαρίδης, 2005).

#### **2.5. Μέθοδοι υπολογισμού των ταμειακών ροών**

Για τον υπολογισμό των ταμειακών ροών χρησιμοποιούνται δύο μέθοδοι η έμμεση και άμεση μέθοδος (Γκίκας κ.α., 2010).

Σύμφωνα με τη μέθοδο της προεξόφλησης των ταμειακών ροών ή αξία μιας επιχείρησης ισούται με την παρούσα αξία των ταμειακών πλεονασμάτων που αναμένεται να πραγματοποιηθούν σε ορισμένο αριθμό ετών, συν την παρούσα αξία της υπολειμματικής αξίας της επιχείρησης στο τέλος του χρονικού ορίζοντα. Εναλλακτικός τρόπος αξιολόγησης

της επιχείρησης με βάση τις ταμειακές ροές είναι ο υπολογισμός του εσωτερικού ποσοστού απόδοσής τους και η σύγκρισή του με το επιτόκιο χωρίς κίνδυνό με το αντίστοιχο ποσοστό μίας εναλλακτικής επένδυσης ή με τον κλαδικό δείκτη απόδοσης κεφαλαίου (Αρτίκης, 2002; Λαζαρίδης, 2005).

Υπάρχουν κάποιες δυσκολίες στην εφαρμογή της συγκεκριμένης μεθόδου. Το πρώτο πρόβλημα αφορά τα ταμειακά πλεονάσματα. Για να υπολογιστούν οι ταμειακές ροές θα πρέπει αρχικά να προεξοφλήσουμε τα ταμειακά πλεονάσματα (ΠΤΠ) μέχρι το τέλος της περιόδου εκτίμησης και στη συνέχεια να προεξοφλήσουμε την Υπολειμματική Αξία (ΠΥΑ). Οι ταμειακές ροές που θα προεξοφληθούν θα πρέπει να είναι καθαρές (μετά την αφαίρεση των αποσβέσεων, των τόκων και των φόρων (Γκίκας κ.α., 2010).

Το δεύτερο πρόβλημα είναι ο υπολογισμός του συντελεστή προεξόφλησης. Το τρίτο πρόβλημα αφορά τον υπολογισμό της υπολειμματικής αξίας της επιχείρησης στο τέλος της περιόδου αξιολόγησης. Το τέταρτο πρόβλημα είναι το πρόβλημα του υπολογισμού της οικονομικής ζωής της επένδυσης άρα και ο υπολογισμός της περιόδου αξιολόγησης. Η παραπάνω μέθοδος παρουσιάζει τόσο πλεονεκτήματα όσο και μειονεκτήματα (Young et.al., 2001).

Τα πλεονεκτήματα είναι τα παρακάτω:

- Με αυτή την μέθοδο μπορούμε να προσεγγίσουμε την πηγή δημιουργίας του χρήματος
- Η λογιστική κατάσταση των ταμειακών ροών δίνει περισσότερες πληροφορίες στον αναλυτή από τις στατιστικές λογιστικές καταστάσεις
- Καταγράφει την δυναμική της επιχείρησης και τις προσδοκίες των ενδιαφερόμενων μερών για την πορεία της επιχείρησης
- Μπορεί να δώσει ένα πολύ αξιόπιστο αποτέλεσμα αν χρησιμοποιείται παράλληλα με την ανάλυση αριθμοδεικτών και την χρηματοοικονομική ανάλυση (Αρτίκης, 2002; Λαζαρίδης, 2005).

Από την άλλη πλευρά τα μειονεκτήματα αυτής της μεθόδου αναφέρονται παρακάτω:

- Ο χρόνος που απαιτείται για την διεκπεραίωση αυτής της μεθόδου είναι αρκετά μεγάλος

- Απαιτείται η γνώση χρηματοοικονομικών εργαλείων και κατανόηση τους για την επιλογή των κατάλληλων ποσών αλλά και ιδιαίτερη γνώση για την ερμηνεία των αποτελεσμάτων τους.
- Η σύνταξη των μελλοντικών ταμειακών ροών επιβάλλει την υιοθέτηση αρκετών παραδοχών και υποθέσεων άρα μπορεί να αμφισβητηθεί το αποτέλεσμα. Οι πληροφορίες που απαιτούνται είναι πολλές και μπορεί κάποιες από αυτές να μην είναι υαλοποιήσιμες.
- Η μέθοδος απαιτεί μεγάλο στάδιο προετοιμασίας επειδή είναι πολύπλοκη
- Η ανάλυση με αυτήν την μέθοδο πρέπει να ακολουθείται από χρηματοοικονομική μελέτη
- Είναι πιθανό η επιχείρηση να επηρεάσει άμεσα τα ταμειακά πλεονάσματα μειώνοντας δραστικά τις επενδυτικές της δραστηριότητες και πολλαπλασιάζοντας τις χρηματοοικονομικές της δραστηριότητες (Αρτίκης, 2002; Γκίκας κ.α., 2010).

## 2.6. Μέθοδος της καθαρής περιουσιακής θέσης προσαυξημένης

Στόχος κάθε επιχείρησης είναι η δημιουργία κερδών και υπερπροσόδων. Εάν μία επιχείρηση δεν παράγει υπερπροσόδους ή ακόμη περισσότερο κέρδη δεν μπορεί να αποτιμηθεί με αυτή τη μέθοδο. Τα οργανικά κέρδη είναι το αλγεβρικό άθροισμα των οργανικών εσόδων μείον τα οργανικά έξοδα (Young et.al., 2001).

Η εξαίρεση των τόκων των δανειακών κεφαλαίων μπορεί να διευκολύνει τους υπολογισμούς, αλλά αφαιρεί και έναν σημαντικό παράγοντα χρηματοδότησης της επιχείρησης. Με αυτόν τον τρόπο δημιουργείται ένα κενό στην εκτίμηση της αξίας ιδιαιτέρως όταν συντρέχουν κάποιες προϋποθέσεις δηλαδή όταν η επιχείρηση βασίζεται σε μεγαλύτερο βαθμό στα δανειακά κεφάλαια και όταν η εξυπηρέτηση των δανείων απαιτεί μεγάλες ταμειακές εκροές τα οργανικά κέρδη να μην δίνουν την πραγματική εικόνα της επιχείρησης και συνεπώς η εκτίμηση της αξίας της επιχείρησης με την μέθοδο αυτή να μην είναι ακριβής. Σύμφωνα με

τη μέθοδο αυτή, η αξία της επιχείρησης είναι το άθροισμα της καθαρής περιουσιακής θέσης της και της παρούσας αξίας της υπερπροσόδου της (Αρτίκης, 2002; Λαζαρίδης, 2005).

Ο υπολογισμός της καθαρής θέσης αναφέρθηκε ήδη. Η παρούσα αξία της υπερπροσόδου υπολογίζεται ως εξής: Υπολογίζονται τα αναμενόμενα οργανικά κέρδη των επόμενων πέντε ετών, υπολογίζεται το απασχολούμενο κεφάλαιο της επιχείρησης αφαιρώντας από το ενεργητικό όλα τα μη λειτουργικά στοιχεία, υπολογίζεται για κάθε χρόνο ο τόκος του απασχολούμενου κεφαλαίου και ονομάζεται κανονική πρόσδοδος, από το οργανικό κέρδος κάθε χρόνου αφαιρείται η κανονική πρόσδοδος του ίδιου χρόνου και προκύπτει η υπερπρόσοδος, βρίσκεται ο μέσος όρος των αναμενόμενων υπερπροσόδων των επόμενων πέντε ετών, υπολογίζεται η παρούσα αξία των υπερπροσόδων με συντελεστή προεξόφλησης το επιτόκιο, αυξημένο ανάλογα με τον κίνδυνο της επιχείρησης (Λαζαρίδης, 2005; al., 2001).

Τα κύρια χαρακτηριστικά της μεθόδου είναι τα εξής (Αρτίκης, 2002; Λαζαρίδης, 2005):

- ◆ Η φορολογία αποκλείεται ως παράγοντας που επηρεάζει την εκτίμηση και τείνει να ευνοήσει τις επιχειρήσεις που έχουν υψηλότερο συντελεστή (κυρίως εμπορικές).
- ◆ Τα δανειακά κεφάλαια αποτελούν ολοένα το σημαντικότερο στήριγμα των επιχειρήσεων για άντληση κεφαλαίων, πράγμα που δεν λαμβάνεται υπόψη σε αυτή τη μέθοδο και επηρεάζει άμεσα την αξία της επιχείρησης.
- ◆ Η μέθοδος λαμβάνει υπόψη της τον παράγοντα επιχειρηματικότητα.
- ◆ Στην περίπτωση που μεγάλο τμήμα των κεφαλαίων της επιχείρησης δεν απασχολείται (έλλειψη επιχειρηματικότητας) τότε η εκτίμηση εξαρτάται αποκλειστικά και μόνο σε ένα τμήμα των συνολικών κεφαλαίων. Η διαπίστωση αυτή μειώνει σημαντικά, επίσης, και την εκτίμηση των μελλοντικών υπερπροσόδων.
- ◆ Δεν λαμβάνονται υπόψη στον υπολογισμό των οργανικών κερδών έκτακτα έσοδα και έξοδα με αποτέλεσμα η μέθοδος να παρουσιάζει αποκλίσεις από την πραγματικότητα.
- ◆ Η μέθοδος δεν λαμβάνει υπόψη τον οικονομικό, επιχειρηματικό και επενδυτικό κύκλο. Με συνέπεια την διαφορά στην αφετηρία υπολογισμού των μελλοντικών υπερπροσόδων (μια εκτίμηση μπορεί να ξεκινά από το χρονικό σημείο της ύφεσης, ενώ μία άλλη από το χρονικό σημείο της ωρίμανσης της επένδυσης).

◆ Η πενταετία μπορεί να είναι μικρό σχετικά χρονικό διάστημα για την ασφαλή εκτίμηση του μέσου όρου των υπερπροσόδων. Έτσι αν οι επενδύσεις που έχει κάνει μία επιχείρηση αρχίσουν να αποδίδουν από το τέταρτο έτος και μετά, οι υπερπρόσοδοι που θα υπολογισθούν θα είναι σχετικά μικρές, ενώ εάν οι επενδύσεις έχουν υψηλές αποδόσεις τα πρώτα έτη και στην συνέχεια οι αποδόσεις πέφτουν, τότε οι υπερπρόσοδοι θα είναι μεγάλες.

Για τον υπολογισμό της αποτίμησης της εταιρείας με αυτή την μέθοδο θα πρέπει πρώτα να υπολογιστεί η καθαρή περιουσιακή θέση και στην συνέχεια να υπολογιστεί η υπερπρόσοδος. Για τον υπολογισμό πρέπει να ληφθούν υπόψη κάποιες προϋποθέσεις, οι οποίες αναφέρονται παρακάτω (Αρτίκης, 2002; Λαζαρίδης, 2005; Γκίκας κ.α., 2010):

1. Η εταιρεία παράγει περισσότερα από τα αναμενόμενα/ κανονικά κέρδη.
2. Το επιτόκιο είναι γνωστό στην διάρκεια του χρόνου και μπορεί να προβλεφθεί με σχετική ασφάλεια για την επόμενη πενταετία.
3. Έχει περατωθεί η διαδικασία αποτίμησης της καθαρής περιουσιακής θέσης της επιχείρησης.
4. Οι λογιστικές πολιτικές της επιχείρησης είναι σταθερές και σαφώς προσδιορισμένες. Ειδικά οι πολιτικές που αφορούν την επιμέτρηση των οργανικών εσόδων και εξόδων.
5. Η επιχείρηση υπολογίζει τα οργανικά κέρδη της, εξαιρουμένων των εκτάκτων και ανόργανων εσόδων και εξόδων (κανονική λειτουργία) και των τόκων των δανειακών κεφαλαίων. Οι τόκοι δεν συμπεριλαμβάνονται στον υπολογισμό των οργανικών κερδών γιατί οι τόκοι των δανειακών κεφαλαίων συμπεριλαμβάνονται στον υπολογισμό των τόκων των απασχολούμενων κεφαλαίων. Οι συνολικοί τόκοι υπολογίζονται με βάση τον τύπο:  
Συνολικοί τόκοι = Τόκοι μετοχικού κεφαλαίου και τόκοι δανειακού κεφαλαίου
6. Τα οργανικά κέρδη θα πρέπει να συμπεριλαμβάνουν και τις αποσβέσεις (με την λογική ότι οι αποσβέσεις είναι άμεσα συνυφασμένες με την παραγωγική λειτουργία της επιχείρησης και μεγάλο τμήμα τους λογίζεται ως ενσωματωμένο στο κόστος παραγωγής, καθώς και με το γεγονός ότι η καθαρή περιουσιακή θέση της επιχείρησης παραμένει η ίδια στην πορεία του χρόνου).

7. Η επιχείρηση είναι σε λειτουργία τα τελευταία 5 έτη τουλάχιστον.

8. Η επιχείρηση μπορεί να διακρίνει τα πάγια ή άλλα στοιχεία του ενεργητικού της που δεν απασχολούνται άμεσα στην παραγωγική διαδικασία.

9. Στον υπολογισμό των εσόδων - εξόδων δεν περιλαμβάνονται τα έκτακτα και ανόργανα έσοδα - έξοδα. Τον αναλυτή των ενδιαφέρει η κανονική λειτουργία της επιχείρησης και όχι η ασυνεχής πραγματοποίηση εσόδων και εξόδων.

10. Το επιτόκιο καταθέσεων ή ομολόγων είναι ένας καλός δείκτης για τον προσδιορισμό του συντελεστή προεξόφλησης. Το επιτόκιο, όμως, δεν είναι σε καμία περίπτωση ο μοναδικός δείκτης - παράγοντας προσδιορισμού του συντελεστή προεξόφλησης. Σε εποχές που ο πληθωρισμός είναι υψηλός το επιτόκιο δίνει ψευδή εικόνα (μπορεί το πραγματικό επιτόκιο να είναι αρνητικό).

Υπάρχουν δύο τρόποι για να χρησιμοποιηθεί αυτή η μέθοδος, με τη χρήση αποκλειστικά και μόνο ιστορικών στοιχείων και με τη χρήση προβλεπόμενων στοιχείων.

Ο αναλυτής θα πρέπει να έχει λάβει υπόψη του τις παραμέτρους που είναι απαραίτητες για τον υπολογισμό της αποτίμησης μίας επιχείρησης με βάση τις μεθόδους αυτές. Κατά τον υπολογισμό της αξίας/ αποτίμησης της επιχείρησης υπάρχουν και κάποιες ιδιαίτερες δυσκολίες όπως και σε κάθε μέθοδο που χρησιμοποιείται. Η δυσκολία παρουσιάζεται στο σημείο που η δημιουργία των προβλέψεων μπορεί να αμφισβητηθεί (Young et. al., 2001).

Κατά την χρήση αυτής της μεθόδου υπάρχουν πολλά πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα. Τα πλεονεκτήματα της έχουν αναλυθεί και στην μέθοδο της καθαρής περιουσιακής θέσης καθώς είναι τα ίδια. Επίσης, η χρήση της χρησιμοποιούνται συνδυαστικά στοιχεία τόσο του ισολογισμού όσο και της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσεως (Young et. al., 2001).

Από την άλλη μεριά, τα μειονεκτήματα που απορρέουν από την χρήση αυτής της μεθόδου είναι όλα τα μειονεκτήματα που έχουν αναλυθεί στην μέθοδο της καθαρής περιουσιακής θέσης. Επίσης, οι πληροφορίες που απαιτούνται είναι πολλές όπως και οι προϋποθέσεις και οι παραδοχές για την εφαρμογή της με αποτέλεσμα να μπορεί να αμφισβητηθεί πολύ εύκολα. Η εφαρμογή της δεν μπορεί να γίνει σε όλους τους κλάδους των επιχειρήσεων. Η αναπροσαρμογή των στοιχείων του ενεργητικού που απαιτείται είναι χρονοβόρα και

δύσκολη. Ο υπολογισμός των απασχολούμενων κεφαλαίων μπορεί να στηριχθεί σε υποκειμενικές εκτιμήσεις (Breaky et.al, 2007; Σακέλλης, 2001).

## 2.7. Μέθοδος Προστιθέμενης οικονομικής αξίας

Η μέθοδος της Προστιθέμενης Οικονομικής Αξίας έχει την βάση της σε ιστορικά λογιστικά στοιχεία. Ο μαθηματικός τύπος που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό της αξίας μίας επιχείρησης με αυτή την μέθοδο είναι ο παρακάτω:

ΠΟΑ = Λειτουργικά Έσοδα Μετά από Φόρους - (Επενδυμένα Κεφάλαια \* Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου)

Το αποτέλεσμα της μεθόδου προστιθέμενης οικονομικής αξίας μπορεί να είναι θετικό ή αρνητικό. Ο στόχος μιας επιχείρησης είναι να έχει θετική και αυξανόμενη προστιθέμενη οικονομική αξία (.al., 2001).

Η αγοραία αξία της επιχείρησης είναι ίση με :

Λογιστική Αξία του μετοχικού κεφαλαίου + Παρούσα Αξία των Μελλοντικών ΠΟΑ

Η προσέγγιση αυτής της μεθόδου με βάση τον λειτουργικό τύπο ξεκινά με τα στοιχεία ενεργητικού για να καταλήξει στο υπενδεδυμένο κεφάλαιο. Η προσέγγιση της Προστιθέμενης Οικονομικής Αξίας με βάση τον χρηματοοικονομικό τύπο ξεκινά από τις υποχρεώσεις (δανεισμός) και προσθέτει το μετοχικό κεφάλαιο και όλα τα στοιχεία που είναι ισοδύναμα του μετοχικού κεφαλαίου για να καταλήξει στο επανεπενδυμένο κεφάλαιο. Στη συνέχεια, χρησιμοποιείται το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου, με σκοπό να υπολογισθεί το κόστος κεφαλαίου. Τέλος, το ποσό του κόστους κεφαλαίου αφαιρείται από τα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά από φόρους. Το αποτέλεσμα είναι η Προστιθέμενη Οικονομική Αξία (Αρτίκης, 2002; Λαζαρίδης, 2005).

«Η αξία του μετοχικού κεφαλαίου μπορεί να γίνει με την χρήση είτε της λογιστικής αξίας, είτε της αγοραίας αξίας. Ο υπολογισμός των υποχρεώσεων, επίσης, μπορεί να γίνει με την χρήση, είτε της λογιστικής αξίας, είτε της αγοραίας αξίας» (Young et.al., 2001).

Κατά την χρήση αυτής της μεθόδου υπάρχουν πολλά πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα. Τα πλεονεκτήματα της είναι ότι η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται όχι μόνο για αποτίμηση αλλά και για ρύθμιση συστημάτων αμοιβών και κινήτρων απόδοσης. Με την μέθοδο αυτή επίσης υπάρχει η δυνατότητα του περιορισμού των λογιστικών ανωμαλιών που μπορεί να προκύπτουν στην απεικόνιση των λογιστικών καταστάσεων λόγω του ότι οι επιχειρήσεις θέλουν να στρεβλώσουν την εικόνα τους.

Η εφαρμογή της είναι εύκολη και αποδεκτή από όλους της κλάδους της οικονομίας. Επίσης, η μέθοδος αυτή μπορεί και απεικονίζει και αποκαλύπτει σε ορθό τρόπο την αγοραία αξία της επιχείρησης λόγω του γεγονότος ότι χρησιμοποιούνται μέτρα και στοιχεία που γίνονται αντιληπτά άμεσα από την αγορά και δεν μπορεί εύκολα να τα αμφισβητήσει κάποιος. Από την άλλη μεριά τα μειονεκτήματα που παρουσιάζονται από την χρήση αυτής της μεθόδου είναι ότι βασίζεται σε χρηματοοικονομικές - λογιστικές μεθόδους γι' αυτό είναι επιρρεπής σε χειραγώγηση. Επίσης, εστιάζει στα άμεσα οικονομικά αποτελέσματα με συνέπεια την μείωση του κινήτρου για σχεδιασμό και ανάπτυξη μακροπρόθεσμων στρατηγικών (Αρτίκης, 2002; Λαζαρίδης, 2005).

Οι πληροφορίες που απαιτούνται για τον σωστό υπολογισμό της αποτίμησης μίας επιχειρηματικής μονάδας είναι πολλές και αυτό την καθιστά ως χρονοβόρα και πολύπλοκη διαδικασία. Ο αναλυτής θα πρέπει να έχει πλήρη γνώση και τεχνογνωσία των εργαλείων και των όρων για την σωστή εφαρμογή της κάτι που είναι πολύ δύσκολο και η τεχνογνωσία αυτή δεν είναι ιδιαίτερα διαδεδομένη (Αρτίκης, 2002; .al., 2001).

## **2.8. Μέθοδος των Κεφαλαιοποιημένων Οργανικών Κερδών**

Η μέθοδος κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών έχει πολλές ομοιότητες με τη μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών. Η ομοιότητα έχει να κάνει με την κεφαλαιοποίηση των αναμενόμενων ωφελημάτων από την επιχείρηση. Όμως οι δύο αυτές μέθοδοι έχουν και τις διαφορές τους. Οι πιο σημαντικές διαφορές της μεθόδου των κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών από την μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών είναι οι εξής: Η μία μέθοδος



χρησιμοποιεί τα ταμειακά πλεονάσματα και η άλλη τα οργανικά κέρδη (Αρτίκης, 2002; Λαζαρίδης, 2005).

Η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών υπολογίζει συνήθως την αξία του ενεργητικού και έπειτα την αξία της επιχείρησης, ενώ η μέθοδος κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών υπολογίζει κατευθείαν την αξία της επιχείρησης. Για την εφαρμογή της μεθόδου των κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών γίνεται η υπόθεση ότι τα οργανικά κέρδη δεν περιλαμβάνουν άλλα έσοδα εκτός από εκείνα που προέρχονται από πωλήσεις προϊόντων, εμπορευμάτων και υπηρεσιών και τα έξοδα δεν περιλαμβάνουν έκτακτα έξοδα όπως πρόστιμα κ.λπ. (.al., 2001; Γκίκας κ.α., 2010).

Για να υπολογιστούν τα οργανικά αποτελέσματα παίρνουν υπόψη τις χρηματοοικονομικές δαπάνες. Για την εκτίμηση των εσόδων και των εξόδων δεν λαμβάνονται υπόψη οι συνθήκες της αγοράς. Στη συγκεκριμένη μέθοδο όλοι οι υπολογισμοί πρέπει να γίνουν σε τρέχουσες τιμές. Επίσης, η μέθοδος αυτή αγνοεί τους κινδύνους που αναλαμβάνει η επιχείρηση. Η υπολειμματική αξία της επιχείρησης υπολογίζεται ανάλογα με την πορεία των κερδών, λαμβάνοντας υπόψη τα κέρδη μιας δεύτερης σειράς ετών προεξοφλημένα στο τέλος του χρονικού ορίζοντα ή την περιουσιακή θέση της εταιρείας (Αρτίκης, 2002; Λαζαρίδης, 2005).

Τέλος, ο χρονικός ορίζοντας για την κεφαλαιοποίηση των κερδών της επιχείρησης είναι πέντε χρόνια. Η χρήση της μεθόδου αυτής δεν είναι αρκετά διαδεδομένη και αυτό γιατί οι αναλυτές υποστηρίζουν ότι η μέθοδος δεν λαμβάνει υπόψη της την κεφαλαιακή και περιουσιακή θέση της επιχείρησης. Επίσης, δεν λαμβάνεται υπόψη η λογιστική κατάσταση των παγίων περιουσιακών στοιχείων του ενεργητικού και έτσι δεν υπάρχει αντιστοίχιση στοιχείων ενεργητικού και της οικονομικής απόδοσης, κάτι που συμβαίνει και με τα χρηματοοικονομικά έξοδα μίας επιχείρησης (Αρτίκης, 2002; Λαζαρίδης, 2005).

Επίσης, τα οργανικά κέρδη υπολογίζονται προ φόρων κάτι που δεν είναι ικανοποιητικό καθώς δεν παρουσιάζεται η ακριβής οικονομική κατάσταση της εταιρείας. Ο συντελεστής κεφαλαιοποίησης που χρησιμοποιείται είναι συνήθως ο μέσος όρος απόδοσης της αγοράς. Δεν υπάρχει τυποποίηση της μεθόδου και γι' αυτό το λόγο δεν μπορεί να γίνει σύγκριση με άλλες μεθόδους αλλά και τις τιμές που παίρνει ο κλάδος. Λόγω των υποθέσεων και των παραδοχών που θα πρέπει να γίνουν δεκτές για να γίνει δυνατή η εκτέλεση της αποτίμησης με τη μέθοδο της κεφαλαιοποίησης των οργανικών κερδών, περιορίζεται σημαντικά το εύρος

των επιχειρήσεων που μπορεί να χρησιμοποιηθεί (Γκίκας κ.α., 2010; Αρτίκης, 2002; Λαζαρίδης, 2005).

Ο μαθηματικός τύπος που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό της αποτίμησης αυτής της μεθόδου είναι ο παρακάτω:

$$\text{Αξία επιχείρησης} = \text{Προβλεπόμενα Ετήσια Μελλοντικά Κέρδη}$$

Κατά την χρήση αυτής της μεθόδου υπάρχουν πολλά πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα. Τα πλεονεκτήματα της αναφέρονται παρακάτω: τα οργανικά κέρδη της επιχείρησης προκύπτουν από αυτή τη μέθοδο, γι' αυτό το λόγο η μέθοδος αυτή εστιάζει στις βασικές δραστηριότητες της επιχείρησης, αγνοώντας τα έκτακτα λογιστικά γεγονότα. Ο αναλυτής και ο τελικός χρήσης της μελέτης αυτής λαμβάνει περισσότερες πληροφορίες από τη λογιστική κατάσταση των ταμειακών ροών σε μεγάλο χρονικό διάστημα παρά από τις στατιστικές λογιστικές καταστάσεις. Η μέθοδος αυτή είναι ικανή για να καταγράψει την δυναμικότητα της επιχείρησης. Υπάρχει δυνατότητα προβολής των οργανικών κερδών στο μέλλον. Δίνει ένα αξιόπιστο αποτέλεσμα σε περίπτωση κατά την οποία χρησιμοποιηθεί σε συνδυασμό με μια βασική χρηματοοικονομική ανάλυση καθώς επίσης και με μια ανάλυση αριθμοδεικτών (.al., 2001)

Από την άλλη μεριά τα μειονεκτήματα που παρουσιάζονται από την χρήση της είναι τα παρακάτω: Ο χρόνος που χρειάζεται η μέθοδος αυτή είναι πολύ μεγάλος λόγω του μεγάλου όγκου των πληροφοριών που απαιτούνται για τον υπολογισμό (Γκίκας κ.α., 2010).

Επίσης, για την προετοιμασία των στοιχείων και ο τρόπος υπολογισμού είναι μία πολύπλοκη διαδικασία. Υπάρχουν δύο παραλλαγές για κάθε μία από αυτές. Μπορεί να αμφισβητηθεί εύκολα το αποτέλεσμα αυτής της μεθόδου γιατί η σύνταξη των μελλοντικών οργανικών κερδών επιβάλει την υιοθέτηση αρκετών παραδοχών και υποθέσεων. Δεν λαμβάνεται υπόψη η κεφαλαιακή και περιουσιακή θέση της επιχείρησης. Χρησιμοποιεί ως συντελεστή κεφαλαιοποίησης τη μέση απόδοση της αγοράς που ως μέτρο δεν μπορεί να θεωρηθεί αξιόπιστο (Αρτίκης, 2002; Λαζαρίδης, 2005).

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

### ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΕΛΒΑΛΧΑΛΚΟΡ ΑΕ

#### 3.1. Παρουσίαση της εταιρείας ΧΑΛΚΟΡ Α.Ε.

Στον κλάδο του χαλκού και ψευδαργύρου, η ElvalHalcor A.E. δραστηριοποιείται μέσω του τομέα σωλήνων χαλκού, με την επωνυμία Halcor καθώς και των παραγωγικών θυγατρικών εταιριών επεξεργασίας προϊόντων χαλκού, κραμάτων χαλκού και τιτανιούχου ψευδαργύρου, κατέχοντας σημαντική θέση στην Ευρωπαϊκή και την παγκόσμια αγορά. Θεωρείται η μεγαλύτερη βιομηχανία παραγωγής σωλήνων χαλκού στην Ευρώπη, προσφέροντας καινοτόμες λύσεις, προστιθέμενης αξίας, που ανταποκρίνονται στις σύγχρονες ανάγκες των πελατών της στους τομείς της ύδρευσης - θέρμανσης, των ανανεώσιμων πηγών ενέργειας, της βιομηχανίας και της αρχιτεκτονικής μεταξύ άλλων.

Η Χαλκόρ και οι θυγατρικές του κλάδου χαλκού (FITCO, SofiaMed και HC ISITMA) αναπτύσσουν και διαθέτουν μια διευρυμένη γκάμα προϊόντων, η οποία περιλαμβάνει σωλήνες, φύλλα, ταινίες, ράβδους και λάμες χαλκού και ορείχαλκου, προϊόντα ειδικών κραμάτων, με τη Χαλκόρ να είναι ο μοναδικός παραγωγός σωλήνων χαλκού στην Ελλάδα.

Με στρατηγικές επενδύσεις σε έρευνα & ανάπτυξη, η Χαλκόρ έχει επιτύχει να συγκαταλέγεται μεταξύ των κορυφαίων βιομηχανιών του κλάδου της διεθνώς, δημιουργώντας νέα πρότυπα στην επεξεργασία χαλκού. Δίνει μεγάλη έμφαση στην παραγωγή προϊόντων υψηλής ποιότητας, με σεβασμό στο φυσικό περιβάλλον και έμπρακτη δέσμευση για την τήρηση των αρχών της βιώσιμης ανάπτυξης. Σε αυτή τη βάση, όλες οι παραγωγικές εγκαταστάσεις αξιοποιούν σύγχρονες τεχνολογίες και υποδομές για την ανάπτυξη καινοτόμων προϊόντων, υψηλής ενεργειακής απόδοσης, που είναι φιλικά προς το περιβάλλον.

Διαθέτει την πιο μεγάλη και ολοκληρωμένη εργοστασιακή μονάδα στην Ευρώπη στον κλάδο της καθώς και βαθιά γνώση της αγοράς, ενώ ταυτόχρονα αξιοποιεί τις πιο σύγχρονες τεχνολογίες, ώστε να δημιουργεί αξία για τους πελάτες της.

### **3.1.1. Σημαντικοί σταθμοί στην ανάπτυξη της εταιρείας**

1937: Έναρξη λειτουργίας της ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ ΧΑΛΚΟΥ και εκκίνηση των παραγωγικών δραστηριοτήτων στις νεοϊδρυθείσες βιομηχανικές εγκαταστάσεις της ΒΙΟΧΑΛΚΟ στον Ταύρο.

1976: Συστήνεται η εταιρεία ΧΑΛΚΟΡ και ξεκινά η κατασκευή μπιγетών και πλακών στη μονάδα παραγωγής της στα Οινόφυτα.

1981: Τα τμήματα έλασης και διέλασης της ΒΙΕΜ ενσωματώνονται στη ΧΑΛΚΟΡ μεταφέροντας και την εμπειρία της ΒΙΟΧΑΛΚΟ.

1990: Η ΧΑΛΚΟΡ εισφέρει στην εταιρεία ΒΕΚΤΩΡ τα μηχανήματα ελάσεως και αυτή ξεκινά τις λειτουργικές της δραστηριότητες στους κλάδους έλασης, εξέλασης και κοπής σε προϊόντα χαλκού και σε άλλα κράματα.

1996: Οι μετοχές της ΒΕΚΤΩΡ εισάγονται στο Χρηματιστήριο Αθηνών προς διαπραγμάτευση.

1997: Συγχώνευση της ΒΕΚΤΩΡ με τη ΧΑΛΚΟΡ και μετονομασία σε ΧΑΛΚΟΡ Α.Ε. Η ΧΑΛΚΟΡ αποκτά ποσοστό 4,99% των μετοχών της εισηγμένης εταιρείας ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ.

1999: Η εταιρεία ICME ECAB, με έδρα στη Ρουμανία και κύριο αντικείμενο την παραγωγή καλωδίων και πλαστικών και ελαστικών μειγμάτων εισέρχεται στον Όμιλο ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ.

2000: Η ΧΑΛΚΟΡ αποκτά την πλειοψηφία του μετοχικού κεφαλαίου της ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ. Η SOFIA MED, θυγατρική του ομίλου στη Βουλγαρία, αποκτά το πάγιο ενεργητικό της ΚΟΖΜ. Η κατασκευή των προϊόντων έλασης χαλκού και ορείχαλκου μεταφέρεται στις εγκαταστάσεις της SOFIA MED. Αρχίζει η υλοποίηση εκτεταμένου επενδυτικού προγράμματος για την αναδιοργάνωση και εξέλιξη των βιομηχανικών εγκαταστάσεων του Ομίλου.

2003: Ξεκινά η δραστηριότητα των καινούριων εγκαταστάσεων της ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ στη Θήβα και αρχίζει η λειτουργία της παραγωγής στη γραμμή καλωδίων Υψηλής Τάσης.

2005: Αρχίζει η παραγωγή των προϊόντων έλασης τιτανιούχου ψευδαργύρου από τη βιομηχανική μονάδα της ΧΑΛΚΟΡ στον Ταύρο. Ξεκινά η πώληση των νέων πρωτοποριακών σωλήνων CUSMART®.

2008: Έναρξη της παραγωγικής δραστηριότητας στη νέα γραμμή καλωδίων Υψηλής και Υπερυψηλής Τάσης 400 kV.

2010: Η εταιρεία FITCO, θυγατρική του Ομίλου, εισάγει στην παραγωγική της δραστηριότητα το τμήμα ράβδων και σωλήνων ορειχάλκου της ΧΑΛΚΟΡ. Κλείνει ο κύκλος του εκτεταμένου επενδυτικού προγράμματος του Ομίλου που είχε διάρκεια 10 χρόνια και ουσιαστικά μετάλλαξε την παραγωγική του βάση προσδίδοντάς της πιο ανταγωνιστικά θεμέλια.

2011: Η εταιρεία FULGOR εισάγεται στον Όμιλο ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ ισχυροποιώντας τον σε επίπεδο τεχνογνωσίας και παραγωγικής ικανότητας στον τομέα των υποβρυχίων καλωδίων και καλωδίων υψηλής τάσης.

2012: Οι λειτουργικές δραστηριότητες της FULGOR εντάσσονται πλήρως στον Όμιλο και ξεκινά η σχετική αναδιοργάνωση του προϊόντικού χαρτοφυλακίου. Αρχίζει η εφαρμογή επενδυτικού προγράμματος στο εργοστάσιο της εταιρείας στο Σουσάκι Κορινθίας. Ξεκινά η πώληση των επιμεταλλωμένων χαλκοσωλήνων και του χαλκοσωλήνα TALOS GEOTHERM. Ξεκινά νέο επενδυτικό πρόγραμμα στην SOFIA MED για την ενίσχυση της παραγωγικής βάσης στον τομέα των προϊόντων υψηλής προστιθέμενης αξίας.

2013: Με την ολοκλήρωση της επένδυσης της FULGOR, ο Όμιλος αναδεικνύεται σε έναν από τους λίγους διεθνώς παραγωγούς υποβρυχίων καλωδίων υψηλής τάσης.

### **3.1.2. Όραμα - Αποστολή – Αξίες της εταιρείας ΕΛΒΑΛΧΑΛΚΟΡ Α.Ε.**

Η δήλωση της αποστολής της εταιρείας σύμφωνα με την διοίκηση αποτυπώνεται παρακάτω:  
*«Η Halcor αναπτύσσεται με συνέπεια και υπευθυνότητα στη βάση μιας πελατοκεντρικής προσέγγισης. Διατηρεί μακροχρόνιες συνεργασίες με επιχειρήσεις και επαγγελματίες ως πάροχος εξειδικευμένων και αξιόπιστων λύσεων χαλκού. Φιλοδοξία της Halcor είναι να*

κατέχει και να διατηρεί σταθερά ηγετική θέση στον κλάδο παραγωγής σωλήνων χαλκού στην Ευρώπη. Η Halcor παρακολουθεί στενά την αγορά και αναπτύσσει συνέργειες προκειμένου να ανταποκρίνεται με επιτυχία στις εξειδικευμένες και συνεχώς μεταβαλλόμενες ανάγκες των πελατών της. Η Halcor, με σταθερή και υπεύθυνη εμπορική πολιτική υλοποιεί μια ξεκάθαρη στρατηγική που εστιάζει στην εξωστρέφεια, στην παραγωγική ευελιξία και στη διαρκή αναβάθμιση της ποιότητας και των παρεχόμενων λύσεων προς τους πελάτες της, χτίζοντας μακροχρόνιες σχέσεις εμπιστοσύνης. Επενδύοντας στην ανάπτυξη των εργαζομένων της, η Halcor υιοθετεί μία κουλτούρα συνεχούς βελτίωσης, αξιοποιώντας τη σύγχρονη τεχνολογία με έμφαση στην ποιότητα και στην ανταγωνιστικότητα. Αποστολή της Halcor είναι να διαθέτει καινοτόμα προϊόντα και λύσεις υψηλής ποιότητας και τεχνολογίας<sup>2</sup>».

Επίσης, η διοίκηση αποτυπώνει και το όραμα της επιχείρησης:

*«Όραμα της Halcor είναι να αποτελεί κορυφαίο σημείο αναφοράς στην παγκόσμια αγορά των σωλήνων χαλκού, λειτουργώντας υπεύθυνα με γνώμονα πάντα τη Βιώσιμη Ανάπτυξη, αναπτύσσοντας διαφοροποιημένα, ανταγωνιστικά και καινοτόμα προϊόντα και λύσεις υψηλής ποιότητας που βασίζονται σε νέες τεχνολογίες, και δημιουργώντας ολοένα μεγαλύτερη αξία για τους συμμετόχους της».*

Η λειτουργία της εταιρείας βασίζεται στις παρακάτω αξίες:

**Ακεραιότητα:** «Υπαρξη και ανάπτυξη με βάση την αξιοπιστία, στηριζόμενη στις σχέσεις που χτίζει εσωτερικά και εξωτερικά. Η υπευθυνότητα, η ακεραιότητα και η επιχειρηματική ηθική διακρίνουν όλες τις δραστηριότητες και τις συναλλαγές της.

**Σεβασμός:** Λειτουργεί σύμφωνα με τις αρχές της Βιώσιμης Ανάπτυξης με σεβασμό στον άνθρωπο, στο περιβάλλον, στην κοινωνία. Είτε αυτό αφορά στις εσωτερικές διαδικασίες, είτε στον σχεδιασμό και την ανάπτυξη προϊόντων, είτε στις σχέσεις που αναπτύσσει με συνεργάτες, προμηθευτές και τοπικές κοινωνίες.

**Αποτελεσματικότητα:** Ενεργεί με ομαδικότητα, αφοσίωση και δέσμευση απέναντι στον πελάτη. Αναπτύσσει πρωτοπόρες λύσεις και διατηρεί μακροχρόνιες σχέσεις συνεργασίας που βασίζονται στην εμπιστοσύνη, στη σωστή εξυπηρέτηση και στην παροχή εξατομικευμένων

---

<sup>2</sup><http://www.halcor.com/26/el/Orama-Apostoli-kai-Axies/>

υπηρεσιών και λύσεων. Έχοντας πάντα στο επίκεντρο της δραστηριότητας τον πελάτη, καταβάλλει κάθε προσπάθεια για συνεχή βελτίωση.

**Διαφάνεια:** Λειτουργεί με διαφάνεια, διατήρηση και ανάπτυξη ενός εργασιακού περιβάλλοντος ασφαλές, με σεβασμό στα ανθρώπινα δικαιώματα και προωθώντας τις ίσες ευκαιρίες. Διατηρεί και επιδιώκει ανοιχτή επικοινωνία με τις τοπικές κοινωνίες και όλους τους συμμετέχοντες<sup>3</sup>».

### **3.2. Παρουσίαση της εταιρείας ΕΛΒΑΛ Α.Ε.**

*«Η Elval αποτελεί τον τομέα έλασης αλουμινίου της ElvalHalcor A.E. και είναι μια από τις κορυφαίες εταιρίες του κλάδου, σε παγκόσμιο επίπεδο και η μοναδική στην Ελλάδα. Για περισσότερα από 40 χρόνια, η Elval αναγνωρίζεται ως ένας αξιόπιστος συνεργάτης και πρωτοπόρος παραγωγός προϊόντων αλουμινίου, με ευρύ χαρτοφυλάκιο προϊόντων υψηλής ποιότητας, για αγορές όπως η συσκευασία, οι κατασκευές, η ναυπηγική, η αυτοκινητοβιομηχανία, η ενέργεια, οι βιομηχανικές εφαρμογές και η θέρμανση – ψύξη - κλιματισμός (HVAC)».*

Η εταιρεία έχει δυναμική παρουσία και στο εξωτερικό σε 21 χώρες όπου και εξαγάγει το 80% της παραγωγής της. Οι χώρες που αγοράζουν τα προϊόντα της είναι περισσότερες από 60 και σύμφωνα με τις δηλώσεις των πελατών της ικανοποιεί πλήρως τις απαιτήσεις όλων των απαιτητικών διεθνών πελατών της. Σήμερα, η εταιρεία έχει διαμορφώσει με τέτοιο τρόπο τις εγκαταστάσεις της ώστε η παραγωγική δυναμικότητα της να φτάνει τους 28.000 τόνους αλουμινίου.

#### **3.2.1. Ιστορικά στοιχεία της εταιρείας ΕΛΒΑΛ ΑΕ**

1971 : Ξενικά η λειτουργία της εταιρείας Etem με εγκαταστάσεις στη βιομηχανική ζώνη της Μαγούλας.

1973: Ίδρυση της Elval και απορρόφηση του κλάδου αλουμινίου από τη ΒΙΟΧΑΛΚΟ.

---

<sup>3</sup><http://www.halcor.com/26/el/Orama-Apostoli-kai-Axies/>

1993: Εγκατάσταση νέου θερμού ελάστρου για πλάκες πλάτους μέχρι 2,5m στο εργοστάσιο της Elval στα Οινόφυτα.

1994: Η εταιρεία Etem εισάγει τις μετοχές της στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και την ίδια χρονιά εκφράζεται ενδιαφέρον για επέκταση στο εξωτερικό με την ίδρυση της Steelmet στη Σόφια Βουλγαρίας.

1996: Η εταιρεία Elval εισάγει τις μετοχές της στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και επεκτείνει τις δραστηριότητες της και στην παραγωγή φύλλων υψηλού μαγνησίου για ναυπηγικές χρήσεις.

1998: Εγκατάσταση νέας μονάδας συνεχούς χύτευσης στο εργοστάσιο της Elval στα Οινόφυτα.

1999: Εγκατάσταση νέας γραμμής βαφής φύλλων – ταινιών και λειτουργία νέου ελάστρου foil για ρόλους πλάτους μέχρι 2m στο εργοστάσιο της Elval στα Οινόφυτα.

2001: Εξαγορά από τη θυγατρική Bridgnorth Aluminium του κλάδου λιθογραφίας της Lawson Mardon Star στην Μ. Βρετανία. Την ίδια χρονιά ξεκινά την λειτουργία του νέου ψυχρού ελάστρου για ρόλους πλάτους μέχρι 2,5m στο εργοστάσιο της Elval στα Οινόφυτα και ξεκίνησαν και οι εργασίες για την κατασκευή νέων αποθηκευτικών εγκαταστάσεων της Etem στη Μαγούλα.

2003: Λειτουργία νέας μονάδας τήξης - χύτευσης για παραγωγή πλακών μήκους 9m στο εργοστάσιο της Elval στα Οινόφυτα.

2004: Υλοποίηση σημαντικών επενδύσεων στη θυγατρική Bridgnorth Aluminium με στόχο την αύξηση της παραγωγικής δυναμικότητας.

2007: Ίδρυση από κοινού με την ιαπωνική Furukawa-Sky Aluminium της εταιρίας Afsel, η οποία δραστηριοποιείται στην προώθηση προϊόντων σε βιομηχανίες εναλλακτών θερμότητας για την αυτοκινητοβιομηχανία.

2009: Η στρατηγική συνεργασία της Elval με τη Furukawa-Sky Aluminium ενισχύεται περαιτέρω μέσα από τη συμμετοχή της δεύτερης στο μετοχικό κεφάλαιο της Bridgnorth Aluminium με ποσοστό 25%.



2010: Ολοκληρώνεται το εκτεταμένο επενδυτικό πρόγραμμα στις εργοστασιακές εγκαταστάσεις των Οиноφύτων, διαμορφώνοντας την παραγωγική τους δυναμικότητα σε 240 χιλ. τόνους ετησίως. Ο Όμιλος ξεκινά τη διάθεση φύλλων αλουμινίου Elval Grain που χρησιμοποιούνται στην παραγωγή δαπέδων ψυκτικών θαλάμων φορτηγών ψυγείων.

2011: Πιστοποίηση του συστήματος Υγείας και Ασφάλειας της Elval σύμφωνα με το πρότυπο OHSAS 18001:2007.

2012: Επιτυχής ολοκλήρωση της διαδικασίας τυποποίησης για την αυτοκινητοβιομηχανία σύμφωνα με το πρότυπο ISO TS 16949:2009.

2013: Η Furukawa-Sky Aluminum, η μεγαλύτερη εταιρεία έλασης αλουμινίου της Ιαπωνίας, συγχωνεύεται με τη Sumitomo Light Metal Industries για τη δημιουργία της UACJ Corporation, με την οποία συνεχίζεται η στρατηγική συνεργασία με την Elval.

2015: Απόσχιση του κλάδου έλασης αλουμινίου της Elval και απορρόφηση από τη Συμετάλ, η οποία μετονομάστηκε σε Elval Ελληνική Βιομηχανία Αλουμινίου Α.Ε.

2016: Ολοκλήρωση της εσωτερικής αναδιάρθρωσης που ξεκίνησε το 2015, με την απόσχιση του κλάδου αλουμινίου foil, ο οποίος τώρα υπάγεται στη Συμετάλ, θυγατρική της Elval.

2017: Το Δεκέμβριο 2017, ιδρύεται η ElvalHalcor. Ολοκληρώνεται η συγχώνευση με την απορρόφηση της μη εισηγμένης στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών Ελβάλ (Elval) από την εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών Χαλκόρ (Halcor) και η νέα Εταιρία εισάγεται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών με την επωνυμία ElvalHalcor Ελληνική Βιομηχανία Χαλκού και Αλουμινίου Ανώνυμος Εταιρεία (ElvalHalcor).

### **3.2.2 Όραμα και αποστολή της εταιρείας**

Σύμφωνα με τις δηλώσεις της διοίκησης της εταιρείας το όραμα της αποτυπώνεται παρακάτω:

*«Η Elval έχει ως στόχο να βελτιώνει συνεχώς τη θέση της μεταξύ των πλέον σημαντικών παραγωγών προϊόντων ελάσεως αλουμινίου σε παγκόσμιο επίπεδο».*

Επίσης, η δήλωση αποστολής της εταιρείας είναι η παρακάτω:

*«Επενδύοντας σε έρευνα και ανάπτυξη και με την δημιουργία διεθνών συνεργασιών, η Elval επιδιώκει την τεχνολογική εξέλιξη και συνεχή βελτίωση του εξοπλισμού της δίνοντας ιδιαίτερη έμφαση στην ανάπτυξη καινοτόμων προϊόντων, με κινητήρια δύναμη το συνεχώς εξελισσόμενο ανθρώπινο δυναμικό της. Σταθερή επιδίωξη της Elval αποτελεί η Βιώσιμη Ανάπτυξη μέσω της διαρκούς ποιοτικής βελτίωσης των παραγόμενων προϊόντων και προσφερόμενων υπηρεσιών της σε όλους τους τομείς παρουσίας και δράσης της, προς όφελος του κοινωνικού συνόλου, της εθνικής οικονομίας, των πελατών και των μετόχων της<sup>4</sup>».*

### **3.3. Πολιτική για προστασία περιβάλλοντος στα πλαίσια της Βιώσιμης ανάπτυξης**

Η ΕΛΒΑΛΧΑΛΚΟΡ ΑΕ έχει επιλέξει να ακολουθεί μία αναπτυξιακή πολιτική, βασιζόμενη στις αρχές της Βιώσιμης Ανάπτυξης. Ο σεβασμός και η μέριμνα για το περιβάλλον αποτελούν κοινό παρονομαστή σε κάθε της δραστηριότητα.

Η προστασία του περιβάλλοντος αποτελεί καθήκον για την ElvalHalcor για αυτό και φροντίζει η επιχειρηματική της λειτουργία να είναι περιβαλλοντικά υπεύθυνη. Επιδιώκει τη συνετή και ορθολογική διαχείριση των περιβαλλοντικών θεμάτων που συνδέονται με τη δραστηριότητα της, εφαρμόζοντας μία σειρά από πρακτικές, διαδικασίες και συστήματα ελέγχου, με σκοπό τη συνεχή μείωση του περιβαλλοντικού αποτυπώματος:

- Υλοποιεί στοχευμένα προγράμματα περιβαλλοντικής διαχείρισης (π.χ. προγράμματα εξοικονόμησης ενέργειας, δράσεις και πρωτοβουλίες για τη μείωση των ατμοσφαιρικών εκπομπών, κ.α.).
- Επιδιώκει την ορθολογική χρήση των πρώτων υλών και των φυσικών πόρων και προωθεί την ανακύκλωση αλουμινίου και χαλκού.
- Εφαρμόζει ολοκληρωμένο σύστημα διαχείρισης αποβλήτων (με έμφαση στην πρόληψη για τον περιορισμό στην παραγωγής τους).

---

<sup>4</sup><https://www.elval.com/el/about-elval>

- Παρακολουθεί τις εξελίξεις στην τεχνολογία και αναβαθμίζει τακτικά τις υποδομές περιβαλλοντικής προστασίας.
- Εστιάζει στη συνεχή εκπαίδευση και ευαισθητοποίηση εργαζομένων και συνεργατών της Εταιρίας σε περιβαλλοντικά θέματα.

### Ολοκληρωμένη περιβαλλοντική διαχείριση

Ορθολογική χρήση φυσικών πόρων (νερό, ενέργεια, πρώτες ύλες)

Διαχείριση ατμοσφαιρικών εκπομπών

Διαχείριση αποβλήτων (στερεών και υδατικών)

Εφαρμογή μέτρων πρόληψης

Εικόνα 3.1: Ροή περιβαλλοντικής διαχείρισης

Πηγή: ΑΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΒΙΩΣΙΜΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ 2018 (elvalhalcor.com)

Συγκεκριμένα, το 2018 οι δαπάνες και επενδύσεις για την περιβαλλοντική προστασία ανήλθαν σε 6,8 εκ. ευρώ. Έχοντας ολοκληρώσει ένα μεγάλο επενδυτικό πρόγραμμα, πάνω από 26,8 εκ. ευρώ την περίοδο 2017-2018, αποδεικνύει στην πράξη τη βαρύτητα που δίνει στην υπεύθυνη περιβαλλοντική διαχείριση.

### **3.3.1 Εφαρμοσμένες περιβαλλοντικές πρακτικές**

Η Εταιρία λειτουργεί σεβόμενη τις αρχές της κυκλικής οικονομίας διασφαλίζοντας τη βέλτιστη διαχείριση φυσικών πόρων, την προώθηση της ανακύκλωσης των μετάλλων, την αξιοποίηση δευτερογενών πρώτων υλών και ακολουθώντας πρακτικές διάθεσης των απορριπτόμενων υλικών λαμβάνοντας υπόψη την «κυκλικότητα» της εργασίας διαχείρισης. Εφαρμόζοντας μία σειρά από πρακτικές, διαδικασίες και συστήματα ελέγχου, η ElvalHalcor επιτυγχάνει να διαχειρίζεται συστηματικά και ολοκληρωμένα τις επιπτώσεις στο φυσικό περιβάλλον με αποτελεσματικό τρόπο. Η διοίκηση της δεσμεύεται για την παροχή όλων των απαραίτητων μέσων και πόρων προκειμένου να εφαρμόζεται η ορθολογική και ολοκληρωμένη διαχείριση των περιβαλλοντικών θεμάτων.

#### **Πρώτες ύλες**

Οι βασικές πρώτες ύλες της Εταιρίας είναι το αλουμίνιο και ο χαλκός. Καθώς τα οφέλη της χρήσης σκραπ είναι σημαντικά (μείωση στην κατανάλωση ενέργειας, στις αέριες εκπομπές και στη χρήση νερού από την αντικατάσταση των πρωτογενών υλών), εστιάζει σε πρακτικές με σκοπό τη μέγιστη δυνατή αποδοτική χρήση των πρώτων υλών. Το σκραπ αλουμινίου και χαλκού αποτελεί μία εξαιρετικά χρήσιμη δευτερογενή πρώτη ύλη με μεγάλη περιβαλλοντική αξία.

#### **Χρήση σκραπ και προώθηση ανακύκλωσης αλουμινίου και χαλκού**

Η ElvalHalcor επιδιώκει και προωθεί την ανακύκλωση αλουμινίου και χαλκού. Το 11% του τομέα έλασης αλουμινίου στην παραγωγική διαδικασία προήλθε από ανακύκλωση σκραπ. Το 34% των μετάλλων που αναλώθηκαν στην παραγωγική διαδικασία του τομέα σωλήνων χαλκού προήλθαν από ανακυκλωμένα μέταλλα.

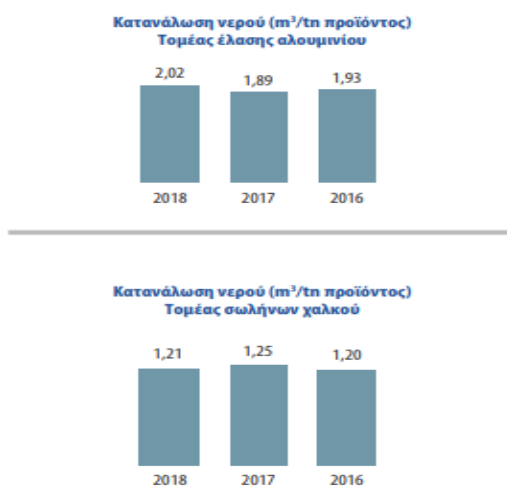
#### **Κυκλική οικονομία στη διαχείριση πλαστικών αποβλήτων (σκραπ)**

Ο τομέας σωλήνων χαλκού της ElvalHalcor παράγει μεγάλο εύρος προϊόντων με επίστρωση εργοστασιακής μόνωσης υψηλής απόδοσης από πολυαιθυλένιο (PE) και PVC σε διάφορους τύπους πλαστικών απλούς ή foam (Talos®). Μελετήθηκε ο ρυθμός με τον οποίο προκύπτουν

τα σκραπ πλαστικών στα αντίστοιχα εργοστάσια και οργανώθηκε η επαναχρησιμοποίησή τους σύμφωνα με ποιοτικές προδιαγραφές που τέθηκαν, ώστε να μπορεί να γίνεται η χρήση τους στην αντίστοιχη μηχανή. Το 2018 επαναχρησιμοποιήθηκαν 11.665 kg πλαστικού ΡΕ.

### **Χρήση νερού**

Εφαρμόζοντας την αρχή της πρόληψης σε όλο το εύρος των θεμάτων περιβαλλοντικής διαχείρισης, η προσέγγισή στον τομέα αυτό, εστιάζει σε προσπάθειες ελαχιστοποίησης της χρήσης νερού, ενώ όπου αυτό είναι εφικτό, εφαρμόζονται πρακτικές επαναχρησιμοποίησης του νερού στην παραγωγική μας διαδικασία.

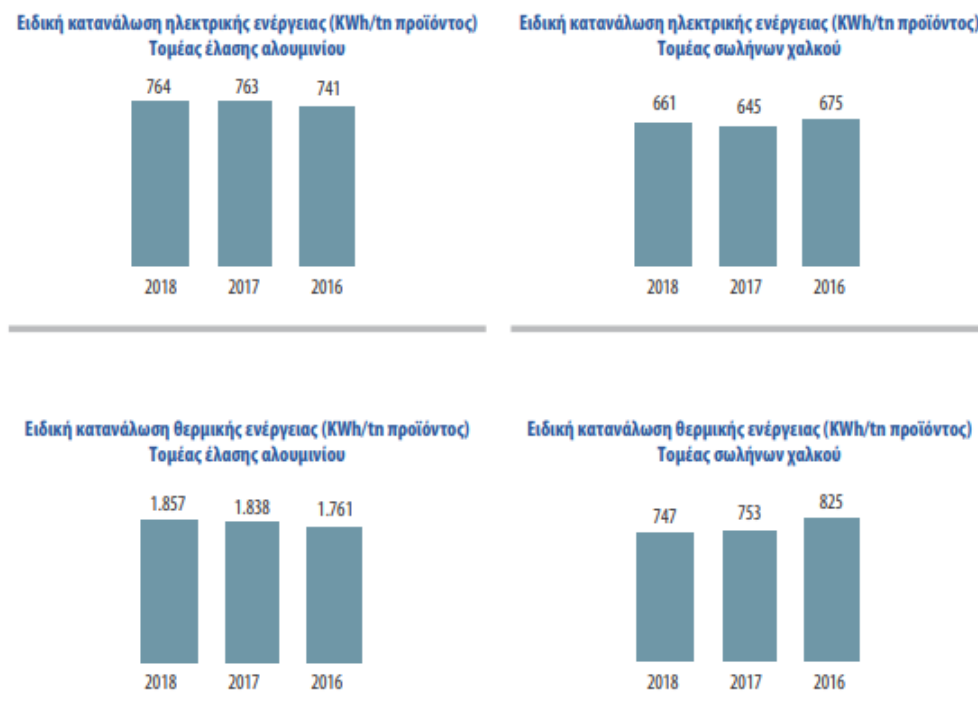


Εικόνα 3.2: Κατανάλωση νερού 2016-2018

Πηγή: ΑΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΒΙΩΣΙΜΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ 2018 (elvalhcor.com)

## Κατανάλωση ενέργειας

Η ElvalHalcor, με σκοπό τη συνεχή βελτίωση της ενεργειακής επίδοσης στο σύνολο των δραστηριοτήτων της, επενδύει συνεχώς σε εξοπλισμό υψηλής τεχνολογίας, σε έργα εξοικονόμησης ενέργειας, ενώ παράλληλα επιδιώκει την ορθολογική χρήση καυσίμων και τη βελτίωση της ενεργειακής απόδοσης.

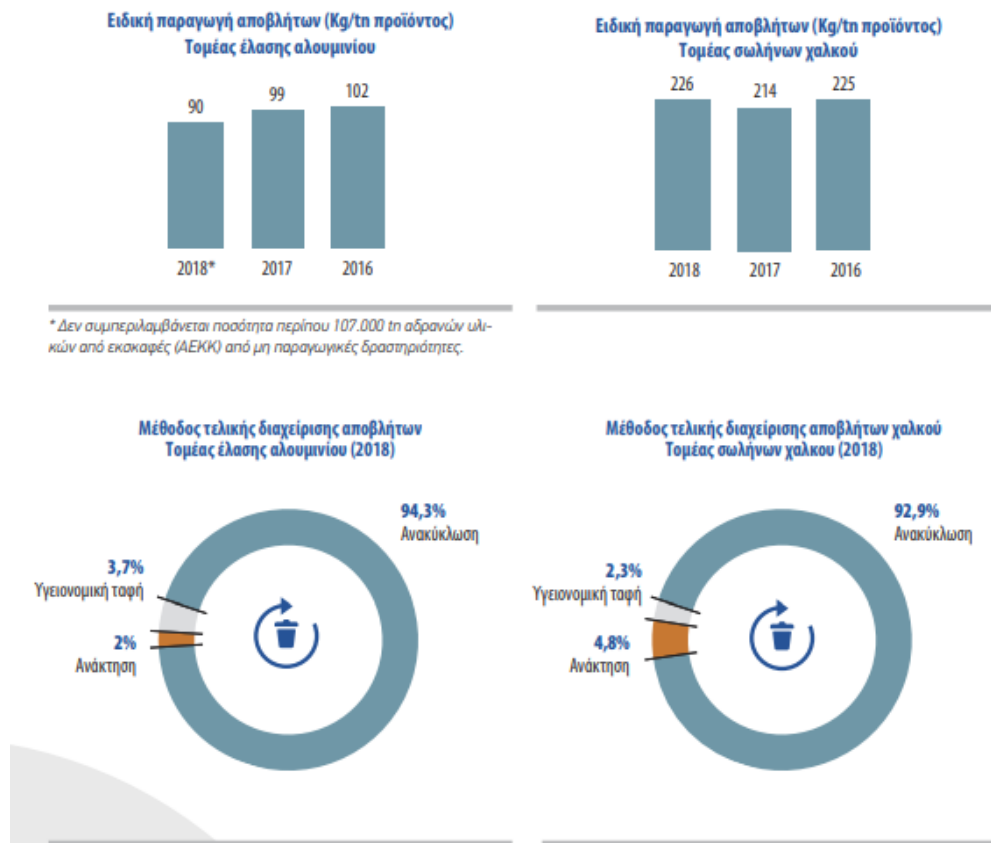


Εικόνα 3.3: Ειδική κατανάλωση ενέργειας 2016-2018

Πηγή: ΑΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΒΙΩΣΙΜΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ 2018 (elvalhalcor.com)

## Διαχείριση αποβλήτων

Η ElvalHalcor εφαρμόζει μία ολοκληρωμένη διαδικασία διαχείρισης αποβλήτων (από το στάδιο παραγωγής μέχρι το στάδιο διάθεσης), στόχος της οποίας είναι η μείωση του όγκου των παραγόμενων αποβλήτων. Εφαρμόζοντας Βέλτιστες Διαθέσιμες Πρακτικές διαχείρισης των αποβλήτων, το μεγαλύτερο μέρος των αποβλήτων που παράγονται οδηγούνται προς ανακύκλωση και ενεργειακή αξιοποίηση. Για τη διαχείριση όλων των ειδών των αποβλήτων, η ElvalHalcor συνεργάζεται αποκλειστικά και μόνο με κατάλληλα αδειοδοτημένες εταιρίες.



Εικόνα 3.4: Παραγωγή και διαχείριση αποβλήτων

Πηγή: ΑΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΒΙΩΣΙΜΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ 2018 (elvalhalcor.com)

Επιπλέον, η μονάδα επεξεργασίας Υγρών Αποβλήτων (ZLD) που λειτουργεί στις εγκαταστάσεις του τομέα έλασης αλουμινίου (Elval) εξυπηρετεί σε απόλυτο βαθμό όλη την ποσότητα των βιομηχανικών υδατικών αποβλήτων της ElvalHalcor και της θυγατρικής εταιρίας Fitco. Ο υπερσύγχρονος εξοπλισμός που διαθέτει, διασφαλίζει την απρόσκοπτη λειτουργία της μονάδας, επιτυγχάνοντας τον άκαμπτο στόχο για μηδενικές υπερβάσεις των αυστηρών ορίων της νομοθεσίας. Δεδομένης της απαίτησης για αδιάκοπη λειτουργία καθ' όλη τη διάρκεια του έτους, υλοποιείται σε εκτεταμένη βάση το πρόγραμμα προληπτικής συντήρησης του εξοπλισμού, που σε συνδυασμό με τις λειτουργικές δαπάνες ξεπέρασε τα 0,5 εκ. ευρώ, χωρίς σε αυτό να υπολογίζεται το κόστος των χημικών αναλύσεων, που για το 2018 ξεπέρασαν τα 0,2 εκ. ευρώ. Εφαρμόζοντας τις αρχές της ορθολογικής διαχείρισης αποβλήτων, η ιλύς (λάσπη) της φυσικοχημικής επεξεργασίας που προκύπτει από την επεξεργασία των υγρών αποβλήτων των γραμμών προεπίστρωσης, διατίθεται μέσω αδειοδοτημένης εταιρίας, προς ανάκτηση. Παραλήπτης είναι η βιομηχανία τσιμέντου, όπου η πλούσια σε θειικό ασβέστιο (γύψος) ιλύς, υφίσταται περαιτέρω επεξεργασία και υποκαθιστά

το υλικό αυτό, ως πρώτη ύλη στην εφοδιαστική της αλυσίδα, εξοικονομώντας με τον τρόπο αυτό φυσικούς πόρους στον κύκλο ζωής του παραγόμενου τσιμέντου.

### **3.3.2 Μοναδικές λύσεις και βιώσιμες τεχνολογίες**

Η ElvalHalcor διαθέτει εξειδικευμένα τμήματα Έρευνας, Ανάπτυξης και Τεχνολογίας και είναι σε θέση να αναπτύσσει μοναδικές λύσεις και προϊόντα υψηλής τεχνολογίας αλουμινίου και χαλκού προστιθέμενης αξίας για τους πελάτες της. Μερικές από τις πρωτοπόρες τεχνολογίες της είναι:

- Elval Solar Black: Πρόκειται για ταινία αλουμινίου με επίστρωση ειδικής βαφής σε μαύρο ματ χρώμα που τοποθετείται στον απορροφητή των συλλεκτών ηλιακής ενέργειας των θερμοσιφωνικών συστημάτων, επιτυγχάνοντας τη μέγιστη απορρόφηση της ηλιακής ακτινοβολίας.
- Green Alloy: Αποτελεί κράμα μετάλλων προερχόμενο κατά 100% από ανακυκλωμένο αλουμίνιο (σκραπ), με αποτέλεσμα να έχει ιδιαίτερα μικρό περιβαλλοντικό αποτύπωμα όσον αφορά στη διαδικασία παραγωγής του, σε σύγκριση με την παραγωγή αντίστοιχου προϊόντος από πρωτόχυτο αλουμίνιο. Η παραγωγή του “Green Alloy”, γίνεται από τον τομέα έλασης αλουμινίου της ElvalHalcor μέσω της αξιοποίησης σκραπ αλουμινίου και διατίθεται στην αγορά, για την παραγωγή πράσινων προϊόντων (Green products) από τον πελάτη.
- Talos® Form: Είναι ένας προηγμένος χάλκινος σωλήνας με εξαιρετική ικανότητα μορφοποίησης, ο οποίος χαρακτηρίζεται από την ικανότητα να διαμορφώνεται σε μορφές που απαιτούν υψηλό βαθμό επιμήκυνσης. Αυτή η προηγμένη ικανότητα σχηματισμού βρίσκει εφαρμογή στην κατασκευή κρίσιμων στοιχείων HVAC&R, όπως εξαρτήματα σύνδεσης για λέβητες, εξαρτήματα εναλλακτών θερμότητας και άλλα σύνθετα εξαρτήματα. Η χρήση του εξασφαλίζει υψηλότερη παραγωγικότητα, απαιτώντας μικρότερο αριθμό βημάτων σχηματισμού για να επιτευχθεί ακριβές και επιθυμητό σχήμα.
- Talos® XS: Ο τομέας σωλήνων χαλκού της ElvalHalcor με αφορμή την αυξανόμενη ανησυχία των περιβαλλοντικών επιπτώσεων των ψυκτικών ρευστών HFC καθώς και των αυστηρότερων περιβαλλοντικών κανονισμών, έχει κατασκευάσει τους σωλήνες Talos® XS οι οποίοι γίνονται από ειδικό κράμα χαλκού υψηλής αντοχής (CuFe2P) για να ικανοποιήσουν τις απαιτήσεις των σημερινών συστημάτων υψηλής πίεσης CO<sub>2</sub>



στην ψύξη, καθώς επίσης και σε άλλες εφαρμογές υψηλής πίεσης στη βιομηχανία HVAC&R (Heating, Ventilation, Air-Conditioning & Refrigeration). Ταυτόχρονα, οι σωλήνες Talos®XS κατασκευάζονται με συγκριτικά λεπτότερα τοιχώματα και έτσι επιτυγχάνεται ένα οικονομικό πλεονέκτημα που πληροί τον σχεδιασμό εξοπλισμού.

Ταυτόχρονα η ElvalHalcor προωθεί την έννοια της Βιώσιμης Ανάπτυξης και ενθαρρύνει τις θυγατρικές της εταιρίες να εφαρμόζουν πρακτικές υπεύθυνης λειτουργίας. Στη συνέχεια παρουσιάζονται κάποιες βιώσιμες τεχνολογίες αυτών.

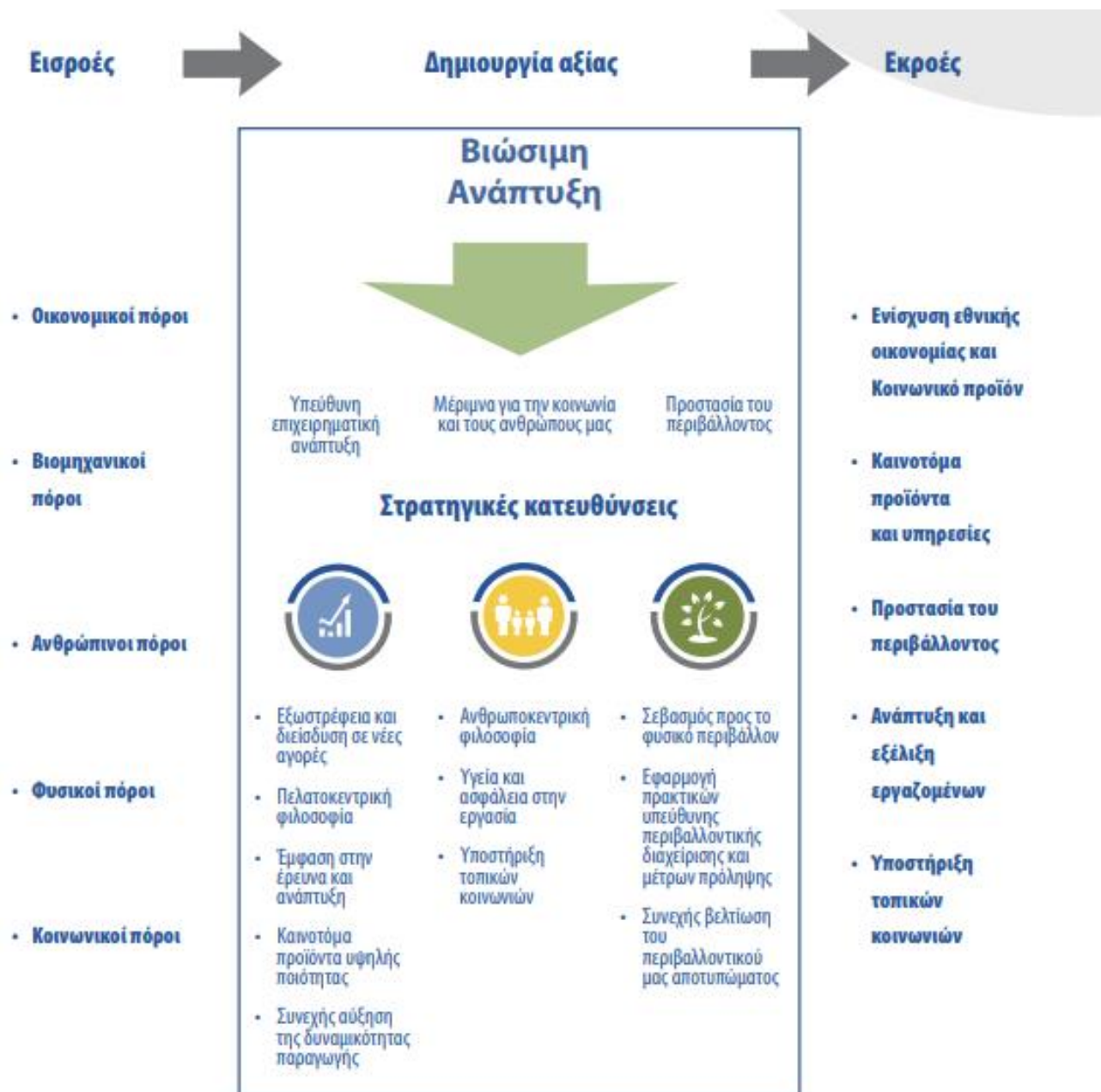
- Η Συμετάλ πραγματοποίησε σημαντικά βήματα προς την κατεύθυνση της ανάπτυξης τεχνολογίας παραγωγής battery foil, με στόχο την ηλεκτροκίνηση και την αποθήκευση ηλεκτρικής ενέργειας. Σύμφωνα με τις τελευταίες ενεργειακές εξελίξεις παγκοσμίως, αφενός η μετάβαση από τους κινητήρες εσωτερικής καύσης σε ηλεκτρικούς, αφετέρου η παραγωγή και αποθήκευση ηλεκτρικής ενέργειας σε οικιακές μπαταρίες και μικρά οικιστικά δίκτυα (microgrids) αναμένεται να έχει ραγδαία αύξηση μέσα στην επόμενη δεκαετία. Στόχος είναι η πλήρης επικράτηση της ηλεκτροκίνησης, αλλά και η εντονότερη εκμετάλλευση της ηλιακής ενέργειας μέσω φωτοβολταϊκών. Ως εκ τούτου, οι αγορές προετοιμάζονται εντατικά για την παραγωγή μεγάλων ποσοτήτων επαναφορτιζόμενων μπαταριών ιόντων λιθίου και super-capacitors. Αμφότερες οι τεχνολογίες αναμένεται να καλύψουν τις εντονότερες ανάγκες για αποθήκευση ηλεκτρικής ενέργειας - είτε εν κινήσει, είτε εν στάση. Το battery foil αποτελεί ένα από τα σημαντικότερα δομικά συστατικά των μπαταριών και super-capacitors, τοποθετούμενο όχι μόνο στην κάθοδο, αλλά και ως ερμητικό περίβλημα σε κάθε επιμέρους κελί αποθήκευσης ενέργειας.
- Η Fitco καινοτομεί σε προϊόντα με νέα κράματα ορειχάλκου με χαμηλή περιεκτικότητα σε μόλυβδο («Free Brass»). Οι σταδιακά αυστηρότεροι ευρωπαϊκοί και αμερικάνικοι κανονισμοί, σε συνδυασμό με μελέτες διαλυτοποίησης του μολύβδου στο πόσιμο νερό, έδωσαν το έναυσμα για την ανάπτυξη μη μολυβδούχων κραμάτων ορειχάλκου με μέγιστο επιτρεπτό όριο περιεκτικότητας 0,2% κατά βάρος σε μόλυβδο. Τα νέα κράματα ορειχάλκου με χαμηλή περιεκτικότητα σε μόλυβδο είναι πιστοποιημένα σύμφωνα με το πρότυπο NSF/ANSI 372-2011 και ενταγμένα στη λίστα του NSF. Επομένως, τα «Free Brass» κράματα, CW510L και CW511L, είναι κατάλληλα για χρήση σε εφαρμογές που υπάρχει επαφή με πόσιμο νερό (π.χ. βρύσες, υδραυλικά εξαρτήματα, σφυρήλατες βαλβίδες, κ.α.). Επιπλέον, τα αποκόμματα και τα γρέζια μπορούν να ανακυκλωθούν, χωρίς να υπάρχει πρόβλημα ανάμειξης με τα βασικά μολυβδούχα κράματα.

- Τέλος, η Fitco, παράγει το σύρμα από κράμα χαλκού UR30®, ειδικά σχεδιασμένο για εφαρμογές στις ιχθυοκαλλιέργειες. Το ειδικό αυτό κράμα χαλκού UR30® έχει ως βασικά του συστατικά τον χαλκό, τον ψευδάργυρο και τον κασσίτερο. Το σύρμα UR30® παίρνει τη μορφή πλέγματος σε ειδικές διαμορφωτικές μηχανές. Το πλέγμα είναι τύπου συνδέσμου-αλυσίδας και διατίθεται με τετράγωνα ανοίγματα και διατηρεί όλες τις φιλικές προς το περιβάλλον ιδιότητες του χαλκού, προσφέροντας μια ιδανική λύση για τη βιώσιμη ιχθυοκαλλιέργεια. Η υψηλή αντοχή, η ανθεκτικότητα στη διάβρωση και οι αντιρρυπαντικές ιδιότητες του χαλκού τον καθιστούν ένα ιδανικό υλικό για χρήση στην ιχθυοκαλλιέργεια. Προσφέροντας ένα καθαρότερο, πιο ασφαλές και υγιεινό περιβάλλον, το πλέγμα UR30® από κράμα χαλκού βελτιώνει την υγεία και την καλή διαβίωση των ιχθύων, προσφέροντας σημαντικά οικονομικά, περιβαλλοντικά και διαχειριστικά πλεονεκτήματα στη σύγχρονη ιχθυοκαλλιέργεια.

### **3.4. Επιλογή Εταιρείας και η Σχέση της με τη Βιοοικονομία**

Βάσει των όσων προαναφέρθηκαν στο Κεφάλαιο 3.3, η ΕΛΒΑΛΧΑΛΚΟΡ Α.Ε. λειτουργεί σεβόμενη τις αρχές της κυκλικής οικονομίας διασφαλίζοντας τη βέλτιστη διαχείριση φυσικών πόρων, την προώθηση της ανακύκλωσης των μετάλλων, την αξιοποίηση δευτερογενών πρώτων υλών και την εφαρμογή πρακτικών διάθεσης των απορριπτόμενων υλικών λαμβάνοντας υπόψη την «κυκλικότητα» της εργασίας διαχείρισης.

Έχει δεσμευτεί να λειτουργεί και να αναπτύσσεται ακολουθώντας αρχές και υπεύθυνες πρακτικές για ένα υγιές επιχειρείν. Η Βιώσιμη Ανάπτυξη αποτελεί αναπόσπαστο μέρος του επιχειρησιακού της μοντέλου, των επιχειρηματικών της πρακτικών και της εταιρικής της κουλτούρας. Το υπεύθυνο προφίλ και οι στρατηγικές της εταιρείας διαφαίνονται στην Εικόνα 3.5.



Εικόνα 3.5: Στρατηγικές κατευθύνσεις για βιώσιμη ανάπτυξη

Πηγή: ΑΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΒΙΩΣΙΜΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ 2018 (elvalhalcor.com)

Η εταιρεία θέτει στρατηγικές προτεραιότητες οι οποίες επικεντρώνονται στους ακόλουθους άξονες Βιώσιμης Ανάπτυξης της:

- **Οικονομική Ανάπτυξη και Εταιρική Διακυβέρνηση:** Η Εταιρία στοχεύει στην επίτευξη θετικών οικονομικών αποτελεσμάτων, εφαρμόζει σύστημα χρηστής εταιρικής διακυβέρνησης, αξιολογεί και διαχειρίζεται τους επιχειρηματικούς κινδύνους με σκοπό τη

διασφάλιση των συμφερόντων των μετόχων. Αναπτύσσει διαδικασίες και λαμβάνει μέτρα τόσο για την ενίσχυση της διαφάνειας, όσο και για την παρεμπόδιση και καταπολέμηση της διαφθοράς.

- **Αγορά:** Η Εταιρία στοχεύει στη βέλτιστη και ολοκληρωμένη ικανοποίηση των πελατών και επενδύει στην έρευνα και ανάπτυξη, με σκοπό την παροχή νέων προϊόντων και λύσεων υψηλής ποιότητας και προστιθέμενης αξίας, βελτιώνοντας έτσι παράλληλα τη θέση της στο συνεχώς εξελισσόμενο επιχειρηματικό περιβάλλον. Επιπρόσθετα, η Εταιρία αναμένει υπεύθυνη επιχειρηματική συμπεριφορά από τους προμηθευτές και συνεργάτες της.
- **Ανθρώπινο Δυναμικό - Υγεία και Ασφάλεια στην Εργασία:** Η Εταιρία σέβεται και υποστηρίζει τα διεθνώς αναγνωρισμένα ανθρώπινα δικαιώματα και εφαρμόζει πολιτικές δίκαιης ανταμοιβής, αξιοκρατίας και ίσων ευκαιριών για το σύνολο του ανθρώπινου δυναμικού της, χωρίς καμία διάκριση και με σεβασμό στη διαφορετικότητα. Παράλληλα, προσφέρει ευκαιρίες για εξέλιξη μέσω συνεχούς εκπαίδευσης και συστηματικής αξιολόγησης του ανθρώπινου δυναμικού της. Υψηλής σπουδαιότητας αποτελεί για την Εταιρία η φροντίδα για την παροχή ενός υγιούς και ασφαλούς εργασιακού περιβάλλοντος.
- **Περιβάλλον:** Η Εταιρία στον τομέα της περιβαλλοντικής διαχείρισης εφαρμόζει την αρχή της πρόληψης και πραγματοποιεί συστηματικές ενέργειες προκειμένου να ελαχιστοποιείται το περιβαλλοντικό της αποτύπωμα.
- **Τοπική Κοινωνία:** Η Εταιρία βρίσκεται στο πλευρό της τοπικής κοινωνίας και ανταποκρίνεται με ευαισθησία σε θέματα που την απασχολούν έχοντας αναπτύξει μία στενή σχέση που βασίζεται στο διάλογο και τη συνεργασία. Σχεδιάζει και υλοποιεί δράσεις που ανταποκρίνονται στις βασικές ανάγκες της κοινωνίας, σε ζητήματα εργασίας, ανάπτυξης, εκπαίδευσης, υγείας, περιβάλλοντος, και πολιτισμού. Ενθαρρύνει τον εθελοντισμό και υποστηρίζει πρωτοβουλίες για τη βιώσιμη ανάπτυξη της τοπικής κοινωνίας.

Συμπερασματικά, η παραγωγή προϊόντων υψηλής και πρωτοπόρας τεχνολογίας φιλικής προς το περιβάλλον θέτει την εταιρεία στον ευρύ άξονα της ανάπτυξης της βιοοικονομίας, της βιωσιμότητας και της πράσινης επιχειρηματικότητας. Εφαρμόζονται οι Βέλτιστες Διαθέσιμες Τεχνικές (Best Available Techniques –BAT) για την μείωση του περιβαλλοντικού

αποτυπώματος και προωθείτε η βιώσιμη χρήση των φυσικών πόρων και η ανακύκλωση υλικών σε όλο το φάσμα των παραγωγικών λειτουργιών της.

### 3.5. Παρουσίαση Βασικών Οικονομικών Στοιχείων της Εταιρείας

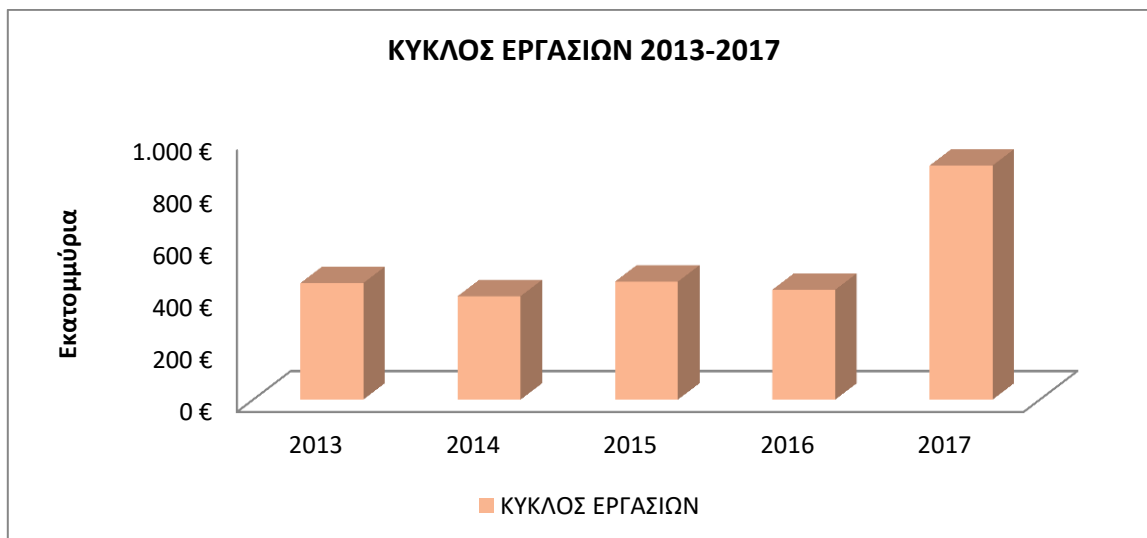
Οι πωλήσεις της εταιρείας διαμορφώνονται από την πώληση των προϊόντων η εξέλιξη των οποίων αλλά και συνολικά την τελευταία τετραετία όπως φαίνεται από το παρακάτω γράφημα είναι:



*Πηγή: Ιδίας Επεξεργασίας*

*Διάγραμμα 3.1  
Πωλήσεις Κατά Τομέα*

Κατόπιν ακολουθεί το σύνολο των ακαθαρίστων εσόδων της εταιρείας για την πενταετία 2013-2017:



*Πηγή: Ιδίας Επεξεργασίας*

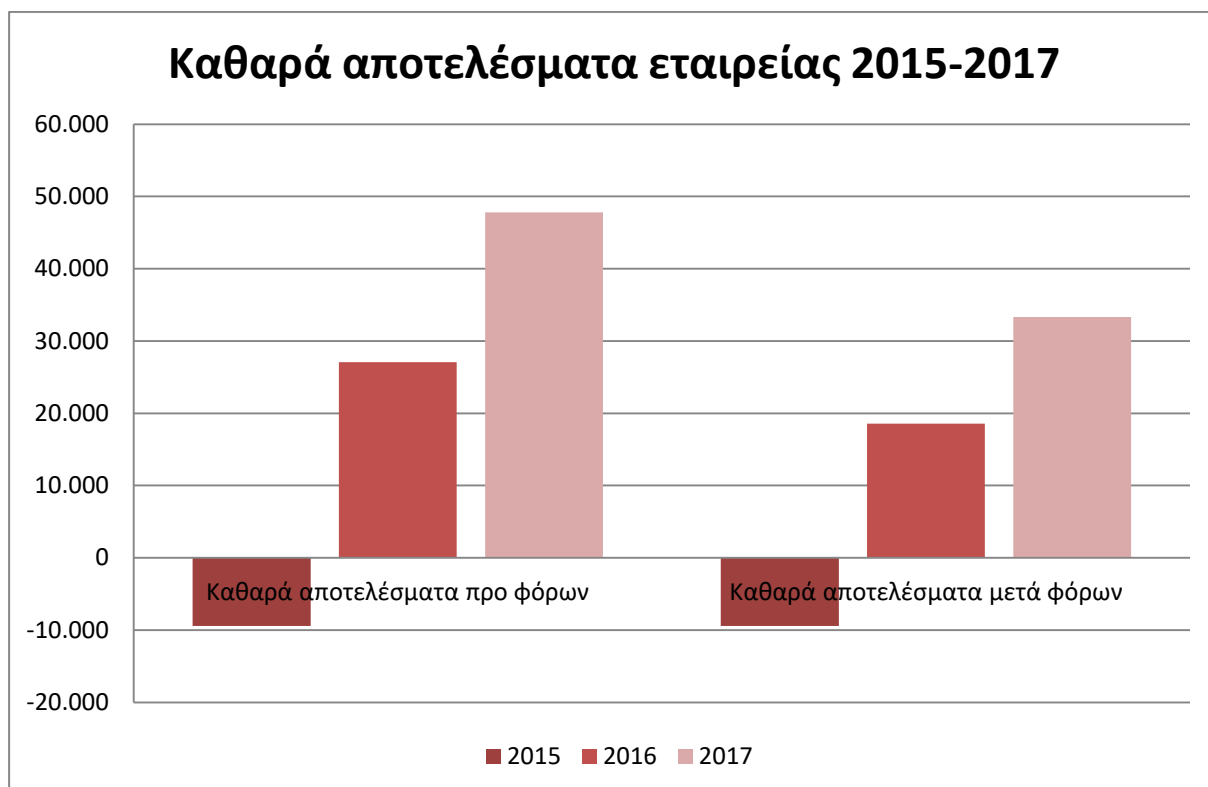
*Διάγραμμα 3.2*

*Κύκλος Εργασιών 2013-2017*

Η εταιρεία παρουσιάζει αύξηση των πωλήσεων της στο σύνολο των δραστηριοτήτων της. Εμφανώς εντονότερες ωστόσο είναι οι πωλήσεις οι οποίες προέρχονται εκ των εμπορευμάτων και προϊόντων της.

Οι πωλήσεις των προϊόντων της το 2015 αποτελούν το 96,00% των συνολικών πωλήσεων και είναι μειωμένες σε σχέση με την επόμενη χρήση, 2016, όπου οι αντίστοιχες πωλήσεις παρουσιάζουν αποτελούν το 99,00% των συνολικών πωλήσεων. Σημαντικό στοιχείο αποτελεί ότι το ποσοστό αυτό διατηρήθηκε αμετάβλητο και στην χρήση του 2017.

Στο σημείο αυτό πρέπει να αναλυθεί και το καθαρό αποτέλεσμα προ φόρων και μετά φόρων για την συγκεκριμένη χρονική περίοδο.



*Πηγή: Ιδίας Επεξεργασίας*

*Διάγραμμα 3.3  
Καθαρά Αποτελέσματα Εταιρείας 2015-2017*

Από τα παραπάνω στοιχεία παρατηρείται ότι το αποτέλεσμα της εταιρείας κατά την χρήση 2015 ήταν αρνητικό σε αντίθεση με τις άλλες χρήσεις όπου η εταιρεία παρουσίασε πολύ σημαντική αύξηση των καθαρών αποτελεσμάτων της. Στο σημείο αυτό πρέπει να σημειωθεί ότι το έξοδο του φόρου της εταιρείας αποτελεί ένα σημαντικό ποσοστό καθώς για την χρήση 2017 αποτελεί το 43,00% των συνολικών καθαρών αποτελεσμάτων της και αντίστοιχα στην χρήση 2016 το ποσοστό αυτό ανέρχεται στο 46,00%.

Σε επίπεδο όγκων το 2017, οι πωλήσεις του τομέα χαλκού είχαν σημαντική αύξηση, κατά 15,4% έναντι της χρήσης 2016. Επιπλέον η αύξηση της μέσης τιμής του χαλκού κατά 24% και του ψευδαργύρου κατά 35% συντέλεσαν στην ακόμα υψηλότερη αύξηση του κύκλου εργασιών του τομέα που ανήλθε σε 923 εκ. ευρώ.

Οι πωλήσεις σωλήνων χαλκού συνέχισαν να αυξάνονται σε υψηλότερους ρυθμούς από την ζήτηση, παρά την επιβολή δασμών anti-dumping<sup>5</sup> στην αγορά της Τουρκίας στο τέλος του έτους. Τα προϊόντα έλασης χαλκού και κραμάτων του για βιομηχανικές χρήσεις είχαν σημαντικούς ρυθμούς αύξησης, ως αποτέλεσμα της υψηλής αύξησης της παγκόσμια ζήτησης αλλά και της συνεχούς βελτίωσης που επιτεύχθηκε στην ποιότητα και σε άλλους τομείς της θυγατρικής SofiaMed.

Αντίθετα, πτώση σημειώθηκε στα προϊόντα έλασης χαλκού για εφαρμογές στέγασης, ως αποτέλεσμα της συνεχόμενης υποκατάστασης του χαλκού την εφαρμογή αυτή, που αποτελεί πλέον μικρό μέρος των πωλήσεών μας. Ο κλάδος κέρδισε σημαντικές ποσότητες στην αγορά των σωλήνων ορειχάλκου, καθώς ανταγωνιστής στην Ιταλία σταμάτησε την παραγωγή του στον κλάδο αυτό. Η θυγατρική εταιρεία Fitco κέρδισε το μεγαλύτερο μέρος αυτών των ποσοτήτων και επικεντρώθηκε σε αυτά και άλλα προϊόντα υψηλότερης προστιθέμενης αξίας, διατηρώντας τις πωλήσεις ράβδων ορειχάλκου σταθερές.

Οι πωλήσεις σωλήνων αποτέλεσαν το 44%, τα προϊόντα έλασης το 31% σε ανοδική πορεία έναντι της προηγούμενης χρήσης, οι λάμες χαλκού το 15% στα ίδια επίπεδα με πέρυσι και οι ράβδοι και σωλήνες ορειχάλκου το 10%.

### **3.6. Κυριότεροι Κίνδυνοι και Αβεβαιότητες**

Ο Όμιλος εκτίθεται στους παρακάτω κινδύνους από τη χρήση των χρηματοοικονομικών του μέσων:

#### **Πιστωτικός κίνδυνος**

Η έκθεση του Ομίλου σε πιστωτικό κίνδυνο επηρεάζεται κυρίως από τα χαρακτηριστικά κάθε πελάτη. Τα δημογραφικά στοιχεία της πελατειακής βάσης του Ομίλου, συμπεριλαμβανομένου του κινδύνου αθέτησης πληρωμών που χαρακτηρίζει τη συγκεκριμένη

---

<sup>5</sup> Δασμοί anti dumping είναι οι δασμοί που επιβάλλονται σε εισαγόμενα προϊόντα με ασυνήθιστα χαμηλές τιμές ώστε να προστατευτεί η εγχώρια βιομηχανία από τον αθέμιτο ανταγωνισμό.



αγορά και τη χώρα στην οποία λειτουργούν οι πελάτες, επηρεάζουν λιγότερο τον πιστωτικό κίνδυνο καθώς δεν παρατηρείται γεωγραφική συγκέντρωση πιστωτικού κινδύνου. Κανένας πελάτης δεν ξεπερνά το 10% των πωλήσεων (εταιρικών ή Ομίλου) και επομένως ο εμπορικός κίνδυνος είναι κατανεμημένος σε μεγάλο αριθμό πελατών. Το Διοικητικό Συμβούλιο έχει θέσει μια πιστωτική πολιτική βάσει της οποίας κάθε νέος πελάτης εξετάζεται σε ατομική βάση για την πιστοληπτική του ικανότητα πριν του προταθούν οι συνήθεις όροι πληρωμών (Karlan & Mikes, 2012).

Ο έλεγχος πιστοληπτικής ικανότητας που πραγματοποιεί ο Όμιλος περιλαμβάνει την εξέταση τραπεζικών πηγών. Πιστωτικά όρια ορίζονται για κάθε πελάτη, τα οποία επανεξετάζονται ανάλογα με τις τρέχουσες συνθήκες και αναπροσαρμόζονται, αν απαιτηθεί, οι όροι πωλήσεων και εισπράξεων. Τα πιστωτικά όρια των πελατών κατά κανόνα καθορίζονται με βάση τα ασφαλιστικά όρια που λαμβάνονται για αυτούς από τις ασφαλιστικές εταιρείες και εν συνεχεία διενεργείται ασφάλιση των απαιτήσεων βάσει των ορίων αυτών. Κατά την παρακολούθηση του πιστωτικού κινδύνου των πελατών, οι πελάτες ομαδοποιούνται ανάλογα με τα πιστωτικά χαρακτηριστικά τους, τα χαρακτηριστικά ενηλικίωσης των απαιτήσεων τους και τα τυχόν προηγούμενα προβλήματα εισπραξιμότητας που έχουν επιδείξει.

Οι πελάτες και οι λοιπές απαιτήσεις περιλαμβάνουν κυρίως πελάτες χονδρικής του Ομίλου. Οι πελάτες που χαρακτηρίζονται ως «υψηλού ρίσκου» τοποθετούνται σε ειδική κατάσταση πελατών και μελλοντικές πωλήσεις πρέπει να προεισπράττονται και να εγκρίνονται από το Διοικητικό Συμβούλιο. Ανάλογα με το ιστορικό του πελάτη και την ιδιότητα του, ο Όμιλος για την εξασφάλιση των απαιτήσεων του ζητά, όπου αυτό είναι δυνατό, εμπράγματα ή άλλες εξασφαλίσεις (π.χ. εγγυητικές επιστολές). Ο Όμιλος καταχωρεί πρόβλεψη απομείωσης που αντιπροσωπεύει την εκτίμηση του για ζημίες σε σχέση με τους πελάτες, τις λοιπές απαιτήσεις και τις επενδύσεις σε χρεόγραφα.

Η πρόβλεψη αυτή αποτελείται κυρίως από ζημίες απομείωσης συγκεκριμένων απαιτήσεων που εκτιμώνται βάσει των δεδομένων συνθηκών ότι θα πραγματοποιηθούν αλλά δεν έχουν ακόμα οριστικοποιηθεί.

### **Επενδύσεις**

Οι επενδύσεις ταξινομούνται από τον Όμιλο με βάση το σκοπό για τον οποίο αποκτήθηκαν. Η Διοίκηση αποφασίζει την κατάλληλη ταξινόμηση της επένδυσης κατά το χρόνο απόκτησης της και επανεξετάζει την ταξινόμηση σε κάθε ημερομηνία παρουσίασης (Karlan & Mikes, 2012).

Η Διοίκηση εκτιμά ότι δεν θα υπάρξει φαινόμενο αθέτησης πληρωμών για τις επενδύσεις αυτές.

### **Εγγυήσεις**

Ο Όμιλος έχει ως πολιτική να μην παρέχει χρηματοοικονομικές εγγυήσεις, παρά μόνο και κατ' εξαίρεση, με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου. Οι εγγυήσεις που έχει δώσει Όμιλος δεν ενέχουν σημαντικό κίνδυνο (Karlan & Mikes, 2012).

### **Κίνδυνος ρευστότητας**

Ο κίνδυνος ρευστότητας συνίσταται στον κίνδυνο ο Όμιλος να μη δύναται να εκπληρώσει τις χρηματοοικονομικές του υποχρεώσεις όταν αυτές λήγουν. Η προσέγγιση που υιοθετεί ο Όμιλος για τη διαχείριση της ρευστότητας είναι να διασφαλίζει, μέσω διακράτησης ταμειακών διαθεσίμων και επαρκών πιστωτικών ορίων από τις συνεργαζόμενες τράπεζες, ότι πάντα θα έχει αρκετή ρευστότητα για να εκπληρώνει τις υποχρεώσεις του όταν αυτές λήγουν, κάτω από συνήθεις αλλά και δύσκολες συνθήκες, χωρίς να υφίστανται μη αποδεκτές ζημιές ή να διακινδυνεύει η φήμη του Ομίλου.

Σημειώνεται ότι στις 31 Δεκεμβρίου 2017, ο Όμιλος διέθετε ποσό Ευρώ 41,4 εκατ. σε ρευστά διαθέσιμα και η Εταιρεία ποσό Ευρώ 32,6 εκατ. Καθώς και τις απαραίτητες εγκεκριμένες αλλά μη χρησιμοποιημένες δανειακές γραμμές, ώστε να μπορεί εύκολα να εξυπηρετεί τις βραχυπρόθεσμες και μεσοπρόθεσμες υποχρεώσεις του. Για τους σκοπούς των επενδύσεων ο Όμιλος και η Εταιρεία φροντίζουν για την λήψη πρόσθετων δανείων όπου απαιτείται.

Επιπλέον, ο Όμιλος πραγματοποιεί συζητήσεις με τις τράπεζες για την έγκαιρη αναχρηματοδότηση δανείων λήξης. Για την αποφυγή των κινδύνων ρευστότητας ο Όμιλος διενεργεί πρόβλεψη ταμειακών ροών για περίοδο έτους κατά τη σύνταξη του ετήσιου προϋπολογισμού, και μηνιαία κυλιόμενη πρόβλεψη τριών μηνών έτσι ώστε να εξασφαλίζει ότι διαθέτει αρκετά ταμειακά διαθέσιμα για να καλύψει τις λειτουργικές του ανάγκες, συμπεριλαμβανομένης της κάλυψης των χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων του. Η πολιτική αυτή δε λαμβάνει υπόψη της τη σχετική επίδραση από ακραίες συνθήκες που δεν μπορούν να προβλεφθούν (Karlan & Mikes, 2012).

### **Κίνδυνος αγοράς**

Ο κίνδυνος αγοράς συνίσταται στον κίνδυνο των αλλαγών σε τιμές πρώτων υλών, συναλλαγματικές ισοτιμίες και επιτόκια που επηρεάζουν τα αποτελέσματα του Ομίλου ή την αξία των χρηματοοικονομικών του μέσων (Karlan & Mikes, 2012).

Ο σκοπός της διαχείρισης κινδύνου από τις συνθήκες της αγοράς είναι να ελέγχει την έκθεση του Ομίλου στους κινδύνους αυτούς στο πλαίσιο αποδεκτών παραμέτρων, με παράλληλη βελτιστοποίηση των αποδόσεων. Ο Όμιλος διενεργεί συναλλαγές επί παράγωγων χρηματοοικονομικών μέσων ώστε να αντισταθμίσει μέρος των κινδύνων από τις συνθήκες της αγοράς. Κίνδυνος Διακύμανσης Τιμών Πρώτων Υλών Μετάλλου (αλουμίνιο, χαλκός, ψευδάργυρος, λοιπά μέταλλα). Ο Όμιλος βασίζεται τόσο τις αγορές όσο και τις πωλήσεις του σε χρηματιστηριακές τιμές / δείκτες για τη τιμή του χαλκού και των λοιπών μετάλλων που χρησιμοποιεί και εμπεριέχονται στα προϊόντα του.

Ο κίνδυνος από τη διακύμανση των τιμών των μετάλλων καλύπτεται με πράξεις αντιστάθμισης κινδύνου (hedging) (συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης –futures –στο LondonMetal Exchange -LME). Ο Όμιλος όμως δεν καλύπτει με πράξεις αντιστάθμισης κινδύνου (hedging) όλο το βασικό απόθεμα λειτουργίας του με αποτέλεσμα τυχόν πτώση των τιμών μετάλλων να μπορεί να επηρεάσει αρνητικά τα αποτελέσματά του μέσω υποτίμησης των αποθεμάτων (Karlan & Mikes, 2012).

### **Συναλλαγματικός κίνδυνος**

Ο Όμιλος είναι εκτεθειμένος σε συναλλαγματικό κίνδυνο στις πωλήσεις και αγορές που πραγματοποιεί και στα δάνεια που έχουν εκδοθεί σε νόμισμα άλλο από το λειτουργικό νόμισμα των εταιρειών του Ομίλου, το οποίο είναι κυρίως το Ευρώ. Τα νομίσματα στα οποία πραγματοποιούνται αυτές οι συναλλαγές είναι κυρίως το Ευρώ, το δολάριο ΗΠΑ, η στερλίνα και άλλα νομίσματα της Ν.Α. Ευρώπης. Διαχρονικά ο Όμιλος αντισταθμίζει μέρος της εκτιμώμενης έκθεσης του σε ξένα νομίσματα σε σχέση με τις προβλεπόμενες πωλήσεις και αγορές καθώς και το μεγαλύτερο μέρος από τις απαιτήσεις και υποχρεώσεις σε ξένο νόμισμα κατά την στιγμή δημιουργίας του κινδύνου.

Ο Όμιλος κυρίως συνάπτει συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης συναλλάγματος με εξωτερικούς αντισυμβαλλόμενους για την αντιμετώπιση του κινδύνου μεταβολής των συναλλαγματικών ισοτιμιών τα οποία λήγουν κατά κύριο λόγο σε λιγότερο από ένα χρόνο από την ημερομηνία του ισολογισμού. Όταν κριθεί απαραίτητο, τα συμβόλαια αυτά ανανεώνονται κατά τη λήξη τους. Κατά περίπτωση ο συναλλαγματικός κίνδυνος μπορεί να καλύπτεται και με την λήψη δανείων στα αντίστοιχα νομίσματα. Οι τόκοι των δανείων είναι σε νόμισμα που δε διαφέρει από αυτό των ταμειακών ροών που προκύπτει από τις λειτουργικές δραστηριότητες του Ομίλου, κυρίως το Ευρώ. Οι επενδύσεις του Ομίλου σε θυγατρικές του εξωτερικού δεν αντισταθμίζονται, διότι αυτές οι συναλλαγματικές θέσεις θεωρούνται ότι είναι μακροχρόνιας φύσης (Kaplan & Mikes, 2012).

### **Κίνδυνος επιτοκίων**

Ο Όμιλος χρηματοδοτεί τις επενδύσεις του καθώς και τις ανάγκες του σε κεφάλαια κίνησης μέσω τραπεζικού δανεισμού και ομολογιακών δανείων. Ως εκ τούτου τα οικονομικά του αποτελέσματα προ φόρων και τόκων επιβαρύνονται με χρεωστικούς τόκους. Αυξητικές τάσεις στα επιτόκια θα έχουν αρνητική επίπτωση στα αποτελέσματα καθώς ο Όμιλος θα επιβαρύνεται με επιπλέον κόστος δανεισμού. Ο κίνδυνος επιτοκίων μετριάζεται καθώς μέρος του δανεισμού του Ομίλου είναι με σταθερά επιτόκια (Kaplan & Mikes, 2012).

### **Διαχείριση κεφαλαίου**

Η πολιτική του Ομίλου συνίσταται στη διατήρηση μιας ισχυρής βάσης κεφαλαίου, ώστε να διατηρεί την εμπιστοσύνη των επενδυτών, πιστωτών και της αγοράς στον Όμιλο και να επιτρέπει την μελλοντική ανάπτυξη των δραστηριοτήτων του Ομίλου. Το Διοικητικό Συμβούλιο παρακολουθεί την απόδοση του κεφαλαίου, την οποία ορίζει ο Όμιλος ως τα καθαρά αποτελέσματα διαιρεμένα με το σύνολο της καθαρής θέσης και δικαιώματα μειοψηφίας. Το Διοικητικό Συμβούλιο επίσης παρακολουθεί το ύψος των μερισμάτων στους μετόχους κοινών μετοχών.

Το Διοικητικό Συμβούλιο προσπαθεί να διατηρεί μια ισορροπία μεταξύ υψηλότερων αποδόσεων που θα ήταν εφικτές με υψηλότερα επίπεδα δανεισμού και των πλεονεκτημάτων και της ασφάλειας που θα παρείχε μια ισχυρή και υγιής κεφαλαιακή θέση. Ο Όμιλος δεν διαθέτει ένα συγκεκριμένο πλάνο αγοράς ιδίων μετοχών. Δεν υπήρξαν αλλαγές στην προσέγγιση που υιοθετεί ο Όμιλος σχετικά με τη διαχείριση κεφαλαίου κατά τη διάρκεια της χρήσης (Karlan & Mikes, 2012).

### **Μακροοικονομικό περιβάλλον**

Στα πλαίσια της προαναφερθείσας ανάλυσης, ο Όμιλος και η Εταιρεία έχει αξιολογήσει τις τυχόν επιπτώσεις που μπορεί να υπάρξουν στην διαχείριση των χρηματοοικονομικών κινδύνων λόγω των μακροοικονομικών συνθηκών στις αγορές που δραστηριοποιείται.

Λαμβάνοντας όμως υπ' όψη: 1. την φύση των δραστηριοτήτων του Ομίλου ΕΛΒΑΛΧΑΛΚΟΡ, ως εξαγωγικών κατά το μεγαλύτερο μέρος, ενδεικτικά σε επίπεδο Ομίλου για το κλειόμενο φορολογικό έτος και σε ετησιοποιημένη βάση το 92,6% του κύκλου εργασιών είχε εξαγωγικό χαρακτήρα, 2. τη χρηματοοικονομική κατάσταση τόσο της Εταιρείας όσο και του Ομίλου, 3. την παραγωγική δυνατότητα των μονάδων είναι εμφανές ότι υπάρχουν επαρκείς χρηματοροές για να καλύψουν τις εισαγωγές υλών και υλικών οι οποίες είναι απαραίτητες για την παραγωγή. Η διαθεσιμότητα και οι τιμές των βασικών πρώτων υλών ακολουθούν και καθορίζονται από τη διεθνή αγορά και συνεπώς δεν επηρεάζονται από την εγχώρια κατάσταση στην Ελλάδα ή σε κάποια άλλη μεμονωμένη χώρα.

Στο σημείο αυτό πρέπει να τονιστεί ότι οι περισσότεροι από τους ανταγωνιστές της εταιρείας στο χαλκό λειτουργούν εντός της Ευρωζώνης και θα αντιδράσουν στις διακυμάνσεις του συναλλάγματος, οι οποίες πρόκειται να γνωρίσουν μεγαλύτερη ένταση κατόπιν της εξόδου του Ηνωμένου Βασιλείου από την ευρωζώνη (Karlan & Mikes, 2012).

Ειδικότερα, σχετικά με την επιβολή δασμών στις εισαγωγές αλουμινίου, η διοίκηση του Ομίλου και της Εταιρείας παρακολουθεί στενά τις εξελίξεις και βρίσκεται σε φάση εκτίμησης των παραμέτρων. Οι πωλήσεις αλουμινίου στην αγορά των ΗΠΑ για το 2017 ανήλθαν στα €54 εκ. που αποτελεί, περίπου, το 3% των πωλήσεων του Ομίλου σε ετησιοποιημένη βάση.

Παρ' όλα αυτά, η Διοίκηση εκτιμά διαρκώς την κατάσταση και τις πιθανές επιπτώσεις της, προκειμένου να διασφαλίσει ότι λαμβάνονται έγκαιρα όλα τα αναγκαία και δυνατά μέτρα και ενέργειες για την ελαχιστοποίηση τυχόν επιπτώσεων στις δραστηριότητες της Εταιρείας (Ετήσια Έκθεση, 2017).

### **3.7. SWOT ANALYSIS**

Η Βιοοικονομία αποτελεί έναν ταχέως αναπτυσσόμενο κλάδο της παγκόσμιας οικονομίας. Εάν επεκτείνουμε στην συνολική διάσταση την βιομηχανία αυτή, τότε μιλάμε για μερικές από τις σημαντικότερες οικονομικές δραστηριότητες, ακόμα και για την επιβίωση του ανθρώπου.

Σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ (Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης ή Organization for the Economic Cooperation and Development) ως «Βιοοικονομία ορίζεται ένα ευρύτερο οικονομικό σύστημα, σε παγκόσμιο επίπεδο, το οποίο θα βασίζεται εν πολλοίς στην βιοτεχνολογία, σε ότι αφορά προϊόντα, υπηρεσίες και εν γένει λύσεις και μεθόδους αντιμετώπισης των προβλημάτων και αναγκών της ανθρωπότητας» (ΟΟΣΑ, 2009).

### Πίνακας 3.1

#### Ανάλυση SWOT

Δυνάμεις	Αδυναμίες
Γνωστή εταιρεία και με μεγάλη δυναμικότητα στον κλάδο και ηγετική θέση στην αγορά	Συμμετοχή σε πολλές εταιρείες
Μεσαίου μεγέθους ανεξάρτητος παραγωγός αλουμινίου με ευέλικτες μορφές παραγωγής έτσι ώστε να ανταποκρίνεται στις ανάγκες των πελατών της	Αυξημένος δανεισμός για την ολοκλήρωση των επενδύσεων της
Η εταιρεία βρίσκεται πολύ κοντά στην εξασφάλιση εξειδικευμένης πιστοποίησης για παραγωγή προϊόντων για την αυτοκινητοβιομηχανία, που αναμένεται να ενισχύσει ακόμη περισσότερο τη στρατηγική μετάβασης σε προϊόντα με μεγαλύτερη προστιθέμενη αξία.	Διαρκείς αναπροσαρμογές λόγω της οικονομικής ύφεσης
Συνεχής εκσυγχρονισμός του βασικού εξοπλισμού	
Επένδυση στα Οινόφυτα, με στόχο την αύξηση της δυναμικότητας της εταιρείας	
7,2% των εσόδων προέρχονται από την ελληνική αγορά και το 68,00% από το εξωτερικό, δηλαδή έχει μεγάλη παρουσία στις παγκόσμιες αγορές	
Στρατηγική συνεργασία με την Furukawa Sky Aliminium	
Ευκαιρίες	Απειλές
Σημαντικά περιθώρια ανάπτυξης σε νέες αγορές	Ο κλάδος του αλουμινίου και της βαριάς βιομηχανίας μειώνεται στην Ελλάδα

Αύξηση της ζήτησης του αλουμινίου στο εξωτερικό	Συναλλαγματικός κίνδυνος
Χρηματοδότηση από την Ευρωπαϊκή Ένωση για τις εταιρείες που δραστηριοποιούνται στην κυκλική οικονομία	Κίνδυνος επιτοκίων
	Χώρες με χαμηλό εργατικό κόστος

Πηγή: *Ιδίας Επεξεργασίας*

### 3.8. Ανάλυση του κλάδου δραστηριότητας της εταιρείας

Ο κλάδος του αλουμινίου στην Ελλάδα κατάφερε εν μέσω κρίσης να τριπλασιάσει τις εξαγωγές του. Ο κλάδος αυτός είναι ένας κλάδος στρατηγικής σημασίας για την ανάπτυξη της χώρας. Σύμφωνα με τα στοιχεία που παρουσιάστηκαν, οι εξαγωγές του κλάδου κατάφεραν να ξεπεράσουν τα 1,6 δις ευρώ που εκπροσωπούν το 75% των συνολικών πωλήσεων. Η βιομηχανία του αλουμινίου είναι πολύ σημαντική για την μελλοντική ευημερία της Ευρώπης, ενώ σε παγκόσμιο επίπεδο υπάρχει μία υγιής και αναπτυσσόμενη ζήτηση αλουμινίου. Όλα αυτά επιβεβαιώνουν αυτό που εμείς πιστεύουμε για την εξέλιξη του κλάδου. Δηλαδή, ότι η βιομηχανία του αλουμινίου είναι σε μεγάλη άνθιση και το αλουμίνιο είναι πράγματι το υλικό του μέλλοντος (Insider, 2018).

Ο κλάδος του αλουμινίου είναι, πλήρως καθετοποιημένος. Στο κλάδο περιλαμβάνονται μεγάλες και μικρές βιομηχανίες. Οι επιχειρήσεις επενδύουν ολοένα και περισσότερο στον απαραίτητο τεχνολογικό εξοπλισμό αλλά σε ανθρώπινο δυναμικό προκειμένου να ενισχύσουν την ανταγωνιστικότητά τους και να συνεχίσουν να δραστηριοποιούνται τόσο στην εγχώρια αγορά όσο και στην παγκόσμια αγορά (Μαυρογιώργη, 2019).

Σύμφωνα με τις οικονομικές αναλύσεις που έχουν πραγματοποιηθεί οι εξαγωγές προϊόντων πρώτης μεταποίησης που πλησιάζουν το 68% των συνολικών πωλήσεων και σήμερα ο αριθμός των εργαζομένων που απασχολούνται ανέρχεται στα 40.000 άτομα και έχει έναν κύκλο εργασιών που εκτιμάται ότι ξεπερνά τα 2 δις € (Μαυρογιώργη, 2019; Insider, 2018).



Σε πρόσφατη ημερίδα που πραγματοποιήθηκε για την πορεία του κλάδου ο πρόεδρος της Ελληνικής Ένωσης Αλουμινίου κ. Δουκίδης ανέφερε: «Στην ΕΕΑ έχουμε θέσει τις βασικές προτεραιότητες με βάση τρεις κεντρικούς πυλώνες. Ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας, έμφαση στην πιστοποίηση και τις ποιοτικές τεχνικές προδιαγραφές καθώς και πάταξη του αθέμιτου ανταγωνισμού. Ειδικότερα, είναι αυτονόητο πως η ανάπτυξη των έργων οικοδομής σημαίνει επαγωγικά και την ενίσχυση του κλάδου μας. Αδιαμφισβήτητα, βρισκόμαστε σε ένα σταυροδρόμι σημαντικών εξελίξεων όσον αφορά την αναπτυξιακή πορεία της χώρας, τον διεθνή ανταγωνισμό και την πολυπλοκότητα στις διεθνείς αλυσίδες αξίας, τις προϊόντικές καινοτομίες και τις σχεδιαζόμενες υψηλές, ποιοτικές προδιαγραφές, την έμφαση στην κυκλική οικονομία και στη βιώσιμη ανάπτυξη. Άλλωστε το Ελληνικό Αλουμίνιο προσφέρει πραγματικά οφέλη στην κοινωνία και οι εταιρίες σχεδιάζουν και προσφέρουν εφαρμογές για ένα βιώσιμο τρόπο ζωής» (Reporter, 2018).

Ο κλάδος του αλουμινίου εκτός από καθετοποιημένος μπορεί να χαρακτηριστεί και με ευρεία διασπορά καθώς υπάρχουν πολλές εταιρείες σε όλο τον κόσμο. Η ελληνική αγορά είναι ευνοημένη λόγω του γεγονότος ότι στην Ελλάδα υπάρχουν οι ποιοτικότεροι βωξίτες στον κόσμο που αποτελεί και την πρώτη ύλη για την παραγωγή του αλουμινίου. Τα στοιχεία που έχουν αναλυθεί για την τελευταία χρήση δηλαδή το έτος 2017 είναι ενθαρρυντικά. Πιο αναλυτικά, υπάρχει αύξηση των πωλήσεων κατά 4% σε σχέση με το προηγούμενο έτος.

Οι εξαγωγές επίσης παρουσίασαν αύξηση της τάξης του 5-6% και εκπροσωπούν το 75% των συνολικών πωλήσεων. Ο κλάδος του αλουμινίου παραμένει ο δεύτερος πιο εξαγωγικός κλάδος μετά τα ορυκτά καύσιμα και ο δεύτερος με το καλύτερο εμπορικό ισοζύγιο μετά τον κλάδο των παρασκευασμένων λαχανικών. «Οι πωλήσεις σε πρώτες ύλες (πρωτόχυτο και δευτερόχυτο) έφθασαν τους 215.000 τόνους (με 58% εξαγωγές), στην έλαση στους 300.000 τόνους (με 87% εξαγωγές) και στη διέλαση 110.000 τόνους (με 73% εξαγωγές)» (New Times, 2019).

Είναι πολύ σημαντικό το γεγονός ότι ο κλάδος κατάφερε να τριπλασιάσει τις εξαγωγές κατά την περίοδο 2017-2008 και η αύξηση αυτή πραγματοποιήθηκε κατά την περίοδο της οικονομικής ύφεσης στην Ελλάδα, όπου μέσα σε αυτό το χρονικό διάστημα πραγματοποιήθηκαν πολλές νομοθετικές, πολιτικές και φορολογικές μεταρρυθμίσεις.

Όπως σε κάθε κλάδο, έτσι και στον κλάδο του αλουμινίου υπάρχουν παράγοντες που επηρεάζουν είτε θετικά είτε αρνητικά την αγορά και οι οποίοι αναφέρονται παρακάτω (Palmrose et.al., 2004):

1. Ενίσχυση της ελληνικής βιομηχανίας και επιχειρηματικότητας γενικότερα: το υψηλό κόστος ενέργειας, το οποίο είναι 30% υψηλότερο από το ευρωπαϊκό, το υψηλό κόστος δανεισμού, η γραφειοκρατία, η έλλειψη υποδομών κυρίως μεταφοράς προϊόντων, το υψηλό κόστος για εισφορές (οι ασφαλιστικές εισφορές των εργοδοτών και των εργαζομένων στις ελληνικές βιομηχανίες φθάνουν στο 52% του μισθού έναντι 23% που είναι ο μέσος όρος στην Ευρώπη), η υψηλή φορολογία νομικών και φυσικών προσώπων και η ελλιπής υποστήριξη των μικρών επιχειρήσεων που είναι και πιο ευάλωτες σε περιόδους κρίσης.

2. Ανάπτυξη οικοδομικής δραστηριότητας: η ανάπτυξη της οικοδομικής δραστηριότητας θα επιφέρει και ανάπτυξη στον κλάδο του αλουμινίου, όπου θα πρέπει να υπάρχουν και οι σωστές προδιαγραφές.

3. Καταπολέμηση του αθέμιτου ανταγωνισμού και ο έλεγχος της αγοράς: ο κλάδος αντιμετωπίζει τον κίνδυνο εισαγόμενων προϊόντων αλουμινίου που δεν τηρούν τις απαραίτητες προδιαγραφές βάση της νομοθεσίας όπως για παράδειγμα χωρίς την σήμανση CE ή χωρίς τα προβλεπόμενα από τον νόμο φορολογικά παραστατικά.

4. Στρατηγική για διεθνείς αλυσίδες αξίας και παγκόσμιοι εμπορικοί πόλεμοι: ο κλάδος είναι ιδιαίτερα εξωστρεφής και επηρεάζεται από πολλούς παράγοντες και πολλαπλές διεθνείς εξελίξεις. «Όπως για παράδειγμα η πρόσφατη απόφαση της αμερικανικής κυβέρνησης για επιβολή δασμών 10% στα εισαγόμενα προϊόντα αλουμινίου από την Ευρωπαϊκή Ένωση και η απαγόρευση συναλλαγών με ένα κορυφαίο διεθνώς προμηθευτή αλουμινίου από την Ρωσία». Οι αλυσίδες αξίας στη μεταποίηση είναι πλέον παγκόσμιες και τέτοιες «απλοϊκές στη σκέψη αποφάσεις», μπορεί να οδηγήσουν σε αλυσιδωτές μη αναμενόμενες αντιδράσεις, όπως σημαντικές ελλείψεις σε μέταλλο και άρα αύξηση της τιμής του, αθρόα εισαγωγή φθηνών ημιέτοιμων προϊόντων από τρίτες χώρες και άρα συρρίκνωση της ζήτησης, πιθανό κλείσιμο εργοστασίων ανά την υφήλιο και τέλος αύξηση της τιμής των τελικών προϊόντων στη χώρα που μάλιστα επέβαλε τα μέτρα αυτά. Την πολυπλοκότητα αυτών των αποτελεσμάτων είναι δύσκολο να την προβλέψει κάποιος.

### **3.9. Μεθοδολογία για την Αποτίμηση της εταιρείας ΕΛΒΑΛΧΑΛΚΟΡ Α.Ε.**

Για την πραγματοποίηση της αποτίμησης της εταιρείας ΕΛΒΑΛΧΑΛΚΟΡ Α.Ε. λήφθηκαν υπόψη δευτερογενή δεδομένα. Πιο συγκεκριμένα λήφθηκαν υπόψη τα δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία της εταιρείας για τα φορολογικά έτη 2015-2017. Στην συνέχεια αφού εξετάστηκε η σχετική βιβλιογραφία για τα μοντέλα και τις μεθόδους αποτίμησης, χρησιμοποιήθηκαν έξι μέθοδοι αποτίμησης της εταιρείας που κρίθηκαν καταλληλότεροι για την εν προκειμένω περίπτωση εταιρείας.

Πιο συγκεκριμένα, επιλέχθηκαν οι παρακάτω μέθοδοι: αποτίμηση της εταιρείας με βάση την λογιστική αξία, αποτίμηση της εταιρείας με βάση την μέθοδο της πραγματικής αξίας, αποτίμηση της εταιρείας με βάση την μέθοδο των κερδών, η αποτίμηση με την μέση χρηματιστηριακή, των πολλαπλασίων της αγοράς και η αποτίμηση με βάση την μέθοδο της προεξόφλησης των ελεύθερων χρηματοροών.

Η αξία της εταιρείας αποτιμήθηκε στην τιμή της μετοχής για τις μεθόδους που έχουν χρησιμοποιηθεί και τέλος υπολογίστηκε ο μέσος όρος όλων των αποτελεσμάτων για την αξία της μετοχής της συγκεκριμένης εταιρείας.

### **3.10. Αποτίμηση της εταιρείας ΕΛΒΑΛΧΑΛΚΟΡ Α.Ε.**

#### **3.10.1 Αποτίμηση της εταιρείας με βάση την λογιστική αξία**

Σύμφωνα με το θεωρητικό μοντέλο η αξία της επιχείρησης με αυτή την μέθοδο ανέρχεται στο ποσό των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης, αφού η αποτίμηση της αξίας δίνεται με τον τύπο  $\text{Αξία Επιχείρησης} = \text{Σύνολο Ενεργητικού} - \text{Παθητικό}$ . Το αποτέλεσμα που δίνεται ισούται ουσιαστικά με το ποσό των ιδίων κεφαλαίων.

Για τον υπολογισμό των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας θα ληφθεί υπόψη ο μέσος όρος των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας ΕΛΒΑΛΧΑΛΚΟΡ ΑΕ για την περίοδο 2015-2017.

Ως εκ τούτου, ως αποτέλεσμα της αξίας της επιχείρησης με την εν προκειμένω μέθοδο αποτίμησης θα ληφθεί ο μέσος όρος των Ιδίων Κεφαλαίων όπως αυτός φαίνεται επί του κάτωθι πίνακα, ήτοι 403.367.784 ευρώ.

### Πίνακας 3.2

#### Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων 2015-2017

	2015	2016	2017	Μέσος Όρος
Ίδια Κεφάλαια	105.771.351	443.413.000	660.919.000	403.367.784
Αριθμός μετοχών (31/12/2017)				375.241.586
<b>Τιμή μετοχής</b>				<b>1,07€</b>

Πηγή: Ιδίας Επεξεργασίας

Σύμφωνα με το παραπάνω πίνακα η αξία της εταιρείας με βάση αυτή την μέθοδο ανέρχεται στα **403.367.784 ευρώ**. Η τιμή της κάθε μετοχής της εταιρείας υπολογίζεται διαιρώντας την αξία της επιχείρησης με τον αριθμό των μετοχών της. Η ΕΛΒΑΛ ΧΑΛΚΟΡ ΑΕ διαθέτει συνολικά 375.241.586 μετοχές.<sup>6</sup>

Επομένως ισχύει ότι η τιμή της κάθε μετοχής είναι:  $403.367.784/375.241.586 = 1,07$  ευρώ.

#### 3.10.2. Αποτίμηση της εταιρείας με βάση την μέθοδο της πραγματικής αξίας

Δεδομένου ότι με βάση την αποτίμηση της εταιρείας με βάση τη μέθοδο της πραγματικής αξίας, λαμβάνεται υπ' όψιν ο μέσος όρος του συνόλου του ενεργητικού των επιμέρους ετών που συνυπολογίζονται στην διαδικασία της αποτίμησης, ο γενικότερος τύπος που προκύπτει για τη συγκεκριμένη μέθοδο είναι ο κάτωθι:

Αξία Επιχείρησης = Μέσος Όρος Ενεργητικού =  $(\text{Σύνολο Ενεργητικού } 1^{\text{ου}} \text{ έτους} + \text{Σύνολο Ενεργητικού } 2^{\text{ου}} \text{ έτους} + \dots + \text{Σύνολο Ενεργητικού } n \text{ έτους}) / n$

Όπου  $n$ , ο αριθμός των ετών που συμμετέχουν στην αποτίμηση.

Τα στοιχεία τα οποία λαμβάνονται υπόψη στην εν λόγω μέθοδο αποτίμησης είναι τα κάτωθι:

**1. Μεικτή πραγματική αξία:** η μεικτή πραγματική αξία είναι το σύνολο του ενεργητικού της επιχείρησης (με βάση την αγοραία αξία των ιδίων κεφαλαίων) και για τον υπολογισμό της λαμβάνεται υπόψη ο μέσος όρος του ενεργητικού της εταιρείας για την χρονική περίοδο 2015-2017, όπως αυτή παρουσιάζεται στον παρακάτω πίνακα:

<sup>6</sup><https://www.euro2day.gr/QuotesDetail.aspx?q=865>

### Πίνακας 3.3

#### Σύνολο Ενεργητικού 2015-2017

	2015	2016	2017	Μέσος Όρος
Χρηματιστηριακή αξία (31/12)	0,27	0,42	1,37	
Αριθμός μετοχών (31/12)	101.279.627	101.279.627	375.241.586	
Αγοραία αξία ιδίων κεφαλαίων	27.750.618	42.638.723	514.080.973	
Σύνολο υποχρεώσεων	332.417.024	340.680.000	675.662.000	
<b>Μικτή πραγματική αξία</b>	<b>360.167.642</b>	<b>383.318.723</b>	<b>1.189.742.973</b>	<b>644.409.779</b>
Αριθμός μετοχών (31/12/2017)				375.241.586
<b>Τιμή μετοχής</b>				<b>1,72 €</b>

Πηγή: Ιδίας Επεξεργασία

Επομένως για την συγκεκριμένη περίπτωση το σύνολο της μικτής αξίας της εταιρείας ισούται με **664.409.779 ευρώ**. Η τιμή εκάστης μετοχής της εταιρείας ισούται με  $644.409.779/375.241.586^7 = 1,72$  ευρώ.

**2. Καθαρή πραγματική αξία:** Πρόκειται για την προσαρμοσμένη καθαρή θέση της εταιρείας η οποία ισούται με την μεικτή πραγματική αξία της επιχείρησης μειωμένη κατά το σύνολο των υποχρεώσεών της.

Δηλαδή, Αξία Επιχείρησης= Μέσος Όρος Καθαρής Θέσης = (Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων 1<sup>ου</sup> έτους + Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων 2<sup>ου</sup> έτους + ... + Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων ν έτους) / ν  
Όπου ν, ο αριθμός των ετών που λαμβάνονται υπόψη στη διαδικασία της αποτίμησης.

Ουσιαστικά πρόκειται για τον ανωτέρω παρατιθέμενο υπολογισμό που καταλήγει στην αξία της καθαρής θέσης (ιδίων κεφαλαίων) της επιχείρησης. Όπως προηγουμένως, έτσι και εδώ λαμβάνεται ο μέσος όρος των ιδίων κεφαλαίων των ετών 2015-2017, ο οποίος αποτυπώνεται επί του κάτωθι πίνακα:

<sup>7</sup><https://www.euro2day.gr/QuotesDetail.aspx?q=865>

### Πίνακας 3.4

#### Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων 2015-2017

	2015	2016	2017	Μέσος Όρος
Μικτή πραγματική αξία	360.167.642	383.318.723	1.189.742.973	
Μείον: σύνολο υποχρεώσεων	332.417.024	340.680.000	675.662.000	
Καθαρή πραγματική αξία	27.750.618	42.638.723	514.080.973	194.823.438
Αριθμός μετοχών (31/12/2017)				375.241.586
<b>Τιμή μετοχής</b>				<b>0,52 €</b>

Πηγή: Ιδίας Επεξεργασίας

Επομένως στη προκειμένη περίπτωση τα αποτελέσματα της μεθόδου αποτίμησης με βάση την καθαρή πραγματική αξία η μέση αξία των ιδίων κεφαλαίων ανέρχεται στα **194.823.438 ευρώ** και η τιμή εκάστης μετοχής της στα **0,52 ευρώ**.

#### 3.10.3 Αποτίμηση της εταιρείας με βάση την μέθοδο των κερδών.

Ο τύπος της εν λόγω μεθόδου αποτίμησης είναι ο κάτωθι:

Αξία Επιχείρησης= Δείκτης P/E \* Ετήσια Κέρδη ή Ζημίες

Για τον υπολογισμό αυτού του δείκτη έχουν χρησιμοποιηθεί τα παρακάτω στοιχεία:

- Μέσος όρος χρηματιστηριακής τιμής κλεισίματος ανά έτος
- Κέρδη ή Ζημίες ανά μετοχή (στοιχεία από τις δημοσιευμένες ετήσιες οικονομικές εκθέσεις)
- Κέρδη ανά έτος
- Υπολογισμός του δείκτη P/E, ο οποίος προκύπτει από τον λόγο Χρηματιστηριακή τιμή / Κέρδη ανά μετοχή.

Τα αποτελέσματα από τους παραπάνω υπολογισμούς παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα:

### Πίνακας 3.5

#### Αποτίμηση Κερδών 2015-2017

	2015	2016	2017	Μέσος Όρος
Μέση χρηματιστηριακή τιμή	0,32	0,31	0,81	
Κέρδη ανά μετοχή	-0,1108	0,0678	0,1180	
Δείκτης P/E	-2,91	4,50	6,89	
Κέρδη	-11.225.730	18.586.000	33.323.000	
Αξία	32.691.206	83.623.899	229.705.707	115.340.271
Αριθμός μετοχών (31/12/2017)				375.241.586
<b>Τιμή μετοχής</b>				<b>0,31 €</b>

Πηγή: Ιδίας Επεξεργασίας

Έτσι με βάση την συγκεκριμένη μέθοδο αποτίμησης η αξία της εταιρείας προκύπτει στα **115.340.271 ευρώ**. Η τιμή εκάστης μετοχής της εταιρείας προκύπτει ως εξής:  $115.340.271/375.241.586= 0,31$  ευρώ.

#### 3.10.4 Αποτίμηση με την μέση χρηματιστηριακή αξία

Καθώς η ΕΛΒΑΛΧΑΛΚΟΡ Α.Ε. είναι εισηγμένη εταιρεία με τίτλους που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αθηνών, μια κατάλληλη ένδειξη της αξίας της αποτελεί η μέση χρηματιστηριακή της τιμή.

Η χρηματιστηριακή τιμή της εταιρείας αναλύθηκε λαμβάνοντας υπόψη στοιχεία του τελευταίου μηνός, των τελευταίων 3 μηνών και των τελευταίων 6 μηνών διαπραγμάτευσης, τα οποία έχουν σταθμιστεί με τον όγκο συναλλαγών με σκοπό τον προσδιορισμό ενός εύρους χρηματιστηριακών αξιών. Πιο συγκεκριμένα η μέση χρηματιστηριακή αξία της μετοχής υπολογίζεται από το σύνολο του τζίρου συναλλαγών για την κάθε περίοδο προς τον συνολικό όγκο συναλλαγών της περιόδου, δηλαδή:

Μέση Χρηματιστηριακή αξία =  $\frac{\text{Σύνολο τζίρου περιόδου}}{\text{Σύνολο όγκου συναλλαγών περιόδου}}$

### Πίνακας 3.6

#### Μέθοδος μέσης χρηματιστηριακής αξίας

	Μήνα	Τρίμηνο	Εξάμηνο
Τζίρος	795.291,30	3.402.911,95	7.195.513,44
Όγκος	572.554	2.706.885	7.017.535
<b>Μέση χρηματιστηριακή αξία</b>	<b>1,39</b>	<b>1,26</b>	<b>1,03</b>

Πηγή: Ιδίας Επεξεργασίας

Με βάση τα παραπάνω λαμβάνεται ότι η μέση χρηματιστηριακή αξία της μετοχής της εταιρείας τον τελευταίο μήνα του 2017 ήταν 1,39 ευρώ, του τελευταίου τριμήνου 1,26 ευρώ και του τελευταίου εξαμήνου 1,03 ευρώ. Πιο κοντά στην τιμή κλεισίματος της μετοχής στο τέλος του έτους είναι η μέση χρηματιστηριακή αξία του τελευταίου μήνα.

#### 3.10.5 Αποτίμηση με την μέθοδο των πολλαπλάσιων της αγοράς (P/E)

Για την συγκριτική αποτίμηση της μετοχής της ΕΛΒΑΛΧΑΛΚΟΡ με την χρήση του πολλαπλασιαστή P/E, θα πρέπει να αναζητηθεί μια ανάλογη επιχείρηση. Ως συγκρίσιμη εταιρεία μπορεί να θεωρηθεί η επιχείρηση που παρουσιάζει παρεμφερείς ταμειακές ροές, ρυθμούς ανάπτυξης και είναι αντιμέτωπη με τους ίδιους κινδύνους (Damodaran, 2012). Για το λόγο αυτό εξετάζονται τρεις εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον χώρο των μετάλλων στην Ελλάδα, οι οποίες είναι επίσης εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών, η ΑΛΟΥΜΥΛ ΑΕ, η ΜΕVΑCΟ ΑΕ και η ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ. Όμοια με την ΕΛΒΑΛΧΑΛΚΟΡ και οι άλλες τρεις εταιρείες έχουν μακρά εμπειρία στον χώρο των μετάλλων, έντονη εξαγωγική δραστηριότητα σε παρεμφερείς αγορές αντιμετωπίζοντας κοινούς κινδύνους τόσο στο εθνικό όσο και το διεθνές περιβάλλον.



### Πίνακας 3.7

#### Οικονομικά στοιχεία ανταγωνιστών

	ΑΛΟΥΜΥΛ		MEVACO		ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017
Πωλήσεις	202.072.972	226.175.960	17.230.118	10.622.410	1.246.086.000	1.526.721.000
Κέρδη	-3.136.387	-20.636.621	-271.792	-1.533.763	34.166.000	154.583.000
Ενεργητικό	304.243.704	289.339.702	40.009.041	34.656.609	3.108.420.000	3.218.219.000
Ίδια Κεφάλαια	45.511.925	24.079.821	26.887.276	24.917.701	989.382.000	1.376.871.000
Κεφαλαιακές επενδύσεις	7.321.712	6.928.730	122.581	73.740	82.609.000	121.147.000

Πηγή: *Ίδιας Επεξεργασίας*

Παρόλα αυτά από τα οικονομικά στοιχεία των δύο πρώτων εταιρειών την διετία 2016-2017 παρατηρούνται σημαντικές αποκλίσεις από τα οικονομικά μεγέθη της ΕΛΒΑΛΧΑΛΚΟΡ<sup>8</sup>. Ειδικότερα η MEVACO είναι μια εταιρεία αρκετά μικρότερου μεγέθους που δεν παρουσιάζει όμοιους ρυθμούς ανάπτυξης (πωλήσεις, κέρδη και κεφαλαιακές επενδύσεις). Από την άλλη η ΑΛΟΥΜΥΛ ενώ παρουσιάζει άνοδο των πωλήσεων, την διετία 2016-2017 έχει ζημιές, οι οποίες επιδεινώνονται και τόσο το ενεργητικό όσο και τα ίδια κεφάλαια το 2017 έχουν πτώση. Η εταιρεία που επιλέγεται για την συγκριτική ανάλυση είναι η ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ, που παρά το υψηλότερο μέγεθός της (σε πωλήσεις, ενεργητικό και ίδια κεφάλαια), παρουσιάζει αύξηση σε όλα τα μεγέθη το 2017 και αύξηση στις κεφαλαιουχικές επενδύσεις. Στον επόμενο πίνακα παρουσιάζονται οι δείκτες P/E των τριών εταιρειών με βάση τα στοιχεία του 2017 (τιμή κλεισίματος 31/12/2017 και κέρδη ανά μετοχή 2017).

### Πίνακας 3.8

#### Δείκτης P/E ανταγωνιστών

	Χρηματιστηριακή τιμή	Κέρδη μετοχή	ανά P/E
ΑΛΟΥΜΥΛ	0,4135	-0,93	-0,44
MEVACO	1,03	-0,15	-7,05
<b>ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ</b>	<b>9,31</b>	<b>1,02</b>	<b>9,16</b>

<sup>8</sup> Yahoo Finance, <https://finance.yahoo.com/quote/ALMY.AT/financials?p=ALMY.AT>  
& <https://finance.yahoo.com/quote/MEVA.AT/financials?p=MEVA.AT>  
& <https://finance.yahoo.com/quote/MYTIL.AT/cash-flow?p=MYTIL.AT>

Εφαρμόζοντας τον δείκτη P/E της εταιρείας ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ στα κέρδη ανά μετοχή της ΕΛΒΑΛΧΑΛΚΟΡ διαπιστώνεται ότι η αποτίμηση της μετοχής της είναι 1,08 ευρώ.

$$P_{\text{elvalhalcor}} = P/E_{\text{mytilinaios}} * E_{\text{elvalhalcor}} = 9,16 * 0,118 = 1,08 \text{ ευρώ}$$

### 3.10.6 Αποτίμηση με την μέθοδο των ελεύθερων χρηματοροών

Το 2017 οι πωλήσεις της εταιρείας αυξήθηκαν κατά 16,18% από το προηγούμενο έτος ενώ τα καθαρά κέρδη αποτέλεσαν το 3,72% των πωλήσεων, με αύξηση του περιθωρίου καθαρού κέρδους κατά 54%. Επίσης η εταιρεία επένδυσε το 4,29% των πωλήσεων σε αγορές πάγιων περιουσιακών στοιχείων ενώ οι συνολικές αποσβέσεις των παγίων ανήλθαν σε 3,87% των πωλήσεων. Το κεφάλαιο κίνησης της εταιρείας [Αποθέματα + Απαιτήσεις – (Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις – Βραχυπρόθεσμα δάνεια)] το 2017 ήταν 321.301.000€ αυξημένο από το προηγούμενο έτος κατά 36,52%, αποτελώντας το 35,87% των πωλήσεων. Η απόδοση ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας το 2017 ήταν 5,04% (Καθαρά κέρδη / ίδια κεφάλαια = 33.323.000 / 660.919.000). για το 2017 το premium για τον κίνδυνο των ιδίων κεφαλαίων της αγοράς ήταν 6,2% και η απόδοση χωρίς κίνδυνο 0,9% (ΕΛΒΑΛΧΑΛΚΟΡ Α.Ε., 2018). Η μεταβλητότητα των αποδόσεων της μετοχής της ΕΛΒΑΛΧΑΛΚΟΡ ως προς την μεταβλητότητα της αγοράς (Γενικού Δείκτη), μετρούμενη από τον δείκτη beta την πενταετία 2013-2017 ήταν 1,08 (ο υπολογισμός έγινε σε υπολογιστικό φύλλο excel με την χρήση της συνάρτησης slope). Για τον υπολογισμό της απαιτούμενης απόδοσης των μετόχων (των ιδίων κεφαλαίων), που θα εφαρμοστεί για την προεξόφληση των ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους) χρησιμοποιείτε το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (CAPM), σύμφωνα με το οποίο είναι:

$$\text{CAPM} = r_f + b * \text{market premium} = 0,9\% + 1,08 * 6,20\% = 7,6\%.$$

Τα εν λόγω στοιχεία ελήφθησαν από το ενημερωτικό δελτίο της Ετήσιας Έκθεσης Απολογισμού του 2018 της εταιρίας, σε συνδυασμό με τα υπάρχοντα πραγματικά δεδομένα. Δηλαδή, τόσο ο συντελεστής beta όσο και το δίχως κίνδυνο επιτόκιο και το ασφάλιστρο κινδύνου για το έτος 2017 αναγράφονται στο προαναφερθέν δελτίο. Ωστόσο, και σύμφωνα με τους υπολογισμούς μας στο πλαίσιο της παρούσας εργασίας τα αντίστοιχα υπολογίστηκαν

περίπου με ίδιες τιμές (το beta και το risk premium) βάσει των ιστορικών δεδομένων, ενώ για το δίχως κίνδυνο επιτόκιο χρησιμοποιήθηκε ο μέσος όρος των επιτοκίων των ελληνικών εντόκων γραμματίων. Η επιλογή του υποδείγματος αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων στηρίχτηκε στην διαφανέστερη συλλογή στοιχείων έναντι του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (weighted average cost of capital) δεδομένης της δυσκολίας υπολογισμού των επιτοκιακών επιβαρύνσεων της επιχείρησης στα δανειακά της κεφάλαια καθώς και την έλλειψη πληροφόρησης για την χρονική μεταβολή αυτών εντός του έτους, καθιστώντας αδύνατο τον ορθό υπολογισμό του αντίστοιχου κόστους δανεισμού.

Για την πρόβλεψη των ελεύθερων ταμειακών ροών λαμβάνονται επιπλέον οι ακόλουθες παραδοχές:

- Οι πωλήσεις της εταιρείας την επόμενη πενταετία θα συνεχίσουν να αυξάνουν με ρυθμό 16,18%, όση και η αύξηση του τελευταίου έτους.
- Η αναλογία των καθαρών κερδών ως προς τις πωλήσεις (3,72% το 2017) θα συνεχίσει να αυξάνει, το 2022 (έπειτα από πέντε έτη) σε περιθώριο καθαρού κέρδους 8%.
- Οι επενδύσεις σε περιουσιακά στοιχεία θα συνεχίσουν να έχουν την ίδια αναλογία ως προς τις πωλήσεις με το 2017, δηλαδή 4,29%.
- Όμοια και οι αποσβέσεις θα συνεχίσουν να αποτελούν στο 3,87% των πωλήσεων.
- Το κεφάλαιο κίνησης της εταιρείας το 2017 αποτελούσε το 35% των πωλήσεων, αναλογία που λαμβάνεται ότι θα διατηρηθεί την επόμενη πενταετία.

Θεωρείται ότι η εταιρεία από το 2018 και μετά θα αρχίσει να διανέμει το 60% των καθαρών κερδών της, παρακρατώντας για την χρηματοδότηση της ανάπτυξής της το 40%. Το ποσοστό αυτό κρίνεται ικανοποιητικό για τον σκοπό της παρούσας μελέτης δεδομένης της σχετικά ελκυστικής μερισματικής πολιτικής που οφείλει να ασκήσει για να ανταμειφθούν οι προσδοκίες των μετόχων της. Δεν θεωρείται ότι θα υπάρξει μεταβολή στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας και η μόνη μεταβολή στα ίδια κεφάλαια θα επέλθει από την αύξηση των αποτελεσμάτων εις νέο, ίση με το 40% της παρακράτησης των καθαρών κερδών. Θα μειωθεί σταθερά η αναλογία μεταξύ ίδιων και δανειακών κεφαλαίων από 1,5 σε περίπου 1,1 το 2022, (για το 2017  $1,51: \text{Ίδια Κεφάλαια} / \text{Δανεισμός} = 660.919.000 / (278.414.000+158.216.000)$ ) με παράλληλη μικρή αύξηση του συνολικού δανεισμού της, σε ποσοστό περί το 10% ετησίως. Ο ρυθμός ανάπτυξης της εταιρείας μετά το πέμπτο έτος

πρόβλεψης να είναι ίσος με την απόδοση ιδίων κεφαλαίων επί το ποσοστό παρακράτησης κερδών, δηλαδή  $g = ROE * b = 5,04\% * 0,4 = 2,02\%$ .

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές της εταιρείας υπολογίζονται από την παρακάτω σχέση (Damodaran, 2012):

Ελεύθερες ταμειακές ροές προς τους μετόχους = Καθαρά κέρδη - Κεφαλαιακές επενδύσεις + Αποσβέσεις - Αύξηση στο κεφάλαιο κίνησης + Αύξηση δανεισμού

Ενώ η προεξόφλησή τους καθώς και της αξίας των ιδίων κεφαλαίων μετά το πέμπτο έτος

$$\text{γίνεται: } DFCFE = \frac{FCFE_1}{(1+r_e)^1} + \frac{FCFE_2}{(1+r_e)^2} + \frac{FCFE_3}{(1+r_e)^3} + \frac{FCFE_4}{(1+r_e)^4} + \frac{FCFE_5}{(1+r_e)^5} + \frac{FCFE_5 * \frac{(1+g)}{(r_e-g)}}{(1+r_e)^5}$$

### Πίνακας 3.9

#### Προεξόφληση ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους

	2018	2019	2020	2021	2022
Καθαρά κέρδη	41.628.967	60.455.667	84.284.873	114.242.527	151.687.963
Μείον: Κεφαλαιακές επενδύσεις	-44.647.067	-51.870.963	-60.263.684	-70.014.348	-81.342.670
Πλέον: Αποσβέσεις	40.276.026	46.792.687	54.363.743	63.159.797	73.379.052
Μείον: Αύξηση Κεφαλαίου Κίνησης (εκτός ταμειακών διαθεσίμων)	-55.611.461	-58.936.210	-68.472.089	-79.550.873	-92.422.204
Πλέον: Αύξηση δανεισμού	8.732.600	9.605.860	10.566.446	11.623.091	12.785.400
Ελεύθερες ταμειακές ροές	-9.620.936	6.047.041	20.479.289	39.460.193	64.087.540
Αθροισμα FCF ανά έτος	-9.620.936	6.047.041	20.479.289	39.460.193	1.234.924.667
Συντελεστής προεξόφλησης	0,92936803	0,86372493	0,80271834	0,74602076	0,693327846
DFCFE ανά έτος	-8.941.390	5.222.980	16.439.101	29.438.123	856.207.660
DFCFE	898.366.474				
Αριθμός μετοχών	375.241.586				
<b>Τιμή μετοχής</b>	<b>2,39</b>				

Πηγή: Ιδίας Επεξεργασία

Με βάση τα παραπάνω οι ελεύθερες ταμειακές ροές της εταιρείας υπολογίστηκαν από το 2018 έως το 2022 συνολικά σε 120.453.128 και από το 5<sup>ο</sup> έτος και μετά σε 1.170.837.126. Η συνολική παρούσα αξία τους υπολογίστηκε σε 898.366.474, δηλαδή 2,39 ευρώ ανά μετοχή καθώς οι μετοχές της εταιρείας είναι 375.241.586.

### 3.10.7 Συνολική αποτίμηση της εταιρείας ΕΛΒΑΛΧΑΛΚΟΡ Α.Ε.

Ο παρακάτω πίνακας συγκεντρώνει τα στοιχεία όλων των χρησιμοποιούμενων μεθόδων στην παρούσα μελέτη.

**Πίνακας 3.10**

#### **Συγκεντρωτικά Στοιχεία Χρησιμοποιούμενων Μεθόδων Αποτίμησης**

Μέθοδος αποτίμησης	Αξία μετοχής
Με βάση τη λογιστική αξία	1,07 €
Με βάση την μέθοδο της μικτής πραγματικής αξίας	1,72 €
Με βάση την μέθοδο της καθαρής πραγματικής αξίας	0,52 €
Με βάση την μέθοδο των κερδών	0,31 €
Μέθοδος μέσης χρηματιστηριακής αξίας (ενός μήνα)	1,39 €
Με τον πολλαπλασιαστή της αγοράς P/E	1,08 €
Με την προεξόφληση των FCFE	2,39 €
<b>Μέσος όρος αποτίμησης μετοχής ΕΛΒΑΛΧΑΛΚΟΡ</b>	<b>1,21 €</b>
Ονομαστική Αξία	0,39 €
Χρηματιστηριακή αξία (31/12/2017)	1,37 €

*Πηγή: Ιδίας Επεξεργασίας*

Από τον μέσο όρο όλων των χρησιμοποιηθέντων μεθόδων αποτίμησης της μετοχής λαμβάνεται ότι η εύλογη αξία της είναι 1,21 ευρώ, υψηλότερα από την χρηματιστηριακή τιμή διαπραγμάτευσης την 31<sup>η</sup> Δεκεμβρίου του 2017, καταλήγοντας ότι η μετοχή της ΕΛΒΑΛΧΑΛΚΟΡ είναι ελαφρώς υπεριτιμωμένη. Οι μέθοδοι που κατέδειξαν υψηλότερη τιμή από την χρηματιστηριακή ήταν η μέθοδος της μικτής πραγματικής αξίας, της μέσης χρηματιστηριακής αξίας και η μέθοδος προεξόφλησης των ελεύθερων χρηματοροών προς

τους μετόχους. Αντίθετα οι υπόλοιπες μέθοδοι που στηρίζονται στα στοιχεία της κατάστασης Ισολογισμού και των Αποτελεσμάτων Χρήσης δείχνουν την μετοχή της εταιρείας υπεριτιμημένη.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

### ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η ΕΛΒΑΛΧΑΛΚΟΡ ΑΕ βάσει της ανωτέρω ανάλυσης η οποία διενεργήθηκε στα πλαίσια του ερευνητικού σκέλους της παρούσας διπλωματικής εργασίας, θεωρείται μια επιχειρηματική μονάδα η οποία αν μη τι άλλο διακατέχεται από ευρυθμία αλλά και από ικανοποιητικά χρηματοοικονομικά μεγέθη.

Η ΕΛΒΑΛΧΑΛΚΟΡ ΑΕ διακρίνεται για την πολύ καλή βραχυπρόθεσμη ρευστότητά της, καθώς επίσης και για την ικανοποιητική λειτουργική της επίδοση. Οι εν λόγω αριθμοδείκτες της παρουσιάζουν θεαματική αύξηση τα χρόνια της κρίσης από 1,15 το 2013 σε 1,64 το 2017, ενώ πενταπλασιάζεται η ταμειακή της ρευστότητα την ίδια περίοδο. Παράλληλα, παρατηρείται έντονη αυξητική μεταβολή των οφειλών των πελατών, σημείο που χρήζει σχετικής προσοχής από μέρους της επιχείρησης. Επιπρόσθετα, διαπιστώνεται ότι βασίζεται σε μεγάλο βαθμό στην αυτοχρηματοδότηση έναντι της χρηματοδότησης από ξένα κεφάλαια, ιδιαίτερα σε ό,τι αφορά στην επενδυτική της πολιτική. Πρόκειται για ένα εύρημα το οποίο προέκυψε από το γεγονός του ότι η εν λόγω εταιρεία έχει ιδίων κεφαλαίων προς ξένα δανειακά κεφάλαια υψηλότερο της μονάδας και συγκεκριμένα το 2017 1,51 και σημαντικό μέρος αυτών αποτελούν τα βραχυπρόθεσμα δανειακά κεφάλαια. Το γεγονός αυτό από μόνο του αναδεικνύει την δυνατότητα της εταιρίας για περαιτέρω δανεισμό για την εκπόνηση νέων μακροπρόθεσμων επενδυτικών σχεδίων στο μέλλον, σε περίπτωση που αυτό καταστεί επιθυμητό ή αναγκαίο. Επίσης, πιθανή μεταβολή του συνόλου των κεφαλαίων της με αύξηση του δανεισμού της, σε λελογισμένα επίπεδα, είναι ωφέλιμο για την ενδυνάμωση της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων της (ROE) που υπολογίστηκε για την τελευταία χρήση του 2017 στο περίπου 5%, έχοντας ανακάμψει εμφαιτικά. Η μεταβολή του λόγου των ιδίων κεφαλαίων προς τα ξένα (ΙΚ/ΞΚ) μπορεί να συμβάλει στην περαιτέρω ουσιαστική βελτίωση της απόδοσης που κομίζουν οι μέτοχοι-επενδυτές, ιδιαίτερα λαμβάνοντας υπόψη το ύψος της υπολογισμένης βάσει του υποδείγματος αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων απαιτούμενης απόδοσης των μετόχων σε 7,6%. Με μια πρώτη ματιά, η υστέρηση αυτή, που

προκύπτει από την στρατηγική τοποθέτηση της εταιρίας στην αυτοχρηματοδότηση, ενδέχεται να αποθαρρύνει πιθανούς υποψήφιους επενδυτές από την επιλογή της μετοχής της.

Ωστόσο, αξίζει να σημειωθεί ότι η ανάκαμψη της αποδοτικότητας ιδίων και συνολικών κεφαλαίων (ROE και ROA) που πετυχαίνει η ΕΛΒΑΛΧΑΛΚΟΡ ΑΕ προκύπτει από την σταθερά ανοδική τάση στο περιθώριο μικτού και καθαρού κέρδους λόγω αύξησης του κύκλου εργασιών της και τον ουσιαστικό έλεγχο των δαπανών. Συγκεκριμένα, το μικτό περιθώριο βελτιώθηκε αγγίζοντας το 2017 το 8,503% (2013:2,145%, 2014: 4,772%, 2015: 4,263%, 2016: 7,228%) ενώ το καθαρό περιθώριο κατέγραψε θετικές επιδόσεις (2013: - 6,387%, 2014: -4,069%, 2015: -2,485%, 2016: 2,411%) καταλήγοντας στο 3,72% το 2017, που χρησιμοποιήθηκε ως αφετηρία στην παρούσα αξιολόγηση. Τα υπολογιζόμενα μεγέθη συνολικά προδιαθέτουν για ισχυρή μελλοντική τοποθέτηση που θα συμπαρασύρει και την αξία των μετοχών της,

Αν και οι τρέχουσες πολιτικοοικονομικές συνθήκες της χώρας εμφανίζονται σταθερότερες σε σχέση με την προηγούμενη δεκαετία και οι προοπτικές ευνοϊκότερες, ελλοχεύουν κίνδυνοι συχνά που δεν είναι εύκολα αντιληπτοί ή μετρήσιμοι. Τέτοιοι είναι παράγοντες κοινωνικής και πολιτικής αστάθειας σε γειτνιαζουσες ή ευρύτερες γεωγραφικές περιοχές (λόγου χάρη συρράξεις) και αντίστοιχα γεωπολιτικά παίγνια από μέρους ισχυρών εμπορικών εταίρων (όπως η προσπάθεια σύναψης νέων εμπορικών συμφωνιών στο διεθνές στερέωμα ή ο επιχειρούμενος εμπορικός προστατευτισμός) που δύνανται να δυναμιτίσουν την σταθερότητα και την συνεχή και απρόσκοπτη ροή του διεθνούς εμπορίου. Οι απειλές αυτές έχουν την δυναμική να οδηγήσουν σε νέα αχαρτογράφητα νερά, οικονομική ανισορροπία και απώλεια οικονομικής ευημερίας για τις επιχειρήσεις συνολικά, επομένως και για την ΕΛΒΑΛΧΑΛΚΟΡ ΑΕ.

Βασιζόμενοι στις ως άνω παρατηρούμενες θετικές επιδόσεις της εταιρίας, τις εκτιμώμενες μελλοντικές δράσεις και συνυπολογίζοντας τους πιθανούς ευρύτερους κινδύνους, μπορούμε να ισχυριστούμε ότι η εταιρεία ΕΛΒΑΛΧΑΛΚΟΡ ΑΕ κατάφερε να αντέξει και να βελτιώσει τα αποτελέσματά της κι ότι το προοπτικές της είναι ευοίωνες. Οι οικονομικές της επιδόσεις κυμαίνονται σε επίπεδα τα οποία αποδεικνύουν ότι η εν λόγω εταιρεία διαθέτει μετοχές οι τιμές των οποίων παρουσιάζουν ανοδική πορεία, αποδεικνύοντας την εμπιστοσύνη της αγοράς στην ικανότητα της εταιρείας να παράγει μελλοντικά κέρδη κι ως ψήφο εμπιστοσύνης στην διοίκηση αυτής. Φυσική απόρροια αυτών είναι το γεγονός ότι οι μετοχές της προτείνονται



στα επενδυτικά χαρτοφυλάκια ως πολλά υποσχόμενες. Η εκτίμηση της αξίας της εκάστης μετοχής της εταιρείας ΕΛΒΑΛΧΑΛΚΟΡ ΑΕ όπως υπολογίστηκε από το πρακτικό σκέλος της παρούσας διπλωματικής εργασίας κυμαίνεται από 0,31 έως 2,39 ευρώ βάσει των ακολουθούμενων μεθόδων αποτίμησης, δίνοντας μέση αξία στα 1,21 ευρώ. Η χρηματιστηριακή τιμή κλεισίματος της εταιρείας για την χρήση 2017 στις 31/12/2017 ήταν στα 1,39 ευρώ, ως εκ τούτου η μετοχή της εταιρεία εμφανίστηκε ελαφρώς υπερτιμημένη. Βέβαια, κρίνοντας από της δύο τελευταίες μεθόδους αποτίμησης, τις οποίες προκρίνει και η αγορά ως ορθότερες, η μέση τιμή αυτής υπολογίζεται σε 1,74 ευρώ, αυξάνοντας την τιμή στόχο και τοποθετώντας την στο φάσμα των υποτιμημένων.

Η αυξανόμενη ευαισθητοποίηση για το περιβάλλον και οι παγκόσμιες στρατηγικές για την αντικατάσταση των υλικών προς τη χρήση περισσότερο βιώσιμων, ανακυκλώσιμων, ελαφρύτερων και ενεργειακά αποδοτικότερων υλικών σε σημαντικούς τομείς, όπως η συσκευασία και οι μεταφορές, ωθούν την ανάπτυξη της αγοράς των προϊόντων αλουμινίου. Σε ανταπόκριση στην αυξανόμενη ζήτηση για προϊόντα αλουμινίου από τους πελάτες της, η Εταιρεία το 2018 παρήγγειλε ένα ψυχρό έλαστρο έξι ραούλων (6-high cold rolling mill) έλασης αλουμινίου, ως το αρχικό στάδιο μιας ευρύτερης επένδυσης της τάξης των 100 εκατομμυρίων ευρώ που θα υλοποιηθεί στο βάθος των επόμενων δύο χρόνων για παραγωγικό εξοπλισμό και υποδομή Έρευνας και Ανάπτυξης. Η επένδυση θα επιτρέψει στη Εταιρεία να αξιοποιήσει έως 150 χιλιάδες τόνους επιπρόσθετης δυναμικότητας της θερμής έλασης στις εγκαταστάσεις στα Οινόφυτα, η οποία θα υπερδιπλασιαστεί, μετά την εγκατάσταση του νέου τετραπλού θερμού ελάστρου τον Απρίλιο του 2020. Η Εταιρεία σκοπεύει να χρηματοδοτήσει την επένδυση με συνδυασμό ταμειακών ροών, τραπεζικής χρηματοδότησης και χρηματοδότησης εμπορικών πιστώσεων.

Με βάση την εν λόγω αποτίμηση και την πρόβλεψη της ανοδικής πορείας της μετοχής, οι επενδυτές θα μπορούσαν μελλοντικά να χρηματοδοτήσουν και άλλες παρόμοιες ενέργειες και να ενισχύσουν τη δέσμευση της ΕΛΒΑΛΧΑΛΚΟΡ Α.Ε. στην παροχή περισσότερο βιώσιμων παγκοσμίου κλάσης προϊόντων και λύσεων αλουμινίου, συνεισφέροντας περαιτέρω προς την κατεύθυνση για μια κυκλική οικονομία. Οι μελλοντικές επενδύσεις θα υποστηρίξουν τον περαιτέρω εκσυγχρονισμό των εγκαταστάσεων της εταιρίας, αλλά επίσης θα εισάγουν τη τελευταία αιχμής τεχνολογία στην παραγωγική διαδικασία, αυξάνοντας την ενεργειακή αποδοτικότητα και βελτιώνοντας το περιβαλλοντικό αποτύπωμα.

Η τελική πορεία της μετοχής της ωστόσο εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από το ευρύτερο κλίμα το οποίο υφίσταται στην παγκόσμια και ελληνική αγορά, όπως προαναφέρθηκε, και αφορά στο σύνολο των ενεργών επιχειρηματικών οντοτήτων στο πλαίσιο του παγκοσμιοποιημένου επιχειρηματικού και οικονομικού περιβάλλοντος. Σε μια εποχή που το διεθνές εμπόριο δεσπόζει, η αξία των μετοχών είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με τους ισχύοντες παράγοντες οι οποίοι προσδιορίζουν τις εκάστοτε συνθήκες αφενός του εσωτερικού και αφετέρου του εξωτερικού οικονομικού γίνεσθαι.

# ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

## Ελληνική

- Αλεξιάκης, Χ. (2015). *Χρηματοοικονομική Ανάλυση, Επιχειρήσεων και Λογιστική*. Σημειώσεις μαθήματος, Πανεπιστήμιο Πειραιώς.
- Αρτίκης, Γ. (2002). *Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Χρηματοδότησης*. Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα.
- Γκίκας, Δ., Παπαδάκη, & Σιουγλέ. (2010). *Ανάλυση και Αποτίμηση Επιχειρήσεων*, Αθήνα, Εκδόσεις Μπένου.
- Σφαρνάς, Α. (1993). *Αποτίμηση Επιχειρήσεων*, Εκδόσεις Γαλαίος, Αθήνα.
- Λαζαρίδης, Θ.Γ. (2005). *Αποτίμηση Επιχειρήσεων, Θεωρία, Μεθοδολογία, Πρακτική*, Εκδοτικός οίκος Αδελφών Κυριακίδη Α.Ε.
- Μαυρογιώργη, Φ. (2019). *Κλάδος αλουμινίου: 1,9 δισ. ευρώ σε εξαγωγές*. Διαθέσιμο στο: <https://energyin.gr/2019/03/29/κλάδος-αλουμινίου-19-δισ-ευρώ-σε-εξαγωγ/>
- Πρωτοψάλτης, Ν. (1999). *Καταστάσεις ταμειακών ροών*, Εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα.
- Σακέλλης, Ι.Ε. (2001). *Συγχωνέσεις - Διασπάσεις – Εξαγορές – Μετατροπές και εκτίμηση Αξίας επιχειρήσεως*, Εκδόσεις Βρύκους.
- Οικονομικός απολογισμός ΕΛΒΑΛ ΧΑΛΚΟΡ 2018
- Οικονομικός απολογισμός ΕΛΒΑΛ ΧΑΛΚΟΡ 2017
- Οικονομικός απολογισμός ΕΛΒΑΛ ΧΑΛΚΟΡ 2016
- Οικονομικός απολογισμός ΕΛΒΑΛ ΧΑΛΚΟΡ 2015

## Ξένη

- Atkinson, G. (2000). *Measuring corporate sustainability*, Journal of Environmental Planning and Management, 43(2), 235–252.
- Bauer, H. H., & Hammerschmidt, M. (2005). *Customer-based corporate valuation*, Management Decision, 43(3), 331–348.
- Brealt, M.M. (2007). *Fundamentals of corporate finance*, Hill Edition.
- Copeland, T., Koller, T. & Murrin, J. (2000). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, Wiley & Sons, New York.
- Damodaran, A. (2013). *A one-day valuation seminar*, Seminar at Serbia.  
Available online at: [www.damodaran.com](http://www.damodaran.com)
- Damodaran, A. (2005). *An Introduction to Valuation*. Available online at: [www.damodaran.com](http://www.damodaran.com)
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- A.E., E. (2018). *Ετήσια Οικονομική Έκθεση*.
- Fernandez, P. (2015). *Company Valuation Methods*. Available at: <https://ssrn.com/abstract=274973>
- Fernandez, P. (2007). *Company Valuation Methods: The most Common Errors in Valuations*, IESE Business School, Barcelona.
- Figge, F., & Hahn, T. (2005). *The Cost of Sustainability Capital and the Creation of Sustainable Value by Companies*, Journal of Industrial Ecology, 9(4), 47–58.
- Fisher, R., & Uri, W. (1991). *Getting to YES: negotiating agreement without giving in*, Penguin, New York.

- Insider. (2018). Τριπλασίασε τις εξαγωγές ο κλάδος αλουμινίου εν μέσω κρίσης. Διαθέσιμο στο: <https://www.insider.gr/eidiseis/epiheiriseis/87719/triplasiase-tis-exagoges-o-klados-aloyminioy-en-meso-krisis>
- Kaplan, R.S., & Mikes, A. (2012). *Managing Risks: A New Framework*, Harvard Business Review. Available at: [https://www.nsf.gov/oirm/bocomm/meetings/spring\\_2018/Managing\\_Risks\\_A\\_New\\_Framework.pdf](https://www.nsf.gov/oirm/bocomm/meetings/spring_2018/Managing_Risks_A_New_Framework.pdf) (10/3/2019).
- Modigliani, F. & Miller, M.H. (1963). *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*, American Economic Review, 53(3), 433-442.
- Miller, M.H. & Modigliani, F. (1961). *Dividend Policy, Growth and The Valuation of Shares*. Journal of Business, 34, 411-433.
- Martin, J.D. & Petty, J.W. (2000). *Value Based Management: The Corporate Response to the Shareholder Revolution*, Harvard Business School Press, Boston.
- NewTimes. (2019). *Αλουμίνιο, Ο Πιο Εξαγωγικός Κλάδος Της Χώρας Μετά Τα Πετρελαιοειδή*. Διαθέσιμο στο: <http://www.newtimes.gr/elvalhalcor-katsaros/>
- Palmrose, Z.V., Richardson, V. J., & Scholz, S. (2004). *Determinants of market reactions to restatement announcement*, Journal of Accounting and Economics, 37(1), 59–89.
- Rappaport, A. (1998). *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*, Free Press, New York.
- Reporter. (2018). Οι βασικές προτεραιότητες και προκλήσεις για τον κλάδο του αλουμινίου. Διαθέσιμο στο: <https://www.reporter.gr/Eidhseis/Epicheirhseis/basic-metals/356981-Oi-basikes-proteraiotites-kai-proklhseis-gia-ton-klado-toy-aloyminioy?tmpl=component&print=1>
- Young, S, David, O., & Bryne, F.S. (2007). *Evaluation and value based management*, McGraw Hill Publishments.

## Διαδικτυακοί Τόποι

[www.elvalhalcor.gr](http://www.elvalhalcor.gr)

[www.capital.gr](http://www.capital.gr)

<https://www.financeskills.gr/cgi-bin/index.pl?type=article&argenkat=Blog&arcode=180513004953&arlang=Greek&snpsp=&wlcmpClemail>

[www.investopedia.gr](http://www.investopedia.gr)

<http://www.oecd.org/>

[https://repository.kallipos.gr/bitstream/11419/3754/1/02\\_chapter\\_10.pdf](https://repository.kallipos.gr/bitstream/11419/3754/1/02_chapter_10.pdf)

<https://www.capital.gr/finance/historycloses/%CE%95%CE%9B%CE%A7%CE%91>

<https://www.insider.gr/eidiseis/epiheiriseis/87719/triplasiase-tis-exagoges-o-klados-aloyminiou-en-meso-krisis>

<https://www.alunet.gr/2014/12/1032v>

<https://finance.yahoo.com>