



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**

**Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων**

**Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών στη Διοίκηση  
Επιχειρήσεων (MBA)**

**Διπλωματική Εργασία**

# **Οικονομική Προστιθέμενη Αξία**

**Η περίπτωση μη εισηγμένης επιχείρησης**

**Βασίλειος Γιώτας του Αθανασίου**

**Επιβλέπων Καθηγητής: Παναγιώτης Αρτίκης**

**Πειραιάς 2021**

## ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

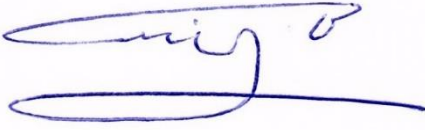
Δηλώνω υπεύθυνα ότι η διπλωματική εργασία για τη λήψη του μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών, του Πανεπιστημίου Πειραιώς, στη Διοίκηση Επιχειρήσεων, MBA με τίτλο:

*«Οικονομική Προστιθέμενη Αξία, Η περίπτωση μη εισηγμένης επιχείρησης»*

έχει συγγραφεί από εμένα αποκλειστικά και στο σύνολό της. Δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού προγράμματος ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό, ούτε είναι εργασία ή τμήμα εργασίας ακαδημαϊκού ή επαγγελματικού χαρακτήρα.

Δηλώνω επίσης υπεύθυνα ότι οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης εργασίας, αναφέρονται στο σύνολό τους, κάνοντας πλήρη αναφορά στους συγγραφείς, τον εκδοτικό οίκο ή το περιοδικό, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο. Παράβαση της ανωτέρω ακαδημαϊκής μου ευθύνης αποτελεί ουσιώδη λόγο για την ανάκληση του πτυχίου μου.

Υπογραφή Μεταπτυχιακού Φοιτητή



.....

Όνοματεπώνυμο

**ΒΑΣΙΛΕΙΟΣ ΓΙΩΤΑΣ**

**Βασίλειος Γιώτας**

Ηλεκτρολόγος Μηχανικός & Μηχανικός Υπολογιστών, Εθνικό Μετσόβιο Πολυτεχνείο  
MSc. Renewable Energy, Ecole Nationale Supérieure des Mines de Paris  
email: [vasileios.giotas@gmail.com](mailto:vasileios.giotas@gmail.com)

αφιερώνεται στην οικογένειά μου,

Θανάση, Αγγελική και Τριαντάφυλλο



## Περιεχόμενα

1.	Εισαγωγή .....	1
1.1	Αντικειμενικός Σκοπός	1
1.2	Μεθοδολογία	1
2.	Μέτρηση Εταιρικής Αξίας .....	3
2.1	Κέρδη ανά μετοχή (EPS)	4
2.2	Λόγος αγοραίας τιμής προς κέρδη (P/E Ratio)	4
2.3	Λόγος αγοραίας προς λογιστικής αξίας (M/B Ratio)	5
2.4	Λόγος αγοραίας αξίας προς κόστος αντικατάστασης (Tobin's Q)	5
2.5	Ρυθμός αύξησης εσόδων (Revenue Growth)	5
2.6	Λόγος αγοραίας αξίας προς έσοδα (Price to Sales Ratio)	6
2.7	Λόγος αγοραίας τιμής/ κέρδη προς ρυθμό ανάπτυξης (PEG)	6
2.8	Αποδοτικότητα της Επένδυσης (ROI)	7
2.9	Περίοδος επανείσπραξης κόστους επένδυσης (PB Period)	9
2.10	Περίοδος επανείσπραξης κόστους επένδυσης με βάση την παρούσα αξία (PV PB Period)	9
2.11	Καθαρή Παρούσα Αξία (NPV)	10
2.12	Συντελεστής Εσωτερικής Απόδοσης (IRR)	11
2.13	Απόδοση Επενδυμένου Κεφαλαίου (ROIC)	11
2.14	Συντελεστής απόδοσης ταμιακών ροών επένδυσης (CFROI)	13
2.15	Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)	15
2.16	Αποδοτικότητα Κεφαλαίων (ROA)	15
2.17	Απόδοση Απασχολούμενων Κεφαλαίων (ROCE)	16
2.18	Κέρδη προ Τόκων και Φόρων (EBIT)	17
2.19	Ποσοστό Καταβληθέντων Μερισμάτων (Dividend payout percentage)	19
2.20	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA)	19
2.21	Αγοραία Προστιθέμενη Αξία (MVA)	20
3.	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA).....	23
3.1	Καθαρό Λειτουργικό Ενεργητικό	24
3.1.1	Καθαρό λειτουργικό κεφάλαιο κίνησης (NOWC)	24
3.1.2	Λειτουργικό κυκλοφορούν ενεργητικό	25

3.1.3	Λειτουργικές τρέχουσες υποχρεώσεις	25
3.1.4	Λειτουργικό πάγιο ενεργητικό	25
3.2	Μη λειτουργικό ενεργητικό	26
3.3	Απόδοση επενδυμένου κεφαλαίου (ROIC)	26
3.4	Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC)	26
3.4.1	Λογιστικές Αξίες	26
3.4.2	Τρέχουσες (Αγοραίες) Αξίες	27
3.4.3	Επιθυμητές Αξίες	27
3.5	Κέρδη προ τόκων και φόρων (EBIT)	27
3.6	Η ανάλυση πραγματοποιήθηκε στην §2.18.Συντελεστής Εσωτερικής Απόδοσης (IRR)	27
3.7	Καθαρό Λειτουργικό Κέρδος μετά Φόρων (NOPAT)	28
3.8	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA)	29
3.9	Θέματα προς σκέψη	30
4.	Η περίπτωση μη εισηγμένης επιχείρησης: Siemens Ελλάς (ΣΗΜΕΝΣ Α.Ε.)	
	35	
4.1	Ιστορία του ομίλου της Siemens	35
4.2	Παρουσία	36
4.3	Η αξιολόγηση των οικονομικών αποτελεσμάτων από τη Siemens	
	36	
5.	Υπολογισμός EVA για Siemens Ελλάς .....	37
6.	Συμπεράσματα και θέματα για περαιτέρω έρευνα .....	39
7.	Παραρτήματα .....	41
7.1	Siemens AG EVA	41
7.2	Ισολογισμοί ΣΗΜΕΝΣ Α.Ε.	45
8.	Ευρετήριο.....	57
9.	Βιβλιογραφία .....	59

# **Οικονομική Προστιθέμενη Αξία: Η περίπτωση μη εισηγμένης επιχείρησης**

**Βασίλειος Γιώτας**

Σημαντικοί όροι: economic value added, ROIC, WACC, NOPAT, οικονομική προστιθέμενη αξία, μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου, παραγωγή αξίας, μέτρηση εταιρικής αξίας.

## **Περίληψη**

Η εργασία κάνει μία αναδρομή των σημαντικότερων δεικτών μέτρησης της αξίας μιας εταιρίας, με έμφαση στην ανάλυση της οικονομικής προστιθέμενης αξίας (EVA). Στη συνέχεια πραγματοποιείται και ο σχετικός υπολογισμός για μια περίπτωση μη εισηγμένης επιχείρησης, της Siemens Ελλάδος.

## **Ευχαριστίες**

Η παρούσα εργασία ολοκληρώθηκε εν μέσω πολλών αλλαγών της προσωπικής και επαγγελματικής κατάστασης μου και ως εκ τούτου θα ήθελα να εκφράσω τις βαθιές ευχαριστίες μου για την απέραντη υπομονή, και ανοχή του καθηγητή κ. Παναγιώτη Αρτίκη και της διοίκησης του προγράμματος σπουδών του MBA.



## 1. Εισαγωγή

### 1.1 Αντικειμενικός Σκοπός

Η εργασία επιχειρεί να αναδείξει τις διαφορετικές μεθοδολογίες και έναν μεγάλο αριθμό δεικτών που χρησιμοποιούνται για τη μέτρηση της εταιρικής αξίας και ακολούθως να εστιάσει σε έναν από αυτούς, την οικονομική προστιθέμενη αξία. Η εργασία αποσκοπεί σε μια πρακτική εφαρμογή αυτού του τελευταίου δείκτη.

### 1.2 Μεθοδολογία

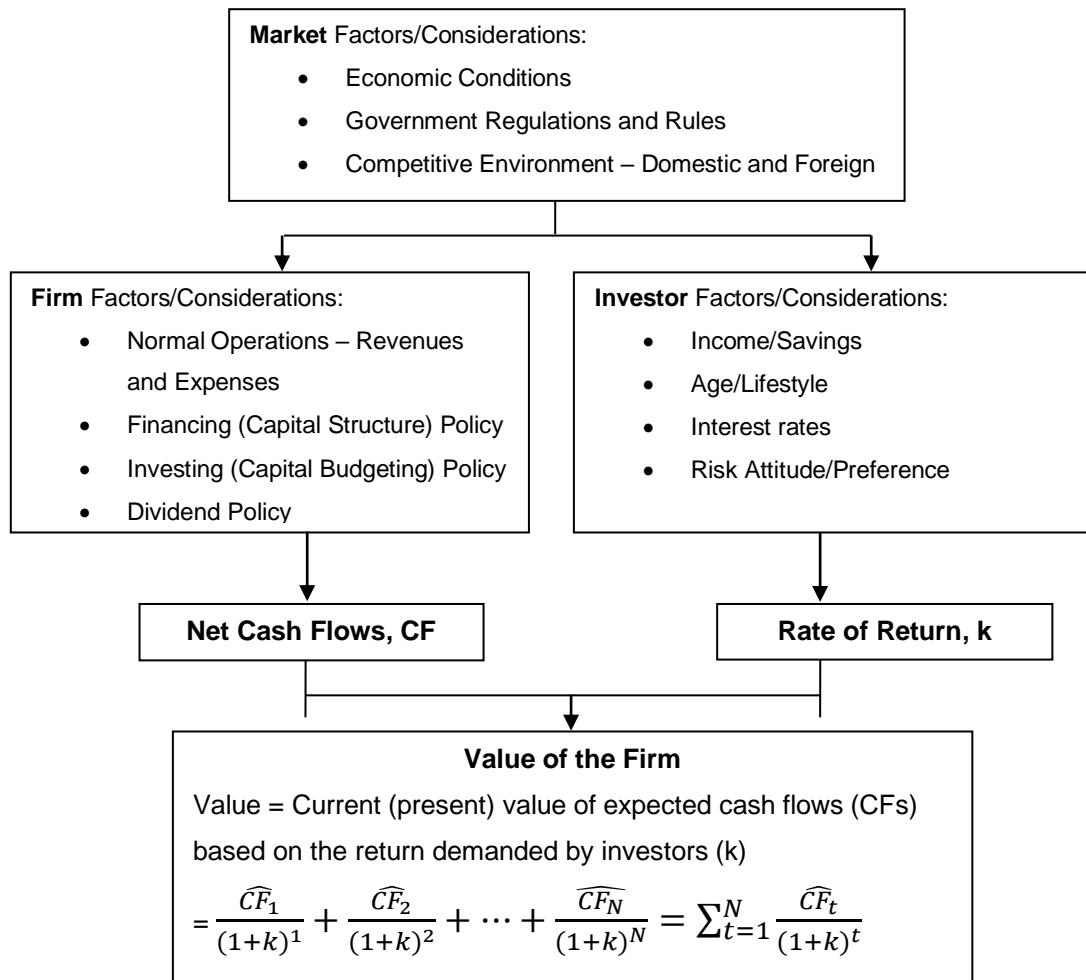
Η εργασία αποτελεί στο μεγαλύτερο βαθμό μια βιβλιογραφική εργασία, καταβάλλοντας μια προσπάθεια για τη σύνθεση διαφορετικών οπτικών και θέσεων. Εν συνεχεία επιχειρείται μια πρακτική εφαρμογή του δείκτη της οικονομικής προστιθέμενης αξίας με τη χρήση των οικονομικών καταστάσεων μιας μη εισηγμένης επιχείρησης, της Siemens Ελλάδος, και των ετήσιων αναφορών της μητρικής της, και εισηγμένης επιχείρησης, Siemens AG.



## 2. Μέτρηση Εταιρικής Αξίας

Η μέτρηση της εταιρικής αξίας αποτελεί ένα αντικείμενο έρευνας και προβληματισμού, τόσο ευρύ, που παράγει διαχρονικά μεθόδους αξιολόγησης που συχνά ανταποκρίνονται η κάθε μία σε διαφορετικές ανάγκες της επιχείρησης και που χρησιμεύουν για τη λήψη αποφάσεων των διαφόρων stakeholders της: managers, υπάλληλοι, επενδυτές.

Πιθανότατα καμία από της μεθόδους δεν είναι από μόνη της ικανή να απαντήσει με καθολικό τρόπο για την αξία μίας εταιρίας ή τη δυνατότητά της να παράγει αξία. Για το λόγο αυτό οι εταιρίες χρησιμοποιούν, στις περισσότερες των περιπτώσεων, περισσότερες από μία μεθόδους έτσι ώστε να ανταποκριθούν στις ανάγκες για λήψη αποφάσεων από όλους τους πιθανούς stakeholders και τις διαφορετικές απαιτήσεις τους. Κοινό σημείο όλων των μεθόδων είναι η προσπάθεια μέτρησης της εταιρικής αξίας που θα μπορούσε να οριστεί ως: η παρούσα, ή τωρινή, αξία των ταμιακών ροών που κάποιο ενεργητικό (asset) αναμένεται να παραγάγει στο μέλλον (Besley & Brigham, 2005, p. 19).



**Διάγραμμα 2-1: Managerial Actions to Maximize Shareholder Wealth, pg. 19, Figure 1-2, Value of the firm**

## 2.1 Κέρδη ανά μετοχή (EPS)

Ένα από τα πιο δημοφιλή μέτρα εταιρικής αξιολόγησης, είναι τα κέρδη ανά μετοχή (Earnings Per Share, EPS), το οποίο χρησιμοποιείται ευρέως από τους επενδυτές για την μέτρηση της αξίας της μετοχής μιας εταιρίας.

Ο βασικός λόγος που το EPS έλκει την προσοχή, είναι η πεποίθηση ότι τα καθαρά έσοδα (Net Income) μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως βαρόμετρο για το δυναμικό μίας εταιρίας να παραγάγει μελλοντικές χρηματικές ροές.

$$EPS = \frac{\text{Net Income available to common stockholders}}{\text{Number of Shares}}$$

Εντούτοις, η συγκεκριμένη μέθοδος δε λαμβάνει υπόψη τρεις βασικές παραμέτρους που σχετίζονται με την αξία μιας επιχείρησης:

- της χρηματικές ροές που αναμένονται να παραχθούν στο μέλλον,
- τον χρόνο στον οποίο αυτές αναμένεται να λάβουν χώρα, και τέλος
- το επενδυτικό ρίσκο που σχετίζεται με τη λειτουργία μιας επιχείρησης

## 2.2 Λόγος αγοραίας τιμής προς κέρδη (P/E Ratio)

Ο λόγος της αγοραίας τιμής (Market Price) μετοχής προς τα κέρδη (Earnings) ορίζεται ως P/E ratio:

$$P/E \text{ ratio} = \frac{\text{Market Price per share}}{\text{Earnings per share}}$$

Ο λόγος δείχνει πόσο είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν οι επενδυτές ανά νομισματική μονάδα δηλωμένων κερδών. Με τα υπόλοιπα μεγέθη σταθερά, το P/E ratio αναμένεται υψηλότερο για τις εταιρίες με υψηλότερες προοπτικές ανάπτυξης, και χαμηλότερο για εταιρίες υψηλότερου ρίσκου. Εντούτοις, τα παραπάνω είναι απλά ενδείξεις για το προφίλ μιας εταιρίας. Η πραγματική εικόνα της εταιρίας συνεχίζει να απαιτεί περαιτέρω διερεύνηση.

### 2.3 Λόγος αγοραίας προς λογιστικής αξίας (M/B Ratio)

Ο δείκτης αγοραίας προς λογιστικής αξίας της μετοχής (Market/Book or M/B ratio), συχνά αναφερόμενο και ως Price to Book Value (PBV) ορίζεται ως:

$$MB \text{ ratio} = \frac{\text{Market Price per share}}{\text{Book Value per share}}$$

Ο λόγος της αγοραίας τιμής μιας μετοχής προς τη λογιστική της αξία δίνει μία ακόμα ένδειξη για το πώς οι επενδυτές αντιμετωπίζουν μία εταιρία. Οι εταιρίες με σχετικά υψηλούς ρυθμούς απόδοσης κεφαλαίων (Return On Equity), κατά κανόνα πωλούν τις μετοχές τους σε υψηλότερα πολλαπλάσια της λογιστικής αξίας από ότι αυτές με χαμηλές αποδόσεις.

### 2.4 Λόγος αγοραίας αξίας προς κόστος αντικατάστασης (Tobin's Q)

Μια άλλη μεθοδολογία υπολογισμού της αξίας μιας εταιρίας στηρίζεται στο κόστος αντικατάστασης των παγίων μιας επιχείρησης. Η σύγκριση της αγοραίας αξίας του ενεργητικού (asset) με το κόστος αντικατάστασης του διαμορφώνει τον δείκτη Tobin's Q (από τον James Tobin που πρωτοεισήγαγε τη μέθοδο) και ορίζεται ως:

$$Tobin's Q = \frac{\text{Market Price}}{\text{Replacement Cost}}$$

Αρκετοί αναλυτές πιστεύουν ότι η αγοραία αξία μιας επιχείρησης δε μπορεί να παραμένει επί μακρόν πολύ πάνω από το κόστος αντικατάστασής της, διότι, ακόμα κι αν το έκανε, ο ανταγωνισμός θα επιχειρούσε να αναπαραγάγει την εταιρία. Η πίεση του ανταγωνισμού από άλλες παρόμοιες επιχειρήσεις που θα εντάσσονταν στην ίδια αγορά θα υποβίβαζαν την αγοραία αξία όλων των επιχειρήσεων του κλάδου, έως ότου αυτές να έφταναν σε αξία ισοδύναμη με το κόστος αντικατάστασής τους. Σύμφωνα με αυτήν την οπτική, μακροπρόθεσμα, ο ως άνω λόγος τείνει προς το 1, αν και η πράξη δείχνει ότι αυτός ο λόγος μπορεί να διαφέρει σημαντικά από το 1 για μεγάλες χρονικές περιόδους.

### 2.5 Ρυθμός αύξησης εσόδων (Revenue Growth)

Ένα μέγεθος που χρησιμοποιείται κατά κόρο είναι αυτό του ρυθμού αύξησης εσόδων (Revenue Growth rate)

$$Revenue \text{ Growth} = \left( \frac{\text{Revenue current year period}}{\text{Revenue prior year period}} - 1 \right) \times 100\%$$

Η σταθερή αύξηση των εσόδων, αν συνοδεύεται από αύξηση των καθαρών εσόδων, συμβάλλει στην αξία μιας επιχείρησης και ως εκ τούτου στην τιμή της μετοχής της. Ο ρυθμός αύξησης των εσόδων από τις πωλήσεις χρησιμοποιείται για να μετρήσει το ρυθμό επέκτασης μιας επιχείρησης και είναι ένα βασικό εργαλείο για τους επενδυτές, για την εκτίμηση των μελλοντικών πωλήσεων.

Ένα σημείο στο οποίο απαιτείται προσοχή με τη χρήση του συγκεκριμένου εργαλείου είναι ότι η ονομαστική αύξηση των εσόδων περιλαμβάνει και τυχόν αλλαγές λόγω νέων πεδίων δραστηριότητας των επιχειρήσεων, καθώς και αυξήσεις ή μειώσεις των τιμών ή και μεταβολές στο κόστος των αγαθών που πωλούνται (Costs of Goods Sold, COGS). Συνεπώς, πληροφόρηση για τον τρόπο με τον οποίο έχει επιτευχθεί ο όποιος ρυθμός ανάπτυξης είναι σημαντική για την εξαγωγή των ορθών συμπερασμάτων.

### 2.6 Λόγος αγοραίας αξίας προς έσοδα (Price to Sales Ratio)

Η μέθοδος υπολογισμού αξίας με τη χρήση του λόγου αγοραίας αξίας προς έσοδα (Price to Sales ratio) δεν είναι, σε γενικές γραμμές, ιδιαίτερα χρήσιμη για τη μέτρηση της αξίας μιας εταιρίας. Ο δείκτης ορίζεται ως:

$$\text{Price to Sales ratio} = \frac{\text{Enterprise Value}}{\text{Revenues}}$$

Η χρήση του καθίσταται ουσιαστική όταν η σύγκριση πραγματοποιείται μεταξύ εταιριών που μοιράζονται παρόμοιους ρυθμούς ανάπτυξης, παρόμοιες αποδόσεις υψηλότερου κεφαλαίου (incremental capital) και παρόμοιο λειτουργικό περιθώριο κέρδους. Η συνύπαρξη όλων των παραπάνω συνθηκών περιορίζει την ορθή χρήση του συγκεκριμένου λόγου σε εταιρίες των οποίων το περιθώριο λειτουργικού κέρδους είναι εξαιρετικά μικρό ή/και αρνητικό. Κάτι τέτοιο είναι σύνηθες σε νέες επενδυτικές προσπάθειες, οι οποίες, πολύ συχνά, θα αποφέρουν κέρδη μετά από χρόνια.

### 2.7 Λόγος αγοραίας τιμής/ κέρδη προς ρυθμό ανάπτυξης (PEG)

Ο δείκτης αγοραίας τιμής/κέρδη προς ρυθμό ανάπτυξης (PEG ratio) ορίζεται ως:

$$\text{PEG} = \frac{\text{PE ratio}}{\text{Expected Growth rate}}$$

Η χρήση αυτού του δείκτη άρει έναν από τους περιορισμούς του προηγούμενου δείκτη (Price to Sales ratio): αυτόν του πανομοιότυπου ρυθμού ανάπτυξης των συγκρινόμενων επιχειρήσεων. Άρα η χρήση του μπορεί να επεκταθεί σε επιχειρήσεις που βρίσκονται σε διαφορετικό στάδιο του κύκλου ζωής τους.

Εντούτοις, οι περιορισμοί του εν λόγω δείκτη εντοπίζονται στα εξής:

- ο ορισμός της χρονικής περιόδου στην οποία θα υπολογισθεί ο ρυθμός ανάπτυξης, μπορεί να οδηγήσει σε αποκλίνοντα συμπεράσματα,
- οι επιχειρήσεις με μικρό ρυθμό ανάπτυξης συστηματικά υποτιμούνται από τον συγκεκριμένο δείκτη

## 2.8 Αποδοτικότητα της Επένδυσης (ROI)

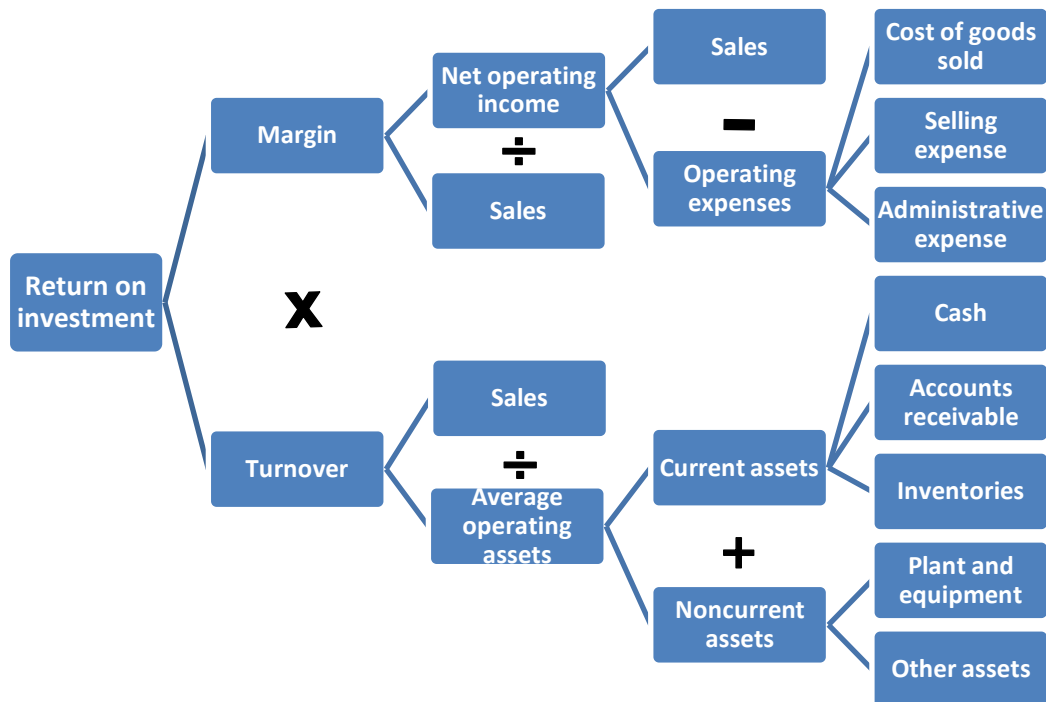
Μία ακόμα μέθοδος μέτρησης της εταιρικής απόδοσης είναι η Αποδοτικότητα της Επένδυσης (Return On Investment, ROI). Είναι το αποτέλεσμα της διαίρεσης του καθαρού εισοδήματος, πριν από τόκους και φόρους, με το σύνολο των επενδύσεων που απαιτούνται για τη λειτουργία της επιχείρησης:

$$ROI = \frac{\text{Net operating income}}{\text{Average operating assets}}$$

Η προσπάθεια για τη μεγιστοποίηση της εταιρικής απόδοσης, με μοχλό τη μέθοδο του ROI, αποδίδει με την υλοποίηση τουλάχιστον ενός των παρακάτω μέτρων:

- αύξηση πωλήσεων
- μείωση λειτουργικών εξόδων
- μείωση επενδύσεων

Η απεικόνιση των παραπάνω δυνατών μέτρων για τη μεγιστοποίηση του ROI, σε μεγαλύτερο βάθος, παρουσιάζεται παρακάτω:



**Διάγραμμα 2-2: (Managerial Accounting), pg. 558, Exhibit 12-6**

Η στενή σχέση του ROI με αρκετά μεγέθη του ισολογισμού, όπως φαίνεται κι από το παραπάνω διάγραμμα, αναβαθμίζει το ROI σε ένα εξαιρετικά χρήσιμο εργαλείο, μέσω του οποίου μπορούν να δοθούν σαφείς κατευθυντήριες γραμμές προς τη μεσαία διοίκηση για την αύξηση της αποδοτικότητας της εταιρίας, όπως επίσης και αρκετές εναλλακτικές διαδρομές για την επίτευξη αυτού του στόχου. Το ROI αποτελεί, επιπλέον, για πολλές επιχειρήσεις και μία μέθοδος μέτρησης της απόδοσης των διοικούντων.

Η κριτική για το ROI εντοπίζεται κυρίως στα ακόλουθα:

- η ευελιξία στους τρόπους με τους οποίους οι διοικούντες μπορούν να αυξήσουν το ROI ενέχει συχνά τον κίνδυνο
  - να υπάρχουν, εσωτερικά σε μία εταιρία, αντιμαχόμενες πολιτικές,
  - να επιλέγονται πολιτικές που βελτιώνουν το ROI, μόνο βραχυπρόθεσμα, ενώ μακροπρόθεσμα δημιουργούν υφέσεις, ή
  - να επιλέγονται πολιτικές που έρχονται σε αντίθεση με τη γενικότερη στρατηγική της εταιρίας



- ένας επικεφαλής τμήματος που αναλαμβάνει καθήκοντα, διαδεχόμενος τον προκάτοχό του, συνήθως κληρονομεί κόστη πάνω στα οποία έχει μηδενική επιρροή, συνεπώς η αξιολόγηση του τμήματος ή/και του ίδιου του επικεφαλής γίνεται πιο δυσχερής, και
- οι διοικούντες σε επιμέρους τμήματα μιας εταιρίας, που αξιολογούνται βάσει του ROI, μπορεί να απορρίψουν επενδύσεις που θα έχουν θετικό αντίκτυπο για το σύνολο της εταιρίας, αλλά δυνητικά αρνητικό στο τμήμα τους

## 2.9 Περίοδος επανείσπραξης κόστους επένδυσης (PB Period)

Η μέθοδος υπολογισμού της περιόδου επανείσπραξης του κόστους της επένδυσης (Payback Period, PB) παρουσιάζει τον αριθμό των ετών που απαιτούνται για να επανεισπραχθεί το αρχικό κόστος της επένδυσης, δηλ.:

PB = Αρ. ετών πριν την πλήρη επανείσπραξη +

$$\frac{\text{Υπολειπόμενο ποσό επανείσπραξης στην έναρξη του έτους επανείσπραξης}}{\text{Συνολική ταμιακή ροή έτους επανείσπραξης}}$$

Τα σημαντικότερα πλεονεκτήματα της μεθόδου είναι τα ακόλουθα:

- δίνει μία ένδειξη του κινδύνου και της ρευστότητας της επένδυσης σε σχέση με τον χρόνο της έκθεσης στον κίνδυνο και της χρήσης του κεφαλαίου
- έχει πεδίο εφαρμογής σε περιπτώσεις επενδύσεων με γρήγορη τεχνολογική απαξίωση
- έχει πεδίο εφαρμογής σε περιπτώσεις επενδύσεων σε χώρες με πολιτική αστάθεια

Τα κυριότερα μειονεκτήματα της μεθόδου είναι ότι:

- δεν αξιολογεί τις ταμιακές ροές που ενδεχομένως συνεχίζουν να υφίστανται και μετά την περίοδο επανείσπραξης
- δε λαμβάνει υπόψη της τη διαχρονική αξία του χρήματος.

## 2.10 Περίοδος επανείσπραξης κόστους επένδυσης με βάση την παρούσα αξία (PV PB Period)

Η μέθοδος υπολογισμού της περιόδου επανείσπραξης του κόστους επένδυσης με βάση την παρούσα αξία (present value payback period) διαφοροποιείται σε σχέση με την παραδοσιακή μέθοδο υπολογισμού της περιόδου επανείσπραξης στο ότι πρώτα γίνεται η προεξόφληση των μελλοντικών καθαρών ταμιακών ροών. Με αυτήν την

τροποποίηση άρεται το μειονέκτημα της διαχρονικής αξίας του χρήματος της παραδοσιακής μεθόδου.

### 2.11 Καθαρή Παρούσα Αξία (NPV)

Μία από τις μεθόδους για την αξιολόγηση μιας επενδυτικής πρότασης, και ίσως η πλέον διαδεδομένη, που λαμβάνουν υπόψη την προεξόφληση μελλοντικών ταμιακών ροών, είναι αυτή της καθαρής παρούσας αξίας της επιχείρησης (Net Present Value, NPV).

Η μέθοδος της καθαρής παρούσας αξίας προεξοφλεί όλες τις μελλοντικές καθαρές ταμιακές ροές (Cash Flow, CF) στο παρόν (χρόνος 0) με συντελεστή προεξόφλησης την ελάχιστη αποδεκτή απόδοση, που συνήθως είναι το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (Weighted Average Cost of Capital, WACC), βλέπε §3.4 Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC)). Ο υπολογισμός έχει ως εξής:

$$NPV = \sum_{t=1}^T \frac{CF_t}{(1+r)^t} - I$$

όπου,  $r$  : ελάχιστη αποδεκτή απόδοση,  $I$  : κόστος επένδυσης

Με άλλα λόγια η καθαρή παρούσα αξία συγκρίνει την αξία μίας νομισματικής μονάδας σήμερα με την αξία της ίδιας νομισματικής μονάδας στο μέλλον και λαμβάνει υπόψη τον πληθωρισμό και τις αποδόσεις. Εάν η καθαρή παρούσα αξία μιας επιχειρηματικής προσπάθειας είναι θετική, τότε αυτή έχει τις προϋποθέσεις να γίνει αποδεκτή από τους επενδυτές, αφού συμβάλλει στην παραγωγή αξίας.

Συνεπώς, σύμφωνα με τη μέθοδο της καθαρής παρούσας αξίας, η αξία κάθε επιχείρησης εξαρτάται από:

- το μέγεθος των ταμιακών ροών
- τη χρονική στιγμή που παράγονται, και
- το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης

Τα πλεονεκτήματα της μεθόδου της καθαρής παρούσας αξίας συνοψίζονται στα εξής:

- ένταξη στον υπολογισμό της διαχρονικής αξίας του χρήματος
- γνωστοποίηση του κόστους χρηματοδότησης στους επενδυτές και σαφής προσδιορισμός της απαιτούμενης απόδοσης
- παρουσίαση του αποτελέσματος σε απόλυτα χρηματικά ποσά
- ύπαρξη της ιδιότητας της προσθετικότητας των διαφόρων επενδυτικών προτάσεων

- ύπαρξη δυνατότητας τροποποιήσεων για τον συνυπολογισμό του κινδύνου της επένδυσης

Τέλος, η κριτική της μεθόδου θα μπορούσε να εντοπιστεί στα ακόλουθα:

- η υπόθεση ότι το κόστος χρηματοδότησης παραμένει το ίδιο σε όλη τη διάρκεια της επένδυσης
- η εγγενής δυσκολία εξαγωγής συμπερασμάτων σε επενδύσεις με πολύ διαφορετικό κόστος χρηματοδότησης
- η ευαισθησία στην αξιοπιστία των μελλοντικών ταμιακών ροών

### 2.12 Συντελεστής Εσωτερικής Απόδοσης (IRR)

Η μέθοδος Συντελεστή Εσωτερικής Απόδοσης (Internal Rate of Return, IRR) δίνει την εσωτερική απόδοση μιας επένδυσης, η οποία είναι ο συντελεστής προεξόφλησης που εξισώνει το κόστος της επένδυσης (Investment, I) με την παρούσα αξία των μελλοντικών ταμιακών ροών (Cash Flow, CF), τις οποίες αναμένεται να δημιουργήσει η εν λόγω επένδυση. Συνεπώς:

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

όπου,  $n$  = αριθμός περιόδων

Η επίλυση της παραπάνω εξίσωσης γίνεται με τη χρήση υπολογιστικών μοντέλων.

Η πρωταρχική σύγκριση του IRR πραγματοποιείται με το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου, που κρίνει καταρχήν τη βιωσιμότητα μιας επένδυσης. Η τελική απόφαση για την επένδυση σε ένα έργο ή σε μία επιχείρηση λαμβάνεται βάσει του ελάχιστου απαιτούμενου για κάθε επενδυτή συντελεστή απόδοσης και τον πλούτο που η συγκεκριμένη επιχείρηση αναμένεται τελικά να παράγει, βάσει του υπολογισμένου IRR.

### 2.13 Απόδοση Επενδυμένου Κεφαλαίου (ROIC)

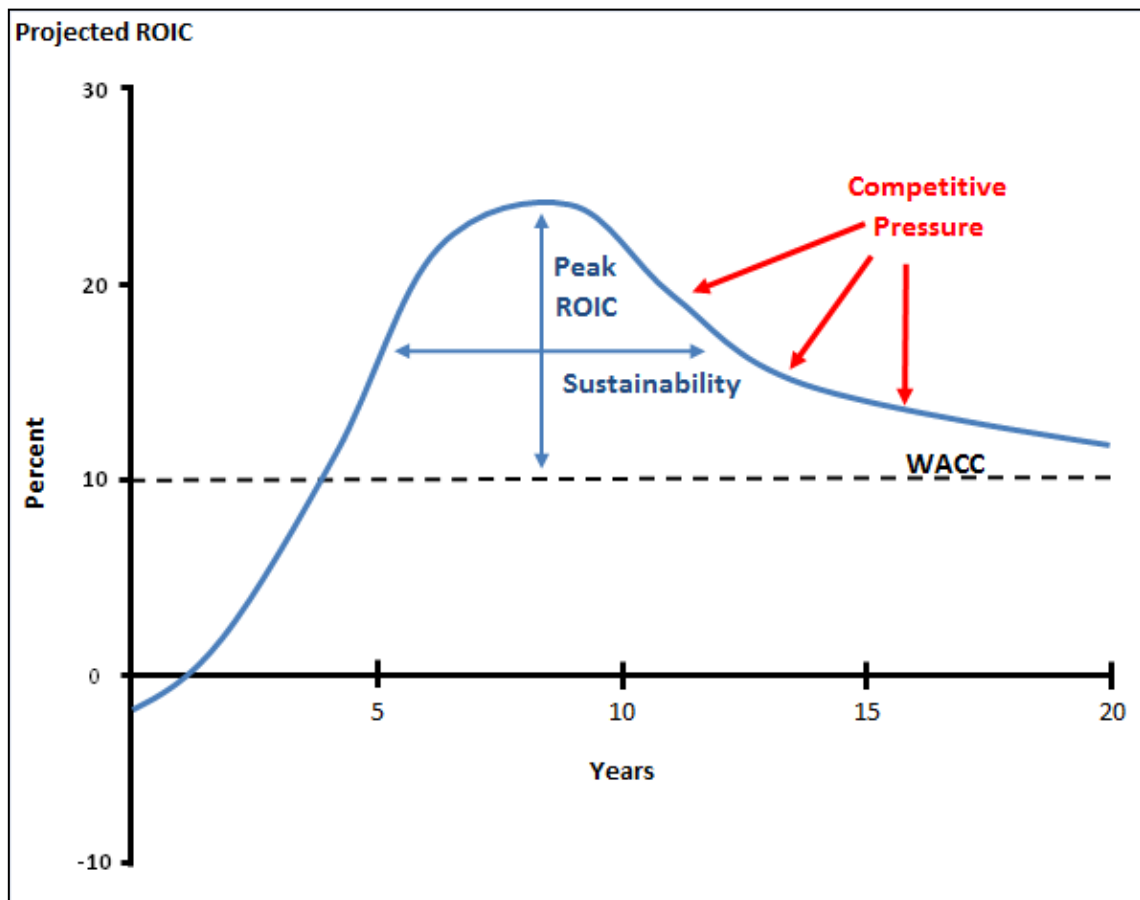
Μία από τις πλέον χρήσιμες μεθόδους μέτρησης αξίας μιας επιχείρησης είναι η Απόδοση του Επενδυμένου Κεφαλαίου (Return on Invested Capital, ROIC). Μία αναλυτική έκφραση του υπολογισμού του ROIC, ώστε να αναδειχθούν οι επιρροές του συντελεστή, παρουσιάζεται παρακάτω:

$$ROIC = (1 - T) \times \frac{(Unit\ Price - Unit\ Cost) \times Quantity}{Invested\ Capital}$$

όπου,  $T$ : συντελεστής φορολογίας

Ο υπολογισμός του συντελεστή αποκτά ιδιαίτερη χρησιμότητα όταν υπολογιστεί σε βάθος χρόνου, έτσι ώστε να αναδειχθεί τόσο η τάση για αύξηση ή μείωσή του, αλλά και η μέγιστη τιμή του (Peak ROIC), όσο και η δυνατότητα της εταιρίας να μπορεί να παράγει αξία για μεγάλες χρονικές περιόδους (Sustainability). Να σημειωθεί ότι το κατώφλι για την παραγωγή αξίας είναι η υπέρβαση του κόστους κεφαλαίου (WACC).

Μια τέτοια τυπική γραφική παράσταση υπολογισμού του ROIC παρουσιάζεται παρακάτω.



**Διάγραμμα 2-3: Τυπικό μοντέλο παραγωγής αξίας, (Koller, Goedhart, & Wessels, 2005)**  
**Exhibit 6.3**

Μία ενδιαφέρουσα συσχέτιση στην οποία μπορεί να αξιοποιηθεί το ROIC είναι η παρατήρηση της μεταβολής της τιμής του μέσου ROIC σε σχέση με τον κύκλο εργασιών (Revenue) και την ανάπτυξη (Growth). Θα παρατηρήσει κανείς ότι αν και δεν υπάρχει εμφανής συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους μιας επιχείρησης και του ROIC, δε συμβαίνει το ίδιο και με τον ρυθμό ανάπτυξης: Αύξηση του ρυθμού ανάπτυξης αναμένεται να προκαλέσει και αύξηση του ROIC. Παρακάτω παρουσιάζονται τα αποτελέσματα μιας μελέτης που συγκλίνουν προς ένα τέτοιο συμπέρασμα.

		Revenues				
		<\$200M	\$200M- \$500M	\$500M- \$1B	\$1B- \$2.5B	>\$2.5B
Three- year real growth rate (%)	<0	3,3%	5,2%	6,0%	6,5%	7,0%
	0-5	8,8%	7,7%	8,0%	8,1%	9,1%
	5-10	8,9%	9,3%	9,6%	9,5%	10,3%
	10-15	10,8%	10,9%	11,2%	10,9%	11,8%
	15-20	11,9%	11,1%	11,7%	11,5%	11,9%
	>20	12,4%	11,9%	11,8%	11,8%	11,6%

No clear relation between size and performance

ROIC increases with higher growth rate

**Διάγραμμα 2-4: ROIC segmented by Size and Growth (Koller, Goedhart, & Wessels, 2005)**  
**Exhibit 6.11, Source: Compustat McKinsey & Company's corporate performance database**

Εντούτοις, θα πρέπει να σημειωθεί ότι ο τρόπος με τον οποίο επιτυγχάνεται ένας υψηλός ρυθμός ανάπτυξης προδιαθέτει και για τη δυνατότητα να διατηρηθεί ένα υψηλό ROIC. Η απόκτηση για παράδειγμα ενός μεγάλου μεριδίου της αγοράς με ραγδαία μείωση των τιμών δε μπορεί να συμβαδίσει με υψηλά περιθώρια κέρδους, γεγονός που αναπόφευκτα θα παρασύρει και την απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων σε χαμηλούς συντελεστές.

#### 2.14 Συντελεστής απόδοσης ταμιακών ροών επένδυσης (CFROI)

Ο συντελεστής απόδοσης ταμιακών ροών επένδυσης (Cash Flow Return on Investment, CFROI) για μία επιχείρηση είναι ο εσωτερικός ρυθμός απόδοσης (IRR)

υπαρκτών επενδύσεων, βασιζόμενος σε πραγματικές ταμιακές ροές. Γενικά, προτείνεται να συγκριθεί με το πραγματικό κόστος κεφαλαίου, ώστε να γίνουν κρίσεις για την ποιότητα αυτών των επενδύσεων.

Ο υπολογισμός του CFROI πραγματοποιείται με τη χρήση τεσσάρων δεδομένων:

- Μικτές επενδύσεις: Οι επενδύσεις που έχουν πραγματοποιηθεί στο ενεργητικό μιας εταιρίας, μετά από προσαύξηση της σωρευμένης απομείωσης και τις πληθωριστικές προσαρμογές της λογιστικής αξίας.
- Μικτές ταμιακές ροές: Ταμιακές ροές που έχουν κερδηθεί στο τρέχον έτος από τις μικτές επενδύσεις, που συνήθως ορίζονται ως το άθροισμα των λειτουργικών εσόδων μετά φόρων μιας επιχείρησης και τις μη ταμιακές χρεώσεις των κερδών, όπως οι αποσβέσεις και η απομείωση αξίας.
- Αναμενόμενη διάρκεια ζωής των στοιχείων του ενεργητικού: Υπολογίζεται κατά το χρόνο της αρχικής επένδυσης και μεταβάλλεται από τομέα σε τομέα. Αντικατοπτρίζει τη διάρκεια ζωής κατά την οποία οι εν λόγω επενδύσεις αποφέρουν κέρδη.
- Αναμενόμενη αξία των στοιχείων του ενεργητικού στο τέλος της ζωής τους: Η αξία αυτή συνήθως αποτελεί ένα κλάσμα της αρχικής επένδυσης, όπως η γη και τα κτίρια, που δεν είναι αποσβέσιμο.

Το CFROI είναι ο συντελεστής εσωτερικής απόδοσης που προκύπτει από αυτές ακριβώς τις ταμιακές ροές: δηλ. ο συντελεστής προεξόφλησης που κάνει την καθαρή παρούσα αξία των μικτών ταμιακών ροών και την αξία της επένδυσης, στο τέλος της ζωής της, ισοδύναμες με τη μικτή επένδυση. Το CFROI μπορεί συνεπώς να αντιμετωπιστεί ως ένας σύνθετος συντελεστής εσωτερικής απόδοσης. Ο δε υπολογισμός του πραγματοποιείται με υπολογιστικά μοντέλα, ακριβώς όπως και στην περίπτωση του IRR (§ 2.12).

Αν και οι δύο συντελεστές CFROI και IRR μοιάζουν να παράγουν το ίδιο αποτέλεσμα, στην πραγματικότητα έχουν κάποιες ουσιώδεις διαφορές που βοηθούν τους επενδυτές να αλιεύσουν εκείνη την πληροφορία που χρειάζονται για τις αποφάσεις τους: Καταρχήν ο υπολογισμός του IRR δεν απαιτεί οι μετά φόρων ταμιακές ροές που χρησιμοποιούνται να είναι σταθερές κατά τη διάρκεια της ζωής ενός έργου (ή μιας εταιρίας). Σε αντίθεση η προσέγγιση του CFROI υποθέτει ότι οι χρηματικές ροές δε μεταβάλλονται κατά τη διάρκεια του χρόνου, κάτι που μπορεί να είναι μια λογική υπόθεση για επενδύσεις σε ώριμες αγορές, αλλά θα υποτιμήσει τις αναμενόμενες

αποδόσεις αν υπάρχει ανάπτυξη. Στη συνέχεια το IRR βασίζεται σε διακριτές μελλοντικές ταμιακές ροές και δε λαμβάνει υπόψη τις ταμιακές ροές που έχουν ήδη λάβει χώρα. Αντιθέτως, το CFROI προσπαθεί να αναδομήσει το οικονομικό αποτέλεσμα χρησιμοποιώντας τόσο παρελθούσες όσο και μελλοντικές ταμιακές ροές.

### 2.15 Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)

Η απόδοση ιδίων κεφαλαίων (Return On Equity, ROE), είναι ο λόγος του καθαρού εισοδήματος προς το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων και εκφράζει το συντελεστή απόδοσης των επενδύσεων των μετόχων:

$$ROE = \frac{Net\ Profit}{Equity}$$

Τις επιρροές αυτού του συντελεστή μπορεί κανείς να αναλύσει αποδομώντας την εξίσωση υπολογισμού του με βάση το λεγόμενο σύστημα Du Pont:

$$ROE = \frac{Net\ Profit}{Pretax\ Profit} \times \frac{Pretax\ Profit}{EBIT} \times \frac{EBIT}{Sales} \times \frac{Sales}{Assets} \times \frac{Assets}{Equity}$$

Η παραπάνω μορφή δείχνει και το σύνθετο των ερμηνειών που μπορούν να εξαχθούν από τη χρήση του συντελεστή, όπως επίσης και τα εργαλεία που υπάρχουν στη διάθεση της διοίκησης της εταιρίας για την επίτευξη των επιθυμητών αποτελεσμάτων.

### 2.16 Αποδοτικότητα Κεφαλαίων (ROA)

Η αποδοτικότητα των κεφαλαίων (Return On Assets, ROA) είναι ένας ακόμα δείκτης μέτρησης της λειτουργικής αποτελεσματικότητας. Υπολογίζεται από το λόγο του καθαρού κέρδους μιας επιχείρησης προς το σύνολο των κεφαλαίων:

$$ROA = \frac{Net\ Profit}{Total\ Assets}$$

Η αποδοτικότητα του συνόλου των κεφαλαίων περιγράφει τι ποσοστό της κάθε μίας επενδυμένης νομισματικής μονάδας επιστρέφεται στην επιχείρηση ως κέρδος. Στα επενδυμένα ποσά κανείς υπολογίζει οτιδήποτε απαιτείται για μια επιχείρηση για να λειτουργήσει: χρηματικά διαθέσιμα, εγκαταστάσεις, μηχανήματα, εξοπλισμός, οχήματα, απόθεμα κ.α. Το ROA δείχνει πόσο αποτελεσματική είναι μια επιχείρηση στο να χρησιμοποιεί το κεφάλαιό της ώστε να παράγει κέρδος. Είναι ένα μέγεθος που μπορεί να χρησιμοποιηθεί σε μια βιομηχανία για να συγκριθεί η αποδοτικότητα επιχειρήσεων διαφορετικού μεγέθους.

Εντούτοις, τα συμπεράσματα, από τη χρήση του ROA μπορεί να είναι πολύπλευρα: ένα υψηλό ROA, εκτός από υψηλά κέρδη, μπορεί επίσης να υποδηλώνει ότι μια επιχείρηση δε χρησιμοποιεί κεφάλαιο για να ανανεώνει την υποδομή της. Σε μια τέτοια περίπτωση η επιχείρηση υποδαυλίζει της προοπτικές της για ανάπτυξη. Θα πρέπει βέβαια κανείς να λαμβάνει υπόψη ότι ανάλογα με την αγορά στην οποία δραστηριοποιείται μια επιχείρηση, είναι και διαφορετικά τα επίπεδα του ROA που θα μπορούσαν να σηματοδοτούν μια θετική κατάσταση ή μια αρνητική προοπτική της επιχείρησης. Τέλος να σημειωθεί ότι το ROA παρουσιάζεται σχετικά ευάλωτο σε μεθοδεύσεις που μπορεί να χρησιμοποιηθούν για τη μορφοποίηση της τελικής εικόνας του ισολογισμού.

### 2.17 Απόδοση Απασχολούμενων Κεφαλαίων (ROCE)

Ο δείκτης Απόδοση Απασχολούμενων Κεφαλαίων (Return On Capital Employed, ROCE) καταδεικνύει την αποτελεσματικότητα και την κερδοφορία των επενδυμένων κεφαλαίων μιας επιχείρησης, και υπολογίζεται ως εξής:

$$ROCE = \frac{Net\ Profit}{Capital\ Employed}$$

Το ROCE πρέπει να είναι πάντα υψηλότερο από τον ρυθμό δανεισμού της επιχείρησης, διαφορετικά κάθε αύξηση στο δανεισμό θα ισοδυναμεί με μείωση των κερδών των μετόχων.

Το απασχολούμενο κεφάλαιο που λαμβάνεται υπόψη περιλαμβάνει όλες τις πηγές χρηματοδότησης, γεγονός που διαφοροποιεί τον δείκτη από το ROE, που λαμβάνει υπόψη μόνο τα ίδια κεφάλαια (και για αυτόν το λόγο υψηλότερο από ROCE). Για λόγους συνέπειας, ο υπολογισμός γίνεται προ τόκων (που αποτελεί απόδοση στους δανειστές) και φόρων.

Μια παραλλαγή του δείκτη αυτού λαμβάνει υπόψη το μέσο απασχολούμενο κεφάλαιο μεταξύ του ανοίγματος και του κλεισίματος μιας περιόδου.

Μια δεύτερη παραλλαγή του δείκτη αφορά την απόδοση του λειτουργικού απασχολούμενου κεφαλαίου, ο οποίος εξετάζει μόνο της δραστηριότητες που σχετίζονται με την αγορά στην οποία δραστηριοποιείται η επιχείρηση, και αγνοεί τις επιδράσεις των ταμειακών διαθέσιμων και των προβλέψεων. Πιθανότατα να αποτελεί για αυτόν το λόγο μια καλύτερη μέθοδο σύγκρισης επιχειρήσεων, αφού καταγράφει την αποτελεσματικότητα μιας εταιρίας στην πραγματική αγορά.



Η πιο συνηθισμένη παραλλαγή του δείκτη παρόλα αυτά είναι ο προσαρμοσμένος (Adjusted) ROCE. Αναλυτικά ο όρος “adjusted” αναφέρεται στην προσαρμογή των καθαρών κερδών για:

1. κάθε αντικανονική ή μη επαναλαμβανόμενη ζημία ή κέρδη
2. απόσβεση (depreciation) βασισμένη σε κόστος αντικατάστασης παγίων
3. εισόδημα από επενδύσεις εκτός της κάθε αυτού επιχειρηματικής δραστηριότητας
4. τόκους μακροχρόνιων υποχρεώσεων (οι οποίοι, για λόγους συνέπειας, πρέπει να προστεθούν στα καθαρά κέρδη)
5. φόρο εισοδήματος (χρήση καθαρών κερδών προ φόρων)

Το απασχολούμενο κεφάλαιο, σε κάθε περίπτωση, αναφέρεται στο σύνολο των:

1. καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο
2. αποθεματικά (κεφαλαίου και εισοδήματος)
3. δάνεια
4. ομόλογα

Το ROCE αποτελεί ένα παραδοσιακό εργαλείο μέτρησης της αποτελεσματικότητας και της παραγωγικότητας μιας επιχείρησης. Παρά την αδυναμία του να λάβει υπόψη την επίδραση της διαχρονικότητας του χρήματος, εντούτοις αποτελεί ένα βασικό εργαλείο για τη λήψη αποφάσεων, αναφορικά κυρίως με βραχυχρόνιες επενδύσεις.

### 2.18 Κέρδη προ Τόκων και Φόρων (EBIT)

Τα Κέρδη προ Τόκων και Φόρων (Earnings Before Interest and Taxes, EBIT), το οποίο επίσης ονομάζεται και ως καθαρό λειτουργικό κέρδος, είναι μια μέθοδος υπολογισμού του κέρδους μιας επιχείρησης που αποκλείει τα έξοδα τόκων και φόρων. Εναλλακτικά μπορεί να εκφραστεί ως η διαφορά μεταξύ των λειτουργικών εσόδων και εξόδων. Για μια επιχείρηση που δεν έχει μη λειτουργικό κέρδος το λειτουργικό κέρδος είναι συνώνυμο του EBIT:

$$EBIT = Revenue - Operating expenses (OPEX) + Non Operating Profit$$

ή

$$EBIT = Net Profit + Interest + Tax$$

Το περιθώριο EBIT έχει ως εξής:

$$EBIT\ margin = \frac{EBIT}{Total\ Revenue} \times 100\%$$

Η χρήση του EBIT δίνει τη δυνατότητα στον εκάστοτε επενδυτή να αξιολογεί την κερδοφορία αποκλειστικά μιας επιχειρηματικής δραστηριότητας, και όχι της φορολογίας που θα επιβληθεί, ή των δυνατοτήτων της εταιρίας για πρόσβαση σε φτηνή χρηματοδότηση.

Μία παραλλαγή του EBIT είναι τα Κέρδη προ Τόκων, Φόρων και Αποσβέσεων Παγίων και Υπεραξίας (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization, EBITDA). Όπως υποδηλώνει και όνομα, ο δείκτης δημιουργείται λαμβάνοντας υπόψη τα κέρδη μιας επιχείρησης πριν αφαιρεθούν τόκοι, φόροι, και αποσβέσεις. Το EBITDA μιας επιχείρησης δίνει μία ένδειξη της τρέχουσας λειτουργικής κερδοφορίας της επιχειρηματικής δραστηριότητας, δηλ. το επίπεδο των κερδών της με το τρέχον ενεργητικό της και τις λειτουργίες της, αναφορικά με τα προϊόντα που παράγει και πουλάει.

Αν και το EBITDA δεν είναι ένα οικονομικό μέγεθος που αναγνωρίζεται στις γενικώς αποδεκτές λογιστικές αρχές, εντούτοις χρησιμοποιείται ευρέως κατά την αξιολόγηση της αποδοτικότητας μιας επιχείρησης. Διευκολύνει στη σύγκριση της αποδοτικότητας διαφορετικών εταιριών, ακυρώνοντας τις επιρροές από τις πληρωμές τόκων (από τους διαφορετικούς τρόπους χρηματοδότησης), τις πολιτικές αποφάσεις (παρακάμπτοντας τη φορολογία), την έκταση του ενεργητικού (αγνοώντας τις αποσβέσεις παγίων), και τις επιρροές των εξαγορών (αγνοώντας τις αποσβέσεις που προκύπτουν από την υπεραξία).

Ένα αρνητικό EBITDA υποδηλώνει ότι η επιχείρηση έχει θεμελιώδη προβλήματα με την κερδοφορία της. Ένα θετικό EBITDA, από την άλλη μεριά, δε σημαίνει απαραίτητα ότι η επιχειρηματική δραστηριότητα της εταιρίας παράγει ρευστό. Αυτό συμβαίνει εξαιτίας των παραδοχών που χρησιμοποιούνται.

Τα περιθώριο EBITDA υπολογίζεται ως εξής:

$$EBITDA \text{ margin} = \frac{EBITDA}{Total \text{ Revenue}} \times 100\%$$

### 2.19 Ποσοστό Καταβληθέντων Μερισμάτων (Dividend payout percentage)

Ένας ακόμα χρηματοοικονομικός δείκτης είναι αυτός του Λόγου των Καταβληθέντων Μερισμάτων και εκφράζεται ως εξής:

$$\text{Dividend Payout Percentage} = \frac{\text{Total Dividend Payout}}{\text{Net Income}} \times 100\%$$

Ο δείκτης καταγράφει την αναλογία των κερδών μιας επιχείρησης που επιστρέφουν στους μετόχους με απευθείας πληρωμή μερίσματος. Ο δείκτης μπορεί να υπολογιστεί κι από το λόγο:

$$\text{Dividend Payout Percentage} = \frac{\text{Dividends per Share}}{\text{EPS}} \times 100\%$$

Ο δείκτης των καταβληθέντων μερισμάτων μεταβάλλεται από επιχείρηση σε επιχείρηση, ακόμα και στην ίδια αγορά. Οι εταιρίες επιδιώκουν να καταβάλλουν ένα σταθερό ποσοστό των κερδών ως μέρισμα, αν και είναι μάλλον περισσότερες οι περιπτώσεις εκείνων των εταιριών που καταβάλλουν σταθερό μέρισμα ανά μετοχή, ανά έτος.

Η πληρωμή υψηλού μερίσματος στους μετόχους ερμηνεύεται συχνά ως σημάδι ότι η διοίκηση της εταιρίας, δεν προσβλέπει σε ταχεία ανάπτυξη της αγοράς, διότι εναλλακτικά θα μπορούσε να επανεπενδύσει τα κέρδη σε δραστηριότητες που θα τοποθετούσαν την εταιρία σε ευνοϊκότερη θέση ενόψει αυτή της αναμενόμενης ανάπτυξης.

Οι επιχειρήσεις δείχνουν γενικά απροθυμία να μειώσουν το μέρισμα που καταβάλλουν εκτός κι αν αυτό διαφαίνεται ως απόλυτα αναγκαίο. Οι δύο αυτές τάσεις έχουν ως αποτέλεσμα το μέρισμα ανά μετοχή να αυξάνεται μόνο όταν η διοίκηση της εταιρίας αισθάνεται ασφαλής ότι τα υψηλότερα κέρδη ανά μετοχή μπορούν να διατηρηθούν. Μια αύξηση στο ποσοστό των καταβληθέντων μερισμάτων, σηματοδοτεί συνεπώς την πεποίθηση της διοίκησης ότι τα μελλοντικά καθαρά κέρδη της επιχείρησης θα αυξηθούν.

### 2.20 Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA)

Η μέθοδος παρουσιάζεται αναλυτικά στο Κεφάλαιο 3.

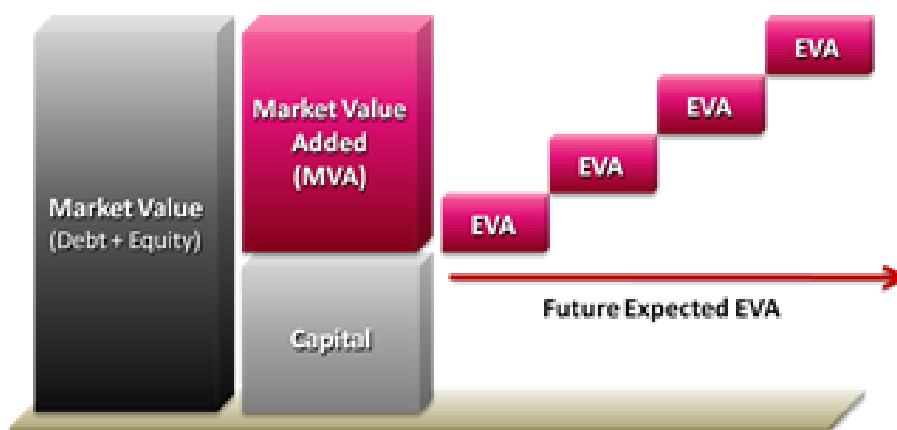
## 2.21 Αγοραία Προστιθέμενη Αξία (MVA)

Η αγοραία προστιθέμενη αξία (Market Value Added, MVA) βασίζεται στη σύγκριση του επενδυμένου κεφαλαίου με την αγοραία αξία του. Το μέγεθος αυτό έχει μια λογική σύνδεση με το EVA: Εάν υποθέσουμε ότι η επιχείρηση θα παράγει στο διηνεκές οικονομικό κέρδος (EVA) ισοδύναμο με το κέρδος της τρέχουσας περιόδου, τότε η σχέση μεταξύ της αγοραίας προστιθέμενης αξίας και του οικονομικού κέρδους, είναι η εξής, απλουστευμένη:

$$MVA = \frac{\text{Economic Value Added}}{\text{Cost of Capital}}$$

Εντούτοις, η υπόθεση του σταθερού κέρδους στο διηνεκές δεν είναι η πλέον έγκυρη. Επιπλέον, οι μέθοδοι υπολογισμού του οικονομικού κέρδους και της αγοραίας προστιθέμενης αξίας είναι διαφορετικές στη βάση τους: το οικονομικό κέρδος είναι ένα μέτρο που αναφέρεται σε μια και μόνο περίοδο, χρησιμοποιώντας λογιστικά στοιχεία και κάνοντας εκτιμήσεις για το κόστος κεφαλαίου, ενώ η αγοραία προστιθέμενη αξία κάνει χρήση των αξιών στην αγορά, που εμπεριέχει εκτιμήσεις για μελλοντικές αποδόσεις στο χρηματιστήριο αγορών.

Συνεπώς, η πιο αναλυτική περιγραφή του MVA πραγματοποιείται με τον υπολογισμό της παρούσας αξίας της οικονομικής προστιθέμενης αξίας μελλοντικών περιόδων, προεξοφλημένων στο κόστος κεφαλαίου:



**Διάγραμμα 2-5: Η σχέση Οικονομικής και Αγοραίας Προστιθέμενης Αξίας (website)**

Το MVA, διαφορετικά, εκφράζει τη διαφορά μεταξύ της αγοραίας αξίας του κεφαλαίου μιας επιχείρησης και του αρχικά επενδυμένου κεφαλαίου (λογιστική αξία). Η μέτρηση

της αποδοτικότητας επιβάλλει τον καθορισμό της μεταβολής του MVA, καθώς αυτό μετριέται κατά τη διάρκεια όλης της δραστηριότητας μιας επιχείρησης στον χρόνο.

Συνεπώς θα μπορούσε να εκφραστεί ως:

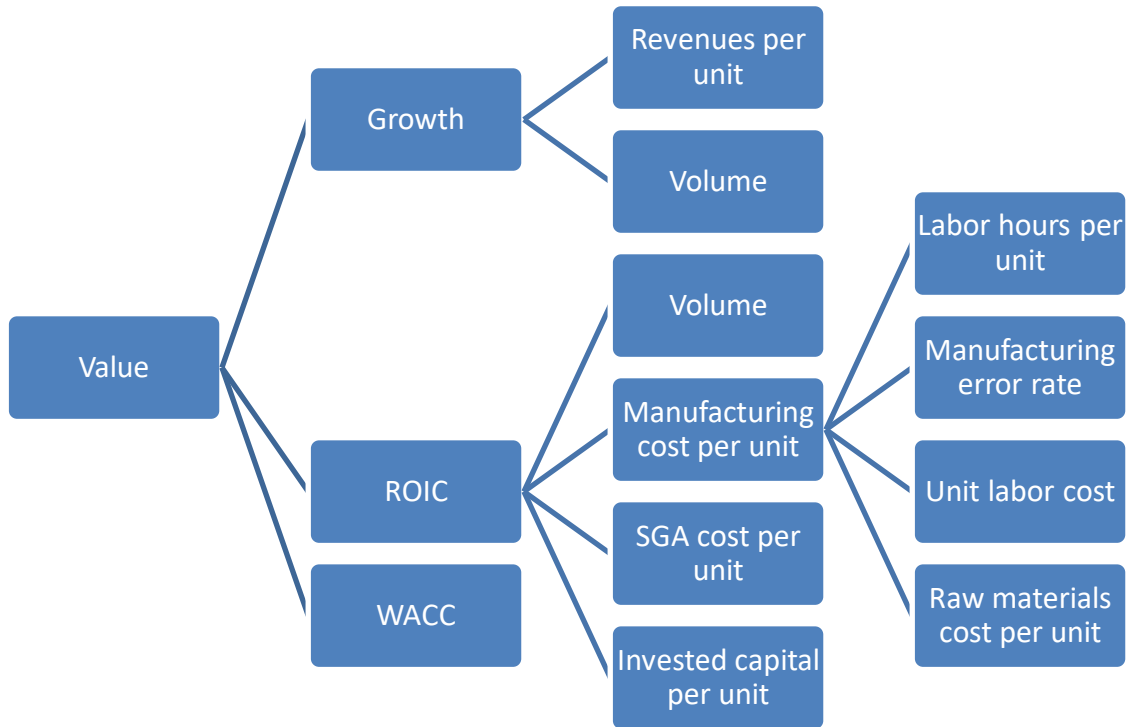
$$MVA = Market Value - Invested Capital$$

Τα περισσότερα από τα στοιχεία υπολογισμού του MVA χρησιμοποιούν την αγοραία αξία των ιδίων κεφαλαίων, και υποθέτουν ότι η αγοραία αξία του δανεισμού είναι ισοδύναμη με τη λογιστική του αξία. Εξαιτίας αυτού του γεγονότος η μεταβολή του MVA αποδίδεται στη μεταβολή της τιμής των μετοχών, και κατά συνέπεια υπάρχει ισχυρός συσχετισμός στην αποδοτικότητα των δύο μέτρων.



### 3. Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA)

Στο κεφάλαιο αυτό αναλύονται τα βασικά οικονομικά μεγέθη που χρησιμοποιούνται για τον προσδιορισμό της οικονομικής προστιθέμενης αξίας (Economic Value Added, EVA). Η προσέγγιση με την οποία αντιμετωπίζονται αυτά αφορούν την ορθή (ή την ορθότερη δυνατή) απόδοσή τους κατά τη χρήση τους στη μελέτη της EVA.



όπου τα Εσοδα ανά μονάδα και Όγκος, εξαρτώνται από:



**Διάγραμμα 3-1: Value drivers and value metrics pg. 413, Exhibit 14.1: Simple Value Driver Tree: Manufacturing Company**

Τα βασικά λογιστικά μεγέθη που επηρεάζουν την οικονομική προστιθέμενη αξία, και ο τρόπος υπολογισμός τους, παρουσιάζονται παρακάτω:

### 3.1 Καθαρό Λειτουργικό Ενεργητικό

Για τον υπολογισμό της EVA ορίζουμε καταρχήν το λειτουργικό ενεργητικό (operating capital) το οποίο αποτελείται από τα στοιχεία εκείνα του ενεργητικού που στηρίζουν την καθεαυτού παραγωγική δραστηριότητα μιας επιχείρησης. Το καθαρό λειτουργικό ενεργητικό (net operating capital) απαρτίζεται από το καθαρό λειτουργικό κεφάλαιο κίνησης (net operating working capital) και από το λειτουργικό πάγιο ενεργητικό (operating long term assets).

Ισχύει δηλαδή:

***Net Operating Capital***

$$= \text{Net Operating Working Capital} + \text{Operating Long Term Assets}$$

#### 3.1.1 Καθαρό λειτουργικό κεφάλαιο κίνησης (NOWC)

Το καθαρό λειτουργικό κεφάλαιο κίνησης (Net Operating Working Capital, NOWC) ορίζεται ως το κεφάλαιο κίνησης που παρασχέθηκε από τους επενδυτές. Προφανώς, τα κεφάλαια που χρησιμοποιούνται από την επιχείρηση δεν προέρχονται αποκλειστικά από τους επενδυτές, διότι ένα τμήμα τους τροφοδοτείται από την ίδια τη λειτουργική δραστηριότητα της επιχείρησης. Ως τέτοια κεφάλαια θεωρούνται οι πιστώσεις που έχει η εταιρία από τους προμηθευτές της, δηλ. οι πληρωτέοι λογαριασμοί (accounts payable), οι υποχρεώσεις προς υπαλλήλους (accrued wages) και οι αναβαλλόμενοι φόροι (accrued taxes).

Το καθαρό λειτουργικό κεφάλαιο κίνησης προκύπτει από το λειτουργικό κυκλοφορούν ενεργητικό (operating current assets), βλέπε §3.1.2, αφού αφαιρεθούν οι λειτουργικές τρέχουσες υποχρεώσεις (operating current liabilities), βλέπε §3.1.3, δηλαδή:

***Net Operating Working Capital***

$$= \text{Operating Current Assets} - \text{Operating Current Liabilities}$$

Εναλλακτικά, το καθαρό λειτουργικό κεφάλαιο κίνησης μπορεί να περιγραφεί και ως η διαφορά των στοιχείων του ενεργητικού από τις υποχρεώσεις, στα οποία (αμφότερα) δεν επιβάλλεται κάποιο επιτόκιο:

***Net Operating Working Capital***

$$= (\text{Cash} + \text{Accounts Receivable} + \text{Inventories}) - (\text{Accounts Payable} + \text{Accruals})$$



### 3.1.2 Λειτουργικό κυκλοφορούν ενεργητικό

Το λειτουργικό κυκλοφορούν ενεργητικό (operating current assets) αποτελείται από εκείνα τα κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία που αξιοποιούνται για τις λειτουργίες της επιχείρησης. Στον υπολογισμό του λοιπόν λαμβάνονται υπόψη το ρευστό διαθέσιμο της επιχείρησης (cash), οι εισπρακτέοι λογαριασμοί (accounts receivable) και τα αποθεματικά (inventories).

Συνεπώς:

$$\textit{Operating current assets} = \textit{Cash} + \textit{Accounts Receivable} + \textit{Inventories}$$

### 3.1.3 Λειτουργικές τρέχουσες υποχρεώσεις

Οι λειτουργικές τρέχουσες υποχρεώσεις (operating current liabilities) είναι εκείνα τα τρέχοντα κεφάλαια που έχουν συσσωρευτεί στην επιχείρηση ως αποτέλεσμα των λειτουργιών της επιχείρησης και τα οποία δεν προέρχονται από τους επενδυτές (μετόχους ή δανειστές). Για να υπολογισθούν οι λειτουργικές τρέχουσες υποχρεώσεις, πρέπει να αφαιρεθούν από το τρέχον παθητικό, τα τοκογενή στοιχεία του τρέχοντος παθητικού. Η αφαίρεση αυτή πρέπει να γίνει, διότι οι τοκογενείς τρέχουσες υποχρεώσεις αντιμετωπίζονται ως συνειδητή λύση χρηματοδότησης, που συνοδεύεται με αντίστοιχο κόστος, και συνεπώς δεν πρέπει να υπολογίζονται στο καθαρό λειτουργικό κεφάλαιο κίνησης. Τα κεφάλαια που απαρτίζουν τις λειτουργικές τρέχουσες υποχρεώσεις είναι οι πληρωτέοι λογαριασμοί, οι υποχρεώσεις προς υπαλλήλους και οι αναβαλλόμενοι φόροι.

Συνεπώς:

*Operating current liabilities*

$$= \textit{Accounts Payable} + \textit{Accrued Wages} + \textit{Accrued Taxes}$$

### 3.1.4 Λειτουργικό πάγιο ενεργητικό

Το λειτουργικό πάγιο ενεργητικό αποτελείται από τα πάγια στοιχεία ενεργητικού που κρίνονται απαραίτητα για την παραγωγική δραστηριότητα της επιχείρησης. Ο καθορισμός του εάν ένα πάγιο στοιχείο του ενεργητικού είναι λειτουργικό ή όχι, πραγματοποιείται με βάση την αρχή της συνέπειας: τον έλεγχο δηλαδή για το αν τα κέρδη που παράγει περιλαμβάνονται στα λειτουργικά κέρδη της επιχείρησης. Για

παράδειγμα αν τα έσοδα και τα έξοδα από μία θυγατρική περιλαμβάνονται στα έσοδα και τα έξοδα της μητρικής, τότε για την μητρική η θυγατρική αποτελεί λειτουργικό στοιχείο.

### 3.2 Μη λειτουργικό ενεργητικό

Το μη λειτουργικό ενεργητικό απαρτίζεται από τα στοιχεία ενεργητικού που δε συνεισφέρουν στα λειτουργικά κέρδη της επιχείρησης. Ως τέτοια στοιχεία ενεργητικού, συνήθως θεωρούνται εκείνοι οι πόροι (ρευστά διαθέσιμα, πρώτες ύλες, κλπ) οι οποίοι έχουν ενταχθεί στην παραγωγική διαδικασία αλλά δεν αποτελούν ακόμα ένα ολοκληρωμένο προϊόν (work in progress), επίσης η γη που έχει δεσμευθεί για μελλοντικές χρήσεις, κλπ.

### 3.3 Απόδοση επενδυμένου κεφαλαίου (ROIC)

Η ανάλυση πραγματοποιήθηκε στην §2.13.

### 3.4 Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC)

Το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης είναι ο μέσος σταθμικός αριθμητικός του κόστους των πηγών χρηματοδότησης (Weighted Average Cost of Capital, WACC), με συντελεστές στάθμισης την αναλογία κάθε πηγής χρηματοδότησης, στο σύνολο του αντλούμενου κεφαλαίου από όλες αυτές τις πηγές χρηματοδότησης. Δηλαδή:

$$WACC = \Sigma_1 K_\delta + \Sigma_2 K_\pi + \Sigma_3 K_\alpha + \Sigma_4 K_\kappa$$

WACC = Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου

$\Sigma_1$  = Αναλογία μακροπρόθεσμων δανείων

$\Sigma_2$  = Αναλογία προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου

$\Sigma_3$  = Αναλογία αποθεματικών

$\Sigma_4$  = Αναλογία κοινού μετοχικού κεφαλαίου

Η παραπάνω διαδικασία υπολογισμού του κόστους κεφαλαίου της επιχείρησης έχει ως «μελανό» σημείο την επιλογή των συντελεστών στάθμισης, οι οποίοι μπορούν να βασίζονται σε λογιστικές, τρέχουσες ή επιθυμητές αξίες.

#### 3.4.1 Λογιστικές Αξίες

Η πρόσβαση στις λογιστικές αξίες (book values) ή στο ιστορικό κόστος θεωρείται απλή διότι οι αξίες αυτές εμφανίζονται στον ισολογισμό της επιχείρησης. Όμως οι λογιστικές

αξίες μπορεί να οδηγήσουν σε λανθασμένο υπολογισμό του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου, αν οι τρέχουσες αξίες έχουν στο μεταξύ μεταβληθεί.

### 3.4.2 Τρέχουσες (Αγοραίες) Αξίες

Οι τρέχουσες αξίες (market values) είναι προτιμότερες από τις λογιστικές κυρίως για δύο λόγους:

α) Οι λογιστικές αξίες μπορούν να οδηγήσουν σε λανθασμένο υπολογισμό του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου

β) Οι επενδυτές προσδοκούν μια απόδοση με βάση την τρέχουσα αξία της επιχείρησης και όχι την ιστορική

Ένα από τα μειονεκτήματα των τρεχουσών αξιών είναι ότι αλλάζουν συνεχώς επηρεαζόμενες από διάφορους εξωγενείς παράγοντες, οι οποίοι δεν έχουν καμία σχέση με την επιχείρηση. Επιπλέον, οι αναλογίες που αντανακλώνται στις τρέχουσες αξίες μπορεί να μην είναι οι αναλογίες με τις οποίες η επιχείρηση επιθυμεί να χρηματοδοτήσει τις δραστηριότητες της.

### 3.4.3 Επιθυμητές Αξίες

Οι επιθυμητές αξίες αντικατοπτρίζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση την οποία η επιχείρηση επιθυμεί να διατηρήσει, όταν αντλεί νέα κεφάλαια.

Στο σημείο αυτό ανακύπτει το θέμα του ορισμού της επιθυμητής διάρθρωσης κεφαλαίων.

## 3.5 Κέρδη προ τόκων και φόρων (EBIT)

## 3.6 Η ανάλυση πραγματοποιήθηκε στην §2.18. Συντελεστής Εσωτερικής Απόδοσης (IRR)

Η μέθοδος Συντελεστή Εσωτερικής Απόδοσης (Internal Rate of Return, IRR) δίνει την εσωτερική απόδοση μιας επένδυσης, η οποία είναι ο συντελεστής προεξόφλησης που εξισώνει το κόστος της επένδυσης (Investment, I) με την παρούσα αξία των μελλοντικών ταμιακών ροών (Cash Flow, CF), τις οποίες αναμένεται να δημιουργήσει η εν λόγω επένδυση. Συνεπώς:

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

όπου,  $n$  = αριθμός περιόδων

Η επίλυση της παραπάνω εξίσωσης γίνεται με τη χρήση υπολογιστικών μοντέλων.

Η πρωταρχική σύγκριση του IRR πραγματοποιείται με το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου, που κρίνει καταρχήν τη βιωσιμότητα μιας επένδυσης. Η τελική απόφαση για την επένδυση σε ένα έργο ή σε μία επιχείρηση λαμβάνεται βάσει του ελάχιστου απαιτούμενου για κάθε επενδυτή συντελεστή απόδοσης και τον πλούτο που η συγκεκριμένη επιχείρηση αναμένεται τελικά να παράγει, βάσει του υπολογισμένου IRR.

### 3.7 Καθαρό Λειτουργικό Κέρδος μετά Φόρων (NOPAT)

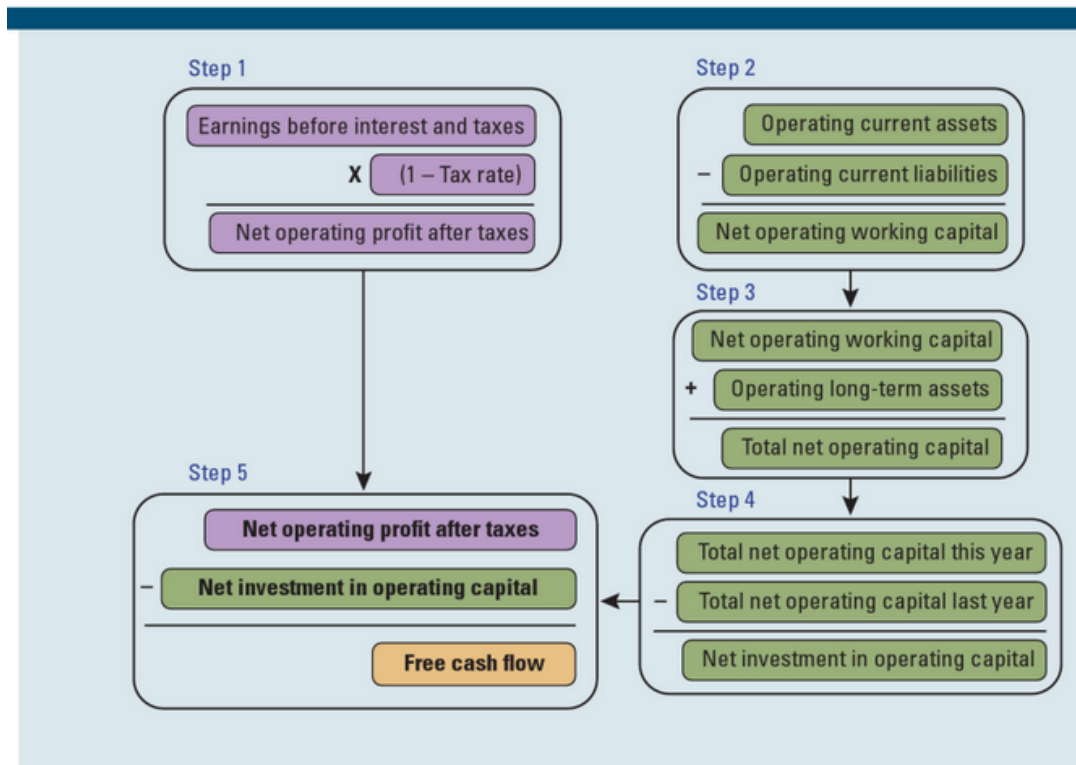
Το καθαρό λειτουργικό κέρδος μετά φόρων (Net Operating Profit After Tax, NOPAT) είναι το κέρδος που θα παρήγαγε μια επιχείρηση εάν είχε μηδενικές δανειακές υποχρεώσεις και καθόλου χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία.

Το NOPAT, όπως περιγράφει άλλωστε και η ονομασία του, είναι το κέρδος αφού έχει επιβληθεί η φορολογία που ορίζει η νομοθεσία της χώρας στην οποία ασκεί την επιχειρηματική της δραστηριότητα η εταιρία.

Ισχύει δηλ.:

$$NOPAT = EBIT \times (1 - Tax\ rate)$$

Παρακάτω παρουσιάζεται ο τρόπος διαμόρφωσης των καθαρών ταμιακών ροών (free cash flow) και ο ρόλος του NOPAT σε αυτόν τον υπολογισμό:



**Διάγραμμα 3-2: Calculating Free Cash Flow, pg.65, Corporate Finance: A Focused Approach (with Thomson ONE - Business School Edition 6-Month Printed Access Card), Michael C. Ehrhardt, Cengage Learning, 31 Ιαν 2013 - 840 σελίδες**

Το NOPAT δίνει τη δυνατότητα στον επενδυτή να διαπιστώσει το ύψος των λειτουργικών κερδών στα οποία οδηγείται η εταιρία με την επιχειρηματική της δραστηριότητα, σε συσχέτισμό με τη φορολογική μεταχείριση που έχει αυτή στην περιοχή της δραστηριοποίησής της, αλλά και της φορολογικής πολιτικής που ακολουθεί η ίδια η επιχείρηση.

### 3.8 Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA)

Η οικονομική προστιθέμενη αξία (Economic Value Added, EVA) υπολογίζει τη διαφορά της απόδοσης επενδυμένου κεφαλαίου και του κόστους κεφαλαίου, εφαρμοζόμενης επί των καθαρών λειτουργικών κερδών μετά φόρων, και εκφράζει την αξία που παρήχθη από την επιχείρηση σε μια δεδομένη χρονική περίοδο.

Ορίζεται συνεπώς ως:

$$EVA = \text{Net Operating Capital} \times (\text{ROIC} - \text{WACC})$$

Εναλλακτικοί τρόποι υπολογισμού της EVA είναι οι ακόλουθοι:

$$EVA = NOPAT - Net\ operating\ capital \times WACC$$

και

$$EVA = EBITDA \times (1 - Tax\ rate) - Net\ operating\ capital \times WACC$$

και προκύπτουν από τις σχέσεις:

$$ROIC = \frac{NOPAT}{Net\ operating\ capital}$$

και

$$NOPAT = EBITDA \times (1 - Tax\ rate)$$

### 3.9 Θέματα προς σκέψη

Από την προτροπή του Stewart, το 1991, με την αρχική εισαγωγή της ιδέας του EVA: “Every company’s most important goal must be to increase its EVA. Let that be your quest. Forget about earnings, earnings per share, earnings growth, rate of return, dividends, and even cash flow. All of them are fundamentally flawed measures of performance and value. EVA is all that really matters (pp. 175–177).”, έως σήμερα, η αντιμετώπιση της EVA ως το απόλυτο εργαλείο υπολογισμού της αξίας μιας επιχείρησης, έχει σίγουρα μετακινηθεί σημαντικά προς μια πιο μετριοπαθή θεώρησή της, ως ένα ακόμη, από τα πολλά, χρήσιμα εργαλεία για την εξαγωγή συμπερασμάτων για την αξία μιας επιχείρησης.

Η EVA είναι μια εξειδικευμένη μεθοδολογία που βασίζεται στη λογική του υπολειμματικού εισοδήματος (residual income), το οποίο έχει χρησιμοποιηθεί και κατά το παρελθόν. Η ιδέα επίσης ότι οι διαχειριστές μιας επιχείρησης θα πρέπει να επιτύχουν μία απόδοση υψηλότερη από το κόστος του κεφαλαίου δεν είναι, εξάλλου, νέα (Bromwich και Walker, 1998). Η σημαντικότερη συμβολή του Stewart είναι στη μέτρηση των υπολειμματικών κερδών (residual earnings), των κεφαλαίων και του κόστους κεφαλαίου.

Η οικονομική προστιθέμενη αξία είναι εξαρτώμενη σε μεγάλο βαθμό από τα λογιστικά πρότυπα με τα οποία διαμορφώνεται το ύψος των λειτουργικών εσόδων και του επενδυμένου κεφαλαίου, ενώ βέβαια πραγματοποιούνται και στα δύο αυτά μεγέθη οι

απαραίτητες λογιστικές προσαρμογές, όπως αυτές αναλύονται από τον Stewart.

Λαμβάνοντας υπόψη τη δυσκολία στην εκτίμηση της τρέχουσας αξίας των στοιχείων του ενεργητικού, δεν είναι έκπληξη το γεγονός ότι καταφεύγουμε στη χρησιμοποίηση της λογιστικής αξίας του κεφαλαίου ως υποκατάστατο για την τρέχουσα αξία του κεφαλαίου που έχει επενδυθεί σε στοιχεία ενεργητικού. Η λογιστική αξία, παρόλα αυτά, είναι ένας αριθμός που δεν αντανακλά μόνο τις επιλογές που έγιναν κατά την τρέχουσα περίοδο, αλλά αντικατοπτρίζει και τις λογιστικές αποφάσεις που ελήφθησαν κατά τη διάρκεια των ετών, όσον αφορά τον τρόπο απόσβεσης των περιουσιακών στοιχείων, την κοστολόγηση των εμπορευμάτων και την αντιμετώπιση τυχόν εξαγορών.

Για τον ορθότερο υπολογισμό της EVA απαιτούνται, όπως αναφέραμε, κάποιες λογιστικές προσαρμογές.

Όσον αφορά τον υπολογισμό του επενδυμένου κεφαλαίου αυτές είναι κατ'ελάχιστο οι ακόλουθες:

- μετατροπή λειτουργικών μισθώσεων σε χρέος,
- κεφαλαιοποίηση δαπανών έρευνας και ανάπτυξης
- εξάλειψη της επίδρασης των εφάπαξ χρεώσεων

Όσο παλαιότερη είναι η επιχείρηση, τόσο πιο εκτεταμένες είναι οι προσαρμογές που πρέπει να γίνουν στη λογιστική αξία του κεφαλαίου για να φτάσουμε σε μια λογική εκτίμηση της τρέχουσας αξίας του επενδυμένου σε στοιχεία ενεργητικού κεφαλαίου. Δεδομένου ότι αυτό προϋποθέτει ότι είμαστε σε θέση να γνωρίζουμε και να λάβουμε υπόψη κάθε λογιστική απόφαση που έχει ληφθεί στη διάρκεια του χρόνου, υπάρχουν περιπτώσεις όπου η λογιστική αξία του κεφαλαίου είναι πολύ προβληματική για να μπορεί να επιδιορθωθεί. Σε μια τέτοια περίπτωση, το καλύτερο είναι να εκτιμηθεί το κεφάλαιο που επενδύθηκε, από τη βάση του, αρχής γενομένης από τα περιουσιακά στοιχεία που ανήκουν στην επιχείρηση, εκτιμώντας την τρέχουσα αξία των εν λόγω περιουσιακών στοιχείων και συσσωρεύοντας αυτήν την τρέχουσα αξία.

Ως επακόλουθο, η αξιολόγηση της απόδοσης του επενδυμένου κεφαλαίου, δεν εξαντλείται σε μια απλή εκτίμηση των μετά φόρων λειτουργικών εσόδων.

Το τελευταίο στοιχείο που απαιτείται για την εκτίμηση της οικονομικής προστιθέμενης αξίας, όπως φαίνεται από την ανάλυσή μας, είναι αυτό του κόστους κεφαλαίου. Στην

προσπάθεια για μια πιο ακριβή εκτίμηση του εν λόγω μεγέθους, το κόστος του κεφαλαίου θα έπρεπε να υπολογίζεται με βάση την τρέχουσα αξία του χρέους και του κεφαλαίου, και όχι τις λογιστικές αξίες. Στην ουσία δεν υπάρχει αντίφαση μεταξύ της χρήσης της λογιστικής αξίας για τον υπολογισμό του επενδυμένου κεφαλαίου και της τρέχουσας αξίας για την εκτίμηση του κόστους κεφαλαίου, δεδομένου ότι η εταιρία πρέπει να κερδίζει περισσότερο από το κόστος της τρέχουσας αξίας του κεφαλαίου για τη δημιουργία αξίας. Από πρακτική άποψη, η χρησιμοποίηση της λογιστικής αξίας του κόστους κεφαλαίου τείνει να υποτιμά το κόστος του κεφαλαίου για τις περισσότερες εταιρίες, κι αυτό παρουσιάζεται πιο έντονα στις περισσότερο χρεωμένες επιχειρήσεις.

Η υποτίμηση του κόστους κεφαλαίου μπορεί να οδηγήσει σε υπερεκτίμηση της οικονομικής προστιθέμενης αξίας.

#### **Περιοχές εφαρμογής**

Συνήθως η EVA υιοθετείται από εταιρίες με περιορισμένη εσωτερική ιδιοκτησία και σημαντικό επίπεδο θεσμικών επενδυτών. Επίσης, εταιρίες που χρησιμοποιούν μια στρατηγική αμυντική, όπως αυτή πρεσβεύεται από ένα χαμηλό λόγο έρευνας και ανάπτυξης προς πωλήσεις, τείνουν να χρησιμοποιούν την EVA. Αυτό ενισχύεται κυρίως από τις λογιστικές προσαρμογές που πραγματοποιούνται για τη μορφοποίηση της EVA.

Τέλος, να σημειώσουμε ότι είναι σύνηθες η υιοθέτηση της EVA να μην αφορά απαραίτητα όλον τον οργανισμό μιας εταιρίας, αλλά μόνο κάποια επίπεδα της διοίκησης.

#### **Ο αντίλογος**

Η βιβλιογραφία γύρω από την EVA έχει παράσχει μικτά αποτελέσματα αναφορικά με την αποτελεσματικότητά της ως μέσο μέτρησης της αποδοτικότητας. Κάποιες δημοσιεύσεις συμπεραίνουν ότι η EVA αυξάνει την αξία που κατέχουν οι μέτοχοι, ενώ άλλες επικαλούνται θεωρητικά επιχειρήματα και εμπειρικές αποδείξεις, με τα οποία αμφισβητούν τις ιδιότητες της EVA.

Το κατά πόσο μία επένδυση με θετική EVA είναι μια καλή επένδυση κρίνεται αρχικά από το κατά πόσο αυτή υπολογίζεται με βάση το κεφάλαιο που επενδύεται σε ένα περιουσιακό στοιχείο, ή με βάση την τρέχουσα (αγοραία) αξία του.



Συχνά, επιπλέον, υπάρχει η πεποίθηση ότι οι επιχειρήσεις λαμβάνουν καλύτερες επενδυτικές αποφάσεις, όταν χρησιμοποιούν την EVA για την ανάλυση των σχεδίων τους. Σύμφωνα με πολλούς αναλυτές, κάτι τέτοιο είναι σίγουρα αλήθεια, αν οι μόνες εναλλακτικές λύσεις σε σχέση με τη χρήση της οικονομικής προστιθέμενης αξίας είναι τα διάφορα μέτρα λογιστικής απόδοσης και οι απλές προσεγγίσεις ταμειακών ροών (όπως η αποπληρωμή). Υπάρχει διαδεδομένη η άποψη ότι αν η εναλλακτική λύση είναι η καθαρή παρούσα αξία, η χρήση της EVA δεν οδηγεί απαραίτητα σε καλύτερες αποφάσεις για τις επενδύσεις. Στην πραγματικότητα, εφόσον η καθαρή παρούσα αξία είναι η πιο γενική προσέγγιση, η EVA είναι εκείνο το μέτρο μέτρησης της απόδοσης που είναι πιθανότερο να οδηγήσει σε περισσότερα σφάλματα σχετικά με μια επενδυτική απόφαση.

Είναι ενδιαφέρον να σημειώσουμε ότι μια επιχείρηση που αυξάνει την EVA του τρέχοντος έτους σε σύγκριση με αυτήν του προηγούμενου έτους ή έστω σε σύγκριση με τις προσδοκίες, δεν έχει απαραίτητα αυξήσει την αξία της. Η ποιοτική ανάλυση μιας τέτοιας αύξησης μπορεί να καταδείξει κάποιον «συμβιβασμό», χάρη της αύξησης των μεγεθών που επηρεάζουν την EVA, με αρνητική επίπτωση στη μελλοντική ανάπτυξη της εταιρίας ή αύξηση του ρίσκου των επενδυτικών της αποφάσεων. Σε μια τέτοια περίπτωση η αξία της επιχείρησης θα μπορούσε στην ουσία να έχει μειωθεί.

Τέλος, το κατά πόσο ο υπολογισμός της EVA είναι άμεσα συσχετιζόμενος με την πραγματική μεταβολή στην αξία μιας επιχείρησης καταδεικνύεται από το γεγονός ότι αν λόγω χάρη η αγορά αναμένει από μια επιχείρηση να αυξηθεί η EVA της κατά ένα συγκεκριμένο ποσοστό, η πραγματική αξία της στην αγορά θα υποχωρήσει, αν η EVA αυξηθεί μιν, αλλά σε ποσοστό μικρότερο των προσδοκιών.

Υπάρχει επιπλέον κι εκείνη η μερίδα των αναλυτών που θεωρεί ότι η EVA δεν είναι μέρος του λεξιλογίου μεγάλης μερίδας των επενδυτών, που θα μπορούσε βέβαια να ερμηνευτεί ότι αφορά τους βραχυχρόνιους επενδυτές και όχι εκείνους που αποκτούν μια περισσότερο ιδιοκτησιακή σχέση με την εταιρία στην οποία επενδύουν.



## 4. Η περίπτωση μη εισηγμένης επιχείρησης: Siemens Ελλάς (ΣΗΜΕΝΣ Α.Ε.)

### 4.1 Ιστορία του ομίλου της Siemens

Η Siemens Ελλάς (ΣΗΜΕΝΣ Α.Ε.) είναι θυγατρική εταιρία της γερμανικής Siemens A.G. και δραστηριοποιείται στην Ελλάδα από το 1900, με την τότε υπογραφή της γενικής αντιπροσώπευσης του Ομίλου Siemens μέσω της ελληνικής εταιρίας Ζαχαρίου & ΣΙΑ.

Η εταιρία ξεκίνησε έναν ριζικό μετασχηματισμό το 2018 με το πρόγραμμα Vision 2020+. Η επιδίωξη αυτού του μετασχηματισμού ήταν η μακροπρόθεσμη δημιουργία αξίας μέσω της επιταχυνόμενης ανάπτυξης και της ισχυρότερης κερδοφορίας με μια απλοποιημένη και λιτή δομή της εταιρίας.

Έτσι λοιπόν, την 1η Οκτωβρίου 2018, η Siemens έλαβε μια βελτιστοποιημένη εταιρική δομή, η οποία περιελάμβανε τρεις «Λειτουργικές Εταιρίες» και τρεις «Στρατηγικές Εταιρίες». Οι προηγούμενες Διευθύνσεις και Επιχειρηματικές Μονάδες ενσωματώθηκαν σε αυτές τις Λειτουργικές Εταιρίες. Έκτοτε υπήρξαν περαιτέρω αλλαγές με τελική μορφή σήμερα να απαρτίζεται από τις λειτουργικές εταιρίες Mobility και Smart Infrastructure και με πλειοψηφικό πακέτο μετοχών στις ανεξάρτητες εταιρίες Siemens Healthineers και Siemens Energy, η οποία τελευταία διαθέτει το πλειοψηφικό πακέτο μετοχών στη Siemens Gamesa Renewable Energy.

Κατά τη χρήση 2019, που έληξε στις 30 Σεπτεμβρίου 2019, ο Όμιλος Siemens είχε έσοδα 58,5 δισεκατομμυρίων ευρώ και καθαρά έσοδα 5,6 δισεκατομμυρίων ευρώ. Από τις 30 Σεπτεμβρίου 2019, η εταιρία απασχολούσε περίπου 295.000 υπαλλήλους παγκοσμίως με βάση τις συνεχιζόμενες δραστηριότητες. Περισσότερες πληροφορίες διατίθενται στο Διαδίκτυο στη διεύθυνση [www.siemens.com](http://www.siemens.com).

Εντούτοις, μέχρι την περίοδο κατά την οποία χρησιμοποιούνται τα οικονομικά μεγέθη της παρούσας εργασίας η εταιρία συγκέντρωνε όλες τις κύριες δραστηριότητες κάτω από μια νομική οντότητα και διαχείριση (τη Siemens AG) η οποία στην Ελλάδα εκπροσωπούταν ως εξής:

#### 4. Η περίπτωση μη εισηγμένης επιχείρησης: Siemens Ελλάς (ΣΗΜΕΝΣ Α.Ε.)

<b>ΣΗΜΕΝΣ Α.Ε.</b> Ηλεκτροτεχνικών Έργων και Προϊόντων Αθήνα	Διάθεση ηλεκτροτεχνικών προϊόντων, μελέτη, σχεδιασμός, εγκατάσταση και συναρμολόγηση, τεχνική υποστήριξη, consulting, γενική εποπτεία και συντονισμός των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων όλου του ομίλου Siemens στην Ελλάδα.
<b>Siemens Διαγνωστικά Υγείας</b> Α.Β.Ε.Ε. Αθήνα	Διαγνωστικές λύσεις υψηλής απόδοσης που παρέχουν τους αποτελεσματικότερους τρόπους να προβλεφθούν, εντοπιστούν, να ελεγχθούν και θεραπευθούν ασθένειες.

#### 4.2 Παρουσία

Η παρουσία του ομίλου εκτείνεται σε περίπου 190 χώρες, με εταιρίες που στην εσωτερική δομή τους ακολουθούν τη βασική δομή του ομίλου. Σε αυτή τη δομή υπάρχουν μικρές μόνο διαφοροποιήσεις, μόνο στις περιπτώσεις που κάποιο επιχειρησιακό τμήμα κρίνεται ότι δεν έχει ικανή αγορά στην ενδοχώρια αγορά, ή στις τυχόν χώρες επιρροής της εκάστοτε χώρας, ώστε να δικαιολογούν την παρουσία του.

#### 4.3 Η αξιολόγηση των οικονομικών αποτελεσμάτων από τη Siemens

Η Siemens αν και είχε υιοθετήσει τη μέθοδο της μέτρησης παραγωγής αξίας με την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία από πολύ νωρίς, τα τελευταία χρόνια σταμάτησε τη χρήση αυτού του δείκτη στις ετήσιες οικονομικές αναφορές, εστιάζοντας κατά κύριο λόγο στους δείκτες EBIT, EBITDA και ROCE.

## 5. Υπολογισμός EVA για Siemens Ελλάς

Παρακάτω παρατίθεται ο υπολογισμός του EVA για τη Siemens Ελλάς για 12 συναπτά οικονομικά έτη, από το 2001 έως και το 2012.

ΣΗΜΕΝΣ Α.Ε. - Υπολογισμός EVA	30.09.2001	30.09.2002	30.09.2003	30.09.2004	30.09.2005	30.09.2006
Net Operating Capital	18.910.099.019 GRD	63.371.643 €	71.505.112 €	73.111.620 €	82.369.466 €	68.927.760 €
Συντελεστής Φορολόγησης (T)	55,29%	46,7%	34,9%	29,3%	37,1%	57,5%
Μέσος Συντελεστής Φορολόγησης (T)	22,3%	22,3%	22,3%	22,3%	22,3%	22,3%
ROIC [=EBIT(1-T)/Net Operating Capital]	40,5%	36,9%	22,9%	32,2%	30,2%	29,9%
WACC	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	7,0%	8,0%
EVA [=Operating Capital*(ROIC-WACC)]	5.953.141.768 GRD	17.690.145 €	9.937.111 €	16.947.212 €	19.120.151 €	15.073.362 €
Σύνολο Πάγιου Ενεργητικού (ΓΠ+ΓΙΙΙ)	6.926.970.755 GRD	11.968.090,90 €	11.624.173,79 €	20.773.223,71 €	25.857.094,53 €	66.411.636,42 €
Σύνολο κυκλίντος ενεργητικού (ΔΙ+ΔΙΙ+ΔΙΥ)	49.797.727.624 GRD	108.946.415,84 €	164.335.788,40 €	239.560.353,48 €	233.253.191,56 €	256.390.983,28 €
Σύνολο Υποχρεώσεων (Γ+ΓΙ)	37.814.599.360 GRD	57.542.863,51 €	104.454.849,85 €	187.221.957,42 €	176.740.820,41 €	253.874.859,77 €
Ολικά αποτελέσματα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως, EBIT	9.848.517.148 GRD	30.096.756,54 €	21.063.942,70 €	30.268.722,20 €	32.016.813,37 €	26.486.717,17 €
Καθαρά Αποτελέσματα Χρήσεως	7.353.809.067 GRD	23.037.895,40 €	23.388.765,49 €	32.723.800,05 €	29.871.306,81 €	13.181.888,30 €
Φόρος Εισοδήματος	4.066.097.028 GRD	10.762.471,52 €	8.156.204,44 €	9.583.109,18 €	11.082.696,67 €	7.574.031,15 €

### Διάγραμμα 5-1: Πίνακας υπολογισμών EVA, έτη 2001-2006

ΣΗΜΕΝΣ Α.Ε. - Υπολογισμός EVA	30.09.2007	30.09.2008	30.09.2009	30.09.2010	30.09.2011	30.09.2012
Net Operating Capital	83.985.325 €	82.470.327 €	2.221.367 €	66.302.435 €	538.358 €	72.775.769 €
Συντελεστής Φορολόγησης (T)	6,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Μέσος Συντελεστής Φορολόγησης (T)	22,3%	22,3%	22,3%	22,3%	22,3%	22,3%
ROIC [=EBIT(1-T)/Net Operating Capital]	27,0%	-5,0%	-3175,8%	-55,2%	-1603,9%	-40,9%
WACC	8,0%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
EVA [=Operating Capital*(ROIC-WACC)]	15.958.785 € -	10.304.238 € -	70.712.561 € -	41.549.794 € -	8.675.015 € -	35.245.200 €
Σύνολο Πάγιου Ενεργητικού (ΓΠ+ΓΙΙΙ)	71.739.900,12 €	87.357.606,01 €	39.594.934,43 €	16.845.884,96 €	12.879.366,49 €	8.983.700,14 €
Σύνολο κυκλίντος ενεργητικού (ΔΙ+ΔΙΙ+ΔΙΥ)	302.939.573,61 €	275.865.894,71 €	225.536.043,29 €	189.170.583,73 €	124.337.735,00 €	121.380.590,25 €
Σύνολο Υποχρεώσεων (Γ+ΓΙ)	290.694.149,01 €	280.753.174,20 €	262.909.611,03 €	139.714.033,47 €	136.678.743,79 €	57.588.521,87 €
Ολικά αποτελέσματα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως, EBIT	29.175.618,95 € -	5.299.205,26 € -	90.760.089,07 € -	47.057.861,00 € -	11.108.794,13 € -	38.322.144,19 €
Καθαρά Αποτελέσματα Χρήσεως	18.936.670,40 € -	17.653.200,82 € -	151.200.192,29 € -	32.421.711,98 € -	59.799.318,63 € -	7.159.125,10 €
Φόρος Εισοδήματος	1.238.327,94 €	- €	- €	- €	- €	- €

### Διάγραμμα 5-2: Πίνακας υπολογισμών EVA, έτη 2007-2012

Για τον υπολογισμό του EVA χρησιμοποιήθηκε ο μέσος «διαχρονικός» συντελεστής φορολόγησης, όπως αυτός υπολογίστηκε από τους ισολογισμούς της εταιρίας από το 2001 έως και το 2012. Αυτή η παραδοχή κρίθηκε αναγκαία, λόγω των μεγάλων διακυμάνσεων των αποτελεσμάτων της εταιρίας, που θα διαστρέβλωναν σε ένα βαθμό τον υπολογισμό του ROIC, καθώς θα μετέφεραν τη βαρύτητα για τον υπολογισμό από τα ίδια τα αποτελέσματα της εταιρίας στη φορολόγηση αυτών.

Επιπλέον, ως μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου χρησιμοποιήθηκε το WACC της μητρικής εταιρίας, λόγω της πρόσβασης της θυγατρικής εταιρίας σε αυτά τα κεφάλαια.

Από τον υπολογισμό του EVA είναι ξεκάθαρη η διαρκής καταστροφή αξίας από το 2008 και έπειτα. Βασικός λόγος είναι η ραγδαία μείωση του κύκλου εργασιών της εταιρίας από το 2008 και μετά, με ταυτόχρονη αύξηση κυρίως των χρεωστικών τόκων αλλά και των προβλέψεων για έκτακτους κινδύνους.

## 6. Συμπεράσματα και θέματα για περαιτέρω έρευνα

Ο υπολογισμός του EVA είναι εύκολα εφαρμόσιμο εργαλείο για την εκτίμηση της παραγωγής αξία μιας επιχείρησης. Εντούτοις, το EVA αδυνατεί να αναδείξει την ελκυστικότητα μιας επιχείρησης ή επένδυσης σε σχέση με το μέγεθος της καθαρής θέσης. Συνεπώς η αξιολόγηση σε σχέση και με το μέγεθος μιας επιχείρησης, έχοντας ως κριτήριο τον κύκλο εργασιών, δε μπορεί να αρκестεί στο EVA αφού για το ίδιο EVA μια «μικρή» εταιρία θα όφειλε να αξιολογηθεί ως πιο ελκυστική από τη «μεγάλη».

Λόγω και της όλο και πιο περιορισμένης χρήσης του EVA για τη μέτρηση της εταιρικής αξίας θα είχε ιδιαίτερο ενδιαφέρον η εξειδίκευση του EVA για συγκεκριμένου τύπου εταιρίες ή/και επενδύσεις ώστε η χρήση του να γίνει πιο στοχευμένη.





## 7. Παραρτήματα

### 7.1 Siemens AG EVA

EVA calculation								
For the fiscal years ended September 30, 2003 and 2002								
(in millions of €)	Siemens worldwide		Eliminations, reclassifications and Corporate Treasury		Operations		Financing and Real Estate	
	2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002
<b>Net Income</b>	<b>2,445</b>	<b>2,597</b>	<b>198</b>	<b>(213)</b>	<b>1,897</b>	<b>2,474</b>	<b>350</b>	<b>336</b>
Cumulative effect of change in accounting principle, net of income taxes	(36)	–	–	–	(39)	–	3	–
Minority interest	96	29	–	(2)	96	31	–	–
Income taxes <sup>(1)</sup>	867	849	68	(69)	677	809	122	109
<b>Income (loss) before income taxes</b>	<b>3,372</b>	<b>3,475</b>	<b>266</b>	<b>(284)</b>	<b>2,631</b>	<b>3,314</b>	<b>475</b>	<b>445</b>
Other interest income (expense) of Operations, net	88	96	–	–	88	96	–	–
Gains on sales and dispositions of significant business interest	–	(936)	–	–	–	(936)	–	–
Taxes and other <sup>(2)</sup>	(1,098)	(713)	(93)	353	(865)	(933)	(140)	(133)
<b>Net operating profit after taxes</b>	<b>2,362</b>	<b>1,922</b>	<b>173</b>	<b>69</b>	<b>1,854</b>	<b>1,541</b>	<b>335</b>	<b>312</b>
	Sept. 30, 2003	Sept. 30, 2002	Sept. 30, 2003	Sept. 30, 2002	Sept. 30, 2003	Sept. 30, 2002	Sept. 30, 2003	Sept. 30, 2002
<b>Total assets</b>	<b>77,605</b>	<b>77,939</b>	<b>1,543</b>	<b>(1,970)</b>	<b>64,475</b>	<b>67,699</b>	<b>11,587</b>	<b>12,210</b>
Other asset and liability related reconciling items (see table segment information)					(48,533)	(51,944)		
Financial adjustments					1,334	1,926		
Average calculation <sup>(3)</sup>					1,883	5,034		
Liabilities <sup>(4)</sup>							(9,587)	(10,360)
<b>Average net operating assets for Operations/allocated equity for Financing and Real Estate</b>					<b>19,159</b>	<b>22,715</b>	<b>2,000</b>	<b>1,850</b>
	2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002
Net operating profit after taxes	2,362	1,922	173	69	1,854	1,541	335	312
Capital charge <sup>(5)</sup>	(1,913)	(2,241)	(15)	(15)	(1,719)	(2,061)	(179)	(165)
<b>EVA</b>	<b>449</b>	<b>(319)</b>	<b>158</b>	<b>54</b>	<b>135</b>	<b>(520)</b>	<b>156</b>	<b>147</b>
Adjustments for certain centrally recorded gains/charges <sup>(6)</sup>	–	936						
<b>EVA Siemens worldwide</b>	<b>449</b>	<b>617</b>						

<sup>(1)</sup> The income taxes of Eliminations, reclassifications and Corporate Treasury, Operations, and Financing and Real Estate are based on the consolidated effective corporate tax rate applied to income before income taxes.

<sup>(2)</sup> Other includes financial adjustments and certain reclassifications regarding Infineon in fiscal 2002.

<sup>(3)</sup> The term "Net operating assets" is the same as Net capital employed except the effects of financial adjustment and the fact that Average net operating assets are calculated in fiscal 2003 based on monthly basis. In fiscal 2002 Average net operating assets are calculated as the average of four fiscal quarters with a time lag of one quarter.

<sup>(4)</sup> As a result of allocated equity, liabilities are also partly allocated.

<sup>(5)</sup> Capital charge for eliminations, reclassifications and Corporate Treasury is risk-determined.

<sup>(6)</sup> Centrally recorded gains in fiscal 2002 represent gains on the sales of shares in Infineon.

#### Διάγραμμα 7-1: Υπολογισμός EVA Siemens AG, Annual Report 2003

Based on continuing operations, Siemens created EVA of €1.311 billion in fiscal 2005 compared to €1.720 billion a year earlier. Including discontinued operations, EVA was €414 million in fiscal 2005. For comparison, EVA of €1.620 billion in the prior year included the Infineon gain and goodwill impairment mentioned above.

Economic Value Added (EVA) calculation For the fiscal years ended September 30, 2005 and 2004 <sup>(1)</sup>								
(€ in millions)	Siemens		Eliminations, reclassifications and Corporate Treasury		Operations		Financing and Real Estate	
	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004
Income from continuing operations	3,058	3,450	228	185	2,475	2,972	355	293
Minority interest	148	152	–	–	148	152	–	–
Income taxes <sup>(2)</sup>	979	767	70	39	801	665	108	63
Income from continuing operations before income taxes	4,185	4,369	298	224	3,424	3,789	463	356
Other interest income (expense) of Operations, net	191	141	–	–	191	141	–	–
Taxes and financial adjustments	(1,094)	(1,001)	(90)	(67)	(902)	(842)	(102)	(92)
Net operating profit from continuing operations after taxes	3,282	3,509	208	157	2,713	3,088	361	264
	Sept. 30, 2005	Sept. 30, 2004	Sept. 30, 2005	Sept. 30, 2004	Sept. 30, 2005	Sept. 30, 2004	Sept. 30, 2005	Sept. 30, 2004
Total assets	86,205	79,518	(8,553)	(343)	81,454	67,927	13,304	11,934
Other asset related and miscellaneous reconciling items (see table segment information)	–	–	–	–	(59,787)	(49,821)	–	–
Financial adjustments	–	–	–	–	927	1,114	–	–
Pension adjustment and average calculation <sup>(3)</sup>	–	–	–	–	3,133	3,950	–	–
Liabilities <sup>(4)</sup>	–	–	–	–	–	–	(11,401)	(9,999)
Average net operating assets for Operations (continuing operations) / allocated equity for Financing and Real Estate	–	–	–	–	25,727	23,170	1,903	1,935
	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004
Net operating profit from continuing operations after taxes	3,282	3,509	208	157	2,713	3,088	361	264
Capital charge <sup>(5)</sup>	(1,971)	(1,789)	(13)	(11)	(1,825)	(1,644)	(133)	(134)
EVA from continuing operations	1,311	1,720	195	146	888	1,444	228	130
EVA from discontinued operations	(897)	(100)	–	–	(897)	(99)	–	(1)
EVA from continuing and discontinued operations	414	1,620	195	146	(9)	1,345	228	129

<sup>(1)</sup> To conform with the current year presentation EVA of fiscal 2004 has been calculated according to the assumptions used in fiscal 2005. For further information see discussion above.

<sup>(2)</sup> The income taxes of Eliminations, reclassifications and Corporate Treasury, Operations, and Financing and Real Estate are based on the consolidated effective corporate tax rate applied to income before income taxes.

<sup>(3)</sup> The term "Net operating assets" is the same as Net capital employed except the effects of financial adjustments and the fact that Average net operating assets are calculated on a monthly basis. The average net operating assets of discontinued operations have been eliminated for both fiscal years.

<sup>(4)</sup> As a result of allocated equity, liabilities are also partly allocated.

<sup>(5)</sup> Capital charge for Eliminations, reclassifications and Corporate Treasury is risk-determined.

## Διάγραμμα 7-2: Υπολογισμός EVA Siemens AG, Annual Report 2005

Based on continuing operations, Siemens created EVA of €1.848 billion in fiscal 2007 compared to €1.229 billion a year earlier. Including discontinued operations, EVA was up to €2.136 billion in fiscal 2007 compared to €1.219 billion in fiscal 2006.

Economic Value Added (EVA) calculation For the fiscal years ended September 30, 2007 and 2006								
(€ in millions)	Siemens		Eliminations, reclassifications and Corporate Treasury		Operations		Financing and Real Estate	
	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006
<b>Income from continuing operations</b>	<b>3,909</b>	<b>2,642</b>	<b>117</b>	<b>(14)</b>	<b>3,365</b>	<b>2,331</b>	<b>427</b>	<b>325</b>
Income Taxes <sup>(1)</sup>	1,192	776	36	(4)	1,026	684	130	96
<b>Income from continuing operations before income taxes</b>	<b>5,101</b>	<b>3,418</b>	<b>153</b>	<b>(18)</b>	<b>4,391</b>	<b>3,015</b>	<b>557</b>	<b>421</b>
Other interest income (expense) of Operations, net	497	325	-	-	497	325	-	-
Taxes and financial adjustments	(1,609)	(952)	(46)	6	(1,427)	(866)	(136)	(92)
<b>Net operating profit from continuing operations after taxes</b>	<b>3,989</b>	<b>2,791</b>	<b>107</b>	<b>(12)</b>	<b>3,461</b>	<b>2,474</b>	<b>421</b>	<b>329</b>
	Sept. 30, 2007	Sept. 30, 2006	Sept. 30, 2007	Sept. 30, 2006	Sept. 30, 2007	Sept. 30, 2006	Sept. 30, 2007	Sept. 30, 2006
<b>Total assets</b>	<b>91,555</b>	<b>87,528</b>	<b>(7,648)</b>	<b>(5,793)</b>	<b>87,658</b>	<b>80,019</b>	<b>11,545</b>	<b>13,302</b>
Other asset related and miscellaneous reconciling items (see table segment information)	-	-	-	-	(62,432)	(67,596)	-	-
Financial adjustments	-	-	-	-	537	617	-	-
Pension adjustment and average calculation <sup>(2)</sup>	-	-	-	-	(1,057)	4,576	-	-
Liabilities <sup>(3)</sup>	-	-	-	-	-	-	(9,584)	(11,251)
<b>Average net operating assets for Operations (continuing operations) /allocated equity for Financing and Real Estate</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>24,706</b>	<b>17,616</b>	<b>1,961</b>	<b>2,051</b>
	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006
Net operating profit from continuing operations after taxes	3,989	2,791	107	(12)	3,461	2,474	421	329
Capital charge <sup>(4)</sup>	(2,141)	(1,562)	(12)	(13)	(1,972)	(1,384)	(157)	(165)
<b>EVA from continuing operations</b>	<b>1,848</b>	<b>1,229</b>	<b>95</b>	<b>(25)</b>	<b>1,489</b>	<b>1,090</b>	<b>264</b>	<b>164</b>
EVA from discontinued operations	288	(10)	-	-	290	1	(2)	(11)
<b>EVA from continuing and discontinued operations</b>	<b>2,136</b>	<b>1,219</b>	<b>95</b>	<b>(25)</b>	<b>1,779</b>	<b>1,091</b>	<b>262</b>	<b>153</b>

<sup>(1)</sup> The income taxes of Eliminations, reclassifications and Corporate Treasury, Operations, and Financing and Real Estate are based on the consolidated effective corporate tax rate applied to income before income taxes.

<sup>(2)</sup> The term "Net operating assets" is the same as Net capital employed except the effects of financial adjustments and the fact that Average net operating assets are calculated on a monthly basis. The average net operating assets of discontinued operations have been eliminated for both fiscal years.

<sup>(3)</sup> As a result of allocated equity, liabilities are also partly allocated.

<sup>(4)</sup> Capital charge for Eliminations, reclassifications and Corporate Treasury is risk-determined.

### Διάγραμμα 7-3: Υπολογισμός EVA Siemens AG, Annual Report 2007

The underlying assumptions of our EVA calculations are continuously reviewed. For fiscal 2007, we adjusted the key assumptions for our EVA calculation, particularly with respect to the market risk. This resulted in the following figures for Weighted Average Cost of Capital (WACC):

	WACC
<b>Operations Groups</b>	<b>2007</b>
Automation and Drives (A&D)	7.5%
Industrial Solutions and Services (I&S)	8%
Siemens Building Technologies (SBT)	8%
Osram	7.5%
Transportation Systems (TS)	8%
Power Generation (PG)	8%
Power Transmission and Distribution (PTD)	8%
Medical Solutions (Med)	8%
Siemens IT Solutions and Services (SIS)	8.5%

### Διάγραμμα 7-4: Siemens AG WACC, 2007

Financing and Real Estate Groups	Cost of equity
	2007
Siemens Financial Services (SFS)	8.5%
Siemens Real Estate (SRE)	7.5%

**Διάγραμμα 7-5: Κόστος κεφαλαίου Siemens AG, 2007**

## 7.2 Ισολογισμοί ΣΗΜΕΝΣ Α.Ε.

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	ΑΡΧ			EUR		
	30.09.2001	30.09.2001	30.09.2001	30.09.2002	30.09.2002	30.09.2002
Β. ΕΣΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ	Αξία κτήσεως	Αποσβέσεις	Αναπ. Αξία	Αξία κτήσεως	Αποσβέσεις	Αναπ. Αξία
4. Λοιπά έσοδα εγκαταστάσεων	321.927.998	2.928.424	318.999.574	2.783.652,50	87.633,84	2.696.018,66
<b>Γ. ΠΑΠΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>						
II. Ανομιμίες ακινοτοποιήσεων						
3. Υπεραξία επιχειρήσεων (Goodwill)			0			0,00
III. Ενομιμίες ακινοτοποιήσεων						
1. Γήπεδα - Οικόπεδα	862.847.244		862.847.244	2.532.200,28		2.532.200,28
3. Κτίρια & τεχνικά έργα	2.084.709.046	1.134.999.390	949.709.656	6.245.180,86	3.799.542,32	2.445.638,54
4. Μηχανήματα - τεχνικές εγκαταστάσεις και λοιπός μη/κος εξοπλισμός	381.594.404	316.543.301	65.051.103	797.698,95	652.098,48	145.600,47
5. Μεταφορικά μέσα	181.625.435	160.192.285	21.433.150	482.158,00	446.085,38	36.072,62
6. Επισκευά & λοιπός εξοπλισμός	1.503.507.755	1.056.074.998	447.432.757	4.214.193,17	2.951.807,08	1.262.386,09
7. Άνομιμίες από εκτέλεση & προκαταβ.	25.500.670		25.500.670			0,00
<b>Σύνολο ακινοτοποιήσεων (ΠΙ)</b>	<b>5.039.794.554</b>	<b>2.667.809.974</b>	<b>2.371.974.580</b>	<b>14.271.411,26</b>	<b>7.849.533,28</b>	<b>6.421.878,00</b>
III. Συμμετοχές & άλλες μακρο/μικρο χρηματοοικονομικές απαιτήσεις						
1. Συμμετοχές σε συνδ/νες επιχειρήσεις			3.520.466.652			2.550.624,66
2. Συμμετοχές σε λοιπές επιχειρήσεις			809.792.791			2.376.501,22
Μείον: Προβλέψεις για υπομνηστές						
5. Γραμμάτια εισπρακτέα μακρο/μικρο λήξης - Στις τράπεζες για είσπραξη			0		154.105,00	
Μείον: Μη δεδουλευμένοι τόκοι			0		17.473,00	
5α. Επταετές εισπρακτέες βραχυ/μικρο λήξης		66.741.270	66.741.270			136.632,00
6. Τίτλοι με χαρακτηρισμό ακινοτοποιήσεων			2.000.000			5.896,41
7. Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις			156.995.462			476.565,81
<b>Σύνολο πάντων ενεργητικού (ΠΙ+ΠΙΙ)</b>			<b>4.554.996.175</b>			<b>5.548.212,90</b>
<b>Δ. ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>			<b>6.926.970.755</b>			<b>11.968.090,90</b>
I. Αποθέματα						
1. Εμπορεύματα			3.794.784.770			5.158.624,04
2. Προϊόντα έτοιμα			-			-
3. Παραγωγή σε εξέλιξη			928.724.339			1.926.254,29
3α. Τεχνικά έργα υπό εκτέλεση			1.744.369.790			11.007.345,88
4. Πρώτες & βοηθητικές ύλες - Αναλώσιμα υλικά & Ανταλλακτικά			241.831.575			1.042.584,01
5. Προκαταβολές για αγορά αποθεμάτων			4.308.796.877			4.588.595,02
<b>Σύνολο αποθεμάτων</b>			<b>11.016.507.951</b>			<b>23.723.403,22</b>
II. Απαιτήσεις						
1. Πελάτες			16.836.331.632			40.403.857,26
Μείον: Προβλέψεις						
2. Γραμμάτια εισπρακτέα						
- Χαρτοφυλάκιο						
- Στις τράπεζες για είσπραξη		38.138.095			85.020,14	
Μείον: Μη δεδουλευμένοι τόκοι		0				
2β. Επταετές εισπρακτέες βραχυ/μικρο λήξης		0				
Μείον: Μη δεδουλευμένοι τόκοι		1.575.674	36.562.421		11.086,00	73.934,14
3. Γραμμάτια σε καθυστέρηση						
3α. Επταετές εισπρακτέες			3.212.333.038			5.393.153,25
5. Βραχυ/μικρο απαιτήσεις κατά συνδεδεμένων επιχειρήσεων			14.978.698.596			29.090.222,66
10. Επιδράσεις - Επίδομα πελάτες - Χρεώστες & γραμμάτια σε καθυστέρηση	5.457.394.161			21.225.396,94		
Μείον: Προβλέψεις	2.834.099.559		2.823.324.602	12.870.804,85		8.354.792,09
11. Χρεώστες διάφοροι	154.234.402			649.606,77		
Μείον: Προβλέψεις	0		154.234.402	0,00		649.606,77
12. Λογ/μοί διαχειρίσεως προβ/ών & πιστώσεων			49.049.032			93.499,22
<b>Σύνολο κυκλ/ντος ενεργητικού (ΔΙ+ΔΙΙ+ΔΙΙΙ)</b>			<b>37.890.533.723</b>			<b>84.059.065,36</b>
IV. Διαθέσιμα						
1. Ταμείο			11.418.861			82.598,85
3. Καταθέσεις όψεως & προθεσμίας			1.079.287.889			1.081.378,38
			1.090.686.550			1.163.947,23
<b>Σύνολο κιν/ντος ενεργητικού (ΔΙ+ΔΙΙ+ΔΙΙΙ+ΔΙΙΙΙ)</b>			<b>49.797.727.624</b>			<b>108.946.415,84</b>
<b>Ε. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓ/ΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>						
1. Έσοδα επόμενων χρήσεων			4.652.705			1.502,71
2. Έσοδα χρήσεως εισπρακτέα						-
3. Λοιποί μετ/κοί λογ/μοί ενεργητικού			376.436.402			
			381.089.107			1.502,71
<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (Β+Γ+Δ+Ε)</b>			<b>57.424.787.150</b>			<b>123.592.028,11</b>
<b>ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΕΩΣ ΧΡΕΩΣΤΙΚΟΥ</b>						
2. Χρεωστικοί λογαριασμοί εγγυήσεων & εμπράγματων ασφαλειών			16.257.170.451			63.934.493,07
4. Λοιποί λογαριασμοί τάξεως			261.814.511			788.347,80
			16.518.984.962			64.702.840,87
<b>ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΕΩΣ</b>						
I. Αποτελέσματα εκμεταλλεύσεως						
Κύκλος εργασιών (πωλήσεις)			93.538.030.737			291.042.653,51
Μείον: Κόστος πωλήσεων			74.785.806.030			234.233.238,55
Μικτά αποτελέσματα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως			18.752.222.707			56.809.414,96
Πλέον: Άλλα έσοδα εκμεταλλεύσεως			4.662.917.872			17.576.013,58
<b>Σύνολο</b>			<b>23.415.140.579</b>			<b>74.387.428,54</b>
Μείον: 1. Έξοδα διοικητικής λειτουργίας		1.714.598.391		6.176.518,55		
3. Έξοδα λειτουργίας διαθεσιμότητας		12.685.591.880	14.400.190.271	43.748.891,81		49.025.410,36
Μερικά αποτελέσματα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως ΠΛΕΟΝ: (ή Μείον)			9.014.950.308			24.482.018,18
1. Έσοδα συμμεταγών		291.994.785		957.181,16		
2. Έσοδα από πώληση συμμ. & χρεογράφων				3.694.228,16		
4. Πιστωτικοί τόκοι & συναφή έσοδα		565.811.364		1.103.918,50		
		857.806.149		5.755.327,82		
Μείον: 1. Διαφορές απομνησμών συμμεταγών και χρεογράφων						
2. Έξοδα και ζημιές συμμεταγών και χρεογράφων						
3. Χρεωστικοί τόκοι & συναφή έξοδα		24.239.300	833.566.840	120.589,46		5.634.738,36
<b>Ολικά αποτελέσματα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως</b>			<b>9.848.517.148</b>			<b>30.096.756,54</b>
II. ΠΛΕΟΝ: Έκτακτο αποτέλεσμα						
1. Έκτακτα & ανόργανα έσοδα		465.011.121		1.454.654,25		
2. Έκτακτα κέρδη		182.156.729		156.968,03		
3. Έσοδα προηγούμενων χρήσεων		63.031.157		4.640,98		
4. Έσοδα από προβ. προηγ. χρήσεων		1.341.886.827		5.881.953,18		
		2.042.085.834		7.498.214,42		
Μείον: 1. Έκτακτα & ανόργ. έσοδα	651.432.481			1.721.822,83		
2. Έκτακτες ζημιές	442.881.165			395.946,87		
3. Έξοδα προηγούμενων χρήσεων	3.442.480.269			7.513,16		
4. Προβλ. για έκτακτους κινδύνους			4.538.793.915	14.557.075,56		-7.088.861,14
Οργανικά & έκτακτα αποτελέσματα (κέρδη)			7.363.809.067			23.037.895,40
Μείον: Σύνολο αποσβέσεων παγίων στοιχείων		470.176.803		1.305.206,68		
Μείον: 0, από αυτές ενσωμ. στο λογ. κόστος		470.176.803		1.305.206,68		0,00
<b>ΚΑΘΑΡΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ (Κέρδη) ΧΡΗΣΕΩΣ προ φόρων</b>			<b>7.353.809.067</b>			<b>23.037.895,40</b>

## 7. Παραρτήματα

ΠΑΘΗΤΙΚΟ	ΔΡΧ		EUR	
	30.09.2001	30.09.2002	30.09.2001	30.09.2002
<b>A. ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>				
I. Μετοχικό κεφάλαιο	μετοχές 5.574.731	αξία μετοχής 1.000	μετοχές 4.091.075,00	αξία μετοχής 4,00
1. Καταβληθέντα	5.574.731.000		16.364.300,00	
II. Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτο	137.123.000		402.415,26	
III. Διαφορές αναπροσαρμογής				
1. Διαφορές από αναπροσαρμογή αξίας συμμετοχών & χρεογράφων	178.414.561		539.278,16	
2. Διαφορές από αναπροσαρμογή αξίας λοιπών περιουσιακών στοιχείων	1.501.338		391,31	
3. Επιχορηγήσεις επενδύσεων πάγιου ενεργητικού	6.389.254		13.185,38	
	186.305.153		552.854,85	
IV. Αποθεματικά κεφάλαια				
1. Τακτικά αποθεματικά	1.145.000.000		3.850.000,00	
4. Έκτακτα αποθεματικά	2.297.200.000		9.923.628,03	
5. Αφορολόγητα αποθεματικά ειδικών διατάξεων νόμων	453.766.111		1.331.668,71	
	3.895.966.111		15.105.296,74	
V. Αποτελέσματα εις νέο				
Υπόλοιπο (ζημιών) / κερδών χρήσεως εις νέο	990.145		700,10	
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων (A+II+III+IV+V)	9.795.115.409		32.425.566,95	
<b>B. ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΚΙΝΔΥΝΟΥΣ &amp; ΕΞΟΔΑ</b>				
1. Προβλέψεις για αποζημίωση προσωπικού λόγω εφόδου από την υπηρεσία	2.241.780.783		8.729.570,18	
2. Λοιπές προβλέψεις	5.085.180.965		18.912.389,87	
	7.326.941.728		25.641.960,05	
<b>Γ. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>				
I. Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις				
8. Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	1.320.000		3.873,81	
II. Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις				
1. Προμηθευτές	18.570.556.766		7.838.903,11	
4. Προκαταβολές πελατών	12.813.481.403		32.237.624,89	
5. Υποχρεώσεις από φόρους-τέλη	4.201.256.370		8.964.700,23	
6. Ασφαλιστικοί οργανισμοί	254.855.713		488.147,10	
8. Υποχρεώσεις προς συνδεδεμένες επιχειρήσεις	-		-	
9. Υποχρεώσεις προς λοιπές συμμετοχικού ενδιαφέροντος επιχειρήσεις	1.949.090.000		6.100.000,00	
10. Μερίσματα πληρωτέα	224.039.108		2.309.554,57	
11. Πιστωτές διάφοροι	37.813.278.360		57.538.986,70	
Σύνολο Υποχρεώσεων (Γ+II)	37.814.599.360		57.542.883,51	
<b>Δ. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓ/ΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ</b>				
1. Εσοδα επόμενων χρήσεων	-		-	
2. Έσοδα χρήσεως διενδουλεψιμότητας	2.488.130.653		7.981.637,60	
3. Λοιποί μεταβατικοί λογαριασμοί παθητικού	-		-	
	2.488.130.653		7.981.637,60	
<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ (A+B+Γ+Δ)</b>	57.424.787.150		123.562.028,11	
<b>ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΕΙΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ</b>				
2. Πιστωτικοί λογαριασμοί εγγυήσεων & εμπόργματων ασφαλειών	16.257.170.451		63.934.493,07	
4. Λοιποί λογαριασμοί τάξεως	261.814.511		768.347,80	
	16.518.984.962		64.702.840,87	
<b>ΠΙΝΑΚΑΣ ΔΙΑΦΕΡΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ</b>				
Καθαρα αποτελέσματα (κέρδη) χρήσεως	7.353.800.087		23.037.895,40	
(+) Υπόλοιπο αποτελεσμάτων (κερδών) προηγούμενων χρήσεων	808.998		2.905,78	
Σημια προηγούμενων χρήσεων από απορρόφηση υπομ/τος αλλοδαπής εταιρίας	-		-	
(-) Διαφορές φορολογικού ελέγχου προηγούμενων χρήσεων	-		-2.574.835,00	
(+/-) Διαφορά φόρου προηγούμενης χρήσεως	8.132.212		102.538,64	
Έξοδα αποθεματικά προς διάθεση	-		-	
Σύνολο	7.362.550.277		20.568.504,82	
<b>ΜΕΙΟΝ:</b>				
1. Φόρος εισοδήματος	4.066.097.028		10.762.471,52	
2. Διαφορά φόρου προηγούμενων επών	-		-	
3. Λοιποί μη ενσωματωμένοι στο λειτουργικό κόστος φόροι	6.373.104	4.072.470.132	33.433,06	10.795.904,58
Σημίες εις νέο/κέρδη προς διάθεση	3.290.080.145		9.772.800,24	
<b>Η διάθεση των (ζημιών) / κερδών γίνεται ως εξής:</b>				
1. Τακτικά αποθεματικά	105.000.000		489.765,22	
2. Μέρισμα	1.949.090.000		8.100.000,00	
5. Έκτακτα αποθεματικά	1.175.000.000		3.182.134,92	
8. Υπόλοιπο κερδών εις νέο	990.145		700,10	
	3.290.080.145		9.772.800,24	

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	EUR 30.09.2003			EUR 30.09.2004		
	Αξία κτήσεως	Αποβέσεις	Αναπ. Αξία	Αξία κτήσεως	Αποβέσεις	Αναπ. Αξία
<b>Β. ΕΞΟΔΑ ΕΚΔΑΤΑΙΩΣΕΩΣ</b>	3.083.151,72	690.885,08	2.072.266,64	3.256.543,04	1.896.139,34	1.380.403,70
4. Ισοτιμία έσοδα εγκαταστάσεων						
<b>Γ. ΠΑΠΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>						
I. Ανώματες ακινήτοποιήσεις						
3. Υπεραξία επιχειρήσεων (Goodwill)			0,00			0,00
II. Ενώματες ακινήτοποιήσεις						
1. Γήπεδα - Οικόπεδα	2.532.200,28		2.532.200,28	2.479.106,22		2.479.106,22
3. Κτίρια & τεχνικά έργα	6.266.908,87	4.318.132,22	1.948.776,65	6.305.026,87	4.796.200,71	1.508.826,16
4. Μηχανήματα - τεχνικές εγκαταστάσεις και λοιπός μηχ/κος εξοπλισμός	1.051.333,41	692.579,64	358.753,77	1.297.744,72	628.819,32	668.925,40
5. Μεταφορικά μέσα	490.169,17	440.572,14	49.597,03	252.588,75	236.140,86	16.447,89
6. Επιστ. & λοιπός εξοπλισμός	4.904.011,96	3.682.327,88	1.221.684,08	5.962.050,62	4.120.672,87	1.741.378,05
7. Ακινήσεις υπό εκπόληση & προκαταβ.			0,00			7.812.115,60
Σύνολο ακινήτοποιήσεων (ΠΙ)	15.244.221,29	9.133.611,88	6.110.609,41	24.008.633,08	9.781.833,76	14.226.799,32
III. Συμμετοχές & άλλες μισθ/σιμες χρηματοοικονομικές απαιτήσεις						
1. Συμμετοχές σε συν/νες επιχειρήσεις			2.514.426,71			3.456.681,71
2. Συμμετοχές σε λοιπές επιχειρήσεις			2.376.515,33			2.506.638,30
Μειών: Προβλέψεις για υποτιμήσεις						
5. Γραμμάτια εισπρακτέα μακρ/σμις λήξης - Στις τράπεζες για είσπραξη		104.125,00			54.145,00	
Μειών: Μη δεδουλευμένοι τόκοι		17.473,00			2.381,00	
5α. Επισταγές εισπρακτέες μακροπρόθεσμης λήξης			86.652,00			51.764,00
6. Τόκοι με χαρακτήρα ακινήτοποιήσεων			15.000,00			22.200,00
7. Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις			520.970,34			508.940,38
Σύνολο κτήσεων ενεργητικού (ΠΙ+ΠΙΙ)			5.513.564,38			6.546.424,39
Σύνολο κτήσεων ενεργητικού (ΠΙ+ΠΙΙ)			11.624.173,79			20.773.223,71
<b>Δ. ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>						
I. Αποθέματα						
1. Εμπορεύματα			6.028.463,61			
2. Προϊόντα έτοιμα			-			10.423.518,23
3. Παραγωγή σε εξέλιξη			-			8.810,71
3α. Τεχνικά έργα υπό εκτέλεση			28.376.940,84			72.045.198,61
4. Πρώτες & βοηθητικές ύλες - Αναλώσιμα υλικά & Ανταλλακτικά			4.178.004,65			7.632.750,92
5. Προκαταβολές για αγορές αποθεμάτων			19.466.957,49			21.729.332,49
			58.050.366,59			111.839.510,93
II. Απαιτήσεις						
1. Πελάτες			49.030.877,52			100.037.256,21
Μειών: Προβλέψεις						
2. Γραμμάτια εισπρακτέα						
- Χαρτοφυλακίου		49.980,00			49.980,00	
- Στις τράπεζες για είσπραξη		26.300,00			37.117,00	
Μειών: Μη δεδουλευμένοι τόκοι						
2β. Επισταγές εισπρακτέες βραχ/σμις λήξης			76.280,00		5.906,00	81.191,00
Μειών: Μη δεδουλευμένοι τόκοι						
3. Γραμμάτια σε καθυστέρηση			7.909.097,78			7.697.440,82
3α. Επισταγές εισπρακτέες			24.901.235,60			-
5. Βραχ/σιμες απαιτήσεις κατά συνδεδεμένων επιχειρήσεων			23.917.908,00		14.469.688,00	-
10. Επισφαλές - Ενδίκιοι πελάτες - Χρεώστες & γραμμάτια σε καθυστέρηση		8.773.393,85	15.144.514,16		7.385.210,00	7.084.478,00
Μειών: Προβλέψεις		6.388.651,11			7.359.708,74	
11. Χρεώστες διάφοροι		0,00	6.388.651,11		0,00	7.359.708,74
Μειών: Προβλέψεις						
12. Λογ/σμοί διαχειρίσεως προκ/βολών & πιστώσεων			287.139,53			234.086,29
			103.737.795,69			122.494.161,06
IV. Διαθέσιμα						
1. Ταμείο			541.833,20			4.075.823,63
3. Καταθέσεις όψεως & προθεσμίας			2.005.792,92			1.150.857,96
			2.547.626,12			5.226.681,49
Σύνολο κυκλοφορούν ενεργητικού (ΔΙ+ΔΙΙ+ΔΙΙΙ)			164.335.788,40			239.580.353,48
<b>Ε. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓ/ΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>						
1. Έξοδα επόμενων χρήσεων			22.767,51			147.995,10
2. Έσοδα χρήσεως εισπρακτέα			-			1.670.141,04
3. Λοιπά μετ/κoi λογ/σμοί ενεργητικού			22.767,51			1.818.136,14
<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (Β+Γ+Δ+Ε)</b>			178.054.966,34			263.512.117,03
<b>ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΕΩΣ ΧΡΕΩΣΤΙΚΟΥ</b>						
2. Χρεωστικοί λογαριασμοί εγγυήσεων & εμπράγματων ασφαλειών			118.202.951,32			172.770.176,73
4. Λοιποί λογαριασμοί τάξεως			119.072.142,52			174.038.325,64
<b>ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΕΩΣ</b>						
I. Αποτελέσματα εκμεταλλεύσεως						
Κύκλος εργασιών (πωλήσεις)			315.887.620,60			393.368.217,30
Μειών: Κόστος πωλήσεων			257.434.235,96			326.035.462,29
Μικτά αποτελέσματα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως			58.453.384,64			67.332.755,04
Πλέον: Άλλα έσοδα εκμεταλλεύσεως			20.489.778,64			19.007.515,32
Σύνολο			78.943.163,28			86.340.250,36
Μειών: 1. Έξοδα διοικητικής λειτουργίας		8.635.279,52		8.009.522,80		
3. Έξοδα λειτουργίας διαθέσεως		50.408.403,93	50.043.683,45	50.247.061,43	58.256.584,23	
Μερικά αποτελέσματα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως			19.899.479,83			28.083.666,13
ΠΛΕΟΝ: (ή Μειών)						
1. Έσοδα συμμετοχών		32.837,82			2.086.553,00	
2. Έσοδα από πώληση συμμ. & χρεογράφων		25.007,31			-	
4. Πιστωτικοί τόκοι & συναφή έσοδα		1.295.688,68			756.400,86	
Μειών: 1. Διαφορές αποτιμήσεων συμμετοχών και χρεογράφων			1.354.433,81		2.841.953,88	
2. Έξοδα και ζημιές συμμετοχών και χρεογράφων			-		-	
3. Χρεωστικοί τόκοι & συναφή έξοδα		189.970,94	1.164.462,87	656.897,79	2.185.056,07	
Ολικά αποτελέσματα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως			21.063.942,70			30.288.722,20
II. ΠΛΕΟΝ: Έκτακτα αποτελέσματα						
1. Έκτακτα & ανόργανα έσοδα		377.246,40			329.271,30	
2. Έκτακτα κέρδη		110.313,07			18.835,75	
3. Έσοδα προηγούμενων χρήσεων		692.693,97			60.196,63	
4. Έσοδα από προβλ. προηγ. χρήσεων		11.077.812,23			9.039.272,90	
Μειών: 1. Έκτακτα & ανόργ. έσοδα		518.752,44		470.239,76	9.447.576,58	
2. Έκτακτες ζημιές		361.888,45		183.034,35		
3. Έξοδα προηγούμενων χρήσεων		309.231,00		2.914,60		
4. Προβλ. για έκτακτους κινδύνους		8.743.570,99	9.933.242,88	2.324.822,79	6.992.498,73	2.455.077,85
Οργανικά & έκτακτα αποτελέσματα (κέρδη)			23.388.765,49			32.723.800,05
Μειών: Σύνολο αποβέσεων παγίων στοιχείων		2.249.398,09			2.331.631,78	
Μειών: Οι από αυτήν έσοδα, στα λεπτά κόστης		2.249.398,09	0,00		2.331.631,78	0,00
<b>ΚΑΘΑΡΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ (Κέρδη) ΧΡΗΣΕΩΣ προ φόρων</b>			23.388.765,49			32.723.800,05

## 7. Παραρτήματα

ΠΑΘΗΤΙΚΟ	EUR 30.09.2003		EUR 30.09.2004	
	μετοχές	αξία μετοχής	μετοχές	αξία μετοχής
<b>A. ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>				
I. Μετοχικά κεφάλαια	4.091.075,00	4,00	4.091.075,00	4,00
1. Καταβεβλημένο		16.384.300,00		16.384.300,00
II. Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτο		402.415,28		402.415,28
III. Διαφορές αναπροσαρμογής				
1. Διαφορές από αναπροσαρμογή αξίας συμμετοχών & χρεογράφων		587.990,93		691.406,48
2. Διαφορές από αναπροσαρμογή αξίας λοιπών περιουσιακών στοιχείων		391,31		391,31
3. Επιχορηγήσεις επενδύσεων πάγιου ενεργητικού		9.886,87		6.703,18
		598.269,11		698.500,97
IV. Αποθεματικά κεφάλαια				
1. Τακτικό αποθεματικό		4.850.000,00		6.650.000,00
4. Έκτακτο αποθεματικό		10.900.000,00		11.400.000,00
5. Αφορολόγητα αποθεματικά ειδικών διατάξεων νόμων		1.331.668,71		1.331.668,71
		16.881.668,71		18.381.668,71
V. Αποτελέσματα εις νέο				
Υπόλοιπα (ζημιών) / κερδών χρήσεως εις νέο		29.609,91		42.476,03
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων (A+II+III+IV+V)		34.276.262,99		35.889.380,97
<b>B. ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΚΙΝΔΥΝΟΥΣ &amp; ΕΣΟΔΑ</b>				
1. Προβλέψεις για αποζημίωση προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία		7.897.594,52		7.502.408,00
2. Λοιπές προβλέψεις		23.046.383,05		21.882.089,19
		30.943.977,57		29.384.497,19
<b>Γ. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>				
I. Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις				
8. Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις		3.873,81		3.873,81
II. Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις				
1. Προμηθευτές		27.908.233,74		54.177.938,34
4. Προκαταβολές πελατών		56.270.896,97		92.839.939,38
5. Υποχρεώσεις από φόρους-τέλη		9.571.377,75		14.928.014,97
6. Ασφαλιστικά οργανισμοί		540.889,87		647.829,16
8. Υποχρεώσεις προς συνδέμενες επιχειρήσεις				
9. Υποχρεώσεις προς λοιπές συμμετοχούσες ενδιαφερόντος επιχειρήσεις				5.908.656,47
10. Μερίσματα πληρωτέα		10.000.000,00		18.500.000,00
11. Πιστωτές διάφοροι		158.480,71		215.905,27
		104.450.979,04		187.218.083,61
Σύνολο Υποχρεώσεων (Γ+II)		104.454.849,85		187.221.957,42
<b>Δ. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓ/ΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ</b>				
1. Εσοδα επίδομων χρήσεων		31.992,00		20.358,00
2. Έσοδα χρήσεως διδουλιμείων		8.000.699,59		10.816.694,94
3. Λοιποί μεταβατικοί λογαριασμοί παθητικού		347.214,34		179.278,51
		8.379.905,93		11.016.301,45
<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ (A+B+Γ+Δ)</b>		178.054.996,34		263.512.117,03
<b>ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΣΕΩΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ</b>				
2. Πιστωτικοί λογαριασμοί εγγυήσεων & εμπράγματων ασφαλειών		118.282.951,32		172.770.176,73
4. Λοιποί λογαριασμοί τάξεως		808.191,20		1.288.148,91
		119.072.142,52		174.038.325,64
<b>ΠΙΝΑΚΑΣ ΔΙΑΔΡΕΣΕΩΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ</b>				
Καθάρως αποτελέσματα (κερδή) χρήσεως		23.388.765,49		32.723.800,05
(+) Υπόλοιπο αποτελεσμάτων (κερδών) προηγούμενων χρήσεων		700,10		29.609,91
Ζημία προηγούμενων χρήσεων από απορρόφηση υπαπο/τος αλλαδατικής εταιρίας		-161.762,35		-
(-) Διαφορές φορολογικού ελέγχου προηγούμενων χρήσεων		-		-3.056.816,90
(+/-) Διαφορά φόρου προηγούμενης χρήσεως		-46.718,29		-34.143,44
Έκτακτο αποθεματικό προς διάθεση		3.182.134,92		-
Σύνολο		26.983.119,87		29.662.449,82
<b>ΜΕΙΟΝ:</b>				
1. Φόρος εισοδήματος		8.156.204,44		9.583.109,18
2. Διαφορά φόρου προηγούμενων ετών				
3. Λοιποί μη ενσωματωμένοι στο λειτουργικό κόστος φόροι		36.863,71		36.864,41
Ζημίες εις νέο/Κέρδη προς διάθεση		8.192.868,15		9.610.973,59
		18.170.251,72		20.042.476,03
<b>Η διάθεση των (ζημιών) / κερδών γίνεται ως εξής:</b>				
1. Τακτικό αποθεματικό		800.000,00		1.000.000,00
2. Μέρισμα		13.182.134,92		18.500.000,00
5. Έκτακτο αποθεματικό		4.158.509,89		500.000,00
8. Υπόλοιπο κερδών εις νέο		29.609,91		42.476,03
		18.170.251,72		20.042.476,03



## 7. Παραρτήματα

	EUR 30.09.2005			EUR 30.09.2006		
	Αξία κτήσεως	Αποβέσεις	Αναπ. Αξία	Αξία κτήσεως	Αποβέσεις	Αναπ. Αξία
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>						
<b>Β. ΕΣΟΔΑ ΕΚΔΑΤΑΤΑΞΗΣ</b>						
4. Ισοτιμία έσοδα εγκαταστάσεων	3.604.997,21	2.627.010,86	777.986,35	3.706.511,22	3.318.893,24	387.617,98
<b>Γ. ΠΑΠΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>						
I. Αρμόμιες ακινήτοποιήσεις						
3. Υπεραξία επιχειρήσεων (Goodwill)			0,00			0,00
II. Εννόμιμες ακινήτοποιήσεις						
1. Γήπεδα - Οικόπεδα	2.180.236,08		2.180.236,08	2.180.236,08		2.180.236,08
3. Κτίρια & τεχνικά έργα	7.180.237,55	5.902.645,10	1.277.592,45	7.180.237,55	5.902.645,10	738.717,74
4. Μηχανήματα - τεχνικές εγκαταστάσεις και λοιπός μηχ/κος εξοπλισμός	1.620.935,04	782.181,19	838.753,85	1.620.935,04	782.181,19	2.059.672,84
5. Μεταφορικά μέσα	214.132,21	201.034,13	13.098,08	214.132,21	201.034,13	28.376,08
6. Επιστ. & λοιπός εξοπλισμός	6.784.823,45	4.811.446,01	1.973.377,44	6.784.823,45	4.811.446,01	1.690.390,88
7. Ακινήσεις υπό εκτέλεση & προκαταβ.	14.030.148,37		14.030.148,37	14.030.148,37		14.584.782,81
Σύνολο ακινήτοποιήσεων (ΠΙ)	31.960.512,70	11.697.306,43	20.293.206,27	31.960.512,70	11.697.306,43	21.282.149,03
III. Συμμετοχές & άλλες μισθ/σιμες χρηματοοικονομικές απαιτήσεις						
1. Συμμετοχές σε συν/νες επιχειρήσεις			2.406.558,13			42.406.558,13
2. Συμμετοχές σε λοιπές επιχειρήσεις			2.506.938,30			218.912,50
Μείον: Προβλέψεις για υποτιμήσεις						
5. Γραμμάτια εισπρακτέα μακρ/σμις λήξης - Στις τράπεζες για είσπραξη		4.165,00				
Μείον: Μη δεδουλευμένοι τόκοι		26,00				1.674.722,82
5a. Επισταγές εισπρακτέες μακροπρόθεσμης λήξης			4.139,00			0,00
6. Τόκοι με χαρακτηρισμό ακινήτοποιήσεων			696.412,83			46.980,00
7. Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις			5.583.888,28			782.313,04
Σύνολο τίτλων ενεργητικού (ΠΙ+ΠΙΙ)			25.857.094,53			68.411.636,42
<b>Δ. ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>						
I. Αποθέματα						
1. Εμπορεύματα			7.138.935,58			8.282.064,80
2. Προϊόντα έτοιμα						
3. Παραγωγή σε εξέλιξη			111.749,51			111.749,51
3a. Τεχνικά έργα υπό εκτέλεση			100.357.893,40			114.711.193,11
4. Πρώτες & βοηθητικές ύλες - Αναλώσιμα υλικά & Ανταλλακτικά			4.830.996,77			5.525.496,57
5. Προκαταβολές για αγορές αποθεμάτων			8.397.516,37			13.177.546,03
			118.937.093,63			141.808.952,02
II. Απαιτήσεις						
1. Πελάτες			70.553.731,41		87.123.778,84	
Μείον: Προβλέψεις				11.547.482,96		75.576.295,88
2. Γραμμάτια εισπρακτέα						
- Χαρτοφυλακίου		49.980,00			0,00	
- Στις τράπεζες για είσπραξη		40.942,00			504.834,04	
Μείον: Μη δεδουλευμένοι τόκοι					1.448,00	
2β. Επισταγές εισπρακτέες βραγ/σμις λήξης			2.355,00			503.186,04
Μείον: Μη δεδουλευμένοι τόκοι						450,00
3. Γραμμάτια σε καθυστέρηση			8.532.256,78			9.530.489,12
3a. Επισταγές εισπρακτέες			13.314.289,07			13.128.296,48
5. Βραγ/σιμες απαιτήσεις κατά συνδεδεμένων επιχειρήσεων						
10. Επισφαλές - Επίτιμοι πελάτες - Χρεώστες & γραμμάτια σε καθυστέρηση		17.224.160,31			1.600.915,77	
Μείον: Προβλέψεις		6.295.367,54	10.928.792,77			0,00
11. Χρεώστες διάφοροι		6.912.870,83			9.011.078,73	
Μείον: Προβλέψεις		0,00	6.912.870,83		0,00	9.011.078,73
12. Λογ/σμοί διαχειρίσεων προκ/βολών & πιστώσεων			329.468,83			45.171,71
			110.859.976,69			107.792.969,96
IV. Διαθέσιμα						
1. Ταμείο			1.438.026,06			930.816,18
3. Καταθέσεις όψεως & προθεσμίας			2.217.195,18			5.849.245,12
			3.656.121,24			6.780.061,30
Σύνολο κυκλ/ντος ενεργητικού (ΔΙ+ΔΙΙ+ΔΙΙΙ)			233.253.191,56			256.390.683,28
<b>Ε. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓ/ΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>						
1. Έσοδα επόμενων χρήσεων			151.315,13			391.974,86
2. Έσοδα χρήσεως εισπρακτέα			1.201.049,88			1.437.099,26
3. Λοιπός μισθ/σμοί λογ/σμοί ενεργητικού			1.352.364,98			21.015.250,57
<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (Β+Γ+Δ+Ε)</b>			261.240.637,43			344.205.488,25
<b>ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΕΩΣ ΧΡΕΩΣΤΙΚΟΥ</b>						
2. Χρεωστικοί λογαριασμοί εγγυήσεων & εμπράγματων ασφαλειών			181.841.096,77			222.790.042,41
4. Λοιπός λογαριασμοί τάξεως			1.791.746,61			1.054.239,37
			183.632.843,38			223.844.871,78
<b>ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΕΩΣ</b>						
I. Αποτελέσματα εκμεταλλεύσεως						
Κύκλος εργασιών (πωλήσεις)			350.017.796,86			341.381.504,65
Μείον: Κόστος πωλήσεων			281.021.703,13			276.004.455,29
Μικτά αποτελέσματα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως			68.996.093,73			65.377.049,36
Πλέον: Άλλα έσοδα εκμεταλλεύσεως			15.120.967,10			17.115.567,62
Σύνολο			84.117.060,83			82.492.616,98
Μείον: 1. Έσοδα διοικητικής λειτουργίας			7.097.666,24		9.104.823,41	
3. Έσοδα λειτουργίας διαθέσεως			44.402.801,31		49.742.778,72	
Μερικά αποτελέσματα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως ΠΛΕΟΝ: (ή Μείον)			32.016.813,37			23.645.014,85
1. Έσοδα συμμετοχών			3.000.000,00			6.000.000,00
2. Έσοδα από πώληση συμμ. & χρεογράφων			185.816,42			
4. Πιστωτικοί τόκοι & συναφή έσοδα			382.958,47			326.418,42
			3.568.774,89			6.326.418,42
Μείον: 1. Διαφορές αποτιμήσεων συμμετοχών και χρεογράφων						
2. Έσοδα και ζημιές συμμετοχών και χρεογράφων			35.341,00			
3. Χρεωστικοί τόκοι & συναφή έσοδα			3.146.420,39		3.484.716,10	
Ολικά αποτελέσματα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως			32.403.826,87			26.486.717,17
II. ΠΛΕΟΝ: Έκτακτα αποτελέσματα						
1. Έκτακτα & ανόργανα έσοδα			102.117,97			1.229.714,04
2. Έκτακτα κέρδη			566.896,96			107.686,46
3. Έσοδα προηγούμενων χρήσεων			10.099,94			47.656,25
4. Έσοδα από προβλ. προηγ. χρήσεων			12.599.777,53			13.624.737,10
			13.278.662,40			15.009.793,85
Μείον: 1. Έκτακτα & ανόργ. έσοδα			253.750,37		941.960,38	
2. Έκτακτες ζημιές			3.118.523,08		2.125.861,99	
3. Έσοδα προηγούμενων χρήσεων					6.247,92	
4. Προβλ. για έκτακτους κινδύνους			12.438.909,01		25.240.552,43	
Οργανικά & έκτακτα αποτελέσματα (κέρδη)			15.811.182,46		28.314.622,72	
Μείον: 1. Σύνολο αποβέσεων πάγιων στοιχείων			29.871.306,81			-13.304.828,87
Μείον: 2. Σύνολο αποβέσεων πάγιων στοιχείων			2.722.544,89			13.181.888,30
Μείον: 3. Ου από αυτήν έσοδα, στα λεπτά κόπας			2.722.544,89			0,00
<b>ΚΑΘΑΡΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ (Κέρδη) ΧΡΗΣΕΩΣ προ φόρων</b>			29.871.306,81			13.181.888,30

## 7. Παραρτήματα

ΠΑΘΗΤΙΚΟ	EUR		EUR	
	30.09.2005	30.09.2006	30.09.2005	30.09.2006
<b>A. ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>				
I. Μετοχικά κεφάλαια	μετοχές 4.091.079,00	αξία μετοχής 4,00	μετοχές 4.162.591,00	αξία μετοχής 4,00
1. Καταβληθέντα	16.984.300,00		16.650.364,00	
II. Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτο	402.415,28		402.415,28	
III. Διαφορές αναπροσαρμογής				
1. Διαφορές από αναπροσαρμογή αξίας συμμετοχών & χρεογράφων	691.406,48		691.406,48	
2. Διαφορές από αναπροσαρμογή αξίας λοιπών περιουσιακών στοιχείων	286.452,99		391,31	
3. Επιχορηγήσεις επενδύσεων πάγιου ενεργητικού	3.622,84			
	981.482,31		691.797,79	
IV. Αποθεματικά κεφάλαια				
1. Τακτικό αποθεματικό	5.850.000,00		5.650.000,00	
4. Έκτακτο αποθεματικό	11.900.000,00		11.899.997,88	
5. Αφορολόγητα αποθεματικά ειδικών διατάξεων νόμων	1.331.668,71		1.331.668,71	
	18.881.668,71		18.881.666,39	
V. Αποτελέσματα εις νέο				
Υπόλοιπα (ζημιών) / κερδών χρήσεως εις νέο	72.888,81		155.401,24	
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων (A+II+III+IV+V)	38.702.755,09		38.781.644,88	
<b>B. ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΚΙΝΔΥΝΟΥΣ &amp; ΕΣΟΔΑ</b>				
1. Προβλέψεις για αποζημίωση προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	8.201.554,80		9.817.840,85	
2. Λοιπές προβλέψεις	24.983.098,98		30.408.775,25	
	33.184.653,78		40.026.616,10	
<b>Γ. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>				
I. Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις				
8. Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	3.873,81		3.873,81	
II. Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις				
1. Προμηθευτές	35.741.360,98		42.067.498,73	
4. Προκαταβολές πελατών	88.981.173,18		114.807.023,61	
5. Υποχρεώσεις από φόρους-τέλη	15.348.283,73		11.685.506,09	
6. Ασφαλιστικά οργανισμοί	772.582,42		1.032.939,31	
8. Υποχρεώσεις προς συνδεδεμένες επιχειρήσεις			70.000.000,00	
9. Υποχρεώσεις προς λοιπές συμμετοχούσες ενδιαφερόντος επιχειρήσεις	10.001.989,44			
10. Μερίσματα πληρωτέα	18.000.000,00		5.500.000,00	
11. Πιστωτές διάφοροι	7.891.556,85		8.778.328,22	
	176.736.949,60		253.870.865,96	
Σύνολο Υποχρεώσεων (Γ+II)	176.740.820,41		253.874.859,77	
<b>Δ. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓ/ΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ</b>				
1. Εσοδα επίσημων χρήσεων	10.589.853,68		9.887.824,38	
2. Έσοδα χρήσεως διδουλιγεμάτων	4.042.554,49		3.634.543,32	
3. Λοιποί μεταβατικοί λογαριασμοί παθητικού	14.632.408,17		13.522.367,70	
	261.240.637,43		344.205.488,25	
<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ (A+B+Γ+Δ)</b>				
<b>ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΣΕΩΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ</b>				
2. Πιστωτικοί λογαριασμοί εγγυήσεων & εμπράγματων ασφαλειών	181.641.096,77		222.790.642,41	
4. Λοιποί λογαριασμοί τάξεως	1.791.748,61		1.054.229,37	
	183.432.845,38		223.844.871,78	
<b>ΠΙΝΑΚΑΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ</b>				
Κεφάλαια αποτελεσμάτων (κερδή) χρήσεως	29.871.308,81		13.181.888,90	
(+) Υπόλοιπα αποτελεσμάτων (κερδών) προηγούμενων χρήσεων	42.478,03		72.888,81	
Ζημία προηγούμενων χρήσεων από απορρόφηση υπαρ/τος αλλοδαπής εταιρίας				
(-) Διαφορές φορολογικού ελέγχου προηγούμενων χρήσεων	-1.066,65			
(+/-) Διαφορά φόρου προηγούμενης χρήσεως	-207.805,96			
Έκτακτα αποθεματικά προς διάθεση				
Σύνολο	29.704.910,23		13.254.777,11	
<b>ΜΕΙΟΝ:</b>				
1. Φόρος εισοδήματος	11.082.096,67		7.574.031,15	
2. Διαφορά φόρου προηγούμενων ετών				
3. Λοιποί μη ενσωματωμένοι στο λειτουργικό κόστος φόροι	49.324,75		25.344,72	
Ζημίες εις νέο/Κέρδη προς διάθεση	11.132.021,42		7.599.375,87	
	18.572.888,81		5.655.401,24	
<b>Η διάθεση των (ζημιών) / κερδών γίνεται ως εξής:</b>				
1. Τακτικό αποθεματικό				
2. Μέρισμα	18.000.000,00		5.500.000,00	
5. Έκτακτο αποθεματικό	500.000,00			
8. Υπόλοιπα κερδών εις νέο	72.888,81		155.401,24	
	18.572.888,81		5.655.401,24	

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	EUR 30.09.2007			EUR 30.09.2008		
	Αξία κτήσεως	Αποσβέσεις	Αναπ. Αξία	Αξία κτήσεως	Αποσβέσεις	Αναπ. Αξία
<b>Β. ΕΣΟΔΑ ΕΚΔΑΤΑΙΩΣΕΩΣ</b>	3.113.834,16	3.052.345,20	61.288,98	4.860.874,11	4.582.153,37	78.720,74
4. Ισοζύγιο έσοδα εγκαταστάσεων						
<b>Γ. ΠΑΠΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>						
I. Αρμόμιες ακινήτοποιήσεις						
3. Υπεραξία επιχειρήσεων (Goodwill)	611.000,00		611.000,00	611.000,00	122.200,00	488.800,00
II. Εννόμιμες ακινήτοποιήσεις						
1. Γήπεδα - Οικόπεδα	2.180.236,08		2.180.236,08	2.180.236,08		2.180.236,08
3. Κτίρια & τεχνικά έργα	6.379.087,30	5.423.712,90	955.374,40	6.545.888,50	5.842.593,43	703.295,07
4. Μηχανήματα - τεχνικές εγκαταστάσεις και λοιπός μηγ/κος εξοπλισμός	35.848.708,86	11.605.968,08	24.242.740,78	36.002.887,84	15.163.438,85	20.869.448,99
5. Μεταφορικά μέσα	234.238,39	207.896,77	26.338,62	216.308,24	175.313,91	40.994,33
6. Επιστ. & λοιπός εξοπλισμός	3.688.786,13	2.977.844,52	710.941,61	4.865.561,53	3.852.520,42	1.213.041,11
7. Ακινήσεις υπό εκπόληση & προκαταβ.				0,00	0,00	0,00
Σύνολο ακινήτοποιήσεων (ΠΙ)	48.331.056,76	20.215.425,27	28.115.631,49	49.870.882,19	24.863.866,61	25.007.015,58
III. Συμμετοχές & άλλες μικρο/ομιε χρηματοοικονομικές απαιτήσεις						
1. Συμμετοχές σε συν/νες επιχειρήσεις			41.124.660,19			60.097.563,19
2. Συμμετοχές σε λοιπές επιχειρήσεις			1.313.858,94			1.313.858,94
Μειών: Προβλέψεις για υποτιμήσεις						
5. Γραμμάτια εισπρακτέα μακρ/ομιε λήξης - Έως τράπεζες για είσπραξη						
Μειών: Μη δεδουλευμένοι τόκοι						
5α. Επισταγές εισπρακτέα μακροπρόθεσμης λήξης			0,00			0,00
6. Τόκοι με χαρακτηρισμό ακινήτοποιήσεων			46.980,00			46.980,00
7. Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις			527.730,50			403.398,20
			43.013.268,63			61.861.790,43
Σύνολο τίτλων ενεργητικού (ΠΙ+ΠΙΙ)			71.738.900,12			87.357.606,01
<b>Δ. ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>						
I. Αποθέματα						
1. Εμπορεύματα			8.495.102,25			11.319.114,30
2. Προϊόντα έτοιμα						
3. Παραγωγή σε εξέλιξη			73.481,05			113.947,94
3α. Τεχνικά έργα υπό εκτέλεση			121.803.634,88			136.431.027,07
4. Πρώτες & βοηθητικές ύλες - Αναλώσιμα υλικά & Ανταλλακτικά			18.413,67			2,06
5. Προκαταβολές για αγορές αποθεμάτων			7.808.822,58			6.001.630,58
			138.201.436,41			153.865.721,90
II. Απαιτήσεις						
1. Πελάτες		119.064.655,91		112.905.177,59		
Μειών: Προβλέψεις		7.074.287,81	111.990.368,10	8.993.036,67	103.912.140,82	
2. Γραμμάτια εισπρακτέα						
- Χαρτοφυλακίου		212.000,00		427.094,53		
- Έως τράπεζες για είσπραξη		134.221,80		30.571,80		
Μειών: Μη δεδουλευμένοι τόκοι		1.448,00		1.448,00		
2β. Επισταγές εισπρακτέα βραγ/ομιε λήξης						
Μειών: Μη δεδουλευμένοι τόκοι			344.773,89			450.218,33
3. Γραμμάτια σε καθυστέρηση			289.085,00			252.748,27
3α. Επισταγές εισπρακτέες			8.975,73			1.187.637,82
5. Βραγ/ομιε απαιτήσεις κατά συνδεδεμένων επιχειρήσεων			5.851.636,70			3.042.108,29
10. Επισφαλές - Επίδικοι πελάτες - Χρεώστες & γραμμάτια σε καθυστέρηση	1.656.635,76			1.553.334,21		
Μειών: Προβλέψεις	1.656.635,76	0,00		1.553.334,21	0,00	
11. Χρεώστες διάφοροι	39.089.557,97			11.319.910,98		
Μειών: Προβλέψεις	0,00	39.089.557,97		0,00	11.319.910,98	
12. Λογ/ομοί διαχειρίσεις προκ/βολών & πιστώσεων		14.003,38				25.600,57
		157.568.400,68				120.190.365,18
IV. Διαθέσιμα						
1. Ταμείο			1.961.842,45			1.888,97
3. Καταθέσεις όψεως & προθεσμίας			5.207.895,06			1.801.920,66
			7.168.737,54			1.803.807,63
Σύνολο κυκλοφορούν ενεργητικού (ΔΙ+ΔΙΙ+ΔΙΙΙ)			302.936.573,61			275.885.894,71
<b>Ε. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓ/ΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>						
1. Έσοδα επόμενων χρήσεων			434.157,80			465.560,00
2. Έσοδα χρήσεως εισπρακτέα			2.208.421,20			2.868.153,30
3. Λοιπά μετ/κοί λογ/ομοί ενεργητικού			2.897.361,60			338.323,58
			5.539.960,60			3.690.036,94
<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (Β+Γ+Δ+Ε)</b>			380.280.723,29			366.992.258,40
<b>ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΕΩΣ ΧΡΕΩΣΤΙΚΟΥ</b>						
2. Χρεωστικοί λογαριασμοί εγγυήσεων & εμπράγματων ασφαλειών			238.329.969,79			141.679.897,52
4. Λοιποί λογαριασμοί τάξεως			1.054.229,37			1.054.229,37
			239.384.229,16			142.734.126,89
<b>ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΕΩΣ</b>						
I. Αποτελέσματα εκμεταλλεύσεως						
Κύκλος εργασιών (πωλήσεις)			332.089.429,20			191.138.968,55
Μειών: Κόστος πωλήσεων			267.670.137,04			152.151.517,11
Μειών: Μικτά αποτελέσματα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως			64.419.292,16			38.987.451,44
Πλέον: Άλλα έσοδα εκμεταλλεύσεως			17.958.317,60			9.424.780,13
Σύνολο			82.377.609,76			48.412.231,57
Μειών: 1. Έσοδα διοικητικής λειτουργίας		7.257.575,55		8.894.535,91		
3. Έσοδα λειτουργίας διαθέσεως		53.292.150,18	60.540.725,73	46.707.059,64	54.601.595,55	
Μερικά αποτελέσματα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως ΠΛΕΟΝ: (ή Μειών)			21.827.884,03			-6.189.383,98
1. Έσοδα συμμετοχών		11.260.000,00		6.028.916,47		
2. Έσοδα από πώληση συμμ. & χρεογράφων		2.695.090,00		0,00		
4. Πιστωτικοί τόκοι & συναφή έσοδα		825.574,70		1.394.175,23		
Μειών: 1. Διαφορές αποτιμήσεων συμμετοχών και χρεογράφων		14.650.664,70		7.423.091,70		
2. Έσοδα και ζημιές συμμετοχών και χρεογράφων				0,00		
3. Χρεωστικοί τόκοι & συναφή έσοδα		7.302.929,78	7.347.734,92	6.532.912,98	890.178,72	
Ολικά αποτελέσματα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως			29.175.618,95			-5.299.205,26
II. ΠΛΕΟΝ: Έκτακτα αποτελέσματα						
1. Έκτακτα & ανόργανα έσοδα		4.692.515,52		319.387,79		
2. Έκτακτα κέρδη		53.739,02		7.357,31		
3. Έσοδα προηγούμενων χρήσεων		7.240,25		3.409.151,48		
4. Έσοδα από προβλ. προηγ. χρήσεων		7.548.952,32		7.182.208,97		
		12.302.447,11		10.918.103,55		
Μειών: 1. Έκτακτα & ανόργ. έσοδα	2.416.035,74			351.696,32		
2. Έκτακτες ζημιές	321.656,03			1.062.000,05		
3. Έσοδα προηγούμενων χρήσεων	7.007.340,39			1.544,35		
4. Προβλ. για έκτακτους κινδύνους	12.796.363,50	22.541.395,66	-10.238.948,55	21.856.858,39	23.272.099,11	-12.353.965,56
Οργανικά & έκτακτα αποτελέσματα (κέρδη)			18.636.670,40			-17.653.200,82
Μειών: Σύνολο αποσβέσεων παγίων στοιχείων		12.458.019,41		4.787.484,90		
Μειών: Οί από αυτήν έσοδα, στα λεπτά νόμισμα		12.458.019,41		4.787.484,90		0,00
<b>ΚΑΘΑΡΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ (Κέρδη) ΧΡΗΣΕΩΣ προ φόρων</b>			18.636.670,40			-17.653.200,82

## 7. Παραρτήματα

ΠΑΘΗΤΙΚΟ	EUR		EUR	
	30.09.2007	30.09.2008	30.09.2007	30.09.2008
<b>A. ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>				
I. Μετοχικά κεφάλαια	μετοχές 4.162.591,00	αξία μετοχής 4,00	μετοχές 4.162.591,00	αξία μετοχής 4,00
1. Καταβληθέντα	16.650.364,00		16.650.364,00	
II. Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτο	402.415,28		402.415,28	
III. Διαφορές αναπροσαρμογής				
1. Διαφορές από αναπροσαρμογή αξίας συμμετοχών & χρηταγράφων	691.406,48		691.406,48	
2. Διαφορές από αναπροσαρμογή αξίας λοιπών περιουσιακών στοιχείων	391,31		391,31	
3. Επιχορηγήσεις επενδύσεων πάγιου ενεργητικού	691.797,79		691.797,79	
IV. Αποθεματικά κεφάλαια				
1. Τακτικά αποθεματικά	5.850.000,00		8.048.098,77	
4. Έκτακτα αποθεματικά	11.899.997,88		12.454.351,36	
5. Αφορολόγητα αποθεματικά ειδικών διατάξεων νόμων	1.331.668,71		1.354.415,15	
	18.881.666,39		19.856.863,28	
V. Αποτελέσματα εις νέο				
Υπόλοιπα (ζημιών) / κερδών χρήσεως εις νέο	26.176,74		-16.448.691,33	
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων (A+II+III+IV+V)	36.652.420,18		21.152.749,00	
<b>B. ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΚΙΝΔΥΝΟΥΣ &amp; ΕΣΟΔΑ</b>				
1. Προβλέψεις για αποζημίωση προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	11.432.231,95		12.949.637,00	
2. Λοιπές προβλέψεις	30.743.937,84		41.739.869,28	
	42.176.169,79		54.689.506,28	
<b>Γ. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>				
I. Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις				
8. Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	3.873,81		3.873,81	
II. Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις				
1. Προμηθευτές	39.321.622,47		38.024.572,79	
4. Προκαταβολές πελατών	110.418.046,70		101.308.982,67	
5. Υποχρεώσεις από φόρους-τέλη	6.130.100,28		3.272.704,47	
6. Ασφαλιστικά οργανισμοί	521.506,31		600.325,99	
8. Υποχρεώσεις προς συνδεδεμένες επιχειρήσεις	100.134.146,43		137.000.000,00	
9. Υποχρεώσεις προς λοιπές συμμετοχούσες ενδιαφερόντος επιχειρήσεις			0,00	
10. Μερίσματα πληρωτέα	17.800.000,00		0,00	
11. Πιστωτές διάφοροι	16.364.853,01		542.714,57	
	280.690.275,29		280.749.300,39	
Σύνολο Υποχρεώσεων (Γ+II)	290.694.149,01		280.753.174,20	
<b>Δ. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓ/ΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ</b>				
1. Εσοδα επίσημων χρήσεων	12.596,60		67.403,27	
2. Έσοδα χρήσεως διδουλιγεμάτων	7.691.311,90		8.134.326,30	
3. Λοιποί μεταβατικοί λογαριασμοί παθητικού	3.054.075,81		2.194.896,37	
	10.757.984,31		10.396.626,04	
<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ (A+B+Γ+Δ)</b>	380.280.723,29		366.922.258,40	
<b>ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΣΕΩΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ</b>				
2. Πιστωτικοί λογαριασμοί εγγυήσεων & εμπράγματων ασφαλειών	238.329.999,70		141.679.897,52	
4. Λοιποί λογαριασμοί τάξεως	1.054.229,37		1.054.229,37	
	239.384.229,18		142.734.126,89	
<b>ΠΙΝΑΚΑΣ ΔΙΑΔΕΞΕΙΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ</b>				
Κεφάλαια αποτελεσμάτων (κερδή) χρήσεως		18.938.670,40		-17.653.200,82
(+) Υπόλοιπο αποτελεσμάτων (κερδών) προηγούμενων χρήσεων		156.401,24		26.176,74
Ζημία προηγούμενων χρήσεων από απορρόφηση υποπ/τος αλλοδαπής εταιρίας				
(-) Διαφορές φορολογικού ελέγχου προηγούμενων χρήσεων				
(+/-) Διαφορά φόρου προηγούμενης χρήσεως				
Έκτακτα αποθεματικά προς διάθεση				
Σύνολο		19.092.071,64		-17.627.024,08
<b>ΜΕΙΟΝ:</b>				
1. Φόρος εισοδήματος	1.238.327,94		0,00	
2. Διαφορά φόρου προηγούμενων ετών			-513.673,51	
3. Λοιποί μη ενσωματωμένοι στο λειτουργικό κόστος φόροι	27.566,06	1.265.894,90	78.193,12	-437.480,39
Ζημίες εις νέο/Κέρδη προς διάθεση		17.826.176,74		-17.189.543,69
<b>Η διάθεση των (ζημιών) / κερδών γίνεται ως εξής:</b>				
1. Τακτικό αποθεματικό		17.800.000,00		0,00
2. Μέρισμα		0,00		0,00
5. Έκτακτα αποθεματικά		0,00		0,00
8. Υπόλοιπο κερδών εις νέο		26.176,74		-17.189.543,69
		17.826.176,74		-17.189.543,69

## 7. Παραρτήματα

	EUR			EUR		
	30.09.2009	30.09.2009	30.09.2009	30.09.2010	30.09.2010	30.09.2010
	Αξία κτήσεως	Αποβέσεις	Αναπ. Αξία	Αξία κτήσεως	Αποβέσεις	Αναπ. Αξία
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>						
<b>Β. ΕΣΟΔΑ ΕΚΔΑΤΑΙΩΣΗΣ</b>						
4. λοιπά έσοδα εγκαταστάσεως	4.680.874,11	4.628.528,57	54.347,54	3.787.143,41	3.772.358,65	14.786,76
<b>Γ. ΠΑΘΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>						
I. Ακίνητες ακινήτοποιήσεις						
3. Υπεραξία επιχειρήσεων (Goodwill)	611.000,00	244.400,00	366.600,00	611.000,00	366.600,00	244.400,00
II. Ενσώματες ακινήτοποιήσεις						
1. Γήπεδα - Οικόπεδα	2.444.161,91	0,00	2.444.161,91	0,00	0,00	0,00
3. Κτίρια & τεχνικά έργα	8.431.492,94	8.349.108,84	82.384,10	1.096.801,25	823.061,42	273.739,83
4. Μηχανήματα - τεχνικές εγκαταστάσεις και λοιπός μηχ/ος εξοπλισμός	36.088.869,18	19.081.538,56	17.007.330,62	35.730.534,80	22.293.770,11	13.436.764,69
5. Μεταφορικά μέσα	216.308,23	187.252,84	29.055,39	144.295,40	123.627,07	20.668,33
6. Επιστ. & λοιπός εξοπλισμός	4.989.496,56	4.142.001,22	847.495,34	3.984.277,49	2.988.274,16	996.003,33
7. Ακινήσεις υπό εκπόληση & προκαταβ.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Σύνολο ακινήτοποιήσεων (ΠΙ)</b>	<b>52.170.328,82</b>	<b>31.759.901,46</b>	<b>20.410.427,36</b>	<b>40.855.908,94</b>	<b>28.229.032,76</b>	<b>14.726.876,18</b>
III. Συμμετοχές & άλλες μισθ/σιες χρηματοοικονομικές απαιτήσεις						
1. Συμμετοχές σε συνδ/νες επιχειρήσεις		65.044.897,95			65.044.897,95	
2. Συμμετοχές σε λοιπές επιχειρήσεις		1.289.858,94			1.289.858,94	
Μείον: Προβλέψεις για υποτιμήσεις		66.334.756,89	18.424.756,89		66.334.756,89	1.334.756,89
5. Γραμμάτια εταιρικής μακρ/σνης λήξης - Έως τρέπτες για είσπραξη						
Μείον: Μη δεδουλευμένοι τόκοι						
5α. Επισταγές εταιρικής μακροπρόθεσμης λήξης						
6. Τόκοι με χαρακτηρισμό ακινήτοποιήσεων						
7. Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις						
<b>Σύνολο πάσων ενεργητικών (ΠΙ+ΠΙΙ)</b>						
<b>Δ. ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>						
I. Αποθέματα						
1. Εμπορεύματα			7.023.749,88			3.634.594,65
2. Προϊόντα έτοιμα			0,00			0,00
3. Παραγωγή σε εξέλιξη			0,00			0,00
3α. Τεχνικά έργα υπό εκτέλεση			67.122.318,12			29.675.334,65
4. Πρώτες & βοηθητικές ύλες - Αναλώσιμα υλικά & Ανταλλακτικά			0,00			0,00
5. Προκαταβολές για αγορές αποθεμάτων			5.795.620,97			3.584.762,01
			79.941.688,97			36.894.691,91
II. Απαιτήσεις						
1. Πελάτες		144.863.787,96			133.737.534,78	
Μείον: Προβλέψεις		27.164.424,41	117.499.363,55		9.534.445,08	124.203.089,70
2. Γραμμάτια εταιρικής						
- Χαρτοφυλακίου		276.507,65			63.180,61	
- Έως τρέπτες για είσπραξη		0,00			0,00	
Μείον: Μη δεδουλευμένοι τόκοι		1.448,00			1.448,00	
2β. Επισταγές εταιρικής βραχ/σνης λήξης						
Μείον: Μη δεδουλευμένοι τόκοι						
3. Γραμμάτια σε καθυστέρηση						
3α. Επισταγές εταιρικής						
5. Βραχ/σιες απαιτήσεων κατά συνδεδεμένων επιχειρήσεων						
10. Επισταγές - Ενδίδιοι πελάτες - Χρεώστες & γραμμάτια σε καθυστέρηση		1.441.326,27			35.687.723,29	
Μείον: Προβλέψεις		1.441.326,27	0,00		23.840.448,19	11.847.275,10
11. Χρεώστες διάφοροι		13.316.589,47			12.714.214,37	
Μείον: Προβλέψεις		0,00	13.316.589,47		1.320.331,41	11.393.882,96
12. Λογ/σμοί διαχειρίσεως προν/βολών & πιστώσεων			27.700,00			400,00
			142.178.663,00			149.282.499,52
IV. Διαθέσιμα						
1. Ταμείο			3.856,72			11.349,77
3. Καταθέσεις όψεως & προθεσμίας			3.411.835,60			2.982.042,53
			3.415.692,32			2.993.392,30
<b>Σύνολο κυκλ/ντων ενεργητικού (ΔΙ+ΔΙΙ+ΔΙΙΙ)</b>			<b>225.536.043,29</b>			<b>189.170.583,73</b>
<b>Ε. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓ/ΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>						
1. Έσοδα επόμενων χρήσεων			167.480,82			89.408,25
2. Έσοδα χρήσεως εταιρικής			3.908.932,31			3.949.806,84
3. Λοιπά μετ/κ/οι λογ/σμοί ενεργητικού			327.876,43			677.803,98
			4.403.289,56			4.517.019,07
<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (Β+Γ+Δ+Ε)</b>			<b>269.567.386,62</b>			<b>210.647.273,70</b>
<b>ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΕΩΣ ΧΡΕΩΣΤΙΚΟΥ</b>						
2. Χρεωστικοί λογαριασμοί εγγυήσεων & εμπράγματων ασφαλειών			158.234.574,15			134.959.319,41
4. Λοιποί λογαριασμοί τάξεως			1.084.934,37			1.084.934,37
			159.299.508,52			136.024.253,78
<b>ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΕΩΣ</b>						
I. Αποτελέσματα εκμεταλλεύσεως						
Κύκλος εργασιών (πωλήσεις)			254.425.203,94			170.291.602,01
Μείον: Κόστος πωλήσεων			202.061.943,08			171.534.588,43
Μικτά αποτελέσματα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως			52.363.260,86			12.843.086,42
Πλέον: Άλλα έσοδα εκμεταλλεύσεως			9.617.923,81			12.180.947,77
<b>Σύνολο</b>			<b>61.981.184,67</b>			<b>25.024.034,19</b>
Μείον: 1. Έσοδα διοικητικής λειτουργίας			7.985.216,28			10.361.927,12
3. Έσοδα λειτουργίας διαθέσεως			28.979.491,40			38.134.663,00
Μερικά αποτελέσματα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως ΠΛΕΟΝ: (ή Μείον)			-34.983.523,01			-27.196.902,55
1. Έσοδα συμμετοχών			0,00			0,00
2. Έσοδα από πώληση συμμ. & χρεογράφων			0,00			0,00
4. Πιστωτικοί τόκοι & συναφή έσοδα			495.325,15			247.963,80
			495.325,15			247.963,80
Μείον: 1. Διαφορές αποτιμήσεων συμμετοχών και χρεογράφων			47.910.000,00			17.090.000,00
2. Έσοδα και ζημιές συμμετοχών και χρεογράφων			8.361.891,21			0,00
3. Χρεωστικοί τόκοι & συναφή έσοδα			-55.776.566,08			3.018.922,25
Ολικά αποτελέσματα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως			-90.760.089,07			-47.057.861,00
II. ΠΛΕΟΝ: Έκτακτα αποτελέσματα						
1. Έκτακτα & ανόργανα έσοδα			268.461,61			2.061.598,78
2. Έκτακτα κέρδη			30.946,60			20.563.702,53
3. Έσοδα προηγούμενων χρήσεων			0,00			29.209,70
4. Έσοδα από προβλ. προηγ. χρήσεων			4.679.026,21			45.068.410,53
			4.947.428,42			67.712.921,54
Μείον: 1. Έκτακτα & ανόργ. έσοδα			287.100,98			1.860.332,51
2. Έκτακτες ζημιές			613.727,75			2.973.963,38
3. Έσοδα προηγούμενων χρήσεων			1.592.331,76			1.347.750,00
4. Προβλ. για έκτακτους κινδύνους			62.923.377,15			46.894.726,61
Οργανικά & έκτακτα αποτελέσματα (κέρδη)			65.416.537,64			53.076.772,50
Μείον: 1. Έκτακτα αποβέσεων πάγιων στοιχείων			-80.440.103,22			14.636.140,02
Μείον: 2. Ου από αυτήν έσοδα, στα λεπτά κόστος			-151.200.192,29			-32.421.711,98
<b>ΚΑΘΑΡΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ (Κέρδη) ΧΡΗΣΕΩΣ προ φόρων</b>			<b>5.406.533,29</b>			<b>4.247.734,29</b>
			5.406.533,29			0,00
			-151.200.192,29			-32.421.711,98

## 7. Παραρτήματα

ΠΑΘΗΤΙΚΟ	EUR		EUR	
	30.09.2009	30.09.2010	30.09.2009	30.09.2010
<b>A. ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>				
I. Μετοχικά κεφάλαια	μετοχές 4.182.591,00	αξία μετοχής 4,00	μετοχές 5.853.066,00	αξία μετοχής 4,00
1. Καταβληθέντα		16.650.364,00		23.412.264,00
II. Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτο		402.415,28		135.640.415,28
III. Διαφορές αναπροσαρμογής				
1. Διαφορές από αναπροσαρμογή αξίας συμμετοχών & χρεογράφων		691.406,48		691.406,48
2. Διαφορές από αναπροσαρμογή αξίας λοιπών περιουσιακών στοιχείων		273.379,52		273.379,52
3. Επιχορηγήσεις επενδύσεων πάγιου ενεργητικού		964.786,00		964.786,00
IV. Αποθεματικά κεφάλαια	740.852,38			
1. Τακτικό αποθεματικό		8.048.098,77		8.048.098,77
4. Έκτακτο αποθεματικό		12.454.351,38		12.454.351,38
5. Αφορολόγητα αποθεματικά ειδικών διατάξεων νόμων		1.354.415,15		1.354.415,15
		19.856.863,28		19.856.863,28
V. Αποτελέσματα εις νέο				
Υπόλοιπα (ζημιών) / κερδών χρήσεως εις νέο		-167.729.655,80		-219.307.636,58
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων (A+II+III+IV+V)		-129.855.227,28		-39.433.308,04
<b>B. ΠΡΟΒΛΕΥΣΕΙΣ ΓΙΑ ΚΙΝΔΥΝΟΥΣ &amp; ΕΣΟΔΑ</b>				
1. Προβλέψεις για αποζημίωση προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία		15.758.029,40		12.488.269,50
2. Λοιπές προβλέψεις		95.715.456,55		86.117.766,73
		111.474.385,95		98.606.036,23
<b>Γ. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>				
I. Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις				
8. Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις		23.980,00		0,00
II. Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις				
1. Προμηθευτές		39.535.080,38		43.395.410,43
4. Προκαταβολές πελατών		28.885.335,19		25.661.726,11
5. Υποχρεώσεις από φόρους-τέλη		3.555.122,12		9.696.443,18
6. Ασφαλιστικά οργανισμοί		593.749,02		625.449,65
8. Υποχρεώσεις προς συνδέμενες επιχειρήσεις		190.000.000,00		60.000.000,00
9. Υποχρεώσεις προς λοιπές συμμετοχούσες ενδιαφερόμενες επιχειρήσεις		0,00		0,00
10. Μερίσματα πληρωτέα		0,00		0,00
11. Πιστωτές διάφοροι		327.345,32		433.004,10
		262.885.631,03		139.714.033,47
Σύνολο Υποχρεώσεων (Γ+II)		262.909.611,03		139.714.033,47
<b>Δ. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓ/ΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ</b>				
1. Εσοδα επίσημων χρηστών		94.148,88		157.063,84
2. Έσοδα χρηστών δεδομένων		5.098.291,81		3.883.023,77
3. Λοιποί μεταβατικοί λογαριασμοί παθητικού		19.846.208,21		7.720.374,63
		25.038.616,90		11.760.462,04
<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ (A+B+Γ+Δ)</b>		269.567.386,62		210.647.223,70
<b>ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΣΕΩΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ</b>				
2. Πιστωτικοί λογαριασμοί εγγυήσεων & εμπόργματων ασφαλειών		158.234.574,15		134.959.319,41
4. Λοιποί λογαριασμοί τάξεως		1.064.934,37		1.064.934,37
		159.299.508,52		136.024.253,78
<b>ΠΙΝΑΚΑΣ ΔΙΑΦΕΡΕΣΕΩΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ</b>				
Καθάρως αποτελέσματα (κερδή) χρήσεως		-151.200.192,29		-32.421.711,98
(+) Υπόλοιπο αποτελεσμάτων (κερδών) προηγούμενων χρήσεων		-10.448.691,33		-167.729.655,80
Ζημία προηγούμενων χρήσεων από απορρόφηση υποπ/τος αλλοδαπής εταιρίας				
(-) Διαφορές φορολογικού ελέγχου προηγούμενων χρήσεων				
(+/-) Διαφορά φόρου προηγούμενης χρήσεως				
Έκτακτο αποθεματικό προς διάθεση				
Σύνολο		-167.648.883,62		-200.151.367,78
<b>ΜΕΙΟΝ:</b>				
1. Φόρος εισοδήματος		0,00		0,00
2. Διαφορά φόρου προηγούμενων ετών		0,00		18.983.753,96
3. Λοιποί μη ενσωματωμένοι στο λειτουργικό κόστος φόροι	80.772,18			192.514,82
Ζημιές εις νέο/Κέρδη προς διάθεση		80.772,18		19.156.268,80
		-167.729.655,80		-219.307.636,58
<b>Η διάθεση των (ζημιών) / κερδών γίνεται ως εξής:</b>				
1. Τακτικό αποθεματικό				
2. Μέρισμα				
5. Έκτακτο αποθεματικό		0,00		
8. Υπόλοιπο κερδών εις νέο		-167.729.655,80		-219.307.636,58
		-167.729.655,80		-219.307.636,58

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	EUR 30.09.2011			EUR 30.09.2012		
	Αξία κτήσεως	Αποσβέσεις	Αναπ. Αξία	Αξία κτήσεως	Αποσβέσεις	Αναπ. Αξία
<b>Β. ΕΣΟΔΑ ΕΚΓΑΤΑΓΕΙΣ</b>	2.883.360,47	2.870.657,80	12.702,67	2.850.108,37	2.841.732,89	8.373,48
4. Ισοζύγιο έσοδα εγκαταστάσεων						
<b>Γ. ΠΑΠΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>						
I. Ανώματες ακινητοποιήσεις						
3. Υπεραξία επιχειρήσεων (Goodwill)	811.000,00	488.800,00	122.200,00	811.000,00	610.999,99	0,01
II. Ενώματες ακινητοποιήσεις						
1. Γήπεδα - Οικόπεδα			0,00			0,00
3. Κτίρια & τεχνικά έργα	448.101,39	241.585,48	206.515,91	448.101,39	302.129,20	145.972,19
4. Μηχανήματα - τεχνικές εγκαταστάσεις και λοιπός μηχ/κος εξοπλισμός	35.284.233,70	25.288.423,42	9.977.810,28	35.336.621,44	28.806.949,50	6.529.671,94
5. Μεταφορικά μέσα	104.363,43	88.051,18	16.312,25	79.379,95	63.170,45	16.209,50
6. Επιπλα & λοιπός εξοπλισμός	2.549.198,59	1.812.413,03	736.785,56	2.312.648,08	1.819.413,86	493.234,22
7. Ακινήσεις υπό εκτέλεση & προκαταβ.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Σύνολο ακινητοποιήσεων (ΠΙ)	38.365.897,11	27.428.473,11	10.937.424,00	38.178.748,86	30.994.682,81	7.182.066,05
III. Συμμετοχές & άλλες μισθ/σιες χρηματοοικονομικές απαιτήσεις						
1. Συμμετοχές σε συν/νες επιχειρήσεις		65.044.897,95		93.245.039,00		
2. Συμμετοχές σε λοιπές επιχειρήσεις		1.305.914,94		1.305.914,94		
Μείον: Προβλέψεις για υποτιμήσεις		66.350.812,86	1.350.812,89	94.550.053,94	1.305.914,94	
5. Γραμμάτια εισηρακτά μακρ/σμις λήξης - Στις τράπεζες για είσπραξη		65.000.000,00		93.245.042,00		
Μείον: Μη δεδουλευμένοι τόκοι						0,00
5α. Επιταγές εισηρακτές μακροπρόθεσμης λήξης			0,00			0,00
6. Τόκοι με χαρακτηρισμό ακινητοποιήσεων			46.980,00			46.980,00
7. Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις			421.949,60			448.722,14
			1.819.742,48			1.801.614,08
Σύνολο πάσιων ενεργητικών (ΠΙ+ΠΙΙ)			12.879.386,48			8.983.700,14
<b>Δ. ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>						
I. Αποθέματα						
1. Εμπορεύματα			2.336.607,04			2.661.626,22
2. Προϊόντα έτοιμα			0,00			0,00
3. Παραγωγή σε εξέλιξη			0,00			0,00
3α. Τεχνικά έργα υπό εκτέλεση			27.007.716,10			29.113.637,57
4. Πρώτες & βοηθητικές ύλες - Αναλώσιμα υλικά & Ανταλλακτικά			0,00			0,00
5. Προκαταβολές για αγορές αποθεμάτων			1.035.063,53			75.114,82
			30.382.386,67			31.650.578,61
II. Απαιτήσεις						
1. Πελάτες		88.754.678,46		83.728.050,10		
Μείον: Προβλέψεις		40.693.442,06	48.061.236,40	34.898.294,57	48.829.755,53	
2. Γραμμάτια εισηρακτά						
- Χαρτοφυλακίου		19.005,29		0,158,41		
- Στις τράπεζες για είσπραξη		0,00				
Μείον: Μη δεδουλευμένοι τόκοι		1.448,00	17.557,29	1.448,00	7.710,41	
2β. Επιταγές εισηρακτές βραχ/σμις λήξης						0,00
Μείον: Μη δεδουλευμένοι τόκοι						0,00
3. Γραμμάτια σε καθυστέρηση			162.389,10			153.817,00
3α. Επιταγές εισηρακτές			1.702.262,51			662.654,08
5. Βραχ/σιες απαιτήσεις κατά συνδεμένων επιχειρήσεων			78.391,19			1.718.280,25
10. Επισφάλειες - Επίδικιοι πελάτες - Χρεώστες & γραμμάτια σε καθυστέρηση		67.245.329,17		66.212.929,55		
Μείον: Προβλέψεις		33.774.046,94	33.470.382,23	42.328.583,00	23.888.345,65	
11. Χρεώστες διάφοροι		8.080.985,41		7.302.264,59		
Μείον: Προβλέψεις		1.320.331,41	6.760.654,00	955.331,41	6.346.933,18	
12. Λογ/σμοί διαχειρίσεων προκ/βολών & πιστώσεων			400,00			
			90.253.272,78			81.605.476,10
IV. Διαθέσιμα						
1. Ταμείο			7.014,48			1.283,54
3. Καταθέσεις όψεως & προθεσμίας			3.695.061,07			7.623.272,00
			3.702.075,55			7.624.555,54
Σύνολο κυκλ/ντος ενεργητικού (ΔΙ+ΔΙΙ+ΔΙΙΙ)			124.337.735,00			121.380.590,25
<b>Ε. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓ/ΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>						
1. Έσοδα επόμενων χρήσεων			85.624,50			206.943,50
2. Έσοδα χρήσεως εισηρακτά			3.715.490,54			1.069.636,62
3. Λοιποί μετ/κοί λογ/σμοί ενεργητικού			41.028,08			7.398,53
			3.842.141,12			1.303.978,65
<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (Β+Γ+Δ+Ε)</b>			141.071.945,28			131.676.642,78
<b>ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΕΩΣ ΧΡΕΩΣΤΙΚΟΥ</b>						
2. Χρεωστικοί λογαριασμοί εγγυήσεων & εμπράγματων ασφαλειών			127.503.062,09			125.782.174,07
4. Λοιποί λογαριασμοί τάξεως			1.084.934,37			1.084.934,37
			128.587.996,46			126.867.108,44
<b>ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΕΩΣ</b>						
I. Αποτελέσματα εκμεταλλεύσεως						
Κύκλος εργασιών (πωλήσεις)			102.574.610,59			81.058.640,63
Μείον: Κόστος πωλήσεων			60.936.271,08			68.030.429,27
Μικτά αποτελέσματα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως			11.638.339,51			13.028.211,36
Πλέον: Άλλα έσοδα εκμεταλλεύσεως			15.024.524,84			12.042.544,86
Σύνολο			26.662.864,35			25.070.756,22
Μείον: 1. Έσοδα διοικητικής λειτουργίας		8.878.270,00		8.383.832,45		
3. Έσοδα λειτουργίας διαθέσεως		24.830.888,55	33.708.958,55	24.195.643,04	32.579.476,09	
Μερικά αποτελέσματα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως ΠΛΕΟΝ: (ή Μείον)			-7.046.094,20			-7.508.719,87
1. Έσοδα συμμετοχών		0,00				
2. Έσοδα από πώληση συμμ. & χρεογράφων		0,00				
4. Πιστωτικοί τόκοι & συναφή έσοδα		73.383,07		111.518,91		
Μείον: 1. Διαφορές αποτιμήσεων συμμετοχών και χρεογράφων		73.383,07		111.518,91		
2. Έσοδα και ζημιές συμμετοχών και χρεογράφων		0,00		28.289.942,95		
3. Χρεωστικοί τόκοι & συναφή έσοδα		4.136.083,00	-4.062.609,93	2.635.000,28	-30.813.424,32	
Ολικά αποτελέσματα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως			-11.108.794,13			-38.322.144,19
II. ΠΛΕΟΝ: Έκτακτα αποτελέσματα						
1. Έκτακτα & ανόργανα έσοδα		1.297.255,65		1.113.456,37		
2. Έκτακτα κέρδη		48.430,05		2.591,20		
3. Έσοδα προηγούμενων χρήσεων		3.063.883,00		11.280,02		
4. Έσοδα από προβλ. προηγ. χρήσεων		15.840.042,28		50.946.493,83		
		20.249.611,18		52.073.821,22		
Μείον: 1. Έκτακτα & ανόργ. έσοδα		2.073.086,82		906.378,88		
2. Έκτακτες ζημιές		1.253.010,29		1.858.859,40		
3. Έσοδα προηγούμενων χρήσεων		54.788,29		1.445.531,87		
4. Προβλ. για έκτακτους κινδύνους		65.559.250,28	68.940.135,88	16.700.031,98	20.910.802,13	31.183.019,09
Οργανικά & έκτακτα αποτελέσματα (κέρδη)			-59.799.318,63			-7.159.125,10
Μείον: Ος από αυτής έσοδα, στα κετ. κόστος			4.151.716,49			4.015.746,75
ΚΑΘΑΡΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ (Κέρδη) ΧΡΗΣΕΩΣ προ φόρων			-59.799.318,63			-7.159.125,10

## 7. Παραρτήματα

ΠΑΘΗΤΙΚΟ	EUR		EUR	
	30.09.2011	30.09.2012	30.09.2011	30.09.2012
<b>A. ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>				
I. Μετοχικά κεφάλαια	μετοχές 5.021.314,00	αξία μετοχής 4,00	μετοχές 7.282.964,00	αξία μετοχής 4,00
1. Καταβληθέντα	23.085.250,00		29.130.250,00	
II. Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτο	135.040.415,28		244.540.415,28	
III. Διαφορές αναπροσαρμογής				
1. Διαφορές από αναπροσαρμογή αξίας συμμετοχών & χρηταγράφων	707.191,82		707.191,82	
2. Διαφορές από αναπροσαρμογή αξίας λοιπών περιουσιακών στοιχείων	391,31		391,31	
3. Επιχορηγήσεις επενδύσεων πάγιου ενεργητικού	707.583,13		707.583,13	
IV. Αποθεματικά κεφάλαια				
1. Τακτικό αποθεματικό	8.048.098,77		8.048.098,77	
4. Έκτακτα αποθεματικά	12.454.347,57		12.454.347,57	
5. Αφορολόγητα αποθεματικά ειδικών διατάξεων νόμων	1.354.415,15		1.354.415,15	
	19.856.859,49		19.856.859,49	
V. Αποτελέσματα εις νέο				
Υπόλοιπα (ημιών) / κερδών χρήσεως εις νέο	-270.509.555,87		-286.828.986,00	
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων (A+II+III+IV+V)	-99.818.441,99		7.406.127,88	
<b>B. ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΚΙΝΔΥΝΟΥΣ &amp; ΕΣΟΔΑ</b>				
1. Προβλέψεις για αποζημίωση προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	8.314.278,23		9.507.840,25	
2. Λοιπές προβλέψεις	89.450.318,24		53.840.185,33	
	97.764.596,47		63.347.825,58	
<b>Γ. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>				
I. Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις				
8. Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	0,00		0,00	
II. Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις				
1. Προμηθευτές	24.166.188,85		18.527.549,18	
4. Προκαταβολές πελατών	27.308.450,69		29.068.718,63	
5. Υποχρεώσεις από φόρους-τέλη	2.843.933,97		2.114.581,23	
6. Ασφαλιστικά οργανισμοί	502.204,48		481.043,75	
8. Υποχρεώσεις προς συνδέμενες επιχειρήσεις	80.000.000,00		0,00	
9. Υποχρεώσεις προς λοιπές συμμετοχούσες ενδιαφερόντος επιχειρήσεις	0,00		7.418.829,08	
10. Μερίσματα πληρωτέα	0,00		0,00	
11. Πιστωτές διάφοροι	1.857.965,80		57.588.521,87	
	136.678.743,79		136.678.743,79	
Σύνολο Υποχρεώσεων (Γ+II)	136.678.743,79		57.588.521,87	
<b>Δ. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓ/ΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ</b>				
1. Εσοδα επίσημων χρήσεων	58.142,23		18.575,53	
2. Έσοδα χρήσεως διδουλιγεμάτων	3.718.778,23		2.383.901,17	
3. Λοιποί μεταβατικοί λογαριασμοί παθητικού	2.473.130,55		953.690,75	
	6.248.049,01		3.334.167,45	
<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ (A+B+Γ+Δ)</b>	141.071.945,28		131.676.842,78	
<b>ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΣΕΩΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ</b>				
2. Πιστωτικοί λογαριασμοί εγγυήσεων & εμπόγγματων ασφαλειών	127.503.082,09		125.782.174,07	
4. Λοιποί λογαριασμοί τάξεως	1.084.934,37		1.084.934,37	
	128.587.996,46		126.847.108,44	
<b>ΠΙΝΑΚΑΣ ΔΙΑΦΕΡΕΣΕΩΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ</b>				
Καθάρως αποτελέσματα (κερδή) χρήσεως		-286.828.986,00		-286.828.986,00
(+) Υπόλοιπα αποτελεσμάτων (κερδών) προηγούμενων χρήσεων		-219.307.838,58		-219.307.838,58
Ζημία προηγούμενων χρήσεων από απορρόφηση υποπ/τος αλλαδατικής εταιρίας				
(-) Διαφορές φορολογικού ελέγχου προηγούμενων χρήσεων				
(+/-) Διαφορά φόρου προηγούμενης χρήσεως				
Έκτακτα αποθεματικά προς διάθεση				
Σύνολο		-279.106.955,21		-286.666.680,87
<b>ΜΕΙΟΝ:</b>				
1. Φόρος εισοδήματος	0,00		0,00	
2. Διαφορά φόρου προηγούμενων ετών	0,00		0,00	
3. Λοιποί μη ενσωματωμένοι στο λειτουργικό κόστος φόροι	402.800,66	402.800,66	180.305,03	180.305,03
Ζημίες εις νέο/Κέρδη προς διάθεση		-279.509.555,87		-286.828.986,00
<b>Η διάθεση των (ημιών) / κερδών γίνεται ως εξής:</b>				
1. Τακτικό αποθεματικό				
2. Μέρισμα				
5. Έκτακτα αποθεματικά				
8. Υπόλοιπα κερδών εις νέο		-279.509.555,87		-286.828.986,00
		-279.509.555,87		-286.828.986,00



## 8. Ευρετήριο

Διάγραμμα 2-1: Managerial Actions to Maximize Shareholder Wealth, pg. 19, Figure 1-2, Value of the firm .....	4
Διάγραμμα 2-2: (Managerial Accounting), pg. 558, Exhibit 12-6 .....	8
Διάγραμμα 2-3: Τυπικό μοντέλο παραγωγής αξίας, (Koller, Goedhart, & Wessels, 2005) Exhibit 6.3 .....	12
Διάγραμμα 2-4: ROIC segmented by Size and Growth (Koller, Goedhart, & Wessels, 2005) Exhibit 6.11, Source: Compustat McKinsey & Company's corporate performance database .....	13
Διάγραμμα 2-5: Η σχέση Οικονομικής και Αγοραίας Προστιθέμενης Αξίας ( <i>website</i> )...20	
Διάγραμμα 3-1: Value drivers and value metrics pg. 413, Exhibit 14.1: Simple Value Driver Tree: Manufacturing Company .....	23
Διάγραμμα 3-2: Calculating Free Cash Flow, pg.65, Corporate Finance: A Focused Approach (with Thomson ONE - Business School Edition 6-Month Printed Access Card), Michael C. Ehrhardt, Cengage Learning, 31 Ιαν 2013 - 840 σελίδες.....	29
Διάγραμμα 5-1: Πίνακας υπολογισμών EVA, έτη 2001-2006 .....	37
Διάγραμμα 5-2: Πίνακας υπολογισμών EVA, έτη 2007-2012 .....	37
Διάγραμμα 7-1: Υπολογισμός EVA Siemens AG, Annual Report 2003.....	41
Διάγραμμα 7-2: Υπολογισμός EVA Siemens AG, Annual Report 2005.....	42
Διάγραμμα 7-3: Υπολογισμός EVA Siemens AG, Annual Report 2007.....	43
Διάγραμμα 7-4: Siemens AG WACC, 2007 .....	43
Διάγραμμα 7-5: Κόστος κεφαλαίου Siemens AG, 2007 .....	44



## 9. Βιβλιογραφία

1. Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies, McKinsey & Company – Tim Koller, Marc Goedhart, David Wessels – Fourth Edition, University Edition – Wiley, 2005
2. Essentials of Managerial Finance – Scott Besley, Eugene F. Brigham – International Student Edition (13<sup>th</sup>) – Thomson 2005
3. Investments – Zvi Bodie, Alex Kane, Alan J. Marcus – International 6<sup>th</sup> edition – McGraw Hill, 2005
4. The New Era of Management – Richard L. Daft – International Student Edition – Thomson, 2006
5. Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Αποφάσεις Επενδύσεων – Αρτίκης Π. Γεώργιος – Interbooks, 2002
6. Ευθύμιος Γεωργίου Κελεπούρης (2005). Διοίκηση Επιχειρήσεων Με Βάση Την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία. Διπλωματική Εργασία Για Το Μεταπτυχιακό Δίπλωμα Ειδίκευσης Στη Διοίκηση Επιχειρήσεων Για Στελέχη – Πανεπιστήμιο Πειραιώς.
7. Βασίλειος Βήχος-Φόρας (2005). Οικονομική Προστιθέμενη Αξία «Η Περίπτωση Του Κλάδου Επίπλων Στην Ελλάδα». Διπλωματική Εργασία Για Το Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών Στη Διοίκηση Επιχειρήσεων – Μάνατζμεντ Τουρισμού – Πανεπιστήμιο Πειραιώς.
8. Siemens AG Annual Reports:
  - a. 2003, A19100-F-V60-X-7600
  - b. 2005, A19100-F-V67-X-7600
  - c. 2007, A19100-F-V73-X-7600
9. [www.investopedia.com](http://www.investopedia.com)
10. [www.siemens.com](http://www.siemens.com)
11. Besley, S., & Brigham, E. F. (2005). *Essentials of Managerial Finance* (International Student Edition (13th ed.)). Thomson.
12. Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2005). *Investments* (International 6th edition ed.). McGraw Hill.
13. Daft, R. L. (2006). *The New Era of Management* (International Student Edition ed.). Thomson.
14. Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2005). *Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies, McKinsey & Company* (Fourth Edition, University Edition ed.). Wiley.

15. Αρτίκης, Γ. Π. (2002). *Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Αποφάσεις Επενδύσεων*. Interbooks.
16. Karen Berman, Joe Knight (2008). *Financial Intelligence for Entrepreneurs: What You Really Need to Know About the Numbers*. Harvard Business Press
17. Aryasri (2008). *Managerial Economics And Financial Analysis*. Tata McGraw-Hill Education.
18. Frank J. Fabozzi, CFA, James L. Grant (2000). *Value-Based Metrics: Foundations and Practice*. John Wiley & Sons.
19. Eugene F. Brigham (2013). *Financial Management: Theory & Practice*. Cengage Learning.