Grant Thornton

An instinct for growth™

ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.

Έκθεση Αποτίμησης του ομίλου HERMANN GUTMANN WERKE AG

Φεβρουάριος 2013

Γιώργος Δεληγιάννης
Senior Partner
T +30 210 72 80 040
E george.deligiannis@gr.gt.com

Γιώργος Νικολακόπουλος
Partner
T +30 210 72 80 062
E george.nikolakopoulos@gr.gt.com

© 2013 Grant Thornton Greece | Αποτίμηση του ομίλου HERMANN GUTMANN WERKE AG | Φεβρουάριος 2013

Grant Thornton
An instinct for growth™

Εμπιστευτικό

Corporate Finance

Grant Thornton AE
Ζεφύρου 56
175 64, Παλαιό Φάληρο

T 210 7280 000
F 210 7212 222

www.grant-thornton.gr

Προς το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας:
ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.
Θέση Κύριλλο,
19 300 Ασπρόπυργος

Φεβρουάριος 2013

Αξιότιμοι Κύριοι,

Αποτίμηση του ομίλου HERMANN GUTMANN WERKE AG:

Σε συνέχεια της από 15 Ιανουαρίου 2013 σύμβασής μας, εσωκλείουμε δύο αντίγραφα της έκθεσής μας και προτιθέμεθα να σας παρέχουμε επιπλέον αντίγραφα κατόπιν αιτήσεώς σας.

Τα συμπεράσματα της εργασίας μας παρουσιάζονται στο κεφάλαιο «Σύνοψη» αλλά τονίζουμε ότι, για την πλήρη κατανόησή της, το εν λόγω κεφάλαιο θα πρέπει να μελετηθεί σε συνδυασμό με την ανάλυση του Κεφαλαίου 5 «Αποτίμηση του ομίλου Gutmann».

Εφιστούμε την προσοχή σας στις Σημαντικές Παρατηρήσεις του Παραρτήματος Ι. Η παρούσα έκθεση είναι εμπιστευτική και απευθύνεται αποκλειστικά στο Διοικητικό Συμβούλιο της ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.

Παρότι μπορεί να υπάρχουν μέρη πλην της ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε. που να ενδιαφέρονται να λάβουν αντίγραφο της έκθεσής μας, τονίζουμε ότι, στο μέγιστο βαθμό που επιτρέπεται από το νόμο, δεν αναλαμβάνουμε καμία ευθύνη σε σχέση με οποιαδήποτε απόφαση που μπορεί να πάρουν τα μέρη αυτά για την HERMANN GUTMANN WERKE AG βασιζόμενα στη μελέτη μας.

Επίσης δεν αναλαμβάνουμε καμία ευθύνη ή υποχρέωση για τυχόν απώλεια ή ζημιά που προκύπτει από χρήση της έκθεσης από τον αποδέκτη για σκοπό διαφορετικό από αυτόν που αναφέρεται στην έκθεση αποτίμησης.

Γενικότερα, απαγορεύεται η χρήση, αναπαραγωγή ή κυκλοφορία ολόκληρης ή αποσπασμάτων της έκθεσης χωρίς την έγγραφη άδειά μας, την οποία θα δώσουμε αφού λάβουμε υπόψη μας τις περιστάσεις.

Για οποιαδήποτε διευκρίνιση ή πληροφορία σε σχέση με την παρούσα έκθεση, παρακαλούμε όπως επικοινωνήσετε με τους κ.κ. Γιώργο Δεληγιάννη και Γιώργο Νικολακόπουλο.

Με εκτίμηση,

Για την Grant Thornton A.E.,

Γιώργος Δεληγιάννης,

Senior Partner, Head of Corporate Finance

Chartered Accountants Management Consultants
Greek member firm of Grant Thornton International Ltd

Ευρετήριο όρων

ο όμιλος Gutmann/ ο Όμιλος	ο όμιλος HERMANN GUTMANN WERKE AG
Gutmann	HERMANN GUTMANN WERKE AG
η Διοίκηση	η διοίκηση της ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.
Gartner	Gartner Extrusion GmbH
NordAlu	NordAlu GmbH
Aluminium Draht	Gutmann Aluminium Draht GmbH
Immobilien	Gutmann Immobilien GbR
DFCF	Discounted free cash flows (Προεξοφλημένες Ελεύθερες Ταμειακές Ροές)
WACC	Weighted Average Cost of Capital (Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου)
Ke	Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων
Kd	Κόστος Δανειακών Κεφαλαίων
CAGR	Μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης
ΚΠΤΦΑ/ EBITDA	Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και συνολικών αποσβέσεων
Ι.Κ.	Ίδια Κεφάλαια
Mcap	κεφαλαιοποίηση (market capitalisation)
yr.	έτος
δις	δισεκατομμύρια
εκ.	εκατομμύρια
'000	χιλιάδες
","	υποδιαστολή δεκαδικών
"."	διαχωριστικό χιλιάδων
μ.ο.	μέσος όρος
12M/6M/3M/1M	Δωδεκάμηνο/ Εξάμηνο/ Τρίμηνο/ Μήνας

Περιεχόμενα

Κεφάλαιο	Σελίδα
1. Σύνοψη	5
2. Πηγές πληροφόρησης	7
3. Παρουσίαση του ομίλου Gutmann	9
4. Μεθοδολογία αποτίμησης	18
5. Αποτίμηση του ομίλου Gutmann	23
- Gutmann	24
- Gartner	29
- Aluminium Draht	32
- Immobilien	35
- NordAlu	37
6. Συμπεράσματα	39

Παραρτήματα	Σελίδα
I. Σημαντικές Παρατηρήσεις	42
II. Προφίλ ομοειδών εταιρειών	43
III. Beta ομοειδών εταιρειών	48
IV. Χρηματιστηριακά πολλαπλάσια ομοειδών εταιρειών	49

Κεφάλαιο 1: Σύνοψη

01. Σύνοψη
02. Πηγές πληροφόρησης
03. Παρουσίαση του ομίλου Gutmann
04. Μεθοδολογία αποτίμησης
05. Αποτίμηση του ομίλου Gutmann
06. Συμπεράσματα

Σύνοψη

Σκοπός & πλαίσιο εργασίας

- Σκοπός της παρούσας έκθεσης είναι η αποτίμηση του ομίλου Gutmann, κατόπιν εντολής και ανάθεσης εκτίμησης από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.
- Πιο συγκεκριμένα, η διοίκηση της ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε., αποφάσισε να λάβει ανεξάρτητη επαγγελματική γνώμη εξειδικευμένου χρηματοοικονομικού συμβούλου σχετικά με την αξία του ομίλου Gutmann, κατά την 31/12/2012, στα πλαίσια ενδεχόμενης πώλησης ποσοστού που κατέχει σε αυτόν μέσω της 100% θυγατρικής της ALCO DEUTSCHLAND AG.

Μεθοδολογία αποτίμησης

- Η αποτίμηση των εταιρειών του ομίλου Gutmann πραγματοποιήθηκε με βάση τις εξής μεθόδους:
  - Προεξοφλημένες ελεύθερες ταμειακές ροές (DFCF) –με βάση το επιχειρηματικό σχέδιο της εκάστοτε εταιρείας που μας παρασχέθηκε από τη Διοίκηση της ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.
  - Πολλαπλάσια χρηματιστηριακών δεικτών (Comparable companies' multiples).
  - Καθαρή θέση (Net asset value).
- Οι ανωτέρω μέθοδοι αποτίμησης αξιολογήθηκαν για την καταλληλότητά τους αναφορικά με κάθε εταιρεία του Ομίλου και χρησιμοποιήθηκαν ανάλογα.

Αποτελέσματα αποτίμησης

- Τα αποτελέσματα της αποτίμησης συνοψίζονται στον πίνακα που ακολουθεί.

€'000	Κατώτερη	Ανώτερη
Gutmann (100%)	20.874	23.666
Gartner (100%)	15.075	15.797
Aluminium Draht (49%)	3.524	3.719
Immobilien (94%)	8.616	10.179
Nordalu (55%)	(7.324)	(7.324)
Συνολική αξία ομίλου Gutmann	**40.765**	**46.037**

- Σύμφωνα με τα ανωτέρω, το εύρος αξιών του ομίλου Gutmann κυμαίνεται μεταξύ **€ 40,8 εκ.** και **€ 46,0 εκ.**
- Θεωρούμε ότι οι ανωτέρω τιμές αντικατοπτρίζουν το εύρος της πραγματικής αξίας του Ομίλου, με βάση τις προβλέψεις και παραδοχές που τέθηκαν υπόψη μας από τη Διοίκηση και τις παρατηρήσεις που περιλαμβάνονται στο Παράρτημα Ι της παρούσας έκθεσης.

Κεφάλαιο 2: Πηγές πληροφόρησης

01. Σύνοψη

02. Πηγές πληροφόρησης

03. Παρουσίαση του ομίλου Gutmann

04. Μεθοδολογία αποτίμησης

05. Αποτίμηση του ομίλου Gutmann

06. Συμπεράσματα

Πηγές πληροφόρησης

Η ακόλουθη λίστα περιλαμβάνει τις πηγές πληροφόρησης που χρησιμοποιήθηκαν για την εκπόνηση της εργασίας μας:

- Δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών του ομίλου Gutmann για τις χρήσεις 2010 και 2011, οι οποίες συντάχθηκαν με βάση τα Δ.Π.Χ.Α.
- Μη ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών του ομίλου Gutmann για την περίοδο 1/1 - 30/9/2012, καθώς και εκτιμήσεις της διοίκησης για της περίοδο 1/1 – 31/12/2012.
- Επιχειρηματικό σχέδιο της Gutmann για την περίοδο 2013 – 2017, καθώς και επιχειρηματικά σχέδια των εταιρειών Gartner, Aluminium Draht, NordAlu & Immobilien για την περίοδο 2013 – 2016, σύμφωνα με παραδοχές και προβλέψεις της Διοίκησης.
- Αναλύσεις και επεξηγήσεις οι οποίες μας παρασχέθηκαν από τη Διοίκηση.
- Ιστοσελίδες της ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε. (www.alco.gr) και της Gutmann (www.gutmann.de).
- Οικονομικές καταστάσεις και στοιχεία αγοράς που αφορούν ομοειδείς εισηγμένες εταιρείες στο εξωτερικό.
- Δημοσιευμένες πληροφορίες σχετικά με το κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται η Εταιρεία.
- Bloomberg Professional Service.
- Bloomberg Businessweek.
- Reuters.

Κεφάλαιο 3: Παρουσίαση του ομίλου Gutmann

01. Σύνοψη
02. Πηγές πληροφόρησης
03. Παρουσίαση του ομίλου Gutmann
04. Μεθοδολογία αποτίμησης
05. Αποτίμηση του ομίλου Gutmann
06. Συμπεράσματα

Παρουσίαση του ομίλου Gutmann

Γενική παρουσίαση του ομίλου

- Ο όμιλος της Gutmann απαρτίζεται από την εταιρεία Gutmann και τέσσερις θυγατρικές εταιρείες. Μητρική του ομίλου αποτελεί η εταιρεία ALCO DEUTSCHLAND AG, η οποία αποτελεί θυγατρική της εταιρείας ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε. με έδρα το Weissenburg.
- Η εταιρεία ALCO DEUTSCHLAND AG συμμετέχει στην Gutmann με άμεσο ποσοστό 51%.
- Κύριο αντικείμενο της Gutmann αποτελεί ο κλάδος βιομηχανικής διέλασης, επεξεργασίας βαφής και ανοδείωσης προφίλ αλουμινίου.

Προϊόντα

- Τα υψηλής ποιότητας προϊόντα αλουμινίου της εταιρείας παράγονται σε τέσσερις τοποθεσίες και απευθύνονται κυρίως στους κλάδους των κατασκευών, της αυτοκινητοβιομηχανίας, της μηχανολογίας και της ηλεκτρολογίας.
- Η γκάμα προϊόντων του ομίλου Gutmann καλύπτει τους εξής κύριους τομείς: προφίλ αλουμινίου, συστήματα δόμησης και εξειδικευμένες καλωδιώσεις.
- Ο όμιλος Gutmann στοχεύει στην ανάπτυξη υψηλής ποιότητας προϊόντων σε οικονομικά και οικολογικά συμβατές διαδικασίες, οι οποίες δεν είναι μόνο αποτελεσματικές, αλλά και φιλικές προς το περιβάλλον καθ 'όλη τη διάρκεια της ζωής τους.

Διοικητικό Συμβούλιο της Gutmann

Όνομα	Θέση
Θεόδωρος Τζώρτζης	Πρόεδρος
Dr. Wolfram Kopperschlaeger	Μέλος

Σύντομο ιστορικό

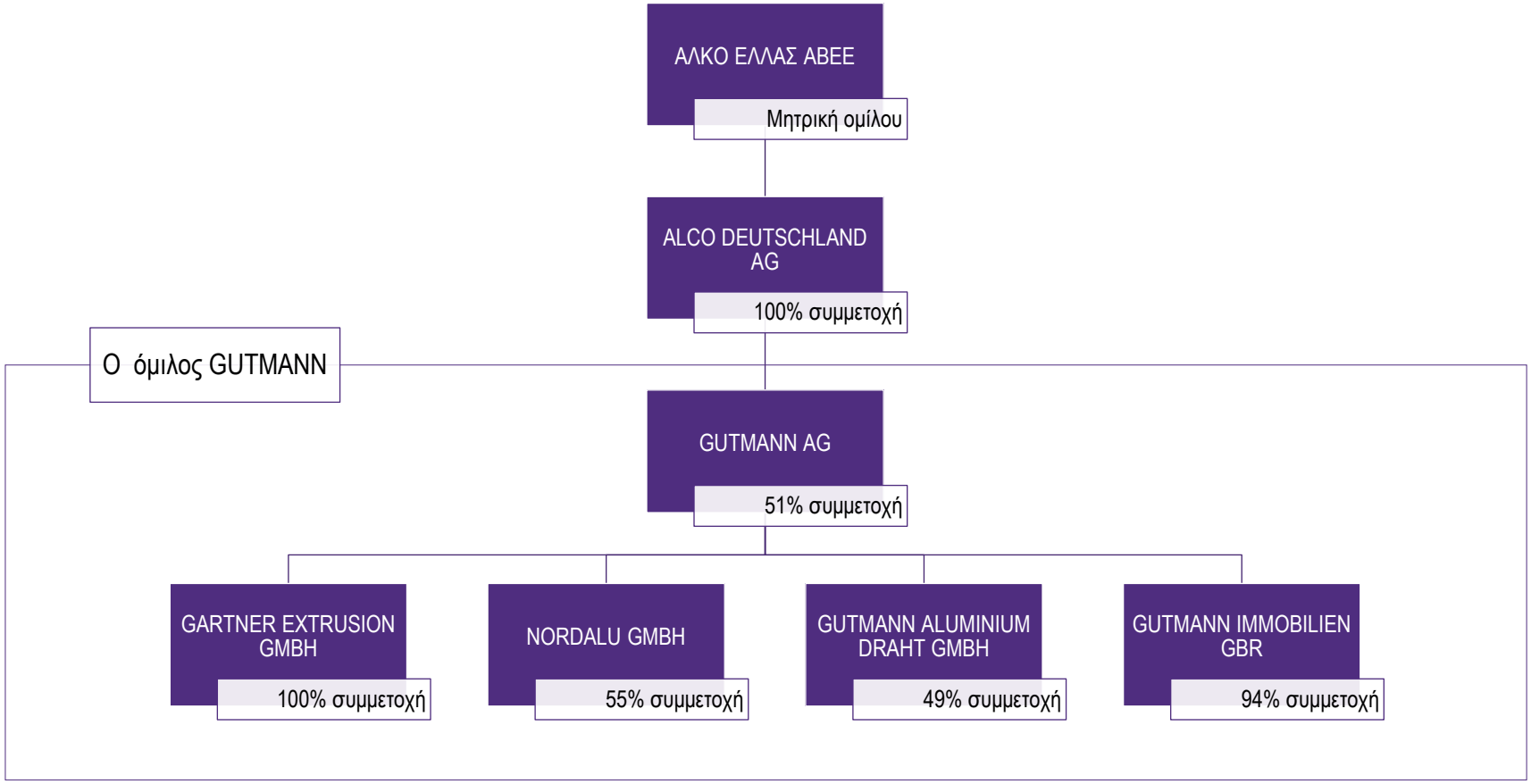
- Οι βασικότεροι σταθμοί στην ιστορία της Gutmann είναι οι εξής:
- **1937**: Ο Hermann Gutmann ιδρύει την εταιρεία H. Gutmann. Τα επόμενα έτη η Εταιρεία μετονομάζεται σε Hermann Gutmann Werke AG.
- **1962**: Κατασκευάζεται η πρώτη μηχανή διέλασης αλουμινίου και προστίθεται στην γραμμή παραγωγής του προφίλ αλουμινίου.
- **1976**: Η Gutmann αναπτύσσει το προϊόν «MIRA», το πρώτο σύστημα αλουμινίου απομίμησης ξύλου.
- **1983:** Κατασκευή μονάδας ανοδίωσης για την κατασκευή αναβαθμισμένης ποιότητας προφίλ.
- **1987:** Η Gutmann μεταβιβάζεται στο ίδρυμα του αποθανόντος ιδρυτή, το Hermann Gutmann Foundation.
- **2002**: Η ελληνική εταιρεία ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε εξαγοράζει το 51,00% της Gutmann, και γίνεται βασικός μέτοχος της Εταιρείας.
- **2004**: Η Gutmann εξαγοράζει άλλη γερμανική εταιρεία παραγωγής προφίλ αλουμινίου και την μεταβιβάζει στην θυγατρική της Gartner Extrusion.
- **2007**: Εξαγορά της γερμανικής εταιρείας παραγωγής προφίλ αλουμινίου Nordalu.
- **2010**: Η εταιρεία μετονομάζεται σε Gutmann AG.

Βασικά διευθυντικά στελέχη

Όνομα	Ιδιότητα
Spengler Werner	Sales Director Building Systems
Schmitz Hans-Peter	Sales Director Industrial Profiles
Borkenhagen Stefen	Research and Development
Bierlein Gunter	Purchasing Department
Rothveiler Falk	Production Manager

Δομή ομίλου Gutmann

Παρακάτω παρουσιάζουμε την δομή του ομίλου Gutmann και των θυγατρικών της. Ο όμιλος Gutmann αποτελεί υπο-όμιλο της ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.



Παρουσίαση της μητρικής και των θυγατρικών του ομίλου Gutmann

Μητρική εταιρεία ALCO DEUTSCHLAND AG

- Τον Νοέμβριο του 2012 η εταιρεία ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε. ίδρυσε την εταιρεία ALCO DEUTSCHLAND AG με έδρα το Grunwald.
- Σκοπός της εταιρείας αποτελεί η ευκολότερη πρόσβαση των εταιρειών του ομίλου της ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε. σε χρηματοδοτικούς οργανισμούς του εξωτερικού.
- Το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας ALCO DEUTSCHLAND καλύφθηκε με την εισφορά 12,4 χιλ. ονομαστικών μετοχών της εταιρείας GUTMANN τις οποίες κατείχε η ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε. Η εταιρεία ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε. συμμετείχε κατά 100% στην εταιρεία ALCO DEUTSCHLAND.

Θυγατρική εταιρεία GARTNER EXTRUSION GMBH

- Αφορά θυγατρική της εταιρείας Gutmann με έδρα το Gundelfingen.
- Η ίδρυση της Gartner και η επακόλουθη συγχώνευσή της με την Hermann Gutmann Werke AG αποτέλεσε παράδειγμα εταιρικής στρατηγικής επικεντρωμένη σε παραγωγή καινοτόμων προϊόντων, σε συνδυασμό τεχνογνωσίας, σε πελατοκεντρικές λύσεις, και στην ικανοποίηση του πελάτη.
- Η εταιρεία Gutmann συμμετέχει στην θυγατρική με άμεσο ποσοστό 100%.
- Η Gartner έχει πολυετή εμπειρία στην παραγωγή υψηλής ποιότητας προϊόντων διέλασης αλουμινίου για πολλούς τομείς της αγοράς όπως: κατασκευές, μεταφορές, κατασκευές μηχαν/των, ηλεκτρο-τεχνολογίας καθώς και μεταλλοτεχνίας.

Θυγατρική εταιρεία GUTMANN IMMOBILIEN GBR

- Αφορά θυγατρική με έδρα το Weissenburg και αποτελεί εταιρεία ειδικού σκοπού.
- Η εταιρεία GUTMANN AG συμμετέχει στην θυγατρική με άμεσο ποσοστό 94%.
- Αντικείμενο εργασιών της θυγατρικής αποτελεί η διαχείριση και εκμίσθωση ακινήτων. Τα ακίνητα εκμισθώνονται στις εταιρείες Gutmann και NordAlu.

Θυγατρική εταιρεία NORDALU GMBH

- Αφορά θυγατρική με έδρα το Neumunster. Τα κεντρικά γραφεία της εταιρείας βρίσκονται σε ένα βιομηχανικό κτίριο 60.000 τ.μ. με την παραγωγή να εκτείνεται σε 22.000 τ.μ.
- Η εταιρεία Gutmann συμμετέχει στην συγκεκριμένη θυγατρική με άμεσο ποσοστό 55%.
- Αντικείμενο εργασιών της θυγατρικής αποτελεί ο κλάδος βιομηχανικής διέλασης και επεξεργασίας βαφής και ανοδειώσεως προφίλ αλουμινίου.
- Οι βασικοί πελάτες και αγοραστές των προφίλ αλουμινίου της εταιρείας περιλαμβάνουν γνωστές εταιρείες σε όλους τους κύριους τομείς της αγοράς. Κατά κύριο λόγο προέρχονται από την Γερμανία και την Ευρώπη, αλλά όλο και μεγαλύτερος αριθμός πελατών προέρχεται από την αγορά της Βόρειας Αμερικής.

Θυγατρική εταιρεία GUTMANN ALUMINIUM DRAHT GMBH

- Αφορά θυγατρική με έδρα το Weissenburg.
- Η εταιρεία Gutmann συμμετέχει στην θυγατρική με άμεσο ποσοστό 49%.
- Αντικείμενο εργασιών της θυγατρικής αποτελεί ο κλάδος της βιομηχανίας καλωδίων αλουμινίου.
- Η Aluminum Draht αποτελεί έναν από τους διεθνείς ηγέτες της αγοράς σε καλώδια αλουμινίου και έχει καθιερωθεί σε διεθνές επίπεδο με την συνεχή ανάπτυξη των προϊόντων της και την εντατική έρευνα.
- Η εταιρεία εξάγει περισσότερο από το 30% της παραγωγής της σε πέντε ηπείρους.
- Η Aluminum Draht προμηθεύει τον κλάδο της αυτοκινητοβιομηχανίας, της αεροπορικής βιομηχανίας, της ιατρικής τεχνολογίας, καθώς και της ηλεκτρικής και μηχανολογικής τεχνολογίας.
- Περισσότερα από σαράντα κράματα αλουμινίου επεξεργάζονται στο εργοστάσιο της εταιρείας. Οι διάμετροι των καλωδίων αλουμινίου που παράγονται κυμαίνονται από 0,08 έως 20 χιλιοστά.

Χρηματοικονομική ανάλυση

Βασικά χρηματοοικονομικά στοιχεία

- Στους πίνακες που ακολουθούν, παρουσιάζονται ιστορικοί ισολογισμοί και καταστάσεις αποτελεσμάτων χρήσης των εταιρειών του ομίλου Gutmann για τις χρήσεις 2010, 2011, καθώς και την περίοδο 1/1/2012 – 30/9/2012.

Κατάσταση Αποτελεσμάτων Gutmann

€'000	2010 Ιστορικό	2011 Ιστορικό	1/1 -30/9/2012 Ιστορικό
Κύκλος εργασιών	138.821	137.790	103.151
Κόστος πωλήσεων	(111.425)	(114.123)	(86.187)
Μικτό κέρδος	**27.396**	**23.667**	**16.964**
% επί των πωλήσεων	*19,7%*	*17,2%*	*16,4%*
Άλλα έσοδα	4.607	6.623	3.223
Έξοδα διοίκησης	(13.181)	(14.033)	(8.935)
Έξοδα διάθεσης	(11.181)	(12.522)	(9.977)
Άλλα έξοδα	(1.830)	(2.258)	(523)
Αποσβέσεις	5.518	5.463	4.458
ΚΠΤΦΑ	**11.329**	**6.940**	**5.211**
% επί των πωλήσεων	*8,2%*	*5,0%*	*5,1%*
Πιστωτικοί τόκοι	398	2.290	3.606
Χρεωστικοί τόκοι	(155)	(543)	(390)
Αποσβέσεις	(5.518)	(5.463)	(4.458)
ΚΕΡΔΗ προ ΦΟΡΩΝ	**6.053**	**3.223**	**3.969**
% επί των πωλήσεων	*4,4%*	*2,3%*	*3,8%*
Αναβαλόμενοι φόροι	124	299	131
Φόρος εισοδήματος	(1.908)	(1.074)	(609)
Φορολογικός συντελεστής	*31,5%*	*33,3%*	*15,3%*
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ	**4.269**	**2.448**	**3.491**
% επί των πωλήσεων	*3,1%*	*1,8%*	*3,4%*

Πηγή: Δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις και management accounts

Ισολογισμοί Gutmann

€'000	2010 Ιστορικό	2011 Ιστορικό	1/1 -30/9/2012 Ιστορικό
ΑΝΑΠΟΣΒΕΣΤΗ ΑΞΙΑ ΠΑΓΙΩΝ & ΑΥΛΩΝ	24.677	27.429	37.575
Επενδύσεις σε ακίνητα	11.374	10.980	-
Επενδύσεις σε θυγατρικές επιχειρήσεις	11.275	11.195	11.195
Λοιπές επενδύσεις	2.824	2.824	2.824
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ:			
Αποθέματα	17.141	15.572	17.508
Απαιτήσεις από πελάτες	7.634	5.616	10.653
Απαιτήσεις από συνδεδεμένες εταιρείες	6.125	6.237	5.282
Λοιπές απαιτήσεις	1.816	5.853	8.113
Διαθέσιμα και ισοδύναμα διαθεσίμων	2.775	199	681
ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	35.491	33.477	42.237
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	**85.641**	**85.905**	**93.831**
Μετοχικό κεφάλαιο	24.285	24.285	24.285
Αποθεματικά & αποτελέσματα εις νέο	29.981	30.429	32.120
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	54.266	54.714	56.405
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ:			
Μακροπρόθεσμα δάνεια	7.071	5.786	8.580
Προβλέψεις	8.300	7.200	8.857
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	191	160	137
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	3.102	2.803	2.672
ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	18.664	15.949	20.247
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ:			
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	1.286	4.442	5.317
Προμηθευτές	5.118	3.281	7.118
Υποχρεώσεις προς συνδεδεμένες εταιρείες	1.114	1.032	928
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	5.193	6.487	3.816
ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	12.711	15.242	17.179
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ & ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	**85.641**	**85.905**	**93.831**

Πηγή: Δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις και management accounts

Χρηματοικονομική ανάλυση

Κατάσταση Αποτελεσμάτων Gartner

€'000	2010 Ιστορικό	2011 Ιστορικό	1/1 -30/9/2012 Ιστορικό
Κύκλος εργασιών	67.867	76.128	54.897
Κόστος πωλήσεων	(57.813)	(66.186)	(48.379)
Μικτό κέρδος	**10.054**	**9.942**	**6.518**
% επί των πωλήσεων	*14,8%*	*13,1%*	*11,9%*
Άλλα έσοδα	764	1.110	481
Έξοδα διοίκησης	(5.023)	(5.302)	(3.999)
Έξοδα διάθεσης	(1.265)	(1.222)	(925)
Άλλα έξοδα	(876)	(463)	(112)
Αποσβέσεις	3.408	3.528	3.061
ΚΠΤΦΑ	**7.063**	**7.592**	**5.025**
% επί των πωλήσεων	*10,4%*	*10,0%*	*9,2%*
Πιστωτικοί τόκοι	5	3	0
Χρεωστικοί τόκοι	(136)	(133)	(115)
Αποσβέσεις	(3.408)	(3.528)	(3.061)
ΚΕΡΔΗ προ ΦΟΡΩΝ	**3.523**	**3.935**	**1.849**
% επί των πωλήσεων	*5,2%*	*5,2%*	*3,4%*
Αναβαλόμενοι φόροι	(56)	515	67
Φόρος εισοδήματος	(884)	(2.009)	(580)
Φορολογικός συντελεστής	*25,1%*	*51,1%*	*31,4%*
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ	**2.583**	**2.441**	**1.336**
% επί των πωλήσεων	*3,8%*	*3,2%*	*2,4%*

Πηγή: Δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις και management accounts

Ισολογισμοί Gartner

€'000	2010 Ιστορικό	2011 Ιστορικό	1/1 -30/9/2012 Ιστορικό
ΑΝΑΠΟΣΒΕΣΤΗ ΑΞΙΑ ΠΑΓΙΩΝ & ΑΥΛΩΝ	9.888	10.551	9.932
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ:			
Αποθέματα	8.878	9.477	11.348
Απαιτήσεις από πελάτες	3.679	5.163	6.573
Απαιτήσεις από συνδεδεμένες εταιρείες	4.711	4.861	5.256
Λοιπές απαιτήσεις	1.104	1.010	616
Διαθέσιμα και ισοδύναμα διαθεσίμων	2.190	6	4
ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	20.562	20.518	23.798
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	**30.451**	**31.069**	**33.730**
Μετοχικό κεφάλαιο	5.000	5.000	5.000
Αποθεματικά & αποτελέσματα εις νέο	9.533	9.973	8.310
Μερίσματα	-	-	-
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	14.533	14.973	13.310
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ:			
Μακροπρόθεσμα δάνεια	2.818	1.712	152
Προβλέψεις	4.559	4.496	4.671
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	-	-	-
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	837	322	255
ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	8.215	6.530	5.078
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ:			
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	-	3.169	10.128
Προμηθευτές	1.916	3.108	2.525
Υποχρεώσεις προς συνδεδεμένες εταιρείες	3.575	414	1.098
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	2.212	2.875	1.591
ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	7.703	9.566	15.343
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ & ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	**30.451**	**31.069**	**33.730**

Πηγή: Δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις και management accounts

Χρηματοικονομική ανάλυση

Κατάσταση Αποτελεσμάτων Aluminium Draht

€'000	2010 Ιστορικό	2011 Ιστορικό	1/1 -30/9/2012 Ιστορικό
Κύκλος εργασιών	23.905	29.333	21.892
Κόστος πωλήσεων	(20.351)	(25.090)	(18.949)
Μικτό κέρδος	**3.554**	**4.242**	**2.943**
% επί των πωλήσεων	*14,9%*	*14,5%*	*13,4%*
Άλλα έσοδα	97	166	72
Έξοδα διοίκησης	(1.468)	(1.654)	(1.230)
Έξοδα διάθεσης	(773)	(741)	(619)
Άλλα έξοδα	(100)	(70)	(105)
Αποσβέσεις	542	571	497
ΚΠΤΦΑ	**1.852**	**2.515**	**1.559**
% επί των πωλήσεων	*7,7%*	*8,6%*	*7,1%*
Πιστωτικοί τόκοι	8	3	1
Χρεωστικοί τόκοι	(45)	(33)	(19)
Αποσβέσεις	(542)	(571)	(497)
ΚΕΡΔΗ προ ΦΟΡΩΝ	**1.272**	**1.913**	**1.044**
% επί των πωλήσεων	*5,3%*	*6,5%*	*4,8%*
Αναβαλόμενοι φόροι	13	(14)	15
Φόρος εισοδήματος	(369)	(493)	(306)
Φορολογικός συντελεστής	*29,0%*	*25,8%*	*29,3%*
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ	**916**	**1.406**	**753**
% επί των πωλήσεων	*3,8%*	*4,8%*	*3,4%*

Πηγή: Δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις και management accounts

Ισολογισμοί Aluminium Draht

€'000	2010 Ιστορικό	2011 Ιστορικό	1/1 -30/9/2012 Ιστορικό
ΑΝΑΠΟΣΒΕΣΤΗ ΑΞΙΑ ΠΑΓΙΩΝ & ΑΥΛΩΝ	3.485	3.465	3.592
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ:			
Αποθέματα	2.898	3.346	3.738
Απαιτήσεις από πελάτες	2.033	1.937	2.999
Απαιτήσεις από συνδεδεμένες εταιρείες	3	0	2
Λοιπές απαιτήσεις	134	224	40
Διαθέσιμα και ισοδύναμα διαθεσίμων	904	933	30
ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	5.973	6.439	6.809
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	**9.458**	**9.904**	**10.400**
Μετοχικό κεφάλαιο	1.000	1.000	1.000
Αποθεματικά & αποτελέσματα εις νέο	3.203	4.201	3.955
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	4.203	5.201	4.955
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ:			
Μακροπρόθεσμα δάνεια	242	45	0
Προβλέψεις	545	576	671
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	-	-	-
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	238	252	223
ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	1.025	874	894
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ:			
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	-	-	491
Προμηθευτές	2.118	1.872	2.404
Υποχρεώσεις προς συνδεδεμένες εταιρείες	250	189	140
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	1.862	1.768	1.516
ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	4.230	3.829	4.551
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ & ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	**9.458**	**9.904**	**10.400**

Πηγή: Δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις και management accounts

Χρηματοικονομική ανάλυση

Κατάσταση Αποτελεσμάτων Immobilien

€'000	2010 Ιστορικό	2011 Ιστορικό	1/1 -30/9/2012 Ιστορικό
Κύκλος εργασιών	2.145	2.143	1.601
Λειτουργικά έξοδα	(645)	(568)	(406)
Αποσβέσεις	539	417	313
ΚΠΤΦΑ	**2.039**	**1.985**	**1.508**
% επί των πωλήσεων	*95,1%*	*92,6%*	*94,2%*
Πιστωτικοί τόκοι	5	0	0
Χρεωστικοί τόκοι	(386)	(333)	(216)
Αποσβέσεις	(539)	(417)	(313)
ΚΕΡΔΗ προ ΦΟΡΩΝ	**1.120**	**1.235**	**979**
% επί των πωλήσεων	*52,2%*	*57,6%*	*61,1%*
Αναβαλόμενοι φόροι	23	23	18
Φόρος εισοδήματος	(0)	(0)	(0)
Φορολογικός συντελεστής	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ	**1.143**	**1.258**	**997**
% επί των πωλήσεων	*53,3%*	*58,7%*	*62,3%*

Πηγή: Δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις και management accounts

Ισολογισμοί Immobilien

€'000	2010 Ιστορικό	2011 Ιστορικό	1/1 -30/9/2012 Ιστορικό
ΑΝΑΠΟΣΒΕΣΤΗ ΑΞΙΑ ΠΑΓΙΩΝ & ΑΥΛΩΝ	15.697	15.281	14.979
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ:			
Απαιτήσεις από συνδεδεμένες εταιρείες	150	193	219
Λοιπές απαιτήσεις	40	3	-
Διαθέσιμα και ισοδύναμα διαθεσίμων	2	6	560
ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	191	202	779
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	**15.888**	**15.483**	**15.758**
Αποθεματικά & αποτελέσματα εις νέο	7.230	8.488	9.485
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	7.230	8.488	9.485
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ:			
Μακροπρόθεσμα δάνεια	7.794	5.503	4.380
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	74	51	33
ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	7.869	5.554	4.413
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ:			
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	-	-	-
Προμηθευτές	-	-	23
Υποχρεώσεις προς συνδεδεμένες εταιρείες	790	1.441	1.822
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	-	-	16
ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	790	1.441	1.861
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ & ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	**15.888**	**15.483**	**15.758**

Πηγή: Δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις και management accounts

Χρηματοικονομική ανάλυση

Κατάσταση Αποτελεσμάτων NordAlu

€'000	2010 Ιστορικό	2011 Ιστορικό	1/1 -30/9/2012 Ιστορικό
Κύκλος εργασιών	33.263	35.694	24.759
Κόστος πωλήσεων	(30.470)	(33.573)	(23.799)
Μικτό κέρδος	**2.793**	**2.121**	**959**
% επί των πωλήσεων	*8,4%*	*5,9%*	*3,9%*
Άλλα έσοδα	494	464	344
Έξοδα διοίκησης	(2.164)	(2.383)	(1.641)
Έξοδα διάθεσης	(777)	(712)	(492)
Άλλα έξοδα	(273)	(200)	(124)
Αποσβέσεις	2.500	2.533	2.052
ΚΠΤΦΑ	**2.573**	**1.823**	**1.097**
% επί των πωλήσεων	*7,7%*	*5,1%*	*4,4%*
Πιστωτικοί τόκοι	2	0	4
Χρεωστικοί τόκοι	(501)	(480)	(331)
Αποσβέσεις	(2.500)	(2.533)	(2.052)
ΚΕΡΔΗ προ ΦΟΡΩΝ	**(425)**	**(1.190)**	**(1.282)**
% επί των πωλήσεων	*-1,3%*	*-3,3%*	*-5,2%*
Αναβαλόμενοι φόροι	(314)	(133)	4
Φόρος εισοδήματος	(0)	-	(0)
Φορολογικός συντελεστής	*-0,1%*	*0,0%*	*0,0%*
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ	**(740)**	**(1.323)**	**(1.278)**
% επί των πωλήσεων	*-2,2%*	*-3,7%*	*-5,2%*

Πηγή: Δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις και management accounts

Ισολογισμοί NordAlu

€'000	2010 Ιστορικό	2011 Ιστορικό	1/1 -30/9/2012 Ιστορικό
ΑΝΑΠΟΣΒΕΣΤΗ ΑΞΙΑ ΠΑΓΙΩΝ & ΑΥΛΩΝ	7.550	6.799	5.733
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	1.550	1.418	1.422
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ:			
Αποθέματα	3.280	3.458	3.300
Απαιτήσεις από πελάτες	1.276	1.890	2.341
Απαιτήσεις από συνδεδεμένες εταιρείες	740	384	368
Λοιπές απαιτήσεις	379	444	158
Διαθέσιμα και ισοδύναμα διαθεσίμων	304	141	287
ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	5.980	6.317	6.455
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	**15.080**	**14.533**	**13.610**
Μετοχικό κεφάλαιο	1.513	1.513	1.513
Αποθεματικά & αποτελέσματα εις νέο	(5.569)	(6.892)	(8.170)
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	(4.057)	(5.380)	(6.658)
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ:			
Μακροπρόθεσμα δάνεια	9.800	8.283	6.012
Προβλέψεις	797	900	659
ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	10.597	9.183	6.671
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ:			
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	2.760	4.279	6.360
Προμηθευτές	1.016	1.462	1.717
Υποχρεώσεις προς θυγατρικές εταιρείες			-
Υποχρεώσεις προς συνδεδεμένες εταιρείες	4.615	4.808	4.970
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	149	182	549
ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	8.539	10.730	13.597
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ & ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	**15.080**	**14.533**	**13.610**

Πηγή: Δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις και management accounts

Κεφάλαιο 4: Μεθοδολογία αποτίμησης

01. Σύνοψη
02. Πηγές πληροφόρησης
03. Παρουσίαση του ομίλου Gutmann
04. Μεθοδολογία αποτίμησης
05. Αποτίμηση του ομίλου Gutmann
06. Συμπεράσματα

Παρουσίαση μεθοδολογίας αποτίμησης

Εισαγωγή

- Η αποτίμηση των εταιρειών του ομίλου Gutmann πραγματοποιήθηκε με βάση τις ακόλουθες κοινώς αποδεκτές μεθόδους αποτίμησης.
  - Προεξοφλημένες ελεύθερες ταμειακές ροές (Discounted free cash flows – DFCF)
  - Πολλαπλάσια χρηματιστηριακών δεικτών (Comparable companies' multiples)
  - Καθαρής θέσης (Net asset value)
- Το παρόν κεφάλαιο παρουσιάζει συνοπτικά τις εν λόγω μεθοδολογίες, καθώς επίσης και τις βασικές υποθέσεις που τις συνοδεύουν κατά την εφαρμογή τους.

Προεξ. Ελεύθερες Ταμειακές Ροές

Η μέθοδος ορίζει την αξία μιας εταιρείας ως την αξία των προεξοφλημένων ελεύθερων ταμειακών ροών της. Πρόκειται για μία μέθοδο που απομονώνει τις προβλεπόμενες ελεύθερες ταμειακές ροές που είναι διαθέσιμες για την αποπληρωμή του χρέους της εταιρείας και την εξασφάλιση απόδοσης ιδίων κεφαλαίων.

Πολλαπλάσια Χρημ/κών Δεικτών

Για την εκτίμηση της αξίας της επιχείρησης χρησιμοποιούνται χρηματιστηριακοί δείκτες οι οποίοι υπολογίζονται με βάση στοιχεία αγοράς και χρημ/κά δεδομένα, ενώ συγκρίνονται με αντίστοιχους δείκτες άλλων ομοειδών εισηγμένων εταιρειών.

Καθαρής θέσης

Η εν λόγω μέθοδος λαμβάνει υπόψη τη διαφορά μεταξύ του συνόλου του ενεργητικού και του συνόλου των υποχρεώσεων μιας εταιρείας.

Προεξοφλημένες ελεύθερες ταμειακές ροές

Μεθοδολογία

- Η μέθοδος των Προεξοφλημένων Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (Discounted Free Cash Flows –DFCF) αποτελεί την πιο διαδεδομένη μέθοδο εκτίμησης αξίας εταιρειών παγκοσμίως. Το μοντέλο εξετάζει την επιχείρηση «δυναμικά» και όχι «στατικά», αναλύοντας την απόδοση της κατά τη διάρκεια των χρόνων και εξετάζοντας τη δυνατότητά της να δημιουργεί «ταμειακά πλεονάσματα».
- Η ανάλυση των προεξοφλημένων ελεύθερων ταμειακών ροών είναι μια μέθοδος που απομονώνει τις προβλεπόμενες ελεύθερες ταμειακές ροές που είναι διαθέσιμες για την αποπληρωμή του χρέους της εταιρείας και την εξασφάλιση απόδοσης ιδίων κεφαλαίων.
- Η καθαρή παρούσα αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών αποτελείται από: α) την παρούσα αξία που αντιστοιχεί σε μία χρονική περίοδο για την οποία είναι δυνατόν να σχηματιστούν προβλέψεις, και η οποία προσδιορίζεται από το χρόνο που χρειάζεται για να επιτευχθεί το επιχειρηματικό σχέδιο της εταιρείας και (β) την αξία της εταιρείας στο διηνεκές. Έτσι, αν θέλουμε να λάβουμε υπόψη τη διαχρονική αξία του χρήματος, η μέθοδος των Προεξοφλημένων Ελεύθερων Ταμειακών Ροών θεωρείται η πιο κατάλληλη για την εκτίμηση της αξίας μιας εταιρείας.
- Το μοντέλο των Προεξοφλημένων Ελεύθερων Ταμειακών Ροών εκτιμά τα ίδια κεφάλαια μιας εταιρείας ως την αξία της εκμετάλλευσης της εταιρείας μείον την αξία του χρέους και διαφόρων άλλων απαιτήσεων που υπερβαίνουν το ύψος των ιδίων κεφαλαίων. Σημειώνεται ότι η αξία της επιχείρησης σήμερα εξομοιώνει πάντοτε τη μελλοντική προεξοφλητική ταμειακή ροή, με κόστος ευκαιρίας το κόστος κεφαλαίου. Οι αξίες των λειτουργιών και των δανείων είναι ίσες με τις αναμενόμενες μελλοντικές ελεύθερες ταμειακές ροές, προεξοφλημένες με συντελεστές που αντανακλούν την επικινδυνότητα αυτών των ταμειακών ροών.
- Η μέθοδος των Προεξοφλημένων Ελεύθερων Ταμειακών Ροών απαιτεί αρχικά τον υπολογισμό των Μελλοντικών Ελεύθερων Ταμειακών Ροών για μια περίοδο τουλάχιστον 3 ετών.
- Εν συνεχεία, οι μελλοντικές ελεύθερες ταμειακές ροές προεξοφλούνται με το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου και υπολογίζεται η Καθαρή Παρούσα Αξία τους (Net Present Value), καθώς και η Διηνεκής Αξία της Εταιρείας (Terminal Value), η οποία ισούται με την Παρούσα Αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών μετά τη συγκεκριμένη προβλεπόμενη περίοδο, λαμβάνοντας υπόψη και το Συντελεστή Ανάπτυξης της εταιρείας στο διηνεκές (Growth).
- Για την εφαρμογή της εν λόγω μεθόδου, στηριχθήκαμε σε προβλέψεις και παραδοχές που παρασχέθηκαν από τη διοίκηση της ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε. Με βάση αυτές τις παραδοχές συντάχθηκαν οι προβλεπόμενες οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών του ομίλου Gutmann. (βλ. και Κεφάλαιο 5 «Αποτίμηση του ομίλου Gutmann»).
- Οι τύποι που χρησιμοποιούνται για την εφαρμογή της μεθόδου είναι οι ακόλουθοι:
  - ***Ελεύθερες Ταμειακές Ροές*** = *Λειτουργικά κέρδη μετά φόρων + Αποσβέσεις – Επενδύσεις σε πάγια στοιχεία – Μεταβολή στο Κεφάλαιο Κίνησης*
  - ***Διηνεκής Αξία (Terminal Value)*** = *Ελεύθερη Ταμειακή Ροή του επόμενου χρόνου ύστερα από τη συγκεκριμένη προβλεπόμενη περίοδο / ((Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC) – Αναμενόμενος ρυθμός μεγέθυνσης στο διηνεκές (growth))*
  - ***Λειτουργική Αξία (Firm Value)*** = *Παρούσα Αξία των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών της προβλεπόμενης περιόδου + Διηνεκής Αξία*

Προεξοφλητικό Επιτόκιο

- Το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (Weighted Average Cost of Capital – WACC) είναι το προεξοφλητικό επιτόκιο που μετατρέπει την αναμενόμενη μελλοντική απόδοση σε παρούσα αξία. Θεωρείται ο πιο κατάλληλος συντελεστής προεξόφλησης, καθώς λαμβάνει υπόψη ποιοτικούς παράγοντες όπως: ο συστηματικός κίνδυνος της εταιρείας, το πριμ κινδύνου της απόδοσης και οι φορολογικές υποχρεώσεις της εταιρείας.

Προεξοφλημένες ελεύθερες ταμειακές ροές

- Υπολογίζεται με βάση τον τύπο:

$$WACC = k_e * \frac{E}{D+E} + (k_d * \frac{D}{D+E} * (1-T))$$

όπου:

K_e = Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων, K_d = Κόστος Δανεισμού,

T = Φορολογικός Συντελεστής, D = Δάνεια, E = Ίδια Κεφάλαια

- Το Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων της Εταιρείας προσδιορίστηκε με βάση το Μοντέλο Τιμολόγησης Κεφαλαιουχικών Περιουσιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model), σύμφωνα με το οποίο:

$$\mathbf{K_e = R_f + \beta * (ERP + CRP) + Extra\ Rp}$$

όπου:

- **R_f** = Το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου. Χρησιμοποιήσαμε την απόδοση του 10ετούς Γερμανικού ομολόγου την 31/12/2012, η οποία προσδιορίστηκε σε 1,3% *–Πηγή: Bloomberg.*
- **β** = Ο συστηματικός κίνδυνος της Εταιρείας. Ο συντελεστής beta υπολογίστηκε σε 1,31 βάσει συντελεστών beta εισηγμένων ομοειδών εταιρειών του εξωτερικού, σταθμισμένων ανάλογα με την κεφαλαιοποίηση της εκάστοτε εταιρείας (βλ. και Παράτημα ΙΙΙ) *–Πηγή: Bloomberg.*
- **ERP** = Η απόδοση κινδύνου μιας ώριμης αγοράς. Αντικατοπτρίζει την πλεονάζουσα απόδοση στο επικίνδυνο περιουσιακό στοιχείο, ήτοι τη διαφορά της αναμενόμενης απόδοσης μεταξύ μετοχών και ομολόγων. Προσδιορίστηκε σε 5,8% *–Πηγή: A. Damodaran, Ιανουάριος 2013.*
- **CRP** = Ασφάλιστρο κινδύνου χώρας, το οποίο για την Γερμανία υπολογίστηκε σε 0% *–Πηγή: A. Damodaran, Ιανουάριος 2013.*
- **Extra Rp** = Επιπρόσθετο πριμ κινδύνου που ανέρχεται σε 4% εκφράζει την αβεβαιότητα εύρεσης χρηματοδότησης του ομίλου Gutmann από τις τράπεζες.

- Η εφαρμογή της εν λόγω μεθοδολογίας και η αξία που προσδιορίζεται για κάθε εταιρεία του Ομίλου, παρουσιάζονται στο Κεφάλαιο 5 της παρούσας.

Πολλαπλάσια χρημ/κών δεικτών

Μεθοδολογία

- Η μέθοδος των Πολλαπλασίων Χρηματιστηριακών Δεικτών (Comparable Companies' Multiples) βασίζεται στην παραδοχή ότι η αξία μιας εταιρείας θα πρέπει να ισούται με το ποσό που θα ήταν διατεθειμένοι να πληρώσουν για το μετοχικό της κεφάλαιο καλώς πληροφορημένοι και ορθολογικοί επενδυτές.
- Η εκτίμηση της αξίας γίνεται με βάση πολλαπλάσια δεικτών αποτίμησης, τα οποία υπολογίζονται με βάση τη χρηματιστηριακή αξία και αντίστοιχα οικονομικά μεγέθη εισηγμένων ομοειδών εταιρειών.
- Το δείγμα ομοειδών εταιρειών (βλ. και Παράτημα ΙΙ) του ομίλου Gutmann περιλαμβάνει τις ακόλουθες εισηγμένες σε χρηματιστήρια του εξωτερικού εταιρείες:
  - Norsk Hydro ASA
  - AMAG Austria Metall AG
  - Aluminiumwerk Unna AG
  - Profilgruppen AB
  - Alcoa Inc.
  - Kaiser Aluminum Corp.
  - Grupa Kety SA
- Αναλυτικά, η εφαρμογή της εν λόγω μεθοδολογίας και η αξία που προσδιορίζεται για την κάθε εταιρεία του Ομίλου, παρουσιάζονται στο Κεφάλαιο 5 της παρούσας.

Καθαρή θέση

Μεθοδολογία

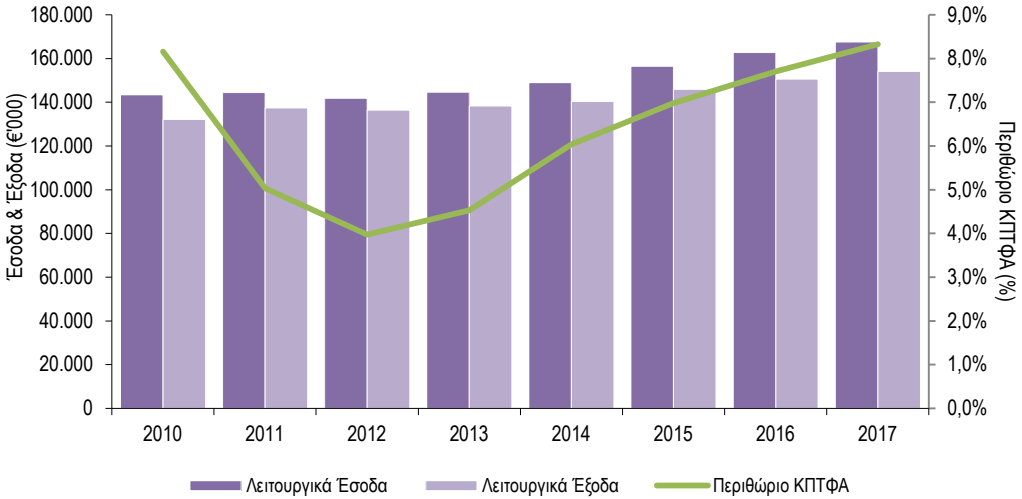
- Η Λογιστική Καθαρή Θέση αντανακλά τη διαφορά μεταξύ του συνόλου του ενεργητικού και του συνόλου των υποχρεώσεων μιας εταιρείας και αποτελεί μια ένδειξη αξίας της εταιρείας προς αποτίμηση.
- Η εν λόγω μέθοδος συνίσταται στην παρουσίαση της Καθαρής Θέσης της επιχείρησης, με βάση τους λογαριασμούς του ισολογισμού και πληροφορίες που μας δόθηκαν.

Κεφάλαιο 5: Αποτίμηση του ομίλου Gutmann

01. Σύνοψη
02. Πηγές πληροφόρησης
03. Παρουσίαση του ομίλου Gutmann
04. Μεθοδολογία αποτίμησης
05. Αποτίμηση του ομίλου Gutmann
06. Συμπεράσματα

Gutmann – Βασικές παραδοχές επιχειρηματικού σχεδίου

Έσοδα, έξοδα & περιθώριο ΚΠΤΦΑ



- Ο κύκλος εργασιών της Gutmann αναμένεται να αυξάνεται κατά μέσο όρο 3,4% μετά το 2012.
- Η Διοίκηση εκτιμά ότι σταδιακά έως το 2017 το μικτό περιθώριο κέρδους θα επανέλθει περίπου στα επίπεδα του 2010, ενώ αντίστοιχα το περιθώριο ΚΠΤΦΑ αναμένεται να βελτιώνεται σταθερά από το 2013 και μετά, φτάνοντας το 8,3% το 2017.
- Συνεπώς, παρά την γενικότερη οικονομική κρίση που έχει επηρεάσει και τη Γερμανική αγορά, η Gutmann αναμένεται να αυξήσει τον κύκλο εργασιών της και παράλληλα την κερδοφορία της.

Σύνοψη προβλέψεων αποτελεσμάτων

- Ο ακόλουθος πίνακας συνοψίζει τα προβλεπόμενα αποτελέσματα της Gutmann για την περίοδο 2012 – 2017, όπως αυτά μας παρασχέθηκαν από τη Διοίκηση.

€'000	2012 Πρόβλεψη	2013 Πρόβλεψη	2014 Πρόβλεψη	2015 Πρόβλεψη	2016 Πρόβλεψη	2017 Πρόβλεψη
Κύκλος εργασιών	137.514	140.264	144.472	151.696	157.764	162.497
Κόστος πωλήσεων	(115.415)	(117.135)	(118.839)	(123.970)	(128.284)	(131.472)
Μικτό κέρδος	**22.099**	**23.129**	**25.633**	**27.726**	**29.479**	**31.024**
% επί των πωλήσεων	*16,1%*	*16,5%*	*17,7%*	*18,3%*	*18,7%*	*19,1%*
Άλλα έσοδα	4.297	4.383	4.514	4.740	4.929	5.077
Έξοδα διοίκησης	(12.745)	(12.808)	(12.936)	(13.066)	(13.196)	(13.328)
Έξοδα διάθεσης	(12.899)	(13.143)	(13.402)	(13.932)	(14.344)	(14.627)
Άλλα έξοδα	(697)	(782)	(886)	(1.024)	(1.171)	(1.327)
Αποσβέσεις	5.408	5.571	5.796	6.146	6.456	6.716
ΚΠΤΦΑ	**5.463**	**6.349**	**8.718**	**10.590**	**12.153**	**13.536**
% επί των πωλήσεων	*4,0%*	*4,5%*	*6,0%*	*7,0%*	*7,7%*	*8,3%*
Πιστωτικοί τόκοι	3.614	21	3	3	3	15
Χρεωστικοί τόκοι	(416)	(424)	(437)	(458)	(477)	(491)
Αποσβέσεις	(5.408)	(5.571)	(5.796)	(6.146)	(6.456)	(6.716)
ΚΕΡΔΗ προ ΦΟΡΩΝ	**3.253**	**375**	**2.488**	**3.988**	**5.223**	**6.343**
% επί των πωλήσεων	*2,4%*	*0,3%*	*1,7%*	*2,6%*	*3,3%*	*3,9%*
Φόρος εισοδήματος	(953)	(110)	(729)	(1.169)	(1.531)	(1.859)
Φορολογικός συντελεστής	*29,3%*	*29,3%*	*29,3%*	*29,3%*	*29,3%*	*29,3%*
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ	**2.299**	**265**	**1.759**	**2.819**	**3.692**	**4.484**
% επί των πωλήσεων	*1,7%*	*0,2%*	*1,2%*	*1,9%*	*2,3%*	*2,8%*

CAGR: 3,4%

Προβλέψεις ισολογισμού

- **Επενδύσεις:** κοντά στα επίπεδα των αποσβέσεων.
- **Αποθέματα:** περίπου 55 ημέρες (βάσει μ.ο. ιστορικών στοιχείων).
- **Απαιτήσεις:** περίπου 22 ημέρες (βάσει μ.ο. ιστορικών στοιχείων).
- **Λοιπές απαιτήσεις:** περίπου 6 ημέρες (βάσει μ.ο. ιστορικών στοιχείων).
- **Προμηθευτές:** περίπου 14 ημέρες (βάσει μ.ο. ιστορικών στοιχείων).
- **Λοιπές υποχρεώσεις:** περίπου 12 ημέρες (βάσει μ.ο. ιστορικών στοιχείων).

Gutmann – Προεξοφλημένες ελεύθερες ταμειακές ροές

Ταμειακές ροές

- Με βάση τις παραδοχές του επιχειρηματικού σχεδίου της Gutmann που μας παρασχέθηκαν από τη Διοίκηση και αναλύθηκαν ανωτέρω, οι εκτιμώμενες ταμειακές ροές για την περίοδο 2013–2017 έχουν ως ακολούθως:

€'000	2013 Πρόβλεψη	2014 Πρόβλεψη	2015 Πρόβλεψη	2016 Πρόβλεψη	2017 Πρόβλεψη
ΕΛΕΥΘΕΡΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ					
ΚΕΡΔΗ μετά ΦΟΡΩΝ	265	1.759	2.819	3.692	4.484
(+) Καταβληθέντες τόκοι	403	434	456	474	476
(-) Φορολογική απαλλαγή τόκων	(118)	(127)	(134)	(139)	(140)
(+) Αποσβέσεις	5.571	5.796	6.146	6.456	6.716
ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ	6.121	7.861	9.288	10.483	11.537
(-) Μεταβολή κεφαλαίου κίνησης	(304)	6	(611)	(518)	(356)
(-) Κεφαλαιουχικές δαπάνες	(5.475)	(5.639)	(5.921)	(6.158)	(6.342)
ΣΥΝΟΛΟ ΕΠΕΝΔΕΔΥΜΕΝΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	(5.779)	(5.633)	(6.532)	(6.676)	(6.698)
ΕΛΕΥΘΕΡΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ	**342**	**2.228**	**2.756**	**3.808**	**4.839**

Προεξοφλητικό επιτόκιο

- Σύμφωνα με τα όσα αναλύθηκαν στο Κεφάλαιο 4 «Μεθοδολογία αποτίμησης/ Ελεύθερες ταμειακές ροές/ Προεξοφλητικό επιτόκιο», το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου του ομίλου Gutmann διαμορφώνεται ως ακολούθως:

WACC	
Rf	1,30%
Beta	1,309
ERP	5,80%
Επιπρόσθετο πριμ κινδύνου	4,00%
ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	12,90%
ΚΟΣΤΟΣ ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ	3,48%
ΚΟΣΤΟΣ ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ (μετά φόρων)	2,46%
Δάνεια / Συνολικά κεφάλαια	*10.42%*
ΜΕΣΟ ΣΤΑΘΜΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	**11,81%**

Απόδοση του 10ετούς Γερμανικού ομολόγου την 31/12/2012.

Σταθμισμένος συντελεστής beta εισηγμένων ομοειδών εταιρειών του εξωτερικού.

Εκφράζει την αβεβαιότητα εύρεσης χρηματοδότησης του ομίλου Gutmann.

Μ.Ο. προβλεπόμενων οικονομικών καταστάσεων Gutmann.

- Ο φορολογικός συντελεστής ο οποίος εφαρμόστηκε για την αποφορολογήση του Κόστους Δανεισμού ανέρχεται σε 29,3%, σύμφωνα με τις ιστορικές αλλά και προβλεπόμενες φορολογικές υποχρεώσεις της Gutmann, καθώς και τις ισχύουσες διατάξεις της φορολογικής νομοθεσίας της Γερμανίας.

Gutmann – Προεξοφλημένες ελεύθερες ταμειακές ροές

Αποτελέσματα προεξοφλημένων ελεύθερων ταμειακών ροών

- Βασιζόμενοι στα ανωτέρω, προχωρούμε στην προεξόφληση των ελεύθερων ταμειακών ροών με βάση την οποία θα προκύψει η αξία της Gutmann κατά την 31/12/2012.
- Από την παρούσα αξία των μελλοντικών ελεύθερων ταμειακών ροών της εταιρείας αφαιρείται ο καθαρός δανεισμός της κατά την ίδια ημερομηνία.
- Ο ακόλουθος πίνακας συνοψίζει τα αποτελέσματα της αποτίμησης.

€'000		2013 Πρόβλεψη	2014 Πρόβλεψη	2015 Πρόβλεψη	2016 Πρόβλεψη	2017 Πρόβλεψη	Διηνεκές
Ελεύθερες ταμειακές ροές		342	2.228	2.756	3.808	4.839	43.951
Συντελεστής προεξόφλησης		0,95	0,85	0,76	0,68	0,61	0,57
Καθαρή παρούσα αξία	34.946	324	1.885	2.086	2.577	2.929	25.146
(-) Καθαρός δανεισμός 31/12/2012	(8.471)						
ΑΞΙΑ Ι.Κ. 31/12/2012	**26.476**						

- Η αξία στο διηνεκές (terminal value) υπολογίστηκε με βάση τον τύπο:

  *Ελεύθερες Ταμειακές Ροές 2017 * (1+g) / (WACC – g)*

  Το g εκφράζει το ρυθμό αύξησης των ταμειακών ροών της εταιρείας στο διηνεκές (perpetuity growth factor) και στην προεξόφληση του ανωτέρω πίνακα υπολογίστηκε σε 1,0%.

Ανάλυση ευαισθησίας

- Στη συνέχεια διενεργήσαμε ανάλυση ευαισθησίας για διάφορα επίπεδα ανάπτυξης στο διηνεκές (g ± 0,50%), καθώς επίσης και για διάφορα επίπεδα ΜΣΚΚ (WACC ± 0,50%), προκειμένου να καταλήξουμε σε ένα εύρος αξιών για τη Gutmann.
- Ο ακόλουθος πίνακας συνοψίζει τα αποτελέσματα της ανάλυσής μας.

Growth	WACC 11,3%	11,8%	12,3%
0,50%	27.374	25.542	**23.871**
1,00%	28.431	**26.476**	24.699
1,50%	**29.595**	27.500	25.604

Αξία Ι.Κ. Gutmann (€'000)

- Με βάση τα παραπάνω, το εύρος αξιών για τη Gutmann σύμφωνα με τη μέθοδο των προεξοφλημένων ελεύθερων ταμειακών ροών κυμαίνεται μεταξύ **€ 23,9 εκ.** και **€ 29,6 εκ.**

Gutmann – Πολλαπλάσια χρηματιστηριακών δεικτών

Γενικά

- Η δεύτερη μέθοδος που χρησιμοποιήθηκε για την αποτίμηση της Gutmann είναι η μέθοδος των πολλαπλασίων χρηματιστηριακών δεικτών ομοειδών εταιρειών (comparable companies' multiples)
- Το δείγμα ομοειδών εταιρειών του ομίλου Gutmann περιλαμβάνει τις ακόλουθες εισηγμένες σε χρηματιστήρια του εξωτερικού εταιρείες:
  - Norsk Hydro ASA
  - AMAG Austria Metall AG
  - Aluminiumwerk Unna AG
  - Profilgruppen AB
  - Alcoa Inc.
  - Kaiser Aluminum Corp.
  - Grupa Kety SA
- Τα πολλαπλάσια τα οποία εξετάσαμε είναι τα ακόλουθα:
  - P/E – Κεφαλαιοποίηση / Καθαρά Κέρδη
  - EV/EBITDA – Αξία Επιχείρησης / Κέρδη προ τόκων, φόρων & αποσβέσεων
- Τα κριτήρια που εφαρμόστηκαν κατά την ανάλυσή μας συνοψίζονται ως ακολούθως:
  - Υπολογισμός των πολλαπλασίων χρησιμοποιώντας μέσες κεφαλαιοποιήσεις των τελευταίων 1, 3, 6 και 12 μηνών με τελευταία ημέρα διαπραγμάτευσης των μετοχών την 31/12/2012.
  - Εφαρμογή οικονομικών στοιχείων των εταιρειών του δείγματος για την περίοδο που αφορά τους τελευταίους 12 μήνες (έτησια ή trailing 12 months).
- Ανάλυση των πολλαπλασίων που υπολογίστηκαν με βάση τα ανωτέρω, παρουσιάζεται στο παράρτημα IV της παρούσας.
- Για τον υπολογισμό της αξίας των Ιδίων Κεφαλαίων της Gutmann, τα ανωτέρω πολλαπλάσια εφαρμόστηκαν στα εκτιμώμενα οικονομικά στοιχεία της εταιρείας της 31/12/2012, όπως αυτά προσδιορίζονται στο επιχειρηματικό της σχέδιο.
- Σημειώνεται ότι οι μετοχές της Gutman δεν είναι εισηγμένες σε κάποιο χρηματιστήριο και κατά συνέπεια στις αξίες που προέκυψαν εφαρμόστηκε απομείωση λόγω περιορισμένης δυνατότητας μεταβίβασης μετοχών (illiquidity discount) 30%.

Αποτελέσματα πολλαπλασίων χρηματιστηριακών δεικτών

- Ο πίνακας που ακολουθεί παρουσιάζει τα πολλαπλάσια που προέκυψαν, τα οποία σταθμίστηκαν ανάλογα με την καταλληλότητά τους για τον υπολογισμό της αξίας της Gutmann και τέλος τα αποτελέσματα της αποτίμησης με βάση τη μέθοδο των πολλαπλασίων χρηματιστηριακών δεικτών.

	Gutmann Οικονομικά Στοιχεία	Πολλαπλάσια				Αξία Ιδίων Κεφαλαίων				Στάθμιση
€'000	2012	12M	6M	3M	1M	12M	6M	3M	1M	(%)
P/Earnings	-1.314	11,29	11,60	11,64	12,08	na	na	na	na	50%
EV/EBITDA	5.463	6,69	6,59	6,71	6,49	28.056	27.531	28.163	26.966	50%
Καθαρός Δανεισμός 31/12/2012	8.471									
Σταθμισμένη αξία						**28.056**	**27.531**	**28.163**	**26.966**	**100%**
Απομείωση αξίας λόγω έλλειψης εμπορευσιμότητας (30%)						(8.417)	(8.259)	(8.449)	(8.090)	
Αξία Ι.Κ. την 31/12/2012						**19.639**	**19.272**	**19.714**	**18.876**	

- Σύμφωνα με τα στοιχεία του ανωτέρω πίνακα, η αξία της Gutmann με βάση την εν λόγω μεθοδολογία κυμαίνεται μεταξύ **€ 18,9 εκ.** και **€ 19,7 εκ.**

Gutmann – Αποτελέσματα αποτίμησης

Αποτελέσματα αποτίμησης

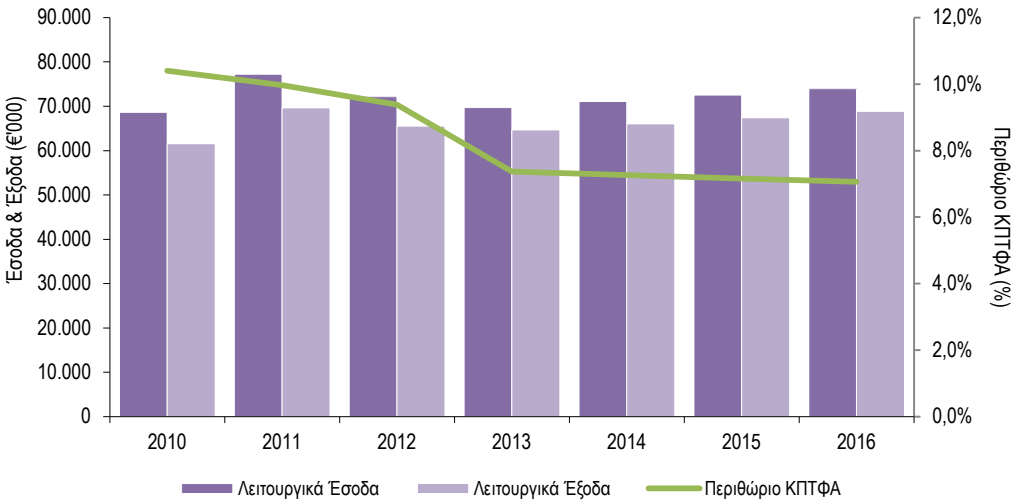
- Συμπερασματικά, το εύρος αξιών της Gutmann, το οποίο προκύπτει εφαρμόζοντας κατάλληλους συντελεστές στάθμισης σε κάθε μέθοδο αποτίμησης έχει ως εξής:

€'000	Κατώτερη	Ανώτερη	Στάθμιση
DFCF	23.871	29.595	40%
Πολλαπλάσια χρημ/κών δεικτών	18.876	19.714	60%
Σύνολο	**20.874**	**23.666**	**100%**

- Σύμφωνα με τα ανωτέρω, το εύρος αξιών της Gutmann κυμαίνεται μεταξύ **€ 20,9 εκ.** και **€ 23,7 εκ.**

Gartner – Βασικές παραδοχές επιχειρηματικού σχεδίου

Έσοδα, έξοδα & περιθώριο ΚΠΤΦΑ



- Ο κύκλος εργασιών της Gartner αναμένεται να αυξάνεται κατά μέσο όρο 0,6% μετά το 2012.
- Η Διοίκηση εκτιμά ότι το μικτό περιθώριο κέρδους θα μειωθεί το 2013 σε 11,1% από 12,7% το 2012, ενώ αναμένεται να παραμείνει σταθερό έως το 2016.
- Το περιθώριο ΚΠΤΦΑ αναμένεται να μειωθεί από 9,4% το 2012 σε 7,4% το 2013 και να συνεχίσει πτωτικά έως το 7,1% το 2016.
- Συνεπώς, η Διοίκηση εκτιμά ότι η Gartner θα επηρεαστεί περισσότερο από την οικονομική κρίση στην Ευρώπη, που έχει επηρεάσει και τη Γερμανική αγορά.

Σύνοψη προβλέψεων αποτελεσμάτων

- Ο ακόλουθος πίνακας συνοψίζει τα προβλεπόμενα αποτελέσματα της Gartner για την περίοδο 2012 – 2016, όπως αυτά μας παρασχέθηκαν από τη Διοίκηση.

€'000	2012 Πρόβλεψη	2013 Πρόβλεψη	2014 Πρόβλεψη	2015 Πρόβλεψη	2016 Πρόβλεψη
Κύκλος εργασιών	71.114	68.610	69.982	71.382	72.809
Κόστος πωλήσεων	(62.070)	(60.994)	(62.214)	(63.458)	(64.727)
Μικτό κέρδος	**9.044**	**7.616**	**7.768**	**7.923**	**8.082**
% επί των πωλήσεων	*12,7%*	*11,1%*	*11,1%*	*11,1%*	*11,1%*
Άλλα έσοδα	1.084	1.105	1.127	1.150	1.173
Έξοδα διοίκησης	(5.707)	(5.821)	(5.938)	(6.057)	(6.178)
Έξοδα διάθεσης	(1.197)	(1.221)	(1.246)	(1.271)	(1.296)
Άλλα έξοδα	(315)	(321)	(328)	(334)	(341)
Αποσβέσεις	3.760	3.700	3.700	3.700	3.700
ΚΠΤΦΑ	**6.668**	**5.057**	**5.084**	**5.112**	**5.140**
% επί των πωλήσεων	*9,4%*	*7,4%*	*7,3%*	*7,2%*	*7,1%*
Πιστωτικοί τόκοι	1	1	1	1	1
Χρεωστικοί τόκοι	(263)	(158)	(158)	(158)	(158)
Αποσβέσεις	(3.760)	(3.700)	(3.700)	(3.700)	(3.700)
ΚΕΡΔΗ προ ΦΟΡΩΝ	**2.646**	**1.200**	**1.227**	**1.255**	**1.283**
% επί των πωλήσεων	*3,7%*	*1,7%*	*1,8%*	*1,8%*	*1,8%*
Φόρος εισοδήματος	(733)	(332)	(340)	(348)	(355)
Φορολογικός συντελεστής	*27,7%*	*27,7%*	*27,7%*	*27,7%*	*27,7%*
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ	**1.913**	**868**	**887**	**907**	**928**
% επί των πωλήσεων	*2,7%*	*1,3%*	*1,3%*	*1,3%*	*1,3%*

CAGR: 0,6%

Προβλέψεις ισολογισμού

- **Επενδύσεις:** ίσες με τις αποσβέσεις.
- **Αποθέματα:** περίπου 58 ημέρες (βάσει μ.ο. ιστορικών στοιχείων).
- **Απαιτήσεις:** περίπου 24 ημέρες (βάσει μ.ο. ιστορικών στοιχείων).
- **Λοιπές απαιτήσεις:** περίπου 6 ημέρες (βάσει μ.ο. ιστορικών στοιχείων).
- **Προμηθευτές:** περίπου 17 ημέρες (βάσει μ.ο. ιστορικών στοιχείων).
- **Λοιπές υποχρεώσεις:** περίπου 15 ημέρες (βάσει μ.ο. ιστορικών στοιχείων).

Gartner – Προεξοφλημένες ελεύθερες ταμειακές ροές

Ταμειακές ροές

- Με βάση τις παραδοχές του επιχειρηματικού σχεδίου της Gartner που μας παρασχέθηκαν από τη Διοίκηση και αναλύθηκαν ανωτέρω, οι εκτιμώμενες ταμειακές ροές για την περίοδο 2013–2016 έχουν ως ακολούθως:

€'000	2013 Πρόβλεψη	2014 Πρόβλεψη	2015 Πρόβλεψη	2016 Πρόβλεψη
ΕΛΕΥΘΕΡΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ				
ΚΕΡΔΗ μετά ΦΟΡΩΝ	868	887	907	928
(+) Καταβληθέντες τόκοι	157	157	157	157
(-) Φορολογική απαλλαγή τόκων	(44)	(44)	(44)	(44)
(+) Αποσβέσεις	3.700	3.700	3.700	3.700
ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ	4.681	4.701	4.721	4.741
(-) Μεταβολή κεφαλαίου κίνησης	1.185	(198)	(201)	(205)
(-) Κεφαλαιουχικές δαπάνες	(3.700)	(3.700)	(3.700)	(3.700)
ΣΥΝΟΛΟ ΕΠΕΝΔΕΔΥΜΕΝΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	(2.515)	(3.898)	(3.901)	(3.905)
ΕΛΕΥΘΕΡΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ	**2.166**	**803**	**819**	**836**

Προεξοφλητικό επιτόκιο

- Σύμφωνα με τα όσα αναλύθηκαν στο Κεφάλαιο 4 «Μεθοδολογία αποτίμησης/ Ελεύθερες ταμειακές ροές/ Προεξοφλητικό επιτόκιο», καθώς και την παράγραφο «Gutmann – Προεξοφλημένες ελεύθερες ταμειακές ροές/ Προεξοφλητικό επιτόκιο» του παρόντος κεφαλαίου, το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου του ομίλου Gutmann διαμορφώθηκε σε 11,81%.

Αποτελέσματα προεξοφλημένων ελεύθερων ταμειακών ροών

- Βασιζόμενοι στα ανωτέρω, προχωρούμε στην προεξόφληση των ελεύθερων ταμειακών ροών με βάση την οποία θα προκύψει η αξία της Gartner κατά την 31/12/2012.
- Από την παρούσα αξία των μελλοντικών ελεύθερων ταμειακών ροών της εταιρείας αφαιρείται ο καθαρός δανεισμός της κατά την ίδια ημερομηνία.
- Ο ακόλουθος πίνακας συνοψίζει τα αποτελέσματα της αποτίμησης.

€'000		2013 Πρόβλεψη	2014 Πρόβλεψη	2015 Πρόβλεψη	2016 Πρόβλεψη	Διηνεκές
Ελεύθερες ταμειακές ροές		2.166	803	819	836	8.780
Συντελεστής προεξόφλησης		0,95	0,85	0,76	0,68	0,64
Καθαρή παρούσα αξία	9.532	2.050	680	620	566	5.616
(-) Καθαρός δανεισμός 31/12/2012	(3.898)					
ΑΞΙΑ Ι.Κ. 31/12/2012	**5.634**					

- Η αξία στο διηνεκές (terminal value) υπολογίστηκε με βάση τον τύπο:

*Ελεύθερες Ταμειακές Ροές 2016 * (1+g) / (WACC – g) , όπου g = 1,0%*

Ανάλυση ευαισθησίας

- Στη συνέχεια διενεργήσαμε ανάλυση ευαισθησίας για διάφορα επίπεδα ανάπτυξης στο διηνεκές (g ± 0,50%), καθώς επίσης και για διάφορα επίπεδα ΜΣΚΚ (WACC ± 0,50%), προκειμένου να καταλήξουμε σε ένα εύρος αξιών για τη Gartner.
- Ο ακόλουθος πίνακας συνοψίζει τα αποτελέσματα της ανάλυσής μας.

Growth	WACC 11,3%	WACC 11,8%	WACC 12,3%
0,50%	5.729	5.356	**5.015**
1,00%	6.038	**5.634**	5.266
1,50%	**6.378**	5.938	5.540

Αξία Ι.Κ. Gartner (€'000)

- Με βάση τα παραπάνω, το εύρος αξιών για τη Gartner σύμφωνα με τη μέθοδο των προεξοφλημένων ελεύθερων ταμειακών ροών κυμαίνεται μεταξύ **€ 5,0 εκ.** και **€ 6,4 εκ.**

Gartner – Πολλαπλάσια χρημ/κών δεικτών

Γενικά

- Η δεύτερη μέθοδος που χρησιμοποιήθηκε για την αποτίμηση της Gartner είναι η μέθοδος των πολλαπλασίων χρηματιστηριακών δεικτών ομοειδών εταιρειών (comparable companies' multiples)
- Το δείγμα ομοειδών εταιρειών, καθώς και η εφαρμογή της μεθόδου είναι αντίστοιχα της αποτίμησης της Gutmann που παρουσιάστηκε σε προηγούμενη παράγραφο.

Αποτελέσματα πολλαπλασίων χρηματιστηριακών δεικτών

- Ο πίνακας που ακολουθεί παρουσιάζει τα αποτελέσματα της αποτίμησης με βάση τη μέθοδο των πολλαπλασίων χρηματιστηριακών δεικτών.

	Gartner Οικονομικά Στοιχεία	Πολλαπλάσια				Αξία Ιδίων Κεφαλαίων				Στάθμιση
€'000	2012	12M	6M	3M	1M	12M	6M	3M	1M	(%)
P/Earnings	1.913	11,29	11,60	11,64	12,08	21.590	22.187	22.258	23.103	50%
EV/EBITDA	6.668	6,69	6,59	6,71	6,49	40.689	40.048	40.819	39.358	50%
Καθαρός Δανεισμός 31/12/2012	3.898									
Σταθμισμένη αξία						**31.140**	**31.118**	**31.538**	**31.231**	**100%**
Απομείωση αξίας λόγω έλλειψης εμπορευσιμότητας (30%)						(9.342)	(9.335)	(9.462)	(9.369)	
Αξία Ι.Κ. την 31/12/2012						**21.798**	**21.782**	**22.077**	**21.861**	

- Σύμφωνα με τα στοιχεία του ανωτέρω πίνακα, η αξία της Gartner με βάση την εν λόγω μεθοδολογία κυμαίνεται μεταξύ **€ 21,8 εκ.** και **€ 22,1 εκ.**

Gartner – Αποτελέσματα αποτίμησης

Αποτελέσματα αποτίμησης

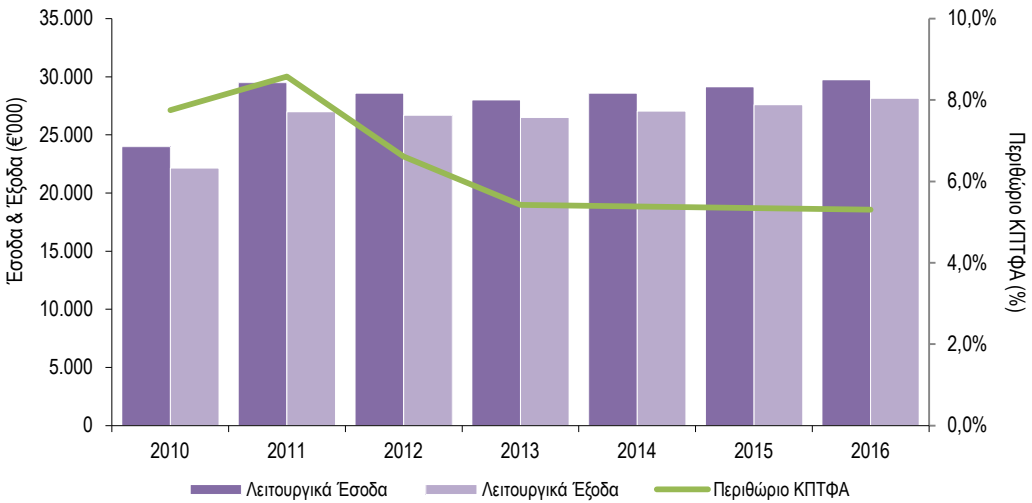
- Συμπερασματικά, το εύρος αξιών της Gartner, το οποίο προκύπτει εφαρμόζοντας κατάλληλους συντελεστές στάθμισης σε κάθε μέθοδο αποτίμησης έχει ως εξής:

€'000	Κατώτερη	Ανώτερη	Στάθμιση
DFCF	5.015	6.378	40%
Πολλαπλάσια χρημ/κών δεικτών	21.782	22.077	60%
Σύνολο	**15.075**	**15.797**	**100%**

- Σύμφωνα με τα ανωτέρω, το εύρος αξιών της Gartner κυμαίνεται μεταξύ **€ 15,1 εκ.** και **€ 15,8 εκ.**

Aluminium Draht – Βασικές παραδοχές επιχειρηματικού σχεδίου

Έσοδα, έξοδα & περιθώριο ΚΠΤΦΑ



- Ο κύκλος εργασιών της Aluminium Draht αναμένεται να αυξάνεται κατά μέσο όρο 1,0% μετά το 2012.
- Η Διοίκηση εκτιμά ότι το μικτό περιθώριο κέρδους θα μειωθεί το 2013 σε 12,1% από 13,0% το 2012, ενώ αναμένεται να παραμείνει σταθερό έως το 2016.
- Το περιθώριο ΚΠΤΦΑ αναμένεται να μειωθεί από 6,6% το 2012 σε 5,4% το 2013 και να παραμείνει σταθερό έως το 2016.
- Συνεπώς, η Διοίκηση εκτιμά ότι θα μειωθεί η κερδοφορία της Aluminium Draht το 2013, αλλά θα παραμείνει σταθερή η πορεία της κατά τη διάρκεια του επιχειρηματικού σχεδίου.

Σύνοψη προβλέψεων αποτελεσμάτων

- Ο ακόλουθος πίνακας συνοψίζει τα προβλεπόμενα αποτελέσματα της Aluminium Draht για την περίοδο 2012 – 2016, όπως αυτά μας παρασχέθηκαν από τη Διοίκηση.

€'000	2012 Πρόβλεψη	2013 Πρόβλεψη	2014 Πρόβλεψη	2015 Πρόβλεψη	2016 Πρόβλεψη
Κύκλος εργασιών	28.464	27.895	28.453	29.022	29.603
Κόστος πωλήσεων	(24.759)	(24.512)	(25.002)	(25.502)	(26.012)
Μικτό κέρδος	**3.705**	**3.383**	**3.451**	**3.520**	**3.591**
% επί των πωλήσεων	*13,0%*	*12,1%*	*12,1%*	*12,1%*	*12,1%*
Άλλα έσοδα	117	120	122	125	127
Έξοδα διοίκησης	(1.610)	(1.643)	(1.675)	(1.709)	(1.743)
Έξοδα διάθεσης	(828)	(845)	(862)	(879)	(897)
Άλλα έξοδα	(73)	(74)	(76)	(77)	(79)
Αποσβέσεις	571	571	571	571	571
ΚΠΤΦΑ	**1.882**	**1.513**	**1.532**	**1.551**	**1.570**
% επί των πωλήσεων	*6,6%*	*5,4%*	*5,4%*	*5,3%*	*5,3%*
Πιστωτικοί τόκοι	1	-	-	-	-
Χρεωστικοί τόκοι	(26)	(26)	(26)	(26)	(26)
Αποσβέσεις	(571)	(571)	(571)	(571)	(571)
ΚΕΡΔΗ προ ΦΟΡΩΝ	**1.285**	**915**	**934**	**953**	**973**
% επί των πωλήσεων	*4,5%*	*3,3%*	*3,3%*	*3,3%*	*3,3%*
Φόρος εισοδήματος	(356)	(253)	(259)	(264)	(269)
Φορολογικός συντελεστής	*27,7%*	*27,7%*	*27,7%*	*27,7%*	*27,7%*
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ	**929**	**662**	**675**	**689**	**703**
% επί των πωλήσεων	*3,3%*	*2,4%*	*2,4%*	*2,4%*	*2,4%*

CAGR: 1,0%

Προβλέψεις ισολογισμού

- **Επενδύσεις:** περίπου ίσες με τις αποσβέσεις.
- **Αποθέματα:** περίπου 54 ημέρες (βάσει μ.ο. ιστορικών στοιχείων).
- **Απαιτήσεις:** περίπου 30 ημέρες (βάσει μ.ο. ιστορικών στοιχείων).
- **Λοιπές απαιτήσεις:** περίπου 3 ημέρες (βάσει μ.ο. ιστορικών στοιχείων).
- **Προμηθευτές:** περίπου 32 ημέρες (βάσει μ.ο. ιστορικών στοιχείων).
- **Λοιπές υποχρεώσεις:** περίπου 11 ημέρες (βάσει μ.ο. ιστορικών στοιχείων).

Aluminium Draht – Προεξοφλημένες ελεύθερες ταμειακές ροές

Ταμειακές ροές

- Με βάση τις παραδοχές του επιχειρηματικού σχεδίου της Aluminium Draht που μας παρασχέθηκαν από τη Διοίκηση και αναλύθηκαν ανωτέρω, οι εκτιμώμενες ταμειακές ροές για την περίοδο 2013–2016 έχουν ως ακολούθως:

€'000	2013 Πρόβλεψη	2014 Πρόβλεψη	2015 Πρόβλεψη	2016 Πρόβλεψη
ΕΛΕΥΘΕΡΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ				
ΚΕΡΔΗ μετά ΦΟΡΩΝ	662	675	689	703
(+) Καταβληθέντες τόκοι	26	26	26	26
(-) Φορολογική απαλλαγή τόκων	(7)	(7)	(7)	(7)
(+) Αποσβέσεις	571	571	571	571
ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ	1.252	1.266	1.279	1.294
(-) Μεταβολή κεφαλαίου κίνησης	1.167	(63)	(64)	(66)
(-) Κεφαλαιουχικές δαπάνες	(570)	(570)	(570)	(570)
ΣΥΝΟΛΟ ΕΠΕΝΔΕΔΥΜΕΝΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	597	(633)	(634)	(636)
ΕΛΕΥΘΕΡΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ	**1.849**	**632**	**645**	**658**

Προεξοφλητικό επιτόκιο

- Σύμφωνα με τα όσα αναλύθηκαν στο Κεφάλαιο 4 «Μεθοδολογία αποτίμησης/ Ελεύθερες ταμειακές ροές/ Προεξοφλητικό επιτόκιο», καθώς και την παράγραφο «Gutmann – Προεξοφλημένες ελεύθερες ταμειακές ροές/ Προεξοφλητικό επιτόκιο» του παρόντος κεφαλαίου, το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου του ομίλου Gutmann διαμορφώθηκε σε 11,81%.

Αποτελέσματα προεξοφλημένων ελεύθερων ταμειακών ροών

- Βασιζόμενοι στα ανωτέρω, προχωρούμε στην προεξόφληση των ελεύθερων ταμειακών ροών με βάση την οποία θα προκύψει η αξία της Aluminium Draht κατά την 31/12/2012.
- Από την παρούσα αξία των μελλοντικών ελεύθερων ταμειακών ροών της εταιρείας αφαιρείται ο καθαρός δανεισμός της κατά την ίδια ημερομηνία.
- Ο ακόλουθος πίνακας συνοψίζει τα αποτελέσματα της αποτίμησης.

€'000		2013 Πρόβλεψη	2014 Πρόβλεψη	2015 Πρόβλεψη	2016 Πρόβλεψη	Διηνεκές
Ελεύθερες ταμειακές ροές		1.849	632	645	658	6.446
Συντελεστής προεξόφλησης		0,95	0,85	0,76	0,68	0,64
Καθαρή παρούσα αξία	7.342	1.750	535	488	445	4.123
(-) Καθαρός δανεισμός 31/12/2012	(728)					
ΑΞΙΑ Ι.Κ. 31/12/2012	**6.613**					

- Η αξία στο διηνεκές (terminal value) υπολογίστηκε με βάση τον τύπο:

*Ελεύθερες Ταμειακές Ροές 2016 * (1+g) / (WACC – g) , όπου g = 1,0%*

Ανάλυση ευαισθησίας

- Στη συνέχεια διενεργήσαμε ανάλυση ευαισθησίας για διάφορα επίπεδα ανάπτυξης στο διηνεκές (g ± 0,50%), καθώς επίσης και για διάφορα επίπεδα ΜΣΚΚ (WACC ± 0,50%), προκειμένου να καταλήξουμε σε ένα εύρος αξιών για τη Aluminium Draht.
- Ο ακόλουθος πίνακας συνοψίζει τα αποτελέσματα της ανάλυσής μας.

Growth	WACC 11,3%	WACC 11,8%	WACC 12,3%
0,50%	6.785	6.503	**6.246**
1,00%	6.912	**6.613**	6.341
1,50%	**7.051**	6.734	6.446

Αξία Ι.Κ. Aluminium Draht (€'000)

- Με βάση τα παραπάνω, το εύρος αξιών της συμμετοχής της Gutmann (**49%**) στην Aluminium Draht, σύμφωνα με τη μέθοδο των προεξοφλημένων ελεύθερων ταμειακών ροών, κυμαίνεται μεταξύ **€ 3,1 εκ.** και **€ 3,5 εκ.**

Aluminium Draht – Πολλαπλάσια χρημ/κών δεικτών

Γενικά

- Η δεύτερη μέθοδος που χρησιμοποιήθηκε για την αποτίμηση της Aluminium Draht είναι η μέθοδος των πολλαπλασίων χρηματιστηριακών δεικτών ομοειδών εταιρειών (comparable companies' multiples)
- Το δείγμα ομοειδών εταιρειών, καθώς και η εφαρμογή της μεθόδου είναι αντίστοιχα της αποτίμησης της Gutmann που παρουσιάστηκε σε προηγούμενη παράγραφο.

Αποτελέσματα πολλαπλασίων χρηματιστηριακών δεικτών

- Ο πίνακας που ακολουθεί παρουσιάζει τα αποτελέσματα της αποτίμησης με βάση τη μέθοδο των πολλαπλασίων χρηματιστηριακών δεικτών.

Aluminium Draht Οικονομικά Στοιχεία €'000	2012	Πολλαπλάσια 12M	6M	3M	1M	Αξία Ιδίων Κεφαλαίων 12M	6M	3M	1M	Στάθμιση (%)
P/Earnings	929	11,29	11,60	11,64	12,08	10.490	10.780	10.814	11.225	50%
EV/EBITDA	1.882	6,69	6,59	6,71	6,49	11.858	11.677	11.894	11.482	50%
Καθαρός Δανεισμός 31/12/2012	728									
Σταθμισμένη αξία						**11.174**	**11.228**	**11.354**	**11.353**	**100%**
Απομείωση αξίας λόγω έλλειψης εμπορευσιμότητας (30%)						(3.352)	(3.368)	(3.406)	(3.406)	
Αξία Ι.Κ. την 31/12/2012						**7.822**	**7.860**	**7.948**	**7.947**	
Αξία ποσοστού συμμετοχής της Gutmann (49%)						**3.833**	**3.851**	**3.894**	**3.894**	

- Σύμφωνα με τα στοιχεία του ανωτέρω πίνακα, η αξία της συμμετοχής της Gutmann (**49%**) στην Aluminium Draht, με βάση την εν λόγω μεθοδολογία, κυμαίνεται μεταξύ **€ 3,8 εκ.** και **€ 3,9 εκ.**

Aluminium Draht – Αποτελέσματα αποτίμησης

Αποτελέσματα αποτίμησης

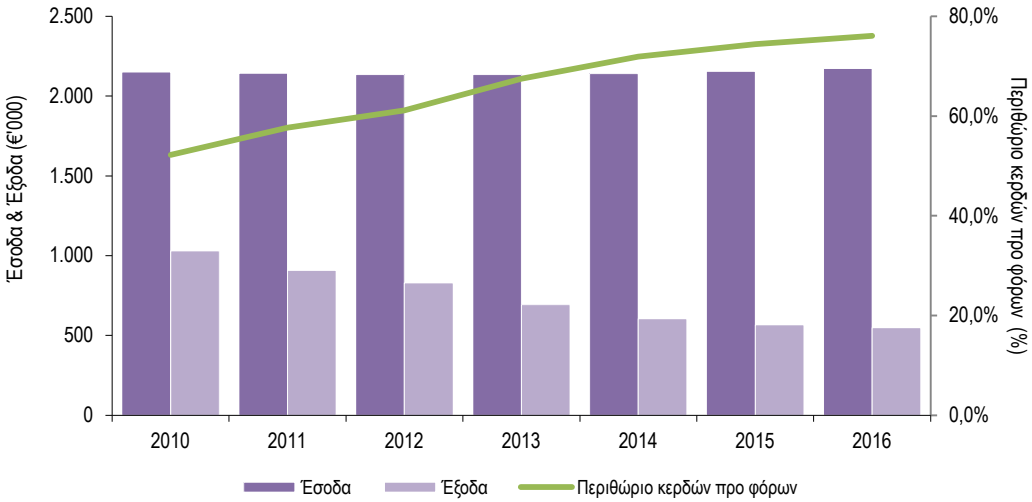
- Συμπερασματικά, το εύρος αξιών της συμμετοχής της Gutmann (49%) στην Aluminium Draht, το οποίο προκύπτει εφαρμόζοντας κατάλληλους συντελεστές στάθμισης σε κάθε μέθοδο αποτίμησης έχει ως εξής:

€'000	Κατώτερη	Ανώτερη	Στάθμιση
DFCF	3.060	3.455	40%
Πολλαπλάσια χρημ/κών δεικτών	3.833	3.894	60%
Σύνολο	**3.524**	**3.719**	**100%**

- Σύμφωνα με τα ανωτέρω, το εύρος αξιών της συμμετοχής της Gutmann (49%) στην Aluminium Draht κυμαίνεται μεταξύ **€ 3,5 εκ.** και **€ 3,7 εκ.**

Immobilien – Βασικές παραδοχές επιχειρηματικού σχεδίου

Έσοδα, έξοδα & περιθώριο κερδών προ φόρων



- Ο κύκλος εργασιών της Immobilien αποτελείται από τα ενοίκια που λαμβάνει κυρίως από την Gutmann και αναμένεται να παραμείνει σταθερός κατά τη διάρκεια του επιχειρηματικού σχεδίου.
- Το περιθώριο κερδών προ φόρων αναμένεται να βελτιωθεί σταδιακά εξαιτίας της μείωσης των χρεωστικών τόκων, μετά τη σταδιακή αποπληρωμή των δανείων της.
- Σημειώνεται ότι η Immobilien δεν υπόκειται σε φορολογία, εξαιτίας του ειδικού καθεστώτος σύστασής της.

Σύνοψη προβλέψεων αποτελεσμάτων

- Ο ακόλουθος πίνακας συνοψίζει τα προβλεπόμενα αποτελέσματα της Immobilien για την περίοδο 2012 – 2016, όπως αυτά μας παρασχέθηκαν από τη Διοίκηση.

€'000	2012 Πρόβλεψη	2013 Πρόβλεψη	2014 Πρόβλεψη	2015 Πρόβλεψη	2016 Πρόβλεψη
Κύκλος εργασιών	2.135	2.135	2.135	2.135	2.135
Λειτουργικά έξοδα	(541)	(541)	(541)	(541)	(541)
Αποσβέσεις	417	417	417	417	417
ΚΠΤΦΑ	**2.011**	**2.011**	**2.011**	**2.011**	**2.011**
% επί των πωλήσεων	*94,2%*	*94,2%*	*94,2%*	*94,2%*	*94,2%*
Πιστωτικοί τόκοι	0	0	6	20	39
Χρεωστικοί τόκοι	(288)	(152)	(63)	(24)	(7)
Αποσβέσεις	(417)	(417)	(417)	(417)	(417)
ΚΕΡΔΗ προ ΦΟΡΩΝ	**1.305**	**1.441**	**1.536**	**1.589**	**1.625**
% επί των πωλήσεων	*61,1%*	*67,5%*	*71,9%*	*74,4%*	*76,1%*
Αναβαλόμενοι φόροι	24	-	-	-	-
Φόρος εισοδήματος	(0)	-	-	-	-
Φορολογικός συντελεστής	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ	**1.329**	**1.441**	**1.536**	**1.589**	**1.625**
% επί των πωλήσεων	*62,3%*	*67,5%*	*71,9%*	*74,4%*	*76,1%*

Immobilien – Προεξοφλημένες ελεύθερες ταμειακές ροές

Ταμειακές ροές

- Με βάση τις παραδοχές του επιχειρηματικού σχεδίου της Immobilien που μας παρασχέθηκαν από τη Διοίκηση και αναλύθηκαν ανωτέρω, οι εκτιμώμενες ταμειακές ροές για την περίοδο 2013–2016 έχουν ως ακολούθως:

€'000	2013 Πρόβλεψη	2014 Πρόβλεψη	2015 Πρόβλεψη	2016 Πρόβλεψη
ΕΛΕΥΘΕΡΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ				
ΚΕΡΔΗ μετά ΦΟΡΩΝ	1.441	1.536	1.589	1.625
(+) Καταβληθέντες τόκοι	152	58	4	(31)
(+) Αποσβέσεις	417	417	417	417
ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ	2.011	2.011	2.011	2.011
(-) Μεταβολή κεφαλαίου κίνησης	(39)	-	-	(0)
(-) Κεφαλαιουχικές δαπάνες	-	-	-	-
ΣΥΝΟΛΟ ΕΠΕΝΔΕΔΥΜΕΝΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	(39)	-	-	(0)
ΕΛΕΥΘΕΡΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ	**1.972**	**2.011**	**2.011**	**2.011**

Προεξοφλητικό επιτόκιο

- Σύμφωνα με τα όσα αναλύθηκαν στο Κεφάλαιο 4 «Μεθοδολογία αποτίμησης/ Ελεύθερες ταμειακές ροές/ Προεξοφλητικό επιτόκιο», καθώς και την παράγραφο «Gutmann – Προεξοφλημένες ελεύθερες ταμειακές ροές/ Προεξοφλητικό επιτόκιο» του παρόντος κεφαλαίου, το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου του ομίλου Gutmann διαμορφώθηκε σε 11,81%.

Αποτελέσματα προεξοφλημένων ελεύθερων ταμειακών ροών

- Βασιζόμενοι στα ανωτέρω, προχωρούμε στην προεξόφληση των ελεύθερων ταμειακών ροών με βάση την οποία θα προκύψει η αξία της Immobilien κατά την 31/12/2012.
- Από την παρούσα αξία των μελλοντικών ελεύθερων ταμειακών ροών της εταιρείας αφαιρείται ο καθαρός δανεισμός της κατά την ίδια ημερομηνία.
- Ο ακόλουθος πίνακας συνοψίζει τα αποτελέσματα της αποτίμησης.

€'000		2013 Πρόβλεψη	2014 Πρόβλεψη	2015 Πρόβλεψη	2016 Πρόβλεψη	Διηνεκές
Ελεύθερες ταμειακές ροές		1.972	2.011	2.011	2.011	10.440
Συντελεστής προεξόφλησης		0,95	0,85	0,76	0,68	0,64
Καθαρή παρούσα αξία	13.128	1.865	1.701	1.522	1.361	6.679
(-) Καθαρός δανεισμός 31/12/2012	(3.205)					
ΑΞΙΑ Ι.Κ. 31/12/2012	**9.923**					

- Η αξία στο διηνεκές (terminal value) υπολογίστηκε με βάση τον τύπο:

*Ελεύθερες Ταμειακές Ροές 2016 * (1+g) / (WACC – g) , όπου g = 1,0%*

Ανάλυση ευαισθησίας

- Στη συνέχεια διενεργήσαμε ανάλυση ευαισθησίας για διάφορα επίπεδα ανάπτυξης στο διηνεκές (g ± 0,50%), καθώς επίσης και για διάφορα επίπεδα ΜΣΚΚ (WACC ± 0,50%), προκειμένου να καταλήξουμε σε ένα εύρος αξιών για τη Immobilien.
- Ο ακόλουθος πίνακας συνοψίζει τα αποτελέσματα της ανάλυσής μας.

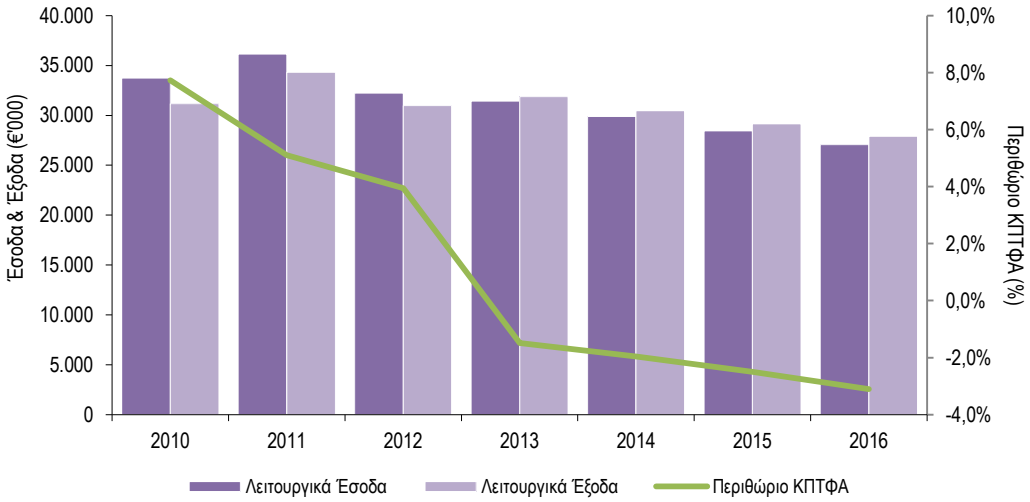
Growth	WACC 11,3%	WACC 11,8%	WACC 12,3%
0,50%	10.064	9.596	**9.166**
1,00%	10.428	**9.923**	9.461
1,50%	**10.828**	10.281	9.784

Αξία Ι.Κ. Immobilien (€'000)

- Με βάση τα παραπάνω, το εύρος αξιών της συμμετοχής της Gutmann (**94%**) στην Immobilien, σύμφωνα με τη μέθοδο των προεξοφλημένων ελεύθερων ταμειακών ροών, κυμαίνεται μεταξύ **€ 8,6 εκ.** και **€ 10,2 εκ.**

NordAlu – Βασικές παραδοχές επιχειρηματικού σχεδίου

Έσοδα, έξοδα & περιθώριο ΚΠΤΦΑ



- Ο κύκλος εργασιών της NordAlu αναμένεται να μειώνεται κατά μέσο όρο -4,4% μετά το 2012.
- Η Διοίκηση εκτιμά ότι το μικτό περιθώριο θα είναι αρνητικό το 2013 (-2,2%), ενώ αναμένεται να παραμείνει σταθερό σε περίπου 2,0% από το 2014 έως το 2016.
- Επίσης, το περιθώριο ΚΠΤΦΑ αναμένεται αρνητικό καθ' όλη τη διάρκεια του επιχειρηματικού σχεδίου.
- Συνεπώς, η Διοίκηση εκτιμά ότι με τις υπάρχουσες επιχειρηματικές συνθήκες, η εταιρεία δεν αναμένεται να είναι κερδοφόρος.

Σύνοψη προβλέψεων αποτελεσμάτων

- Ο ακόλουθος πίνακας συνοψίζει τα προβλεπόμενα αποτελέσματα της NordAlu για την περίοδο 2012 – 2016, όπως αυτά μας παρασχέθηκαν από τη Διοίκηση.

€'000	2012 Πρόβλεψη	2013 Πρόβλεψη	2014 Πρόβλεψη	2015 Πρόβλεψη	2016 Πρόβλεψη
Κύκλος εργασιών	31.734	30.919	29.373	27.905	26.510
Κόστος πωλήσεων	(30.788)	(31.610)	(28.780)	(27.326)	(25.944)
Μικτό κέρδος	**946**	**(691)**	**594**	**579**	**565**
% επί των πωλήσεων	*3,0%*	*-2,2%*	*2,0%*	*2,1%*	*2,1%*
Άλλα έσοδα	486	506	526	547	569
Έξοδα διοίκησης	(2.149)	(2.235)	(2.325)	(2.418)	(2.514)
Έξοδα διάθεσης	(655)	(681)	(708)	(736)	(766)
Άλλα έξοδα	(142)	(148)	(154)	(160)	(166)
Αποσβέσεις	2.765	2.791	1.491	1.491	1.491
ΚΠΤΦΑ	**1.251**	**(458)**	**(576)**	**(697)**	**(822)**
% επί των πωλήσεων	*3,9%*	*-1,5%*	*-2,0%*	*-2,5%*	*-3,1%*
Πιστωτικοί τόκοι	5	5	5	5	5
Χρεωστικοί τόκοι	(435)	(384)	(334)	(284)	(234)
Αποσβέσεις	(2.765)	(2.791)	(1.491)	(1.491)	(1.491)
ΚΕΡΔΗ προ ΦΟΡΩΝ	**(1.944)**	**(3.628)**	**(2.396)**	**(2.467)**	**(2.542)**
% επί των πωλήσεων	*-6,1%*	*-11,7%*	*-8,2%*	*-8,8%*	*-9,6%*

CAGR: -4,4%

- Συνεπώς, λαμβάνοντας υπόψη την αρνητική καθαρή θέση της NordAlu και τις αρνητικές προοπτικές του επιχειρηματικού σχεδίου που μας παρείχε η Διοίκηση, δεν κρίθηκε ως κατάλληλη η μέθοδος αποτίμησης των προεξοφλημένων ελεύθερων ταμειακών ροών για τον προσδιορισμό της αξίας της NordAlu.

NordAlu – Καθαρή θέση

Γενικά

- Η Λογιστική Καθαρή Θέση αντανακλά τη διαφορά μεταξύ του συνόλου του ενεργητικού και του συνόλου των υποχρεώσεων μιας εταιρείας και αποτελεί μια ένδειξη αξίας της εταιρείας προς αποτίμηση.
- Η παρούσα οικονομική κατάσταση της NordAlu, σε συνδυασμό με τις αρνητικές προοπτικές της, σύμφωνα με το επιχειρηματικό σχέδιο που μας παρασχέθηκε από τη Διοίκηση και αναλύθηκε στην προηγούμενη παράγραφο, καθιστούν τη μέθοδο της Καθαρής Θέσης ως την καταλληλότερη για τον προσδιορισμό της αξίας της εταιρείας.

Αποτελέσματα καθαρής θέσης

- Ακολούθως παρουσιάζεται η εκτίμηση της Διοίκησης αναφορικά με το ύψος των ιδίων κεφαλαίων της NordAlu κατά την 31/12/2012.

€'000	31/12/2012
Καθαρή θέση	(7.324)

- Σημειώνεται ότι ενώ η συμμετοχή της Gutmann στην NordAlu ανέρχεται σε **55%**, η αρνητική αξία συνυπολογίστηκε ολόκληρη λόγω του ότι η Gutmann έχει εγγυηθεί για τα δάνεια της NordAlu.
- Συνεπώς, σύμφωνα με την εν λόγω μέθοδο η αξία της NordAlu υπολογίζεται σε **€ -7,3 εκ**.

Κεφάλαιο 6: Συμπεράσματα

01. Σύνοψη
02. Πηγές πληροφόρησης
03. Παρουσίαση του ομίλου Gutmann
04. Μεθοδολογία αποτίμησης
05. Αποτίμηση του ομίλου Gutmann
06. Συμπεράσματα

Αποτελέσματα αποτίμησης

Συμπεράσματα

- Σύμφωνα με τα όσα αναφέρονται στο Κεφάλαιο 5, το εύρος αξιών του ομίλου Gutmann την 31/12/2012, όπως αυτό προκύπτει από την εφαρμογή των μεθόδων αποτίμησης για κάθε εταιρεία του Ομίλου, παρουσιάζεται στον πίνακα που ακολουθεί.

€'000	Κατώτερη	Ανώτερη
Gutmann (100%)	20.874	23.666
Gartner (100%)	15.075	15.797
Aluminium Draht (49%)	3.524	3.719
Immobilien (94%)	8.616	10.179
Nordalu (55%)	(7.324)	(7.324)
Συνολική αξία ομίλου Gutmann	**40.765**	**46.037**

- Σύμφωνα με τα ανωτέρω, το εύρος αξιών του ομίλου Gutmann κυμαίνεται μεταξύ **€ 40,8 εκ.** και **€ 46,0 εκ.**
- Η παραπάνω εργασία διενεργήθηκε σύμφωνα με τις οδηγίες και τις διαδικασίες που εφαρμόζει η Grant Thornton International, μέλος της οποίας είναι η εταιρεία μας.
- Κλείνοντας, θα θέλαμε να ευχαριστήσουμε τη Διοίκηση και το προσωπικό της ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε. για την πρόθυμη συνεργασία τους κατά τη διάρκεια του έργου μας.

Παραρτήματα

I. Σημαντικές παρατηρήσεις

II. Προφίλ ομοειδών εταιρειών

III. Beta ομοειδών εταιρειών

IV. Χρηματιστηριακά πολλαπλάσια ομοειδών εταιρειών

I. Σημαντικές παρατηρήσεις

- Η παρούσα μελέτη συντάχθηκε από την Grant Thornton Α.Ε. και απευθύνεται στη Διοίκηση της ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.
- Όλα τα έγγραφα, τα ιστορικά στοιχεία και οι πληροφορίες μας χορηγήθηκαν από τη Διοίκηση της ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε., όπως επίσης και οι εκτιμήσεις σχετικά με τη μελλοντική εξέλιξη των οικονομικών μεγεθών του ομίλου Gutmann. Οι πληροφορίες αυτές και τα στοιχεία (ιστορικά και μελλοντικά) δεν έχουν ελεγχθεί ανεξάρτητα από εμάς. Κατά συνέπεια, η Grant Thornton δεν μπορεί να εγγυηθεί σε κάποιον που θα διαβάσει την παρούσα για την ακρίβεια και την αξιοπιστία των εγγράφων και στοιχείων (ιστορικών και μελλοντικών) που μας έχουν παρασχεθεί από την ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.
- Η Grant Thornton Α.Ε. δεν αναλαμβάνει καμία ευθύνη ή υποχρέωση σε περίπτωση που κάποια πληροφορία ή γεγονός που έχει δοθεί, αποδειχθεί ανακριβής ή λανθασμένη ή παραπλανητική ή μη αποδεκτή. Δεν αναλαμβάνει καμία ευθύνη ή υποχρέωση ακόμη και στην περίπτωση που αποδειχθεί ότι η ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε. παρακράτησε σημαντικά έγγραφα και γεγονότα.
- Το μεγαλύτερο μέρος των πληροφοριών που χρησιμοποιήθηκαν για την εφαρμογή των μεθόδων αποτίμησης βασίσθηκε στα τελευταία και επίκαιρα στοιχεία. Ο καθορισμός της τελικής εκτίμησης της αξίας του ομίλου Gutmann βασίζεται στην αντικειμενική αλλά και την ποιοτική αξιολόγηση των μεγεθών, τα οποία αξιολογήθηκαν με βάση την εμπειρία και τη γνώση μας.
- Η έκφραση γνώμης βασίζεται επίσης στις επιχειρηματικές, οικονομικές και άλλες συνθήκες της αγοράς που επικρατούν κατά την ημερομηνία της παρούσας έκθεσης, στις τρέχουσες συνθήκες της οικονομίας αλλά και σε μακροοικονομικά στοιχεία. Δεν έχουμε οποιαδήποτε υποχρέωση αναθεώρησης της γνώμης μας σε περίπτωση αλλαγής των συνθηκών σε μεταγενέστερο στάδιο, εκτός αν μας ζητηθεί γραπτώς να το κάνουμε από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.
- Σημειώνεται ότι οι εκτιμήσεις για τη μελλοντική εξέλιξη διαφόρων μεγεθών που αποτύπωσε η Διοίκηση ενδέχεται να μεταβληθούν στο μέλλον λόγω αλλαγών των οικονομικών, επιχειρηματικών και άλλων συνθηκών της αγοράς εν γένει, με συνέπεια τη μεταβολή των σχετικών αποτελεσμάτων της αποτίμησής μας, μεταβολή η οποία μπορεί να είναι σημαντική και ουσιώδης.
- Προτείνεται πως ο οιοσδήποτε ενδιαφερόμενος για την παρούσα μελέτη θα πρέπει να εκτιμήσει, στηριζόμενος στην κρίση του, τα σχετικά οικονομικά στοιχεία και δεδομένα. Συνίσταται η περαιτέρω ανάλυση από ειδικούς, οικονομικούς, νομικούς ή χρηματοοικονομικούς αναλυτές έτσι ώστε η λήψη οποιασδήποτε επιχειρηματικής απόφασης να μη βασίζεται μόνο σε αυτή τη μελέτη.
- Σημειώνεται ότι οιοσδήποτε, εκτός από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε. και την Grant Thornton Α.Ε., έχει στα χέρια του την παρούσα δεν μπορεί να τη δώσει σε τρίτους ή να κρατήσει φωτοτυπίες αυτής. Γενικότερα, απαγορεύεται η χρήση, αναπαραγωγή ή κυκλοφορία ολόκληρης ή αποσπασμάτων της έκθεσης χωρίς την έγγραφη άδειά μας, την οποία θα δώσουμε αφού λάβουμε υπόψη μας τις περιστάσεις.

ΙΙ. Προφίλ ομοειδών εταιρειών

Ακολουθεί σύντομη παρουσίαση και χρηματοοικονομική επισκόπηση των ομοειδών εταιρειών του ομίλου Gutmann, οι οποίες είναι εισηγμένες σε ξένα χρηματιστήρια:

GRUPA KETY SA

- Η εταιρεία ιδρύθηκε το 1953, αρχικά με την επωνυμία Zaklady Metali Lekkich Kety και στην συνέχεια μετονομάστηκε σε Grupa Kety το έτος 2000. Η έδρα της εταιρείας βρίσκεται στην Πολωνία.
- Αποτελεί τον μεγαλύτερο διανομέα συστημάτων αλουμινίου για την οικοδομική βιομηχανία καθώς και ρολών γκαράζ και συστημάτων βιομηχανικών θυρών στην Πολωνία.
- Τα προϊόντα της εταιρείας περιλαμβάνουν συστήματα αλουμινίου, προφίλ αλουμινίου, συστήματα δόμησης, συστήματα αλουμινίου για αυτοκίνητα, σωλήνες, ράβδους και υλικά συσκευασίας για τη βιομηχανία τροφίμων. Μεγάλο μέρος της παραγωγής της εταιρείας εξάγεται σε περισσότερες από 30 χώρες και κυρίως στην Δυτική Ευρώπη.

GRUPA KETTY – KPI's

€ εκ.	Δεκέμβριος 2011	Δεκέμβριος 2010	Δεκέμβριος 2009	Δεκέμβριος 2008	Δεκέμβριος 2007
Κύκλος εργασιών (σε € εκ.)	362	303	257	334	332
Αύξηση / (Μείωση) κύκλου εργασιών	19,5%	17,9%	-23,0%	0,8%	
Περιθώριο μικτού κέρδους (% πωλήσεων)	na	na	na	na	na
Περιθώριο EBITDA (% πωλήσεων)	17,2%	17,4%	19,1%	17,2%	15,7%
ROE	12,6%	10,7%	9,3%	8,6%	14,3%
ROA	7,7%	6,6%	5,4%	4,7%	8,0%
Σύνολο Ενεργητικού	346	357	318	317	365
Σύνολο Δανειακών προς Συν. Κεφάλαια	29,2%	36,0%	37,4%	56,8%	51,8%
Γενική ρευστότητα	1,34	1,37	1,35	1,17	1,17
Άμεση ρευστότητα	0,77	0,69	0,84	0,62	0,54

NORSK HYDRO ASA

- Η εταιρεία ιδρύθηκε το 1903. Στη δεκαετία του 1970 η εταιρεία άρχισε να επεκτείνεται διεθνώς.
- Στη δεκαετία του 1980 και του 1990, η Hydro επέκτεινε περαιτέρω τις δραστηριότητές της στους τομείς του πετρελαίου και του αλουμινίου.
- Η έδρα της εταιρείας είναι στην Νορβηγία.
- Η εταιρεία δραστηριοποιείται σε διάφορους κλάδους του αλουμινίου. Οι δραστηριότητες της εταιρείας περιλαμβάνουν την εξόρυξη βωξίτη και την παραγωγή και πώληση αλουμίνας, την παραγωγή, την διάθεση και την ανακύκλωση αλουμινίου, την πώληση και διανομή προϊόντων μετάλλου, την παραγωγή προϊόντων και συστημάτων αλουμινίου και την παραγωγή υδροηλεκτρικής ενέργειας.
- Σήμερα η εταιρεία απασχολεί 22 χιλ. εργαζόμενους και δραστηριοποιείται σε 40 χώρες.

NORSK HYDRO ASA – KPI's

€ εκ.	Δεκέμβριος 2011	Δεκέμβριος 2010	Δεκέμβριος 2009	Δεκέμβριος 2008	Δεκέμβριος 2007
Κύκλος εργασιών (σε € εκ.)	11.728	9.463	7.720	10.790	11.770
Αύξηση / (Μείωση) κύκλου εργασιών	23,9%	22,6%	-28,4%	-8,3%	-51,7%
Περιθώριο μικτού κέρδους (% πωλήσεων)	na	na	na	na	na
Περιθώριο EBITDA (% πωλήσεων)	19,0%	8,9%	5,7%	9,1%	11,1%
ROE	10,0%	3,7%	0,6%	-7,4%	24,2%
ROA	6,1%	2,3%	0,4%	-4,2%	11,2%
Σύνολο Ενεργητικού	17.116	11.389	9.352	9.796	11.600
Σύνολο Δανειακών προς Συν. Κεφάλαια	9,9%	2,2%	4,5%	2,7%	2,4%
Γενική ρευστότητα	1,80	2,32	1,85	1,72	2,33
Άμεση ρευστότητα	0,97	1,42	0,88	0,74	1,36

II. Προφίλ ομοειδών εταιρειών

AMAG Austria Metall AG

- Η AMAG είναι προμηθευτής πρωτογενούς αλουμινίου και ημικατεργασμένων προϊόντων αλουμινίου σε επιλεγμένες αγορές.
- Πιο συγκεκριμένα, τα προϊόντα της εταιρείας είναι κυρίως προϊόντα έλασης αλουμινίου, κράματα με τη μορφή ράβδων ή υγρού αλουμινίου και πρωτογενές αλουμίνιο.
- Η εταιρεία έχει εξασφαλισμένη πηγή πρώτων υλών μέσω της συμμετοχής της στο Καναδικό χυτήριο Alouette και την πρόσβασή της στην αγορά σκραπ αλουμινίου.
- Το 2007 η Constantia Packaging αύξησε την συμμετοχή της στην εταιρεία σε ποσοστό 90%.
- Το 2011 η εταιρεία αναδιοργανώθηκε στο πλαίσιο της προετοιμασίας για δημόσια προσφορά, οποία ολοκληρώθηκε με επιτυχία στις 8 Απριλίου του 2011.

Aluminiumwerk Unna AG

- Η Aluminiumwerk Unna AG είναι ένας από τους παγκοσμίως κορυφαίους κατασκευαστές σωλήνων αλουμινίου.
- Η εταιρεία παράγει ένα ευρύ φάσμα εξειδικευμένων προϊόντων αλουμινίου. Η εταιρεία εστιάζει σε σωλήνες και σωληνωτά προϊόντα και παράγει επίσης προφίλ αλουμινίου, ταινίες αλουμινίου και χυτά πρίσματα.
- Το εργοστάσιο της εταιρείας είναι πλήρως καθετοποιημένο και περιλαμβάνει το δικό του χυτήριο, μονάδα διέλασης αλουμινίου καθώς και μονάδα σχεδιασμού σωλήνων.

AMAG Austria Metall AG – KPI's

€ εκ.	Δεκέμβριος 2011	Δεκέμβριος 2010	Δεκέμβριος 2009	Δεκέμβριος 2008	Δεκέμβριος 2007
Κύκλος εργασιών (σε € εκ.)	813	728	517	782	
Αύξηση / (Μείωση) κύκλου εργασιών	11,7%	40,7%	-33,8%		
Περιθώριο μικτού κέρδους (% πωλήσεων)	na	na	na	na	
Περιθώριο EBITDA (% πωλήσεων)	18,5%	19,5%	20,5%	15,9%	
ROE	19,9%	14,9%	10,7%	na	
ROA	10,1%	5,7%	3,2%	na	
Σύνολο Ενεργητικού	876	829	838	1.106	
Σύνολο Δανειακών προς Συν. Κεφάλαια	13,6%	8,8%	12,0%	16,6%	
Γενική ρευστότητα	2,63	2,53	2,52	2,21	
Άμεση ρευστότητα	0,88	0,52	0,67	0,30	

Aluminiumwerk Unna AG – KPI's

€ εκ.	Δεκέμβριος 2011	Δεκέμβριος 2010	Δεκέμβριος 2009	Δεκέμβριος 2008	Δεκέμβριος 2007
Κύκλος εργασιών (σε € εκ.)	87	75	54	85	91
Αύξηση / (Μείωση) κύκλου εργασιών	16,4%	38,4%	-36,8%	-6,2%	22,4%
Περιθώριο μικτού κέρδους (% πωλήσεων)	na	na	na	na	na
Περιθώριο EBITDA (% πωλήσεων)	19,0%	16,6%	13,3%	18,0%	11,4%
ROE	27,7%	18,8%	4,3%	9,4%	23,7%
ROA	11,9%	8,0%	1,9%	4,4%	11,3%
Σύνολο Ενεργητικού	58	49	46	52	52
Σύνολο Δανειακών προς Συν. Κεφάλαια	55,9%	35,8%	0,0%	52,2%	47,6%
Γενική ρευστότητα	1,03	0,95	1,49	2,18	2,43
Άμεση ρευστότητα	0,54	0,39	0,59	0,72	1,15

ΙΙ. Προφίλ ομοειδών εταιρειών

Profilgruppen AB

- Η Profilgruppen AB είναι μία σουηδική εταιρεία η οποία εμπορεύεται, αναπτύσσει και κατασκευάζει εξειδικευμένα προφίλ αλουμινίου και εξαρτήματα αλουμινίου.
- Η έδρα της εταιρείας βρίσκεται στη Σουηδία από όπου άρχισε τις δραστηριότητες της πριν 30 χρόνια.
- Η εταιρεία διαθέτει σήμερα περίπου 350 εργαζομένους και δραστηριοποιείται κυρίως στις αγορές της Δυτικής Ευρώπης.
- Η Profilgruppen AB παρουσιάζει κέρδη κάθε χρονιά από την χρονιά που ξεκίνησε η δραστηριότητά της (1981).

Alcoa Inc

- Η Alcoa Inc.είναι από τους μεγαλύτερους παραγωγούς πρωτογενούς αλουμινίου και προϊόντων κατασκευασμένων από αλουμίνιο. Η Alcoa Inc. είναι επίσης μία από τις μεγαλύτερες εταιρείες που ασχολούνται με την εξόρυξη βωξίτη και αλουμίνας.
- Το χαρτοφυλάκιο προϊόντων της εταιρείας περιέχει προϊόντα έλασης και σκληρής εξώθησης αλουμινίου, σφυρήλατα προϊόντα αλουμινίου, συστήματα στερέωσης , δομικά συστήματα καθώς και ελαφρά μέταλλα όπως το τιτάνιο και το νικέλιο.
- Η Alcoa απασχολεί περίπου 61.000 άτομα σε 200 τοποθεσίες και σε 30 χώρες σε όλο τον κόσμο.

Profilgruppen AB – KPI's

€ εκ.	Δεκέμβριος 2011	Δεκέμβριος 2010	Δεκέμβριος 2009	Δεκέμβριος 2008	Δεκέμβριος 2007
Κύκλος εργασιών (σε € εκ.)	93	95	72	113	128
Αύξηση / (Μείωση) κύκλου εργασιών	-2,0%	31,3%	-36,3%	-11,4%	8,5%
Περιθώριο μικτού κέρδους (% πωλήσεων)	9,8%	14,4%	9,9%	11,1%	13,9%
Περιθώριο EBITDA (% πωλήσεων)	5,8%	6,8%	2,8%	2,3%	8,1%
ROE	4,6%	10,1%	-9,6%	5,9%	25,1%
ROA	1,4%	3,0%	-2,6%	1,6%	6,6%
Σύνολο Ενεργητικού	58	61	49	51	65
Σύνολο Δανειακών προς Συν. Κεφάλαια	90,5%	95,6%	93,8%	100,1%	55,2%
Γενική ρευστότητα	1,07	1,16	0,99	0,93	1,21
Άμεση ρευστότητα	0,01	0,65	0,46	0,02	0,65

Alcoa Inc– KPI's

€ εκ.	Δεκέμβριος 2011	Δεκέμβριος 2010	Δεκέμβριος 2009	Δεκέμβριος 2008	Δεκέμβριος 2007
Κύκλος εργασιών (σε € εκ.)	17.939	15.872	13.259	18.383	21.391
Αύξηση / (Μείωση) κύκλου εργασιών	13,0%	19,7%	-27,9%	-14,1%	-11,6%
Περιθώριο μικτού κέρδους (% πωλήσεων)	12,0%	11,4%	1,2%	13,0%	17,9%
Περιθώριο EBITDA (% πωλήσεων)	13,1%	12,9%	2,0%	12,3%	16,4%
ROE	4,5%	1,9%	-9,6%	-0,6%	16,8%
ROA	1,5%	0,7%	-3,0%	-0,2%	6,8%
Σύνολο Ενεργητικού	30.957	29.398	26.845	27.107	26.608
Σύνολο Δανειακών προς Συν. Κεφάλαια	54,5%	53,6%	63,5%	73,8%	43,3%
Γενική ρευστότητα	1,28	1,32	1,30	1,12	1,08
Άμεση ρευστότητα	0,58	0,60	0,56	0,36	0,41

ΙΙ. Προφίλ ομοειδών εταιρειών

Kaiser Aluminum Corp

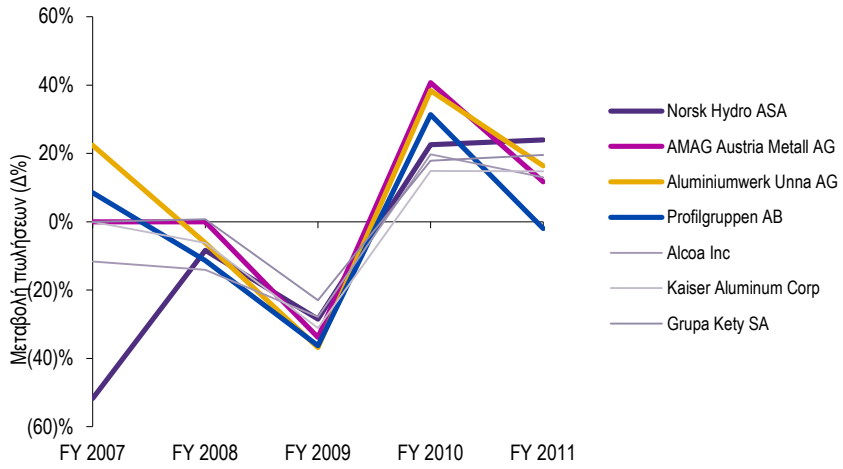
- Η Kaiser Aluminum Corp αποτελεί μία από τις κορυφαίες εταιρείες της Βόρειας Αμερικής σε εξειδικευμένα προϊόντα αλουμινίου. Έχει έδρα στην Καλιφόρνια και δραστηριοποιείται σε 12 παραγωγικές μονάδες στην Βόρεια Αμερική.
- Η εταιρεία δίνει έμφαση σε προϊόντα υψηλής μηχανικής για την αεροδιαστημική βιομηχανία, την άμυνα, την αυτοκινητοβιομηχανία και σε γενικές μηχανολογικές εφαρμογές.
- Επίσης προσφέρει μία ευρεία γκάμα προϊόντων φύλλων αλουμινίου, πλακών αλουμινίου, ράβδους, σωλήνες και καλώδια.
- Η εταιρεία έχει πάνω από 2.000 εργαζομένους.

Kaiser Aluminum Corp – KPI's

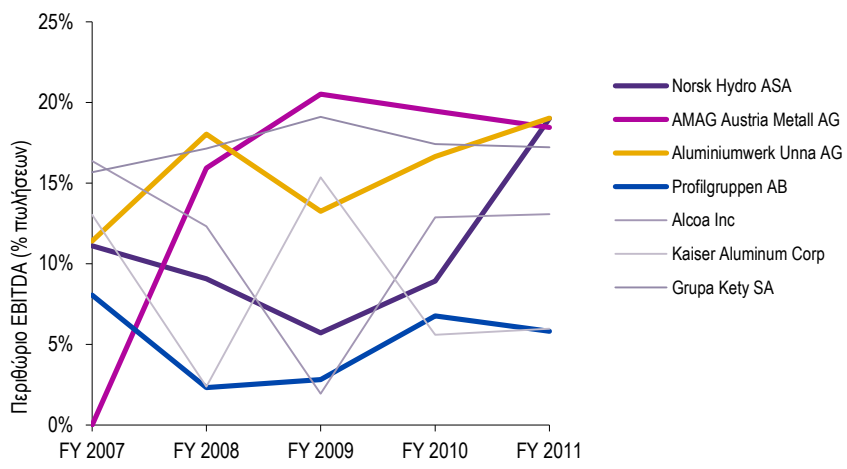
€ εκ.	Δεκέμβριος 2011	Δεκέμβριος 2010	Δεκέμβριος 2009	Δεκέμβριος 2008	Δεκέμβριος 2007
Κύκλος εργασιών (σε € εκ.)	936	815	710	1.031	1.099
Αύξηση / (Μείωση) κύκλου εργασιών	14,8%	14,8%	-31,1%	-6,2%	
Περιθώριο μικτού κέρδους (% πωλήσεων)	9,0%	10,4%	20,7%	6,2%	16,1%
Περιθώριο EBITDA (% πωλήσεων)	6,0%	5,6%	15,4%	2,4%	13,0%
ROE	2,9%	1,3%	8,4%	-7,9%	15,4%
ROA	1,9%	1,0%	6,3%	-5,9%	11,1%
Σύνολο Ενεργητικού	1.019	987	757	821	799
Σύνολο Δανειακών προς Συν. Κεφάλαια	17,5%	17,4%	0,8%	5,5%	0,0%
Γενική ρευστότητα	2,90	3,31	2,44	1,82	2,75
Άμεση ρευστότητα	0,99	1,54	0,93	0,42	1,00

II. Προφίλ ομοειδών εταιρειών

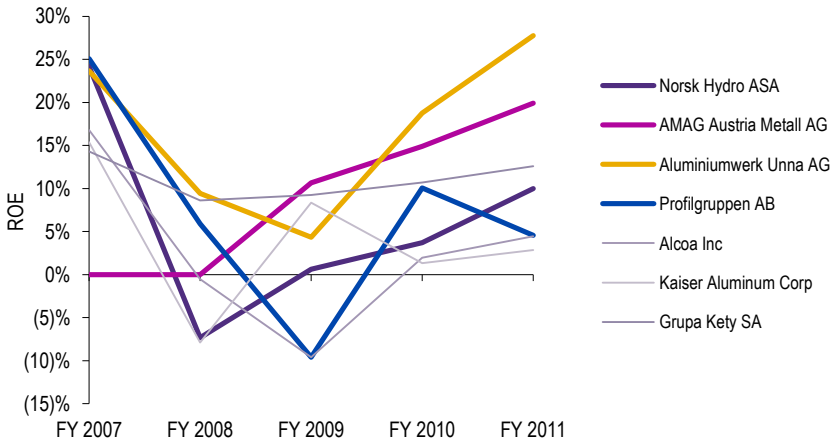
Εξέλιξη κύκλου εργασιών (Δ%)



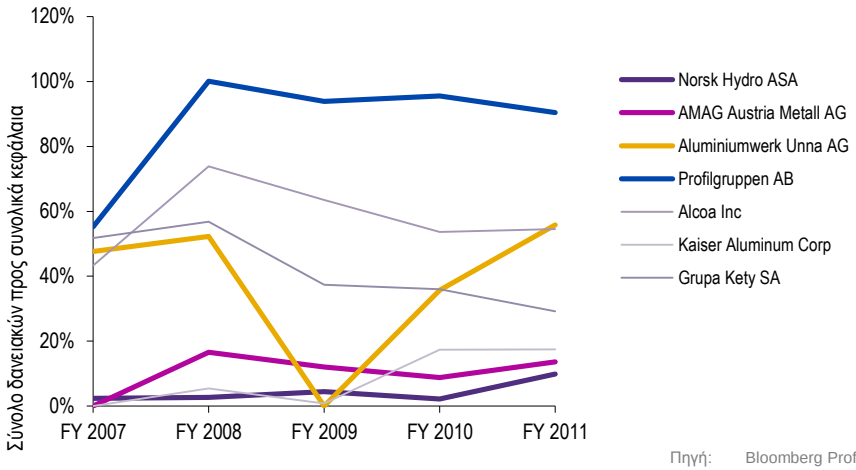
Περιθώριο EBITDA (% κύκλου εργασιών)



ROE



Σύνολο Δανειακών προς Συνολικά Κεφάλαια



Πηγή: Bloomberg Professional Service

III. Beta ομοειδών εταιρειών

Εταιρεία	Mcap (€ εκ.)	beta
Norsk Hydro ASA	7.808	1,160
AMAG Austria Metall AG	817	0,387
Aluminiumwerk Unna AG	227	0,037
Profilgruppen AB	17	0,261
Alcoa Inc.	6.861	1,662
Kaiser Aluminum Corp.	880	1,406
Grupa Kety SA	328	0,474
Σταθμισμένος μέσος όρος		**1,309**

Πηγή: Bloomberg Professional Service

IV. Χρηματιστηριακά πολλαπλάσια ομοειδών εταιρειών

	12m Mcap	
Εταιρεία	P/Earnings	EV/EBITDA
Norsk Hydro ASA	na	7,55
AMAG Austria Metall AG	9,68	5,09
Aluminiumwerk Unna AG	24,44	9,76
Profilgruppen AB	13,75	6,00
Alcoa Inc.	na	11,32
Kaiser Aluminum Corp.	12,42	5,89
Grupa Kety SA	9,30	5,82
Μέσος Όρος	**11,29**	**6,69**

	6m Mcap	
Εταιρεία	P/Earnings	EV/EBITDA
Norsk Hydro ASA	na	7,16
AMAG Austria Metall AG	10,26	5,39
Aluminiumwerk Unna AG	21,95	8,81
Profilgruppen AB	13,09	5,84
Alcoa Inc.	na	11,06
Kaiser Aluminum Corp.	13,37	6,33
Grupa Kety SA	9,68	6,01
Μέσος Όρος	**11,60**	**6,59**

	3m Mcap	
Εταιρεία	P/Earnings	EV/EBITDA
Norsk Hydro ASA	na	7,26
AMAG Austria Metall AG	10,96	5,76
Aluminiumwerk Unna AG	22,21	8,91
Profilgruppen AB	11,44	5,44
Alcoa Inc.	na	11,04
Kaiser Aluminum Corp.	13,86	6,55
Grupa Kety SA	10,29	6,32
Μέσος Όρος	**11,64**	**6,71**

	1m Mcap	
Εταιρεία	P/Earnings	EV/EBITDA
Norsk Hydro ASA	na	7,46
AMAG Austria Metall AG	11,45	6,01
Aluminiumwerk Unna AG	30,69	12,16
Profilgruppen AB	11,36	5,42
Alcoa Inc.	na	11,03
Kaiser Aluminum Corp.	14,16	6,69
Grupa Kety SA	11,34	6,86
Μέσος Όρος	**12,08**	**6,49**

Ακραίες τιμές που δεν συμπεριλαμβάνονται στον υπολογισμό του μέσου όρου

Πηγή: Bloomberg Professional Service