ΜΕΛΕΤΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΟΥ 100% ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

GUTMANN AG

ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ 2013

Member of
E-I
Consulting Group

HYPODOMI
CONSULTING S.A.

Σολωμού 20
10682 Αθήνα
Τηλ: 210.3303050
Fax: 210.3303038
info@hypodomi.gr
www.hypodomi.gr

Μελέτη αποτίμησης του 100,00% της αξίας της Εταιρείας GUTMANN AG

ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ 2013

1. ΠΕΡΙΛΗΠΤΙΚΟ ΣΗΜΕΙΩΜΑ

Κατόπιν εντολής της Διοίκησης της εταιρείας **ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.** προς την εταιρεία **ΥΠΟΔΟΜΗ Α.Ε.** (στο εξής ο «Σύμβουλος»), εκπονήθηκε μελέτη (στο εξής η «Μελέτη») για την αποτίμηση του **100,00%** της εταιρείας **GUTMANN AG** (στο εξής η Εταιρεία). Η αποτίμηση αφορά την μητρική εταιρεία.

1.1 ΟΡΙΣΜΟΙ ΚΑΙ ΑΡΧΕΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Για τους σκοπούς της παρούσας αποτίμησης, ο όρος «εύλογη αγοραία αξία» ορίζεται ως «η τιμή στην οποία μπορούν να πουληθούν οι μετοχές της Εταιρείας από έναν πρόθυμο πωλητή σε έναν πρόθυμο αγοραστή, χωρίς ο ένας από τους δύο να βρίσκεται σε μειονεκτική θέση αγοράς/πώλησης, και χωρίς να βρίσκεται σε πλεονεκτική θέση πληροφόρησης σε σχέση με το άλλο».

Ο ορισμός της «εύλογης αγοραίας αξίας» θεωρεί ότι η όποια συναλλαγή πραγματοποιηθεί, θα αφορά αποκλειστικά χρηματική πληρωμή (cash payment). Σε ορισμένες συναλλαγές, ο αγοραστής μπορεί να συμφωνήσει σε μια τιμή, η οποία θα περιλαμβάνει και άλλα μέσα πληρωμής εκτός των μετρητών. Συναλλαγές στις οποίες ο πωλητής προσφέρει άυλες ωφέλειες (όπως γνώση, τεχνογνωσία, πρόσβαση στις αγορές, προηγμένη τεχνολογία, υψηλής ποιότητας ανθρώπινο κεφάλαιο κλπ), μπορούν να πραγματοποιηθούν σε υψηλότερη τιμή.

Πρέπει να διευκρινισθεί ότι η τιμή στην οποία δύναται να πραγματοποιηθεί μία συναλλαγή, ενδέχεται να αποκλίνει από την εκτιμώμενη εύλογη αγοραία αξία για λόγους όπως:

- Τα κίνητρα των εμπλεκομένων μερών.
- Η διαπραγματευτική τους ικανότητα.
- Ο τρόπος χρηματοδότησης και ο χρόνος αποπληρωμής της εξαγοράς.
- Οι όροι μετάβασης και εξόδου της διοίκησης.
- Τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά και η γενικότερη φύση της συναλλαγής.

Η ανάλυσή μας πραγματοποιήθηκε υπό την προϋπόθεση της αρχής της **συνέχειας της επιχειρηματικής δραστηριότητας της επιχείρησης (going-concern)**. Αυτή η προϋπόθεση αποδέχεται σιωπηρά ότι:

- Η διοίκηση της Εταιρείας θα εφαρμόσει μόνο εκείνες τις οικονομικές και επιχειρησιακές στρατηγικές οι οποίες θα οδηγήσουν στην μεγιστοποίηση της αξίας της επιχειρηματικής οντότητας.
- Δεν υπάρχει γνώση για άμεσα μελλοντικά γεγονότα (όπως υψηλότατες λειτουργικές ζημίες, μια γενικότερη οικονομική αδυναμία κλπ) τα οποία θέτουν υπό αμφισβήτηση τη θεμελιώδη παραδοχή ότι η εταιρεία μπορεί να συνεχίσει να ασκεί την επιχειρηματική της δραστηριότητα (going-concern).

Επιπλέον, η αποτίμηση της GUTMANN AG έχει διεξαχθεί σε μια **αυτοτελή λειτουργική βάση**. Ως εκ τούτου, τα πιθανά οφέλη από μία σχεδιαζόμενη συγχώνευση μεταξύ της Εταιρείας και μίας άλλης επιχείρησης, καθώς και άλλες πιθανές ενέργειες οι οποίες μπορεί

να αναληφθούν από τη διοίκηση της Εταιρείας, οι οποίες θα μπορούσαν να αλλοιώσουν σημαντικά την υπάρχουσα έκταση και τη δομή των δραστηριοτήτων της Εταιρείας, δεν έχουν ληφθεί υπόψη.

1.2 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΚΑΙ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ Η ΟΠΟΙΑ ΕΦΑΡΜΟΣΤΗΚΕ

Για την εκπόνηση του 100,00% της Gutmann AG εφαρμόσαμε την διεθνώς αποδεκτή μέθοδο αποτιμήσεως, την μέθοδο των **Προεξοφλημένων Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (Discounted Free Cash Flows).**

Αυτή η μέθοδος χρησιμοποιείται ευρέως για την αποτίμηση των εταιρειών σε κανονική λειτουργία (going concern companies). Η μέθοδος λαμβάνει υπόψην της τις ιστορικές επιδόσεις μίας εταιρείας, αλλά στηρίζεται στη δυναμική της Εταιρείας για τη μελλοντική ανάπτυξη και την ικανότητά της να παράγει θετικές ταμειακές ροές για τους μετόχους της. Στο πλαίσιο αυτής της διαδικασίας, εξετάσαμε και λάβαμε υπόψη μας :

- Τις ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις της Εταιρείας για τις χρήσεις που έληξαν στις 31.12.2007, 31.12.2008, 31.12.2009, 31.12.2010, 31.12.2011, και την περίοδο 01.01.2012 - 30.09.2012.
- Τις προβλέψεις της Διοίκησης της Εταιρείας για την πορεία της επιχειρηματικής δραστηριότητας για την περίοδο 2012 – 2017.
- Την παρούσα κατάσταση του κλάδου στην οποία δραστηριοποιείται η Εταιρεία, καθώς και τις προοπτικές του στο άμεσο μέλλον.
- Διάφορα άλλα ποιοτικά και ποσοτικά στοιχεία τα οποία μας παραχώρησε η Εταιρεία ή τα οποία αντλήσαμε από ανεξάρτητες πηγές.

1.3 ΒΗΜΑΤΑ ΣΤΗΝ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Η διαδικασία την οποία ακολουθήσαμε προκειμένου να ολοκληρώσουμε την εκπόνηση της μελέτης αποτίμησης περιλαμβάνει τα παρακάτω βήματα :

1) Ζητήσαμε ποιοτικές και ποσοτικές πληροφορίες σχετικές με την GUTMANN AG από τη Διοίκηση της Εταιρείας, τις οποίες θεωρήσαμε ως ακριβείς και αληθείς.

2) Αντλήσαμε πληροφορίες, καταγράψαμε τα δεδομένα και τις τάσεις της παγκόσμιας και της γερμανικής αγοράς αλουμινίου, από σχετικές ιστοσελίδες και από εκθέσεις αναλυτών (International Aluminium Institute, Gesamtverband der Aluminiumindustrie e.V., Ελληνική Ένωση Αλουμινίου κλπ).

3) Καταγράψαμε και αναλύσαμε τις ελεγμένες ιστορικές Οικονομικές Καταστάσεις της Εταιρείας για τις χρήσεις οι οποίες έληξαν στις 31.12.2007, 31.12.2008, 31.12.2009, 31.12.2010, 31.12.2011 καθώς και την οικονομική κατάσταση η οποία έληξε στις 30.09.2012.

4) Με βάση τα ανωτέρω και βασίζοντας τις προβλέψεις μας σε παραδοχές οι οποίες μας παρασχέθηκαν από τη Διοίκηση της Εταιρείας, και στις οποίες προβήκαμε σε αλλαγές όπου κρίναμε αυτό απαραίτητο, με βάση τα δεδομένα της χρονικής στιγμής της αποτίμησης, σχηματίσαμε τις προβλέψεις για τα έτη 2012-2017.

5) Δημιουργήσαμε ένα χρηματοοικονομικό μοντέλο προεξοφλημένων ελεύθερων ταμειακών ροών για τα έτη 2013-1017, και στην συνέχεια αποτιμήσαμε την Εταιρεία με βάση το μοντέλο αυτό.

6) Ακολουθώντας την συνήθη πρακτική για τις μη εισηγμένες σε χρηματιστήριο εταιρείες, απομειώσαμε την αξία της Εταιρείας κατά ένα ποσοστό (Discount due to Lack of Marketability).

7) Προχωρήσαμε σε μία ανάλυση ευαισθησίας του ρυθμού ανάπτυξης στο διηνεκές, μεταβλητή η οποία επηρρεάζει σε σημαντικό βαθμό το αποτέλεσμα της αποτίμησης.

8) Θέσαμε ένα εύρος αποτίμησης μέσα στο οποίο θεωρούμε ότι βρίσκεται η «εύλογη αγοραία αξία» της Εταιρείας.

1.4 ΕΠΙΣΗΜΑΝΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΠΙΦΥΛΑΞΕΙΣ

Σχετικά με την εκπόνηση και τα αποτελέσματα της μελέτης, οφείλουμε να επισημάνουμε τα εξής:

I. Προκειμένου να ολοκληρώσουμε την παρούσα μελέτη, μελετήσαμε διαθέσιμες επιχειρηματικές και οικονομικές πληροφορίες, οι οποίες σχετίζονται με την Εταιρεία. Χρησιμοποιήσαμε και βασιστήκαμε σε ιστορικά οικονομικά στοιχεία της Εταιρείας καθώς και άλλα στοιχεία τα οποία μας παρασχέθηκαν από τη Διοίκηση. Για τα στοιχεία αυτά, τα οποία μας παρασχέθηκαν, δεν έχουμε προβεί σε κανενός είδους έλεγχο (οικονομικό, λογιστικό, φορολογικό) και δεν έχουμε εφαρμόσει σε αυτά ελεγκτικές διαδικασίες. Άλλωστε κάτι τέτοιο είναι εκτός του αντικειμένου της εργασίας μας και ως εκ τούτου, η ΥΠΟΔΟΜΗ Α.Ε. δεν φέρει καμιά ευθύνη για την ακρίβεια ή/και την πληρότητα των ανωτέρω παρασχεθέντων στοιχείων, επί των οποίων βασίστηκε η μελέτη.

II. Υποθέσαμε, για τους σκοπούς της Έκθεσής μας, ότι όλες οι πληροφορίες οι οποίες μας παρασχέθηκαν από την Διοίκηση, είναι πλήρεις και ακριβείς ως προς τα ουσιώδη στοιχεία τους, και δεν έχουμε προβεί σε ανεξάρτητη επιβεβαίωση των πληροφοριών αυτών. Σε σχέση με ιστορικές, επιχειρηματικές και οικονομικές πληροφορίες, υποθέσαμε ότι οι πληροφορίες αυτές έχουν συγκεντρωθεί κατά εύλογο τρόπο σύμφωνα με αδιαλείπτως εφαρμοζόμενα πρότυπα και απεικονίζουν με ακρίβεια την πραγματική επιχειρηματική και οικονομική θέση της Εταιρείας κατά την ημερομηνία στην οποία αναφέρονται. Σχετικά με πληροφορίες οι οποίες αναφέρονται στο μέλλον, υποθέσαμε ότι αυτές έχουν συγκεντρωθεί κατά εύλογο τρόπο, επί τη βάσει των καλύτερων διαθέσιμων εκτιμήσεων και κρίσεων της παρούσας Διοίκησης της Εταιρείας ως προς τη μελλοντική οικονομική απόδοση της Εταιρείας.

III. Η μελέτη μας βασίζεται στις χρηματοοικονομικές, οικονομικές και πολιτικές συνθήκες και στις συνθήκες αγοράς, όπως, υφίστανται και μπορούν να εκτιμηθούν κατά την ημερομηνία της παρούσας. Οι απόψεις οι οποίες εκφράζονται στην παρούσα τελούν επίσης υπό την επιφύλαξη αβεβαιοτήτων οι οποίες σχετίζονται με σημαντικούς παράγοντες, όπως μελλοντικές εξελίξεις στο εποπτικό και νομοθετικό πλαίσιο και ένταση του ανταγωνισμού στον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται η Εταιρεία.

IV. Οι προβλεπόμενες ελεύθερες ταμειακές ροές (αλλά και το σύνολο των προβλεπομένων οικονομικών καταστάσεων) στις οποίες στηρίζεται η αποτίμηση, αντιπροσωπεύουν μια δυναμική διαδικασία, η οποία βασίζεται σε συγκεκριμένες

παραδοχές, ορισμένες από τις οποίες ενδέχεται να μην πραγματοποιηθούν, λόγω απρόβλεπτων γεγονότων και συνθηκών της αγοράς. Συνεπώς, τα πραγματοποιημένα αποτελέσματα, ενδέχεται να διαφέρουν από τις προβλέψεις της παρούσης μελέτης.

V. Τις αποτιμήσεις εταιρειών διέπει το στοιχείο της υποκειμενικότητας. Για τον λόγο αυτό, δεν υπάρχει μία, μοναδική και αδιαμφισβήτητη αξία της επιχείρησης.

VI. Επισημαίνουμε ότι **η παρούσα μελέτη αποτίμησης δεν αποτελεί πρόταση για αγορά ή πώληση μετοχών της GUTMANN AG**, ότι αποτελεί ενιαίο σύνολο, και ότι η δημοσίευση των συμπερασμάτων ή άλλων στοιχείων της θα πρέπει να γίνει με τη δημοσιοποίηση του πλήρους κειμένου της μελέτης αποτίμησης και κατόπιν γραπτής συναίνεσής μας. Η χρησιμοποίηση αυτής της μελέτης αποτίμησης από τρίτα μέρη και οι οποιεσδήποτε αποφάσεις βασιστούν σε αυτή γίνονται με την αποκλειστική ευθύνη των μερών αυτών και μόνο. Η ΥΠΟΔΟΜΗ Α.Ε. δεν φέρει καμία απολύτως ευθύνη σε σχέση με την χρησιμοποίηση της παρούσας μελέτης ή/και την λήψη οιωνδήποτε αποφάσεων βάσει αυτής.

1.5 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Λαμβανομένων υπόψη όλων των ανωτέρω ορισμών, παραδοχών, μεθοδολογιών, επισημάνσεων και επιφυλάξεων, εκτιμούμε την εύλογη αγοραία αξία του 100,00% του μετοχικού κεφαλαίου της GUTMANN AG μέσα στα πλαίσια του παρακάτω εύρους :

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ 100,00% ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΗΣ GUTMANN AG		
ΚΑΤΩΤΑΤΗ ΤΙΜΗ ΕΥΡΟΥΣ	**ΕΥΛΟΓΗ ΑΓΟΡΑΙΑ ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΑΞΙΑ**	**ΑΝΩΤΑΤΗ ΤΙΜΗ ΕΥΡΟΥΣ**
€ 27.457.087,67	**€30.079.549,00**	**€ 33.390.981,62**

Αθήνα, 14 Ιανουαρίου 2013

Για την ΥΠΟΔΟΜΗ ΣΥΜΒΟΥΛΟΙ Α.Ε.

Member of E-I Consulting Group
HYPODOMI CONSULTING SA
20, SOLOMOU STR. GR-10682 ATHENS
TEL: 0030 210 3303050
FAX: 0030 210 3303038

Ανδρέας Βουγιουκλαράκης
Διευθύνων Σύμβουλος

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1. ΠΕΡΙΛΗΠΤΙΚΟ ΣΗΜΕΙΩΜΑ 3
1.1 ΟΡΙΣΜΟΙ ΚΑΙ ΑΡΧΕΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ 3
1.2 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΚΑΙ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ Η ΟΠΟΙΑ ΕΦΑΡΜΟΣΤΗΚΕ 4
1.3 ΒΗΜΑΤΑ ΣΤΗΝ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ 4
1.4 ΕΠΙΣΗΜΑΝΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΠΙΦΥΛΑΞΕΙΣ 5
1.5 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ 6

2. ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΗΣ GUTMANN AG 8
2.1 ΓΕΝΙΚΗ ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ 8
2.2 ΣΥΝΤΟΜΟ ΙΣΤΟΡΙΚΟ 8
2.3 ΠΡΟΪΟΝΤΑ 9
2.4 ΠΑΡΑΓΩΓΗ 10
2.5 ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΚΑΙ ΔΙΕΥΘΥΝΤΙΚΑ ΣΤΕΛΕΧΗ 10
2.6 ΘΥΓΑΤΡΙΚΕΣ 10
2.7 ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ - ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΣΥΝΘΕΣΗ 11

3. ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ 2007 – 2012 12
3.1 ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ 2007 – 2011 ΚΑΙ 30.09.2012 12
3.2 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ 2007 – 2012 13
3.3 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ 2007 - 2011 16
3.4 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ Α' 9ΜΗΝΟ 2012 – Α' 9ΜΗΝΟ 2011 17

4. Ο ΚΛΑΔΟΣ ΤΟΥ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΥ 18
4.1 ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΑΓΟΡΑ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΥ 18
4.2 ΓΕΡΜΑΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΥ 20
4.2.1 ΠΑΡΑΓΩΓΗ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΥ 20
4.3 ΓΕΡΜΑΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ ΔΙΕΛΑΣΗΣ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΥ 21
4.3.1 Η ΑΓΟΡΑ ΤΟ Α' 9ΜΗΝΟ 2012 21
4.3.1.1 ΚΛΑΔΟΣ ΜΕΤΑΦΟΡΩΝ 21
4.3.1.2 ΚΛΑΔΟΣ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ 21
4.3.1.3 ΚΛΑΔΟΣ ΜΗΧΑΝΟΛΟΓΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ 21
4.3.2 ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΔΙΕΛΑΣΗΣ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΥ ΓΙΑ ΤΟ 2013 21
4.3.2.1 ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΓΕΡΜΑΝΙΚΗΣ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ ΔΙΕΛΑΣΗΣ 21
4.3.2.2 ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΓΕΡΜΑΝΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΔΙΕΛΑΣΗΣ 22

5. ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ GUTMANN AG 23
5.1 Η ΕΠΙΛΟΓΗ ΜΕΘΟΔΟΥ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ 23
5.2 ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ 23
5.3 ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΜΕΘΟΔΟ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ 23
5.3.1 ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΣΤΑ ΟΠΟΙΑ ΒΑΣΙΣΤΗΚΕ Η ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ 24
5.3.2 ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ 2013 – 2017 24
5.3.3 ΜΕΣΟ ΣΤΑΘΜΙΣΜΕΝΟ ΚΟΣΤΟΣ ΤΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (WACC) 26
5.3.4 ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΗ ΑΞΙΑ 27
5.3.5 ΠΑΡΟΥΣΑ ΑΞΙΑ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ 28
5.3.6 ΑΞΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ 28
5.4 ΑΠΟΜΕΙΩΣΗ ΛΟΓΩ ΕΛΛΕΙΨΗΣ ΕΜΠΟΡΕΥΣΙΜΟΤΗΤΑΣ ΑΞΙΑΣ 29
5.5 ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΥΑΙΣΘΗΣΙΑΣ 29
5.6 ΤΕΛΙΚΑ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ 30

2. ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΗΣ GUTMANN AG

2.1 ΓΕΝΙΚΗ ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ

Η Εταιρεία δραστηριοποιείται στον τομέα σχεδίασης και παραγωγής συστημάτων και άλλων προϊόντων αλουμινίου. Αποτελεί έναν διεθνή οργανισμό, με 75 χρόνια παρουσίας στον χώρο του αλουμινίου και μέσω και των θυγατρικών της, διαθέτει παρουσία σε 45 χώρες.

Η Εταιρεία ιδρύθηκε το 1937 στην πόλη Βάισενμπεργκ της Γερμανίας, όπου βρίσκονται ακόμη και σήμερα τα κεντρικά γραφεία της.

Η εταιρεία Gutmann σήμερα απασχολεί 696 υπαλλήλους από 675 το 2010, ενώ ο αριθμός εργατικού δυναμικού όλου του Ομίλου Gutmann αγγίζει τους 1.300.

2.2 ΣΥΝΤΟΜΟ ΙΣΤΟΡΙΚΟ

Οι βασικότεροι σταθμοί στην ιστορία της Εταιρείας 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 το 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 Εταιρεία μεταβιβάζεται στο ίδρυμα του αποθανόντος ιδρυτή, το Hermann Gutmann Foundation.

2002 Η ελληνική εταιρεία ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ ΑΕΒΕ εξαγοράζει το 51,00% της Gutmann, και γίνεται βασικός μέτοχος της Εταιρείας.

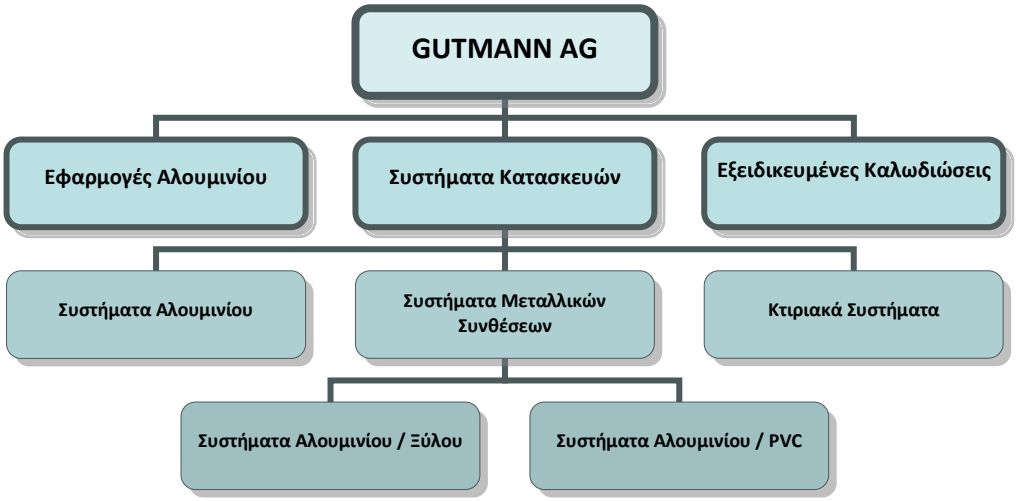
2004 Η Εταιρεία εξαγοράζει άλλη γερμανική εταιρεία παραγωγής προφίλ αλουμινίου και την μεταβιβάζει στην θυγατρική της GARTNER EXTRUSION GmbH.

2007 Εξαγορά της γερμανικής εταιρείας παραγωγής προφίλ αλουμινίου Nordalu.

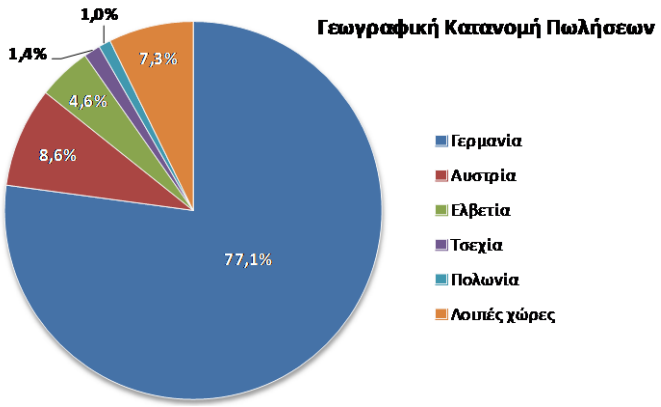
2010 Η Εταιρεία μετονομάζεται σε GUTMANN AG.

2.3 ΠΡΟΪΟΝΤΑ

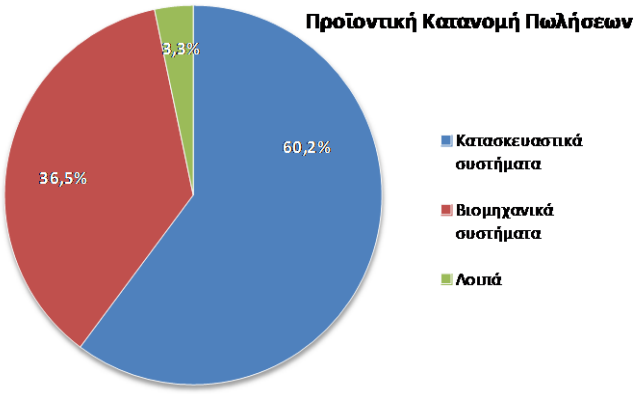
Η Gutmann παράγει την παρακάτω ευρεία σειρά προϊόντων:



Τα προϊόντα της Εταιρείας (κατευθύνονται στο μεγαλύτερο ποσοστό τους στην εγχώρια αγορά της Γερμανίας. Η γεωγραφική κατανομή των πωλήσεων κατά το έτος 2011 απεικονίζεται στο παρακάτω διάγραμμα.



Η προϊοντική κατανομή των πωλήσεων κατά το έτος 2011 έχει ως εξής:



2.4 ΠΑΡΑΓΩΓΗ

Η παραγωγή προϊόντων διέλασης διαμορφώθηκε στους 20.773 τόνους το έτος 2011 (-8,9% από το προηγούμενο έτος), πτώση η οποία οφείλεται βασικά στην χαμηλότερη ζήτηση στα οικοδομικά προϊόντα και στα πάνελ για φωτοβολταικά συστήματα.

Η παραγωγή προϊόντων ανοδίωσης έφθασε τους 2.025 tm^2 (από 2058 tm^2 το 2010), ενώ η παραγωγή σε powder coating διαμορφώθηκε στους 543 tm^2 από 571 tm^2 το προηγούμενο έτος.

Η Εταιρεία κατέχει το 8,2% της γερμανικής παραγωγής σε προϊόντα διέλασης αλουμινίου με δυναμικότητα 46.000 τόνων.

Επίσης κατέχει το 12,7% της συνολικής παραγωγής σε κατασκευαστικό προφίλ, με παραγωγική δυναμικότητα 23.000 τόνους.

2.5 ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΚΑΙ ΔΙΕΥΘΥΝΤΙΚΑ ΣΤΕΛΕΧΗ

Το Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρείας αποτελείται από τα παρακάτω πρόσωπα:

ΜΕΛΟΣ	ΙΔΙΟΤΗΤΑ
Θεόδωρος Τζώρτζης	Πρόεδρος
Dr. Wolfram Kopperschlaeger	Μέλος

Τα βασικά διευθυντικά στελέχη της Εταιρείας είναι τα παρακάτω άτομα:

ΜΕΛΟΣ	ΙΔΙΟΤΗΤΑ
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

2.6 ΘΥΓΑΤΡΙΚΕΣ

Οι άμεσες επενδύσεις της Εταιρείας σε θυγατρικές επιχειρήσεις είναι οι εξής:

ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΧΩΡΑ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗΣ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΨΗΦΩΝ
Gartner Extrusion GmbH	Γερμανία	100,00%	100,00%
NordAlu GmbH	Γερμανία	55,00%	55,00%
Gutmann Aluminium Draht GmbH	Γερμανία	49,00%	49,00%
Gutmann Immobilien GbR	Γερμανία	94,00%	15,00%

2.7 ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ - ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΣΥΝΘΕΣΗ

Το μετοχικό κεφάλαιο της Gutmann ανέρχεται σε €24.285.000 και διαιρείται αντίστοιχα σε 24.285.000 μετοχές αξίας €1,00.

Η μετοχική σύνθεση της Εταιρείας κατά την ημερομηνία αποτίμησης διαμορφώνεται ως εξής:

ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΧΩΡΑ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗΣ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΨΗΦΩΝ
ALCO DEUTSCHLAND AG	Γερμανία	51,00%	51,00%
HERMANN GUTMANN FOUNDATION	Γερμανία	49,00%	49,00%

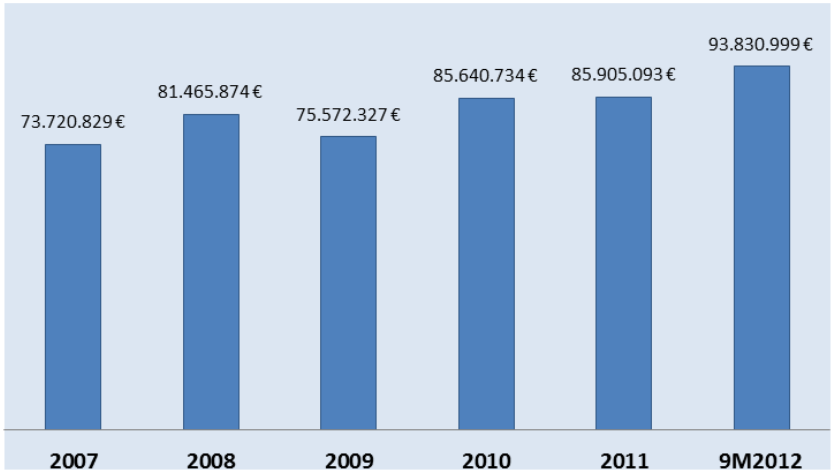
3. ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ 2007 – 2012

3.1 ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ 2007 – 2011 ΚΑΙ 30.09.2012

Το ενεργητικό και παθητικό της Εταιρείας για τα έτη 2007 – 2011 καθώς και 30.09.2012 σύμφωνα με τις ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις αποτυπώνονται στους κατωτέρω πίνακες:

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	2007	2008	2009	2010	2011	30.09.2012
Μη κυκλοφορούν ενεργητικό						
Γήπεδα - Οικόπεδα	472.889 €	472.889 €	535.556 €	535.784 €	535.784 €	1.691.064 €
Κτίρια - Τεχνικά έργα	1.088.798 €	1.013.347 €	1.996.222 €	1.909.257 €	1.789.822 €	11.211.262 €
Μηχανολογικός εξοπλισμός	8.561.650 €	10.541.454 €	10.777.478 €	10.640.436 €	9.814.781 €	15.567.340 €
Μεταφορικά μέσα	113.744 €	153.215 €	90.675 €	79.371 €	44.029 €	34.815 €
Έπιπλα	6.211.318 €	6.181.755 €	7.825.206 €	7.323.867 €	7.149.254 €	7.419.053 €
Πάγια υπό εκτέλεση	3.355.546 €	2.848.432 €	252.213 €	3.914.259 €	7.806.105 €	1.401.111 €
Σύνολο ενσώματων παγίων	**19.803.945 €**	**21.211.092 €**	**21.477.350 €**	**24.402.973 €**	**27.139.775 €**	**37.324.645 €**
Επενδύσεις σε ακίνητα	12.523.879 €	12.130.835 €	11.767.876 €	11.373.732 €	10.979.587 €	0 €
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	313.944 €	239.755 €	115.346 €	273.690 €	289.629 €	250.627 €
Επενδύσεις σε θυγατρικές επιχειρήσεις	5.609.152 €	11.274.982 €	11.274.982 €	11.274.982 €	11.194.643 €	11.194.643 €
Λοιπές επενδύσεις	2.701.946 €	2.701.946 €	2.824.446 €	2.824.446 €	2.824.446 €	2.824.446 €
Λοιπές απαιτήσεις	56.678 €	51.130 €	51.130 €	0 €	0 €	0 €
Συνολικό μη κυκλοφορούν ενεργητικό	**41.009.544 €**	**47.609.740 €**	**47.511.130 €**	**50.149.823 €**	**52.428.079 €**	**51.594.360 €**
Κυκλοφορούν ενεργητικό						
Αποθέματα	18.285.508 €	20.725.854 €	14.384.166 €	17.140.815 €	15.571.888 €	17.507.974 €
Εμπορικές απαιτήσεις	11.116.787 €	9.114.100 €	9.618.146 €	13.758.569 €	11.852.870 €	15.934.316 €
Λοιπές απαιτήσεις	2.910.037 €	3.980.481 €	2.000.314 €	1.816.289 €	5.853.000 €	8.113.301 €
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	398.953 €	35.699 €	2.058.571 €	2.775.238 €	199.256 €	681.048 €
Συνολικό κυκλοφορούν ενεργητικό	**32.711.285 €**	**33.856.134 €**	**28.061.197 €**	**35.490.911 €**	**33.477.014 €**	**42.236.639 €**
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	**73.720.829 €**	**81.465.874 €**	**75.572.327 €**	**85.640.734 €**	**85.905.093 €**	**93.830.999 €**

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ



ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	2007	2008	2009	2010	2011	30.09.2012
ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ						
Μετοχικό κεφάλαιο	24.285.000 €	24.285.000 €	24.285.000 €	24.285.000 €	24.285.000 €	24.285.000 €
Λοιπά αποθεματικά	17.889.879 €	18.094.158 €	22.095.290 €	25.711.133 €	27.980.575 €	28.628.840 €
Αποτελέσματα εις νέον	3.576.901 €	6.001.132 €	6.178.252 €	4.269.443 €	2.448.265 €	3.491.128 €
Σύνολο καθαρής θέσης	**45.751.780 €**	**48.380.290 €**	**52.558.542 €**	**54.265.576 €**	**54.713.840 €**	**56.404.968 €**
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ						
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις						
Δάνεια	192.500 €	- €	- €	7.071.300 €	5.785.500 €	8.580.100 €
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	3.352.671 €	4.271.188 €	3.263.540 €	3.102.032 €	2.803.002 €	2.672.341 €
Προβλέψεις για παροχές προς εργαζομένους	737.024 €	723.648 €	52.632 €	906.920 €	923.592 €	1.215.379 €
Επιχορηγήσεις περιουσιακών στοιχείων	282.785 €	252.179 €	221.573 €	190.967 €	160.360 €	137.406 €
Συνολικές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	**4.564.980 €**	**5.247.015 €**	**4.237.745 €**	**11.271.219 €**	**9.672.454 €**	**12.605.226 €**
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις						
Προμηθευτές	7.732.407 €	6.108.399 €	4.279.623 €	7.520.828 €	5.658.144 €	11.273.894 €
Ασφαλιστικές υποχρεώσεις	- €	584 €	8.301 €	79.022 €	39.431 €	41.717 €
Μισθοί πληρωτέοι	795.746 €	866.285 €	820.968 €	936.102 €	933.622 €	- €
Φόροι - τέλη	1.131.002 €	830.616 €	1.702.256 €	2.087.184 €	3.084.019 €	546.909 €
Λοιπές υποχρεώσεις	1.784.142 €	3.875.265 €	1.634.650 €	3.100 €	12.897 €	- €
Τρέχουσες υποχρεώσεις φόρου εισοδήματος	2.369.073 €	1.449.515 €	1.964.995 €	799.132 €	1.071.766 €	- €
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	805.715 €	6.050.056 €	- €	1.285.800 €	4.442.378 €	5.316.568 €
Προβλέψεις και λοιπές υποχρεώσεις	8.785.984 €	8.657.849 €	8.365.247 €	7.392.771 €	6.276.543 €	7.641.716 €
Συνολικές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	**23.404.069 €**	**27.838.569 €**	**18.776.040 €**	**20.103.939 €**	**21.518.799 €**	**24.820.805 €**
Σύνολο υποχρεώσεων	**27.969.049 €**	**33.085.584 €**	**23.013.785 €**	**31.375.158 €**	**31.191.254 €**	**37.426.030 €**
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ ΚΑΙ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	**73.720.829 €**	**81.465.874 €**	**75.572.327 €**	**85.640.734 €**	**85.905.093 €**	**93.830.998 €**

3.2 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ 2007 – 2012

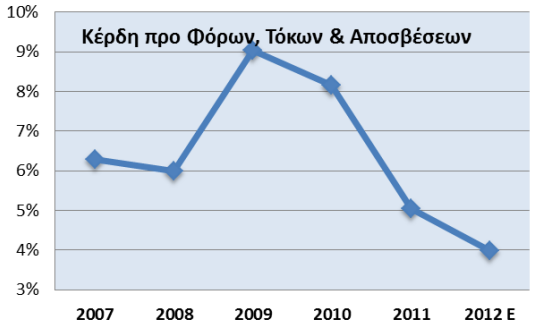
Στον ακόλουθο πίνακα αναλύονται τα αποτελέσματα των ετών 2007-2011, καθώς και τα αναμενόμενα αποτελέσματα για το 2012, τα οποία πραβάλλαμε στηριζόμενοι στο α' 9μηνο 2012 το οποίο έχει δημοσιευθεί, καθώς και στην καθοδήγηση της Διοίκησης της Εταιρείας.

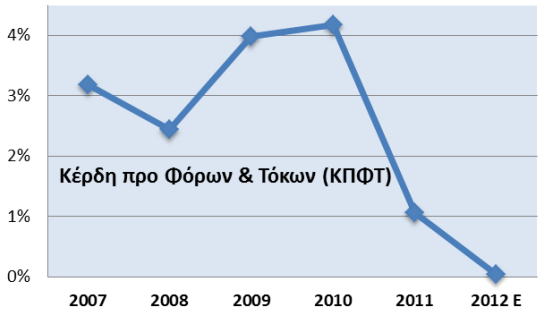
	ΙΣΤΟΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ	2007	2008	2009	2010	2011	2012 Ε
	Κύκλος εργασιών	**157.869.152 €**	**150.949.205 €**	**123.571.184 €**	**138.820.899 €**	**137.789.578 €**	**137.513.999 €**
	Ετήσια μεταβολή %		*-4,4%*	*-18,1%*	*12,3%*	*-0,7%*	*-0,2%*
Μείον:	Κόστος πωλήσεων	132.507.486 €	125.742.269 €	97.506.267 €	111.425.053 €	114.122.831 €	115.415.242 €
	Μικτό κέρδος	**25.361.666 €**	**25.206.936 €**	**26.064.917 €**	**27.395.846 €**	**23.666.747 €**	**22.098.757 €**
	Ετήσια μεταβολή %		*-0,6%*	*3,4%*	*5,1%*	*-13,6%*	*-6,6%*
	Μικτό περιθώριο %	*16,1%*	*16,7%*	*21,1%*	*19,7%*	*17,2%*	*16,1%*
Συν:	Λοιπά έσοδα εκμετάλλευσης	4.425.223 €	4.211.346 €	4.163.879 €	4.606.571 €	6.623.243 €	4.296.647 €
	Ετήσια μεταβολή %		*-4,8%*	*-1,1%*	*10,6%*	*43,8%*	*-35,1%*
	% επί του κύκλου εργασιών	*2,8%*	*2,8%*	*3,4%*	*3,3%*	*4,8%*	*3,1%*
	Έξοδα διοίκησης	13.332.253 €	13.850.038 €	13.583.195 €	13.180.567 €	14.033.215 €	12.744.604 €
	Ετήσια μεταβολή %		*3,9%*	*-1,9%*	*-3,0%*	*6,5%*	*-9,2%*
	% επί του κύκλου εργασιών	*8,4%*	*9,2%*	*11,0%*	*9,5%*	*10,2%*	*9,3%*
	Έξοδα διάθεσης	10.131.359 €	10.301.636 €	10.669.723 €	11.181.490 €	12.521.842 €	12.898.596 €
	Ετήσια μεταβολή %		*1,7%*	*3,6%*	*4,8%*	*12,0%*	*3,0%*
	% επί του κύκλου εργασιών	*6,4%*	*6,8%*	*8,6%*	*8,1%*	*9,1%*	*9,4%*
	Λοιπά έξοδα εκμετάλλευσης	1.284.210 €	1.584.520 €	1.056.702 €	1.829.551 €	2.258.376 €	697.319 €
	Ετήσια μεταβολή %		*23,4%*	*-33,3%*	*73,1%*	*23,4%*	*-69,1%*
	% επί του κύκλου εργασιών	*0,8%*	*1,0%*	*0,9%*	*1,3%*	*1,6%*	*0,5%*
Μείον:	**Συνολικά λειτουργικά έξοδα**	**24.747.822 €**	**25.736.194 €**	**25.309.620 €**	**26.191.608 €**	**28.813.433 €**	**26.340.519 €**
	Ετήσια μεταβολή %		*4,0%*	*-1,7%*	*3,5%*	*10,0%*	*-8,6%*
	% επί του κύκλου εργασιών	*15,7%*	*17,0%*	*20,5%*	*18,9%*	*20,9%*	*19,2%*
	Κέρδη προ φόρων τόκων και αποσβέσεων	**9.928.496 €**	**9.058.771 €**	**11.176.795 €**	**11.329.223 €**	**6.939.523 €**	**5.462.748 €**
	Ετήσια μεταβολή %		*-8,8%*	*23,4%*	*1,4%*	*-38,7%*	*-21,3%*
	ΚΠΦΤΑ περιθώριο %	*6,3%*	*6,0%*	*9,0%*	*8,2%*	*5,0%*	*4,0%*
Μείον:	Αποσβέσεις	4.889.429 €	5.376.683 €	6.257.619 €	5.518.414 €	5.462.966 €	5.407.863 €
	Κέρδη προ φόρων και τόκων	**5.039.067 €**	**3.682.088 €**	**4.919.176 €**	**5.810.809 €**	**1.476.557 €**	**54.885 €**
	Ετήσια μεταβολή %		*-26,9%*	*33,6%*	*18,1%*	*-74,6%*	*-96,3%*
	ΚΠΦΤ περιθώριο %	*3,2%*	*2,4%*	*4,0%*	*4,2%*	*1,1%*	*0,0%*
	Χρηματοοικονομικά έσοδα	1.560.424 €	4.267.175 €	3.054.957 €	397.860 €	2.290.152 €	3.613.509 €
	Χρηματοοικονομικά έξοδα	727.193 €	351.704 €	206.924 €	155.446 €	543.361 €	415.544 €
Συν:	**Καθαρό χρηματοοικονομικό αποτέλεσμα**	**833.231 €**	**3.915.471 €**	**2.848.033 €**	**242.414 €**	**1.746.792 €**	**3.197.965 €**
	Ετήσια μεταβολή %		*369,9%*	*-27,3%*	*-91,5%*	*620,6%*	*83,1%*
	Αποτελέσματα προ φόρων	**5.872.298 €**	**7.597.559 €**	**7.767.209 €**	**6.053.223 €**	**3.223.349 €**	**3.252.850 €**
	Ετήσια μεταβολή %		*29,4%*	*2,2%*	*-22,1%*	*-46,7%*	*0,9%*
	% επί του κύκλου εργασιών	*3,7%*	*5,0%*	*6,3%*	*4,4%*	*2,3%*	*2,4%*
Μείον:	Φόρος εισοδήματος	2.331.928 €	650.533 €	2.596.607 €	1.907.696 €	1.074.114 €	953.357 €
Συν:	Αναβαλόμενοι φόροι	36.532 €	-945.895 €	1.007.649 €	123.916 €	299.030 €	0 €
	Αποτελέσματα μετά φόρων	**3.576.902 €**	**6.001.131 €**	**6.178.251 €**	**4.269.443 €**	**2.448.265 €**	**2.299.493 €**
	Ετήσια μεταβολή %		*67,8%*	*3,0%*	*-30,9%*	*-42,7%*	*-6,1%*
	Καθαρό περιθώριο κέρδους	*2,3%*	*4,0%*	*5,0%*	*3,1%*	*1,8%*	*1,7%*

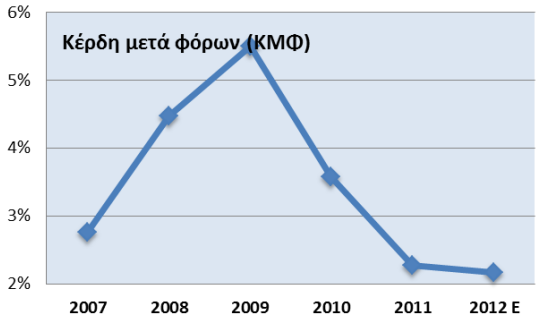
Τα περιθώρια κερδοφορίας η τάση των οποίων διαγράφτηκε ιδιαίτερα ανοδική κατά την περίοδο 2007-2009, ανατράπηκαν κατά τα έτη 2009-2011, και αναμένεται να μειωθούν και στην πλήρη χρήση 2012, χρονιά κατά την οποία υπήρξε πίεση στην αγορά διέλασης στην Γερμανία.

Το 2012 (όπως και το 2011) εμφανίζεται μία σταθεροποίηση των πωλήσεων της Εταιρείας, παρά την πολύ δυσμενή πορεία του κλάδου διέλασης στην αγορά της Γερμανίας. Το μικτό περιθώριο αναμένεται να εμφανίσει πτώση και στην χρήση του 2012, για τρίτη συνεχόμενη χρονιά, τάση η οποία προβλέπεται να ξεκινήσει να αντιστρέφεται από το 2013. Το 2012, το περιθώριο στα κέρδη προ φόρων και τόκων θα διαμορφωθεί οριακά θετικό, λόγω κυρίως της συγκράτησης η οποία επιτεύχθηκε στα διοικητικά και λοιπά έξοδα. Παρά τις δυσκολίες στην λειτουργική κερδοφορία της Εταιρείας, τα κέρδη προ φόρων και τα κέρδη μετά φόρων θα παραμείνουν θετικά και φέτος, λόγω των αυξημένων χρηματοοικονομικών εσόδων (κυρίως μερίσματα θυγατρικών).

Στους παρακάτω πίνακες απεικονίζεται η πορεία των περιθωρίων της επιχείρησης κατά τα τελευταία 5 έτη, και το 2012. Υπενθυμίζεται ότι για το πλήρες έτος 2012 η Εταιρεία δεν έχει δημοσιεύσει ακόμη ισολογισμό και τα αποτελέσματα βασίζονται στο 9μηνο 2012 και στην καθοδήγηση της Διοίκησης.







3.3 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ 2007 - 2011

Οι αναλυτική χρηματοοικονομική ανάλυση της Εταιρείας για την τετραετία 2007 – 2011 έχει ως εξής:

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ	2007	2008	2009	2010	2011
Εξέλιξη Αποτελεσμάτων (%)					
Κύκλος Εργασιών		-4,4%	-18,1%	12,3%	-0,7%
Μικτά Αποτελέσματα		-0,6%	3,4%	5,1%	-13,6%
Κέρδη προ Φόρων, Τόκων & Αποσβέσεων (ΚΠΦΤΑ)		-8,8%	23,4%	1,4%	-38,7%
Κέρδη προ Φόρων & Τόκων (ΚΠΦΤ)		-26,9%	33,6%	18,1%	-74,6%
Κέρδη προ Φόρων (ΚΠΦ)		29,4%	2,2%	-22,1%	-46,7%
Κέρδη μετά φόρων (ΚΜΦ)		67,8%	3,0%	-30,9%	-42,7%
Περιθώρια Κέρδους (%)					
Μικτά Αποτελέσματα	16,1%	16,7%	21,1%	19,7%	17,2%
Κέρδη προ Φόρων, Τόκων & Αποσβέσεων (ΚΠΦΤΑ)	6,3%	6,0%	9,0%	8,2%	5,0%
Κέρδη προ Φόρων & Τόκων (ΚΠΦΤ)	3,2%	2,4%	4,0%	4,2%	1,1%
Κέρδη προ Φόρων (ΚΠΦ)	3,7%	5,0%	6,3%	4,4%	2,3%
Κέρδη μετά φόρων (ΚΜΦ)	2,3%	4,0%	5,0%	3,1%	1,8%
Συνολική Ρευστότητα (x)					
Γενική Ρευστότητα	1,40	1,18	1,49	1,77	1,56
Άμεση Ρευστότητα	0,62	0,46	0,73	0,91	0,83
Επιμέρους Ρευστότητα					
Πληρωμή Προμηθευτών (ημέρες)		20	19	19	21
Παραμονή Αποθεμάτων (ημέρες)		57	66	52	52
Είσπραξη Απαιτήσεων (ημέρες)		24	28	31	34
Εμπορικός Κύκλος (ημέρες)		61	74	63	65
Αμυντικό Χρονικό Διάστημα (ημέρες)		33	43	51	48
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Προμηθευτών (x)		18	19	19	17
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων (x)		6	6	7	7
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απαιτήσεων (x)		15	13	12	11
Κεφαλαιακή Διάρθρωση & Φερεγγυότητα (x)					
Συνολικές Υποχρεώσεις / Ίδια Κεφάλαια	0,61	0,70	0,44	0,58	0,57
Δανειακές Υποχρεώσεις / Ίδια Κεφάλαια	0,02	0,13	0,00	0,15	0,19
Δανειακές Υποχρεώσεις / Ενεργητικό	0,01	0,07	0,00	0,10	0,12
Δανειακές Υποχρεώσεις / ΚΠΦΤΑ	0,10	0,67	0,00	0,74	1,47
Κάλυψη Χρηματοοικονομικών Εξόδων (ΚΠΦΤ)	6,93	10,47	23,77	37,38	2,72
Κάλυψη Ταμειακών Χρηματοοικονομικών Εξόδων (ΚΠΦΤΑ)	13,65	25,76	54,01	72,88	12,77
Αποδοτικότητα (%)					
Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (μετά φόρων)	7,8%	12,4%	11,8%	7,9%	4,5%
Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (προ φόρων)	12,8%	15,7%	14,8%	11,2%	5,9%
Απόδοση Ενεργητικού (μετά φόρων)	4,9%	7,4%	8,2%	5,0%	2,8%
Απόδοση Ενεργητικού (προ φόρων)	8,0%	9,3%	10,3%	7,1%	3,8%
Απόδοση Απασχολούμενων Κεφαλαίων (μετά φόρων)	9,2%	11,7%	12,1%	7,1%	4,6%
Απόδοση Απασχολούμενων Κεφαλαίων (προ φόρων)	14,1%	14,6%	15,2%	9,9%	5,8%

3.4 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ Α' 9ΜΗΝΟ 2012 – Α' 9ΜΗΝΟ 2011

Οι καταστάσεις αποτελεσμάτων της Εταιρείας όπως τις αναλύσαμε για τις περιόδους α' 9μηνο 2011 και α' 9μηνο 2012 έχουν ως εξής:

	ΙΣΤΟΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ	Α' 9ΜΗΝΟ 2011	Α' 9ΜΗΝΟ 2012
	Κύκλος εργασιών	**105.145.601 €**	**103.151.362 €**
	Ετήσια μεταβολή %		*-1,9%*
Μείον:	Κόστος πωλήσεων	86.466.482 €	86.186.904 €
	Μικτό κέρδος	**18.679.119 €**	**16.964.458 €**
	Ετήσια μεταβολή %		*-9,2%*
	Μικτό περιθώριο %	*17,8%*	*16,4%*
Συν:	Λοιπά έσοδα εκμετάλλευσης	3.001.638 €	3.222.981 €
	Ετήσια μεταβολή %		*7,4%*
	% επί του κύκλου εργασιών	*2,9%*	*3,1%*
	Έξοδα διοίκησης	10.516.115 €	8.934.508 €
	Ετήσια μεταβολή %		*-15,0%*
	% επί του κύκλου εργασιών	*10,0%*	*8,7%*
	Έξοδα διάθεσης	9.664.945 €	9.976.830 €
	Ετήσια μεταβολή %		*3,2%*
	% επί του κύκλου εργασιών	*9,2%*	*9,7%*
	Λοιπά έξοδα εκμετάλλευσης	1.037.052 €	523.070 €
	Ετήσια μεταβολή %		*-49,6%*
	% επί του κύκλου εργασιών	*1,0%*	*0,5%*
Μείον:	**Συνολικά λειτουργικά έξοδα**	**21.218.113 €**	**19.434.407 €**
	Ετήσια μεταβολή %		*-8,4%*
	% επί του κύκλου εργασιών	*20,2%*	*18,8%*
	Κέρδη προ φόρων τόκων και αποσβέσεων	**4.528.097 €**	**5.210.688 €**
	Ετήσια μεταβολή %		*15,1%*
	ΚΠΦΤΑ περιθώριο %	*4,3%*	*5,1%*
Μείον:	Αποσβέσεις	4.065.453 €	4.457.656 €
	Κέρδη προ φόρων και τόκων	**462.644 €**	**753.032 €**
	Ετήσια μεταβολή %		*62,8%*
	ΚΠΦΤ περιθώριο %	*0,4%*	*0,7%*
	Χρηματοοικονομικά έσοδα	2.285.400 €	3.606.010 €
	Χρηματοοικονομικά έξοδα	358.963 €	389.572 €
Συν:	**Καθαρό χρηματοοικονομικό αποτέλεσμα**	**1.926.436 €**	**3.216.438 €**
	Ετήσια μεταβολή %		*67,0%*
	Αποτελέσματα προ φόρων	**2.389.080 €**	**3.969.470 €**
	Ετήσια μεταβολή %		*66,2%*
	% επί του κύκλου εργασιών	*2,3%*	*3,8%*
Μείον:	Φόρος εισοδήματος	466.892 €	609.002 €
Συν:	Αναβαλόμενοι φόροι	82.772 €	130.661 €
	Αποτελέσματα μετά φόρων	**2.004.960 €**	**3.491.128 €**
	Ετήσια μεταβολή %		*74,1%*
	Καθαρό περιθώριο κέρδους	*1,9%*	*3,4%*

4. Ο ΚΛΑΔΟΣ ΤΟΥ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΥ[1]

4.1 ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΑΓΟΡΑ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΥ

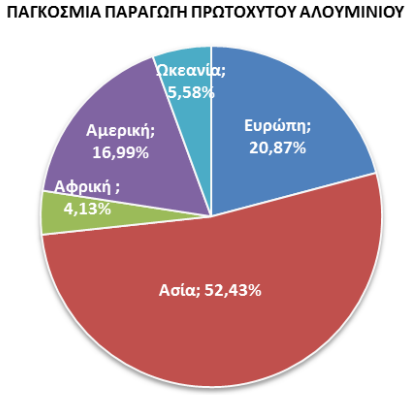
Το 2010, η παγκόσμια παραγωγή πρωτότυχου αλουμινίου κατέγραψε ισχυρή άνοδο και διαμορφώθηκε στα 41,2 εκατ. τόνους από 37 εκατ. τόνους το 2009, μία αύξηση δηλαδή της τάξης του 11,4%.

Η παγκόσμια ζήτηση το 2010 αυξήθηκε κατά 7,8% σε σχέση με το 2009, με την μεγαλύτερη άνοδο να προέρχεται από την Ευρώπη (+20%) και από την Ασία (+15%).

Τα στοιχεία που ακολουθούν δίνουν μία καταγραφή της παγκόσμιας παραγωγής πρωτόχυτου αλουμινίου.

ΠΑΡΑΓΩΓΗ ΠΡΩΤΟΧΥΤΟΥ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΥ						
σε χιλιάδες τόνους	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Ευρώπη	**9.000**	**8.900**	**9.200**	**9.800**	**8.200**	**8.600**
% προηγ. έτος		*-1,1%*	*3,4%*	*6,5%*	*-16,3%*	*4,9%*
Ασία	**11.300**	**13.100**	**16.600**	**17.400**	**17.600**	**21.600**
% προηγ. έτος		*15,9%*	*26,7%*	*4,8%*	*1,1%*	*22,7%*
Αφρική	**1.700**	**1.900**	**1.800**	**1.700**	**1.700**	**1.700**
% προηγ. έτος		*11,8%*	*-5,3%*	*-5,6%*	*0,0%*	*0,0%*
Αμερική	**7.800**	**7.800**	**8.200**	**8.500**	**7.300**	**7.000**
% προηγ. έτος		*0,0%*	*5,1%*	*3,7%*	*-14,1%*	*-4,1%*
Ωκεανία	**2.200**	**2.300**	**2.300**	**2.300**	**2.200**	**2.300**
% προηγ. έτος		*4,5%*	*0,0%*	*0,0%*	*-4,3%*	*4,5%*
ΣΥΝΟΛΟ	**32.000**	**34.000**	**38.100**	**39.700**	**37.000**	**41.200**
% προηγ. έτος		*6,3%*	*12,1%*	*4,2%*	*-6.8%*	*11,4%*

Ο μεγαλύτερος παραγωγός πρωτόχυτου αλουμινίου παραμένει η Ασία με 52,4% της παγκόσμιας παραγωγής, μέγεθος το οποίο αυξάνεται κάθε χρόνο.



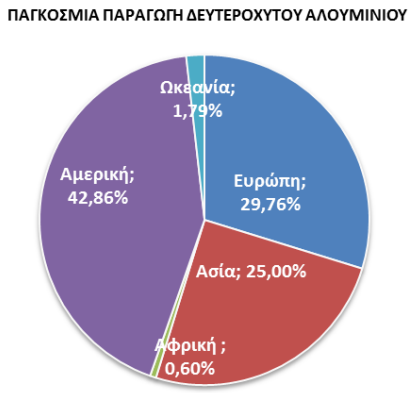
[1] Πηγή: Γερμανική Ένωση Αλουμινίου (GDA)

Όσον αφορά την παραγωγή δευτερόχυτου αλουμινίου, ο πίνακας ο οποίος ακολουθεί, δίνει την εικόνα της παγκόσμιας παραγωγής.

ΠΑΡΑΓΩΓΗ ΔΕΥΤΕΡΟΧΥΤΟΥ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΥ						
σε χιλιάδες τόνους	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Ευρώπη	**2.700**	**2.800**	**2.900**	**2.700**	**2.200**	**2.500**
% προηγ. έτος		*3,7%*	*3,6%*	*-6,9%*	*-18,5%*	*13,6%*
Ασία	**1.500**	**1.900**	**1.900**	**1.900**	**1.800**	**2.100**
% προηγ. έτος		*26,7%*	*0,0%*	*0,0%*	*-5,3%*	*16,7%*
Αφρική	**30**	**30**	**30**	**30**	**50**	**50**
% προηγ. έτος		*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*66,7%*	*0,0%*
Αμερική	**4.100**	**4.100**	**4.600**	**4.000**	**3.800**	**3.600**
% προηγ. έτος		*0,0%*	*12,2%*	*-13,0%*	*-5,0%*	*-5,3%*
Ωκεανία	**150**	**150**	**150**	**150**	**150**	**150**
% προηγ. έτος		*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
ΣΥΝΟΛΟ	**8.630**	**8.980**	**9.580**	**8.780**	**8.000**	**8.400**
% προηγ. έτος		*4,1%*	*6,7%*	*-8,4%*	*-8,9%*	*5,0%*

Η παγκόσμια παραγωγή δευτερόχυτου αλουμινίου κατά το 2010 ανέκοψε την διετή πτωτική της πορεία και διαμορφώθηκε σε 8,4 εκατ. τόνους, από 8,0 εκατ. τόνους το 2009, αυξήθηκε δηλαδη κατά 5%.

Στο παρακάτω διάγραμμα διακρίνουμε ότι ο μεγαλύτερος παραγωγός δευτερόχυτου αλουμινίου είναι η Αμερική με 43% της παγκόσμιας παραγωγής, ενώ ακολουθεί η Ευρώπη και η Ασία.



4.2 ΓΕΡΜΑΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΥ

4.2.1 ΠΑΡΑΓΩΓΗ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΥ

Η συνολική γερμανική παραγωγή αλουμινίου συνέχισε την θετική της πορεία για δεύτερη συνεχή χρονιά μετά την διετή πτωτική πορεία το 2008-2009.

Η γερμανική παραγωγή πρωτόχυτου αλουμινίου κατά το 2011 διαμορφώθηκε σε 432 χιλ. τόνους, από 402 χιλ. τόνους το 2010, αυξήθηκε δηλαδή κατά 7,48%, ενώ η παραγωγή δευτερόχυτου αλουμινίου έφθασε τους 634 χιλ. τόνους με μικρή αύξηση της τάξης του 5,28%. Περίπου το 44% της γερμανικής παραγωγής απορροφάται σε εξαγωγές.

ΓΕΡΜΑΝΙΚΗ ΠΑΡΑΓΩΓΗ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΥ						
σε τόνους	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Πρωτόχυτο Αλουμίνιο	**515.000**	**551.000**	**605.900**	**291.700**	**402.400**	**432.500**
% προηγ. έτος		*7,0%*	*10,0%*	*-51,9%*	*37,9%*	*7,48%*
Δευτερόχυτο Αλουμίνιο	**795.700**	**857.600**	**720.900**	**560.800**	**611.100**	**634.500**
% προηγ. έτος		*7,8%*	*-15,9%*	*-22,2%*	*9,0%*	*3,83%*
ΣΥΝΟΛΟ	**1.310.700**	**1.408.600**	**1.326.800**	**852.500**	**1.013.500**	**1.067.000**
% προηγ. έτος		*7,47%*	*-5,81%*	*-35,75%*	*18,89%*	*5,28%*

Το μεγαλύτερο τμήμα της γερμανικής παραγωγής αλουμινίου προέρχεται από την ανακύκλωσή του, όπως φαίνεται στο κατωτέρω διάγραμμα.

4.3 ΓΕΡΜΑΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ ΔΙΕΛΑΣΗΣ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΥ

4.3.1 Η ΑΓΟΡΑ ΤΟ Α' 9ΜΗΝΟ 2012

Κατά το α' 9μηνο του 2012 ο όγκος παραγγελιών έφτασε τα 369.519 τόνους, 7,3% χαμηλότερα από την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτος (398.759 τόνοι). Οι αποστολές εμπορευμάτων μειώθηκαν κατά 6,3% και διαμορφώθηκαν σε 365.461 τόνους.

4.3.1.1 ΚΛΑΔΟΣ ΜΕΤΑΦΟΡΩΝ

Ο κλάδος των μεταφορών παρέμεινε κατά το α' 9μηνο του 2012 ο σημαντικότερος κλάδος από πλευράς ζήτησης προϊόντων με τις παραγγελίες να διαμορφώνονται σε 123.548 τόνους, αυξημένες κατά 2,5% σε σχέση με το α' 9μηνο του 2011.

Οι αποστολές εμπορευμάτων μειώθηκαν κατά 4,2% και έφθασαν τους 111.230 τόνους σε σχέση με το α' 9μηνο 2010.

4.3.1.2 ΚΛΑΔΟΣ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ

Ο κλάδος των κατασκευών είναι ο δεύτερος σε επίπεδο όγκου παραγγελιών, οι οποίες έφθασαν τους 94.063 τόνους κατά το α' 9μηνο του 2012, μειωμένες κατά 8,1%.

Οι αποστολές εμπορευμάτων μειώθηκαν κατά 6,0% και έφθασαν τους 95.944 τόνους σε σχέση με το α' 9μηνο 2011.

4.3.1.3 ΚΛΑΔΟΣ ΜΗΧΑΝΟΛΟΓΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ

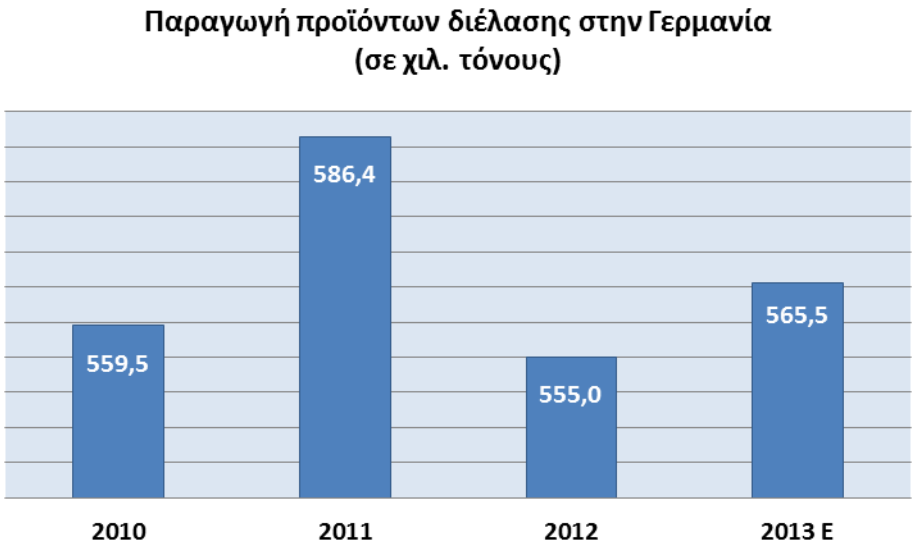
Κατά το α' 9μηνο 2012, οι παραγγελίες στον κλάδο των μηχανολογικών κατασκευών μειώθηκαν κατά 20,3% και έφθασαν τους 52.725 τόνους.

Την ίδια πτωτική πορεία ακολούθησαν και οι αποστολές εμπορευμάτων οι οποίες μειώθηκαν κατά 7,3%. 2109555141

4.3.2 ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΔΙΕΛΑΣΗΣ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΥ ΓΙΑ ΤΟ 2013

4.3.2.1 ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΓΕΡΜΑΝΙΚΗΣ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ ΔΙΕΛΑΣΗΣ

Στην Γερμανία, σύμφωνα με το βασικό σενάριο πρόβλεψης της GDA, η παραγωγή προϊόντων για το έτος **2013** αναμένεται να φτάσει τους **565,5 χιλ. τόνους** αυξημένη κατά **1,9%** σε σχέση με το **2012 (550 χιλ. τόνοι**).

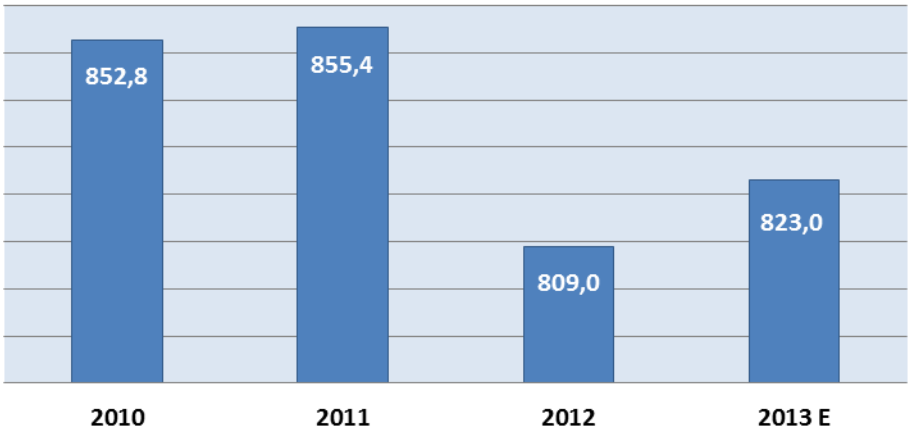


Τα σενάρια για την παραγωγή προϊόντων διέλασης για το έτος 2013 καθώς και η σύγκριση με την αναμενόμενη παραγωγή για το σύνολο του 2012 αποτυπώνονται στον κατωτέρω πίνακα:

Έτος	Απαισιόδοξο Σενάριο	Βασικό σενάριο	Αισιόδοξο Σενάριο
2012	549.000	555.000	560.500
2013	552.500	565.500	576.500

4.3.2.2 ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΓΕΡΜΑΝΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΔΙΕΛΑΣΗΣ

Η γερμανική αγορά διέλασης αναμένεται να αυξηθεί κατά 1,7% το 2013 και να διαμορφωθεί στους 823 χιλ. τόνους από 809 χιλ το 2012. Στο διάγραμμα το οποίο ακολουθεί αποτυπώνονται τα στοιχεία της αγοράς προϊόντων διέλασης για τα έτη 2010 – 2013.



5. ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ GUTMANN AG

5.1 Η ΕΠΙΛΟΓΗ ΜΕΘΟΔΟΥ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Όλες οι μέθοδοι αποτίμησης δεν είναι κατάλληλες για όλες τις περιπτώσεις, γι' αυτό και η κάθε μέθοδος εφαρμόζεται αφού ληφθεί υπόψη η ιδιαιτερότητα της κάθε επιχείρησης και το σημείο του επιχειρηματικού κύκλου στον οποίο βρίσκεται.

Στηριζόμενοι στο βασικό σενάριο της μελλοντικής δραστηριότητας της Εταιρείας (going concern business) χρησιμοποιήσαμε την μέθοδο της **Προεξόφλησης Ελεύθερων Ταμειακών Ροών** (Discounted Free Cash Flows method). Η μέθοδος αυτή ενδείκνυται για κερδοφόρες εταιρείες, οι οποίες αναμένεται να συνεχίσουν κανονικά την επιχειρηματική τους δραστηριότητα στο μέλλον, και για τις οποίες δεν υπάρχουν ενδείξεις ότι η δραστηριότητά τους ενδέχεται να διακοπεί.

5.2 ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Ημερομηνία βάσει της οποίας πραγματοποιήθηκε η αποτίμηση της Εταιρείας ορίσθηκε η **14 Ιανουαρίου 2013.** Ως αποτέλεσμα, ο προσδιορισμός της παρούσας αξίας των μελλοντικών ταμειακών ροών έγινε βάσει της προεξόφλησης τους έως την παραπάνω ημερομηνία. Κατά την εφαρμογή αυτής της μεθόδου έγινε η παραδοχή ότι οι ταμειακές ροές της Εταιρείας πραγματοποιούνται στο τέλος κάθε έτους.

5.3 ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΜΕΘΟΔΟ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Η συγκεκριμένη μέθοδος, η χρήση της οποίας υποδείχθηκε από την Εταιρεία για τις ανάγκες της εν λόγω αποτίμησης, εξετάζει την παρούσα αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών της. Η μέθοδος αυτή αποτελεί την ευρύτερα διαδεδομένη μέθοδο αποτίμησης εταιρειών, και προϋποθέτει την εκτίμηση των παρακάτω βασικών παραμέτρων:

- Μελλοντικές ταμειακές ροές
- Ανάγκες κεφαλαίου κίνησης
- Ανάγκες επενδύσεων σε πάγια στοιχεία
- Μέσο σταθμισμένο κόστος κεφαλαίου
- Υπολειμματική αξία της Εταιρείας

Άλλες δευτερεύουσας σημασίας παράμετροι, οι οποίες προσδίδουν αξία σε μια εταιρεία, και τις οποίες λάβαμε υπόψη μας είναι οι παρακάτω:

- Ποιότητα της Διοίκησης
- Εμπειρία και η γνώση του ανθρώπινου δυναμικού
- Εμπορικό σήμα της Εταιρείας (brand name)
- Τεχνογνωσία
- Δίκτυο πωλήσεων

5.3.1 ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΣΤΑ ΟΠΟΙΑ ΒΑΣΙΣΤΗΚΕ Η ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ

Η αποτίμηση της Εταιρείας βασίσθηκε:

- Στα δεδομένα των ιστορικών οικονομικών καταστάσεων της Εταιρείας, για τις χρήσεις **2007 -2011** και την περίοδο **01.01.2012 - 30.09.2012.**
- Στα προβλεπόμενα οικονομικά αποτελέσματα για την περίοδο **2012 – 2017**. Οι προβλέψεις παρασχέθηκαν από τη Διοίκηση της Εταιρείας.
- Εξετάστηκε επίσης το ευρύτερο οικονομικό και ανταγωνιστικό περιβάλλον καθώς και οι μελλοντικές προοπτικές του κλάδου αλουμινίου στην Γερμανία και σε παγκόσμιο επίπεδο.

5.3.2 ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ 2013 – 2017

Στηριζόμενοι στα αποτελέσματα της Εταιρείας για το α’ 9μηνο 2012, και κατόπιν καθοδήγησης της Διοίκησης, προβάλλαμε τα αποτελέσματα για το έτος 2012, και στην συνέχεια προχωρήσαμε σε προβλέψεις για τα έτη 2013-1017, τα οποία αποτελούν την βάση μας για την αποτίμηση.

Το 2013 οι πωλήσεις της Εταιρείας αναμένεται να αυξηθούν κατά 2%, ποσοστό το οποίο αναμένεται να αναπτυχθεί περίπου και ο κλάδος διέλασης στην Γερμανία σε σχέση με το 2012 (παραγωγή διέλασης +1,9%, αγορά διέλασης +1,7%). Για τα έτη 2014 – 2017 αναμένεται ήπια αύξηση των πωλήσεων, η οποία θα εξαρτηθεί φυσικά και από την πορεία των γενικότερων μακροοικονομικών συνθηκών. Η μέση ετήσια αύξηση των πωλήσεων (CAGR) για την επόμενη πενταετία διαμορφώνεται σε 3,39%.

Το μικτό περιθώριο αναμένεται να ανακάμψει την πτωτική τροχιά του και να αυξηθεί βαθμιαία σε βάθος χρόνου στα επίπεδα της χρήσης 2010, ενώ το CAGR πενταετίας διαμορφώνεται σε 7,02%.

Η συγκράτηση στα λειτουργικά έξοδα, αναμένεται να συνεχισθεί και τα επόμενα έτη, με μεγαλύτερη έμφαση στην μείωση κόστους στα διοικητικά έξοδα, τα οποία είναι τα πιο εύκολα διαχειρίσιμα.

Τα χρηματοοικονομικά έσοδα της Εταιρείας τα οποία προέρχονται κυρίως από μερίσματα θυγατρικών, αναμένεται να μειωθούν από το 2013, λόγω μίας πιο συντηρητικής διαχείρισης της ρευστότητας τους.

Το CAGR της επόμενης πενταετίας στα κέρδη προ φόρων αναμένεται να διαμορφωθεί στο 19,81%.

Τα λεπτομερή στοιχεία προβλέψεων και οι παραδοχές μας (σε μπλε χρωματισμό) για τα ανωτέρω αποτυπώνονται στον ακόλουθο πίνακα:

	(ποσά σε Ευρώ)	Προβλέψεις 2013	Προβλέψεις 2014	Προβλέψεις 2015	Προβλέψεις 2016	Προβλέψεις 2017
	Κύκλος εργασιών	**140.264.279 €**	**144.472.207 €**	**151.695.818 €**	**157.763.650 €**	**162.496.560 €**
	Ετήσια μεταβολή %	*2,0%*	*3,0%*	*5,0%*	*4,0%*	*3,0%*
Μείον:	Κόστος πωλήσεων	117.134.929 €	118.839.242 €	123.970.126 €	128.284.287 €	131.472.151 €
	Μικτό κέρδος	**23.129.350 €**	**25.632.965 €**	**27.725.691 €**	**29.479.364 €**	**31.024.409 €**
	Ετήσια μεταβολή %	*4,7%*	*10,8%*	*8,2%*	*6,3%*	*5,2%*
	Μικτό περιθώριο %	*16,5%*	*17,7%*	*18,3%*	*18,7%*	*19,1%*
Συν:	Λοιπά έσοδα εκμετάλλευσης	4.382.580 €	4.514.057 €	4.739.760 €	4.929.350 €	5.077.231 €
	Ετήσια μεταβολή %	*2,0%*	*3,0%*	*5,0%*	*4,0%*	*3,0%*
	% επί του κύκλου εργασιών	*3,1%*	*3,1%*	*3,1%*	*3,1%*	*3,1%*
	Έξοδα διοίκησης	12.808.327 €	12.936.410 €	13.065.774 €	13.196.432 €	13.328.397 €
	Ετήσια μεταβολή %	*0,5%*	*1,0%*	*1,0%*	*1,0%*	*1,0%*
	% επί του κύκλου εργασιών	*9,1%*	*9,0%*	*8,6%*	*8,4%*	*8,2%*
	Έξοδα διάθεσης	13.143.411 €	13.402.337 €	13.931.729 €	14.344.108 €	14.626.687 €
	Ετήσια μεταβολή %	*1,9%*	*2,0%*	*4,0%*	*3,0%*	*2,0%*
	% επί του κύκλου εργασιών	*9,4%*	*9,3%*	*9,2%*	*9,1%*	*9,0%*
	Λοιπά έξοδα εκμετάλλευσης	782.392 €	886.450 €	1.023.850 €	1.171.284 €	1.327.065 €
	Ετήσια μεταβολή %	*12,2%*	*13,3%*	*15,5%*	*14,4%*	*13,3%*
	% επί του κύκλου εργασιών	*0,6%*	*0,6%*	*0,7%*	*0,7%*	*0,8%*
Μείον:	**Συνολικά λειτουργικά έξοδα**	**26.734.130 €**	**27.225.197 €**	**28.021.353 €**	**28.711.824 €**	**29.282.148 €**
	Ετήσια μεταβολή %	*1,5%*	*1,8%*	*2,9%*	*2,5%*	*2,0%*
	% επί του κύκλου εργασιών	*19,1%*	*18,8%*	*18,5%*	*18,2%*	*18,0%*
	Κέρδη προ φόρων τόκων και αποσβέσεων	**6.348.980 €**	**8.717.525 €**	**10.590.437 €**	**12.153.004 €**	**13.535.787 €**
	Ετήσια μεταβολή %	*16,2%*	*37,3%*	*21,5%*	*14,8%*	*11,4%*
	ΚΠΦΤΑ περιθώριο %	*4,5%*	*6,0%*	*7,0%*	*7,7%*	*8,3%*
Μείον:	Αποσβέσεις	5.571.181 €	5.795.699 €	6.146.339 €	6.456.115 €	6.716.296 €
	Κέρδη προ φόρων και τόκων	**777.799 €**	**2.921.825 €**	**4.444.098 €**	**5.696.890 €**	**6.819.491 €**
	Ετήσια μεταβολή %	*1317,1%*	*275,7%*	*52,1%*	*28,2%*	*19,7%*
	ΚΠΦΤ περιθώριο %	*0,6%*	*2,0%*	*2,9%*	*3,6%*	*4,2%*
	Χρηματοοικονομικά έσοδα	1.626.079 €	1.642.340 €	1.666.975 €	1.683.645 €	1.700.481 €
	Χρηματοοικονομικά έξοδα	423.854 €	436.570 €	458.399 €	476.735 €	491.037 €
Συν:	**Καθαρό χρηματοοικονομικό αποτέλεσμα**	**1.202.224 €**	**1.205.770 €**	**1.208.576 €**	**1.206.910 €**	**1.209.444 €**
	Αποτελέσματα προ φόρων	**1.980.024 €**	**4.127.595 €**	**5.652.674 €**	**6.903.799 €**	**8.028.935 €**
	Ετήσια μεταβολή %	*-39,1%*	*108,5%*	*36,9%*	*22,1%*	*16,3%*
	% επί του κύκλου εργασιών	*1,4%*	*2,9%*	*3,7%*	*4,4%*	*4,9%*
Μείον:	Φόρος εισοδήματος	580.312 €	1.209.730 €	1.656.705 €	2.023.390 €	2.353.148 €
	Αποτελέσματα μετά φόρων	**1.399.712 €**	**2.917.865 €**	**3.995.969 €**	**4.880.410 €**	**5.675.787 €**
	Ετήσια μεταβολή %	*-39,1%*	*108,5%*	*36,9%*	*22,1%*	*16,3%*
	Καθαρό περιθώριο κέρδους	*1,0%*	*2,0%*	*2,6%*	*3,1%*	*3,5%*

5.3.3 ΜΕΣΟ ΣΤΑΘΜΙΣΜΕΝΟ ΚΟΣΤΟΣ ΤΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (WACC)

Ο υπολογισμός της παρούσας αξίας των ταμειακών ροών της Εταιρείας προϋποθέτει την εκτίμηση του επιτοκίου προεξόφλησης. Το προεξοφλητικό επιτόκιο ισούται με το μέσο σταθμισμένο κόστος των χρησιμοποιούμενων κεφαλαίων μιας εταιρείας, προσαρμοσμένο στις ιδιαιτερότητες της εκάστοτε εταιρείας, όταν αυτό απαιτείται. Το Μέσο Σταθμισμένο Κόστος Κεφαλαίου (Weighted Average Cost of Capital - WACC) ορίζεται ως:

$$WACC = Ke*We + Kd\ (1-t)*Wd$$

όπου:

Ke : Κόστος ιδίων κεφαλαίων

Kd : Κόστος δανειακών κεφαλαίων

We : % Ιδίων κεφαλαίων προς σύνολο απασχολούμενων κεφαλαίων

Wd : % Δανειακών κεφαλαίων προς σύνολο απασχολούμενων κεφαλαίων

t : Φορολογικός συντελεστής

Όσον αφορά στο κόστος ιδίων κεφαλαίων (Ke) χρησιμοποιήθηκε το Μοντέλο Τιμολόγησης Κεφαλαιουχικών Αγαθών (CAPM), διεθνώς αποδεκτή μεθοδολογία, η οποία απεικονίζεται ως εξής:

$$Ke = Rf + \beta \times (Rm - Rf)$$

όπου:

Απόδοση Άνευ Κινδύνου (Rf) : η ελάχιστη άνευ κινδύνου απόδοση, την οποία θα απαιτούσε ένας λογικός επενδυτής από μια επένδυση. Χρησιμοποιήθηκε η απόδοση του 10ετούς ομολόγου του Γερμανικού Δημοσίου, η οποία διαμορφώνεται σε **1,61%** (ΠΗΓΗ: Bloomberg).

Απόδοση Κεφαλαιαγοράς (Rm) : η προσαυξημένη, σε σχέση με την απαιτούμενη απόδοση σε επενδύσεις άνευ κινδύνου, απαιτούμενη απόδοση που απαιτεί ένας λογικός επενδυτής για να επενδύσει σε μετοχές. Το ασφάλιστρο κινδύνου για την Γερμανία προκύπτει από τον τύπο (Rm – Rf) και διαμορφώνεται σε **6,00%** (ΠΗΓΗ: Damodaran Database, NY Stern School of Business).

Συντελεστής Κινδύνου β (beta coefficient) : αποτελεί στατιστικό μέτρο ποσοτικής απεικόνισης του συστηματικού κινδύνου μιας μετοχής, το οποίο λάβαμε για την τελευταία 5ετία, και το οποίο διαμορφώνεται σε **1,62** (ΠΗΓΗ: Damodaran Database, NY Stern School of Business).

Με βάση τα ανωτέρω, για την Gutmann AG, λαμβάνοντας υπόψην μας όλες τις μεταβλητές, το WACC διαμορφώνεται ως εξής:

Κόστος ιδίων κεφαλαίων	**11,33%**
Συντελεστής βήτα	1,62
Απόδοση 10ετούς ομολόγου Γερμανικού Δημοσίου	1,61%
Ασφάλιστρο αγοράς Γερμανίας (Rm - Rf)	6,00%
Στάθμιση στα συνολικά κεφάλαια	80,23%
Κόστος δανεισμού (μετά φόρων)	**2,64%**
Κόστος δανεισμού	3,74%
Στάθμιση στα συνολικά κεφάλαια	19,77%
Φορολογικός συντελεστής	15,00%
Διάρθρωση κεφαλαίων (30.09.2012)	
Αξία ιδίων κεφαλαίων	56.404.968 €
Αξία δανεισμού	13.896.668 €
Σύνολο κεφαλαίων	**70.301.636 €**
Μεσοσταθμικό Κόστος Κεφαλαίου	**9,61%**

5.3.4 ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΗ ΑΞΙΑ

Η Υπολειμματική Αξία (Terminal Value) εκφράζει το ύψος του κεφαλαίου το οποίο ένας επενδυτής είναι πρόθυμος να επενδύσει προκειμένου να απολαμβάνει το σύνολο των μελλοντικών ταμειακών ροών οι οποίες θα προκύψουν μετά το πέρας της περιόδου συγκεκριμένων προβλέψεων, η οποία στην δική μας περίπτωση είναι το 2017.

Για την εκτίμηση της υπολειμματικής αξίας επιλέξαμε τον ευρέως χρησιμοποιούμενο τύπο **σταθερής ανάπτυξης (constant growth formula)**, ο οποίος αποτυπώνεται ως εξής:

Υπολειμματική Αξία = ETP / (WACC - g)

όπου

ETP : Ελεύθερες ταμειακές ροές το έτος μετά το τελευταίο έτος συγκεκριμένων προβλέψεων. Στην δική μας περίπτωση το έτος αυτό είναι το 2018.

g : Ρυθμός ανάπτυξης στο διηνεκές 1,00%.

WACC : Μέσο σταθμισμένο κόστος κεφαλαίου 9,61%.

Με την εφαρμογή του ανωτέρου τύπου, καταλήξαμε στην παρακάτω παρούσα υπολλειματική αξία:

Υπολειμματική Αξία Επιχείρησης το έτος 2018	**50.327.396 €**
Υπολειμματική Αξία Επιχείρησης το έτος 2017	**45.913.843 €**
Παρούσα Αξία Υπολειμματικής Αξίας Επιχείρησης	**29.016.133 €**

5.3.5 ΠΑΡΟΥΣΑ ΑΞΙΑ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Στον πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζεται η εκτίμηση των ελεύθερων ταμειακών ροών για την περίοδο 2013 – 2017, καθώς και η παρούσα αξία τους:

(ποσά σε Ευρώ)		Προβλέψεις 2013	Προβλέψεις 2014	Προβλέψεις 2015	Προβλέψεις 2016	Προβλέψεις 2017
	ΚΠΦΤ	**777.799 €**	**2.921.825 €**	**4.444.098 €**	**5.696.890 €**	**6.819.491 €**
Μείον:	Φόροι	580.312 €	1.209.730 €	1.656.705 €	2.023.390 €	2.353.148 €
	Καθαρό λειτουργικό κέρδος μείον φόροι	**197.487 €**	**1.712.095 €**	**2.787.393 €**	**3.673.500 €**	**4.466.343 €**
Συν:	Αποσβέσεις	5.571.181 €	5.795.699 €	6.146.339 €	6.456.115 €	6.716.296 €
	Μικτές ταμειακές ροές	**5.768.668 €**	**7.507.795 €**	**8.933.732 €**	**10.129.615 €**	**11.182.639 €**
Μείον:	Μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης	318.873 €	487.876 €	837.521 €	703.517 €	548.743 €
Μείον:	Κεφαλαιουχικές δαπάνες	5.474.541 €	5.638.777 €	5.920.716 €	6.157.544 €	6.342.271 €
Ελεύθερες ταμειακές ροές προς την επιχείρηση		-24.746 €	1.381.142 €	2.175.496 €	3.268.553 €	4.291.625 €
Προεξοφλημένες ελεύθερες ταμειακές ροές προς την επιχείρηση		**-22.576 €**	**1.149.520 €**	**1.651.870 €**	**2.264.187 €**	**2.712.175 €**

5.3.6 ΑΞΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Στον ακόλουθο πίνακα παρουσιάζεται η εκτίμηση της αξίας του 100,00% των μετοχών της Gutmann AG, αφού ληφθούν υπόψη τα απαιτούμενα μεγέθη του ισολογισμού στις 30.09.2012:

	Συνολικές προεξοφλημένες ΕΤΡ προς την επιχείρηση	**7.755.176 €**
	Προεξοφλημένη υπολειμματική αξία	**29.016.133 €**
Συν:	**Μη λειτουργικά στοιχεία ενεργητικού**	**14.700.136 €**
	Ι. Διαθέσιμα	681.048 €
	ΙΙ. Χρεόγραφα	0 €
	ΙΙΙ. Συμμετοχές	14.019.089 €
	ΑΞΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ	**51.471.445 €**
Μείον:	Τρέχουσα αξία δανεισμού	13.896.668 €
	ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΑΞΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ	**37.574.777 €**

5.4 ΑΠΟΜΕΙΩΣΗ ΛΟΓΩ ΕΛΛΕΙΨΗΣ ΕΜΠΟΡΕΥΣΙΜΟΤΗΤΑΣ ΑΞΙΑΣ

Σε περιπτώσεις αποτίμησης μη εισηγμένων σε χρηματιστήριο εταιρειών, η πρακτική η οποία ακολουθείται είναι να απομειώνεται η αξία της Εταιρείας (lack of marketability discount) κατά ένα συγκεκριμένο ποσοστό το οποίο κυμαίνεται ανάλογα με το μέγεθος και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της εταιρείας στο εύρος 15% - 35%. Η απομείωση αυτή δίνεται λόγω της έλλειψης ρευστότητας στην μεταβίβαση των μετοχών, αντίθετα από εταιρείες εισηγμένες σε οργανωμένα χρηματιστήρια.

Στην περίπτωση της Gutmann το ποσοστό αυτό διαμορφώθηκε σε 19,95% σύμφωνα με τις παρακάτω παραδοχές και τον τύπο ο οποίος υπολογίζει με διάφορες μεταβλητές το ποσοστό της έκπτωσης (discount) :

Βάση ποσοστού απομείωσης για εταιρεία με κύκλο εργασιών 10 € εκατ.	25,00%
Κύκλος εργασιών Gutmann AG για το 2012 (σε εκατ. €)	137,51
Ποσοστό μετοχών το οποίο αφορά η αποτίμηση	100,00%
Θετικά ή αρνητικά αποτελέσματα	Θετικά
Ποσοστό απομείωσης (Illiquidity Discount)	**19,95%**

Το ποσό κατά το οποίο θα απομειωθεί η αξία της Εταιρείας έχει ως εξής :

ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΑΞΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ	**37.574.777 €**
Απομείωση 19,95% λόγω έλλειψης εμπορευσιμότητας μετοχών	7.495.228 €
ΕΥΛΟΓΗ ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΑΞΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ	**30.079.549 €**

5.5 ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΥΑΙΣΘΗΣΙΑΣ

Το βασικό μας σενάριο αποδέχεται ρυθμό ανάπτυξης στο διηνεκές (g) ύψους 1,00%. Λόγω όμως της ιδιαίτερα σημαντικής επιρροής της συγκεκριμένης μεταβλητής στην αποτίμηση, διενεργήσαμε ανάλυση ευαισθησίας, χρησιμοποιώντας τρεις διαφορετικές τιμές 0,00%, 1,00%, και 2,00%.

Το αποτέλεσμα της ανάλυσης ευαισθησίας, λαμβάνοντας υπόψη και την απομείωση λόγω έλλειψης μετοχικής ρευστότητας (19,95%), έχει ως εξής:

Ρυθμός ανάπτυξης στο διηνεκές (g)	Εύλογη Μετοχική Αξία	Εύλογη Μετοχική Αξία μετά από Απομείωση
0,00%	34.298.849,96 €	27.457.087,67 €
1,00%	**37.574.776,70 €**	**30.079.549,00 €**
2,00%	41.711.352,72 €	33.390.981,62 €

5.6 ΤΕΛΙΚΑ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Με βάση την ανωτέρω ανάλυση ευαισθησίας, και αποδεχόμενοι το γεγονός ότι κάθε αποτίμηση ενέχει σε ένα σημαντικό βαθμό το στοιχείο της υποκειμενικότητας και της αβεβαιότητας των προβλέψεων, θεωρούμε ότι η εύλογη αγοραία αξία του 100% των μετοχών της Gutmann AG βρίσκεται εντός του παρακάτω εύρους τιμών:

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ 100,00% ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΗΣ GUTMANN AG		
ΚΑΤΩΤΑΤΗ ΤΙΜΗ ΕΥΡΟΥΣ	**ΕΥΛΟΓΗ ΑΓΟΡΑΙΑ ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΑΞΙΑ**	**ΑΝΩΤΑΤΗ ΤΙΜΗ ΕΥΡΟΥΣ**
27.457.087,67 €	**30.079.549,00 €**	**33.390.981,62 €**

HYPODOMI CONSULTING S.A.

ΣΕΣΜΑ HELLENIC ASSOCIATION OF MANAGEMENT CONSULTING FIRMS

Member of E-I Consulting Group