

**ΚΡΙ-ΚΡΙ**

**Κλάδος:** Τρόφιμα & Ποτά

**Σύσταση:** Market perform – Μεσαίου Κινδύνου  
*από Outperform – Μεσαίου Κινδύνου*



**Τιμή (12/10/2007) €3,72**

**ΓΔΧΑ (12/10/2007) 5.289,80**

**Τιμή Στόχος €3,20**  
*από €2,30*

(ποσά σε χιλ. €)	2006	2007ε	2008π	2009π	2010π	CAGR (06-10π)
<b>Πωλήσεις</b>	28.284,0	33.800,1	41.059,0	46.766,3	53.931,1	<b>17,51%</b>
<b>ΕΒΙΤΔΑ</b>	5.326,9	6.311,1	7.214,9	8.077,4	9.207,1	<b>14,66%</b>
<b>Περιθώριο ΕΒΙΤΔΑ</b>	18,83%	18,67%	17,57%	17,27%	17,07%	
<b>Κέρδη Μετά φόρων</b>	1.991,79	2.720,40	3.295,44	3.751,10	4.602,69	<b>23,29%</b>
<b>Καθαρό Περιθώριο Κέρδους</b>	7,09%	8,09%	8,06%	8,05%	8,56%	
<b>Κέρδη (μφ) ανά Μετοχή</b>	0,11	0,15	0,18	0,21	0,26	<b>23,29%</b>
<b>ΡΕ(χ)</b>	33,53x	24,55x	20,27x	17,81x	14,51x	
<b>ΡΕΓ</b>	-0,73	0,49	1,49	1,04	0,78	
<b>P/BV(χ)</b>	3,01	2,79	2,58	2,37	2,15	
<b>EV/ΕΒΙΤΔΑ(χ)</b>	11,77	10,29	9,05	7,98	6,73	
<b>EV/Πωλήσεις(χ)</b>	2,22	1,92	1,59	1,38	1,15	
<b>ROIC%</b>	9,47%	11,46%	13,04%	13,50%	15,28%	

Στοιχεία Μετοχής από	31/12/2000
<b>Min</b>	€ 1,05
<b>Max</b>	€ 4,11
<b>Σχετική Απόδοση (52 Εβδ.)</b>	120,51%
<b>Μέσος Ημερ. Όγκος Συν/γων</b>	21.191,8
<b>Αριθμός Μετοχών</b>	17.953.920
<b>Μέση Ημερήσια Εμπορευσιμότητα</b>	0,12%
<b>Κεφαλαιοποίηση (σε εκατ. )</b>	66,79
<b>Free Float (%)</b>	25,4%
<b>Συντελεστής Beta</b>	0,70

► **Την Τετάρτη 10 Οκτωβρίου 2007, πραγματοποιήθηκε η ανακοίνωση του Επενδυτικού Προγράμματος του ομίλου για την περίοδο 2008-2010 στην Ένωση Θεσμικών Επενδυτών.**

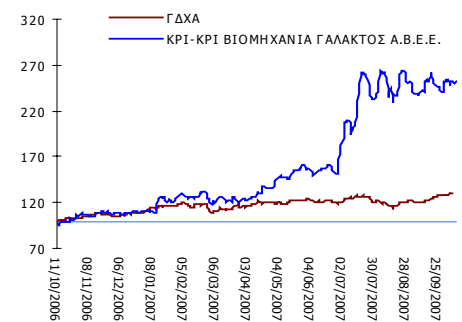
Σύμφωνα με τον στρατηγικό σχεδιασμό της διοίκησης για την επόμενη τριετία, όπως μας αναπτύχθηκε στην ΕΘΕ, ο όμιλος αναμένεται να εισέλθει σε νέες κατηγορίες προϊόντων όπως οι πολυσυσκευασίες παγωτού, τα βρεφικά γισαούρτια, τα επιδόρπια και παράλληλα να επεκτείνει τις δραστηριότητες του γεωγραφικά τόσο στην εγχώρια αγορά όσο και στα Βαλκάνια. Στόχο της διοίκησης αποτελεί η αύξηση του μεριδίου του ομίλου στον τομέα του παγωτού από 6,5% που είναι σήμερα σε επίπεδα άνω του 10% μέχρι το 2010, μέσω της αύξησης των σημείων πώλησης. Σημειώνεται ότι ο όμιλος διαθέτει συνολικά 12.000 σημεία πώλησης, όπου αναμένεται να προστεθούν 1.500 ακόμα μέσα στο 2008, ενώ το 2007, τα σημεία πώλησης αυξήθηκαν κατά 1.300. Επίσης, υπογράφηκε από την διοίκηση του ομίλου νέα εμπορική συμφωνία με την αλυσίδα Σκλαβενίτης για την πώληση των προϊόντων, σε 10-15 καταστήματα της αλυσίδας, ενώ σε δεύτερη φάση, αναμένεται να πωλούνται στο σύνολο του δικτύου καταστημάτων.

Επιπροσθέτως, η διοίκηση βρίσκεται σε διαπραγματεύσεις με την Συντεχνία Αρτοποιών Αθήνας (ΣΑΑ), με σκοπό την διάθεση προϊόντων παγωτού από συνολικά 100 σημεία πώλησης, ενώ η εν λόγω συμφωνία εκτιμάται ότι θα λειτουργήσει σε πλήρη ανάπτυξη από τον επόμενο χρόνο για το σύνολο των καταστημάτων της ΣΑΑ, η οποία αριθμεί περίπου 3.000 σημεία πώλησης.

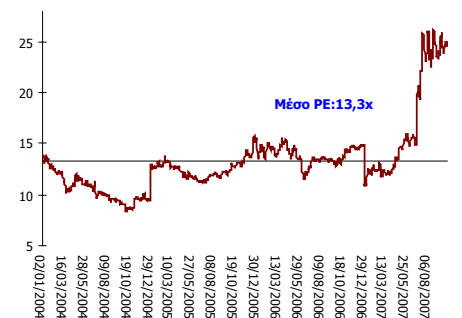
**Επισημαίνουμε ότι ο όμιλος διαθέτει περιθώρια ανάπτυξης στην ευρύτερη περιφέρεια της Αττικής, καθώς στην Αθήνα το μερίδιο αγοράς της εταιρείας στο τομέα του παγωτού διαμορφώνεται στο 3% υστερώντας σε σχέση με το αντίστοιχο πανελλαδικό μερίδιο αγοράς (6,5%), ενώ τα συνολικά σημεία πώλησης παγωτού στην πρωτεύουσα ανέρχονται σε συνολικά 30,0 χιλ. σημεία πώλησης. Θεωρούμε ότι η διοίκηση του ομίλου θα εστιαστεί σε αυτή ακριβώς την αναντιστοιχία προσπαθώντας να περιορίσει το προαναφερόμενο χάσμα στα μερίδια αγοράς.**

Τέλος σημειώνεται ότι στις εκτιμήσεις μεγεθών της διοίκησης για τα επόμενα έτη, περιλαμβάνεται η προϋπόθεση, ότι οι τιμές των πρώτων υλών θα αυξάνονται με ρυθμό της τάξεως του 3% ετησίως, ενώ υπενθυμίζουμε ότι κατά την διάρκεια του 2007, η ανοδική πορεία της τιμής γάλακτος σκόνης, λόγω της υψηλής ζήτησης από χώρες όπως η Κίνα, είχε ως αποτέλεσμα να συμπαρασύρει και την τιμή του φρέσκου γάλακτος, η οποία ανήλθε σε επίπεδα άνω των €0,40 ανά λίτρο (από €0,31 το λίτρο).

**Σχετική Απόδοση με ΓΔΧΑ (52 εβδομάδων)**



**Ιστορική Εξέλιξη Πολλαπλασιαστή Κερδών**



**Ανάλυση:**  
**Τρύφων Μακρής**  
 Τηλ: 210 32 74 492  
[tmakris@praxis.com.gr](mailto:tmakris@praxis.com.gr)

**Κων/νος Σεγρεδάκης**  
**Υπεύθυνος Τμήματος Ανάλυσης**  
 Πιστοποιημένος Αναλυτής Μετοχών και Αγοράς  
 Τηλ: 210 32 74 000  
[ksegredakis@praxis.com.gr](mailto:ksegredakis@praxis.com.gr)

► **Εκτιμήσεις περιόδου 2007-2010.**

Εκτιμήσεις Διοίκησης	2007€	2008π	2009π	2010π	CAGR (2007-10)
<b>Πωλήσεις</b>	33.600	39.500	46.600	54.900	<b>17,78%</b>
<b>Δ%</b>		17,56%	17,97%	17,81%	
<b>Κέρδη προ Φόρων (ΚΠΦ)</b>	3.600	4.200	5.000	6.000	<b>18,56%</b>
<b>Δ%</b>		16,67%	19,05%	20,00%	
<b>Περιθώριο ΚΠΦ</b>	<b>10,71%</b>	<b>10,63%</b>	<b>10,73%</b>	<b>10,93%</b>	
<i>bps</i>		-8,1 bps	9,7 bps	19,9 bps	
<b>Νέες Εκτιμήσεις Praxis International</b>					
<b>Πωλήσεις</b>	33.800	41.059	46.766	53.931	<b>16,85%</b>
<b>Δ%</b>		21,48%	13,90%	15,32%	
<b>Απόκλιση*</b>	<b>0,6%</b>	<b>3,9%</b>	<b>0,4%</b>	<b>-1,8%</b>	
<b>Κέρδη προ Φόρων (ΚΠΦ)</b>	3.644	4.135	4.705	5.769	<b>16,55%</b>
<b>Δ%</b>		13,47%	13,77%	22,63%	
<b>Περιθώριο ΚΠΦ</b>	<b>10,78%</b>	<b>10,07%</b>	<b>10,06%</b>	<b>10,70%</b>	
<i>bps</i>		-71 bps	-1,1 bps	64 bps	
<b>Απόκλιση</b>	<b>1,2%</b>	<b>-1,5%</b>	<b>-5,9%</b>	<b>-3,8%</b>	
<b>Παλιές Εκτιμήσεις Praxis International (17/5/2007)</b>					
<b>Πωλήσεις</b>	31.502	34.946	38.399	42.107	<b>10,16%</b>
<b>Δ%</b>		10,93%	9,88%	9,66%	
<b>Απόκλιση**</b>	<b>-6,8%</b>	<b>-14,9%</b>	<b>-17,9%</b>	<b>-21,9%</b>	
<b>Κέρδη προ Φόρων (ΚΠΦ)</b>	3.591	3.986	4.568	5.575	<b>15,79%</b>
<b>Δ%</b>		11,00%	14,60%	22,04%	
<b>Περιθώριο ΚΠΦ</b>	<b>11,40%</b>	<b>11,41%</b>	<b>11,90%</b>	<b>13,24%</b>	
<i>bps</i>		0,7 bps	49 bps	134 bps	
<b>Απόκλιση</b>	<b>-1,5%</b>	<b>-3,6%</b>	<b>-2,9%</b>	<b>-3,4%</b>	

\*Από τις εκτιμήσεις της Διοίκησης, \*\*Από τις νέες εκτιμήσεις μας

Πηγή: Εκτιμήσεις Praxis International & Παρουσίαση εταιρίας

Ο κύκλος εργασιών του ομίλου εκτιμούμε ότι θα ανέλθει στα επίπεδα των €33,8 εκατ. (+19,5%) για το σύνολο της χρήσης 2007 και σε €41,1 εκατ. το 2008 (+21,5%). Η εν λόγω αύξηση αναμένεται να προέλθει από την ποσοτική ανάπτυξη του δικτύου διανομής, μέσω της επέκτασης των δραστηριοτήτων στο εξωτερικό και την δημιουργία συνεργασιών με μεγάλες εταιρίες είτε του λιανικού εμπορίου (Σκλαβενίτης, ΑΒ Βασιλόπουλος), είτε με συνεργασίες για την κατασκευή co-branded προϊόντων (όπως πχ με τη σοκολατοβιομηχανία ΙΟΝ). Τα λειτουργικά κέρδη (EBITDA) για την χρήση του 2007 αναμένεται να ανέλθουν σε 6,31 εκατ. (+18,5%), και σε €7,21 εκατ. το 2008 με το αντίστοιχο περιθώριο κέρδους μειωμένο κατά 16 μονάδες βάσης και 110 μονάδες βάσης αντίστοιχα. Η μείωση του εν λόγω περιθωρίου εκτιμούμε ότι θα προέλθει από την γεωγραφική επέκταση του δικτύου διανομής (στόχος για 1.500 σημεία πώλησης μέσα στο 2008), της αυξημένης διαφημιστικής δαπάνης, τον σκληρό ανταγωνισμό που επικρατεί στον κλάδο που δραστηριοποιείται, καθώς και στην αύξηση των πρώτων υλών. Όσον αφορά τα ενοποιημένα καθαρά κέρδη εκτιμούμε ότι θα διαμορφωθούν στα €2,73 εκατ. (+36,3%) το 2007 και στα €3,31 εκατ. το 2008 (+21,0%). Υπενθυμίζουμε ότι ο υψηλός ρυθμός αύξησης της κερδοφορίας του ομίλου κατά την διάρκεια του 2007, οφείλεται κυρίως στη χαμηλότερη φορολόγηση σε σχέση με την αντίστοιχη περυσινή περίοδο, που αφορούσε τον φορολογικό έλεγχο της μητρικής εταιρίας για τις χρήσεις 2001-2004 που ολοκληρώθηκε κατά την διάρκεια της περυσινής χρήσης. Επιπροσθέτως, θετικό στοιχείο αποτελεί η μείωση του φορολογικού συντελεστή στα επίπεδα του 20% από το έτος χρήσης 2008, γεγονός που εκτιμούμε ότι θα αντισταθμίσει τις αυξημένες χρηματοοικονομικές δαπάνες (από το 2008 και μετά), οι οποίες θα προέλθουν από την έκδοση του ομολογιακού δανείου ύψους €4,00 εκατ. (μέχρι το τέλος του έτους). **Θετικό παράγοντα για τα αποτελέσματα της τρέχουσας χρήσης αποτελούν οι ευνοϊκές, για κατανάλωση παγωτού, κλιματολογικές συνθήκες που επικράτησαν κατά την διάρκεια του έτους, καθώς και η ανάπτυξη της αγοράς Private Label μέσω της εισόδου εκπαιδευτικών αλυσίδων supermarket. Εκτιμούμε ότι η ανάπτυξη της αγοράς Private Label θα ενισχυθεί ακόμη περισσότερο τα επόμενα χρόνια, όπως διαφαίνεται από την στρατηγική που ακολουθούν, σε αυτό τον τομέα, οι αλυσίδες Super Market.**

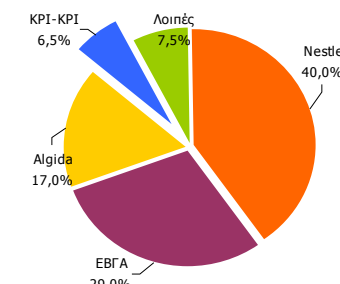
► **Επενδυτικό Πρόγραμμα ύψους €12,0 εκατ.**

Σε εξέλιξη βρίσκονται δύο επενδυτικά προγράμματα του ομίλου, συνολικού ύψους €12,0 εκατ., τα οποία σημειώνεται ότι επιδοτούνται κατά 50% μέσω του αναπτυξιακού νόμου. Ειδικότερα το πρώτο προϋπολογισμού €8,0 εκατ. αφορά νέες γραμμές παραγωγής στο τμήμα παγωτού, αποθηκευτικούς χώρους και εκσυγχρονισμό των σημείων πώλησης. Το δεύτερο επενδυτικό πρόγραμμα, ύψους €4,0 εκατ., αφορά νέες γραμμές παραγωγής στο τμήμα γαλακτοκομικών, καθώς και αποθηκευτικούς χώρους, ενώ παράλληλα η διοίκηση προχώρησε στην έκδοση ομολογιακού δανείου ύψους €4,0 εκατ. με σκοπό τη χρηματοδότηση των παραπάνω επενδυτικών της προγραμμάτων.

► **Μέγεθος αγοράς και Μεριδιά Αγοράς**

Όσον αφορά τον **κλάδο παγωτού**, η αξία της εγχώριας αγοράς υπολογίζεται σε €250-280 εκατ. και η οποία αναπτύσσεται με ρυθμούς της τάξεως του 1-3% ετησίως, ενώ χαρακτηρίζεται από υψηλούς βαθμούς συγκέντρωσης, καθώς το 94% της αγοράς ελέγχεται κυρίως από τέσσερις εταιρίες. Σημειώνεται ότι η πλειοψηφία των καταναλωτών προτιμάει την κατανάλωση παγωτών μόνο κατά την καλοκαιρινή περίοδο, με αποτέλεσμα η **κατά κεφαλήν κατανάλωση να περιορίζεται στα επίπεδα της τάξεως των 5,5 λίτρων, σε αντίθεση με τις υπόλοιπες ευρωπαϊκές χώρες που η κατανάλωση τους διαμορφώνεται σε 7,0- 8,0 λίτρα, ενώ τα υψηλότερα ποσοστά κατανάλωσης διατηρούν οι ΗΠΑ (κατά κεφαλήν κατανάλωση άνω των 20 λίτρων).**

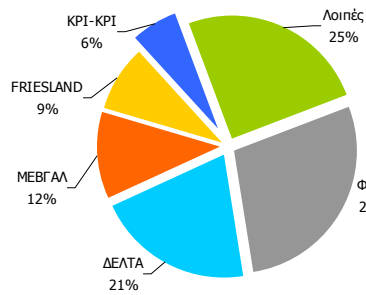
**Μεριδιά Αγοράς του Κλάδου Παγωτού.**



Πηγή: Εκτιμήσεις KPI-KPI / στοιχεία του οίκου ERI

Όσον αφορά τον τομέα των γαλακτοκομικών, η αξία της εγχώριας αγορά ανέρχεται σε €300,0 εκατ., με βάση τον διεθνή οίκο ERI (μετρήσεις από τα δίκτυα αλυσίδων supermarket), ενώ η κατά κεφαλήν κατανάλωση ανέρχεται σε υψηλά επίπεδα (σε αντίθεση με την κατανάλωση παγωτού), καθώς ο μέσος όρος στην Ευρώπη ανέρχεται σε 5,0 με 6,0 κιλά ανά κάτοικο ετησίως, ενώ στην Ελλάδα, διαμορφώνεται σε 7,0-8,0 κιλά. Επισημαίνουμε ότι στο κλάδο του γιουρτιού η αγορά παρουσιάζει στοιχεία ώριμης αγοράς με αποτέλεσμα η οποιαδήποτε αλλαγή μεριδίων αγοράς στο άμεσο μέλλον να έχει περιορισμένες πιθανότητες, ενώ μικρές διαφοροποιήσεις να προέρχονται από την δημιουργία νέων προϊόντων. Επίσης σημαντικό καταλύτη για την ανάπτυξη της εγχώριας αγοράς αποτελεί η είσοδος μεγάλων πολυεθνικών και εκπαιωτικών αλυσίδων supermarket όπως Lidl, Plus και Dia, μέσω των όποιων αναπτύσσεται η αγορά προϊόντων ιδιωτικής ετικέτας (Private Label) με θετικό αντίκτυπο στην συνολική αξία της αγοράς.

Μερίδια Αγοράς του Κλάδου Γιουρτιού.



Πηγή: Οίκος ERI (με βάση τιμές Χονδρικής), ΚΠΙ-ΚΠΙ

**Αποτίμηση**

Προχωρήσαμε σε αύξηση της Μέσης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Απαιτήσεων κατά 6 ημέρες για το έτος χρήσης 2007 και κατά 5 ημέρες μέχρι και το 2009, λόγω της επεκτατικής πολιτικής που ακολουθεί η εταιρεία, ενώ παράλληλα μειώσαμε και την Ταχύτητα Κυκλοφορίας Αποθεμάτων κατά 9 ημέρες (από 74 ημέρες σε 63 ημέρες). Η παραπάνω αναπροσαρμογή είχε σαν αποτέλεσμα να οδηγηθούμε στην μείωση Κεφαλαίου Κίνησης/Πωλήσεις ( από 31,2% σε 30,7%), γεγονός που σε συνδυασμό με την θετική αναθεώρηση των εκτιμήσεων μας, μας οδηγεί σε αύξηση της τιμής στόχου, με βάση την μεθοδολογία DCF, από €2,30 σε €3,01 ανά μετοχή. Παράλληλα αναθεωρούμε την σύσταση μας για Outperform της μετοχής σε Market perform, κυρίως λόγω της υπεραπόδοσης της μετοχής, κατά την διάρκεια των προηγούμενων μηνών.

**Βασικές υποθέσεις DCF:**

- Συντελεστής BETA: 0,70
- WACC: 8,00%,
- Perpetuity Growth: 2,0%

**Συγκριτική Αποτίμηση**

Εταιρεία	P/E			P/BV			EV/EBITDA			EV/SALES		
	2007ε	2008n	2009n	2007ε	2008n	2009n	2007ε	2008n	2009n	2007ε	2008n	2009n
VIVARTIA SA	34,5	27,0	21,5	3,7	3,2	3,2	15,0	12,9	11,4	2,4	2,2	2,0
GROUPE DANONE	19,6	17,9	15,7	3,3	3,0	2,7	13,2	10,6	9,8	2,3	1,9	1,8
UNILEVER NV-CVA	16,9	15,8	14,4	5,4	4,8	4,4	7,0	6,5	5,7	1,1	1,1	1,0
DAIRY CREST GROUP PLC	11,2	10,6	10,2	2,7	2,4	2,2	8,4	7,8	6,7	0,9	0,8	0,7
CADBURY SCHWEPES PLC	19,8	18,5	16,4	3,1	3,0	2,8	14,0	19,1	12,1	3,0	2,8	2,2
KRAFT FOODS INC-A	18,7	17,4	16,3	1,9	1,9	1,9	11,5	10,5	9,8	1,8	1,7	1,6
NESTLE SA-REG	18,9	17,0	15,1	3,7	3,5	3,4	12,2	11,1	10,2	2,0	1,9	1,8
KPI-KPI	24,6	20,3	17,8	2,8	2,6	2,4	10,3	9,1	8,0	1,9	1,6	1,4
<b>Μέση Τιμή</b>	<b>18,94</b>	<b>17,39</b>	<b>15,66</b>	<b>3,34</b>	<b>3,03</b>	<b>2,78</b>	<b>12,24</b>	<b>10,62</b>	<b>9,81</b>	<b>2,04</b>	<b>1,89</b>	<b>1,79</b>
<b>Premium / Discount</b>	<b>29,6%</b>	<b>16,6%</b>	<b>13,7%</b>	<b>-16,4%</b>	<b>-15,1%</b>	<b>-14,8%</b>	<b>-15,9%</b>	<b>-14,7%</b>	<b>-18,7%</b>	<b>-5,8%</b>	<b>-15,9%</b>	<b>-22,8%</b>

Πηγή: Bloomberg, Εκτιμήσεις Praxis (τιμές 12/10/2007)

Με βάση τους πολλαπλασιαστές εκτιμώμενων κερδών 2007 η εταιρία διαπραγματεύεται με premium της τάξεως του 29,6% έναντι των διεθνών συγκρίσιμων εταιριών, με βάση τους εκτιμώμενους πολλαπλασιαστές λογιστικής αξίας 2007 διαπραγματεύεται με έκπτωση της τάξεως του 16,4%, ενώ με βάση την σχέση EV/EBITDA και EV/SALES 2007 διαπραγματεύεται με έκπτωση της τάξεως του 15,9% και 5,8% αντίστοιχα.

Μέθοδος	Τιμές Μεθόδου	Στάθμιση
DCF	€ 3,01	50%
PE	€ 2,87	30%
EV/SALES	€ 3,95	10%
EV/EBITDA	€ 4,42	10%
<b>Μέση Τιμή</b>	<b>€ 3,20</b>	
<b>Απόκλιση μέσης τιμής από Τρέχουσα τιμή</b>	<b>-13,9%</b>	

Με βάση την παραπάνω στάθμιση των μεθοδολογιών DCF, Πολλαπλασιαστή Κερδών (P/E), EV/Sales και EV/EBITDA, η τιμή στόχος διαμορφώνεται σε €3,20 ανά μετοχή -13,9% από τα τρέχοντα επίπεδα τιμών.

## ΤΡΙΜΗΝΙΑΙΑ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΒΑΣΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ ΟΜΙΛΟΥ

Ποσά σε χιλ. €	9Μ-04	12Μ-04	Q1-05	6Μ-05	9Μ-05	12Μ-05	Q1-06	6Μ-06	9Μ-06	12Μ-06	Q1-07	6Μ-07
Πωλήσεις	20.957	22.538	5.016	15.826	24.204	25.374	5.609	17.605	26.930	28.284	6.657	20.940
Ετήσιο %Δ			21,29%	14,28%	15,49%	12,58%	11,81%	11,24%	11,26%	11,47%	18,70%	18,94%
ΕΒΙΤ	4.134	1.982	461	3.310	5.242	2.584	519	3.910	6.333	3.093	594	4.432
Ετήσιο %Δ			124,65%	20,72%	26,82%	30,40%	12,65%	18,12%	20,80%	19,70%	14,54%	13,37%
πκ%	<b>19,7%</b>	<b>8,8%</b>	<b>9,2%</b>	<b>20,9%</b>	<b>21,7%</b>	<b>10,2%</b>	<b>9,2%</b>	<b>22,2%</b>	<b>23,5%</b>	<b>10,9%</b>	<b>8,9%</b>	<b>21,2%</b>
ΕΒΙΤΔΑ	5.431	3.437	933	4.286	6.715	4.627	1.079	5.074	7.987	5.327	1.209	5.715
Ετήσιο %Δ			64,30%	20,77%	23,63%	34,60%	15,67%	18,37%	18,95%	15,14%	12,03%	12,63%
πκ%	<b>25,9%</b>	<b>15,3%</b>	<b>18,6%</b>	<b>27,1%</b>	<b>27,7%</b>	<b>18,2%</b>	<b>19,2%</b>	<b>28,8%</b>	<b>29,7%</b>	<b>18,8%</b>	<b>18,2%</b>	<b>27,3%</b>
Καθαρά Κέρδη	3.685	2.388	334	2.698	4.089	1.710	33	3.007	4.737	1.992	554	3.793
Ετήσιο %Δ			74,51%	8,73%	10,99%	-28,40%	-90,02%	11,45%	15,84%	16,50%	1561,13%	26,14%
πκ%	<b>17,6%</b>	<b>10,6%</b>	<b>6,7%</b>	<b>17,0%</b>	<b>16,9%</b>	<b>6,7%</b>	<b>0,6%</b>	<b>17,1%</b>	<b>17,6%</b>	<b>7,0%</b>	<b>8,3%</b>	<b>18,1%</b>

	3Q04	4Q04	1Q05	2Q05	3Q05	4Q05	1Q06	2Q06	3Q06	4Q06	1Q07	2Q07
Πωλήσεις	<b>7.109</b>	<b>1.581</b>	<b>5.016</b>	<b>10.810</b>	<b>8.379</b>	<b>1.170</b>	<b>5.609</b>	<b>11.997</b>	<b>9.325</b>	<b>1.354</b>	<b>6.657</b>	<b>14.282</b>
Q %Δ	-26,8%	-77,8%	217,2%	115,5%	-22,5%	-86,0%	379,5%	113,9%	-22,3%	-85,5%	391,8%	114,5%
YoY %Δ			21,3%	11,3%	17,9%	-26,0%	11,8%	11,0%	11,3%	15,7%	18,7%	19,1%
ΕΒΙΤ	<b>1.392</b>	<b>-2.152</b>	<b>461</b>	<b>2.849</b>	<b>1.933</b>	<b>-2.658</b>	<b>519</b>	<b>3.391</b>	<b>2.423</b>	<b>-3.240</b>	<b>594</b>	<b>3.838</b>
Q %Δ	-45,1%	-254,6%	121,4%	518,7%	-32,2%	-237,5%	119,5%	553,6%	-28,5%	-233,7%	118,3%	545,9%
YoY %Δ			124,7%	12,3%	38,8%	-23,5%	12,6%	19,0%	25,4%	-21,9%	14,5%	13,2%
πκ%	<b>19,6%</b>	<b>NM</b>	<b>9,2%</b>	<b>26,4%</b>	<b>23,1%</b>	<b>NM</b>	<b>9,2%</b>	<b>28,3%</b>	<b>26,0%</b>	<b>NM</b>	<b>8,9%</b>	<b>26,9%</b>
ΕΒΙΤΔΑ	<b>1.882</b>	<b>-1.994</b>	<b>933</b>	<b>3.353</b>	<b>2.428</b>	<b>-2.088</b>	<b>1.079</b>	<b>3.994</b>	<b>2.913</b>	<b>-2.660</b>	<b>1.209</b>	<b>4.505</b>
Q %Δ	-36,9%	-205,9%	146,8%	259,3%	-27,6%	-186,0%	151,7%	270,0%	-27,1%	-191,3%	145,5%	272,5%
YoY %Δ			64,3%	12,5%	29,0%	-4,7%	15,7%	19,1%	20,0%	-27,4%	12,0%	12,8%
πκ%	<b>26,5%</b>	<b>NM</b>	<b>18,6%</b>	<b>31,0%</b>	<b>29,0%</b>	<b>NM</b>	<b>19,2%</b>	<b>33,3%</b>	<b>31,2%</b>	<b>NM</b>	<b>18,2%</b>	<b>31,5%</b>
Καθαρά Κέρδη	<b>1.203</b>	<b>-1.297</b>	<b>334</b>	<b>2.364</b>	<b>1.391</b>	<b>-2.380</b>	<b>33</b>	<b>2.974</b>	<b>1.730</b>	<b>-2.746</b>	<b>554</b>	<b>3.239</b>
Q %Δ	-47,5%	-207,8%	125,8%	607,4%	-41,1%	-271,0%	101,4%	8816,4%	-41,8%	-258,7%	120,2%	484,7%
YoY %Δ			74,5%	3,2%	15,6%	-83,5%	-90,0%	25,8%	24,4%	-15,4%	1561,1%	8,9%
πκ%	<b>16,9%</b>	<b>NM</b>	<b>6,7%</b>	<b>21,9%</b>	<b>16,6%</b>	<b>NM</b>	<b>0,6%</b>	<b>24,8%</b>	<b>18,6%</b>	<b>NM</b>	<b>8,3%</b>	<b>22,7%</b>

Πηγή: Δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις.

**ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΕΩΣ (ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΑ) - ΔΠΧΠ**

(σε χιλ. €)	2005	2006	2007ε	2006π	2009π	2010π	CAGR (06-10π)
<b>Κίνδυνος Εργασιών</b>	<b>21.374</b>	<b>26.284</b>	<b>33.800</b>	<b>41.099</b>	<b>46.766</b>	<b>53.931</b>	17,51%
%Δ	7,0%	19,5%	21,5%	13,9%	15,3%	15,3%	
<b>Μικτό Κέρδος</b>	<b>13.324</b>	<b>14.996</b>	<b>17.961</b>	<b>21.290</b>	<b>24.157</b>	<b>27.898</b>	17,54%
%Δ	9,5%	20,3%	21,0%	13,7%	15,3%	15,3%	
% επί κόσμου εργασιών	52,3%	51,6%	52,0%	51,8%	51,7%	51,7%	
Μείων: Έξοδα διοικήσεως	-693	-522	-732	-848	-989	-1.195	22,98%
Έξοδα διαθέσεως	-7.961	-8.178	-10.132	-12.719	-14.557	-16.841	19,79%
Λοιπά λειτουργικά έξοδα	-43	-568	-385	-468	-533	-615	
<b>ΕΒΙΤΔΑ</b>	<b>4.627</b>	<b>5.327</b>	<b>6.311</b>	<b>7.215</b>	<b>8.077</b>	<b>9.207</b>	14,66%
%Δ	15,1%	18,5%	14,3%	12,0%	14,0%	14,0%	
% επί κόσμου εργασιών	18,2%	18,8%	18,7%	17,6%	17,3%	17,1%	
Αποσβέσεις	2.042	2.234	2.662	2.843	3.111	3.260	9,91%
<b>ΕΒΙΤ</b>	<b>2.584</b>	<b>3.093</b>	<b>3.649</b>	<b>4.371</b>	<b>4.966</b>	<b>5.947</b>	17,75%
%Δ	19,7%	18,0%	19,8%	13,6%	19,8%	19,8%	
% επί κόσμου εργασιών	10,2%	10,9%	10,8%	10,6%	10,6%	11,0%	
Χρηματοοικονομικά Αποτελέσματα	-10	38	-5	-236	-261	-178	
<b>Κέρδη προ φόρων</b>	<b>2.574</b>	<b>3.131</b>	<b>3.644</b>	<b>4.135</b>	<b>4.705</b>	<b>5.769</b>	16,51%
%Δ	21,6%	16,4%	13,5%	13,8%	22,6%	22,6%	
% επί κόσμου εργασιών	10,1%	11,1%	10,8%	10,1%	10,1%	10,7%	
Φόροι	-857	-1.126	-911	-827	-941	-1.154	
<b>Κέρδη μετά από φόρους χρήσης</b>	<b>1.717</b>	<b>2.004</b>	<b>2.733</b>	<b>3.308</b>	<b>3.764</b>	<b>4.615</b>	23,18%
%Δ	16,7%	36,3%	21,0%	13,8%	22,6%	22,6%	
% επί κόσμου εργασιών	6,8%	7,1%	8,1%	8,1%	8,0%	8,6%	
Διακρίματα Μεσοφρείας	21	8	13	13	13	13	
<b>Κέρδη Μ0 &amp; ΔΜ</b>	<b>1.696</b>	<b>1.997</b>	<b>2.720</b>	<b>3.295</b>	<b>3.751</b>	<b>4.603</b>	23,21%
%Δ	17,7%	36,2%	21,1%	13,8%	22,7%	22,7%	
% επί κόσμου εργασιών	6,7%	7,1%	8,0%	8,0%	8,0%	8,5%	

**ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟΣ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ (σε χιλ. €)**

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	2005	2006	2007ε	2006π	2009π	2010π
Ασώματα Πάγια	121	75	81	85	92	97
Ενσώματα Πάγια	13.036	14.012	15.378	16.602	16.705	15.525
<b>Ένυλο Πάγιο Ευρηγητικό</b>	<b>13.157</b>	<b>14.087</b>	<b>15.459</b>	<b>16.687</b>	<b>16.796</b>	<b>15.622</b>
Λοιπά Στοιχεία	19	31	31	31	31	31
Αναβαλλόμενη Φορολογία	51	0	0	0	0	0
Αποθέματα	2.976	2.549	3.046	3.700	4.215	4.860
Πελάτες & Επιταγές εισπραχτές	7.962	10.562	12.724	15.580	17.979	20.841
Χρεώστες Διάφοροι						
Χρόνογραφα	3	0	0	0	0	0
Βασίσημα	4.256	4.258	2.057	5.790	5.815	7.150
<b>Ένυλο Κυκλόνος Ευρηγητικό</b>	<b>19.197</b>	<b>17.369</b>	<b>17.827</b>	<b>21.070</b>	<b>27.809</b>	<b>32.852</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>26.425</b>	<b>31.466</b>	<b>33.317</b>	<b>41.766</b>	<b>44.637</b>	<b>46.505</b>

ΠΑΘΗΤΙΚΟ	2005	2006	2007ε	2006π	2009π	2010π
<b>Ένυλο Ιδίων Κεφαλαίων</b>	<b>21.206</b>	<b>22.422</b>	<b>24.263</b>	<b>26.249</b>	<b>26.490</b>	<b>31.313</b>
Μακροπρόθεσμες Τραπεζικές Υποχρεώσεις	85	0	48	4.121	3.048	2.097
Οφειλόμενα Εργαζομένων	365	439	439	439	439	439
Κρατικές Επιχορηγήσεις	2.569	2.946	2.946	4.000	4.500	5.000
Αναβαλλόμενες φορολογικές Υποχρεώσεις	0	204	220	238	258	284
<b>Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις</b>	<b>3.019</b>	<b>3.489</b>	<b>3.642</b>	<b>8.797</b>	<b>8.244</b>	<b>7.820</b>
Τράπεζες	138	166	172	186	201	221
Προμηθευτές - Γραμμάτια & Λοιπές Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	3.607	4.375	5.228	6.556	7.701	9.151
Φόροι - Τέλη	452	835	0	0	0	0
<b>Ένυλο Βραχυπρ. Υποχρεώσεων</b>	<b>4.197</b>	<b>5.377</b>	<b>5.400</b>	<b>6.742</b>	<b>7.903</b>	<b>9.372</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>26.425</b>	<b>31.466</b>	<b>33.317</b>	<b>41.766</b>	<b>44.637</b>	<b>46.505</b>

**ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ**

	2005	2006	2007ε	2006π	2009π	2010π
P/E (μη)	25,8x	21,3x	18,3x	16,2x	14,2x	11,6x
P/E (μη)	38,9x	33,3x	24,4x	20,2x	17,7x	14,5x
P/E (Normalized)	39,1x	33,5x	24,6x	20,3x	17,8x	14,5x
P/FCF	27,0x	30,6x	121,8x	37,3x	16,6x	10,7x
P/BV	3,2x	3,0x	2,8x	2,6x	2,4x	2,2x
Μερισματική Απόδοση	1,0%	1,3%	1,5%	2,0%	2,3%	2,7%
EV/Sales	2,5x	2,2x	1,9x	1,6x	1,4x	1,1x
EV/EBITDA	13,6x	11,8x	10,3x	9,1x	8,0x	6,7x
EV/EBIT	24,3x	20,3x	17,8x	14,9x	13,0x	10,4x

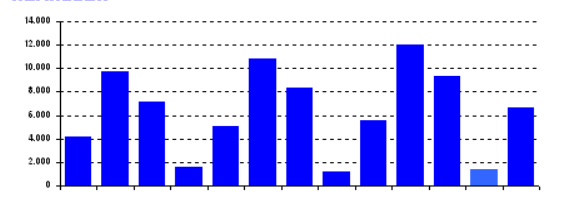
**ΒΑΣΙΚΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ**

	2005	2006	2007ε	2006π	2009π	2010π
ROA(Avg)	6,0%	6,3%	8,2%	7,9%	8,4%	9,5%
ROE(Avg)	8,2%	9,0%	11,4%	12,7%	13,3%	14,9%
ROIC	8,9%	9,5%	11,5%	13,0%	13,5%	15,3%
WACC	7,6%	7,8%	8,0%	7,5%	7,7%	7,9%
Net Debt/ EBITDA	-0,9x	-0,8x	-0,3x	-0,2x	-0,3x	-0,5x
Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων (Ημέρες)	81	74	63	62	64	64
>> >> Απαιτήσεων	103	120	126	126	131	131
>> >> Προμηθευτών	103	106	108	109	115	118
Κεφάλαιο Κίνησης / Πωλήσεις	27,1%	27,9%	31,2%	31,0%	31,0%	30,7%
Capex / Πωλήσεις	7,1%	10,8%	11,8%	9,8%	6,8%	3,8%
Capex / Αποσβέσεις	88,7%	137,2%	151,5%	143,2%	103,6%	63,9%

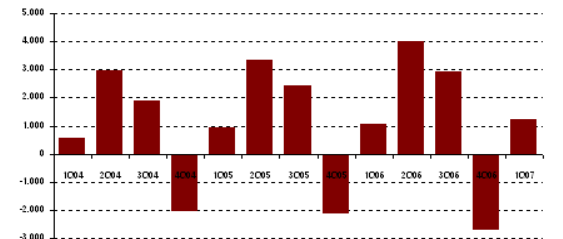
Πηγή: Εκτιμήσεις Praxis International ΑΣΕΠΕΥ

**ΤΡΙΜΗΝΙΑΙΑ ΑΝΑΛΥΣΗ**

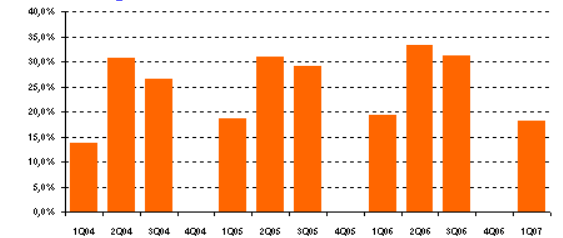
**ΠΩΛΗΣΕΩΝ**



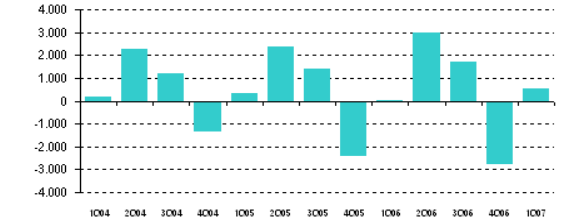
**ΕΒΙΤΔΑ**



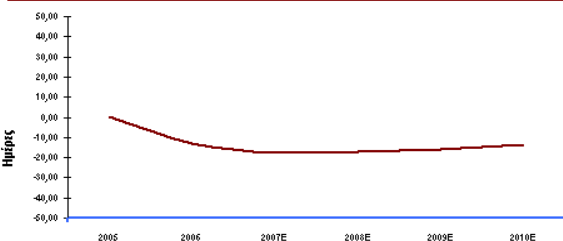
**ΕΒΙΤΔΑ Margin**



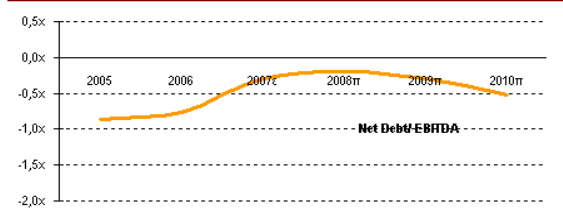
**ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ**



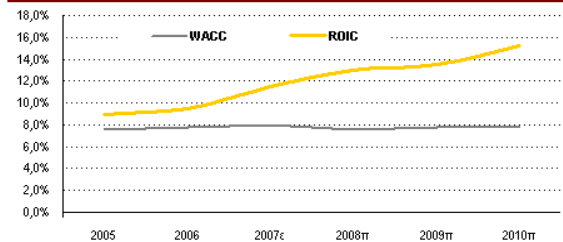
**Διαφορά Ημερών Πληρωμής Προμηθευτών & Εισπραξης Απαιτήσεων**



**Net Debt/ EBITDA**



**ROIC - WACC**



**Τμήμα Ανάλυσης**Σεργεδάκης Κωνσταντίνος, Υπεύθυνος Τμήματος  
Τρύφων Μακρής, Βοηθός Αναλυτή210 32 74 491  
210 32 74 492[ksegredakis@praxis.com.gr](mailto:ksegredakis@praxis.com.gr)  
[Tmakris@praxis.com.gr](mailto:Tmakris@praxis.com.gr)**Συναλλαγές / Πωλήσεις**Λιασόπουλος Γιάννης  
Δήμας Βαγγέλης210 32 74 405 - 415  
210 32 74 403 - 414[jliatsopoulos@praxis.com.gr](mailto:jliatsopoulos@praxis.com.gr)  
[vdimas@praxis.com.gr](mailto:vdimas@praxis.com.gr)**Γραφεία Ειδικού Τύπου****ΛΑΡΙΣΑ**

Παναγούλη 25

Τηλ: 2410 237 011  
Fax: 2410 237 450[larissa@praxis.com.gr](mailto:larissa@praxis.com.gr)**ΩΡΩΠΟΣ**

Γ. Δροσίνη 21, 190 15

Τηλ: 22950 79 144  
Fax: 22950 79 145[mzografos@praxis.com.gr](mailto:mzografos@praxis.com.gr)**Γνωστοποιήσεις****Υπεύθυνο Πρόσωπο**

Υπεύθυνο πρόσωπο (Απόφαση ΕΚ 4/347/12.7.2005) Praxis International AXEΠΕΥ.

Συντάκτης Ανάλυσης: Κωνσταντίνος Σεργεδάκης, Υπεύθυνος Τμήματος Ανάλυσης, Πιστοποιημένος Αναλυτής Μετοχών και Αγοράς.

Αρμόδια Εποπτική: Αρχή Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

**Πιθανή Σύγκρουση Συμφερόντων**

Σημειώνεται ότι η Praxis International AXEΠΕΥ ο όμιλος Ασφαλιστικών εταιριών International, η International ΑΕΔΑΚ και οι εργαζόμενοι στις εταιρίες αυτές ενδέχεται να προβαίνουν σε κάθε είδους νόμιμες συναλλαγές επί μετοχών των αναφερομένων ως άνω εταιριών για ίδιο λογαριασμό ή για λογαριασμό τρίτων ή και να παρέχουν τις υπηρεσίες τους στους εκδότες των μετοχών αυτών. Συνεπώς, οι επενδυτές θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τους ότι η Praxis International AXEΠΕΥ και οι συνδεδεμένες με αυτή εταιρίες του ομίλου International ενδέχεται να έχουν σύγκρουση συμφερόντων η οποία θα μπορούσε να επηρεάσει την αντικειμενικότητα της ανάλυσης. Η Praxis International AXEΠΕΥ δεν αναλαμβάνει ευθύνη για επενδυτικές αποφάσεις βασισμένες στα κείμενα ή τις αξιολογήσεις του παρόντος.

**Ανεξαρτησία Αναλυτή**

Ο αναλυτής ο οποίος εκπονεί αυτή την ανάλυση του οποίου τα στοιχεία αναφέρονται ανωτέρω βεβαιώνει ότι: (α) όλες οι γνώμες που αναφέρονται σε αυτή την ανάλυση αντικατοπτρίζουν προσωπικές απόψεις, σχετικά με όλους τους εκδότες τίτλων και χρηματοοικονομικά μέσα που αναφέρονται στην ανάλυση / πρωινή ενημέρωση / εβδομαδιαία στρατηγική, (β) η αμοιβή του δεν συνδέεται ούτε πρόκειται να συνδεθεί άμεσα ή έμμεσα με τις συγκεκριμένες συστάσεις ή απόψεις που εκφράζονται στην παρούσα ανάλυση / πρωινή ενημέρωση / εβδομαδιαία στρατηγική, ούτε συνδέεται με υπηρεσίες επενδυτικής τραπεζικής που τυχόν παρέχει η Praxis International AXEΠΕΥ.

**Σημαντικές Γνωστοποιήσεις**

- ☞ Το περιεχόμενο των παραπάνω αναλύσεων, απόψεων, εκτιμήσεων, κρίσεων δεν έχει αποσταλεί στις αναφερόμενες εταιρίες.
- ☞ Για την σύνταξη της ανάλυσης ή/και για τον καλύτερο σχηματισμό άποψης για την (τις) εταιρία (ίες) που αναφέρεται (ονται) στην παρούσα ανάλυση / πρωινή ενημέρωση / εβδομαδιαία στρατηγική, ο αναλυτής, μπορεί να έχει δεχθεί την συνδρομή των στελεχών της εταιρίας η οποία μπορεί να είναι, πρόσβαση στο διαδικτυακό τόπο της εταιρίας, προσωπικές συναντήσεις με την ανώτατη / ανώτερη διοίκηση και επιτελικά στελέχη της, παρουσιάσεις και συνεντεύξεις τύπου της εταιρίας.
- ☞ Η Praxis International AXEΠΕΥ θα προβαίνει σε επικαιροποίηση των αναλύσεων των επιμέρους αναφερόμενων εταιριών χωρίς προκαθορισμένη περιοδικότητα αναλόγως με τις εταιρικές ανακοινώσεις, εξελίξεις, τις συνθήκες της αγοράς και τυχόν άλλες δημοσιοποιούμενες πληροφορίες.
- ☞ Όλες οι απόψεις, εκτιμήσεις και κρίσεις εκφράζουν την άποψη του αναλυτή κατά την ημερομηνία σύνταξης της ανάλυσης / πρωινής ενημέρωσης / εβδομαδιαίας στρατηγικής και υπόκεινται σε αλλαγές χωρίς προηγούμενη προειδοποίηση.
- ☞ Η ανάλυση / πρωινή ενημέρωση / εβδομαδιαία στρατηγική εκπονήθηκε από το τμήμα ανάλυσης με απόλυτη εχεμύθεια και εμπιστευτικότητα χωρίς τη συμμετοχή στελεχών εκτός του τμήματος αυτού και δημοσιοποιήθηκε μετά την ολοκλήρωσή της ταυτοχρόνως στο κοινό και τα στελέχη της εταιρίας.
- ☞ Το παραπάνω κείμενο περιέχει πληροφορίες και στοιχεία με σκοπό αποκλειστικά την πληροφόρηση των πελατών της Praxis International AXEΠΕΥ και σε καμία περίπτωση δεν μπορεί να θεωρηθεί ως προσφορά, συμβουλή ή προτροπή προς πώληση, αγορά ή διακράτηση εισηγμένων στο ΧΑ μετοχών. Οι εν λόγω πληροφορίες βασίζονται σε πηγές που θεωρούνται ως αξιόπιστες, των οποίων όμως δεν μπορεί να ελεγχθεί η ακρίβεια και πληρότητα.

**Αναφερόμενες Τιμές**

Οι ανωτέρω αναφερόμενες τιμές και οι χρηματοοικονομικοί δείκτες που σχετίζονται με αυτές αναφέρονται στο κλείσιμο της προηγούμενης εργάσιμης ημέρας, εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά.

**Επεξηγήσεις Αξιολόγησης**

Αξιολόγηση Κινδύνου: Αξιολογούμε τον κίνδυνο της εταιρίας με βάση υποκειμενικά θεμελιώδη στοιχεία, την ιστορική μεταβλητότητα της τιμής της μετοχής καθώς επίσης και την προηγούμενη εμπειρία μας για το βαθμό προβλεψιμότητας των μελλοντικών οικονομικών μεγεθών της εταιρίας, ως ακολούθως: Χαμηλού κινδύνου, Μεσαίου κινδύνου, Υψηλού κινδύνου.

Αξιολόγηση Απόδοσης

Υπεραπόδοση (Out Perform): Απόδοση μεγαλύτερη από 5,0% σε σχέση με την απόδοση του ΓΔΧΑ, κατά του επόμενου 12 έως 18 μήνες.

Απόδοση ίση με την αγορά (Market Perform): Απόδοση μεταξύ -5,0% και +5,0% σε σχέση με την απόδοση του ΓΔΧΑ κατά του επόμενου 12 έως 18 μήνες.

Υποαπόδοση (Under Perform): Απόδοση μικρότερη από -5,0% σε σχέση με την απόδοση του ΓΔΧΑ, κατά του επόμενου 12 έως 18 μήνες.

**Ποσοστά Αξιολογήσεων Καλυπτόμενων Εταιριών (4/12/2006)**

	Out Perform	Market Perform	Under Perform
Praxis International - Καλυπτόμενες εταιρίες	15%	60%	25%
% Εταιριών που παρέχονται υπηρεσίες Επενδυτικής Τραπεζικής	0%	0%	0%

Πηγή: Praxis International AXEΠΕΥ