

**ΚΡΙ-ΚΡΙ**

**Κλάδος:** Τρόφιμα & Ποτά

**Σύσταση:** Outperform – Μεσαίου Κινδύνου



**Τιμή (17/5/2007) €4,60**

**ΓΔΧΑ (17/5/2007) 4.864,66**

**Τιμή Στόχος €4,96**

(ποσά σε χιλ. €)	2006	2007ε	2008π	2009π	2010π	CAGR (06-10π)
<b>Πωλήσεις</b>	28.284,0	31.501,8	34.945,7	38.398,7	42.106,8	<b>10,46%</b>
<b>EBITDA</b>	5.326,9	5.992,3	6.682,3	7.419,4	8.304,3	<b>11,74%</b>
<b>Περιθώριο EBITDA</b>	18,83%	19,02%	19,12%	19,32%	19,72%	
<b>Κέρδη Μετά φόρων</b>	1.991,79	2.680,89	3.176,38	3.641,54	4.446,97	<b>22,24%</b>
<b>Καθαρό Περιθώριο Κέρδους</b>	7,09%	8,55%	9,13%	9,52%	10,59%	
<b>Κέρδη (μφ) ανά Μετοχή</b>	0,22	0,30	0,35	0,41	0,50	<b>22,24%</b>
<b>PE(x)</b>	20,55	15,27	12,89	11,24	9,21	
<b>PEG</b>	-1,19	0,80	2,27	1,43	1,30	
<b>P/BV(x)</b>	1,84	1,71	1,58	1,46	1,33	
<b>EV/EBITDA(x)</b>	6,92	6,25	5,48	4,71	3,93	
<b>EV/Πωλήσεις(x)</b>	1,30	1,19	1,05	0,91	0,77	
<b>ROIC%</b>	9,47%	10,21%	11,38%	12,75%	15,49%	

Στοιχεία Μετοχής από	31/12/2000
<b>Min</b>	4,80 €
<b>Max</b>	2,10 €
<b>Σχετική Απόδοση (52 Εβδ.)</b>	20,99%
<b>Μέσος Ημερ. Όγκος Συν/γων</b>	6.336,8
<b>Αριθμός Μετοχών</b>	8.976.960
<b>Μέση Ημερησία Εμπορευσιμότητα</b>	0,07%
<b>Κεφαλαιοποίηση (σε εκατ. )</b>	41.294,02
<b>Free Float (%)</b>	25,4%
<b>Συντελεστής Beta</b>	0,70

**▶ Αποτελέσματα Q1 2007: Αύξηση Κύκλου Εργασιών 18,7%.**

Ο κύκλος εργασιών του ομίλου ανήλθε σε €6,66 εκατ. (+18,7%) κατά την διάρκεια του Α τριμήνου, ανώτερος των εκτιμήσεων μας κατά 6,7%. Η συγκεκριμένη αύξηση οφείλεται κυρίως στην άνοδο των πωλήσεων που σημείωσαν τα προϊόντα παγωτού κατά την διάρκεια του Α τριμήνου, καθώς η διατήρηση της θερμοκρασίας σε υψηλά επίπεδα την φετινή χειμερινή περίοδο, ώθησε τις πωλήσεις παγωτού σε επίπεδα της τάξεως του 17-18% σε τριμηνιαία βάση. Παράλληλα η αύξηση των πωλήσεων στα προϊόντα γιαουρτιού διαμορφώθηκε στα επίπεδα της τάξεως του 10%.

**▶ Βασικά σημεία αποτελεσμάτων χρήσης Q1 2007**

(ποσά σε χιλ. €)	Q1 2007	Q1 2006	%Δ	Εκτιμήσεις Praxis	Απόκλιση Εκτιμήσεων
Κύκλος Εργασιών	6.657,3	5.608,6	18,7%	6.237,0	6,7%
EBITDA	1.209,3	1.079,5	12,0%	1.211,5	-0,2%
%πκ	18,2%	19,2%	-108 bps	19,4%	-126 bps
Καθαρά Κέρδη	554,0	33,4	1561,1%	466,6	18,7%
%πκ	8,3%	0,6%	773 bps	7,5%	84 bps

Πηγή: Εκτιμήσεις Praxis International AXEPEY

**▶ Αύξηση λειτουργικών κερδών (EBITDA) κατά 12%.**

Τα λειτουργικά κέρδη (EBITDA) ανήλθαν σε €1,21 εκατ. (+18,2%), σύμφωνα με τις εκτιμήσεις μας και με το αντίστοιχο περιθώριο κέρδους μειωμένο κατά 108 μονάδες βάσης. Η μείωση του εν λόγω περιθωρίου οφείλεται στην αύξηση των πρώτων υλών που προέρχονται από το εξωτερικό και επιβαρύνουν την παραγωγή προϊόντων όπως το παγωτό, και παράλληλα λόγω της αυξημένης διαφημιστικής δαπάνης κατά την διάρκεια της συγκεκριμένης περιόδου.

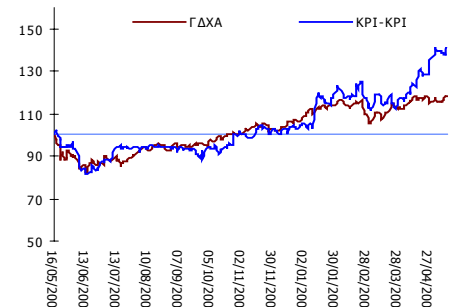
**▶ Στα €0,55 εκατ. τα κέρδη μετά φόρων και δικαιωμάτων μειοψηφίας, ανώτερα κατά 18,7% από τις εκτιμήσεις μας.**

Τα ενοποιημένα καθαρά κέρδη διαμορφώθηκαν σε €0,55 εκατ. (+1.579%), όντας ανώτερα των εκτιμήσεων μας κατά 18,7%. Σημειώνεται ότι η αύξηση της κερδοφορίας οφείλεται κυρίως στη χαμηλότερη φορολόγηση της κερδοφορίας σε σχέση με την αντίστοιχη περυσινή περίοδο κατά 89% (€0,05 εκατ. έναντι €0,49 το Α τρίμηνο 2006). Υπενθυμίζεται ότι τα κέρδη μετά φόρων του 2006 ήταν επιβαρυνόμενα με το ποσό των € 275 χιλ., που αφορούσε τον φορολογικό έλεγχο της μητρικής εταιρίας για τις χρήσεις 2001-2004 και ο οποίος ολοκληρώθηκε κατά την διάρκεια του έτους χρήσης 2006.

**▶ Διατηρούμε αμετάβλητες τις εκτιμήσεις μας για το σύνολο του έτους χρήσης 2007.**

Όσον αφορά τις εκτιμήσεις μας για το σύνολο της χρήσης 2007, ο ενοποιημένος κύκλος εργασιών αναμένεται να διαμορφωθεί στα επίπεδα των € 31,5 εκατ., τα λειτουργικά κέρδη EBITDA του ομίλου να ανέλθουν σε € 6,0 εκατ., ενώ τέλος τα καθαρά κέρδη να διαμορφωθούν σε € 2,68 εκατ. σε ετήσια βάση. Επίσης σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της διοίκησης για τη χρήση 2007, ο ενοποιημένος κύκλος εργασιών αναμένεται να διαμορφωθεί στα επίπεδα των € 32,0 εκατ., τα λειτουργικά κέρδη EBITDA του ομίλου να ανέλθουν σε € 6,0 εκατ., ενώ τέλος, τα ενοποιημένα κέρδη προ φόρων εκτιμάται να ξεπεράσουν τα € 3,5 εκατ.

**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)

► **Μερίδια αγοράς.**

Ο όμιλος κατέχει το 6% της συνολικής αγοράς όσον αφορά τον κλάδο παγωτού στην Ελλάδα (αξία εγχώριας αγοράς €250 εκατ.) και το 5,5% της συνολικής αγοράς όσον αφορά τον κλάδο γιαούρτης (αξία εγχώριας αγοράς €282 εκατ.) και τέλος μερίδιο αγοράς της τάξεως του 2% στο κλάδο του γάλατος. Στόχος της διοίκησης αποτελεί η αύξηση των μεριδίων αγοράς στα επίπεδα του 10% τόσο για τον κλάδο γιαούρτης όσο και για τον κλάδο παγωτού τα επόμενα τρία έτη, ενώ πραγματοποιεί συνολικές επενδύσεις ύψους €11,6 εκατ. οι οποίες αναμένεται να ολοκληρωθούν μέχρι το 2008. Σημειώνεται ότι οι εν λόγω επενδύσεις πραγματοποιούνται με επιχορήγηση της τάξεως του 50% από το Υπουργείο Ανάπτυξης, ενώ αναμένεται να αυξήσουν την παραγωγική και αποθηκευτική ικανότητα κατά 40% στο παγωτό και κατά 60% στα γαλακτομικά. Σημειώνεται ότι η στρατηγική του ομίλου βασίζεται κυρίως στην προώθηση προϊόντων γιαρτιού και παγωτού, τα οποία παρουσιάζουν υψηλότερα περιθώρια κέρδους (μικτό περιθώριο κέρδους για τα προϊόντα παγωτού 55% και 45% για τα προϊόντα γιαρτιού) έναντι του γάλατος (μικτό περιθώριο κέρδους 35%). Συμπερασματικά θα μπορούσαμε να πούμε ότι τα αποτελέσματα Α τριμήνου (τα οποία είναι και τα πιο αδύναμα μαζί με αυτά του τέταρτου τριμήνου) κρίνονται θετικά και ανώτερα από τις εκτιμήσεις μας.

**Αποτίμηση**

Με βάση την μεθοδολογία DCF η τιμή στόχος διαμορφώνεται σε €4,60 ανά μετοχή σύμφωνα με τα τρέχοντα επίπεδα τιμών.

**Βασικές υποθέσεις DCF:**

Συντελεστής BETA: 0,70

WACC: 8,00%,

Perpetuity Growth: 0,5%

	PE '07e	PE '08e	PBV '07e	PBV '08e	EV/ EBITDA '07	EV/ EBITDA '08	EV/ SALES '07	EV/ SALES '08
VIVARTIA	18,5	15,1	2,20	2,09	6,99	6,37	1,18	1,10
KRAFT FOODS INC-A	17,0	15,7	1,85		8,41		1,42	
CADBURY SCHWEPPE'S PLC	19,0	17,7	3,27	3,01	9,88	9,16	1,73	1,65
UNILEVER NV-CVA	15,3	14,1	4,78	4,30	5,41	5,12	0,90	0,86
GROUPE DANONE	18,6	16,6	4,17	3,89	10,59	9,71	1,94	1,84
DAIRY CREST GROUP PLC	12,7	12,0	3,24	2,95	5,80	5,55	0,60	0,59
<b>KPI-KPI</b>	<b>15,3</b>	<b>12,9</b>	<b>1,71</b>	<b>1,58</b>	<b>6,25</b>	<b>5,48</b>	<b>1,19</b>	<b>1,05</b>
Διάμεσος	17,77	15,41	3,25	3,01	7,70	6,37	1,30	1,10
Premium / Discount	-14,1%	-16,4%	-47,4%	-47,3%	-18,8%	-14,0%	-8,8%	-5,0%

Πηγή: Bloomberg, Εκτιμήσεις Praxis (τιμές 17/5/2007)

Με βάση τους πολλαπλασιαστές εκτιμώμενων κερδών 2007 η εταιρία διαπραγματεύεται με έκπτωση της τάξεως του 14,1% έναντι των διεθνών συγκρίσιμων εταιριών, με βάση τους εκτιμώμενους πολλαπλασιαστές λογιστικής αξίας 2007 διαπραγματεύεται με έκπτωση της τάξεως του 47,4%, ενώ με βάση την σχέση EV/EBITDA και EV/SALES 2007 διαπραγματεύεται με έκπτωση της τάξεως του 18,8% και 8,8% αντίστοιχα.

Μέθοδος	Τιμές Μεθόδου	Στάθμιση
DCF	€ 4,60	50%
PE	€ 5,31	30%
EV/SALES	€ 5,00	10%
EV/EBITDA	€ 5,61	10%
<b>Μέση Τιμή</b>	<b>€ 4,96</b>	
Απόκλιση μέσης τιμής από Τρέχουσα τιμή	8,9%	

Με βάση την παραπάνω στάθμιση των μεθοδολογιών DCF, Πολλαπλασιαστική Κερδών (P/E), Πολλαπλασιαστική Λογιστικής Αξίας (P/BV) και EV/EBITDA, η τιμή στόχος διαμορφώνεται σε €4,96 ανά μετοχή +8,9% από τα τρέχοντα επίπεδα τιμών.

**ΤΡΙΜΗΝΙΑΙΑ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΒΑΣΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ ΟΜΙΛΟΥ**

Ποσά σε χιλ. €	6Μ-04	9Μ-04	12Μ-04	Q1-05	6Μ-05	9Μ-05	12Μ-05	Q1-06	6Μ-06	9Μ-06	12Μ-06	3Μ-07
Πωλήσεις	13.849	20.957	22.538	5.016	15.826	24.204	25.374	5.609	17.605	26.930	28.284	6.657
Ετήσιο %Δ				21,29%	14,28%	15,49%	12,58%	11,81%	11,24%	11,26%	11,47%	18,70%
ΕΒΙΤ	2.742	4.134	1.982	461	3.310	5.242	2.584	519	3.910	6.333	3.093	594
Ετήσιο %Δ				-128,75%	20,72%	26,82%	30,40%	12,65%	18,12%	20,80%	19,70%	14,54%
<b>πκ%</b>	<b>19,8%</b>	<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>
ΕΒΙΤΔΑ	3.549	5.431	3.437	933	4.286	6.715	4.627	1.079	5.074	7.987	5.327	1.209
Ετήσιο %Δ					20,77%	23,63%	34,60%	15,67%	18,37%	18,95%	15,14%	12,03%
<b>πκ%</b>	<b>25,6%</b>	<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>
Καθαρά Κέρδη	2.482	3.685	2.388	334	2.698	4.089	1.710	33	3.007	4.737	1.992	554
Ετήσιο %Δ				74,51%	8,73%	10,99%	-28,40%	-90,02%	11,45%	15,84%	16,50%	1561,12%
<b>πκ%</b>	<b>17,9%</b>	<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>

	2Q04	3Q04	4Q04	1Q05	2Q05	3Q05	4Q05	1Q06	2Q06	3Q06	4Q06	1Q07
<b>Πωλήσεις</b>	<b>9.713</b>	<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>
Q %Δ	134,9%	-26,8%	-77,8%	217,2%	115,5%	-22,5%	-86,0%	379,5%	113,9%	-22,3%	-85,5%	391,8%
YoY %Δ				21,3%	11,3%	17,9%	-26,0%	11,8%	11,0%	11,3%	15,7%	18,7%
<b>ΕΒΙΤ</b>	<b>4.344</b>	<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>
Q %Δ	371,2%	-68,0%	-254,6%	121,4%	518,7%	-32,2%	-237,5%	119,5%	553,6%	-28,5%	-233,7%	118,3%
YoY %Δ				128,7%	-34,4%	38,8%	-23,5%	12,6%	19,0%	25,4%	-21,9%	14,5%
<b>πκ%</b>	<b>44,7%</b>	<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>ΕΒΙΤΔΑ</b>	<b>3.549</b>	<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>
Q %Δ		-47,0%	-205,9%	146,8%	259,3%	-27,6%	-186,0%	151,7%	270,0%	-27,1%	-191,3%	145,5%
YoY %Δ					-5,5%	29,0%	-4,7%	15,7%	19,1%	20,0%	-27,4%	12,0%
<b>πκ%</b>	<b>36,5%</b>	<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>Καθαρά Κέρδη</b>	<b>2.290</b>	<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>
Q %Δ	1095,9%	-47,5%	-207,8%	125,8%	607,4%	-41,1%	-271,0%	101,4%	8816,4%	-41,8%	-258,7%	120,2%
YoY %Δ				74,5%	3,2%	15,6%	-83,5%	-90,0%	25,8%	24,4%	-15,4%	1561,1%
<b>πκ%</b>	<b>23,6%</b>	<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>

Πηγή: Δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις.

**ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΕΩΣ (ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΑ) - ΔΠΧΠ**

(σε χιλ. €)	2005	2006	2007ε	2006π	2009π	2010π	CAGR (06-10π)
<b>Κόστος Εργασιών</b>	<b>23.374</b>	<b>28.284</b>	<b>31.502</b>	<b>34.946</b>	<b>36.399</b>	<b>42.107</b>	10,46%
%Δ		7,0%	11,4%	10,9%	9,9%	9,7%	
<b>Μικτό Κέρδος</b>	<b>13.324</b>	<b>14.396</b>	<b>16.351</b>	<b>16.104</b>	<b>19.990</b>	<b>21.677</b>	10,66%
%Δ		9,9%	12,0%	10,7%	10,2%	9,7%	
% επί κόστους εργασιών	52,5%	51,6%	51,9%	51,8%	52,0%	52,0%	
Μείον: Έξοδα διοικήσεως	-693	-522	-682	-722	-812	-933	16,60%
Έξοδα διαθέσεως	-7.961	-8.178	-9.160	-9.952	-10.705	-11.317	8,46%
Λοιπά λειτουργικά έξοδα	-43	-568	-517	-748	-1.014	-1.322	
<b>ΕΒΙΤΔΑ</b>	<b>4.627</b>	<b>4.327</b>	<b>5.992</b>	<b>6.682</b>	<b>7.419</b>	<b>8.304</b>	11,74%
%Δ		15,1%	12,5%	11,5%	11,0%	11,9%	
% επί κόστους εργασιών	18,2%	18,8%	19,0%	19,1%	19,3%	19,7%	
Αποσβέσεις	2.042	2.234	2.748	3.073	3.259	3.173	9,18%
<b>ΕΒΙΠ</b>	<b>2.384</b>	<b>3.093</b>	<b>3.244</b>	<b>3.610</b>	<b>4.161</b>	<b>4.131</b>	13,49%
%Δ		19,7%	4,9%	11,3%	15,3%	23,3%	
% επί κόστους εργασιών	10,2%	10,9%	10,3%	10,3%	10,8%	12,2%	
Χρηματοοικονομικά Αποκλάσματα	-10	38	347	377	407	444	
<b>Κέρδη προ φόρων</b>	<b>2.374</b>	<b>3.131</b>	<b>3.391</b>	<b>3.906</b>	<b>4.568</b>	<b>5.573</b>	15,51%
%Δ		21,6%	14,7%	11,0%	14,6%	22,0%	
% επί κόστους εργασιών	10,1%	11,1%	11,4%	11,4%	11,9%	13,2%	
Φόροι	-857	-1.128	-898	-797	-914	-1.115	
<b>Κέρδη μετά από φόρους χρήσης</b>	<b>1.717</b>	<b>2.004</b>	<b>2.694</b>	<b>3.189</b>	<b>3.654</b>	<b>4.460</b>	22,13%
%Δ		16,7%	34,4%	18,4%	14,6%	22,0%	
% επί κόστους εργασιών	6,8%	7,1%	8,6%	9,1%	9,5%	10,6%	
Δικαιώματα Μειοψηφίας	21	8	13	13	13	13	
<b>Κέρδη ΜΟ &amp; ΔΜ</b>	<b>1.696</b>	<b>1.997</b>	<b>2.681</b>	<b>3.176</b>	<b>3.642</b>	<b>4.447</b>	22,16%
%Δ		17,7%	34,2%	18,5%	14,6%	22,1%	
% επί κόστους εργασιών	6,7%	7,1%	8,5%	9,1%	9,5%	10,6%	

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

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	2005	2006	2007ε	2006π	2009π	2010π
Ασώματα Πάγια	121	75	81	84	92	99
Ενσώματα Πάγια	13.036	14.012	15.335	16.077	16.230	15.951
<b>Σύνολο Πάγιο Ενεργητικό</b>	<b>13.157</b>	<b>14.087</b>	<b>15.416</b>	<b>16.161</b>	<b>16.323</b>	<b>16.050</b>
Λοιπά Στοιχεία	19	31	31	31	31	31
Αναβαλλόμενη Φορολογία	51	0	-1	-1	-2	-3
Αποθέματα	2.976	2.549	2.997	3.394	3.806	4.300
Πελάτες & Εμπόλεγοι εισπρακτές	7.962	10.562	11.764	13.050	14.340	16.146
Χρεώστες Διάφοροι						
Χρέη/Γραμμάτια	3	0	0	0	0	0
Διαθέσιμα	4.258	4.258	3.692	4.567	6.283	8.602
<b>Σύνολο Κυκλίου Ενεργητικού</b>	<b>15.197</b>	<b>17.369</b>	<b>18.442</b>	<b>21.011</b>	<b>24.429</b>	<b>29.048</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>28.423</b>	<b>31.456</b>	<b>33.858</b>	<b>37.203</b>	<b>40.761</b>	<b>45.126</b>

ΠΑΘΗΤΙΚΟ	2005	2006	2007ε	2006π	2009π	2010π
<b>Σύνολο Ίδιων Κεφαλαίων</b>	<b>21.206</b>	<b>22.522</b>	<b>24.239</b>	<b>26.192</b>	<b>26.327</b>	<b>31.053</b>
Προβλέψεις	-855	-898	0	0	0	0
Μακροπρόθεσμες Τραπεζικές Υποχρεώσεις	85	0	48	52	56	61
Όφειλματα Εργαζομένων	365	439	439	439	439	439
Κρατικές Επιχορηγήσεις	2.569	2.946	2.946	2.946	2.946	2.946
Αναβαλλόμενες φορολογικές Υποχρεώσεις	0	204	220	237	257	281
<b>Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις</b>	<b>3.019</b>	<b>3.589</b>	<b>3.642</b>	<b>3.673</b>	<b>3.697</b>	<b>3.727</b>
Τράπεζες	138	166	171	185	200	219
Προμηθευτές - Γραμμάτια & Εμπόλεγοι Πληρωτέες	3.607	4.375	4.873	5.930	7.091	8.408
Λοιπές Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	655	898	964	1.264	1.466	1.719
Φόροι - Τέλη	452	835	0	0	0	0
<b>Σύνολο Βραχυπ. Υποχρεώσεων</b>	<b>4.893</b>	<b>6.274</b>	<b>6.008</b>	<b>7.376</b>	<b>8.798</b>	<b>10.347</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>28.423</b>	<b>31.487</b>	<b>33.896</b>	<b>37.203</b>	<b>40.761</b>	<b>45.126</b>

**ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ**

	2005	2006	2007ε	2006π	2009π	2010π
P/E (μπ)	15,9x	15,9x	15,9x	15,9x	15,9x	15,9x
P/E (μπ)	23,8x	20,4x	15,2x	12,8x	11,2x	9,2x
P/E (Normalized)	23,9x	20,6x	15,3x	12,9x	11,2x	9,2x
P/FCF	16,5x	18,7x	22,9x	12,3x	8,8x	7,1x
P/BV	2,0x	1,8x	1,7x	1,6x	1,5x	1,3x
Μερισματική Απόδοση	1,6%	2,2%	2,4%	3,1%	3,6%	4,2%
EV/Sales	1,5x	1,3x	1,2x	1,0x	0,9x	0,8x
EV/EBITDA	8,0x	6,9x	6,3x	5,5x	4,7x	3,9x
EV/EBIT	14,3x	11,8x	11,5x	10,1x	8,4x	6,4x

**ΒΑΣΙΚΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ**

	2005	2006	2007ε	2006π	2009π	2010π
ROA(Avg)	6,0%	6,3%	7,9%	8,5%	8,9%	9,9%
ROE(Avg)	8,2%	9,0%	11,2%	12,3%	13,0%	14,5%
ROIC	8,9%	9,5%	10,2%	11,4%	12,8%	15,5%
WACC	7,6%	7,8%	8,0%	8,2%	8,2%	8,2%
Net Debt/ EBITDA	-0,9x	-0,8x	-0,6x	-0,6x	-0,8x	-1,0x
Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων (Ημέρες)	81	74	67	69	71	73
>>> Απαιτήσεων	103	120	129	130	130	132
>>> Προμηθευτών	103	106	111	117	129	140
Κεφάλαιο Κίνησης / Πωλήσεις	27,1%	27,9%	28,3%	26,5%	25,0%	24,5%
Capex / Πωλήσεις	7,1%	10,8%	12,8%	10,8%	8,8%	6,8%
Capex / Αποσβέσεις	88,7%	137,2%	148,3%	124,2%	105,0%	91,4%

Πηγή: Εκτίμησης Praxis International AXEPEY

**ΤΡΙΜΗΝΙΑΙΑ ΑΝΑΛΥΣΗ**

**ΠΩΛΗΣΕΩΝ**

**ΕΒΙΤΔΑ**

**ΕΒΙΤΔΑ Margin**

**ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΗΑ**

**Διαφορά Ημερών Πληρωμής Προμηθευτών & Εισπραχής Απαιτήσεων**

**Net Debt/ EBITDA**

**ROIC - WACC**

**Τμήμα Ανάλυσης**Σεγρεδάκης Κωνσταντίνος, Υπεύθυνος Τμήματος  
Μακρής Τρύφων, Βοηθός Αναλυτή

210 32 74 491

[ksegredakis@praxis.com.gr](mailto:ksegredakis@praxis.com.gr)**Συναλλαγές / Πωλήσεις**Λιατσόπουλος Γιάννης  
Δήμας Βαγγέλης

210 32 74 405 - 415

210 32 74 403 - 414

[jiatsopoulos@praxis.com.gr](mailto:jiatsopoulos@praxis.com.gr)[vdimas@praxis.com.gr](mailto:vdimas@praxis.com.gr)**Γραφεία Ειδικού Τύπου****ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ**

Μητροπόλεως 39

Τηλ: 2310 257 499

Fax: 2310 257 242

[thessaloniki@praxis.com.gr](mailto:thessaloniki@praxis.com.gr)**ΛΑΡΙΣΑ**

Παναγούλη 25

Τηλ: 2410 237 011

Fax: 2410 237 450

[larrisa@praxis.com.gr](mailto:larrisa@praxis.com.gr)**ΛΑΜΙΑ**

Ρήγα Φεραίου 1, 35 100

Τηλ: 22310 67 710-12

Fax: 22310 67 719

[praxislam@lam.forthnet.gr](mailto:praxislam@lam.forthnet.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 ΑΧΕΠΕΥ.

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

Αρμόδια Εποπτική: Αρχή Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

**Πιθανή Σύγκρουση Συμφερόντων**

Σημειώνεται ότι η Praxis International ΑΧΕΠΕΥ 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 ΑΧΕΠΕΥ 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 ΑΧΕΠΕΥ 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 χρηματοπιστωτικά 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 ΑΧΕΠΕΥ.

**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 ΑΧΕΠΕΥ θα προβαίνει σε επικαιροποίηση των αναλύσεων των επόμενων 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 ΑΧΕΠΕΥ 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 επόμενους 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 επόμενους 12 έως 18 μήνες.

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

**Ποσοστά Αξιολογήσεων Καλυπτόμενων Εταιριών**

	Out Perform	Market Perform	Under Perform
Praxis International - Καλυπτόμενες εταιρίες	17%	58%	25%
% Εταιριών που παρέχονται υπηρεσίες Επενδυτικής Τραπεζικής	0%	0%	0%

Πηγή: Praxis International ΑΧΕΠΕΥ