

# ΕΛΙΝΟΪΑ

[ ELIr.AT ]

Με Έμφαση στη Διαχρονική Ποιότητα Ενισχύει την Ηγετική της Θέση



**Valuation & Research Specialists (VRS)**

Value Invest - [www.valueinvest.gr](http://www.valueinvest.gr)

Investment Research & Analysis Journal - [www.iraj.gr](http://www.iraj.gr)

## ΕΙΔΙΚΗ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ

από τη “VALUATION & RESEARCH SPECIALISTS” (“VRS”)

Οι προβλέψεις που αναφέρονται στην παρούσα ανάλυση δύνανται να αποτελούν ένα μόνο από τα πολλά υποψήφια / πιθανά σενάρια μελλοντικών εξελίξεων, ανάλογα με τις διαφορετικές κάθε φορά υποθέσεις που λαμβάνονται υπόψη για την εξαγωγή τους. Επίσης δύνανται να εκφράζονται ως προσωπικές απόψεις των αναλυτών και όχι κατ’ αναγκαστικό τρόπο ως βασικές θέσεις που εκπροσωπούν τη “VRS” σε ευρύτερη διάσταση. Όλες οι απόψεις οι οποίες βασίζονται σε προβλέψεις μεγεθών χρηματοοικονομικής φύσεως υπόκεινται σε σημαντικούς κινδύνους και αβεβαιότητες ως προς την τελική υλοποίησή τους, με αποτέλεσμα να απαιτείται εξαιρετική προσοχή στη χρήση αυτών των προβλέψεων ως κριτήρια επενδυτικής συμπεριφοράς.

Οι μελέτες και οι αναλύσεις της “VRS” δεν αποτελούν προτροπή για την αγορά, πώληση ή διακράτηση αξιών και εκπονούνται με κύριο αλλά όχι αποκλειστικό σκοπό την ενημέρωση των επενδυτών. Οι εκπρόσωποι της “VRS” δεν καθίστανται σε καμία περίπτωση υπεύθυνοι για πάσης φύσεως ζημίες, οφέλη ή διαφυγόντα κέρδη, που προέκυψαν από επενδυτικές επιλογές, οι οποίες βασίσθηκαν στα συμπεράσματα ή τα αποτελέσματα των αναλύσεων που δημοσιεύθηκαν. Απαγορεύεται ρητώς η αναπαραγωγή, χρησιμοποίηση και διανομή του εν λόγω προϊόντος χωρίς την έγγραφη άδεια της “VRS”, καθώς και των εκπροσώπων της.

**Παρακαλούμε όπως διαβάσετε τις σημαντικές ανακοινώσεις – στην πλήρη τους μορφή - στο τέλος της παρούσας ανάλυσης και αποτίμησης**

## ΕΛΙΝΟΙΑ

Κλάδος : Χονδρική Εμπορία Πετρελαιοειδών

Χριστόφορος Ι. Μακρυσός  
CA, HCMC

### Εταιρική Ταυτότητα:

Με βάση το εύρος των δραστηριοτήτων της, η Ελινόιλ αποτελεί την πιο ολοκληρωμένη ιδιωτική ελληνική εταιρία στον χώρο της εμπορίας πετρελαιοειδών, που δεν ανήκει σε όμιλο με διυλιστήριο. Η Ελινόιλ βρίσκεται υψηλά στις πωλήσεις υγρών και στερεών βιομηχανικών καυσίμων, με ένα διαρκώς αναπτυσσόμενο δίκτυο περίπου 440 πρατηρίων «ελίν», με σημαντική συμμετοχή στον εφοδιασμό καυσίμων και λιπαντικών σκαφών αναψυχής, με σημαντικές πωλήσεις για τη θέρμανση οικιών, και με πωλήσεις λιπαντικών marine στην Ελλάδα και στο εξωτερικό.

(σε εκατ. ευρώ)	2004	2005 E	2006 E
Κύκλος Εργασιών	351,31	406,72	452,08
EBITDA	8,52	8,99	10,96
Περιθ. %	2,43%	2,21%	2,42%
Κέρδη (μ.φ.&δ.μ.)	3,63	3,79	3,63
Margin %	1,03%	0,93%	0,80%

Τιμή (31/01/2006)	€ 9,30
Μετοχές (,000)	9.400
Κεφαλαιοποίηση (σε εκ. €)	87,42

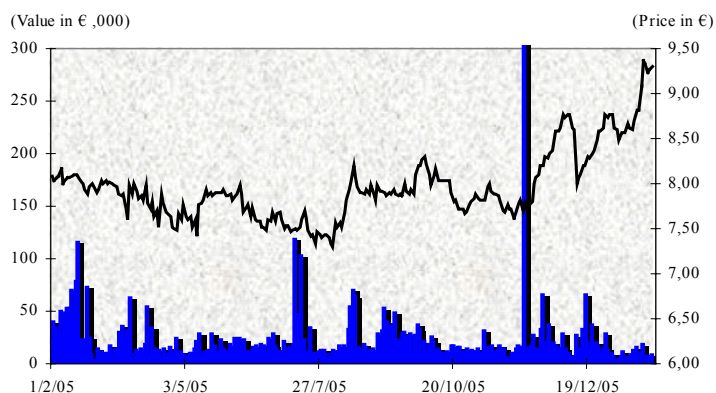
Beta (1 έτος)	0,85
Μέρισμα '04	€ 0,14
Μερ. Απόδ.	1,51%
P/E	24,07x
P/BV	2,61x
Δάνεια/I.K.	0,85
ROE	10,85%

Πηγή: Εταιρία & Εκτιμήσεις VRS

### Σημεία Επενδυτικής Αξιολόγησης

- **Η αναβάθμιση του δικτύου των πρατηρίων καυσίμων**, με στόχο την αύξησή τους, σε συνδυασμό με την ενίσχυση της μέσης απόδοσής τους, αναμένεται να ενισχύσει σημαντικά τον όγκο πωλήσεων βενζίνης (MEPA<sub>2004-2009</sub> **10,7%**) και ντίζελ κίνησης και θέρμανσης (MEPA<sub>2004-2009</sub> **7,8%**) με ρυθμούς υψηλότερους από το μέσο όρο της Ελληνικής αγοράς τα επόμενα έτη.
- Ιδιαίτερα θετικά αποτελέσματα αναμένεται να αποφέρει **η είσοδος του Ομίλου στην αγορά του βιοντίζελ**, η οποία εκτιμάται ότι παρουσιάζει σημαντικά περιθώρια ανάπτυξης. Η αγορά του βιοντίζελ εκτιμάται ότι θα **αντιπροσωπεύει το 5% του κύκλου εργασιών και το 35% των κερδών προ φόρων του Ομίλου**.
- Η Εταιρία κατέχει ηγετικό μερίδιο στην αγορά στερεών καυσίμων στην Ελλάδα, ενώ οι πωλήσεις των συγκεκριμένων προϊόντων συνεισφέρουν στα αποτελέσματα με υψηλά περιθώρια μικτού κέρδους. Για τα επόμενα έτη, **ο MEPA<sub>2004-2009</sub> των στερεών καυσίμων εκτιμάται στο 5,9%, αντιπροσωπεύοντας το 1,7% του συνολικού κύκλου εργασιών του Ομίλου στο τέλος του 2009**.

Πορεία Τιμής Μετοχής (01/02/05 - 31/01/06)  
Μέγ.: € 9,36 - Ελάχ.: € 7,30



Παρακαλούμε όπως διαβάσετε τις σημαντικές ανακοινώσεις στο τέλος αυτού του δελτίου ανάλυσης

## ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ

### Η ανάπτυξη των οικονομικών αποτελεσμάτων της Ελινόιλ τα επόμενα έτη βασίζεται κυρίως:

1. στην αναβάθμιση του δικτύου των πρατηρίων καυσίμων, με στόχο την αύξησή τους, σε συνδυασμό με την ενίσχυση της μέσης απόδοσής τους και με αιχμή του δόρατος την παροχή υψηλής ποιότητας καυσίμων.
2. στην παραγωγή και προώθηση βιοντήζελ, μια αγορά με σημαντικά περιθώρια ανάπτυξης, που εκτιμάται ότι θα αντιπροσωπεύει το 6% του κύκλου εργασιών και το 35% κερδών προ φόρων του Ομίλου στο τέλος του 2009.

### Αύξηση Εσόδων μέσω του Δικτύου Πρατηρίων

Έχοντας διασφαλίσει την υψηλή ποιότητα στα υπάρχοντα πρατήρια υγρών καυσίμων μέσω των αυστηρών ελέγχων, η Εταιρία στοχεύει στην επιλεκτική επέκταση του δικτύου πρατηρίων της. Για το 2006, η Ελινόιλ στοχεύει στην αύξηση των πρατηρίων κατά **περίπου 50** με σκοπό να αξιοποιήσει:

1. **Τον υπερδιπλασιασμό της αποθηκευτικής δυναμικότητας υγρών καυσίμων μετά την εξαγορά των εγκαταστάσεων στον Βόλο** (7 δεξαμενές συνολικής χωρητικότητας περίπου 25.000 κ.μ.). Η θέση της νέας εγκατάστασης στην κεντρική Ελλάδα, θα επιτρέψει την αύξηση των πωλήσεων στην ευρύτερη περιοχή, ενώ παράλληλα, ενισχύεται η διαπραγματευτική δύναμη της Εταιρίας όσον αφορά στις προμήθειες πετρελαιοειδών από τα διυλιστήρια. Η συγκεκριμένη μονάδα, σε συνδυασμό με τη θέση των υφισταμένων εγκαταστάσεων στην Αττική και τη Θράκη, δημιουργεί ένα σημαντικό πλεονέκτημα για την αυτονομία και ορθολογική οργάνωση εφοδιασμού των πελατών της Ελινόιλ.
2. **Τη θυγατρική Ελίν Ναυτική**, η οποία θα διαχειρίζεται δύο χρονοναυλωμένα νεότευκτα δεξαμενόπλοια. Η άφιξη των νέων Δ/Ξ (το πρώτο τον Φεβρουάριο και το δεύτερο τον Ιούνιο του 2006) θα επιτρέψει στην Ελινόιλ να ενισχύσει την παρουσία της στη νησιωτική Ελλάδα και θα έχει ως επακόλουθο την αύξηση των πωλήσεών της στα νησιά.
3. **Τη θυγατρική Ελίν Σταθμοί**, η οποία θα έχει την ευθύνη εκμετάλλευσης ιδιόκτητων ή ελεγχόμενων πρατηρίων και σταθμών εξυπηρέτησης σκαφών. Η σταδιακή απόκτηση και εκμετάλλευση ιδιόκτητων σταθμών θα συμβάλλει στη διασφάλιση αποδοτικότερων όρων συνεργασίας σε μακροχρόνια βάση.

Για επόμενα έτη (2007-2009), ο στόχος καθαρών νέων πρατηρίων υποχωρεί στα **20**

**ανά έτος** (νέα πρατήρια « - » παύση συμβάσεων με πρατήρια χαμηλής απόδοσης). Στόχος της Εταιρίας είναι η αύξηση του όγκου πωλήσεων μέσα από πρατήρια με μεγάλη κατανάλωση. Η επιλεκτική δε ενίσχυση της παρουσίας της στην Αθήνα εκτιμούμε ότι θα συμβάλει προς αυτή την κατεύθυνση.

### Βενζίνη

Η βενζίνη αποτελεί το μεγαλύτερο ποσοστό πωλήσεων των πρατηρίων (56%) και το μεγαλύτερο ποσοστό πωλήσεων του ενοποιημένου κύκλου εργασιών της Ελινόιλ (39% του συνόλου). Κατά το 2004, ο όγκος πωλήσεων βενζίνης των πρατηρίων της Ελινόιλ αυξήθηκε κατά 12,81% σε σχέση με το 2003, παρά τις πτωτικές τάσεις που επικράτησαν στο σύνολο του όγκου πωλήσεων βενζίνης στην Ελλάδα. **Κατά τα επόμενα έτη ο όγκος πωλήσεων βενζίνης της Ελινόιλ εκτιμούμε ότι θα αυξηθεί με ένα ΜΕΡΑ<sub>2004-2009</sub> της τάξεως του 10,73% περίπου.**

### Ντίζελ Κίνησης & Θέρμανσης

Οι πωλήσεις ντίζελ κίνησης και θέρμανσης μέσω πρατηρίων αντιπροσωπεύουν το 30% περίπου του συνολικού κύκλου εργασιών του Ομίλου και το 43% των πωλήσεων των πρατηρίων. **Το ποσοστό αυτό αναμένεται να μειωθεί ελαφρώς τα επόμενα έτη, με το ΜΕΡΑ<sub>2004-2009</sub> να κινείται στα 9,4% (αντίστοιχη αύξηση του όγκου πωλήσεων με ΜΕΡΑ<sub>2004-2009</sub> 7,83%).** Η ενίσχυση του όγκου πωλήσεων ντίζελ θα είναι μικρότερη σε σχέση με την αύξηση του όγκου σε βενζίνες λόγω:

1. της σταδιακής αντικατάστασης του ντίζελ θέρμανσης με φυσικό αέριο, και
2. της συγκράτησης της κατανάλωσης ντίζελ από τις βιομηχανίες.

Σε αντίθεση, θετικά επέδρασε η έναρξη κατά το 2004 της λειτουργίας του πρατηρίου στα σύνορα με την Τουρκία (πωλεί μόνο ντίζελ κίνησης σε επαγγελματικά οχήματα), ύστερα από τη σύμβαση συνεργασίας με τα ΚΑΕ.

### Λιπαντικά

Τα λιπαντικά αντιπροσωπεύουν μικρό μέρος των πωλήσεων των πρατηρίων (0,78% το 2004), αποτελούν όμως ένα νέο πεδίο ανάπτυξης των δραστηριοτήτων της Ελίν, το οποίο εκτιμάται ότι θα ενισχυθεί με μέσο ετήσιο ρυθμό της τάξεως του 5% τα επόμενα 5 έτη. Η αύξηση αυτή θα οφείλεται κυρίως στην ισχυρότερη παρουσία και προώθηση των λιπαντικών στα πρατήρια, και στην ενίσχυση του αριθμού των πρατηρίων.

### Προβλέψεις

Κατά το 2005, η μέση ετήσια απόδοση των πρατηρίων υπολογίζεται σε € 660 χιλ. έναντι € 576 χιλ. το 2004 και € 500 χιλ. περίπου το 2003. Για το 2005, αναμένουμε τα έσοδα από τις πωλήσεις καυσίμων και λιπαντικών μέσω πρατηρίων να φτάσουν τα € 290,13 εκατ. (+18,29% σε ετήσια βάση), με τις πωλήσεις βενζίνης να αντιπροσωπεύουν το 55%, το ντίζελ κίνησης το 23,44%, και το ντίζελ θέρμανσης το 19,14%. Κατά τα επόμενα έτη, η αξία των πωλήσεων καυσίμων και λιπαντικών μέσω

πρατηρίων αναμένεται να αντιπροσωπεύει το μεγαλύτερο μέρος του κύκλου εργασιών **(από 70% του συνόλου το 2004 στο 71% το 2009), με ΜΕΡΑ<sub>2004-2009</sub> της τάξεως του 11%** (εκτιμάται υψηλότερος ρυθμός αύξησης για τον όγκο πωλήσεων), λόγω:

1. της αύξησης των πρατηρίων κατά περίπου 50 το 2006,
2. της μέσης ετήσιας καθαρής αύξησης των πρατηρίων κατά 20 τα επόμενα έτη,
3. της ενίσχυση της μέσης απόδοσης των πρατηρίων λόγω περαιτέρω επέκτασης των πρατηρίων σε πυκνοκατοικημένες περιοχές,
4. των προωθητικών ενεργειών, στοχεύοντας στην αύξηση της αναγνωρισιμότητας και στην καθιέρωση της προσφοράς ποιοτικών καυσίμων στη συνείδηση των καταναλωτών.

**Τα περιθώρια μικτού κέρδους** των πωλήσεων καυσίμων και λιπαντικών μέσω πρατηρίων αναμένεται να ενισχυθούν με χαμηλούς ρυθμούς, λόγω της στρατηγικής της Εταιρίας για επέκταση του αριθμού των πρατηρίων σε αστικές περιοχές και κυρίως στην Αθήνα, όπου ο ανταγωνισμός πιέζει σημαντικά τα περιθώρια. Επισημαίνεται ότι τα περιθώρια κέρδους της Εταιρίας στα πρατήρια είναι απόλυτα ποσά και όχι ποσοστά επί των πωλήσεων, συνεπώς σε απόλυτους νομισματικούς όρους δεν επηρεάζονται από την πορεία της τιμής του πετρελαίου.

### **Δυναμική Ανάπτυξη στην Αγορά του Βιοντίζελ**

#### **Τι είναι το βιοντίζελ - Οδηγία της Ε.Ε.**

Το βιοντίζελ είναι ένα καύσιμο εξαιρετικά φιλικό προς το περιβάλλον και ανανεώσιμο αφού, προέρχεται από φυτικά έλαια ή και ζωικά λίπη ενώ είναι αρκετά διαδεδομένο σε πολλές Ευρωπαϊκές χώρες. Το βιοντίζελ αναμειγνύεται σε ποσοστό 5% με το ντίζελ στα διυλιστήρια, και συμβάλει στη σημαντική μείωση του διοξειδίου του άνθρακα (CO<sub>2</sub>).

Τα βιοκαύσιμα **βρίσκονται στο επίκεντρο της ενεργειακής πολιτικής της Ε.Ε.** και στόχος είναι η χρήση βιοκαυσίμων ή άλλων ανανεώσιμων καυσίμων προς αντικατάσταση του πετρελαίου ντίζελ ή της βενζίνης στις μεταφορές σε κάθε κράτος μέλος. Με σχετική οδηγία, η Ε.Ε. καθορίζει τιμή αναφοράς για το στόχο αυτό, έως τις 31/12/2010 το 5,75% βάσει του ενεργειακού περιεχομένου επί του συνόλου της βενζίνης και του πετρελαίου ντίζελ που διατίθεται προς χρήση στις μεταφορές. Αναφορικά με την Ελλάδα, ο στόχος του 5,75% υπολογίζεται σε 540.000 τόνους βιοκαυσίμων (27 εκατ. για το σύνολο της Ε.Ε.). Σήμερα, το ποσοστό διείσδυσης των βιοκαυσίμων στην Ε.Ε. (των 25 χωρών) δεν ξεπερνά το 0,6% του ενεργειακού περιεχομένου των καυσίμων κίνησης (σύμφωνα με το European Biodiesel Board), **υποδηλώνοντας σημαντικά περιθώρια ανάπτυξης για τις εταιρίες που θα δραστηριοποιηθούν τα επόμενα 4 χρόνια.**

### Τιμολόγηση

Η τιμή πώλησης του βιοντήζελ παγκοσμίως είναι άμεσα συνδεδεμένη με την τιμή του ντίζελ, αν και το κόστος παραγωγής του είναι υψηλότερο. Για να επιτευχθεί ο εθνικός στόχος του 5,75%, σημαντική προϋπόθεση αποτελεί η πλήρης αποφορολόγηση των βιοκαυσίμων προκειμένου να καταστούν ανταγωνιστικά. Στην Ελλάδα ισχύει η αποφορολόγηση βιοντήζελ μέχρι το 2007 (οι εκτιμώμενες ποσότητες αφορούν 51.000 τόνους το 2005, 91.000 τόνους το 2006 και 114.000 τόνους το 2007, ενώ για τα επόμενα έτη οι ποσότητες θα αναθεωρηθούν). Επιπλέον, οι κάτοχοι άδειας διύλισης και εμπορίας Α' (αφορά μόνο τις εταιρίες εμπορίας Α' που πραγματοποιούν εισαγωγές), υποχρεούνται να απορροφήσουν όλες τις αποφορολογημένες ποσότητες.

### Εγχώριος Ανταγωνισμός - Ελίν Βιοκαύσιμα

Στην Ελλάδα σήμερα δεν έχει διαρθρωθεί ο συγκεκριμένος κλάδος, καθώς δεν υπάρχει ούτε εγχώρια παραγωγή ούτε εισαγωγές. Η Ελινόιλ τα τελευταία 2 χρόνια έχει εκτελέσει με επιτυχία δυο προγράμματα χρηματοδοτούμενα από την Ε.Ε., που αφορούν στη μελέτη για την διάθεση του Biodiesel στην Ελλάδα και στη μελέτη σκοπιμότητας για την κατασκευή μονάδας παραγωγής Biodiesel. Στην Ελλάδα σήμερα, έχει εκδηλωθεί ενδιαφέρον για κατασκευή μονάδων παραγωγής από την εταιρία Ελβύ (σύμφωνα με το Υπουργείο Ανάπτυξης έχει ξεκινήσει τις απαραίτητες διεργασίες για την κατασκευή μονάδας ετήσιας δυναμικότητας 40.000 τόνων) και ορισμένους παραγωγούς ελαιουργικών προϊόντων.

Η Ελινόιλ σήμερα, έχοντας ιδρύσει τη θυγατρική Ελίν Βιοκαύσιμα, βρίσκεται στο στάδιο ανέγερσης μονάδας παραγωγής βιοντήζελ, η οποία αναμένεται να ολοκληρωθεί το φθινόπωρο του 2006. Σύμφωνα με το πλάνο της Εταιρίας, το πρώτο παραγωγικό έτος της μονάδας θα είναι το 2007, με συνολική δυναμικότητα 40.000 τόνους, καλύπτοντας το 40% της εγχώριας αγοράς (υπολογίζεται σε 114.000 τόνους). Η Εταιρία, δεν αποκλείει το γεγονός να επεκτείνει την μονάδα παραγωγής σε περίπτωση που διαπιστώσει περαιτέρω ευκαιρία ανάπτυξης τόσο στην εγχώρια όσο και στη διεθνή αγορά, καθώς εφόσον κριθεί συμφέρον, ενδέχεται να εξάγει βιοντήζελ και σε άλλες χώρες της Ε.Ε.. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις μας, η Ελίν Βιοκαύσιμα κατά το 2007 (τη χρονιά που θα βρίσκεται σε πλήρη παραγωγική δυναμικότητα), θα πωλήσει περίπου 44.000 τόνους (40.000 τόνους βιοντήζελ, 4.000 γλυκερίνη) με μέση τιμή του βιοντήζελ στα € 0,65 / λίτρο, και μικτό περιθώριο κέρδους της τάξεως του 25% περίπου. **Σύμφωνα με αυτή την εκτίμηση, οι πωλήσεις βιοντήζελ θα αντιπροσωπεύουν το 5% του κύκλου εργασιών και το 12% των μικτών κερδών του Ομίλου κατά την προαναφερόμενη περίοδο.**

### Διεκδίκηση Υψηλότερων Μεριδίων στην Αγορά του Εφοδιασμού Σκαφών

Η Ελινόιλ κατέχει σημαντικό μερίδιο στην αγορά του ντίζελ κίνησης σε μαρίνες (περίπου 50%) **το οποίο αναμένεται να ενισχυθεί περαιτέρω τα επόμενα έτη.** Εκτός από τις μαρίνες της Αττικής, η Εταιρία έχει παρουσία σε πολλές παράκτιες περιοχές (101 σημεία), ενώ έχει εγκαταστήσει σημεία εφοδιασμού μέσα σε 6 μαρίνες (2 στη Χαλκιδική, 1 στη Λευκάδα, 1 Σάμο, 1 Βόλο και πρόσφατα την Olympic Marina στο Λαύριο). **Η συγκεκριμένη κατηγορία αντιπροσωπεύει περίπου το 4% του συνολικού κύκλου εργασιών του Ομίλου, ποσοστό που αναμένεται να διατηρηθεί σταθερό τα επόμενα έτη.** Επισημαίνουμε ότι η δραστηριότητα αυτή είναι εποχιακή, ενώ συνέργιες προκύπτουν σε λειτουργικό επίπεδο (βυτιοφόρο, ανθρώπινο δυναμικό), καθώς λειτουργεί συμπληρωματικά με τη διανομή ντίζελ θέρμανσης η οποία πραγματοποιείται τη χειμερινή περίοδο.

### Επέκταση Δραστηριοτήτων στο Εξωτερικό

Η επέκταση του Ομίλου στο εξωτερικό αφορά στην πώληση λιπαντικών πλοίων, με το σήμα Ελίν εκτός από την Ελλάδα, στη Σιγκαπούρη, καθώς και σε λιμάνια κατά μήκος της ακτογραμμής στην Κίνα. Η συγκεκριμένη δραστηριότητα αντιπροσώπευε περίπου το 1,8% του συνολικού κύκλου εργασιών του Ομίλου για το 2004, με το 70% των πωλήσεων να προέρχεται από σημεία με την παρουσία του σήματος Ελιν (η Εταιρία παρέχει προϊόντα και υπηρεσίες και σε άλλα λιμάνια παγκοσμίως, μέσω συνεργασιών με τοπικές εταιρίες). **Κατά τα επόμενα έτη, το ποσοστό επί του συνόλου του κύκλου εργασιών αναμένεται να φτάσει στο 1,3%, με τις πωλήσεις να ενισχύονται με ΜΕΡΑ<sub>2004-2009</sub> 2,3% τουλάχιστον.** Η Ελινόιλ εξετάζει την επέκταση της παρουσίας του σήματος Ελίν και στη Βραζιλία με στόχο τη δραστηριοποίησή της κατά τη διάρκεια της επόμενης 2ετίας. Στόχος του Ομίλου είναι η παρουσία του σήματος σε τουλάχιστον 10 λιμάνια εκτός Ελλάδας. Κατά τα επόμενα έτη, **η αύξηση του όγκου πωλήσεων προϊόντων λιπαντικών πλοίων αναμένεται να κινηθεί με ΜΕΡΑ<sub>2004-2009</sub> της τάξεως του 2,3%.**

### Διατήρηση Ισχυρής Παρουσίας στη Βιομηχανία

Αν και αρκετά παλαιότερα, οι πωλήσεις (μαζούτ) προς τις βιομηχανίες αποτελούσαν τον κορμό των δραστηριοτήτων της Ελινόιλ, **σήμερα αντιπροσωπεύουν το 17,5% (μαζούτ και ντίζελ) του συνολικού κύκλου εργασιών του Ομίλου.** Καθώς οι ενεργοβόρες βιομηχανίες αναζητούν συνεχώς φθηνότερες λύσεις (κυρίως σε στερεά καύσιμα και φυσικό αέριο), η ζήτηση για μαζούτ μειώνεται γεγονός που αποτυπώνεται και στα αποτελέσματα τις Εταιρίας. Κατά τα επόμενα έτη, ο όγκος

πωλήσεων μαζούτ αναμένεται να μειωθεί κινούμενος με ρυθμό ΜΕΡΑ<sub>2004-2009</sub> -8% περίπου, ενώ και οι πωλήσεις ντίζελ σε βιομηχανίες κινούνται με χαμηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, ως αποτέλεσμα της πολιτικής των βιομηχανιών για συγκράτηση του κόστους τους. **Κατά την επόμενη 5ετία, οι πωλήσεις μαζούτ και ντίζελ σε βιομηχανίες αναμένεται να κινηθούν ελαφρώς ανοδικά με ΜΕΡΑ<sub>2004-2009</sub> 2%, αντιπροσωπεύοντας στο τέλος του 2009 το 11,7% του συνολικού κύκλου εργασιών του Ομίλου.**

Η Εταιρία έχει επεκτείνει τις δραστηριότητές της στις πωλήσεις στερεών καυσίμων οι οποίες ακολουθούν μια σταθερή πορεία τα τελευταία χρόνια και περιλαμβάνουν το πετρελαϊκό κοκ, γαιάνθρακα και ανθρακίτη. Η Εταιρία κατέχει ηγετικό μερίδιο αγοράς, ενώ οι πωλήσεις των συγκεκριμένων προϊόντων συνεισφέρουν στα αποτελέσματα με υψηλά περιθώρια μικτού κέρδους. **Κατά την επόμενη 5ετία, οι πωλήσεις στερεών καυσίμων αναμένεται να κινηθούν ανοδικά με ΜΕΡΑ<sub>2004-2009</sub> 5,9%, αντιπροσωπεύοντας στο τέλος του 2009 το 1,7% του συνολικού κύκλου εργασιών του Ομίλου, από περίπου 2,1% στο τέλος του 2005.**

**Ιστορική & Προβλεπόμενη Ανάλυση Πωλήσεων**

	2004	2005 E	2006 E	2007 E	2008 E	2009 E
<b>Καύσιμα Εσωτερικής Αγοράς</b>						
<b>Πρατήρια υγρών καυσίμων</b>	<b>245.230</b>	<b>287.991</b>	<b>322.591</b>	<b>354.897</b>	<b>381.957</b>	<b>409.511</b>
% συνόλου	69,80%	70,81%	71,23%	68,66%	69,57%	70,47%
Ετήσια Μεταβολή	17,75%	17,44%	12,01%	10,01%	7,62%	7,21%
<b>Βιομηχανία</b>	<b>60.982</b>	<b>66.125</b>	<b>68.119</b>	<b>69.296</b>	<b>68.267</b>	<b>69.198</b>
% συνόλου	17,36%	16,26%	15,04%	13,41%	12,43%	11,91%
Ετήσια Μεταβολή	8,79%	8,43%	3,02%	1,73%	-1,48%	1,36%
<b>Ιδιώτες (θέρμανση)</b>	<b>3.741</b>	<b>4.123</b>	<b>4.169</b>	<b>4.229</b>	<b>4.232</b>	<b>4.266</b>
% συνόλου	1,06%	1,01%	0,92%	0,82%	0,77%	0,73%
Ετήσια Μεταβολή	-0,12%	10,19%	1,13%	1,43%	0,08%	0,82%
<b>Λοιποί πελάτες</b>	<b>19.402</b>	<b>26.831</b>	<b>29.071</b>	<b>32.936</b>	<b>37.198</b>	<b>39.285</b>
% συνόλου	5,52%	6,60%	6,42%	6,37%	6,78%	6,76%
Ετήσια Μεταβολή	65,08%	38,29%	8,35%	13,29%	12,94%	5,61%
<b>Σύνολο πωλήσεων καυσίμων εσωτερικής αγοράς</b>	<b>329.355</b>	<b>385.069</b>	<b>423.950</b>	<b>461.358</b>	<b>491.654</b>	<b>522.260</b>
% συνόλου	93,75%	94,68%	93,61%	89,25%	89,55%	89,88%
Ετήσια Μεταβολή	17,70%	16,92%	10,10%	8,82%	6,57%	6,23%
<b>Λοιπές Πωλήσεις</b>						
<b>Σύνολο πωλήσεων λιπαντικών εσωτερικής αγοράς</b>	<b>2.795</b>	<b>2.968</b>	<b>3.325</b>	<b>3.703</b>	<b>4.101</b>	<b>4.519</b>
% συνόλου	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,8%	0,8%
Ετήσια Μεταβολή	19,1%	6,2%	12,1%	11,4%	10,7%	10,2%
<b>Πωλήσεις λιπ/κών πλοίων</b>	<b>6.751</b>	<b>7.128</b>	<b>7.235</b>	<b>7.343</b>	<b>7.454</b>	<b>7.565</b>
% συνόλου	1,9%	1,8%	1,6%	1,4%	1,4%	1,3%
Ετήσια Μεταβολή	64,0%	5,6%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
<b>Στερεά καύσιμα - Βιομηχανία</b>	<b>8.443</b>	<b>8.374</b>	<b>9.011</b>	<b>9.238</b>	<b>9.867</b>	<b>10.064</b>
% συνόλου	2,4%	2,1%	2,0%	1,8%	1,8%	1,7%
Ετήσια Μεταβολή	14,1%	-0,8%	7,6%	2,5%	6,8%	2,0%
<b>Βιοντήξελ</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>5.325</b>	<b>28.000</b>	<b>28.560</b>	<b>29.131</b>
% συνόλου	0,0%	0,0%	1,18%	5,46%	5,24%	5,05%
Ετήσια Μεταβολή				425,82%	2,00%	2,00%
<b>Διάφορες Πωλήσεις</b>	<b>42</b>	<b>43</b>	<b>44</b>	<b>45</b>	<b>46</b>	<b>47</b>
% συνόλου	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%
Ετήσια Μεταβολή	36,56%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
<b>Κύκλος Εργασιών Ελίν Τεχνική</b>	<b>3.928</b>	<b>3.142</b>	<b>3.189</b>	<b>3.237</b>	<b>3.286</b>	<b>3.335</b>
% συνόλου	1,12%	0,77%	0,71%	0,63%	0,60%	0,58%
Ετήσια Μεταβολή	154,03%	-20,00%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΩΛΗΣΕΩΝ ΟΜΙΛΟΥ</b>	<b>351.314</b>	<b>406.724</b>	<b>452.079</b>	<b>512.925</b>	<b>544.967</b>	<b>576.922</b>
Ετήσια Μεταβολή	<b>19,0%</b>	<b>15,8%</b>	<b>11,2%</b>	<b>13,5%</b>	<b>6,2%</b>	<b>5,9%</b>

Πηγή: Οικονομικά Στοιχεία &amp; Εκτιμήσεις VRS

### Επενδυτικοί Κίνδυνοι

	Επενδυτικός Κίνδυνος	Τρόπος Αντιμετώπισης / Επισήμανση
1	Οποιαδήποτε μεταβολή του υφιστάμενου θεσμικού πλαισίου (Ν. 3054/2002) που ορίζει την παραγωγή και διακίνηση προϊόντων πετρελαίου στην Ελλάδα ενδέχεται να επηρεάσει την κερδοφορία της Εταιρίας.	Το παρόν υφιστάμενο θεσμικό πλαίσιο κρίνεται ως ικανοποιητικό από το κράτος και τους συμμετέχοντες φορείς και δεν αναμένεται ουσιαστική μεταβολή αυτού στο άμεσο ή απώτερο μέλλον.
2	Η ύπαρξη αθέμιτου ανταγωνισμού, καθώς και μία πιθανή προσπάθεια χειραγώγησης των τιμών από τις μεγάλες εταιρίες του κλάδου, ενδέχεται να έχει αρνητικές επιπτώσεις στα αποτελέσματα και τις προοπτικές της Εταιρίας, η οποία δραστηριοποιείται ως ανεξάρτητος επιχειρηματικός φορέας στην αγορά (δεν συνδέεται μετοχικά με τους βασικούς προμηθευτές του κλάδου).	Η οργάνωση της δομής της αγοράς, οι διαχρονικές ισορροπίες και σχέσεις μεταξύ των σημαντικότερων παικτών στον κλάδο των πετρελαιοειδών, καθώς και η δυνατότητα της Εταιρίας να ακολουθεί μία ευέλικτη τιμολογιακή πολιτική, περιορίζουν τις επιπτώσεις από την ενδεχόμενη ύπαρξη αθέμιτου ανταγωνισμού.
3	Η Εταιρία διατηρεί προφορικές συμβάσεις συνεργασίας με 69 πρατήρια. Παράλληλα, δεν υπάρχουν ποινικές ρήτρες σε περίπτωση ενδεχόμενης διακοπής της Εταιρίας με τα εν λόγω πρατήρια.	Σύμφωνα με εκτιμήσεις της Εταιρίας, η ενδεχόμενη διακοπή της συνεργασίας της με τα εν λόγω πρατήρια, και η μη αντικατάστασή τους με νέα πρατήρια, θα επηρεάσει τον κύκλο εργασιών της κατά 36,3 εκατ. ευρώ.
4	Η ζήτηση των προϊόντων της Εταιρίας παρουσιάζει εποχικότητα βάσει τόσο των κλιματολογικών συνθηκών όσο και των καταναλωτικών αναγκών των καταναλωτών.	Η διεύρυνση της γκάμας των προϊόντων της Εταιρίας αποτελεί έναν τρόπο άμυνας απέναντι σε φαινόμενα εποχικότητας.
5	Υπάρχει μία σειρά εκκρεμών δικαστικών υποθέσεων σε βάρος της Εταιρίας, η αρνητική έκβαση των οποίων ενδέχεται να επηρεάσει αρνητικά τα αποτελέσματά της.	Σε ιστορική βάση, η Εταιρία δεν έχει δεχθεί ουσιαστική επίδραση από τέτοιου είδους υποθέσεις στα χρηματοοικονομικά της μεγέθη. Επίσης, οι τρεις βασικοί της μέτοχοι έχουν δεσμευθεί να καλύψουν ως φυσικά πρόσωπα σημαντικό μέρος των ενδεχόμενων οικονομικών αποζημιώσεων.
6	Η είσοδος του φυσικού αερίου και η διεύρυνση της κατανάλωσής του στην αγορά, ενδέχεται να επηρεάσει τις πωλήσεις diesel θέρμανσης της Εταιρίας.	Η Εταιρία διαθέτει ένα πολύ μικρό μερίδιο εσόδων στον τομέα του diesel θέρμανσης.

Πηγή: VRS.

## Πορεία Τιμής Μετοχής σε σχέση με το Γενικό Δείκτη (βάση = 100)

**Σύμβολα**  
 ASE: ΕΛΙΝ  
 Bloomberg: ELIN GA  
 Reuters: ELI.AT

Οι μετοχές της Εταιρίας συμπεριλαμβάνονται στους ακόλουθους δείκτες

- FTSE/X.A. 80
- FTSE/X.A. ΠΕΤΡΕΛΑΙΟ / ΑΕΡΙΟ



31 Ιανουαρίου 2006      2004      2005 E      2006 E      2007 E

Τιμή (σε €)      € 9,30  
 Αριθμός Μετοχών      9.400.000  
 Κεφαλαιοποίηση (σε €)      87.420.000

Κέρδη / Μετοχή (σε €)	0,39	0,40	0,39	0,75
BV / Μετοχή (x)	3,6	3,8	4,1	4,7
EV (σε εκατ. €)	106.811	122.217	150.328	150.592
P / E (μ.φ.)	24,07x	23,08x	24,08x	12,35x
P / BV	2,61x	2,43x	2,29x	1,98x
P / Cash Flow	19,44x	12,19x	9,23x	6,07x
EV / EBITDA	12,53x	13,59x	13,72x	8,98x
EV / Πωλήσεις	0,30x	0,30x	0,33x	0,29x
Μέρισμα / Μετοχή (σε €)	0,14	0,14	0,14	0,23
Μερισματική Απόδοση	1,51%	1,52%	1,45%	2,43%

Πηγή: Εκτιμήσεις VRS

## ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ

### Μέθοδος DCF

Βάσει των προβλέψεών μας για την επόμενη 5ετία, και με την εφαρμογή της μεθόδου προεξόφλησης των μελλοντικών “ελεύθερων ταμειακών ροών”, η **δίκαιη τιμή** για τη μετοχή της Ελινόιλ διαμορφώνεται σε **€ 10,33**.

(σε χιλ. €)	2005 E	2006 E	2007 E	2008 E	2009 E	Μακροπρόθεσμες Υποθέσεις
<b>ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ</b>						
Ρυθμός Αύξησης Κύκλου Εργασιών	15,8%	11,2%	13,5%	6,2%	5,9%	2,4%
Περιθώριο EBIT	1,7%	1,7%	2,4%	2,5%	2,6%	2,8%
Φορολογικός Συντελεστής	32,5%	29,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Κεφάλαιο Κίνησης (% κύκλου εργασ.)	3,0%	1,8%	0,8%	0,5%	0,5%	0,5%
Επενδύσεις (% κύκλου εργασ.)	2,0%	6,4%	1,2%	1,1%	1,0%	1,2%
Κόστος Κεφαλαίου	6,8%	6,1%	6,5%	6,8%	7,0%	7,0%
Αποσβέσεις	0,6%	0,7%	0,9%	0,9%	0,9%	1,2%
<b>Cash Flow to the Firm (FCFF)</b>						
Λειτουργικό Κέρδος	6.725	7.616	12.158	13.547	15.078	16.326
Μείον: Φόροι	1.824	1.483	2.359	2.701	3.082	3.337
Προσαρμοσμένο Λειτουργικό Κέρδος	4.901	6.133	9.799	10.846	11.996	12.989
Πλέον: Αποσβέσεις	2.268	3.342	4.603	4.978	5.352	7.089
<b>Λειτουργική Ταμειακή Ροή</b>	<b>7.169</b>	<b>9.475</b>	<b>14.403</b>	<b>15.825</b>	<b>17.348</b>	<b>20.078</b>
Μείον: Μεταβολές Κεφαλαίου Κίνησης	12.047	8.248	4.346	2.495	2.857	2.954
Μείον: Νέες Επενδύσεις	8.000	29.000	6.000	6.000	6.000	7.089
<b>Ελεύθερες Ταμιακές Ροές (FCFF)</b>	<b>-12.878</b>	<b>-27.774</b>	<b>4.056</b>	<b>7.330</b>	<b>8.491</b>	<b>10.035</b>
Συντελεστής Προεξόφλησης	0,936	0,888	0,828	0,770	0,711	0,711
Παρούσα Αξία Ταμιακών Ροών	-12.053	-24.657	3.361	5.642	6.041	
Συσσωρευμένη Παρούσα Αξία	-12.053	-36.710	-33.350	-27.708	-21.667	
Υπολειμματική Αξία						215.917
Παρούσα Αξία Υπολειμματικής Αξίας						153.602
<b>ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ</b>						
Αξία Επιχείρησης	131.935					
Μείον: Καθαρό Χρέος Επιχείρησης	34.797					
<b>Καθαρή Αξία Επιχείρησης</b>	<b>97.138</b>					
<b>Αξία Μετοχής (σε €)</b>	<b>€ 10,33</b>					
<b>Υπολογισμός WACC</b>						
Risk Free Rate	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Συντελεστής Beta	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40
Market Risk Premium	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Τραπ. Δανεισμός / Συνολικά Κεφάλαια	52,7%	63,0%	60,0%	56,1%	52,3%	52,3%
Κόστος Δανεισμού	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
Φορολογικός Συντελεστής	32,50%	29,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,0%
<b>Κόστος Κεφαλαίου (WACC)</b>	<b>6,84%</b>	<b>6,13%</b>	<b>6,47%</b>	<b>6,76%</b>	<b>7,05%</b>	<b>7,05%</b>

Πηγή: Εκτιμήσεις VRS

### Ανάλυση Ευαισθησίας

Ο πίνακας που παραθέτουμε αναλύει την ευαισθησία της υπολογισμένης, βάσει του σεναρίου της επενδυτικής αξιολόγησης, αποτίμησης της Εταιρίας σε διαφορετικούς ρυθμούς αύξησης του κύκλου εργασιών και σε διαφορετικές τιμές του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC).

Παράμετροι		WACC				
		6,00%	7,00%	7,05%	8,50%	9,50%
Ανάπτυξη Πωλήσεων	1,00%	9,73	6,51	6,38	3,33	1,86
	2,00%	13,86	9,16	8,98	4,87	3,00
	2,40%	16,15	10,54	10,33	5,63	3,54
	3,00%	20,74	13,13	12,87	6,98	4,49
	3,50%	26,25	15,97	15,63	8,35	5,42

Πηγή: Εκτιμήσεις VRS

### Αποτίμηση Ταμειακών Ροών της Θυγατρικής Ελίν Βιοκαύσιμα

Η δίκαιη αξία για τη θυγατρική της Ελινόιλ, Ελίν Βιοκαύσιμα διαμορφώνεται σε € 24,5 εκατ., βάσει των προβλέψεών μας για την περίοδο 2006-2010, και με την εφαρμογή της μεθόδου προεξόφλησης των μελλοντικών “ελεύθερων ταμειακών ροών”, λαμβάνοντας τις εξής μακροπρόθεσμες υποθέσεις:

1. Ρυθμός αύξησης κύκλου εργασιών της τάξεως του 0,5%
2. Περιθώριο EBIT της τάξεως του 18%
3. «Κεφάλαιο κίνησης / κύκλος εργασιών» της τάξεως του 2,74%
4. Μέσο κόστος κεφαλαίου (WACC) της τάξεως του 9,78%

	2006 E	2007 E	2008 E	2009 E	2010 E	Μακροπρόθεσμες Υποθέσεις
Λειτουργική Ταμιακή Ροή	1.048	5.050	5.080	5.172	5.266	4.682
Μείον: Μεταβολές Κεφαλαίου Κίνησης	146	767	782	798	814	818
Μείον: Νέες Επενδύσεις	10.000	500	500	500	500	448
<b>Ελεύθερες Ταμιακές Ροές (FCFF)</b>	<b>-9.097</b>	<b>3.783</b>	<b>3.798</b>	<b>3.874</b>	<b>3.952</b>	<b>3.416</b>
Συντελεστής Προεξόφλησης	0,947	0,897	0,825	0,744	0,658	0,627
Παρούσα Αξία Ταμιακών Ροών	-8.618	3.395	3.134	2.883	2.601	
Συσσωρευμένη Παρούσα Αξία	-8.618	-5.223	-2.090	793	3.394	
Υπολειμματική Αξία						36.808
Παρούσα Αξία Υπολειμματικής Αξίας						23.085
<b>ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ</b>						
Αξία Επιχείρησης	26.479					
Μείον: Καθαρό Χρέος Επιχείρησης	2.000					
<b>Καθαρή Αξία Επιχείρησης (χιλ.)</b>	<b>24.479</b>					

Πηγή: Εκτιμήσεις VRS

### Αποτελέσματα 9μήνου - Εκτιμήσεις Βασικών Μεγεθών

**Για το 9μηνο του 2005 σε ενοποιημένο επίπεδο**, ο κύκλος εργασιών ανήλθε σε € 314,6 εκατ. έναντι € 249,0 εκατ. την αντίστοιχη περίοδο του 2004. Τα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA), ενισχύθηκαν κατά 16,47%, ανερχόμενα στα € 7,51 εκατ. και τα καθαρά κέρδη προ φόρων αυξήθηκαν κατά 13,17% και ανήλθαν σε € 5,1 εκατ.. Επισημαίνουμε ότι τόσο τα EBITDA όσο και τα καθαρά κέρδη προ φόρων του 9μήνου 2005 δεν είναι άμεσα συγκρίσιμα με αυτά της αντίστοιχης περιόδου του 2004, δεδομένου ότι εκείνα του 2004 έχουν επιβαρυνθεί με ποσό € 1,0 εκατ. περίπου, που αφορά στις δαπάνες για την εισαγωγή της εταιρίας στο Χ.Α. και την αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου.

**Για το σύνολο του 2005** εκτιμούμε ενίσχυση του EBITDA κατά 5,5% περίπου (χαμηλότερος ρυθμός αύξησης σε σχέση με τα μικτά κέρδη), και μείωση των κερδών προ φόρων κατά 3,49% λόγω των αυξημένων αποσβέσεων (+23% ετησίως) και της ενίσχυσης των χρηματοοικονομικών εξόδων.

**Οι επενδύσεις του Ομίλου** για το 2005 αναμένεται να ανέλθουν σε € 8 εκατ. περίπου, ενώ για το 2006, οι επενδύσεις θα φτάσουν τα € 29 εκατ. κυρίως λόγω:

1. της κατασκευής του εργοστασίου παραγωγής βιοντίζελ (περίπου € 10 εκατ.),
2. της ολοκλήρωσης της εξαγοράς των εγκαταστάσεων στο Βόλο (περίπου € 5 εκατ.), και
3. της δυναμικής επένδυσης σε νέα πρατήρια (περίπου 50 νέα για το 2006).

Κατά τα επόμενα έτη, οι επενδύσεις του Ομίλου θα περιοριστούν στα € 6 εκατ. περίπου, αφορώντας κυρίως επενδύσεις σε νέα πρατήρια καυσίμων.

**Ο δανεισμός του Ομίλου** για το 2006 αναμένεται να φτάσει τα € 65 εκατ. (€ 22,5 μακρ/σμα δάνεια) έναντι εκτίμησης της τάξεως των € 40 εκατ. για το 2005, λόγω κυρίως των δυναμικών επενδύσεων που πραγματοποιεί. Κατά τα επόμενα έτη, ο δανεισμός του Ομίλου εκτιμούμε ότι θα παραμείνει σε επίπεδα των € 62-66 εκατ., λόγω κυρίως των αυξημένων αναγκών του Ομίλου για κεφάλαια κίνησης.

## ΙΣΤΟΡΙΚΑ &amp; ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ (ΟΜΙΛΟΣ, Δ.Π.Χ.Π)

(σε χιλ. ευρώ)	2004 Α	2005 Ε	2006 Ε	2007 Ε	2008 Ε	2009 Ε
<b>Κατάσταση Αποτελεσμάτων</b>						
<b>Κύκλος Εργασιών</b>	<b>351.314</b>	<b>406.724</b>	<b>452.079</b>	<b>512.925</b>	<b>544.967</b>	<b>576.922</b>
Μεταβολή %		15,77%	11,15%	13,46%	6,25%	5,86%
<b>Κόστος Πωληθέντων (προ αποσβ.)</b>	<b>316.837</b>	<b>369.265</b>	<b>408.587</b>	<b>459.973</b>	<b>488.469</b>	<b>516.718</b>
Περιθώριο μικτού κέρδους	90,19%	90,79%	90,38%	89,68%	89,63%	89,56%
Μεταβολή %		16,55%	10,65%	12,58%	6,20%	5,78%
<b>Μικτό Κέρδος (προ αποσβ.)</b>	<b>34.477</b>	<b>37.459</b>	<b>43.492</b>	<b>52.952</b>	<b>56.498</b>	<b>60.204</b>
Μικτό Περιθώριο	9,81%	9,21%	9,62%	10,32%	10,37%	10,44%
Μεταβολή %		8,65%	16,11%	21,75%	6,70%	6,56%
Άλλα Έσοδα	2.162	2.119	2.172	2.226	2.282	2.339
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	4.787	3.989	4.153	4.686	4.831	4.967
% επί του κύκλου εργασιών	1,36%	0,98%	0,92%	0,91%	0,89%	0,86%
Έξοδα λειτουργίας διάθεσης	23.328	26.596	30.553	33.730	35.424	37.146
% επί του κύκλου εργασιών	6,64%	6,54%	6,76%	6,58%	6,50%	6,44%
<b>Σύνολο εξόδων</b>	<b>28.116</b>	<b>30.585</b>	<b>34.707</b>	<b>38.416</b>	<b>40.255</b>	<b>42.113</b>
% επί του κύκλου εργασιών	8,00%	7,52%	7,68%	7,49%	7,39%	7,30%
% ετήσια μεταβολή		8,78%	13,48%	10,69%	4,79%	4,62%
<b>Κέρδη προ τόκων, αποσβέσεων &amp; φόρων</b>	<b>8.524</b>	<b>8.993</b>	<b>10.958</b>	<b>16.762</b>	<b>18.525</b>	<b>20.431</b>
Περιθώριο κερδών προ τόκων, αποσβέσεων & φόρων	2,43%	2,21%	2,42%	3,27%	3,40%	3,54%
% ετήσια μεταβολή		5,51%	21,85%	52,97%	10,52%	10,29%
<b>Αποσβέσεις</b>	<b>1.844</b>	<b>2.268</b>	<b>3.342</b>	<b>4.603</b>	<b>4.978</b>	<b>5.352</b>
% επί του κύκλου εργασιών	0,52%	0,56%	0,74%	0,90%	0,91%	0,93%
<b>Κέρδη προ τόκων και φόρων</b>	<b>6.680</b>	<b>6.725</b>	<b>7.616</b>	<b>12.158</b>	<b>13.547</b>	<b>15.078</b>
% επί του κύκλου εργασιών	1,90%	1,65%	1,68%	2,37%	2,49%	2,61%
% ετήσια μεταβολή		0,67%	13,25%	59,65%	11,42%	11,31%
Χρηματοοικονομικά αποτελέσματα	-864,9	-1.112,5	-2.502,5	-2.722,5	-2.743,8	-2.750,0
<b>Κέρδη προ φόρων</b>	<b>5.815</b>	<b>5.612</b>	<b>5.113</b>	<b>9.436</b>	<b>10.803</b>	<b>12.328</b>
Περιθώριο κερδών προ φόρων	1,66%	1,38%	1,13%	1,84%	1,98%	2,14%
% ετήσια μεταβολή		-3,49%	-8,89%	84,54%	14,49%	14,12%
Φόρος εισοδήματος	2.184	1.824	1.483	2.359	2.701	3.082
Φορολογικός συντελεστής	37,55%	32,50%	29,00%	25,00%	25,00%	25,00%
<b>Καθαρά κέρδη (μ.φ.&amp;π.δ.μ.)</b>	<b>3.632</b>	<b>3.788</b>	<b>3.630</b>	<b>7.077</b>	<b>8.102</b>	<b>9.246</b>
Περιθώριο κερδών (μ.φ.&π.δ.μ.)	1,03%	0,93%	0,80%	1,38%	1,49%	1,60%
% ετήσια μεταβολή		4,31%	-4,17%	94,94%	14,49%	14,12%
Δικαιώματα Μειοψηφίας	-0,16	-0,16	-0,17	-0,18	-0,19	-0,20
<b>Καθαρά κέρδη</b>	<b>3.631</b>	<b>3.788</b>	<b>3.630</b>	<b>7.077</b>	<b>8.102</b>	<b>9.246</b>
<b>Περιθώριο καθαρών κερδών</b>	<b>1,03%</b>	<b>0,93%</b>	<b>0,80%</b>	<b>1,38%</b>	<b>1,49%</b>	<b>1,60%</b>
<b>% ετήσια μεταβολή</b>		<b>4,31%</b>	<b>-4,17%</b>	<b>94,95%</b>	<b>14,49%</b>	<b>14,12%</b>

Πηγή: Οικονομικά Στοιχεία Ομίλου &amp; Εκτιμήσεις VRS

	2004	2005 E	2006 E	2007 E	2008 E	2009 E
<b>Ενεργητικό</b>						
Ασώματες ακινητοποιήσεις	1.769	2.209	3.659	4.199	4.679	5.159
Μείον: Συσσωρευμένες αποσβέσεις	593	792	1.086	1.479	1.922	2.414
<b>Αναπόσβεστες ασώματες ακινητοποιήσεις</b>	<b>1.176</b>	<b>1.417</b>	<b>2.573</b>	<b>2.720</b>	<b>2.757</b>	<b>2.745</b>
Ενσώματες ακινητοποιήσεις	32.914	40.474	68.024	73.484	79.004	84.524
Μείον: Συσσωρευμένες αποσβέσεις	8.709	10.779	13.827	18.038	22.572	27.433
<b>Αναπόσβεστες ενσώματες ακινητοποιήσεις</b>	<b>24.205</b>	<b>29.696</b>	<b>54.197</b>	<b>55.447</b>	<b>56.432</b>	<b>57.092</b>
Συμμετοχές & άλλες μακρ. Χρημ/κές απαιτήσεις	180	350	370	391	414	437
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>25.560</b>	<b>31.463</b>	<b>57.141</b>	<b>58.558</b>	<b>59.602</b>	<b>60.274</b>
% επί του Ενεργητικού	<b>31,10%</b>	<b>32,02%</b>	<b>44,12%</b>	<b>42,41%</b>	<b>41,53%</b>	<b>40,46%</b>
Αποθέματα	7.134	8.093	8.955	10.082	10.439	10.759
Πελάτες	35.755	47.915	55.116	59.724	63.455	67.176
Χρεώστες διάφοροι	4.772	5.572	6.193	6.886	7.017	7.113
Καταθέσεις όψεως & προθεσμίας	8.976	5.203	2.092	2.828	3.003	3.655
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>56.638</b>	<b>66.784</b>	<b>72.357</b>	<b>79.520</b>	<b>83.914</b>	<b>88.702</b>
% επί του Ενεργητικού	<b>68,9%</b>	<b>68,0%</b>	<b>55,9%</b>	<b>57,6%</b>	<b>58,5%</b>	<b>59,5%</b>
<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>82.198</b>	<b>98.246</b>	<b>129.498</b>	<b>138.078</b>	<b>143.516</b>	<b>148.976</b>

Πηγή: Οικονομικά Στοιχεία &amp; Εκτιμήσεις VRS

	2004	2005 E	2006 E	2007 E	2008 E	2009 E
<b>Παθητικό</b>						
Μετοχικό κεφάλαιο	9.400	9.400	9.400	9.400	9.400	9.400
Διαφ. από έκδοση μετ. υπέρ το άρτιο	13.663	13.663	13.663	13.663	13.663	13.663
Αποθεματικά κεφάλαια	2.887	3.077	3.258	3.612	4.017	4.479
Αποτελέσματα εις νέον	6.203	8.476	10.654	15.254	20.115	25.663
Δικαιώματα μειοψηφίας	0,2	0,0	-0,1	-0,3	-0,5	-0,7
	1.316	1.326	1.271	2.123	2.836	3.236
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>33.470</b>	<b>35.942</b>	<b>38.246</b>	<b>44.052</b>	<b>50.031</b>	<b>56.441</b>
% επί του Παθητικού	40,72%	36,58%	29,53%	31,90%	34,86%	37,89%
Προβλέψεις	2861	2932	3005	3081	3158	3236
Δάνεια τραπεζών	12.000	13.500	22.500	16.500	8.500	5.000
Επιχορηγήσεις επενδύσεων	373	373	3.811	3.430	3.087	2.778
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	475	475	475	475	475	475
Προβλέψεις για παροχές στους εργαζόμενους	2.861	2.932	3.005	3.081	3.158	3.236
<b>Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων</b>	<b>15.709</b>	<b>17.280</b>	<b>29.791</b>	<b>23.485</b>	<b>15.220</b>	<b>11.490</b>
Προμηθευτές	12.524	14.669	15.112	16.383	17.398	18.404
Τράπεζες, λογ/σμός βραχ/σμων υποχρεώσεων	16.367	26.500	42.500	49.500	55.500	57.000
Υποχρεώσεις από φόρους-τέλη	2.725	2.223	1.898	2.828	3.184	3.579
Πιστωτές διάφοροι	1.403	1.632	1.950	1.831	2.184	2.063
<b>Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων</b>	<b>33.019</b>	<b>45.024</b>	<b>61.460</b>	<b>70.541</b>	<b>78.266</b>	<b>81.045</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>48.728</b>	<b>62.305</b>	<b>91.252</b>	<b>94.026</b>	<b>93.485</b>	<b>92.535</b>
% επί του Παθητικού	59,28%	63,42%	70,47%	68,10%	65,14%	62,11%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>82.198</b>	<b>98.246</b>	<b>129.498</b>	<b>138.078</b>	<b>143.516</b>	<b>148.976</b>

Πηγή: Οικονομικά Στοιχεία & Εκτιμήσεις VRS

## ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ

---

# VALUATION & RESEARCH SPECIALISTS

Value Invest – www.valueinvest.gr Investment Research & Analysis Journal – www.iraj.gr

## ΔΗΛΩΣΗ ΓΝΩΣΤΟΠΟΙΗΣΗΣ

Η VALUATION & RESEARCH SPECIALISTS (VRS) είναι μια ανεξάρτητη εταιρία που παρέχει αναλυτική εταιρική έρευνα, ποιοτική αποτίμηση και συμβουλευτικές υπηρεσίες σε εγχώριες και διεθνείς επιχειρήσεις και / ή κοινότητες. Οι υπηρεσίες της VRS περιλαμβάνουν αποτιμήσεις άλλων στοιχείων, επιχειρηματικών μονάδων και παγίων στοιχείων. Η κύρια επιχειρηματική δραστηριότητα της VRS εστιάζεται στην παροχή ανεξάρτητης εταιρικής έρευνας και ανάλυσης στους θεσμικούς και ιδιώτες πελάτες / συνδρομητές.

**Η VRS δεν είναι χρηματιστηριακή εταιρία και δεν διενεργεί συναλλαγές σε αξιόγραφα κάθε είδους. Η VRS δεν είναι επενδυτική τράπεζα και δεν λειτουργεί ως ανάδοχος για οποιαδήποτε μορφή αξιόγραφων.**

Η VRS λαμβάνει αμοιβές από τις εταιρίες που καλύπτει και στις οποίες εφαρμόζει έρευνα (οι «καλυπτόμενες εταιρίες»), και από κύρια χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Ο πρωταρχικός στόχος αυτής της πολιτικής είναι να καλυφθεί το κόστος έρευνας εταιριών μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης, για τις οποίες γίνεται περιορισμένη έρευνα. Με αυτόν τον τρόπο, η VRS μπορεί να ελαχιστοποιήσει τις προμήθειες προς τους πελάτες / συνδρομητές της και επομένως να διευρύνει την προσοχή του επενδυτή στις «καλυπτόμενες εταιρίες».

Οι αναλυτές της VRS λαμβάνουν αμοιβές ανά-εταιρία και όχι με βάση τις προτάσεις τους. Οι αναλυτές δεν επιτρέπεται να προσηλυτίζονται πιθανές «καλυπτόμενες εταιρίες» για ερευνητική κάλυψη από την VRS και δεν επιτρέπεται να λαμβάνουν αμοιβές ή άλλου είδους χρηματική αποζημίωση από τις εταιρίες που καλύπτουν για λογαριασμό της VRS. Επιπρόσθετα, οι αναλυτές δεν επιτρέπεται να διενεργούν συναλλαγές επί μετοχές, δικαιώματα προτίμησης, μετατρέψιμων αξιόγραφων ή δικαιωμάτων προαίρεσης των εταιριών που καλύπτουν για λογαριασμό της VRS.

Επιπλέον, η VRS, τα στελέχη και οι διευθυντές της δεν επιτρέπεται να διενεργούν συναλλαγές επί μετοχές, δικαιώματα προτίμησης, μετατρέψιμων αξιόγραφων ή δικαιωμάτων προαίρεσης οποιονδήποτε «καλυπτόμενων εταιριών». Η VRS λαμβάνει πληρωμές για έρευνα μόνο σε μετρητά και δεν θα λαμβάνει πληρωμή σε μετοχές, δικαιώματα προτίμησης, μετατρέψιμα αξιόγραφα ή δικαιώματα προαίρεσης των «καλυπτόμενων εταιριών» σε καμία περίπτωση.

Για τη διασφάλιση πλήρους ανεξαρτησίας και συντακτικού ελέγχου της έρευνας που διενεργεί, η VRS ακολουθεί ορισμένες επιχειρηματικές πρακτικές και διαδικασίες συμμόρφωσης που εφαρμόζονται σε διεθνές επίπεδο. Μεταξύ άλλων, οι αμοιβές από «καλυπτόμενες εταιρίες» είναι οφειλόμενες και πληρωτέες πριν από την έναρξη της έρευνας και ως συμβατικό δικαίωμα, η VRS διατηρεί τον πλήρη συντακτικό έλεγχο της διαδικασίας έρευνας και της τελικής αναφοράς εταιρικής έρευνας.

Η πληροφόρηση που περιλαμβάνεται στο παρόν έγγραφο βασίζεται σε δεδομένα που έχουν ληφθεί από αναγνωρισμένες στατιστικές υπηρεσίες, δημοσιευμένες αναφορές ή πληροφορίες, ή άλλες πηγές που θεωρούνται αξιόπιστες. Ωστόσο, η πληροφόρηση αυτή δεν έχει εξακριβωθεί από την VRS και η VRS δεν παραθέτει δηλώσεις για την ακρίβεια και την πληρότητά της. Απόψεις, εκτιμήσεις και δηλώσεις υποκαταστάσεων σε φύση που δηλώνονται στην έρευνά της, αντιπροσωπεύουν την κρίση της VRS κατά το χρόνο δημοσίευσης των αναλύσεων της και υπόκεινται σε αλλαγές χωρίς προηγούμενη ειδοποίηση και παρέχονται σε πνεύμα καλής θέλησως και χωρίς νομική ευθύνη. Επιπρόσθετα, μπορεί να υπάρξουν περιπτώσεις όπου οι οικονομικές, τεχνικές και ποσοτικές απόψεις, εκτιμήσεις και δηλώσεις δεν βρίσκονται σε συμφωνία. Η πληροφόρηση αλλά και οποιαδήποτε δηλωθείσα άποψη δεν αποτελεί προσφορά για πώληση ή πρόταση για προσφορά πώλησης οποιονδήποτε μετοχών, δικαιωμάτων προτίμησης, μετατρέψιμων αξιόγραφων ή δικαιωμάτων προαίρεσης των «καλυπτόμενων εταιριών» σε οποιαδήποτε περίπτωση.

## ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΓΝΩΣΤΟΠΟΙΗΣΕΩΝ

Καλυπτόμενη Εταιρία	Reuters	Τιμή	Κλείσιμο Τιμής	Γνωστοποιήσεις
Ελνιόλ	ELIF.AT	€ 9,30	31 Ιανουαρίου 2006	2, 4, 5, 7

1. Η VRS έχει ενεργήσει ως χρηματοοικονομικός σύμβουλος της καλυπτόμενης εταιρίας τους τελευταίους 24 μήνες.
2. Η VRS έχει αποστείλει την ερευνητική αναφορά στην καλυπτόμενη εταιρία, πριν από την δημοσίευση ή διάθεσή της, για την αντικαταρκτική εξακριβωσή της.
3. Η VRS έχει τροποποιήσει τα περιεχόμενα της αρχικά απεσταλμένης αναφοράς, αναφορικά με: δεν έχουν πραγματοποιηθεί τροποποιήσεις.
4. Η VRS έχει λάβει χρηματική αποζημίωση από την καλυπτόμενη εταιρία για τη σύνταξη της παρούσας ερευνητικής αναφοράς.
5. Η VRS παράγει ερευνητικές αναφορές για την εν λόγω εταιρία σε συστηματική βάση.
6. Η VRS παράγει ερευνητικές αναφορές για την εν λόγω εταιρία κατόπιν αιτήσεως.
7. Η VRS έχει παράγει ερευνητική αναφορά για την εν λόγω εταιρία τους τελευταίους 12 μήνες.

## ΣΥΜΜΟΡΦΩΣΗ με τις ΟΔΗΓΙΕΣ της Ε.Ε. και την ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ

Η VRS καταβάλλει κάθε προσπάθεια για την σύνταξη των εταιρικών αναφορών έρευνας σε συμμόρφωση με τις διατάξεις της Οδηγίας ΕΕ 2003/6/ΕΚ της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (L 339/73/24.12.2003, L 096/16/2003), τις Οδηγίες 2003/125/ΕΚ και την Απόφαση 4/347/12.7.2005 της Ελληνικής Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, καθώς και με τις διατάξεις του άρθρου 14, Ν. 3340/2005, και τις σχετικές διευκρινίσεις αναφορικά με τις νομικές υποχρεώσεις των αναλυτών εταιριών.

Οι αναλυτές της VRS είναι πιστοποιημένοι από την Ελληνική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Η τελευταία μπορεί να απαιτήσει από τους αναλυτές της VRS να αιτιολογήσουν τις απόψεις και τα συμπεράσματά τους αναφορικά με την παρούσα ερευνητική αναφορά.

## ΠΙΣΤΟΠΟΙΗΣΗ ΑΝΑΛΥΤΩΝ

Οι απόψεις που εκφράζονται στην παρούσα αναφορά αντανακλούν με ακρίβεια τις προσωπικές απόψεις του υπογράφον αναλυτή για την υποκείμενη εταιρία και τα αξιόγραφα της. Επιπλέον, ο κύριος υπογράφων αναλυτής δεν έχει και δεν θα λάβει οποιαδήποτε αμοιβή για την παροχή συγκεκριμένης υπόδειξης ή άποψης στην παρούσα αναφορά.

VALUATION & RESEARCH SPECIALISTS (VRS) Υπηρεσίες Έρευνας & Ανάλυσης Αγορών Χρηογράφων

Αιόλου 104, 105 64, Αθήνα, Ελλάδα, Τηλ. 210 32 19 557 Fax 210 33 16 358