



ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ  
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ  
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗΝ ΕΦΑΡΜΟΣΜΕΝΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ  
ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ

Διπλωματική Εργασία

**«ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ COCA COLA 3E A.B.E.E.»**



Της

ΒΕΝΕΤΙΑΣ-ΜΑΡΙΑΣ ΠΡΟΔΡΟΜΟΥ

Επιβλέπων Καθηγητής: Παπαδόπουλος Συμεών

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού Διπλώματος  
στην  
Εφαρμοσμένη Λογιστική και Ελεγκτική

Οκτώβριος 2018

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα διπλωματική εργασία εξετάζει και αναλύει την εταιρία εμφιάλωσης ποτών Coca-Cola 3E A.B.E.E. (EEE), μια εταιρία που κατέχει ηγετική θέση στον κλάδο των Ποτών στο ελληνικό χρηματιστήριο. Η εταιρία όντας εισηγμένη περιλαμβάνεται στον Γενικό Δείκτη Τιμών (ΓΔ) και στον FTSE/XA Large cap (FTSE) του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Απώτερος σκοπός της εργασίας είναι η αποτίμηση της εταιρίας και της μετοχής της. Για τη διεκπεραίωση του παραπάνω σκοπού θα υπολογιστούν αριθμοδείκτες που είναι ικανοί να μετρήσουν, μεταξύ άλλων, την αποτελεσματικότητα και την αποδοτικότητα.

Συνεχίζοντας, θα γίνει χρήση του μοντέλου αποτίμησης των προεξοφλημένων ελεύθερων ταμειακών ροών. Θα πρέπει να τονισθεί πως λόγω της αστάθειας της ελληνικής οικονομίας τα τελευταία χρόνια δε θα είναι εφικτό να σχηματιστούν ασφαλή συμπεράσματα.

Τέλος, όλα τα δεδομένα που θα χρησιμοποιηθούν εκμαιεύτηκαν από τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της προ ανάλυση εταιρίας.

## ABSTRACT

The current thesis studies and analyzes the company of bottling drinks Coca-Cola HBC, a company that has the leading role in the Drinks Sector in the Greek stock market. The company is part of the General price index and FTSE/XA Large cap (FTSE) of the Athens Stock Exchange.

Main purpose of this thesis is the valuation of the firm. For that to be possible we will estimate some indexes that they are able to count, between others, the effectiveness and efficiency.

Continuing, we will use the valuation Discount Cash Flow model. It should be stressed that because of the instability of the Greek economy the last few years it will not be possible to form safe conclusions.

Lastly, all the data that will be used are taken from the annual financial statements of the company that we will be analyzing.

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Περίληψη.....	i
Abstract.....	ii
Κατάλογος Πινάκων .....	vi
Κατάλογος Διαγραμμάτων .....	vii
Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή.....	1
1.1 Εισαγωγικές Παρατηρήσεις .....	1
1.2 Μεθοδολογία .....	1
Κεφάλαιο 2: Βιβλιογραφική Ανασκόπηση .....	2
Κεφάλαιο 3: Μοντέλα Αποτίμησης της Αξίας της Εταιρίας .....	4
3.1 Μέθοδοι Αποτίμησης .....	4
3.1.1 Εισαγωγικές Πληροφορίες .....	4
3.1.2 Μέθοδοι αποτίμησης σύμφωνα με τον Damodaran .....	4
3.1.3 Μέθοδοι αποτίμησης σύμφωνα με των Fernandez .....	6
3.2 Μέθοδος της Προεξόφλησης των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών .....	6
3.2.1 Λειτουργικές και Ελεύθερες Ταμειακές ροές .....	7
3.2.2 Ελεύθερες Ταμειακές Ροές προς την Εταιρία και προς τους Μετόχους .....	8
3.2.3 Κόστος ιδίων και ξένων κεφαλαίων .....	9
3.2.4 Υπολειμματική Αξία .....	11
Κεφάλαιο 4: Η Εταιρία Coca – Cola 3E A.B.E.E .....	12
4.1 Περιγραφή του Ομίλου .....	12
4.2 Ημερομηνίες Ορόσημα .....	13
4.3 Θυγατρικές .....	15
4.4 Διαχείριση Κινδύνων .....	17

4.4.1 Συναλλαγματικός Κίνδυνος .....	17
4.4.2 Κίνδυνος διακύμανσης επιτοκίων .....	18
4.4.3 Πιστωτικός κίνδυνος .....	19
4.4.4 Κίνδυνος Ρευστότητας .....	19
4.4.5 Κίνδυνος Κεφαλαίου .....	20
4.5 Κλάδος Τροφίμων – Ποτών .....	21
4.6 Πορεία Μετοχής .....	24
Κεφάλαιο 5: Αποτίμηση της Coca – Cola A.B.E.E .....	26
5.1 Εισαγωγικές Προϋποθέσεις .....	26
5.2 Ανάλυση Βάση Αριθμοδεικτών .....	27
5.2.1 Δείκτης Γενικής Ρευστότητας (ΔΓΡ) .....	27
5.2.2 Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας (ΔΑΡ) .....	27
5.2.3 Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων (ΚΤΑ) .....	28
5.2.4 Δείκτης Συνολικής Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού (ΣΚΕ) .....	28
5.2.5 Δείκτης Συνολικής Δανειακής επιβάρυνσης(ΔΧ) .....	29
5.2.6 Δείκτης Ίδια Κεφάλαια προς Σύνολο Υποχρεώσεων .....	29
5.2.7 Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (ROE) .....	30
5.2.8 Απόδοση Ενεργητικού (ROA) .....	31
5.2.9 Κέρδη ανά Μετοχή (ΚΑΜ ή EPS) .....	31
5.2.10 Ο Δείκτης $P/E$ .....	32
5.3 Αποτίμηση με τη Μέθοδο Προεξόφλησης Ελεύθερων Ταμειακών Ροών .....	32
5.3.1 Υπολογισμός του Μεσοσταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (WACC) .....	32
5.3.1.1 Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων .....	33
5.3.1.2 Κόστος ξένων Κεφαλαίων .....	34

5.3.2 Προβλεπόμενες Ταμειακές Ροές .....	35
5.4 Σχολιασμός της Τιμής της Μετοχής .....	37
Κεφάλαιο 6 Συμπεράσματα .....	38
Βιβλιογραφία .....	39
Παράρτημα .....	42

## Κατάλογος Πινάκων

Πίνακας 1: Μέθοδοι αποτίμησης κατά Fernandez .....	6
Πίνακας 2: Μη Προεξοφλημένες Ροές για Τόκους και Κεφάλαιο .....	20
Πίνακας 3: Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων πλέον Καθαρού Ποσού Δανεισμού .....	21
Πίνακας 4: Κλάδος Τροφίμων/Ποτών Πάνω στην Κρίση .....	23
Πίνακας 5: Δείκτης Γενικής Ρευστότητας .....	27
Πίνακας 6: Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας .....	28
Πίνακας 7: Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων .....	28
Πίνακας 8: Δείκτης Συνολικής κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού .....	28
Πίνακας 9: Δείκτης Χρέους .....	29
Πίνακας 10: Δείκτης Ίδια προς Ξένα Κεφάλαια .....	30
Πίνακας 11: ROE .....	30
Πίνακας 12: ROA .....	31
Πίνακας 13: EPS .....	31
Πίνακας 14: Δείκτης P/E .....	32
Πίνακας 15: Μέσο ποσοστό ιδίων κεφαλαίων την περίοδο 2013 – 2017 .....	34
Πίνακας 16: Μέσο ποσοστό ξένων κεφαλαίων την περίοδο 2013 – 2017 .....	34
Πίνακας 17: Υπολογισμός των Ελεύθερων ταμειακών ροών της Coca – Cola 3E ....	36

## Κατάλογος Διαγραμμάτων

Διάγραμμα 1: Κύκλος Εργασιών Κλάδου Τροφίμων/Ποτών .....	22
Διάγραμμα 2: Απασχόληση Κλάδου Τροφίμων/Ποτών .....	22
Διάγραμμα 3: Συνεισφορά του Κλάδου Τροφίμων/Ποτών στην Βιομηχανία .....	23
Διάγραμμα 4: Πορεία Μετοχής Coca – Cola 3Ε .....	24
Διάγραμμα 5: Σχέση Coca – Cola 3Ε με τον Γενικό Δείκτη Τιμών .....	24
Διάγραμμα 6: Ελληνικό Κρατικό Δεκαετές Ομόλογο .....	33



# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ

## 1.1 Εισαγωγικές Παρατηρήσεις

Τον όρο χρηματοοικονομική ανάλυση μπορούμε να τον ορίσουμε ως τη διαδικασία άντλησης οικονομικών πληροφοριών από τα χρηματοοικονομικά στοιχεία μιας εταιρίας. Όντας ένα βασικό εργαλείο για τους επενδυτές έχει ως σκοπό την ευκολότερη λήψη επενδυτικών αποφάσεων. Μέσω αυτού του κλάδου της χρηματοοικονομικής μπορούμε να πραγματοποιήσουμε την αποτίμηση μιας εταιρίας.

Η αποτίμηση μιας εταιρίας ή γενικότερα μιας επένδυσης, υπό την προϋπόθεση πως θα λάβουμε υπόψιν την κατάσταση της οικονομίας, μπορεί να μας "πει" εάν η εταιρία που μελετάμε είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη, αν η τιμή της είναι δίκαια, ακόμη και τη βιωσιμότητά της για το κοντινό μέλλον.

## 1.2 Μεθοδολογία

Έχοντας αναφέρει τα παραπάνω, για να γίνει η ορθή αποτίμηση της Coca-Cola 3E A.B.E.E. κρίνεται απαραίτητο να ακολουθηθούν τα παρακάτω βήματα:

Ξεκινώντας από το κεφάλαιο 2 θα προβούμε σε μια σύντομη αναφορά στη βιβλιογραφία εστιάζοντας κυρίως στην αξία μιας εταιρίας και πως αυτή μπορεί να αυξηθεί και από τι επηρεάζεται. Συνεχίζοντας, στο κεφάλαιο 3 θα αναφερθούμε στα μοντέλα αποτίμησης και θα και πιο συγκεκριμένα στη μέθοδο προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών. Κύριο θέμα του κεφαλαίου 4 θα αποτελεί μια παρουσίαση της εταιρίας το οποίο θα συνοδεύεται από το κεφάλαιο 5 που θα περιλαμβάνει την αποτίμηση εταιρίας. Τέλος στο κεφάλαιο 6 θα περιλαμβάνει τα συμπεράσματα.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ

Αρχικά, μπορούμε να πούμε πως η αξία της επιχείρησης καθώς και η αξία της μετοχής, στο πλαίσιο της χρηματοοικονομικής ανάλυσης, εξαρτάται, κυρίως, από το αναμενόμενο μέγεθος, το τζίμινγκ και τον κίνδυνο που σχετίζεται με τις αναμενόμενες μελλοντικές ταμειακές ροές που απορρέουν από την επιχειρηματική δραστηριότητα ή από την κατοχή της μετοχής (Λαζαρίδης, Παπαδόπουλος, 2005).

Θέλοντας, βέβαια, να μιλήσουμε συγκεκριμένα για την αξία μιας εταιρίας τότε η αξία μιας επιχείρησης σχετίζεται με την ικανότητά της να παράγει, τώρα και στο μέλλον, καθαρό κέρδος/ εισόδημα για τους μετόχους της (Ρούσης, Εμπέογλου, 2014).

Η ικανότητα αυτή να παράγει κέρδος/εισόδημα, τώρα και στο μέλλον, επηρεάζεται από πολλούς εσωτερικούς και εξωτερικούς παράγοντες. Επειδή η επιχείρηση λειτουργεί μέσα σε ένα συνεχώς μεταβαλλόμενο περιβάλλον, η ικανότητά της να παράγει κέρδος/εισόδημα είναι στενά συνδεδεμένη με τους ακόλουθους εσωτερικούς παράγοντες:

- α. Τους ανθρώπους της
  - β. Τις δομές και τα συστήματά της
  - γ. Τις διαδικασίες και τον τρόπο οργάνωσης της
  - δ. Τη στρατηγική που έχει αποφασίσει να ακολουθήσει
  - ε. Τα απορρέοντα από αυτά πελατολόγιο, έσοδα και κέρδη,
- Οι οποίοι μαζί με μια σειρά από εξωτερικούς παράγοντες όπως:

- α. Το μέγεθος και οι προοπτικές του κλάδου,
  - β. Ο αριθμός και η δύναμη των ανταγωνιστών και
  - γ. Το μακροοικονομικό περιβάλλον
- διαμορφώνουν την τελική ικανότητά της να παράγει κέρδος/εισόδημα ή αλλιώς να δημιουργεί αξία. Επειδή όλοι οι παραπάνω παράγοντες μεταβάλλονται με τον χρόνο, είναι σαφές ότι η αξία μιας επιχείρησης στο χρόνο μεταβάλλεται (Ρούσης, Εμπέογλου, 2014).

Εστιάζοντας τώρα στην πλευρά των εκτιμητών, αν και ο σκοπός του εκτιμητή είναι να παρέχει εκτιμημένη αγοραία αξία, δεν πρέπει να υποθέτουμε πως η εκτιμημένη αξία του κάθε εκτιμητή θα είναι πάντα ίδια. Διαφορετικοί εκτιμητές σίγουρα θα τοποθετήσουν διαφορετικές αξίες σε ένα συγκεκριμένο ενδιαφέρον σε μια συγκεκριμένη στιγμή επειδή κάνουν εκτιμήσεις και συνήθως υπάρχει η άνεση, μεταξύ

συγκεκριμένων ορίων, για διαφορά απόψεων. Στην πλειονότητα των περιπτώσεων αυτή είναι η πιο σημαντική διαφορά πρέπει να υπάρχει μεταξύ ικανών εκτιμητών σε περιόδους με σταθερές συνθήκες αγοράς, γιατί οι αγοραίες τιμές είναι επακόλουθο των εκτιμήσεων αξίας που έγιναν από αγοραστές και πωλητές στις βάσεις των τιμών που προηγούμενος πλήρωσαν για παρόμοια ενδιαφέροντα· αλλά σε καιρούς που οι συνθήκες της αγοράς δεν είναι σταθερές, πιθανότατα θα εντοπιστούν μεγαλύτερες διαφορές. Σε τέτοιες ασταθείς συνθήκες, η εκτίμηση της αξίας του εκτιμητή θα στηριχθεί σε τιμές που πληρώθηκαν προηγουμένως, όμως ο αγοραστής πρέπει να προσαρμοστεί έτσι ώστε να επιτρέψει να γίνουν οι αλλαγές από την προηγούμενη συναλλαγή. Η ακρίβεια της εκτίμησης, λοιπόν, θα εξαρτάται από τη γνώση του εκτιμητή για της αλλαγές, και τον ικανοτήτων που αποκτήθηκαν από αυτό το φαινόμενο (Shapiro, Daves, Mackmin, 2009).

Ασταθείς συνθήκες φέρνουν στο μικροσκόπιο το γεγονός πως σε οποιαδήποτε αγορά σε οποιαδήποτε χρονική στιγμή μπορεί να υπάρχουν αγοραστές και πωλητές, όπου όλοι θα έχουν τις προσωπικές τους απόψεις, επιθυμίες και κρίσης πάνω στο πόσο αξίζει το εμπόρευμα, που παρουσιάζεται ή μπορεί να υπάρχει μια έλλειψη από αγοραστές ή πωλητές. Έτσι, η αγορά είναι μια ένωση από άτομα ή εταιρίες, που θα έρθουν σε ατομικές συμφωνίες, έτσι ώστε η 'τιμή αγοράς' να μπορεί να αντιπροσωπεύει μόνο μια μέση άποψη από όλους τους παράγοντες (Shapiro, Daves, Mackmin, 2009).

Τέλος, σύμφωνα με τον Damodaran, για μια πράξη να δημιουργεί αξία είναι απαραίτητο να κάνει ένα ή περισσότερα από τα παρακάτω:

1. Να αυξάνει τις χρηματοροές που παράγονται από τα περιουσιακά στοιχεία που υπάρχουν τώρα
2. Να αυξάνει τον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης τον κερδών
3. Να αυξάνει το μήκος της περιόδου με υψηλούς ρυθμούς
4. Να μειώνει το κόστος κεφαλαίου που εφαρμόζεται σε μειωμένες χρηματοροές.

Αντίστροφα, μια πράξη που δεν επηρεάζει τις χρηματοροές, τον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης, το μήκος της περιόδου με υψηλούς ρυθμούς ή το κόστος κεφαλαίου δεν επηρεάζει την αξία.

## ΚΕΦΑΛΑΙΑΟ 3: ΜΟΝΤΕΛΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΜΙΑΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ

### 3.1 Μέθοδοι Αποτίμησης

#### 3.1.1 Εισαγωγικές Πληροφορίες

Με μια πρώτη ματιά τα μοντέλα αποτίμησης χωρίζονται σε δυο μεγάλες κατηγορίες: στα σχετικά και στα απόλυτα μοντέλα. Τα σχετικά μοντέλα στηρίζονται στη χρήση αριθμοδεικτών, με έναν από τους πιο σημαντικούς δείκτες να είναι ο Τιμή προς κέρδη ή  $P/E$ , για να καταλήξουν στα εκάστοτε συμπεράσματα. Από την άλλη πλευρά τα απόλυτα μοντέλα μελετούν τις προβλεπόμενες ταμιακές ροές, με το μοντέλο των ελεύθερων ταμειακών ροών να είναι ένα από τα πιο διαδεδομένα, έτσι ώστε να μπορέσουν να εκπονήσουν πληροφορίες.

Βέβαια, όπως θα δούμε, οι μέθοδοι αποτίμησης διαφέρουν σε μεγάλο βαθμό μεταξύ τους. Για να φτάσουμε στην αγοραία άποψη θα πρέπει να προβούμε σε συγκρίσεις μεταξύ των μεθόδων, αφού όλες είναι εξίσου σημαντικές (Shapiro, Daves, Mackmin, 2009).

#### 3.1.2 Μέθοδοι αποτίμησης σύμφωνα με τον Damodaran

Σύμφωνα με τον Aswath Damodaran (Damodaran, 2012) υπάρχουν τρία είδη αποτίμησης:

A) Intrinsic valuation(εσωτερική αποτίμηση): σχετίζει την αξία ενός περιουσιακού στοιχείου με τα εσωτερικά χαρακτηριστικά του. Στην πιο συνηθισμένη μορφή της, η εσωτερική αξία υπολογίζεται με τη μέθοδο των ελεύθερων ταμειακών ροών(DCF). Μερικά από τα πλεονεκτήματα της μεθόδου είναι: α) τα αποτελέσματά της είναι λιγότερο εκτεθειμένα σε μεταβολές της αγοράς, β) αν ορθολογικοί επενδυτές αγοράζουν επιχειρήσεις αντί για μετοχές τότε η αποτίμηση με ελεύθερες ταμιακές ροές είναι η σωστή μέθοδο και γ) σύμφωνα με αυτή τη μέθοδο ο εκτιμητής αναγκάζεται να σκεφτεί και τα διάφορα χαρακτηριστικά της εταιρίας. Από την άλλη πλευρά, η εσωτερική αποτίμηση αποτελεί μια προσπάθεια με σκοπό την εκτίμηση της εσωτερικής αξίας, κάτι που σημαίνει πως απαιτεί πολλά περισσότερα δεδομένα από άλλες μεθόδους αποτίμησης, οι απαραίτητες πληροφορίες είναι δύσκολο να συλλεχθούν και αυτό έχει ως επακόλουθο να είναι εύκολο να χειραγωγηθούν, σε ένα μοντέλο

υποτίμησης εσωτερικής αξίας δεν είναι σίγουρα πως οτιδήποτε θα είναι υποτιμημένο ή υπερτιμημένο (Damodaran, 2012).

B) Relative valuation(σχετική αποτίμηση): υπολογίζει την αξία ενός περιουσιακού στοιχείου κοιτώντας τις τιμές άλλων συγκρίσιμων περιουσιακών στοιχείων, που σχετίζονται με μια κοινή μεταβλητή όπως οι χρηματοροές. Πλεονεκτήματα της μεθόδου αυτής μπορούν να πούμε πως είναι μερικά από τα ακόλουθα: μια σχετική εκτίμηση είναι πολύ πιο πιθανόν να επηρεαστεί από τις αντιλήψεις και της διαθέσεις της αγοράς σε σχέση με το μοντέλο των ελεύθερων ταμειακών ροών αυτό μπορεί να θεωρηθεί ευνοϊκό στις περιπτώσεις που θέλουμε τα αποτελέσματά μας να προβάλλουν τις συνθήκες της αγοράς, με τη σχετική μέθοδο θα υπάρχει πάντα ένα σημαντικό τμήμα των χρεογράφων τα οποία θα είναι υπερτιμημένα και υποτιμημένα, η σχετική αποτίμηση συνήθως απαιτεί λιγότερες πληροφορίες από την εκτίμηση των ελεύθερων ταμειακών ροών. Μερικά μειονεκτήματα της μεθόδου, που πρέπει να αναφερθούν είναι: αν ένα χαρτοφυλάκιο περιλαμβάνει κυρίως υποτιμημένες μετοχές τότε μπορεί να είναι υπερτιμημένο ακόμα και αν η κρίση των εκτιμητών είναι σωστή, η σχετική αποτίμηση στηρίζεται στην υπόθεση πως η αγορά είναι στο σύνολό της σωστή αλλά κάνει λάθη σε ατομικά χρεόγραφα, αυτό σημαίνει πως αν οι αγορές στο σύνολο τους είναι υπερτιμημένες ή υποτιμημένες η σχετική ανάλυση θα αποτύχει, αν και η σχετική αποτίμηση χρειάζεται λιγότερες πληροφορίες και έτσι χρησιμοποιείτε από πολλούς αναλυτές και διαχειριστές χαρτοφυλακίου βέβαια αυτό συμβαίνει γιατί στηρίζεται κυρίως σε υποθέσεις για άλλες μεταβλητές εάν αυτές η υποθέσεις είναι λάθος τότε και η σχετική ανάλυση θα είναι λανθασμένη (Damodaran, 2012).

Γ) Contingent claim valuation(αποτίμηση της ενδεχόμενης απαίτησης): η μέθοδος αυτή χρησιμοποιεί μοντέλα αποτίμησης δικαιωμάτων προαίρεσης ώστε να μετρήσει την αξία των περιουσιακών στοιχείων που έχουν χαρακτηριστικά δικαιωμάτων προαίρεσης. Δυο πλεονεκτήματα της μεθόδου αυτής μπορούμε να πούμε πως είναι: α) τα μοντέλα αυτά μας επιτρέπουν να αποτιμήσουν περιουσιακά στοιχεία που σε οποιαδήποτε άλλη περίπτωση δε θα ήταν δυνατόν να μάθουμε την αξία τους και β) μας προσφέρουν μια νέα προοπτική για τους οδηγούς της αξίας. Τώρα θα πρέπει να λάβουμε υπόψιν τα παρακάτω μειονεκτήματα της μεθόδου αυτής, τα οποία είναι: α) όταν προσπαθούμε να αποτιμήσουμε πραγματικά δικαιώματα προαίρεσης πολλές από τις πληροφορίες είναι δύσκολο να συλλεχθούν, β) τα μοντέλα αυτά αντλούν τις αξίες τους από τα υποκείμενα περιουσιακά στοιχεία αυτό σημαίνει πως θα πρέπει πρώτα να

αποτιμηθούν τα περιουσιακά στοιχεία, γ) τέλος, υπάρχει ο κίνδυνος να υπολογίσουμε δυο φορές τα περιουσιακά στοιχεία (Damodaran, 2012).

### 3.1.3 Μέθοδοι αποτίμησης σύμφωνα με των Fernandez

Ο Pablo Fernandez στο βιβλίο του με τίτλο “Valuation Methods and Shareholder Value Creation (Fernandez, 2002) παρακαταθέτει τις παρακάτω μεθόδους αποτίμησης:

*Πίνακας 1: Μέθοδοι αποτίμησης κατά Fernandez*

Μέθοδοι αποτίμησης					
Ισολογιστικές	Σχετικές	Υπεραξίας	Εκπτώσιμων Χρηματοροών	Δημιουργίας Αξίας	Δικαιωμάτων Προαίρεσης
<b>Book Value</b>	Πολλαπλασιαστές	«Κλασική» Μέθοδος	Χρηματοροές Ιδίων Κεφαλαίων	EVA	Επέκταση του έργου
<b>Adjusted Book Value</b>	PER	Απλοποιημένη ευρωπαϊκή μέθοδος	Μερίσματα	Οικονομικό κέρδος	Επένδυση σε δικαιώματα προαίρεσης
<b>Liquidation Value</b>	Αξία των Μερισμάτων	Άλλες	Ελεύθερες Ταμειακές Ροές	CVA	Καθυστερήση Επένδυσης
<b>Substantial Value</b>			APV	CFROI	Εναλλακτικές χρήσης
					Μοντέλο Black and Scholes

### 3.2 Μέθοδος της Προεξόφλησης των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών

Η μέθοδος των ελεύθερων ταμειακών ροών για την αποτίμηση μιας εταιρίας βασίζεται στην ικανότητα της εταιρίας ή του σχεδίου να παράγει πλούτο ή αξία στο μέλλον. Αυτή η αγορακεντρική διαδικασία για αποτίμηση είναι εύκολη και δύσκολη. Είναι εύκολη γιατί χρησιμοποιούμε τις βασικές έννοιες από τη χρονική αξία του χρήματος και δύσκολη γιατί είναι απαραίτητο να προβλέψουμε τις ετήσιες χρηματοροές, που για να είμαστε σε θέση να εκτιμήσουμε τις ετήσιες χρηματοροές χρειαζόμαστε ένα μοντέλο

για να εκτιμήσουμε και να υπολογίσουμε τους ετήσιους ρυθμούς προεξόφλησης. Επιπλέον, για να φτάσουμε στις ετήσιες χρηματοροές, χρειαζόμαστε ένα κατάλληλο μοντέλο για να προβλέψουμε τις οικονομικές εκθέσεις (Tham, Pareja, 2004).

Πρακτικά, η εκτέλεση της αποτίμησης είναι μια τέχνη που περιλαμβάνει συνετές αποφάσεις σε συγκεκριμένες υποθέσεις και στην ερμηνεία και έννοια των αποτελεσμάτων. Αρχικά, θα υποθέσουμε πως δεν υπάρχουν αντισυμβατικές χρηματοροές. Η υπόθεση αυτή γίνεται γιατί μια συμβατική χρηματοροή έχει μια αρνητική(θετική) χρηματοροή (επένδυση ή δάνειο) που ακολουθείτε από μια σειρά θετικών (αρνητικών) χρηματοροών, που θεωρούνται επιστροφές(πληρωμές). Από την άλλη πλευρά, μια αντισυμβατική χρηματοροή μπορεί να έχει περισσότερες από μια αρνητικές (θετικές) χρηματοροές να εναλλάσσεται με θετικές (αρνητικές) χρηματοροές (Tham, Pareja, 2004).

### 3.2.1 Λειτουργικές και Ελεύθερες Ταμειακές ροές

Ως λειτουργικές ταμειακές ροές(OCF) μπορούμε να ορίσουμε εκείνες τις χρηματοροές που προέρχονται από την συνήθη δραστηριότητα της εταιρίας. Οι λειτουργικές ταμειακές ροές δείχνουν από πού η εταιρία μπορεί να παράγει θετικές χρηματοροές για να διατηρήσει και να αναπτύξει τις λειτουργίες της, ή εάν της είναι απαραίτητη μια εξωτερική χρηματοδότηση για την επέκταση του κεφαλαίου της. Οι γενικά αποδεκτές λογιστικές αρχές (GAAP) απαιτούν από εισηγμένες εταιρίες να υπολογίζουν λειτουργικές ταμειακές ροές χρησιμοποιώντας μια έμμεση μέθοδο που προσαρμόζει το καθαρό εισόδημα βάσης χρησιμοποιώντας αλλαγές σε μη χρηματικούς λογαριασμούς όπως υποτιμημένες αξίες, εισπρακτέους λογαριασμούς και διαφορές στην απογραφή.

Ένας εύκολος τρόπος υπολογισμού των λειτουργικών ταμειακών ροών είναι ο παρακάτω τύπος:

$$\text{OCF} = \text{Λειτουργικά Κέρδη} + \text{Αποσβέσεις} - \text{Φόροι} \pm \text{Μεταβολές Κεφαλαίου Κίνησης}$$

Οπου,

$$\text{Κεφάλαιο Κίνησης} = \text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό} - \text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}$$

Ως ελεύθερες ταμειακές ροές(FCF) μπορούμε να ορίσουμε ως τα χρήματα που παράγει η εταιρία μετά από τη διατήρηση μιας επένδυσής ή την επέκταση της βάσης των περιουσιακών στοιχείων της. Είναι ένα μέτρο οικονομικής απόδοσης και υγείας για την

εταιρία. Γενικά, για τον υπολογισμό των ελεύθερων ταμειακών ροών μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε τον παρακάτω τύπο:

$$FCF = \text{Λειτουργικές Ταμειακές Ροές (OCF)} - \text{Κεφαλαιουχικές Δαπάνες ή}$$

$$FCF = \text{EBIT} \cdot (1 - \varphi) + \text{Αποσβέσεις} \pm \text{Μεταβολές στο κεφάλαιο κίνησης} - \text{Κεφαλαιουχικές Δαπάνες}$$

### 3.2.2 Ελεύθερες Ταμειακές Ροές προς την Εταιρία και προς τους Μετόχους

Για να μπορούμε να υπολογίσουμε την αξία της εταιρίας πρέπει να αναφέρουμε πως οι ελεύθερες ταμειακές ροές χωρίζονται σε δυο κατηγορίες: α) στις Ελεύθερες Ταμειακές Ροές προς την εταιρία (FCFF) και β) στις Ελεύθερες Ταμειακές Ροές προς τους Μετόχους (FCFE).

Οι Ελεύθερες Ταμειακές Ροές προς την εταιρία (FCFF) αντιπροσωπεύουν την ποσότητα των χρηματοροών από λειτουργικές δραστηριότητες, που κατανέμονται ύστερα από την καταβολή αποσβέσεων, φόρων, κεφαλαίου κίνησης και επενδύσεων. Στην ουσία είναι ένα μέτρο κερδοφορίας, αφού έχουν πληρωθεί όλα τα έξοδα και οι επανεπενδύσεις. Τρόπος υπολογισμού:

$$FCFF = \text{καθαρά κέρδη} + \text{αποσβέσεις} + \text{τόκοι} \cdot (1 - \text{φόροι}) - \text{επενδύσεις παγίων} - \text{επενδύσεις κεφαλαίου κίνησης}$$

Οι Ελεύθερες Ταμειακές Ροές προς τους Μετόχους (FCFE) είναι ένα μέτρο που εκτιμά πόσα χρήματα είναι διαθέσιμα στους μετόχους της εταιρίας όταν όλα τα έξοδα, οι επανεπενδύσεις και ο δανεισμός έχουν αποπληρωθεί. Τρόπος υπολογισμού:

$$FCFE = \text{καθαρά κέρδη} - \text{επενδύσεις σε πάγια} - \text{επενδύσεις σε κεφάλαιο κίνησης} + \text{καθαρός δανεισμός}$$

Γενικά, για να υπολογίσουμε την αξία μιας εταιρία μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Αξία επιχείρησης} = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Όπου,

$CF_t$  = χρηματοροή την χρονική στιγμή t

r = προεξοφλητικό επιτόκιο



Λαμβάνοντας υπόψιν τα παραπάνω είναι δυνατό να υπολογίσουμε την αξία της εταιρίας μέσω των ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους ή μέσω των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την εταιρία:

Για τις ελεύθερες ταμειακές ροές προς τους μετόχους (FCFE) έχουμε τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Equity Value} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFE_t}{(1+r)^t}$$

Για τις ελεύθερες ταμειακές ροές προς την εταιρία (FCFF) θα πρέπει να ακολουθήσουμε την παρακάτω διαδικασία:

Πρώτα υπολογίζουμε:

$$\text{Firm Value} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t}$$

Και ύστερα πρέπει να υπολογίσουμε την παρακάτω διαφορά:

$$\text{Equity Value} = \text{Firm Value} - \text{Αγοραία αξία του χρέους}$$

Όπου,

$$WACC = r_e \frac{E}{E+D} + r_d \frac{D}{E+D} (1 - \varphi)$$

E = αξία ιδίων κεφαλαίων

$r_e$  = κόστος ιδίων κεφαλαίων

D = αξία δανειακών κεφαλαίων

$r_d$  = κόστος δανειακών κεφαλαίων

$\varphi$  = ποσοστό φορολογίας

Το WACC είναι ο υπολογισμός του κόστους κεφαλαίου της εταιρίας, που η κάθε κατηγορία κεφαλαίου σταθμίζεται αναλογικά. Όλες η πηγές κεφαλαίου – κοινές και προνομιούχες μετοχές, ομόλογα και άλλα μακροχρόνια χρέη – συμπεριλαμβάνονται στον υπολογισμό του WACC.

### 3.2.3 Κόστος ιδίων και ξένων κεφαλαίων

Όπως είναι προφανές από τον τύπο υπολογισμού του WACC, για να μπορέσουμε να βρούμε το μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου είναι απαραίτητο να έχουμε στη διάθεσή μας το κόστος των ιδίων και το κόστος των ξένων κεφαλαίων. Για να υπολογίσουμε το κόστος των ιδίων κεφαλαίων θα χρησιμοποιήσουμε το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (CAPM), που φέρει αυτή τη μορφή:

$$E(r) = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

Όπου,  $R_f$  = το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο,  $R_m$  = η μέση απόδοση της αγοράς,  $\beta$  = ο συντελεστή συστημικού κινδύνου της εταιρίας.

Γενικά, το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων αναφέρει ότι ένας επενδυτής απαιτεί η αναμενόμενη απόδοση ενός περιουσιακού στοιχείου με κίνδυνο να είναι ίση με την απόδοση ενός στοιχείου χωρίς κίνδυνο πλέον μιας ανταμοιβής για τον συστηματικό κίνδυνο που αναλαμβάνει με την αγορά του συγκεκριμένου περιουσιακού στοιχείου. Η ανταμοιβή αυτή είναι μεγαλύτερη όσο μεγαλύτερος είναι ο συστηματικός κίνδυνος που έχει το περιουσιακό στοιχείο. (Βασιλείου, Ηρειώτης, 2009).

Έχοντας αναφερθεί στο CAPM θα πρέπει να δώσουμε ιδιαίτερη προσοχή στον συντελεστή beta( $\beta$ ). Το beta μετρά τον συστηματικό κίνδυνο ενός χαρτοφυλακίου ή μετοχής και είναι επίσης γνωστό και ως ο συντελεστής beta. Ο παρών συντελεστής δείχνει αν μια μετοχή είναι επιθετική, αμυντική ή ουδέτερη στον κίνδυνο. Άρα, έχοντας σαν γνώμονα τη μονάδα μπορούμε να πούμε πως εάν μια μετοχή έχει  $\beta=1$  τότε η μετοχή έχει συστηματικό κίνδυνο αλλά δεν είναι δυνατόν να υπολογίσουμε τον μη συστηματικό κίνδυνο. Προσθέτοντας μια μετοχή με  $\beta = 1$  δε θα επηρεάσει τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου αλλά και δε θα αυξήσει τις απολαβές. Εάν ένα περιουσιακό στοιχείο έχει  $\beta < 1$  τότε η θεωρείτε αμυντικό και θα μειώσει τον κίνδυνο εάν περιληφθεί σε ένα χαρτοφυλάκιο. Ένα  $\beta > 1$  φανερώνει ένα επιθετικό στοιχείο, θα αυξήσει τον κίνδυνο εάν περιληφθεί σε χαρτοφυλάκιο όμως θα έχει επιπλέον οφέλη όταν η αγορά κινείται προς όφελος με το περιουσιακό στοιχείο.

Το κόστος των δανειακών κεφαλαίων είναι το επιτόκιο με το οποίο μπορούμε να δανεισθούμε τη συγκεκριμένη στιγμή. Για να το υπολογίσουμε θα χρησιμοποιήσουμε τον παρακάτω τύπο:

$$r_d = \frac{\text{χρεωστικοί τόκοι}}{\text{δανειακά κεφάλαια}}$$

Στην περίπτωση που θέλουμε το καθαρό κόστος δανειακών κεφαλαίων τότε:

$$r_d^* = r_d^*(1 - \phi).$$

### 3.2.4 Υπολειμματική Αξία

Όταν στη μελέτη μας αναλύουμε μια εταιρία για ένα συγκεκριμένο χρονικό ορίζοντα και θεωρούμε πως η εταιρία θα συνεχίσει τη λειτουργία της, τότε θα πρέπει να υπολογίσουμε την επιπλέον αξία. Αυτή ονομάζεται υπολειμματική αξία και υπολογίζεται με τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Υπολειμματική Αξία} = \frac{CF_{t+1}}{r-g}$$

Όπου,  $CF_{t+1}$  = η χρηματοροή του προηγούμενου έτους,  $r$  = το επιτόκιο προεξόφλησης,  $g$  = ο ρυθμός αύξησης των χρηματοροών.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Η ΕΤΑΙΡΙΑ COCA – COLA 3E A.B.E.E.

### 4.1 Περιγραφή του Ομίλου

Η εταιρία Coca – Cola 3E ή όπως είναι αλλιώς γνωστή ως Coca – Cola HBC κατέχει ηγετικό ρόλο στον τομέα των Ποτών όντας ο δεύτερος μεγαλύτερος εμφιαλωτής Coca – Cola παγκόσμιος. Με την πάροδο των ετών η εταιρία έχει αναπτυχθεί σε μία από τις ισχυρότερες επιχειρήσεις της ελληνικής οικονομία και δραστηριοποιείται σε άλλες 28 χώρες, κυρίως στην βορειοανατολική Ευρώπη. Η εταιρία, στο χρηματιστήριο, περιλαμβάνεται στον Γενικό Δείκτη Τιμών (ΓΔ) και στον Δείκτη υψηλής Κεφαλαιοποίησης FTSE/ XA Large cap του χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και είναι επίσης εισηγμένη στο χρηματιστήριο του Λονδίνου.

Η εταιρία κατέχει εργοστάσια εμφιάλωσης ανά την Ελλάδα με 25 γραμμές παραγωγής και 7 αποθήκες. Επίσης, το οργανωμένο δίκτυο διανομής φροντίζει να ανεφοδιάζει με τον καλύτερο δυνατό τρόπο τα 130.000 σημεία πώλησης. Προσφέροντας στους καταναλωτές της μια πληθώρα προϊόντων. Επιπλέον, φροντίζει στην αναβάθμιση των κτιριακών εγκαταστάσεων, στην ενίσχυση και εκσυγχρονισμό των γραμμών παραγωγής, στην καλύτερη διαχείριση των ενεργειακών πόρων και στην ανάπτυξη των εργαζομένων της (<https://gr.coca-colahellenic.com/gr/>).

Όλες οι μονάδες της εταιρίας είναι πιστοποιημένες κατά ISO 9001 και ISO 22000 & FSSC 22000 (εφαρμόζοντας σύστημα HACCP – Hazard Analysis and Critical Control Point), συστήματα τα οποία διασφαλίζουν την υγιεινή και ασφάλεια των προϊόντων κατά μήκος του κύκλου ζωής τους. Επιπλέον, οι μονάδες υποβάλλονται σε ετήσιες επιθεωρήσεις ποιότητας από τη The Coca – Cola Company. Χρήζει ιδιαίτερης αναφοράς το γεγονός πως κάθε χρόνο γίνονται επαναλαμβανόμενοι έλεγχοι στα εργαστήρια των τεσσάρων μονάδων παραγωγής, σύμφωνα με το πλαίσιο των εσωτερικών προτύπων της εταιρίας το οποίο ξεπερνά τις απαιτήσεις του νομικού πλαισίου και του συστήματος ISO 22000. Πρέπει να σημειωθεί πως η μονάδα του Αιγίου διαθέτει ανεξάρτητο μικροβιολογικό εργαστήριο, που είναι διαπιστευμένο από το Εθνικό Σύστημα Διαπίστευσης (Ε.ΣΥ.Δ), που παρακολουθεί τη μικροβιολογική ποιότητα του τελικού προϊόντος. Ακόμα, σε ετήσια βάση πραγματοποιείτε, με τη συμμετοχή όλων των μικροβιολογικών εργαστηρίων των εργοστασίων, ένα "ring test" σε συνεργασία με το Πανεπιστήμιο της Βουδαπέστης. Παράλληλα, σε διμηνιαία βάση, μια ανεξάρτητη εταιρία συγκεντρώνει δείγματα των προϊόντων που διαθέτει η εταιρία

σε διάφορα σημεία πώλησης, τα οποία αποστέλλονται σε ανεξάρτητο εργαστήριο, προκειμένου να ελεγχθεί και να επιβεβαιωθεί η άριστη ποιότητά του (<https://gr.coca-colahellenic.com/gr/>).

Απέναντι στους εργαζομένους της, η εταιρία φροντίζει να τους παρέχει ένα υγιές εργασιακό περιβάλλον επενδύοντας. Αυτό είναι ένας από τους παράγοντες, που έχουν συμβάλει στη μακροχρόνια επιτυχία της. Φροντίζει για την εντατική εκπαίδευση των εργαζομένων, τους ενημερώνει με ποικίλους τρόπους όπως Management Meetings, Annual Sales & Marketing Conferences, webinars κ.λπ., ακούει τις απόψεις τους και προσφέρει ανταγωνιστικές αμοιβές και παροχές (<https://gr.coca-colahellenic.com/gr/>).

Το όραμα της εταιρίας είναι να την αναγνωρίζουν ως τον ηγέτη στον κλάδο της, ως τον πλέον προτιμώμενο προμηθευτή για τους πελάτες της και ως θετική δύναμη για την κοινωνία. Σκοπός της είναι η ανάπτυξη της εταιρίας, αξιοποιώντας το χαρτοφυλάκιο προϊόντων, που ανταποκρίνεται στις ανάγκες των καταναλωτών κάθε στιγμή (<https://gr.coca-colahellenic.com/gr/>).

#### 4.2 Ημερομηνίες Ορόσημα

- 1969 : η Ελληνική Εταιρία Εμφιαλώσεως Α.Ε. ξεκινά τη λειτουργία της και το πρώτο μπουκάλι Coca – Cola εμφιαλώνεται στην Ελλάδα
- Δεκαετία του 1980 : η Fanta και η Sprite κάνουν την εμφάνισή τους στην ελληνική αγορά και αρχίζουν να παράγονται στην Ελλάδα, στις μονάδες παραγωγής της εταιρίας
- 1981 : η Ελληνική Εταιρία Εμφιαλώσεως και η άδεια παραγωγής των προϊόντων της The Coca – Cola Company ανήκουν πλέον στον Όμιλο Λεβέντη
- 1983 : η ελληνική αγορά γνωρίζει τον πρώτο συσκευασμένο φυσικό χυμό Amita
- 1986 : η Coca – Cola light ξεκινά να παράγεται στην Ελλάδα
- 1989 : το νέο εργοστάσιο στο Σχηματάρι ξεκινά τη λειτουργία του και λανσάρεται το Φυσικό Μεταλλικό Νερό ΑΥΡΑ που εμφιαλώνεται στην νέα μονάδα της εταιρίας Αίγιο
- 1991 : η Ελληνική Εταιρεία Εμφιαλώσεως μπαίνει στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

- 1993 : οι χυμοί Amita Motion και Frulite παρουσιάζονται στην ελληνική αγορά
- 2000 : η Ελληνική Εταιρία Εμφιαλώσεως Α.Ε. εξαγοράζει την Coca – Cola Beverages Ltd και δημιουργεί την Coca – Cola Ελληνική Εταιρία Εμφιαλώσεων Α.Ε.
- 2002 : μια παγκόσμια καινοτομία ξεκινάει στην Ελλάδα, λανσάρεται η Sprite Zero η οποία έχει παρουσία σε περισσότερες από 100 χώρες. Πρώτη φορά που ένα παγκόσμιο σήμα της Coca – Cola ξεκινάει από την Ελλάδα
- 2003 : η εταιρία ΤΣΑΚΙΡΗΣ Α.Β.Ε.Ε. εξαγοράζεται από εταιρίες του ομίλου CCH και η εταιρία ξεκινά με τη διανομή στο χώρο των snacks
- 2004 : οι Ολυμπιακοί Αγώνες της Αθήνας διεξάγονται με πρωταγωνιστές 3 από τα προϊόντα της εταιρίας: την Coca – Cola ως επίσημο χορηγό, την Amita Motion ως επίσημο χυμό και το Φυσικό Μεταλλικό Νερό ΑΥΡΑ ως επίσημο εμφιαλωμένο νερό.
- 2006 : μια νέα υπερσύγχρονη μονάδα εγκαινιάζεται στο Ηράκλειο της Κρήτης
- 2007 : η Coca – Cola Zero έρχεται στην Ελλάδα
- 2008 : Νέες γεύσεις για τις μάρκες Amita και Frulite και το Illy issimo εντάσσεται στο χαρτοφυλάκιο της εταιρίας
- 2011 : η Coca – Cola κλείνει 125 χρόνια
- 2013 : το χαρτοφυλάκιο της εταιρίας ενισχύεται με premium αλκοολούχα ποτά. Ξεκινά η συνεργασία με τους οίκους Edrington, Brown – Forman και Ισίδωρος Αρβανίτης για την διανομή των premium αλκοολούχων ποτών. Ο όμιλος Coca- Cola HBC εισάγεται στην premium κατηγορία του Χρηματιστηρίου Αξιών του Λονδίνου (LSE)
- 2014 – 16 : Ο όμιλος Coca- Cola HBC καταλαμβάνει για τρεις συνεχόμενες χρονιές την κορυφαία θέση στους Δείκτες Βιώσιμης Ανάπτυξης Dow Jones (DJSI)
- 2015 – 16 : η Coca – Cola Τρία Έψιλον επενδύει €24 εκατομμύρια για την επέκταση της μονάδας του Σχηματαρίου και την ανάδειξή του ως megarplant
- 2016 : παρουσιάζεται ο νέος, καινοτόμος χυμός ψυγείο, Amita πρωινό.
- 2016 : ξεκινά η συνεργασία με την Gruppo Campari για την διανομή των προϊόντων Campari, Aperol, Bankes και Cinzano

- 2016 : εντάσσεται στο χαρτοφυλάκιο των προϊόντων η διανομή του καφέ Lavazza
- 2017 : το 5<sup>ο</sup> μέλος της Coca – Cola στην Ελλάδα. Η Coca – Cola Χωρίς Θερμίδες και μη γλυκαντικό από το φυτό Στέβια παράγεται για πρώτη φορά στο Σχηματάρι και ξεκινά το παγκόσμιο ταξίδι της, από την Ελλάδα και από την Κύπρο. Είναι η δεύτερη φορά που η Coca – Cola ξεκινάει ένα παγκόσμιο σήμα από την Ελλάδα
- 2018 : το χαρτοφυλάκιο ενισχύεται ακόμα περισσότερο με το νέο παγωμένο τσάι FUZETEA.

( <https://gr.coca-colahellenic.com/gr/etairia/istoria/>)

#### 4.3 Θυγατρικές

- 3E (Cyprus) Limited
- AS Coca-Cola HBC Eesti
- Bankya Mineral Waters Bottling Company EOOD
- Brewinvest S.A. Group
- BrewTech B.V. Group
- CC Beverages Holdings II B.V.
- CCB Management Services GmbH
- CCHBC Armenia CJSC
- CCHBC Bulgaria AD
- CCHBC Insurance (Guernsey) Limited
- CCHBC IT Services Limited
- Coca-Cola Beverages Austria GmbH
- Coca-Cola Beverages Belorussiya
- Coca-Cola Beverages Ceska republica, s.r.o.
- Coca-Cola Beverages Ukraine Ltd
- Coca-Cola Bottlers Chisinau S.R.L.

- Coca-Cola Bottlers Iasi Srl
- Coca-Cola Bottling Company (Dublin) Limited
- Coca-Cola HBC – Srbija d.o.o
- Coca-Cola HBC B-H d.o.o. Sarajevo
- Coca-Cola HBC Finance B.V.
- Coca-Cola HBC Finance plc
- Coca-Cola HBC Greece S.A.I.C
- Coca-Cola HBC Holdings B.V
- Coca-Cola HBC Hrvatska d.o.o.
- Coca-Cola HBC Hungary Ltd.
- Coca-Cola HBC Ireland Limited
- Coca-Cola HBC Italia S.r.l.
- Coca-Cola HBC Kosovo L.L.C.
- Coca-Cola HBC Northern Ireland Limited
- Coca-Cola HBC Polska sp. z.o.o.
- Coca-Cola HBC Romania Ltd.
- Coca-Cola HBC Slovenija d.o.o.
- Coca-Cola HBC Slovenska republica, s.r.o.
- Coca-Cola HBC Switzerland Ltd
- Coca-Cola Hellenic B.V.
- Coca-Cola Hellenic Bottling Company – Crna Gora d.o.o., Podgorica
- Coca-Cola Hellenic Business Service Organisation
- Coca-Cola Hellenic Procurement GmbH
- Deepwaters Investments Ltd



- Lanitis Bros Ltd
- LLC Coca-Cola HBC Eurasia
- MTV West Kishinev Bottling Company S.A.
- Multon Z.A.O. Group
- Nigerian Bottling Company plc
- SIA Coca-Cola HBC Latvia
- Star Bottling Limited
- Star Bottling Services Corp
- Tsakiris S.A.
- UAB Coca-Cola HBC Lietuva
- Valser Services AG
- Yoppi Hungary Kft3E (Cyprus) Limite

([https://el.wikipedia.org/wiki/Coca-Cola\\_HBC\\_AG#cite\\_note-5](https://el.wikipedia.org/wiki/Coca-Cola_HBC_AG#cite_note-5))

#### 4.4 Διαχείριση Κινδύνων

Οι δραστηριότητες της εταιρίας την εκθέτουν σε ποικίλους χρηματοοικονομικούς κινδύνου: στον κίνδυνο αγοράς (συμπεριλαμβανομένου του συναλλαγματικού κινδύνου, του κινδύνου διακύμανσης επιτοκίων και του κίνδυνο διακύμανσης των τιμών των πρώτων υλών), στον πιστωτικό, στον κίνδυνο ρευστότητας και στον κίνδυνο κεφαλαίου. Το πρόγραμμα διαχείρισης κίνδυνο της εταιρία εστιάζει στην αστάθεια των χρηματοοικονομικών αγορών και επιδιώκει να ελαχιστοποιήσει τα πιθανά δυσμενή επακόλουθα στις ταμειακές ροές της. Για την αντιστάθμιση των κινδύνων η εταιρία κάνει χρήση παράγωγων χρηματοοικονομικών μέσων για να αντισταθμίσει τους κινδύνους που αναφέρθηκαν προηγουμένως (Ετήσια Οικονομική Έκθεση, Δεκέμβριος 2017).

##### 4.4.1 Συναλλαγματικός Κίνδυνος

Η εταιρεία εκτίθεται σε κίνδυνο από διακυμάνσεις συναλλαγματικών ισοτιμιών αναφορικά με μελλοντικές εμπορικές συναλλαγές, αναγνωρισμένα νομισματικά

περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις που πραγματοποιούνται σε διαφορετικά νομίσματα από το λειτουργικό νόμισμα. Για αυτό τον λόγο η εταιρεία συνάπτει συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί πράξεων συναλλάγματος προκειμένου να αντισταθμίσει μέρος του συναλλαγματικού κινδύνου. Η πλειοψηφία των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί πράξεων συναλλάγματος έχουν ημερομηνίες λήξης μικρότερες του έτους κατά τη λήξη της χρήσης και ως εκ τούτου τα κέρδη ή οι ζημιές από τις πράξεις αυτές θα μεταφερθούν από το αποθεματικό αντιστάθμισης στα αποτελέσματα χρήσης σε διάφορες ημερομηνίες κατά την επόμενη χρήση (Ετήσια Οικονομική Έκθεση, Δεκέμβριος 2017).

Ο συναλλαγματικός κίνδυνος προκύπτει όταν μελλοντικές εμπορικές συναλλαγές ή αναγνωρισμένες απαιτήσεις ή υποχρεώσεις είναι εκφρασμένα σε νόμισμα διαφορετικό από το λειτουργικό νόμισμα της οντότητας. Η πολιτική διαχείρισης κινδύνου του τμήματος διαχείρισης διαθεσίμων και χρηματοοικονομικών κινδύνων του Ομίλου είναι να αντισταθμίζει από 25% έως και 80% των αναμενόμενων χρηματικών ροών των σημαντικών συναλλαγών σε κάθε ξένο νόμισμα στους επόμενους δώδεκα μήνες. Η Εταιρεία προσδιορίζει τα σχετικά συμβόλαια με το τμήμα διαχείρισης διαθεσίμων και χρηματοοικονομικών κινδύνων του Ομίλου ως μέσα αντιστάθμισης εύλογης αξίας ή αντιστάθμισης ταμειακών ροών (Ετήσια Οικονομική Έκθεση, Δεκέμβριος 2017).

Δεν υπάρχουν σημαντικά κέρδη ή ζημιές από συναλλαγματικές ισοτιμίες για τα έτη 2016 και 2017 (Ετήσια Οικονομική Έκθεση, Δεκέμβριος 2017).

#### 4.4.2 Κίνδυνος διακύμανσης επιτοκίων

Ο κίνδυνος της Εταιρείας σε διακυμάνσεις των επιτοκίων σχετίζεται με τον μακροπρόθεσμο δανεισμό. Δάνεια με κυμαινόμενο επιτόκιο εκθέτουν της ταμειακές ροές της εταιρία σε κίνδυνο από τις διακυμάνσεις των επιτοκίων. Πρέπει να πούμε πως αυτή τη στιγμή η εταιρία δεν έχει δάνεια με σταθερό επιτόκιο. Επιπρόσθετα, είναι απαραίτητο να αναφερθεί πως τα δάνεια που είχε η εταιρία τη χρήση 2017 ήταν με κυμαινόμενο επιτόκιο και σε ευρώ (Ετήσια Οικονομική Έκθεση, Δεκέμβριος 2017).

Παρακάτω, παρουσιάζεται μια ανάλυση ευαισθησίας έχοντας λάβει υπόψιν την έκθεση στον κίνδυνο επιτοκίων, που προέρχεται από υποχρεώσεις με κυμαινόμενο επιτόκιο. Η ανάλυση βασίζεται σε μία αύξηση ή μείωση των επιτοκίων κατά 100 μονάδες βάσης. Η διοίκηση θεωρεί ότι αυτή η μεταβολή στα επιτόκια αντιπροσωπεύει τις εκτιμήσεις

της για πιθανές διακυμάνσεις στα επιτόκια (Ετήσια Οικονομική Έκθεση, Δεκέμβριος 2017).

Εάν τα επιτόκια ήταν αυξημένα κατά 100 μονάδες βάσης και όλες οι λοιπές μεταβλητές παρέμεναν σταθερές, το κέρδος της Εταιρείας για τη χρήση θα μειωνόταν κατά €0,5 εκατ. (2016: €0,5εκατ). Εάν τα επιτόκια ήταν μειωμένα κατά 100 μονάδες βάσης και όλες οι λοιπές μεταβλητές παρέμεναν σταθερές, το κέρδος της Εταιρείας για τη χρήση 2017 θα αυξανόταν κατά €0,5 εκατ. (2016: €0,5εκατ) (Ετήσια Οικονομική Έκθεση, Δεκέμβριος 2017).

#### 4.4.3 Πιστωτικός κίνδυνος

Ο μέγιστος πιστωτικός κίνδυνος που αντιμετωπίζει η εταιρεία, στην περίπτωση που τα αντισυμβαλλόμενα μέρη αποτύχουν να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους την 31 Δεκεμβρίου 2017 αναφορικά με κάθε κατηγορία χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, είναι η λογιστική αξία των περιουσιακών αυτών στοιχείων, όπως εμφανίζεται στον ισολογισμό. Όταν παρέχεται πίστωση στους πελάτες, η πιστοληπτική τους ικανότητα εκτιμάται συνήθως μέσω εξωτερικών συνεργατών και ιστορικής εμπειρίας, με αποτέλεσμα τα πιστωτικά όρια να ορίζονται αναλόγως (Ετήσια Οικονομική Έκθεση, Δεκέμβριος 2017).

Αναφορικά με τα παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα, πιστωτικός κίνδυνος προκύπτει από την ενδεχόμενη αδυναμία των αντισυμβαλλόμενων μερών να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις που προκύπτουν από τα σχετικά συμβόλαια ή συμφωνίες. Ο μέγιστος πιστωτικός κίνδυνος της Εταιρείας για κάθε παράγωγο χρηματοοικονομικό μέσο είναι η λογιστική αξία του παραγώγου. Η Εταιρεία δεν έχει σημαντικής αξίας παράγωγα χρηματοοικονομικά στοιχεία (Ετήσια Οικονομική Έκθεση, Δεκέμβριος 2017).

#### 4.4.4 Κίνδυνος Ρευστότητας

Η εταιρεία διαχειρίζεται ενεργά τον κίνδυνο ρευστότητας, προκειμένου να διασφαλίσει την επάρκεια διαθεσίμων προς κάλυψη των βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων δεσμεύσεών της. Για να είναι σε θέση να αντιμετωπίσει τον κίνδυνο ρευστότητας η εταιρία προχωρά σε Τραπεζικές υπεραναλήψεις και τραπεζικές διευκολύνσεις, οι οποίες μπορεί να είναι δεσμευμένες ή όχι (Ετήσια Οικονομική Έκθεση, Δεκέμβριος 2017).

Την τελική ευθύνη για τη διαχείριση ρευστότητας την έχει το Διοικητικό Συμβούλιο, το οποίο έχει δημιουργήσει ένα κατάλληλο πλαίσιο διαχείρισης ρευστότητας για την εξασφάλιση των βραχυπρόθεσμων, μεσοπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων αναγκών χρηματοδότησης της εταιρείας και των λοιπών αναγκών διαχείρισης ρευστότητας. Για τη διαχείριση του κινδύνου ρευστότητας η εταιρία φροντίζει να υπάρχουν επαρκή αποθεματικά, τραπεζικά και δανειοληπτικά μέσα, διαθέσιμες τραπεζικές διευκολύνσεις, πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές και πάντοτε παρακολουθεί συστηματικά τις προβλεπόμενες αλλά και τις πραγματικές ταμειακές ροές (Ετήσια Οικονομική Έκθεση, Δεκέμβριος 2017).

Ο πίνακας που ακολουθεί αναλύει τις συμβατικές λήξεις των χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων της εταιρείας. Επίσης, περιλαμβάνει μη προεξοφλημένες ροές για τόκους και κεφάλαιο, με την παραδοχή ότι το επιτόκιο παραμένει σταθερό από την 31 Δεκεμβρίου 2017 ( Ετήσια Οικονομική Έκθεση, Δεκέμβριος 2017).

*Πίνακας 2: Μη Προεξοφλημένες Ροές για Τόκους και Κεφάλαιο*

	€ εκατ. μέχρι 1 έτος	€ εκατ. μεταξύ 1-2 έτη	€ εκατ. μεταξύ 2-5 έτη	€ εκατ. 5+ έτη
Δάνεια και τόκοι.....	2,5	2,0	6,0	57,1
Εμπορικές και λοιπές υποχρεώσεις.....	94,6	—	—	—
<b>Την 31 Δεκεμβρίου 2017.....</b>	<b>97,1</b>	<b>2,0</b>	<b>6,0</b>	<b>57,1</b>
Δάνεια και τόκοι.....	2,5	2,0	6,0	59,1
Εμπορικές και λοιπές υποχρεώσεις.....	87,6	—	—	—
<b>Την 31 Δεκεμβρίου 2016.....</b>	<b>90,1</b>	<b>2,0</b>	<b>6,0</b>	<b>59,1</b>

Πηγή: Ετήσια Οικονομική Έκθεση, Δεκέμβριος 2017

#### 4.4.5 Κίνδυνος Κεφαλαίου

Οι στόχοι της εταιρείας κατά τη διαχείριση του κεφαλαίου είναι να διασφαλίσει τη δυνατότητά της να συνεχίσει τη δραστηριότητα της και να διατηρήσει την ιδανική κεφαλαιακή διάρθρωση, για να μειωθεί το κόστος κεφαλαίου (Ετήσια Οικονομική Έκθεση, Δεκέμβριος 2017).

Προκειμένου να διατηρηθεί ή να προσαρμοστεί η κεφαλαιακή διάρθρωση, η εταιρεία μπορεί να αυξήσει ή να μειώσει τον δανεισμό, να εκδώσει μετοχές, να προσαρμόσει το ποσό των μερισμάτων στους μετόχους ή να επιστρέψει κεφάλαιο στους μετόχους (Ετήσια Οικονομική Έκθεση, Δεκέμβριος 2017).

Η εταιρεία παρακολουθεί το κεφάλαιο με βάση τον δείκτη χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται ως το καθαρό ποσό δανεισμού προς το σύνολο του κεφαλαίου. Το συνολικό κεφάλαιο υπολογίζεται ως το «Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων» όπως εμφανίζεται στον ισολογισμό πλέον του καθαρού ποσού δανεισμού. Ο δείκτης αυτός την 31 Δεκεμβρίου 2017 και 2016 είχε ως ακολούθως (Ετήσια Οικονομική Έκθεση, Δεκέμβριος 2017):

*Πίνακας 3: Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων πλέον Καθαρού Ποσού Δανεισμού*

	2017	2016
	€ εκατ.	€ εκατ.
Σύνολο δανειακών υποχρεώσεων (βλέπε Σημείωση 14).....	53,6	53,6
Μείον: Καθαρά χρηματικά διαθέσιμα (βλέπε Σημείωση 12).....	(20,6)	(12,2)
<b>Καθαρό ποσό δανεισμού.....</b>	<b>33,0</b>	<b>41,4</b>
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων.....	129,0	124,8
<b>Σύνολο κεφαλαίου.....</b>	<b>162,0</b>	<b>166,2</b>
<b>Δείκτης καθαρού δανεισμού προς ίδια κεφάλαια.....</b>	<b>20%</b>	<b>25%</b>

Πηγή: Ετήσια Οικονομική Έκθεση, Δεκέμβριος 2017

#### 4.5 Κλάδος Τροφίμων – Ποτών

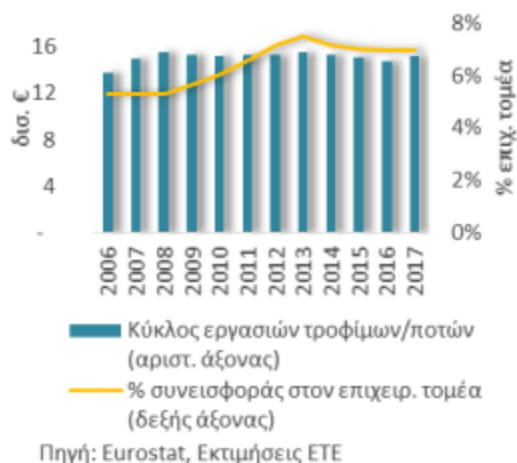
Πριν από την ανάλυση του κλάδου θα πρέπει να τονισθεί πως συνήθως ο κλάδος των τροφίμων με τον κλάδο των ποτών μελετώνται μαζί.

Ο κλάδος τροφίμων και ποτών αποδείχθηκε ανθεκτικός στη διάρκεια της κρίσης, διατηρώντας τον κύκλο εργασιών του κοντά στα €15 δις και αυξάνοντας τη συνεισφορά του στις συνολικές πωλήσεις του επιχειρηματικού τομέα στο 7% το 2017 από 5% το 2008. Βασικό στήριγμα για τον κλάδο ήταν οι εξαγωγές, οι οποίες με αύξηση 45% περιόρισαν την επίδραση της ελαφρά πτωτικής εγχώριας κατανάλωσης (-11% κατά την τελευταία δεκαετία). Παρά τις ανθεκτικές πωλήσεις του κλάδου, η λειτουργική αποδοτικότητα κεφαλαίων (ROA) της τάξης του 5,4% (έναντι 9,6% κ.μ.ο. στην ΕΕ) δεν είναι επαρκής για να καλύψει ικανοποιητικά τις υποχρεώσεις που απορρέουν από τον δανεισμό του (με τον λόγο ξένων προς ίδια κεφάλαια στο 1,7, έναντι 1,2 κ.μ.ο. στην ΕΕ) (Εθνική τράπεζα της Ελλάδος, 2018).

Παρά το δυσμενές οικονομικό περιβάλλον, η εγχώρια βιομηχανία τροφίμων και ποτών διατήρησε τον κύκλο εργασιών της κοντά στα €15 δις κατά το διάστημα 2008-2017 (με μία μικρή μείωση του μεριδίου των ποτών στον κλάδο στο 12% το 2017 από 15% το 2008). Έτσι, η συνεισφορά της στις συνολικές πωλήσεις του ελληνικού επιχειρηματικού τομέα αυξήθηκε στο 7% το 2017 από 5% το 2008. Η ανθεκτικότητα

του κλάδου επίσης αντικατοπτρίζεται στην ομαλή πορεία της απασχόλησης, η οποία (μετά από μικρή πτώση την περίοδο 2011-2015) επανήλθε στα προ κρίσης επίπεδα (της τάξης των 130,000 εργαζομένων) - αυξάνοντας τη συνεισφορά του κλάδου στη συνολική απασχόληση στο 3,6% το 2017 (από 2,6% το 2008) (Εθνική τράπεζα της Ελλάδος, 2018).

Διάγραμμα 1: Κύκλος Εργασιών Κλάδου Τροφίμων/Ποτών

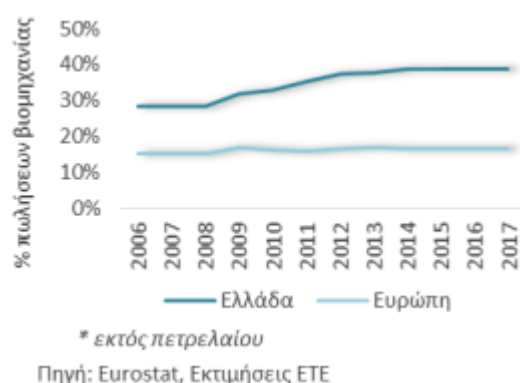


Διάγραμμα 2: Απασχόληση Κλάδου Τροφίμων/Ποτών



Παράλληλα, βελτιωμένη είναι η σχετική θέση του κλάδου τροφίμων στη βιομηχανία, καλύπτοντας σχεδόν το 40% του κύκλου εργασιών της βιομηχανίας (εκτός πετρελαίου) το 2017 από 28% το 2008 (και σε σχέση με 17% κ.μ.ο. στην ΕΕ), καθώς οι συστατικές επιδράσεις της κρίσης ήταν λιγότερο έντονες (Ετήσια Οικονομική Έκθεση, Δεκέμβριος 2017).

Διάγραμμα 3: Συνεισφορά του Κλάδου Τροφίμων/Ποτών στην Βιομηχανία



Τέλος, η ανθεκτικότητα του κλάδου αντικατοπτρίζεται στις εταιρικές επιδόσεις, με πτώση πωλήσεων μόλις 2% μεταξύ 2008-2017 (-1% στα τρόφιμα και -9% στα ποτά), έναντι -29% για το σύνολο βιομηχανίας. Ωστόσο, ενώ ο κλάδος κατάφερε να αυξήσει την ταχύτητα κυκλοφορίας ενεργητικού (σε 0,82 το 2017, από 0,72 το 2008), η κρίση φαίνεται να στοίχισε σε όρους κερδοφορίας, με το περιθώριο λειτουργικού κέρδους (EBITDA) να σημειώνει πτώση 4 ποσοστιαίων μονάδων (στο 6,6% το 2017, έναντι 7,9% στη βιομηχανία συνολικά). Υπό την επίδραση των δύο αυτών αντίρροπων δυνάμεων, η λειτουργική απόδοση ενεργητικού (ROA) περιορίστηκε κατά 2 ποσοστιαίες μονάδες (παραμένοντας οριακά πάνω από το μέσο όρο της βιομηχανίας). Επιπλέον, η ανοδική μόχλευση του κλάδου επιβάρυνε τη σχετική του θέση σε όρους δανειακής επιβάρυνσης (δείκτης δάνεια προς EBITDA 7,6 έναντι 7,1 στη βιομηχανία) (Εθνική τράπεζα της Ελλάδος, 2018).

Πίνακας 4: Κλάδος Τροφίμων/Ποτών Πάνω στην Κρίση

	Τρόφιμα-Ποτά		Βιομηχανία*		Τρόφ.-Ποτά Ε.Ε.
	2008	2017	2008	2017	2017
<b>% Μεταβ. πωλήσεων (2008-2017)</b>		-2%		-29%	17%
Ταχύτητα Κυκλοφ. Ενεργητικού	0,72	0,82	0,69	0,66	1,27
Ταχύτητα Κυκλοφ. Παγίων	1,65	2,02	1,79	1,76	4,76
Περιθώριο Λειτ. Κέρδους (Ebitda)	10,3%	6,6%	9,7%	7,9%	7,5%
Λειτουργικό ROA	7,4%	5,4%	6,7%	5,2%	9,6%
Ξένα/Ίδια Κεφάλαια	1,17	1,68	1,25	1,54	1,24
Δάνεια / Ebitda	4,16	7,60	4,69	7,14	2,90
Χρημ/κά έξοδα / (Ebitda)	23%	39%	27%	36%	9%

\* Ελληνική βιομηχανία εκτός του κλάδου πετρελαιοειδών

Πηγή: ICAP Database, BACH Database, Eurostat, Εκτιμήσεις ETE

## 4.6 Πορεία Μετοχής

Όπως έχουμε αναφέρει σε προηγούμενα κεφάλαια η Coca – Cola 3E είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και του Λονδίνου. Το συνολικό μετοχικό της κεφάλαιο αποτελείται από 411.663 μετοχές ονομαστικής αξίας 100€ η καθεμία. Οι

μετοχές της εταιρείας ανήκουν κατά 23,3% στην εταιρία χαρτοφυλακίου Kar-Tess Holding, 23,2% στην The Coca-Cola Company, ενώ το υπόλοιπο 53,5% διαπραγματεύεται στα Χρηματιστήρια Λονδίνου και Αθηνών.

Παρατηρώντας το παρακάτω διάγραμμα για τη χρονική περίοδο 29/12/2016 έως 29/12/2017 μπορούμε να πούμε πως η μετοχή της εταιρίας είναι κατάλληλη για επενδυτές που δεν επιθυμούν να λάβουν μεγάλο ρίσκο αφού ακολουθεί κατά κύριο λόγο μια ήπια ανοδική πορεία.

*Διάγραμμα 4: Πορεία Μετοχής Coca – Cola 3E*



Πηγή: Capital.gr

Επίσης, από το διάγραμμα μπορούμε να δούμε πως η εταιρία σημείωσε μια σημαντική άνοδο της τάξεως του 34,36% αφού στην αρχή της περιόδου(29/12/2016) η τιμή της ανέρχονταν στα 20,28€ ενώ στο τέλος της(29/12/2017) η τιμή της έφτασε τα 27,25€. Είναι άξιο αναφοράς πως η εταιρία πλήρωσε μέρισμα 0,44 € στις 25 Ιουλίου 2017.

*Διάγραμμα 5: Σχέση Coca – Cola 3E με τον Γενικό Δείκτη Τιμών*



Πηγή: Capital.gr



Τέλος, μπορούμε να δούμε από το παραπάνω διάγραμμα πως η εταιρία ακολουθεί την ανάποδη πορεία με αυτή του Γενικό Δείκτη Τιμών αλλά οι μεταβολές δεν είναι απότομες. Βέβαια στο τέλος της περιόδου φαίνεται πως πιθανότατα η εταιρία και ο γενικός δείκτης να ξεκινούν να έχουν μια κοινή πορεία.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ COCA – COLA 3E A.B.E.E.

### 5.1. Εισαγωγικές Προϋποθέσεις

Πριν προχωρήσουμε στην αποτίμηση θα πρέπει να είμαστε σίγουροι πως η πηγή από την οποία εκμαιεύσαμε τις πληροφορίες μας είναι αξιόπιστη. Στην περίπτωση της προς ανάλυση εταιρίας αυτό είναι πολύ εύκολο μιας και η εταιρία ελέγχθηκε από Ορκωτό Ελεγκτή Λογιστή ετησίως για την τελευταία τουλάχιστον 4ετία. Άρα, το μόνο που χρειάζεται να κάνουμε είναι να διαβάσουμε τη Γνώμη που έχει εκφέρει ο Ελεγκτής.

Αυτό συνεπάγεται πως ο ελεγκτής θα πρέπει να διαμορφώσει γνώμη για το αν οι οικονομικές καταστάσεις έχουν καταρτιστεί, από κάθε ουσιώδη άποψη, σύμφωνα με το εφαρμοστέο λογιστικό πλαίσιο (ΕΛΠ, ΔΠΧΑ). Ειδικότερα οφείλει να συμπεράνει εάν έχει αποκτήσει εύλογη διασφάλιση για το κατά πόσο οι οικονομικές καταστάσεις στο σύνολό τους δεν περιέχουν ουσιώδη ανακρίβεια, που οφείλετε είτε σε απάτη είτε σε λάθος (Λουμιώτης, Τζίφας, 2012).

Κατά την έρευνα των οικονομικών καταστάσεων βρήκαμε πως ο Ορκωτός Ελεγκτής Λογιστής είχε δώσει θετική γνώμη για όλη την τετραετία από το 2014 έως το 2017. Έχοντας αυτή την πληροφόρηση μπορούμε να πούμε πως όχι μόνο οικονομικές καταστάσεις δεν περιέχουν λάθη αλλά ούτε είναι επηρεασμένες από κάποια απάτη. Επίσης, λαμβάνοντας υπόψιν την κρίση του ελεγκτή μπορούμε να πούμε πως οι οικονομικές καταστάσεις ακολουθηθούν όλες τις Γενικές Αρχές της Λογιστικής, οι οποίες είναι:

- Ακριβοδίκαιη παρουσίαση και συμμόρφωση με τα ΔΠΧΑ
- Συνεχιζόμενη δραστηριότητα
- Λογιστικός χειρισμός με βάση την Αρχή των δεδουλευμένων
- Σημαντικότητα και Συγκέντρωση
- Συμψηφισμός
- Συχνότητα Παρουσίασης
- Συγκριτική Πληροφόρηση
- Ομοιομορφία Παρουσίασης (Νεγκάκης, 2015).

## 5.2 Ανάλυση Βάση Αριθμοδεικτών

### 5.2.1 Δείκτης Γενικής Ρευστότητας (ΔΓΡ)

Ο δείκτης γενικής ή έμμεσης ρευστότητας (ΔΓΡ) εκφράζει την ικανότητα της επιχείρησης να μετατρέψει το κυκλοφορούν ενεργητικό σε μετρητά για να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Το μειονέκτημα του δείκτη αυτού είναι ότι τα διάφορα στοιχεία που συνθέτουν το κυκλοφορούν ενεργητικό δεν έχουν όλα τον ίδιο βαθμό ρευστότητας. Δεδομένου αυτού του μειονεκτήματος θα πρέπει να είμαστε προσεκτικοί όταν συγκρίνουμε εταιρίες με βάση του ΔΓΡ. Ο δείκτης εκφράζεται ως ακολούθως(Νούλας, 2015):

$$\Delta\Gamma\rho = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Πίνακας 5: Δείκτης Γενικής Ρευστότητας

2014	2015	2016	2017
$\frac{115.600.000}{78.600.000} = 1,47$	$\frac{126.000.000}{98.100.000} = 1,28$	$\frac{122.800.000}{90.700.000} = 1,35$	$\frac{142.600.000}{106.100.000} = 1,34$

Βλέπουμε πως η εταιρία έχει ικανοποιητικά αποτελέσματα αλλά παρατηρούμε πως ενώ το 2014 ήταν η υψηλότερη τιμή στην τετραετία που μελετάμε το 2015 μειωθεί αρκετά εξαιτίας της μεγάλης αύξησης των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων. Για τα έτη 2016 και 2017 οι τιμές του δείκτη κυμαίνονται περίπου στα ίδια επίπεδα και οφείλετε για το 2016 στην μείωση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων και το 2017 στη μεγάλη αύξηση του Κυκλοφορούντος ενεργητικού.

### 5.2.2 Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας (ΔΑΡ)

Ο δείκτης άμεσης ρευστότητας προσπαθεί να λύσει το μειονέκτημα του προηγούμενου και εκφράζεται ως ακολούθως(Νούλας, 2015):

$$\Delta\text{A}\rho = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό} - \text{Αποθέματα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις}}$$

Πίνακας 6: Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας

2014	2015	2016	2017
$\frac{115.600.000 - 25.200.000}{78.600.000} = 1,15$	$\frac{126.000.000 - 22.700.000}{98.100.000} = 1,05$	$\frac{122.800.000 - 23.800.000}{90.700.000} = 1,09$	$\frac{142.600.000 - 25.600.000}{106.100.000} = 1,10$

### 5.2.3 Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων (ΚΤΑ)

Ο δείκτης αυτός δείχνει πόσες φορές το χρόνο τα αποθέματα μετατρέπονται σε πωλήσεις και υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{ΚΤΑ} = \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Αποθέματα}}$$

Πίνακας 7: Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων

2014	2015	2016	2017
$\frac{423.000.000}{25.200.000} = 16,79$	$\frac{412.900.000}{22.700.000} = 18,19$	$\frac{411.800.000}{23.800.000} = 17,30$	$\frac{456.900.000}{25.600.000} = 17,85$

Μπορούμε να παρατηρήσουμε πως η Coca – Cola 3E έχει ιδιαίτερα υψηλούς δείκτες κάτι που συνεπάγεται και υψηλή παραγωγικότητα. Άξιο αναφοράς είναι πως τη χρονιά 2015 αν και οι πωλήσεις μειώθηκαν σε σχέση με το 2014 η τιμή του δείκτη της κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων ήταν σημαντικά αυξημένη κάτι που οφείλεται στη μείωση των αποθεμάτων.

### 5.2.4 Δείκτης Συνολικής Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού (ΣΚΕ)

Ο δείκτης αυτός δείχνει πόσο αποτελεσματικά μια επιχείρηση χρησιμοποιεί όλα τα περιουσιακά της στοιχεία για να πραγματοποιήσει πωλήσεις και υπολογίζεται ως ακολούθως (Νούλας, 2015):

$$\text{ΣΚΕ} = \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Πίνακας 8: Δείκτης συνολικής κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού

2014	2015	2016	2017
$\frac{423.000.000}{264.400.000} = 1,60$	$\frac{412.900.000}{279.400.000} = 1,48$	$\frac{411.800.000}{285.300.000} = 1,44$	$\frac{456.900.000}{306.300.000} = 1,49$

Παρόλο που οι τιμές του δείκτη αυτού είναι σχετικά χαμηλές θα πρέπει να τονίσουμε πως ένα μεγάλο κομμάτι του συνόλου του ενεργητικού αποτελείται από ενσώματα

πάγια περιουσιακά στοιχεία. Ειδικότερα, ο δείκτης παρουσιάζει μια μεγάλη μείωση το 2015 σε σχέση με το 2014 αλλά σταθεροποιείται κάτι που μπορεί να συνεπάγεται πως η εταιρία επίτευξε ένα επιθυμητό ρυθμό αποτελεσματικότητας.

### 5.2.5 Δείκτης Συνολικής Δανειακής επιβάρυνσης(ΔX)

Ο δείκτης συνολικής δανειακής επιβάρυνσης ή, όπως επίσης ονομάζεται, ο δείκτης χρέους μετρά το σύνολο των υποχρεώσεων ως ένα ποσοστό του συνολικού ενεργητικού που έχει χρηματοδοτηθεί μέσω των πιστωτών της εταιρίας. (Νούλας, 2015).

Ο δείκτης κυμαίνεται μεταξύ 0 και 1. Μια τιμή ίση με 0,5 θεωρείται μια καλή τιμή αφού η αγορά πιστεύει ότι τα ίδια κεφάλαια πρέπει να είναι τουλάχιστον ίσα με τα ξένα κεφάλαια. Μια τιμή του δείκτη μικρότερη του 0,5 δηλώνει ικανότητα δανεισμού και εξασφάλισης πιστωτών. Μια τιμή του δείκτη μεγαλύτερη του 0,5 δηλώνει γενικά περιορισμένη δανειοληπτική ικανότητα. (Νούλας, 2015).

Υπολογίζεται ως εξής:

$$\Delta X = \frac{\text{Σύνολο Υποχρεώσεων}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Πίνακας 9: Δείκτης Χρέους

2014	2015	2016	2017
$\frac{211.000.000}{264.400.000} = 0,80$	$\frac{156.200.000}{279.400.000} = 0,56$	$\frac{160.500.000}{285.300.000} = 0,56$	$\frac{177.200.000}{306.300.000} = 0,58$

Όπως μπορούμε να δούμε, ο δείκτης της εταιρίας είχε την μεγαλύτερη τιμή του το 2014, αγγίζοντας το 0,8 αυτό μας δείχνει πως η Coca – Cola 3E δεν θα μπορούσε να κάνει αίτηση για επιπλέον δανειακή υποστήριξη. Βέβαια για τις υπόλοιπες τρεις χρονιές ο δείκτης της εταιρίας κυμαίνεται κοντά στην άριστη τιμή (0,5). Αυτό μας δείχνει πως προς το παρόν η εταιρία δεν έχει ανάγκη για επιπλέον δανεισμό.

### 5.2.6 Δείκτης Ίδια Κεφάλαια προς Σύνολο Υποχρεώσεων

Σκοπός αυτό του δείκτη είναι να υποδείξει αν η εταιρία έχει υπερδανειστεί. Στην περίπτωση που ο δείκτης είναι μεγαλύτερος της μονάδας τότε οι μέτοχοι συμμετέχουν πολύ περισσότερο στα κεφάλαια της εταιρίας σε σχέση με τους πιστωτές της. Τρόπος υπολογισμού:

$$\text{Δείκτης Ίδια προς Ξένα Κεφάλαια} = \frac{\text{Ίδια Κεφάλαια}}{\text{Ξένα Κεφάλαια}}$$

Πίνακας 10: Δείκτης Ίδια προς Ξένα Κεφάλαια

2014	2015	2016	2017
$\frac{53.400.000}{211.000.000} = 25,3\%$	$\frac{123.200.000}{156.200.000} = 78,9\%$	$\frac{124.800.000}{160.500.000} = 77,8\%$	$\frac{129.100.000}{177.200.000} = 72,9\%$

Παρατηρούμε πως ο δείκτης της εταιρίας το 2014 ήταν πολύ χαμηλός κάτι που μας δείχνει πως υπήρχε υψηλή μόχλευση, ενώ από το 2015 και μετά ο δείκτης κυμαίνεται σε υψηλά επίπεδα. Η βελτίωση του δείκτη δεν οφείλεται μόνο στη μείωση των υποχρεώσεων, αλλά και στο γεγονός ότι η Coca – Cola 3E το 2015 έκανε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, όπως αναφέρεται στις χρηματοοικονομικές της καταστάσεις, που είχε ως αποτέλεσμα τη μείωση της μόχλευσης και του κινδύνου.

### 5.2.7 Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)

Ο παρόν δείκτης μετρά την απόδοση των Ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης και υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

Πίνακας 11: ROE

2014	2015	2016	2017
$\frac{- 10.000.000}{53.400.000} = - 0,19$	$\frac{- 3.700.000}{123.200.000} = - 0,03$	$\frac{2.400.000}{124.800.000} = 0,02$	$\frac{4.200.000}{129.100.000} = 0,03$

Ύστερα από την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου που η εταιρία πραγματοποίησε το 2015 μπορούμε να δούμε πως από τότε ο δείκτης σταδιακά άρχισε να βελτιώνεται αυτό συνεπάγεται πως οι επενδυτές άρχισαν να εμπιστεύονται εκ νέου την εταιρία.

### 5.2.8 Απόδοση Ενεργητικού (ROA)

Ο δείκτης ROA υπολογίζει το κατά πόσο η διοίκηση της εταιρίας είναι ικανή να χρησιμοποιήσει τους πόρους της εταιρίας έτσι ώστε να πραγματοποιήσει κέρδη και υπολογίζεται με τον παρακάτω τύπο:

$$ROA = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Πίνακας 12: ROA

2014	2015	2016	2017
$\frac{-10.000.000}{264.400.000} = -0,03$	$\frac{-3.700.000}{279.400.000} = -0,01$	$\frac{2.400.000}{285.300.000} = 0,008$	$\frac{4.200.000}{306.300.000} = 0,013$

Ύστερα από 2 συνεχόμενες ζημιογόνες χρήσης μπορούμε να δούμε πως σταδιακά η ικανότητα της εταιρίας να πραγματοποιεί κέρδη έχει βελτιωθεί.

### 5.2.9 Κέρδη ανά Μετοχή (KAM ή EPS)

Η πληροφορία που μας δίνει αυτός ο δείκτης είναι: τι κέρδη αντιστοιχούν σε κάθε μετοχή. Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης τόσο πιο δελεαστική είναι η εταιρία στον κλάδο της. Τρόπος υπολογισμού:

$$EPS = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Αριθμός Μετοχών}}$$

Πίνακας 13: EPS

2014	2015	2016	2017
$\frac{-10.000.000}{288.123} = -34,71$	$\frac{-3.700.000}{411.663} = -8,99$	$\frac{2.400.000}{411.663} = 5,83$	$\frac{4.200.000}{411.663} = 10,20$

Ύστερα από 2 λογιστικές χρήσης με αρνητικά λογιστικά αποτελέσματα και με τη βοήθεια μιας αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου το 2015 η εταιρία κατάφερε να επιστρέψει σε κερδοφόρες περιόδους αυξάνοντας έτσι την αξιοπιστία της.

### 5.2.10 Ο Δείκτης $P/E$

Ο δείκτης  $P/E$  δείχνει το ποσό των χρημάτων που είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν οι επενδυτές για την απόκτηση της μετοχής για καθένα ευρώ καθαρά κέρδη ανά μετοχή που πραγματοποιεί η επιχείρηση. (Νούλας, 2015). Τρόπος υπολογισμού:

$$P/E = \frac{\text{Τρέχουσα τιμή Μετοχής}}{EPS}$$

Για να μπορέσουμε να υπολογίσουμε τον παρών δείκτη θα κάνουμε χρήση της μέσης τιμής μετοχής για κάθε έτος (βλ. παράρτημα Τιμές Μετοχής Coca – Cola 3E).

Πίνακας 14: Δείκτης  $P/E$

2014	2015	2016	2017
$\frac{17,75}{0} = \Delta Y$	$\frac{18,72}{0} = \Delta Y$	$\frac{18,77}{5,83} = 3,22$	$\frac{26,15}{10,20} = 2,56$

Όπως βλέπουμε η τιμή της μετοχής είναι πολύ μικρή και για τα κέρδη που πραγματοποιήθηκαν έτσι μπορούμε να υποθέσουμε πως η μετοχή είναι υποτιμημένη και η τιμή της πρόκειται να αυξηθεί.

## 5.3 Αποτίμηση με τη Μέθοδο Προεξόφλησης Ελεύθερων Ταμειακών Ροών

### 5.3.1 Υπολογισμός του Μεσοσταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (WACC)

Όπως έχει προαναφερθεί σε προηγούμενη ενότητα, το WACC είναι ένας σταθμισμένος μέσος όρος ανάμεσα στα ίδια και στα ξένα κεφάλαια μετά φόρων, πιο συγκεκριμένα:

$$WACC = r_e \frac{E}{E+D} + r_d \frac{D}{E+D} (1 - \phi)$$

$E$  = αξία ιδίων κεφαλαίων

$r_e$  = κόστος ιδίων κεφαλαίων

$D$  = αξία δανειακών κεφαλαίων



$r_d$  = κόστος δανειακών κεφαλαίων

$\varphi$  = ποσοστό φορολογίας

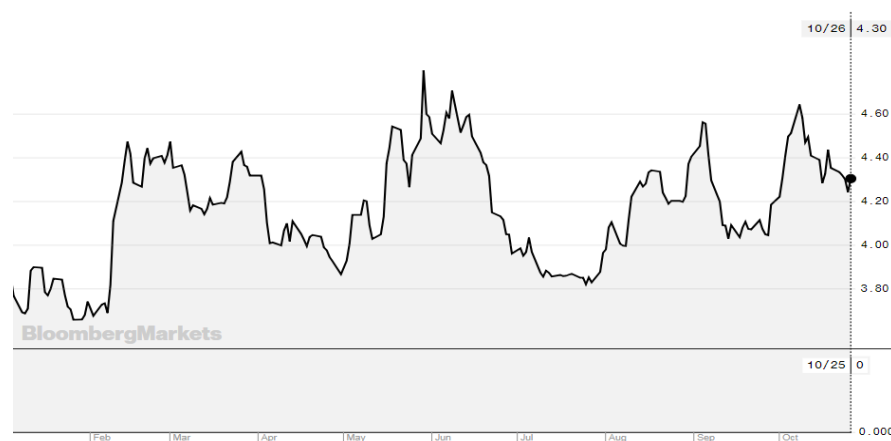
### 5.3.1.1 Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων

Για να μπορέσουμε να υπολογίσουμε το κόστος των ιδίων κεφαλαίων θα χρειαστεί να κάνουμε χρήση του υποδείγματος αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (CAPM):

$$E(r) = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

Το  $R_f$  είναι ένα ακίνδυνο επιτόκιο, έχει επικρατήσει πως τα κρατικά ομόλογα είναι απαλλαγμένα από κινδύνους. Για την περίπτωση της Coca – Cola 3E A.B.E.E. θα χρησιμοποιήσουμε το δεκαετές κρατικό ελληνικό ομόλογο με επιτόκιο 4,30%<sup>1</sup>:

Διάγραμμα 6: Ελληνικό Κρατικό Δεκαετές Ομόλογο



Πηγή: <https://www.bloomberg.com/quote/GGGB10YR:IND>

Ο συντελεστής  $\beta$  της εταιρίας, λαμβάνοντας την πληροφόρηση από τις Financial Times, σήμερα 26/10/2018 ανέρχεται στο 0,80<sup>2</sup>. Βλέπουμε πως, η τιμή του  $\beta$  είναι κάτω από το μονάδα έτσι μπορούμε να πούμε ότι η μετοχή είναι αμυντική και αυτό συνεπάγεται πως δεν επηρεάζεται σημαντικά από αλλαγές του Γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου.

Το Risk-Premium της ελληνικής αγοράς είναι  $R_m - R_f = 10,20\%$ <sup>3</sup>.

<sup>1</sup> <https://www.bloomberg.com/quote/GGGB10YR:IND>

<sup>2</sup> <https://markets.ft.com/data/equities/tearsheet/summary?s=EEE:ATH>

<sup>3</sup> <http://www.market-risk-premia.com/market-risk-premia.html>

Έχοντας συλλέξει όλα τα δεδομένα τότε το κόστος των ιδίων κεφαλαίων είναι:  $E(r) = R_f + \beta (R_m - R_f) \Rightarrow E(r) = 0,043 + 0,8*(0,1020) \Rightarrow E(r) = 0,1246$  ή 12,46%

Επίσης θα υπολογίσουμε και το μέσο ποσοστό των ιδίων κεφαλαίων στην περίοδο 2013-2017:

Πίνακας 15: Μέσο ποσοστό ιδίων κεφαλαίων την περίοδο 2013 – 2017

Μέσο Ποσοστό Ιδίων Κεφαλαίων					
	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων</b>	64,9	53,4	123,2	124,8	129,1
<b>Σύνολο Παθητικού</b>	249,7	264,4	279,4	285,3	306,3
<b>Ποσοστό σε %</b>	25,99	20	44,09	43,74	42,1

Μέσο ποσοστό ιδίων κεφαλαίων: 35,18%,(ποσά σε εκ. Ευρώ)

### 5.3.1.2 Κόστος ξένων Κεφαλαίων

Για τον υπολογισμό του κόστους ξένων κεφαλαίων θα πρέπει να υπενθυμίσουμε πως είναι το ποσοστό με το οποίο η εταιρία δανείζεται. Χρησιμοποιώντας τα δεδομένα από τις οικονομικές καταστάσεις του 2017 θα ακολουθήσουμε τον παρακάτω τύπο:

$$r_d = \frac{\text{χρεωστικοί τόκοι}}{\text{δανειακά κεφάλαια}} \Rightarrow r_d = \frac{2.300.000}{54.100.000} \Rightarrow r_d = 0,0425$$
 ή 4,25%

Επιπρόσθετα, χρήζει μεγάλης σημασίας ο υπολογισμός του μέσου ποσοστού των δανειακών κεφαλαίων:

Πίνακας 16: Μέσο ποσοστό ξένων κεφαλαίων την περίοδο 2013 – 2017

Μέσο Ποσοστό Ξένων Κεφαλαίων					
	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Σύνολο υποχρεώσεων</b>	184,8	211	156,2	160,5	177,2
<b>Σύνολο Παθητικού</b>	249,7	264,4	279,4	285,3	306,3
<b>Ποσοστό σε %</b>	74,01	80	55,91	56,26	57,90

Μέσο ποσοστό ξένων κεφαλαίων: 64,82% (ποσά σε εκ. Ευρώ)

Άρα το WACC είναι ίσο με:

$$WACC = r_e \frac{E}{E+D} + r_d \frac{D}{E+D} (1 - \varphi) \Rightarrow$$

$$WACC = 0,1246*0,3518 + 0,0425*0,6482*(1 - 0,29) => \boxed{WACC = 0,0634 \text{ ή } 6,34\%}$$

Όπου:

$$r_e = 0,1246 \text{ ή } 12,46\%$$

$$\frac{E}{E+D} = 0,3518 \text{ ή } 35,18 \%$$

$$r_d = 0,0425 \text{ ή } 4,25 \%$$

$$\frac{D}{E+D} = 0,6482 \text{ ή } 64,82\%$$

$$\varphi = 0,29 \text{ ή } 29\%$$

### 5.3.2 Προβλεπόμενες Ταμειακές Ροές

Για να είμαστε σε θέση να υπολογίσουμε τις προβλεπόμενες ταμειακές ροές προς της εταιρία θα χρησιμοποιήσουμε έναν από τους τύπος που αναφέραμε σε προηγούμενο κεφάλαιο:

$FCFF = \text{καθαρά κέρδη} + \text{αποσβέσεις} + \text{τόκοι}*(1 - \text{φόροι}) - \text{επενδύσεις παγίων} - \text{επενδύσεις κεφαλαίου κίνησης}$

Για το έτος 2017 έχουμε

$$FCFF_{2017} = 4.200.000 + 14.200.000 + 2.400.000*(1 - 0,29) - 9.400.000 - 5.600.000$$

$$FCFF_{2017} = 5.104.000$$

Για να είμαστε σε θέση να υπολογίσουμε τις προβλεπόμενες ταμειακές ροές μας είναι απαραίτητο να γνωρίζουμε τον ρυθμό ανάπτυξης  $g$  τόσο για τα 5 πρώτα χρόνια όσο και στο διηνεκές. Σύμφωνα με την οικονομική έκθεση το 2017 οι πωλήσεις αυξήθηκαν κατά 10,95% σε σχέση με το 2016 και η διοίκηση πιστεύει πως οι ταμειακές της ροές θα αυξηθούν με ένα σταθερό ρυθμό για τα επόμενα 5 χρόνια. Έτσι μπορούμε να υποθέσουμε πως η χρηματοροές της θα αυξηθούν με ένα ρυθμό 5% για τα 5 πρώτα χρόνια, ενώ για τον υπολογισμό της υπολειμματικής αξίας πέραν της 5ετίας η ίδια η εταιρία υποθέτει πως θα είναι 1,5%<sup>4</sup>.

---

<sup>4</sup> Ετήσια Οικονομική Έκθεση 2017 της Coca – Cola 3E

Πίνακας 17: Υπολογισμός των Ελεύθερων ταμειακών ροών της Coca – Cola 3E

Ελεύθερες Ταμειακές Ροές προς την Εταιρία					
	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Καθαρά Κέρδη</b>	4.410.000	4.630.500	4.856.025	5.105.126	5.360.383
<b>+ Αποσβέσεις</b>	14.910.000	15.655.500	16.438.275	17.260.189	18.123.198
<b>+ Τόκοι*(1 – φ)</b>	1.789.200	1.878.660	1.972.593	2.071.223	2.174.784
<b>- Επενδύσεις Παγίων</b>	9.870.000	10.363.500	10.881.675	11.425.759	11.997.047
<b>-Μεταβολή στο Κεφάλαιο Κίνησης</b>	5.880.000	6.174.000	6.482.700	6.806.835	7.147.177
<b>FCFF</b>	5.359.200	5.627.160	5.908.518	6.203.944	6.514.141

Για τον υπολογισμό την υπολειμματικής αξίας θα χρησιμοποιήσουμε τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Υπολειμματική Αξία} = \frac{CF_{t+1}}{r-g}$$

Όπου CF : η χρηματοροή στο χρόνο 2022, για r θα χρησιμοποιήσουμε το WACC και g αυτό που υπόθηκε, άρα έχουμε

$$\text{Υπολειμματική Αξία} = \frac{6.514.141 * 1,015}{0,0634 - 0,015} \Rightarrow \boxed{\text{Υπολειμματική Αξία} = 136.608.534}$$

Τώρα για να βρούμε την αξία της εταιρία θα κάνουμε χρήση του παρόντα τύπου:

$$\text{Firm Value} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t}$$

$$\text{Firm Value} = \frac{5.359.200}{(1+0,0634)^1} + \frac{5.627.160}{(1+0,0634)^2} + \frac{5.908.518}{(1+0,0634)^3} + \frac{6.203.944}{(1+0,0634)^4} + \frac{6.514.141}{(1+0,0634)^5} + \frac{136.608.534}{(1+0,0634)^5}$$

$$\text{Firm Value} = 125.031.636$$

Επίσης

$$\text{Equity Value} = \text{Firm Value} - \text{Αγοραία αξία του χρέους} \Rightarrow$$

$$\text{Equity Value} = 125.031.636 - 107.700.000 = 17.331.636$$

Τέλος αν διαιρέσουμε την αξία που βρήκαμε με τον αριθμό των μετοχών θα βρούμε την δίκαια τιμή της μετοχή η οποία είναι:  $17.331.636/411.663 = 42,10 \text{ €}$

#### 5.4 Σχολιασμός της Τιμής της Μετοχής

Αφού αποτιμήσαμε την εταιρία κάνοντας χρήση του μοντέλου της προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών βρήκαμε πως η δίκαιη τιμή της μετοχής της εταιρίας ανέρχεται στα 42,10 € ενώ σήμερα (26/10/2018) η χρηματιστηριακή τιμή της είναι 26,00€ αυτό μας δείχνει πως η μετοχή είναι υποτιμημένη.

Πρέπει να αναφέρουμε πως τα κέρδη της εταιρία φαίνεται πως θα αυξηθούν μέχρι το τέλος του 2018 έτσι μπορούμε να υποθέσουμε πως και η χρηματιστηριακή τιμή της θα ακολουθήσει ανοδική πορεία.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Παρά το δυσχερές οικονομικό περιβάλλον που έχει δημιουργηθεί για τους καταναλωτές λόγω της οικονομικής κρίσης η Coca – Cola 3E κατάφερε να επανέλθει σε κερδοφόρες λογιστικές χρήσεις από το 2016 και μετά. Ένας από τους κύριους λόγους που η εταιρία κατάφερε να διατηρήσει την κερδοφορία της είναι η κυρίαρχη θέση της στον κλάδο και η παροχή των άριστων προϊόντων της.

Θα πρέπει να τονίσουμε πως η Coca – Cola 3E κατάφερε την τελευταία διετία να κρατήσει τους δείκτες γενικής και άμεσης ρευστότητας γενικά σταθερούς. Οι δείκτες αποδοτικότητας ROE και ROA παρόλο που είναι χαμηλοί, με τον ROE να φτάνει το 3% και τον ROA να είναι μόλις στο 1,3% βλέπουμε πως έχουν την ανοδική τάση. Μια σημαντική αύξηση έδειξε, το 2017, ο δείκτης EPS φτάνοντας το 10,20 σε σχέση με το 2016 που ήταν 5,83 δείχνοντας πως όχι μόνο η εταιρία έχει αύξηση στην κερδοφορία της αλλά έχει ξεκινήσει να κερδίζει και την εμπιστοσύνη των επενδυτών.

Όλα τα παραπάνω είχαν και άμεση επίπτωση στη τιμή της μετοχής. Κατά την διάρκεια ενός έτους η μετοχή σημείωσε μια σημαντική άνοδο της τάξεως του 34,36%, με την τιμή στην αρχή της περιόδου (29/12/2016) να είναι 20,28 € ενώ στις 29/12/2017 να έχει φτάσει στα 27,25 €.

Έχοντας επιλέξει την μέθοδο των ελεύθερων ταμειακών ροών για την αποτίμηση της εταιρίας βρήκαμε πως η δίκαια τιμή της μετοχής ανέρχεται στα 42,10 €. Αυτή η τιμή είναι πολύ μεγαλύτερη από την χρηματιστηριακή τιμή, έτσι οδηγούμαστε στο συμπέρασμα πως η μετοχή είναι υποτιμημένη.

Τέλος, θα πρέπει να αναφερθούμε στο γεγονός πως όλα τα παραπάνω βέλτιστα αποτελέσματα επιτεύχθηκαν από την εταιρία μέσα σε ένα οικονομικά δυσχερές περιβάλλον. Η Coca – Cola 3E θα πρέπει να έχει ως απώτερο σκοπό στη βελτίωση της κερδοφορίας και παραγωγικότητάς της κάνοντας χρήση τη θέση ισχύος που κατέχει στην αγορά, τις νέες συνεργασίες στις οποίες επενδύει και στα καινοτόμα προϊόντα της.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

### Ξένη Βιβλιογραφία

- ✚ Baskin J. and Miranti P. Jr., (1997), A History of Corporate Finance, Cambridge Press
- ✚ Bolton P. and Scharfsein P.S., (1998), Corporate Finance, the Theory of the Firm, and Organizations, Journal of Economic Perspective, Vol. 12, pp. 95 – 114
- ✚ Brealey R.A., Myers S.C. and Allen F., (2013), Αρχές Χρηματοοικονομικής των Επιχειρήσεων, Εκδόσεις Utopia
- ✚ Damodaran A., (2006), Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance, WILEY FINANCE
- ✚ Damodaran A., (2012), Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset, John Wiley & Sons Inc
- ✚ Fernandez P., (2002), Valuation Methods and Shareholder Value Creation, Academic Press
- ✚ Frank M.Z. and Shen T., (2015), Investment and the Weighted Average Cost of Capital
- ✚ Shapiro E., Davies K. and Mackmin. D (2009), Modern Methods of Valuation, Routledge Taylor & Francis Group
- ✚ Tham J. and Velez – Pareja I., (2004), Principle of Cash Flow Valuation: An Integrated Market – Based Approach, Elsevier Academic Press
- ✚ Tirole J., (2006), The Theory of Corporate Finance, Princeton University Press

### Ελληνική Βιβλιογραφία

- ✚ Βασιλείου Δ. και Ηρειώτης Ν., (2009), Ανάλυση Επενδύσεων και Διαχείριση Χαρτοφυλακίου. Εκδόσεις Rosili
- ✚ Γκίκας Δ.Χ.,(2008), Χρηματοοικονομική Λογιστική, Εκδόσεις Γ. ΜΠΕΝΟΥ

- ✚ Λαζαρίδης Γ.Τ. και Παπαδόπουλο Δ.Λ., (2005), Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας
- ✚ Λαζαρίδης Γ.Τ. και Παπαδόπουλο Δ.Λ., (2010), Αποτίμηση Επιχείρησης και Τίτλων βάσει Δημοσιευμένων Ετήσιων Οικονομικών Καταστάσεων Σύμφωνα με τα Ελληνικά και Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας
- ✚ Λουμιώτης Β. Ι. και Τζίφας Β.Ν., (2012), Βασικές Οδηγίες Εφαρμογής Διεθνών Προτύπων Ελέγχου (ΔΠΕ), Σώμα Ορκωτών Ελεγκτών Λογιστών
- ✚ Νεγκάκης Χ.Ι., (2015), Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς: Θεωρεία και Εφαρμογές
- ✚ Νούλας Α., (2015), Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Επενδυτικές και Χρηματοδοτικές Αποφάσεις, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας

### Ιστοσελίδες

- ✚ Adrian T. and Franzoni F, (2009), Learning about Beta: Time-Varying Factor Loadings, Expected Returns, and the Conditional CAPM Διαθέσιμο σε: [http://doc.rero.ch/record/28565/files/Franzoni\\_JFE\\_2009\\_2.pdf](http://doc.rero.ch/record/28565/files/Franzoni_JFE_2009_2.pdf)
- ✚ Coca-Cola HBC AG Βικιπαίδεια διαθέσιμο σε: [https://el.wikipedia.org/wiki/Coca-Cola\\_HBC\\_AG](https://el.wikipedia.org/wiki/Coca-Cola_HBC_AG)
- ✚ Damodaran A., (2006), Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence, διαθέσιμο σε: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/valuesurvey.pdf>
- ✚ Damodaran A., (2012), An Introduction to Valuation διαθέσιμο σε: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/eqnotes/ValIntro.pdf>
- ✚ Damodaran A., Discount Cash Flow Valuation Διαθέσιμο σε: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/eqnotes/dcfallOld.pdf>
- ✚ Damodaran A., Value Creation and Enhancement: Back to the Future Διαθέσιμο σε: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/valcre.pdf>
- ✚ Fischer B., Beta and Return, Διαθέσιμο σε: [http://sbufaculty.tcu.edu/mann/Fin%2030233%20-%20F2010/Black\\_FAJ93.pdf](http://sbufaculty.tcu.edu/mann/Fin%2030233%20-%20F2010/Black_FAJ93.pdf)
- ✚ Frank M.Z. and Shen T., (2015), Investment and the Weighted Average Cost of Capital Διαθέσιμο σε: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2014367](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2014367)



- ✚ Hoesli M., Jani E. and Bender Andre, (2005), Monte Carlo Simulations for Real Estate Valuation Διαθέσιμο σε:  
<https://core.ac.uk/download/pdf/7183128.pdf>
- ✚ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- ✚ <http://www.capital.gr/>
- ✚ <http://www.helex.gr/el/home>
- ✚ <http://www.inr.gr/?p=pet>
- ✚ <http://www.market-risk-premia.com/gr.html>
- ✚ <https://ec.europa.eu/eurostat>
- ✚ [https://el.wikipedia.org/wiki/Coca-Cola\\_HBC\\_AG#cite\\_note-5](https://el.wikipedia.org/wiki/Coca-Cola_HBC_AG#cite_note-5)
- ✚ <https://gr.coca-colahellenic.com/gr/>
- ✚ <https://www.bloomberg.com/europe>
- ✚ <https://www.icap.gr/>
- ✚ <https://www.investopedia.com/>
- ✚ <https://www.naftemporiki.gr/>
- ✚ <https://www.statista.com/statistics/263605/gross-domestic-product-gdp-growth-rate-in-greece/>
- ✚ Miller M.H., (1999), The History of Finance: An eyewitness Account Διαθέσιμο σε:  
<http://www.etcases.com/media/cnews/14225118811419850560.pdf>
- ✚ Βιομηχανία Τροφίμων και ποτών:  
[http://iobe.gr/docs/research/RES\\_05\\_B\\_30042018\\_REP\\_GR.pdf](http://iobe.gr/docs/research/RES_05_B_30042018_REP_GR.pdf)
- ✚ Εθνική τράπεζα της Ελλάδος: [https://www.nbg.gr/greek/the-group/press-office/e-spot/reports/Documents/SMEs\\_Food\\_June\\_2018.pdf](https://www.nbg.gr/greek/the-group/press-office/e-spot/reports/Documents/SMEs_Food_June_2018.pdf)
- ✚ Ρούσης Χ. και Εμπέογλου Ι.,(2014), Πως να υπολογίσουμε την Αξία μια μετοχής, διαθέσιμο σε:  
<http://www.eboss.gr/eboss/articles/article.jsp?context=103&articleid=26927>

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

### Οικονομικές Καταστάσεις της Coca – Cola 3Ε 2017

#### Ισολογισμός

	Σημείωση	Την 31 Δεκεμβρίου	
		2017 € εκατ.	2016 € εκατ.
<b>Ενεργητικό</b>			
Αυλα περιουσιακά στοιχεία .....	3	7,5	7,5
Ενσώματα πάγια στοιχεία .....	4	129,8	120,4
Διαθέσιμα προς πώληση χρηματοοικονομικά στοιχεία .....	5	0,1	0,1
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις .....	7	23,3	31,6
Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία .....	8	3,0	2,9
<b>Σύνολο μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων .....</b>		<b>163,7</b>	<b>162,5</b>
Αποθέματα .....	9	25,6	23,8
Εμπορικές απαιτήσεις .....	10	69,2	68,6
Λοιπές απαιτήσεις .....	11	27,2	18,2
Χρηματικά διαθέσιμα .....	12	20,6	12,2
<b>Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων .....</b>		<b>142,6</b>	<b>122,8</b>
<b>Σύνολο ενεργητικού .....</b>		<b>306,3</b>	<b>285,3</b>
<b>Υποχρεώσεις</b>			
Εμπορικές και λοιπές υποχρεώσεις .....	13	106,1	90,7
<b>Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων .....</b>		<b>106,1</b>	<b>90,7</b>
Μακροπρόθεσμα δάνεια από συνδεδεμένες εταιρείες .....	14	53,6	53,6
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις .....	15	17,5	16,2
<b>Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων .....</b>		<b>71,1</b>	<b>69,8</b>
<b>Σύνολο υποχρεώσεων .....</b>		<b>177,2</b>	<b>160,5</b>
<b>Ίδια κεφάλαια</b>			
Μετοχικό κεφάλαιο .....	16	41,2	41,2
Αποθεματικό υπέρ το άρτιο .....	16	61,5	61,5
Λοιπά αποθεματικά .....	17	164,1	163,8
Αποτελέσματα εις νέον .....		(137,7)	(141,7)
<b>Σύνολο ιδίων κεφαλαίων .....</b>		<b>129,1</b>	<b>124,8</b>
<b>Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων .....</b>		<b>306,3</b>	<b>285,3</b>

### Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης

	Σημείωση	Για τη χρήση που έληξε την 31 Δεκεμβρίου	
		2017	2016
		€ εκατ.	€ εκατ.
Καθαρές πωλήσεις.....		456,9	411,8
Κόστος πωληθέντων.....		(315,4)	(278,3)
<b>Μεικτά κέρδη.....</b>		<b>141,5</b>	<b>133,5</b>
Λειτουργικά έξοδα.....	18	(126,0)	(127,4)
Έξοδα αναδιάρθρωσης.....	19	(0,6)	(1,4)
Λειτουργικά κέρδη.....		14,9	4,7
Καθαρά χρηματοοικονομικά έξοδα.....	20	(2,4)	(2,6)
Κέρδη προ φόρων.....		12,5	2,1
Φόροι.....	21	(8,3)	0,3
<b>Κέρδη μετά φόρων.....</b>		<b>4,2</b>	<b>2,4</b>

### Κατάσταση Συνολικών Εσόδων

	Για τη χρήση που έληξε την 31 Δεκεμβρίου	
	2017	2016
	€ εκατ.	€ εκατ.
Κέρδη/ (Ζημιές) μετά φόρων.....	4,2	2,4
<b>Λοιπά συνολικά έσοδα:</b>		
<b>Στοιχεία που θα μεταφερθούν στα αποτελέσματα:</b>		
Αντιστάθμιση κινδύνου ταμειακών ροών:		
Ποσά από κέρδη κατά τη χρήση.....	1,1	0,8
Ποσά από (ζημιές)/κέρδη που μεταφέρθηκαν στα αποτελέσματα κατά τη χρήση.....	(0,7)	0,4
Φόρος που αναλογεί.....	(0,1)	(0,3)
	0,3	0,9
<b>Στοιχεία που δε θα μεταφερθούν στα αποτελέσματα:</b>		
Αναλογιστικές (ζημιές).....	(0,3)	(2,4)
Φόρος που αναλογεί.....	0,1	0,7
	(0,2)	(1,7)
<b>Λοιπά συνολικά εισοδήματα για τη χρήση,</b>		
<b>μετά από φόρους.....</b>	<b>0,1</b>	<b>(0,8)</b>
<b>Συνολικά έσοδα για τη χρήση.....</b>	<b>4,3</b>	<b>1,6</b>

**Κατάσταση Μεταβολών Ιδίων Κεφαλαίων**

*Αναλογούντα στους ιδιοκτήτες της Εταιρείας*

	Μετοχικό κεφάλαιο € εκατ.	Αποθεμα- τικό υπέρ το άρτιο € εκατ.	Λοιπά αποθεματικά € εκατ.	Αποτελέ- σματα εις νέον € εκατ.	Σύνολο € εκατ.
<b>Υπόλοιπο 1 Ιανουαρίου 2016</b>	<b>41,2</b>	<b>61,5</b>	<b>162,9</b>	<b>(142,4)</b>	<b>123,2</b>
Κέρδη μετά φόρων για τη χρήση.....	—	—	—	2,4	2,4
Λοιπά συνολικά έσοδα/(έξοδα) για τη χρήση, μετά φόρων .....	—	—	0,9	(1,7)	(0,8)
Συγκεντρωτικά συνολικά εισοδήματα για τη χρήση, μετά φόρων.....	—	—	0,9	0,7	1,6
<b>Υπόλοιπο 31 Δεκεμβρίου 2016</b>	<b>41,2</b>	<b>61,5</b>	<b>163,8</b>	<b>(141,7)</b>	<b>124,8</b>
Κέρδη μετά φόρων για τη χρήση.....	—	—	—	4,2	4,2
Λοιπά συνολικά έσοδα/(έξοδα) για τη χρήση, μετά φόρων .....	—	—	0,3	(0,2)	0,1
Συγκεντρωτικά συνολικά εισοδήματα για τη χρήση, μετά φόρων.....	—	—	0,3	4,0	4,3
<b>Υπόλοιπο 31 Δεκεμβρίου 2017</b>	<b>41,2</b>	<b>61,5</b>	<b>164,1</b>	<b>(137,7)</b>	<b>129,1</b>

**Κατάσταση Ταμειακών Ροών**

	Σημείω- ση	Για τη χρήση που έληξε την 31 Δεκεμβρίου	
		2017 € εκατ.	2016 € εκατ.
<b>Λειτουργικές δραστηριότητες</b>			
Κέρδη μετά φόρων .....		4,2	2,4
Καθαρά χρηματοοικονομικά έξοδα .....	20	2,4	2,6
Φόροι που πιστώθηκαν στα αποτελέσματα .....	21	8,3	(0,3)
Αποσβέσεις ενσώματων παγίων στοιχείων .....	4	14,2	13,3
Απομειώσεις ενσώματων παγίων στοιχείων .....	4	1,1	1,1
		30,2	19,1
Ζημίες από πώληση μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων .....		(0,5)	(0,9)
(Αύξηση) αποθεμάτων.....		(2,6)	(0,6)
(Αύξηση)/Μείωση εμπορικών και λοιπών απαιτήσεων .....		(4,1)	14,1
Αύξηση/(Μείωση) εμπορικών και λοιπών υποχρεώσεων .....		11,2	(12,1)
<b>Καθαρές ταμειακές εισροές από λειτουργικές δραστηριότητες</b>		<b>34,2</b>	<b>19,6</b>
<b>Επενδυτικές δραστηριότητες</b>			
Πληρωμές για αγορές ενσώματων παγίων στοιχείων .....		(24,6)	(26,4)
Εισπράξεις από πώληση ενσώματων παγίων στοιχείων .....		1,1	2,9
<b>Καθαρές ταμειακές εκροές από επενδυτικές δραστηριότητες</b>		<b>(23,5)</b>	<b>(23,5)</b>
<b>Χρηματοδοτικές δραστηριότητες</b>			
Εισπράξεις από δάνεια.....	14	—	53,6
Εξοφλήσεις δανείων .....	14	—	(41,9)
Τόκοι καταβληθέντες .....		(2,3)	(2,5)
<b>Καθαρές ταμειακές (εκροές)/εισροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες</b>		<b>(2,3)</b>	<b>9,2</b>
<b>Καθαρή αύξηση χρηματικών διαθεσίμων</b>		<b>8,4</b>	<b>5,3</b>
<b>Μεταβολή χρηματικών διαθεσίμων</b>			
Χρηματικά διαθέσιμα την 1 Ιανουαρίου .....		12,2	6,9
Καθαρή αύξηση χρηματικών διαθεσίμων .....		8,4	5,3
<b>Χρηματικά διαθέσιμα την 31 Δεκεμβρίου</b>	12	<b>20,6</b>	<b>12,2</b>

## Οικονομικές Καταστάσεις της Coca – Cola 3E 2016

### Ισολογισμός

	Σημείωση	Την 31 Δεκεμβρίου	
		2016 € εκατ.	2015 € εκατ.
<b>Ενεργητικό</b>			
Αυλα περιουσιακά στοιχεία .....	3	7,5	7,5
Ενσώματα πάγια στοιχεία .....	4	120,4	110,0
Διαθέσιμα προς πώληση χρηματοοικονομικά στοιχεία .....	5	0,1	0,1
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις .....	7	31,6	30,9
Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία .....	8	2,9	4,9
<b>Σύνολο μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων .....</b>		<b>162,5</b>	<b>153,4</b>
Αποθέματα .....	9	23,8	22,7
Εμπορικές απαιτήσεις .....	10	68,6	71,8
Λοιπές απαιτήσεις .....	11	18,2	24,6
Χρηματικά διαθέσιμα .....	12	12,2	6,9
<b>Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων .....</b>		<b>122,8</b>	<b>126,0</b>
<b>Σύνολο ενεργητικού .....</b>		<b>285,3</b>	<b>279,4</b>
<b>Υποχρεώσεις</b>			
Εμπορικές και λοιπές υποχρεώσεις .....	13	90,7	98,1
<b>Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων .....</b>		<b>90,7</b>	<b>98,1</b>
Μακροπρόθεσμα δάνεια από συνδεδεμένες εταιρείες .....	14	53,6	41,9
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις .....	15	16,2	16,2
<b>Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων .....</b>		<b>69,8</b>	<b>58,1</b>
<b>Σύνολο υποχρεώσεων .....</b>		<b>160,5</b>	<b>156,2</b>
<b>Ίδια κεφάλαια</b>			
Μετοχικό κεφάλαιο .....	16	41,2	41,2
Αποθεματικό υπέρ το άρτιο .....	16	61,5	61,5
Λοιπά αποθεματικά .....	17	163,8	162,9
Αποτελέσματα εις νέον .....		(141,7)	(142,4)
<b>Σύνολο ιδίων κεφαλαίων .....</b>		<b>124,8</b>	<b>123,2</b>
<b>Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων .....</b>		<b>285,3</b>	<b>279,4</b>

### Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης

	Σημείωση	Για τη χρήση που έληξε την 31 Δεκεμβρίου	
		2016 € εκατ.	2015 € εκατ.
Καθαρές πωλήσεις .....		411,8	412,9
Κόστος πωληθέντων .....		(278,3)	(280,6)
<b>Μεικτά κέρδη .....</b>		<b>133,5</b>	<b>132,3</b>
Λειτουργικά έξοδα .....	18	(127,4)	(123,4)
Έξοδα αναδιάρθρωσης .....	19	(1,4)	(11,3)
<b>Λειτουργικά κέρδη/ (ζημιές) .....</b>		<b>4,7</b>	<b>(2,4)</b>
Καθαρά χρηματοοικονομικά έξοδα .....	20	(2,6)	(3,5)
<b>Κέρδη/ (Ζημιές) προ φόρων .....</b>		<b>2,1</b>	<b>(5,9)</b>
Φόροι .....	21	0,3	2,2
<b>Κέρδη/(Ζημιές) μετά φόρων .....</b>		<b>2,4</b>	<b>(3,7)</b>

### Κατάσταση Συνολικών Εσόδων

	Για τη χρήση που έληξε την 31 Δεκεμβρίου	
	2016 € εκατ.	2015 € εκατ.
Κέρδη/ (Ζημιές) μετά φόρων.....	2,4	(3,7)
<b>Λοιπά συνολικά έσοδα:</b>		
<b>Στοιχεία που θα μεταφερθούν στα αποτελέσματα:</b>		
Αντιστάθμιση κινδύνου ταμειακών ροών:		
Ποσά από κέρδη/(ζημιές) κατά τη χρήση.....	0,8	(0,9)
Ποσά από κέρδη/(ζημιές) που μεταφέρθηκαν στα αποτελέσματα κατά τη χρήση.....	0,4	(0,4)
Φόρος που αναλογεί.....	(0,3)	0,3
	<u>0,9</u>	<u>(1,0)</u>
<b>Στοιχεία που δε θα μεταφερθούν στα αποτελέσματα:</b>		
Αναλογιστικές (ζημιές)/κέρδη.....	(2,4)	0,8
Φόρος που αναλογεί.....	0,7	(0,2)
	<u>(1,7)</u>	<u>0,6</u>
<b>Λοιπά συνολικά εισοδήματα για τη χρήση,</b>		
<b>μετά από φόρους.....</b>	<u>(0,8)</u>	<u>(0,4)</u>
<b>Συνολικά έσοδα για τη χρήση.....</b>	<u>1,6</u>	<u>(4,1)</u>

### Κατάσταση Μεταβολών Ιδίων Κεφαλαίων

	Αναλογούντα στους ιδιοκτήτες της Εταιρείας				
	Μετοχικό κεφάλαιο € εκατ.	Αποθεματικό υπέρ το άρτιο € εκατ.	Λοιπά αποθεματικά € εκατ.	Αποτελέσματα εις νέον € εκατ.	Σύνολο € εκατ.
<b>Υπόλοιπο 1 Ιανουαρίου 2015</b>	<b>28,8</b>	<b>—</b>	<b>163,9</b>	<b>(139,3)</b>	<b>53,4</b>
Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.....	12,4	61,6	—	—	74,0
Εξοδα αύξησης μετοχικού κεφαλαίου.....	—	(0,1)	—	—	(0,1)
Ζημιές μετά φόρων για τη χρήση.....	—	—	—	(3,7)	(3,7)
Λοιπά συνολικά εισοδήματα για τη χρήση, μετά φόρων.....	—	—	(1,0)	0,6	(0,4)
Συγκεντρωτικά συνολικά εισοδήματα για τη χρήση, μετά φόρων.....	—	—	(1,0)	(3,1)	(4,1)
<b>Υπόλοιπο 31 Δεκεμβρίου 2015</b>	<b>41,2</b>	<b>61,5</b>	<b>162,9</b>	<b>(142,4)</b>	<b>123,2</b>
Κέρδη μετά φόρων για τη χρήση.....	—	—	—	2,4	2,4
Λοιπά συνολικά έσοδα/(έξοδα) για τη χρήση, μετά φόρων.....	—	—	0,9	(1,7)	(0,8)
Συγκεντρωτικά συνολικά εισοδήματα για τη χρήση, μετά φόρων.....	—	—	0,9	0,7	1,6
<b>Υπόλοιπο 31 Δεκεμβρίου 2016</b>	<b>41,2</b>	<b>61,5</b>	<b>163,8</b>	<b>(141,7)</b>	<b>124,8</b>

**Κατάσταση Ταμειακών Ροών**

	Σημείο ση	Για τη χρήση που έληξε την 31 Δεκεμβρίου	
		2016	2015
		€ εκατ.	€ εκατ.
<b>Λειτουργικές δραστηριότητες</b>			
Κέρδη/(Ζημιές) μετά φόρων.....		2,4	(3,7)
Καθαρά χρηματοοικονομικά έξοδα.....	20	2,6	3,5
Φόροι που πιστώθηκαν στα αποτελέσματα.....	21	(0,3)	(2,2)
Αποσβέσεις ενσώματων παγίων στοιχείων.....	4	13,3	13,6
Απομειώσεις ενσώματων παγίων στοιχείων.....	4	1,1	3,9
		<u>19,1</u>	<u>15,1</u>
(Κέρδη)/Ζημιές από πώληση μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων ...		(0,9)	(0,1)
(Αύξηση)/Μείωση αποθεμάτων.....		(0,6)	2,1
Μείωση/(Αύξηση) εμπορικών και λοιπών απαιτήσεων.....		14,1	(5,6)
(Μείωση)/Αύξηση εμπορικών και λοιπών υποχρεώσεων.....		(12,1)	18,3
Πληρωμή φόρων.....		—	(4,2)
<b>Καθαρές ταμειακές εισροές/(εκροές) από λειτουργικές δραστηριότητες</b>		<u>19,6</u>	<u>25,6</u>
<b>Επενδυτικές δραστηριότητες</b>			
Πληρωμές για αγορές ενσώματων παγίων στοιχείων.....		(26,4)	(16,0)
Εισπράξεις από πώληση ενσώματων παγίων στοιχείων.....		2,9	0,3
<b>Καθαρές ταμειακές εκροές από επενδυτικές δραστηριότητες</b>		<u>(23,5)</u>	<u>(15,7)</u>
<b>Χρηματοδοτικές δραστηριότητες</b>			
Έξοδα που σχετίζονται με την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.....	16	—	(0,1)
Εισπράξεις από δάνεια.....	14	53,6	57,6
Εξοφλήσεις δανείων.....	14	(41,9)	(57,3)
Τόκοι καταβληθέντες.....		(2,5)	(4,2)
<b>Καθαρές ταμειακές εισροές/(εκροές) από χρηματοδοτικές δραστηριότητες</b>		<u>9,2</u>	<u>(4,0)</u>
<b>Καθαρή αύξηση χρηματικών διαθεσίμων</b>		<u>5,3</u>	<u>5,9</u>
<b>Μεταβολή χρηματικών διαθεσίμων</b>			
Χρηματικά διαθέσιμα την 1 Ιανουαρίου.....		6,9	1,0
Καθαρή αύξηση χρηματικών διαθεσίμων.....		5,3	5,9
<b>Χρηματικά διαθέσιμα την 31 Δεκεμβρίου</b>	12	<u>12,2</u>	<u>6,9</u>

## Οικονομικές Καταστάσεις της Coca – Cola 3E 2015

### Ισολογισμός

	Σημείωση	Την 31 Δεκεμβρίου	
		2015 € εκατ.	2014 € εκατ.
<b>Ενεργητικό</b>			
Ασώματα πάγια στοιχεία .....	3	7,5	7,5
Ενσώματα πάγια στοιχεία .....	4	110,0	111,3
Διαθέσιμα προς πώληση χρηματοοικονομικά στοιχεία .....	5	0,1	0,1
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις .....	7	30,9	24,4
Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία .....	8	4,9	5,5
<b>Σύνολο μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων .....</b>		<b>153,4</b>	<b>148,8</b>
Αποθέματα .....	9	22,7	25,2
Εμπορικές απαιτήσεις .....	10	71,8	71,7
Λοιπές απαιτήσεις .....	11	24,6	17,7
Χρηματικά διαθέσιμα .....	12	6,9	1,0
<b>Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων .....</b>		<b>126,0</b>	<b>115,6</b>
<b>Σύνολο ενεργητικού .....</b>		<b>279,4</b>	<b>264,4</b>
<b>Υποχρεώσεις</b>			
Εμπορικές και λοιπές υποχρεώσεις .....	14	98,1	78,6
<b>Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων .....</b>		<b>98,1</b>	<b>78,6</b>
Μακροπρόθεσμα δάνεια από συνδεδεμένες εταιρείες .....	13	41,9	115,6
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις .....	15	16,2	16,8
<b>Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων .....</b>		<b>58,1</b>	<b>132,4</b>
<b>Σύνολο υποχρεώσεων .....</b>		<b>156,2</b>	<b>211,0</b>
<b>Ίδια κεφάλαια</b>			
Μετοχικό κεφάλαιο .....	16	41,2	28,8
Αποθεματικό υπέρ το άρτιο .....	16	61,5	—
Λοιπά αποθεματικά .....	17	162,9	163,9
Αποτελέσματα εις νέον .....		(142,4)	(139,3)
<b>Σύνολο ιδίων κεφαλαίων .....</b>		<b>123,2</b>	<b>53,4</b>
<b>Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων .....</b>		<b>279,4</b>	<b>264,4</b>

### Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης

	Σημείωση	Για τη χρήση που έληξε την 31 Δεκεμβρίου	
		2015 € εκατ.	2014 € εκατ.
Καθαρές πωλήσεις .....		412,9	423,0
Κόστος πωληθέντων .....		(280,6)	(295,6)
<b>Μεικτά κέρδη .....</b>		<b>132,3</b>	<b>127,4</b>
Λειτουργικά έξοδα .....	18	(123,4)	(130,2)
Έξοδα αναδιάρθρωσης .....	19	(11,3)	(5,0)
Λειτουργικές ζημιές .....		(2,4)	(7,8)
Καθαρά χρηματοοικονομικά έξοδα .....	20	(3,5)	(4,8)
Ζημιές προ φόρων .....		(5,9)	(12,6)
Φόροι .....	21	2,2	2,6
<b>Ζημιές μετά φόρων .....</b>		<b>(3,7)</b>	<b>(10,0)</b>



### Κατάσταση Συνολικών Εσόδων

	Για τη χρήση που έληξε την 31 Δεκεμβρίου	
	2015 € εκατ.	2014 € εκατ.
Ζημιές μετά φόρων .....	(3,7)	(10,0)
<b>Λοιπά συνολικά έσοδα:</b>		
<b>Στοιχεία που θα μεταφερθούν στα αποτελέσματα:</b>		
Αντιστάθμιση κινδύνου ταμειακών ροών:		
Ποσά από κέρδη/(ζημιές) κατά τη χρήση.....	(0,9)	0,8
Ποσά από ζημιές που μεταφέρθηκαν στα αποτελέσματα κατά τη χρήση.....	(0,4)	—
Φόρος που αναλογεί.....	0,3	(0,2)
	<u>(1,0)</u>	<u>0,6</u>
<b>Στοιχεία που δε θα μεταφερθούν στα αποτελέσματα:</b>		
Αναλογιστικά κέρδη/(ζημιές) .....	0,8	(2,8)
Φόρος που αναλογεί .....	<u>(0,2)</u>	<u>0,7</u>
	<u>0,6</u>	<u>(2,1)</u>
<b>Λοιπά συνολικά έσοδα για τη χρήση,</b>		
<b>μετά από φόρους .....</b>	<u>(0,4)</u>	<u>(1,5)</u>
<b>Συνολικά έσοδα για τη χρήση .....</b>	<u><b>(4,1)</b></u>	<u><b>(11,5)</b></u>

### Κατάσταση Μεταβολών Ιδίων Κεφαλαίων

	Αναλογούνται στους ιδιοκτήτες της Εταιρείας				
	Μετοχικό κεφάλαιο € εκατ.	Αποθεμα- τικό υπέρ το άρτιο € εκατ.	Λοιπά αποθεματικά € εκατ.	Αποτελέ- σματα εις νέον € εκατ.	Σύνολο € εκατ.
<b>Υπόλοιπο 1 Ιανουαρίου 2014</b>	<b>28,8</b>	<b>—</b>	<b>167,3</b>	<b>(131,2)</b>	<b>64,9</b>
Συμνηφισμός αφορολόγητων αποθεματικών με ζημιές (Ν.2238/94).....	—	—	(4,0)	4,0	—
Ζημιές μετά φόρων για τη χρήση.....	—	—	—	(10,0)	(10,0)
Λοιπά συνολικά έσοδα για τη χρήση, μετά φόρων.....	—	—	0,6	(2,1)	(1,5)
Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα για τη χρήση, μετά φόρων	—	—	0,6	(12,1)	(11,5)
<b>Υπόλοιπο 31 Δεκεμβρίου 2014</b>	<b>28,8</b>	<b>—</b>	<b>163,9</b>	<b>(139,3)</b>	<b>53,4</b>
Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.....	12,4	61,6	—	—	74,0
Εξοδα αύξησης μετοχικού κεφαλαίου.....	—	(0,1)	—	—	(0,1)
Ζημιές μετά φόρων για τη χρήση .....	—	—	—	(3,7)	(3,7)
Λοιπά συνολικά έσοδα για τη χρήση, μετά φόρων .....	—	—	(1,0)	0,6	(0,4)
Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα για τη χρήση, μετά φόρων.....	—	—	(1,0)	(3,1)	(4,1)
<b>Υπόλοιπο 31 Δεκεμβρίου 2015</b> .....	<b>41,2</b>	<b>61,5</b>	<b>162,9</b>	<b>(142,4)</b>	<b>123,2</b>

**Κατάσταση Ταμειακών Ροών**

	Σημείω ση	Για τη χρήση που έληξε την 31 Δεκεμβρίου	
		2015 € εκατ.	2014 € εκατ.
<b>Λειτουργικές δραστηριότητες</b>			
Ζημίες μετά φόρων.....		(3,7)	(10,0)
Καθαρά χρηματοοικονομικά έξοδα.....	20	3,5	4,8
Φόροι που πιστώθηκαν στα αποτελέσματα.....	21	(2,2)	(2,6)
Αποσβέσεις ενσώματων παγίων στοιχείων.....	4	13,6	13,6
Απομειώσεις ενσώματων παγίων στοιχείων.....	4	3,9	0,2
		<u>15,1</u>	<u>6,0</u>
(Κέρδη)/Ζημίες από πώληση μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων ...		(0,1)	0,6
(Αύξηση)/Μείωση αποθεμάτων.....		2,1	(0,7)
Αύξηση εμπορικών και λοιπών απαιτήσεων.....		(5,6)	(8,8)
Αύξηση εμπορικών και λοιπών υποχρεώσεων.....		18,3	2,2
Πληρωμή φόρων.....		(4,2)	—
<b>Καθαρές ταμειακές (εκροές)/εισροές από λειτουργικές δραστηριότητες</b>		<u>25,6</u>	<u>(0,7)</u>
<b>Επενδυτικές δραστηριότητες</b>			
Πληρωμές για αγορές ενσώματων παγίων στοιχείων.....		(16,0)	(12,8)
Εισπράξεις από πώληση ενσώματων παγίων στοιχείων.....		0,3	—
<b>Καθαρές ταμειακές εκροές από επενδυτικές δραστηριότητες</b>		<u>(15,7)</u>	<u>(12,8)</u>
<b>Χρηματοδοτικές δραστηριότητες</b>			
Έξοδα που σχετίζονται με την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.....	16	(0,1)	—
Εισπράξεις από δάνεια.....	13	57,6	135,9
Εξοφλήσεις δανείων.....	13	(57,3)	(117,1)
Τόκοι καταβληθέντες.....		(4,2)	(4,9)
<b>Καθαρές ταμειακές (εκροές)/εισροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες</b>		<u>(4,0)</u>	<u>13,9</u>
<b>Καθαρή αύξηση χρηματικών διαθεσίμων</b>		<u>5,9</u>	<u>0,4</u>
<b>Μεταβολή χρηματικών διαθεσίμων</b>			
Χρηματικά διαθέσιμα την 1 Ιανουαρίου.....		1,0	0,6
Καθαρή αύξηση χρηματικών διαθεσίμων.....		5,9	0,4
<b>Χρηματικά διαθέσιμα την 31 Δεκεμβρίου</b>	12	<u>6,9</u>	<u>1,0</u>

## Οικονομικές Καταστάσεις της Coca – Cola 3E 2014

### Ισολογισμός

	Σημείωση	Την 31 Δεκεμβρίου	
		2014 € εκατ.	2013 € εκατ.
<b>Ενεργητικό</b>			
Ασώματα πάγια στοιχεία .....	3	7,5	7,5
Ενσώματα πάγια στοιχεία .....	4	111,3	113,8
Διαθέσιμα προς πώληση χρηματοοικονομικά στοιχεία .....	5	0,1	0,1
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις .....	7	24,4	21,3
Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία .....	8	5,5	5,4
<b>Σύνολο μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων .....</b>		<b>148,8</b>	<b>148,1</b>
Αποθέματα .....	9	25,2	24,4
Εμπορικές απαιτήσεις .....	10	71,7	66,3
Λοιπές απαιτήσεις .....	11	17,7	10,3
Χρηματικά διαθέσιμα .....	12	1,0	0,6
<b>Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων .....</b>		<b>115,6</b>	<b>101,6</b>
<b>Σύνολο ενεργητικού .....</b>		<b>264,4</b>	<b>249,7</b>
<b>Υποχρεώσεις</b>			
Εμπορικές και λοιπές υποχρεώσεις .....	14	78,6	73,6
<b>Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων .....</b>		<b>78,6</b>	<b>73,6</b>
Μακροπρόθεσμα δάνεια από συνδεδεμένες εταιρείες .....	13	115,6	96,8
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις .....	15	16,8	14,4
<b>Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων .....</b>		<b>132,4</b>	<b>111,2</b>
<b>Σύνολο υποχρεώσεων .....</b>		<b>211,0</b>	<b>184,8</b>
<b>Τόια κεφάλαια</b>			
Μετοχικό κεφάλαιο .....	16	28,8	28,8
Λοιπά αποθεματικά .....	17	163,9	167,3
Αποτελέσματα εις νέον .....		(139,3)	(131,2)
<b>Σύνολο ιδίων κεφαλαίων .....</b>		<b>53,4</b>	<b>64,9</b>
<b>Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων .....</b>		<b>264,4</b>	<b>249,7</b>

### Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης

	Σημείωση	Για τη χρήση που έληξε την 31 Δεκεμβρίου	
		2014 € εκατ.	2013 € εκατ.
Καθαρές πωλήσεις .....		423,0	416,0
Κόστος πωληθέντων .....		(295,6)	(298,7)
<b>Μεικτά κέρδη .....</b>		<b>127,4</b>	<b>117,3</b>
Λειτουργικά έξοδα .....	18	(130,2)	(136,9)
Εξοδα αναδιάρθρωσης .....	19	(5,0)	(11,7)
Λειτουργικές ζημιές .....		(7,8)	(31,3)
Καθαρά χρηματοοικονομικά έξοδα .....	20	(4,8)	(4,7)
Ζημιές προ φόρων .....		(12,6)	(36,0)
Φόροι .....	21	2,6	7,1
<b>Ζημιές μετά φόρων .....</b>		<b>(10,0)</b>	<b>(28,9)</b>

### Κατάσταση Συνολικών Εσόδων

	Για τη χρήση που έληξε την 31 Δεκεμβρίου	
	2014	2013
	€ εκατ.	€ εκατ.
Ζημιές μετά φόρων .....	(10,0)	(28,9)
<b>Λοιπά συνολικά έσοδα:</b>		
<b>Στοιχεία που θα μεταφερθούν στα αποτελέσματα:</b>		
Αντιστάθμιση κινδύνου ταμειακών ροών:		
Ποσά από κέρδη/(ζημιές) κατά τη χρήση.....	0,8	(0,3)
Φόρος που αναλογεί.....	(0,2)	0,1
	<u>0,6</u>	<u>(0,2)</u>
<b>Στοιχεία που δε θα μεταφερθούν στα αποτελέσματα:</b>		
Αναλογιστικά κέρδη/(ζημιές) .....	(2,8)	1,6
Φόρος που αναλογεί .....	0,7	(0,4)
	<u>(2,1)</u>	<u>1,2</u>
<b>Λοιπά συνολικά έσοδα για τη χρήση, μετά από φόρους .....</b>	<u>(1,5)</u>	<u>1,0</u>
<b>Συνολικά έσοδα για τη χρήση .....</b>	<u>(11,5)</u>	<u>(27,9)</u>

### Κατάσταση Μεταβολών Ιδίων Κεφαλαίων

	Αναλογούντα στους ιδιοκτήτες της Εταιρείας			
	Μετοχικό κεφάλαιο € εκατ.	Λοιπά αποθεματικά € εκατ.	Αποτελέσματα εις νέον € εκατ.	Σύνολο € εκατ.
<b>Υπόλοιπο 1 Ιανουαρίου 2013</b>	<b>28,8</b>	<b>167,5</b>	<b>(103,5)</b>	<b>92,8</b>
Ζημιές μετά φόρων για τη χρήση.....	—	—	(28,9)	(28,9)
Λοιπά συνολικά έσοδα για τη χρήση, μετά φόρων.....	—	(0,2)	1,2	1,0
Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα για τη χρήση, μετά φόρων	—	(0,2)	(27,7)	(27,9)
<b>Υπόλοιπο 31 Δεκεμβρίου 2013</b>	<b>28,8</b>	<b>167,3</b>	<b>(131,2)</b>	<b>64,9</b>
Συμψηφισμός φορολόγητων αποθεματικών με ζημιές (Ν. 2238/94).....	—	(4,0)	4,0	—
Ζημιές μετά φόρων για τη χρήση.....	—	—	(10,0)	(10,0)
Λοιπά συνολικά έσοδα για τη χρήση, μετά φόρων .....	—	0,6	(2,1)	(1,5)
Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα για τη χρήση, μετά φόρων .....	—	0,6	(12,1)	(11,5)
<b>Υπόλοιπο 31 Δεκεμβρίου 2014</b>	<b>28,8</b>	<b>163,9</b>	<b>(139,3)</b>	<b>53,4</b>

**Κατάσταση Ταμειακών Ροών**

	Σημείω ση	Για τη χρήση που έληξε την 31 Δεκεμβρίου	
		2014	2013
		€ εκατ.	€ εκατ.
<b>Λειτουργικές δραστηριότητες</b>			
Ζημίες μετά φόρων.....		(10,0)	(28,9)
Καθαρά χρηματοοικονομικά έξοδα.....	20	4,8	4,7
Φόροι που πιστώθηκαν στα αποτελέσματα.....	21	(2,6)	(7,1)
Αποσβέσεις ενσώματων παγίων στοιχείων.....	4	13,6	20,5
Απομειώσεις ενσώματων παγίων στοιχείων.....	4	0,2	9,4
		6,0	(1,4)
(Κέρδη)/Ζημίες από πώληση μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων...		0,6	(0,5)
Μείωση αποθεμάτων.....		(0,7)	(1,4)
(Αύξηση)/Μείωση εμπορικών και λοιπών απαιτήσεων.....		(8,8)	39,0
(Μείωση)/Αύξηση εμπορικών και λοιπών υποχρεώσεων.....		2,2	(10,5)
<b>Καθαρές ταμειακές (εκροές)/εισροές από λειτουργικές δραστηριότητες</b>		<b>(0,7)</b>	<b>25,2</b>
<b>Επενδυτικές δραστηριότητες</b>			
Πληρωμές για αγορές ενσώματων παγίων στοιχείων.....		(12,8)	(6,3)
<b>Καθαρές ταμειακές εκροές από επενδυτικές δραστηριότητες</b>		<b>(12,8)</b>	<b>(6,3)</b>
<b>Χρηματοδοτικές δραστηριότητες</b>			
Έξοδα που σχετίζονται με την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.....		—	—
Εισπράξεις από δάνεια.....	13	135,9	100,8
Εξοφλήσεις δανείων.....	13	(117,1)	(115,2)
Τόκοι καταβληθέντες.....		(4,9)	(4,5)
<b>Καθαρές ταμειακές (εκροές)/εισροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες</b>		<b>13,9</b>	<b>(18,9)</b>
<b>Καθαρή αύξηση χρηματικών διαθεσίμων</b>		<b>0,4</b>	<b>—</b>
<b>Μεταβολή χρηματικών διαθεσίμων</b>			
Χρηματικά διαθέσιμα την 1 Ιανουαρίου.....		0,6	0,6
Καθαρή αύξηση χρηματικών διαθεσίμων.....		0,4	—
<b>Χρηματικά διαθέσιμα την 31 Δεκεμβρίου</b>	12	<b>1,0</b>	<b>0,6</b>

## Τιμές Κλεισίματος της Μετοχής Coca – Cola 3E 2014 – 2017

2/1/2014	21,547	19/2/2014	19,18	9/4/2014	18,13	29/5/2014	16,51
3/1/2014	21,187	20/2/2014	19,35	10/4/2014	18,15	30/5/2014	16,96
7/1/2014	21,7	21/2/2014	19	11/4/2014	17,85	2/6/2014	17,55
8/1/2014	22	24/2/2014	18,23	14/4/2014	18,01	3/6/2014	17,07
9/1/2014	21,89	25/2/2014	18,64	15/4/2014	18,08	4/6/2014	16,99
10/1/2014	21,61	26/2/2014	18,69	16/4/2014	18,3	5/6/2014	16,9
13/1/2014	21,79	27/2/2014	18,29	17/4/2014	18,41	6/6/2014	16,99
14/1/2014	21,45	28/2/2014	18,14	22/4/2014	18,45	10/6/2014	17,3
15/1/2014	21,22	4/3/2014	18,31	23/4/2014	17,93	11/6/2014	17,25
16/1/2014	20,93	5/3/2014	18,41	24/4/2014	17,82	12/6/2014	17,5
17/1/2014	21	6/3/2014	18,38	25/4/2014	18,29	13/6/2014	17,54
20/1/2014	21,04	7/3/2014	18,25	28/4/2014	18,18	16/6/2014	17,22
21/1/2014	21,5	10/3/2014	17,8	29/4/2014	18,1	17/6/2014	17,22
22/1/2014	21,7	11/3/2014	17,89	30/4/2014	18,15	18/6/2014	17,45
23/1/2014	21,47	12/3/2014	17,86	2/5/2014	18,1	19/6/2014	17,45
24/1/2014	20,59	13/3/2014	17,68	5/5/2014	17,6	20/6/2014	17,62
27/1/2014	19,9	14/3/2014	17,2	6/5/2014	17,49	23/6/2014	17,13
28/1/2014	20,26	17/3/2014	17,84	7/5/2014	17,75	24/6/2014	16,97
29/1/2014	19,7	18/3/2014	18,17	8/5/2014	17,8	25/6/2014	16,65
30/1/2014	20,13	19/3/2014	18,32	9/5/2014	17,52	26/6/2014	16,82
31/1/2014	19,6	20/3/2014	17,96	12/5/2014	17,39	27/6/2014	16,95
3/2/2014	19,26	21/3/2014	17,37	13/5/2014	17,5	30/6/2014	16,91
4/2/2014	19,2	24/3/2014	17,69	14/5/2014	17,43	1/7/2014	16,94
5/2/2014	19,57	26/3/2014	18,04	15/5/2014	17,3	2/7/2014	17,09
6/2/2014	19,37	27/3/2014	18,04	16/5/2014	16,82	3/7/2014	17
7/2/2014	19,54	28/3/2014	18,25	19/5/2014	16,64	4/7/2014	16,71
10/2/2014	19,4	31/3/2014	18	20/5/2014	16,85	7/7/2014	16,76
11/2/2014	18,96	1/4/2014	18,2	21/5/2014	16,94	8/7/2014	16,69
12/2/2014	19,54	2/4/2014	18,14	22/5/2014	16,95	9/7/2014	16,35
13/2/2014	19,32	3/4/2014	17,76	23/5/2014	16,89	10/7/2014	16,62
14/2/2014	18,99	4/4/2014	17,95	26/5/2014	17	11/7/2014	16,99
17/2/2014	19,43	7/4/2014	18,1	27/5/2014	17,15	14/7/2014	17,16
18/2/2014	19,3	8/4/2014	18,15	28/5/2014	16,85	15/7/2014	17,45

17/7/2014	17,78	2/9/2014	17,61	17/10/2014	15,95	4/12/2014	17,8
18/7/2014	17,51	3/9/2014	17,98	20/10/2014	16,02	5/12/2014	18,29
21/7/2014	17,57	4/9/2014	18,2	21/10/2014	16,63	8/12/2014	17,86
22/7/2014	17,53	5/9/2014	17,72	22/10/2014	16,88	9/12/2014	16,72
23/7/2014	17,6	8/9/2014	17,84	23/10/2014	16,83	10/12/2014	16,87
24/7/2014	17,6	9/9/2014	17,55	24/10/2014	16,72	11/12/2014	16,64
25/7/2014	17,62	10/9/2014	17,57	27/10/2014	16,67	12/12/2014	16,04
28/7/2014	17,55	11/9/2014	17,24	29/10/2014	16,95	15/12/2014	15,84
29/7/2014	17,64	12/9/2014	17,39	30/10/2014	16,96	16/12/2014	15
30/7/2014	17,81	15/9/2014	17,28	31/10/2014	17,08	17/12/2014	15,42
31/7/2014	17,43	16/9/2014	16,88	3/11/2014	17,24	18/12/2014	15,31
1/8/2014	17,2	17/9/2014	16,95	4/11/2014	17,44	19/12/2014	15,54
4/8/2014	17,01	18/9/2014	17,14	5/11/2014	17,64	22/12/2014	15,88
5/8/2014	17,26	19/9/2014	17,32	6/11/2014	17,79	23/12/2014	15,91
6/8/2014	17,45	22/9/2014	17,42	7/11/2014	17,34	29/12/2014	15,66
7/8/2014	16,52	23/9/2014	17,04	10/11/2014	17,23	30/12/2014	15,68
8/8/2014	16,3	24/9/2014	17,16	11/11/2014	17,26	31/12/2014	15,68
11/8/2014	16,18	25/9/2014	17,02	12/11/2014	17,37	2/1/2015	15,25
12/8/2014	16,11	26/9/2014	17,22	13/11/2014	17,31	5/1/2015	14,41
13/8/2014	16,36	29/9/2014	17,07	14/11/2014	17,29	7/1/2015	14,44
14/8/2014	16,58	30/9/2014	17	17/11/2014	17,15	8/1/2015	14,68
18/8/2014	16,55	1/10/2014	16,82	18/11/2014	17,44	9/1/2015	14,7
19/8/2014	17,02	2/10/2014	17,03	19/11/2014	17,43	12/1/2015	14,39
20/8/2014	17,04	3/10/2014	16,96	20/11/2014	17,9	13/1/2015	14,7
21/8/2014	17,24	6/10/2014	16,8	21/11/2014	18,64	14/1/2015	13,88
22/8/2014	17,32	7/10/2014	17	24/11/2014	18,33	15/1/2015	14
25/8/2014	17,56	8/10/2014	16,86	25/11/2014	18,36	16/1/2015	14,12
26/8/2014	17,48	9/10/2014	16,85	26/11/2014	18,25	19/1/2015	14,82
27/8/2014	17,68	10/10/2014	16,7	27/11/2014	18,13	20/1/2015	14,17
28/8/2014	17,45	13/10/2014	16,37	28/11/2014	18,17	21/1/2015	14
29/8/2014	17,65	14/10/2014	16,31	1/12/2014	17,72	22/1/2015	14,49
1/9/2014	17,61	15/10/2014	16	2/12/2014	18,05	23/1/2015	14,91
16/7/2014	17,7	16/10/2014	15,73	3/12/2014	17,94	26/1/2015	14,47

27/1/2015	14,42	16/3/2015	15,6	8/5/2015	19,42	25/6/2015	20,49
28/1/2015	14,44	17/3/2015	15,69	11/5/2015	19,64	26/6/2015	20,01
29/1/2015	14,66	18/3/2015	16,05	12/5/2015	19,36	3/8/2015	18,94
30/1/2015	14,42	19/3/2015	16,25	13/5/2015	19,41	4/8/2015	18,82
2/2/2015	14,21	20/3/2015	16,54	14/5/2015	19,3	5/8/2015	20,25
3/2/2015	15	23/3/2015	16,4	15/5/2015	19,4	6/8/2015	20,49
4/2/2015	14,69	24/3/2015	16,74	18/5/2015	19,53	7/8/2015	21,93
5/2/2015	14,9	26/3/2015	16,55	19/5/2015	20,62	10/8/2015	20,9
6/2/2015	15,03	27/3/2015	16,47	20/5/2015	20,67	11/8/2015	22
9/2/2015	14,6	30/3/2015	16,91	21/5/2015	20,75	12/8/2015	20,54
10/2/2015	14,95	31/3/2015	16,89	22/5/2015	20,66	13/8/2015	20,04
11/2/2015	15	1/4/2015	16,7	25/5/2015	20,36	14/8/2015	19,84
12/2/2015	15,86	2/4/2015	17,14	26/5/2015	20,6	17/8/2015	20
13/2/2015	15,88	7/4/2015	18,4	27/5/2015	20,76	18/8/2015	20,15
16/2/2015	16,19	8/4/2015	18,23	28/5/2015	20,35	19/8/2015	20,28
17/2/2015	15,98	9/4/2015	18,69	29/5/2015	20,07	20/8/2015	19,7
18/2/2015	15,8	14/4/2015	18,77	2/6/2015	19,53	21/8/2015	19,15
19/2/2015	15,6	15/4/2015	19,03	3/6/2015	19,44	24/8/2015	16,95
20/2/2015	15,56	16/4/2015	19,16	4/6/2015	19,28	25/8/2015	17,84
24/2/2015	15,71	17/4/2015	18,96	5/6/2015	19,41	26/8/2015	18,17
25/2/2015	15,54	20/4/2015	18,5	8/6/2015	19,12	27/8/2015	18,21
26/2/2015	15,7	21/4/2015	18,7	9/6/2015	19,06	28/8/2015	18,29
27/2/2015	16,14	22/4/2015	18,84	10/6/2015	19,3	31/8/2015	17,98
2/3/2015	15,97	23/4/2015	18,86	11/6/2015	19,87	1/9/2015	17,6
3/3/2015	16,14	24/4/2015	19,07	12/6/2015	19,58	2/9/2015	18,04
4/3/2015	16,17	27/4/2015	19,44	15/6/2015	19,53	3/9/2015	18,22
5/3/2015	16,23	28/4/2015	19,47	16/6/2015	19,57	4/9/2015	17,97
6/3/2015	16,2	29/4/2015	19,58	17/6/2015	19,85	7/9/2015	17,69
9/3/2015	16	30/4/2015	19,18	18/6/2015	19,6	8/9/2015	18
10/3/2015	15,9	4/5/2015	19,5	19/6/2015	19,39	9/9/2015	18,69
11/3/2015	15,6	5/5/2015	19,44	22/6/2015	19,9	10/9/2015	18,34
12/3/2015	15,67	6/5/2015	18,91	23/6/2015	20,15	11/9/2015	18,45
13/3/2015	15,65	7/5/2015	18,72	24/6/2015	20,49	14/9/2015	18,35



15/9/2015	18,56	2/11/2015	21,7	17/12/2015	20,41	8/2/2016	16,5
16/9/2015	19,2	3/11/2015	21,84	18/12/2015	20,65	9/2/2016	16
17/9/2015	19	4/11/2015	22,21	21/12/2015	19,45	10/2/2016	16,68
18/9/2015	18,85	5/11/2015	21,56	22/12/2015	19,39	11/2/2016	16,35
21/9/2015	19,16	6/11/2015	21,13	23/12/2015	20,28	12/2/2016	16,36
22/9/2015	18,71	9/11/2015	21,55	28/12/2015	19,67	15/2/2016	17,16
23/9/2015	19,15	10/11/2015	21,85	29/12/2015	19,75	16/2/2016	16,9
24/9/2015	18,94	11/11/2015	21,6	30/12/2015	19,8	17/2/2016	17,41
25/9/2015	19,2	12/11/2015	21,85	31/12/2015	19,79	18/2/2016	17,84
28/9/2015	19	13/11/2015	21,3	4/1/2016	19,38	19/2/2016	18,04
29/9/2015	18,64	16/11/2015	21,25	5/1/2016	19,33	22/2/2016	18,7
30/9/2015	18,78	17/11/2015	22,03	7/1/2016	19,04	23/2/2016	18,7
1/10/2015	18,8	18/11/2015	22,79	8/1/2016	18,88	24/2/2016	17,82
2/10/2015	18,75	19/11/2015	22,96	11/1/2016	18,3	25/2/2016	17,62
5/10/2015	19,61	20/11/2015	23,16	12/1/2016	18,81	26/2/2016	17,67
6/10/2015	19,7	23/11/2015	22,94	13/1/2016	18,88	29/2/2016	17,4
7/10/2015	20,14	24/11/2015	22,78	14/1/2016	18,28	1/3/2016	17,82
8/10/2015	19,95	25/11/2015	23,01	15/1/2016	17,9	2/3/2016	17,51
9/10/2015	19,89	26/11/2015	23,12	18/1/2016	18,18	3/3/2016	17,84
12/10/2015	20,28	27/11/2015	22,93	19/1/2016	18,34	4/3/2016	17,74
13/10/2015	19,6	30/11/2015	22,7	20/1/2016	17,73	7/3/2016	18,23
14/10/2015	20,18	1/12/2015	22,65	21/1/2016	17,82	8/3/2016	17,9
15/10/2015	20,7	2/12/2015	22,65	22/1/2016	18,25	9/3/2016	18
16/10/2015	20,69	3/12/2015	21,98	25/1/2016	18,28	10/3/2016	18,11
19/10/2015	20,6	4/12/2015	21,28	26/1/2016	18,45	11/3/2016	17,97
20/10/2015	20,67	7/12/2015	21,55	27/1/2016	18,49	15/3/2016	18,14
21/10/2015	20,7	8/12/2015	20,68	28/1/2016	18,39	16/3/2016	18,08
22/10/2015	21,05	9/12/2015	19,72	29/1/2016	18,6	17/3/2016	18,17
23/10/2015	21,6	10/12/2015	20,31	1/2/2016	18,94	18/3/2016	18,58
26/10/2015	21,78	11/12/2015	19,9	2/2/2016	18,97	21/3/2016	18,23
27/10/2015	21,57	14/12/2015	19,62	3/2/2016	18,75	22/3/2016	18,21
29/10/2015	21,43	15/12/2015	20,11	4/2/2016	17,25	23/3/2016	18,24
30/10/2015	21,29	16/12/2015	20,37	5/2/2016	17,25	24/3/2016	18,21

29/3/2016	18,29	18/5/2016	17,35	5/7/2016	17,92	22/8/2016	19,79
30/3/2016	18,67	19/5/2016	17	6/7/2016	17,89	23/8/2016	19,8
31/3/2016	18,75	20/5/2016	17,7	7/7/2016	18,13	24/8/2016	19,85
1/4/2016	18,05	23/5/2016	17,62	8/7/2016	17,98	25/8/2016	19,69
4/4/2016	18,35	24/5/2016	17,42	11/7/2016	18,23	26/8/2016	19,85
5/4/2016	18	25/5/2016	17,73	12/7/2016	18,34	29/8/2016	19,57
6/4/2016	17,99	26/5/2016	17,38	13/7/2016	18,33	30/8/2016	20,05
7/4/2016	17,91	27/5/2016	17,35	14/7/2016	18,28	31/8/2016	19,7
8/4/2016	17,76	30/5/2016	17,65	15/7/2016	18,3	1/9/2016	19,77
11/4/2016	17,86	31/5/2016	17,64	18/7/2016	18,23	2/9/2016	19,98
12/4/2016	17,75	1/6/2016	17,47	19/7/2016	18,61	5/9/2016	19,94
13/4/2016	18,3	2/6/2016	17,42	20/7/2016	18,76	6/9/2016	19,88
14/4/2016	18,21	3/6/2016	17,31	21/7/2016	18,85	7/9/2016	20,13
15/4/2016	18,42	6/6/2016	17,44	22/7/2016	19,1	8/9/2016	19,1
18/4/2016	18,48	7/6/2016	18,1	25/7/2016	18,89	9/9/2016	19,9
19/4/2016	18,57	8/6/2016	18,8	26/7/2016	18,96	12/9/2016	19,24
20/4/2016	18,29	9/6/2016	18,57	27/7/2016	18,86	13/9/2016	19,47
21/4/2016	17,99	10/6/2016	18,05	28/7/2016	18,75	14/9/2016	19,55
22/4/2016	17,82	13/6/2016	17,84	29/7/2016	18,51	15/9/2016	20,28
25/4/2016	17,92	14/6/2016	18,03	1/8/2016	18,66	16/9/2016	19,8
26/4/2016	18,23	15/6/2016	17,66	2/8/2016	18,3	19/9/2016	19,78
27/4/2016	18,14	16/6/2016	17,22	3/8/2016	18,23	20/9/2016	19,68
28/4/2016	17,82	17/6/2016	17,88	4/8/2016	18,25	21/9/2016	19,66
4/5/2016	17,35	21/6/2016	18,45	5/8/2016	18,46	22/9/2016	20,21
5/5/2016	17,37	22/6/2016	18,49	8/8/2016	18,5	23/9/2016	20,08
6/5/2016	17,46	23/6/2016	18,32	9/8/2016	18,54	26/9/2016	19,93
9/5/2016	17,62	24/6/2016	17,5	10/8/2016	18,46	27/9/2016	20,28
10/5/2016	18,24	27/6/2016	16,79	11/8/2016	19,65	28/9/2016	20,39
11/5/2016	17,81	28/6/2016	17,49	12/8/2016	20,08	29/9/2016	20,54
12/5/2016	17,7	29/6/2016	17,65	16/8/2016	19,79	30/9/2016	20,63
13/5/2016	16,84	30/6/2016	17,91	17/8/2016	19,67	3/10/2016	20,73
16/5/2016	17,56	1/7/2016	18,33	18/8/2016	19,87	4/10/2016	20,99
17/5/2016	17,58	4/7/2016	18,4	19/8/2016	19,54	5/10/2016	20,6

6/10/2016	20,41	23/11/2016	19,98	11/1/2017	20,65	28/2/2017	22,78
7/10/2016	19,7	24/11/2016	19,96	12/1/2017	20,62	1/3/2017	22,6
10/10/2016	20,17	25/11/2016	20,19	13/1/2017	20,51	2/3/2017	22,77
11/10/2016	20,26	28/11/2016	19,9	16/1/2017	20,47	3/3/2017	22,59
12/10/2016	20,3	29/11/2016	19,82	17/1/2017	20,73	6/3/2017	22,46
13/10/2016	19,81	30/11/2016	20,05	18/1/2017	20,82	7/3/2017	22,48
14/10/2016	20,06	1/12/2016	19,22	19/1/2017	21,07	8/3/2017	22,47
17/10/2016	20,09	2/12/2016	19,52	20/1/2017	20,9	9/3/2017	22,45
18/10/2016	20,62	5/12/2016	19,36	23/1/2017	21,07	10/3/2017	22,47
19/10/2016	20,57	6/12/2016	19,3	24/1/2017	20,94	13/3/2017	22,5
20/10/2016	20,56	7/12/2016	19,07	25/1/2017	21	14/3/2017	22,5
21/10/2016	20,61	8/12/2016	19,8	26/1/2017	21,4	15/3/2017	22,62
24/10/2016	20,55	9/12/2016	19,93	27/1/2017	21,28	16/3/2017	22,81
25/10/2016	20,36	12/12/2016	19,79	30/1/2017	21,1	17/3/2017	22,46
26/10/2016	20,46	13/12/2016	19,47	31/1/2017	21,05	20/3/2017	22,94
27/10/2016	20,37	14/12/2016	19,2	1/2/2017	21,21	21/3/2017	22,99
31/10/2016	19,84	15/12/2016	19,62	2/2/2017	20,78	22/3/2017	23,1
1/11/2016	19,78	16/12/2016	19,9	3/2/2017	20,79	23/3/2017	23,31
2/11/2016	19,55	19/12/2016	20,14	6/2/2017	20,68	24/3/2017	23,47
3/11/2016	19,94	20/12/2016	19,66	7/2/2017	20,83	27/3/2017	23,26
4/11/2016	19,43	21/12/2016	20,15	8/2/2017	21,2	28/3/2017	23,6
7/11/2016	19,27	22/12/2016	20,07	9/2/2017	21,34	29/3/2017	23,49
8/11/2016	19,27	23/12/2016	20,24	10/2/2017	21,46	30/3/2017	23,79
9/11/2016	19,38	27/12/2016	20,66	13/2/2017	21,57	31/3/2017	24,14
10/11/2016	19,33	28/12/2016	20,22	14/2/2017	21,63	3/4/2017	24,14
11/11/2016	19,12	29/12/2016	20,28	15/2/2017	21,54	4/4/2017	24,19
14/11/2016	19,41	30/12/2016	20,69	16/2/2017	22,1	5/4/2017	24,28
15/11/2016	19,29	2/1/2017	20,5	17/2/2017	23,01	6/4/2017	24,31
16/11/2016	19,5	3/1/2017	20,56	20/2/2017	23,09	7/4/2017	24,23
17/11/2016	19,33	4/1/2017	20,69	21/2/2017	23,32	10/4/2017	24,18
18/11/2016	19,76	5/1/2017	20,68	22/2/2017	23,03	11/4/2017	24,56
21/11/2016	19,88	9/1/2017	20,97	23/2/2017	22,99	12/4/2017	24,48
22/11/2016	20,23	10/1/2017	20,59	24/2/2017	23,07	13/4/2017	25,16

18/4/2017	24,85	6/6/2017	26,4	21/7/2017	24,86	7/9/2017	28,55
19/4/2017	24,96	7/6/2017	26,82	24/7/2017	24,82	8/9/2017	29,02
20/4/2017	24,99	8/6/2017	26,42	25/7/2017	24,86	11/9/2017	29,27
21/4/2017	25,14	9/6/2017	26,4	26/7/2017	25,15	12/9/2017	29,21
24/4/2017	25,15	12/6/2017	25,97	27/7/2017	25,55	13/9/2017	29,5
25/4/2017	25,14	13/6/2017	25,96	28/7/2017	25,55	14/9/2017	29,4
26/4/2017	25,31	14/6/2017	26,5	31/7/2017	25,68	15/9/2017	29,66
27/4/2017	25,5	15/6/2017	26,4	1/8/2017	25,67	18/9/2017	28,92
28/4/2017	25,35	16/6/2017	26,8	2/8/2017	25,3	19/9/2017	28,3
2/5/2017	25,34	19/6/2017	27,03	3/8/2017	25,38	20/9/2017	28,23
3/5/2017	25,4	20/6/2017	27,1	4/8/2017	25,75	21/9/2017	28,11
4/5/2017	25,36	21/6/2017	27,04	7/8/2017	26,33	22/9/2017	28,5
5/5/2017	25,48	22/6/2017	27,1	8/8/2017	26,29	25/9/2017	28,1
8/5/2017	25,35	23/6/2017	27,4	9/8/2017	26,5	26/9/2017	28,65
9/5/2017	26	26/6/2017	27,37	10/8/2017	28,3	27/9/2017	28,27
10/5/2017	25,98	27/6/2017	26,82	11/8/2017	28,64	28/9/2017	28,16
11/5/2017	25,65	28/6/2017	27	14/8/2017	28,11	29/9/2017	28,26
12/5/2017	25,5	29/6/2017	25,97	16/8/2017	28,41	2/10/2017	28,44
15/5/2017	25,61	30/6/2017	25,81	17/8/2017	28,21	3/10/2017	27,91
16/5/2017	25,61	3/7/2017	25,47	18/8/2017	27,94	4/10/2017	28,73
17/5/2017	25,69	4/7/2017	25,63	21/8/2017	27,84	5/10/2017	28,3
18/5/2017	25,75	5/7/2017	25,6	22/8/2017	28,13	6/10/2017	28,36
19/5/2017	25,57	6/7/2017	25,4	23/8/2017	28	9/10/2017	28,78
22/5/2017	25,65	7/7/2017	25,23	24/8/2017	28,3	10/10/2017	28,89
23/5/2017	25,76	10/7/2017	25,01	25/8/2017	28,27	11/10/2017	29
24/5/2017	26,23	11/7/2017	24,85	28/8/2017	28,1	12/10/2017	29,04
25/5/2017	25,87	12/7/2017	25,1	29/8/2017	28,24	13/10/2017	29,27
26/5/2017	25,97	13/7/2017	25,65	30/8/2017	28,31	16/10/2017	29,42
29/5/2017	25,79	14/7/2017	25,57	31/8/2017	28,77	17/10/2017	29,1
30/5/2017	25,86	17/7/2017	25,4	1/9/2017	29	18/10/2017	29,57
31/5/2017	25,65	18/7/2017	25,19	4/9/2017	29,09	19/10/2017	28,79
1/6/2017	25,71	19/7/2017	25,3	5/9/2017	29,1	20/10/2017	28,82
2/6/2017	26,27	20/7/2017	25,51	6/9/2017	28,78	23/10/2017	28,92

24/10/2017	28,93	8/12/2017	26,42
25/10/2017	28,9	11/12/2017	26,56
26/10/2017	28,76	12/12/2017	26,44
27/10/2017	28,5	13/12/2017	26,57
30/10/2017	28,88	14/12/2017	26,54
31/10/2017	29	15/12/2017	26,03
1/11/2017	28,9	18/12/2017	26,8
2/11/2017	28,93	19/12/2017	26,8
3/11/2017	29,58	20/12/2017	27,09
6/11/2017	29,8	21/12/2017	26,77
7/11/2017	29,37	22/12/2017	27,05
8/11/2017	28,78	27/12/2017	27,1
9/11/2017	29,22	28/12/2017	27,23
10/11/2017	28,93	29/12/2017	27,25
13/11/2017	27,95		
14/11/2017	27,63		
15/11/2017	27,36		
16/11/2017	27,4		
17/11/2017	27,7		
20/11/2017	27,97		
21/11/2017	27,75		
22/11/2017	27,43		
23/11/2017	27,39		
24/11/2017	27,15		
27/11/2017	27,65		
28/11/2017	27,3		
29/11/2017	27,46		
30/11/2017	26,74		
1/12/2017	26,66		
4/12/2017	27,08		
5/12/2017	26,9		
6/12/2017	26,58		
7/12/2017	26,57		