



ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ ΚΑΙ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ

Διπλωματική Εργασία

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ **JUMBO ΑΕ**
(**ΜΠΕΛΑ**)

της

ΜΟΥΤΑΦΗ ΑΙΚΑΤΕΡΙΝΗΣ - ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ

Επιβλέπων Καθηγητής: Παπαδόπουλος Συμεών

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού Διπλώματος στη
Λογιστική Φορολογία και Χρηματοοικονομική Διοίκηση

Οκτώβριος 2020

Θα ήθελα να ευχαριστήσω τους γονείς μου που με στηρίζουν σε κάθε μου βήμα και πιστεύουν σε μένα.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Μέσω της παρούσας διπλωματικής εργασίας πραγματοποιείται η χρηματοοικονομική ανάλυση της εισηγμένης εταιρείας στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών JUMBO ΑΕ (ΜΠΕΛΑ) , κατά τη χρονική περίοδο 2014 – 2019 και η αποτίμησή της.

Στόχος της εργασίας είναι η μελέτη της πορείας της ελληνικής εταιρείας JUMBO ΑΕ που ιδρύθηκε το 1986 και μετατράπηκε σε μία κερδοφόρα επιχείρηση η οποία κατάφερε να πλουτίζει ακόμη και εν μέσω κρίσης. Στις αρχές του 2020 με την εξάπλωση της πανδημίας του COVID19 έχουν δεχθεί μεγάλα πλήγματα εκατομμύρια επιχειρήσεις και γενικότερα η παγκόσμια οικονομία. Ωστόσο, η εταιρεία JUMBO κατάφερε μέχρι στιγμής να επιβιώσει και να σημειώσει μικρές απώλειες. Στην παρούσα εργασία γίνεται μια εκτενής ανάλυση της ισχυρής οικονομικής θέσης της εταιρείας και υπολογίζεται η αξία της.

Αναλυτικότερα, για αυτή τη μελέτη χρησιμοποιήθηκαν οι δημοσιευμένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις της εταιρείας JUMBO και με τη βοήθεια των αριθμοδεικτών προσδιορίζεται η αποδοτικότητα, η ρευστότητα καθώς και η κερδοφορία της εταιρείας.

Στην εισαγωγή παρατίθενται κάποιες βασικές χρηματοοικονομικές έννοιες για τη βαθύτερη κατανόηση της μελέτης όπως οι οικονομικές καταστάσεις, η χρησιμότητά τους κτλ. και πραγματοποιείται μια εκτενής περιγραφή της εταιρείας JUMBO ΑΕ.

Στο κύριο μέρος γίνεται η πρακτική εφαρμογή των αριθμοδεικτών στην εταιρεία JUMBO ΑΕ προκειμένου να διεξαχθούν τα απαιτούμενα συμπεράσματα που αφορούν την πορεία της στην αγορά . Στη συνέχεια, παρουσιάζεται η μέθοδος με την οποία θα γίνει η αποτίμηση και ο τρόπος υπολογισμού της.

Τέλος, παρουσιάζονται τα συμπεράσματα που προκύπτουν από τη χρηματοοικονομική μελέτη και την αποτίμηση της εταιρείας.

ABSTRACT

Through this dissertation is carried out the financial analysis and valuation of the listed company on the Athens Stock Exchange JUMBO SA (BELA), during the period 2014 – 2019.

The aim of this work is to study the progress of the Greek company JUMBO SA, which was founded in 1986 and turned into a profitable company that managed to get rich even in the midst of crisis. At the beginning of 2020, with the spread of the COVID19 pandemic, millions of companies and the global economy in general have been hit hard. However, JUMBO has so far managed to survive and record small losses. In the present work, an extensive analysis of the strong financial position of the company is made and its value is calculated.

More specifically, for this study the published financial statements of the company JUMBO were used and with the help of the ratios the profitability, the liquidity as well as the profitability of the company are determined.

The introduction lists some basic financial concepts for a deeper understanding of the study such as financial statements, their usefulness, etc. and provides an extensive description of JUMBO SA.

In the main part, the practical application of the indicators in the company JUMBO SA takes place in order to carry out the required conclusions regarding its course in the market. Then, the method by which the valuation will be done and the way of its calculation are presented.

Finally, the conclusions that emerge from the financial study and valuation of the company are presented.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ ΚΑΙ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 : ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1. Γενικές έννοιες.....	8
1.1 Οικονομικές καταστάσεις.....	8
1.1.1 Ισολογισμός.....	9
1.1.2 Αποτελέσματα χρήσεως.....	9
1.1.3 Κατάσταση ταμειακών ροών.....	10
1.1.4 Κατάσταση μεταβολής ιδίων κεφαλαίων.....	11
1.1.5 Προσάρτημα ισολογισμού και αποτελεσμάτων χρήσης.....	11
1.2 Ιστορική ανάδρομη του ομίλου JUMBO ΑΕ.....	11
1.3 Δομή του ομίλου.....	14
1.4 Επιχειρηματικό μοντέλο.....	16
1.5 Μετρά προστασίας κατά του COVID19.....	17

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 : ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΑΝΑΛΥΣΗ

2. Χρηματοοικονομικοί δείκτες.....	17
2.1 Δείκτες ρευστότητας.....	18
2.1.1 Δείκτης γενικής ρευστότητας.....	19
2.1.2 Δείκτης άμεσης ρευστότητας.....	19
2.1.3 Δείκτης ταμειακής ρευστότητας.....	19
2.2 Δείκτες αποδοτικότητας.....	21
2.2.1 Περιθώριο μεικτού κέρδους.....	22
2.2.2 Περιθώριο καθαρού κέρδους.....	22
2.2.3 Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού.....	22
2.2.4 Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων.....	23
2.2.5 Οικονομική μόχλευση.....	23
2.3 Επενδυτικοί αριθμοδείκτες.....	25
2.3.1 Κέρδη ανά μετοχή.....	25
2.3.2 Κεφαλαιοποίηση προς πώληση.....	26
2.3.3 Μερισματική απόδοση.....	26
2.3.4 Δείκτης P/E.....	27
2.3.5 Δείκτης P/BV.....	27

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 : ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ

3.1 Αξία της επιχείρησης.....	29
3.2 Αποτίμηση.....	29
3.3 Παράγοντες που επηρεάζουν την αποτίμηση.....	30
3.4 Μεγιστοποίηση της αξίας μιας επιχείρησης σύμφωνα με τον Damodaran.....	30
3.5 Η αποτίμηση σύμφωνα με τον Damodaran.....	31
3.6 Προϋποθέσεις αποτίμησης.....	32
3.7 Μύθοι και παρανοήσεις σχετικά με την αποτίμηση.....	32
3.8 Μέθοδοι αποτίμησης.....	33
3.9 Πλεονεκτήματα της μεθόδου DCF.....	34
3.10 Μειονεκτήματα της μεθόδου DCF.....	34
3.11 Το μοντέλο της προεξόφλησης μελλοντικών ροών DCF.....	35
3.12 Λειτουργικές και ελεύθερες ταμειακές ροές.....	36
3.13 Υπολειμματική αξία.....	37
3.14 Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου.....	38
3.15 Κόστος δανεισμού.....	39
3.16 Κόστος ιδίων κεφαλαίων.....	40
3.17 Υπολογισμός ποσοστών w_e και w_d	43
3.18 Υπολογισμός ρυθμού ανάπτυξης.....	44
3.19 Αποτίμηση με τη μέθοδο DCF.....	45
3.20 Αξία μετοχής.....	46
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 : ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	48
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	50
ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΠΗΓΕΣ	52
ΠΡΟΣΑΡΤΗΜΑ	53
Προσάρτημα Α: Οικονομικές Καταστάσεις JUMBO ΑΕ 2018 -2019	53
Προσάρτημα Β: Οικονομικές Καταστάσεις JUMBO ΑΕ 2016 - 2017	55
Προσάρτημα Γ: Οικονομικές Καταστάσεις JUMBO ΑΕ 2014 – 2015	57

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ ΚΑΙ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Διάγραμμα 1.1 : Κύκλος εργασιών της JUMBO ΑΕ τα έτη 2014 – 2019	13
Διάγραμμα 1.2 : Ποσοστό πωλήσεων ανά είδος	14
Πίνακας 1.1: Επιχειρηματικό μοντέλο της JUMBO ΑΕ.....	16
Πίνακας 2.1 : Οικονομικά στοιχεία της JUMBO ΑΕ	20
Πίνακας 2.2 : Δείκτες Ρευστότητας	20
Διάγραμμα 2.1 : Πορεία δεικτών ρευστότητας τα έτη 2014 – 2019	21
Πίνακας 2.3 : Οικονομικά στοιχεία της JUMBO ΑΕ	24
Πίνακας 2.4 : Δείκτες Αποδοτικότητας	24
Διάγραμμα 2.2 : Πορεία δεικτών αποδοτικότητας τα έτη 2014 – 2019	25
Πίνακας 2.5 : Επενδυτικοί Δείκτες	28
Διάγραμμα 2.3 : Πορεία επενδυτικών δεικτών τα έτη 2014 – 2019	28
Διάγραμμα 3.1 : Πώς να μεγιστοποιήσεις την αξία μιας επιχείρησης (Damodaran)	31
Πίνακας 3.1 : Υπολογισμός κόστους δανεισμού rd	40
Διάγραμμα 3.2 : Πορεία 6μήνου του 10ετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου	42
Πίνακας 3.2 : Μέσο Ποσοστό Ξένων Κεφαλαίων της JUMBO ΑΕ	43
Πίνακας 3.3 : Μέσο Ποσοστό Ιδίων Κεφαλαίων της JUMBO ΑΕ	43
Πίνακας 3.4 : Ρυθμός Αύξησης Πωλήσεων	44
Πίνακας 3.5 : Υπολογισμός Δείκτης Επανεπένδυσης Ομίλου JUMBO 2014-2019	44
Πίνακας 3.6 : Υπολογισμός Αξίας Επιχείρησης JUMBO ΑΕ για τα έτη 2020-2024	45
Πίνακας 3.7 Υπολογισμός αξίας μετοχής JUMBO ΑΕ.....	46
Πίνακας 3.8 : Τιμή Μετοχής 2019 – 2020	47
Πίνακας 3.9 Συγκριτικός πίνακας Χρηματιστηριακής τιμής μετοχής JUMBO	47
Διάγραμμα 3.3 : Πορεία Μετοχής 2019 – 2020	48

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

ΓΕΝΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ

Η χρηματοοικονομική ανάλυση μιας εταιρείας προϋποθέτει τη γνώση σημαντικών εννοιών που θα χρησιμοποιηθούν εκτενώς καθόλη τη διάρκεια της μελέτης. Οι πληροφορίες και τα στοιχεία της μελέτης θα αντληθούν από τις οικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης επομένως θα ήταν χρήσιμο αρχικά να μιλήσουμε για αυτές και τη σημαντικότητά τους.

1.1 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ

Για τη χρηματοοικονομική μελέτη της εταιρείας JUMBO καθοριστικό ρόλο θα διαδραματίσουν οι ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας. Είναι υποχρεωτικές και αποτελούν κύρια πηγή δεδομένων, τα οποία έπειτα από επεξεργασία προσφέρουν χρήσιμες πληροφορίες για την οικονομική θέση, την απόδοση, τα κέρδη, τις ζημίες, τις ταμειακές ροές και γενικότερα τις μεταβολές στην οικονομική θέση μιας επιχείρησης. Σύμφωνα με αυτές μπορούν να ληφθούν οικονομικές αποφάσεις ζωτικής σημασίας για μία επιχείρηση. Αποτελούν πολύτιμο εργαλείο ανάλυσης της χρηματοπιστωτικής θέσης και της προοπτικής δυναμικής της επιχείρησης και χρησιμοποιείται από τις τράπεζες και τους επενδυτές για να αξιολογήσουν τη θέση της επιχείρησης πριν χορηγήσουν δάνειο ή αγοράσουν μετοχές της στο χρηματιστήριο.

Οι ετήσιες οικονομικές καταστάσεις που συντάσσονται στην Ελλάδα είναι:

1. Η κατάσταση του ισολογισμού τέλους χρήσης.
2. Η κατάσταση του λογαριασμού αποτελεσμάτων χρήσης.
3. Η κατάσταση ταμειακών ροών.
4. Η κατάσταση μεταβολής ιδίων κεφαλαίων
5. Το προσάρτημα του ισολογισμού και των αποτελεσμάτων χρήσης.

Ο Warren Buffet, ένας από τους μεγαλύτερους και πιο πετυχημένους επενδυτές στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, υποστηρίζει ότι τα αποτελέσματα χρήσεως και ο ισολογισμός αποτελούν χρήσιμα εργαλεία για τους επενδυτές, όμως καταρτίζονται σύμφωνα με παραδοχές και εκτιμήσεις και συνεπώς μπορεί να περιέχουν σφάλματα. Δεν συμβαίνει όμως το ίδιο με τα χρηματικά διαθέσιμα, τα οποία αποτελούν μια ασφαλή

εικόνα για τη κατάσταση της επιχείρησης

1.1.1 ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ

Ο Ισολογισμός είναι μία στιγμιαία φωτογραφία της οικονομικής κατάστασης της επιχείρησης που δείχνει τα περιουσιακά στοιχεία (ενεργητικό , τις υποχρεώσεις και τα ίδια κεφάλαια) σε ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα.

Το Ενεργητικό αποτελείται από δύο μεγάλες κατηγορίες. Το Κυκλοφορούν Ενεργητικό και το Πάγιο Ενεργητικό. Σύμφωνα με το Γενικό Λογιστικό Σχέδιο, οι λογαριασμοί του Ενεργητικού κατατάσσονται με βάση το κριτήριο ρευστότητας. Δηλαδή παρουσιάζονται πρώτοι οι λογαριασμοί του μη Κυκλοφορούντος Ενεργητικού (π.χ. οικόπεδα, κτίρια, μηχανήματα) και μετά αυτοί του Κυκλοφορούντος (π.χ. εμπορεύματα, απαιτήσεις, χρεόγραφα, διαθέσιμα).

Το Παθητικό και τα ίδια κεφάλαια αποτελούνται από τις Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, τις Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις και τα Ίδια κεφάλαια.

Οι λογαριασμοί του Παθητικού κατατάσσονται με βάση το χρόνο λήξης των ιδίων και των ξένων κεφαλαίων, με τον χρόνο των πρώτων να είναι μεγαλύτερος.

Έτσι παρατίθενται πρώτα οι λογαριασμοί της Καθαρής Θέσης (π.χ. μετοχικό κεφάλαιο, αποθεματικά), κατόπιν αυτοί των Μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων (π.χ. ομολογιακά δάνεια) και τέλος οι λογαριασμοί Βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (π.χ. γραμμάτια πληρωτέα).

Οι Ισολογισμοί ανάλογα με την περιοδικότητα τους διακρίνονται σε:

Τακτικούς, όπου καταρτίζονται σε τακτά χρονικά διαστήματα και συνήθως στο τέλος κάθε λογιστικής χρήσης.

Έκτακτους, οι οποίοι καταρτίζονται όταν συγχωνεύονται εταιρίες ή όταν γίνεται εκκαθάριση τους λόγω πτώχευσης.

1.1.2 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΕΩΣ

Αποτελέσματα χρήσης είναι τα κέρδη / ζημιές που προέκυψαν από όλες τις δραστηριότητες της επιχείρησης μέσα στη λογιστική χρήση, συμπεριλαμβανομένων

των έκτακτων γεγονότων.

Υπολογίζονται αφού προστεθούν στο αποτέλεσμα εκμετάλλευσης τα μη λειτουργικά έσοδα και τα μη λειτουργικά κέρδη και αφαιρέσουμε τα μη λειτουργικά έξοδα και τις μη λειτουργικές ζημιές.

Τα αποτελέσματα χρήσης παρουσιάζονται στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης (ΚΑΧ) της επιχείρησης.

Αποτελέσματα Χρήσης = Αποτέλεσμα Εκμετάλλευσης + μη Λειτουργικά Έσοδα + μη Λειτουργικά Κέρδη – μη Λειτουργικά Έξοδα – μη Λειτουργικές Ζημιές.

1.1.3 ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Η Κατάσταση Ταμειακών Ροών είναι η χρηματοοικονομική κατάσταση που εμφανίζει τις εισπράξεις και τις πληρωμές μιας επιχείρησης.

Η Κατάσταση Ταμειακών Ροών (Cash Flow Statement) ταξινομείται σε τρεις βασικές κατηγορίες:

1) Ταμειακές ροές που προέρχονται από ή χρησιμοποιούνται σε λειτουργικές δραστηριότητες (Operating Cash Flow).

Αυτή η κατηγορία περιλαμβάνει τις ταμειακές ροές που προέρχονται από τη λειτουργική δραστηριότητα της επιχείρησης, όπως, για παράδειγμα, εισπράξεις μετρητών από τους πελάτες ή πληρωμές που κατέβαλε η επιχείρηση για εξόφληση μισθών ή προμηθευτών.

2) Ταμειακές ροές που προέρχονται από ή χρησιμοποιούνται σε επενδυτικές δραστηριότητες (Investment Cash Flow).

Αυτή η κατηγορία περιλαμβάνει τις ταμειακές ροές που προέρχονται από επενδυτικές δαπάνες, όπως π.χ. η αγορά ενός μηχανήματος ή ενός φορτηγού αυτοκινήτου. Με την ίδια λογική, εάν η επιχείρηση πουλήσει ένα άλλο πάγιο (περιουσιακό στοιχείο), τα χρήματα που θα εισρεύσουν στην επιχείρηση θα εμφανισθούν σε αυτήν την κατηγορία.

3) Ταμειακές ροές που προέρχονται από ή χρησιμοποιούνται σε χρηματοδοτικές δραστηριότητες (Financial Cash Flow).

Αυτή η κατηγορία περιλαμβάνει τις πηγές χρηματοδότησης των δραστηριοτήτων της επιχείρησης τόσο από ξένα όσο και από ίδια κεφάλαια. Δηλαδή η αποπληρωμή ενός δανείου, η αύξηση του κεφαλαίου της επιχείρησης ή η καταβολή μερισμάτων θα εμφανισθούν σε αυτήν την κατηγορία.

1.1.4 ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΜΕΤΑΒΟΛΗΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Η κατάσταση μεταβολής ιδίων κεφαλαίων παρέχει πληροφορίες για μεταβολές που παρουσιάζουν τα στοιχεία της καθαρής θέσης.

Οι μεταβολές αυτές εξαρτώνται από:

- Τη μεταβολή του μετοχικού κεφαλαίου
- Την έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο
- Τη μεταβολή των αποθεματικών
- Τη μεταβολή των αποτελεσμάτων εις νέο.

1.1.5 ΠΡΟΣΑΡΤΗΜΑ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΚΑΙ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ

Το προσάρτημα είναι απαραίτητο συμπλήρωμα των οικονομικών καταστάσεων, με το οποίο δίνονται διάφορες πρόσθετες ή επεξηγηματικές πληροφορίες. Οι πληροφορίες αυτές έχουν σκοπό να διευκολύνουν όλους τους ενδιαφερόμενους προς τους οποίους απευθύνονται οι οικονομικές καταστάσεις, στο να κατανοούν το περιεχόμενό τους και να διαπιστώνουν την αληθινή οικονομική κατάσταση και τα ακριβή αποτελέσματα. Ενδεικτικά πληροφορίες που πρέπει να περιλαμβάνονται στο προσάρτημα είναι:

- Οι μέθοδοι που εφαρμόστηκαν για την αποτίμηση των στοιχείων των οικονομικών καταστάσεων, για τον υπολογισμό των διορθώσεων αξιών στοιχείων του ενεργητικού και για τον υπολογισμό των αναπροσαρμοσμένων αξιών στοιχείων ενεργητικού.
- Οι αποσβέσεις των πάγιων στοιχείων.
- Οι πρόσθετες αποσβέσεις.
- Στοιχεία για τις συμμετοχές της οικονομικής μονάδας σε άλλες επιχειρήσεις, όταν η συμμετοχή υπερβαίνει το 10% του κεφαλαίου τους κτλ.

1.2 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ

Η ανώνυμη εμπορική εταιρεία JUMBO ΑΕ είναι μια ελληνική εταιρεία η οποία θεωρείται από τις πιο κερδοφόρες εταιρείες στην Ελλάδα. Ιδρυτής της είναι ο Απόστολος Βακάκης, γιος μεγάλου επιχειρηματία και ιδρυτή της βιομηχανίας παιχνιδιών El Greco. Τα πρώτα 3 χρόνια της καριέρας του ασχολήθηκε με την εταιρεία του πατέρα του

αποκτώντας μεγάλη εμπειρία και τελικά το 1986 ίδρυσε τη δική του εταιρεία παιχνιδιών στη Γλυφάδα, με την ονομασία Μπέϊμπυ Λαντ Παιχνίδια Α.Ε.

Ακολούθησαν 9 ακόμη καταστήματα στην Ελλάδα και το 1997 η εταιρεία εισήχθη στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Έπειτα μέχρι και τον Αύγουστο του 1998 ο Απόστολος Βακάκης είχε στην κατοχή του 13 καταστήματα στην Ελλάδα. Την ίδια χρονιά, τον Οκτώβριο το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας αυξήθηκε με την έκδοση 1.200.000 ανώνυμων μετοχών και πραγματοποιήθηκε η εξαγορά ομοειδούς κυπριακής επιχείρησης με την επωνυμία «Jumbo Trading Ltd.» πρώην «Jumbo Investments Ltd.», η οποία αποτελεί την πρώτη θυγατρική της εταιρεία.

Την ίδια χρονιά διαδέχεται και η ίδρυση ενός ακόμη καταστήματος στην Ελλάδα και ειδικότερα στην Κρήτη και το Φεβρουάριο του 1999 συνάπτεται κοινοπρακτικό δάνειο σε EURO μέσω της τράπεζας Societe Generale Λονδίνου και άλλων τραπεζών. Μέχρι το τέλος του 1999 η εταιρεία αριθμεί 17 καταστήματα στην κατοχή της.

Το 2000 αυξάνεται πάλι το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας με 2/10 μετοχές προς 1.500 δρχ. η μία με έκδοση 3.456.000 νέων ονομαστικών μετοχών και έσοδα έκδοσης 5,2 δις. δρχ. και εισάγεται η θυγατρική της εταιρεία στο Χρηματιστήριο Αξιών Κύπρου. Μετέπειτα την ίδια χρονιά πραγματοποιείται η έκδοση Μετατρέψιμου Ομολογιακού Δανείου (Μ.Ο.Δ.), τετραετούς διάρκειας, με δικαίωμα προτίμησης υπέρ παλαιών μετοχών. Εκδόθηκαν 2.764.800 ομολογίες, ονομαστικής αξίας δρχ.1.450 και τιμή διάθεσης δρχ.1.450.

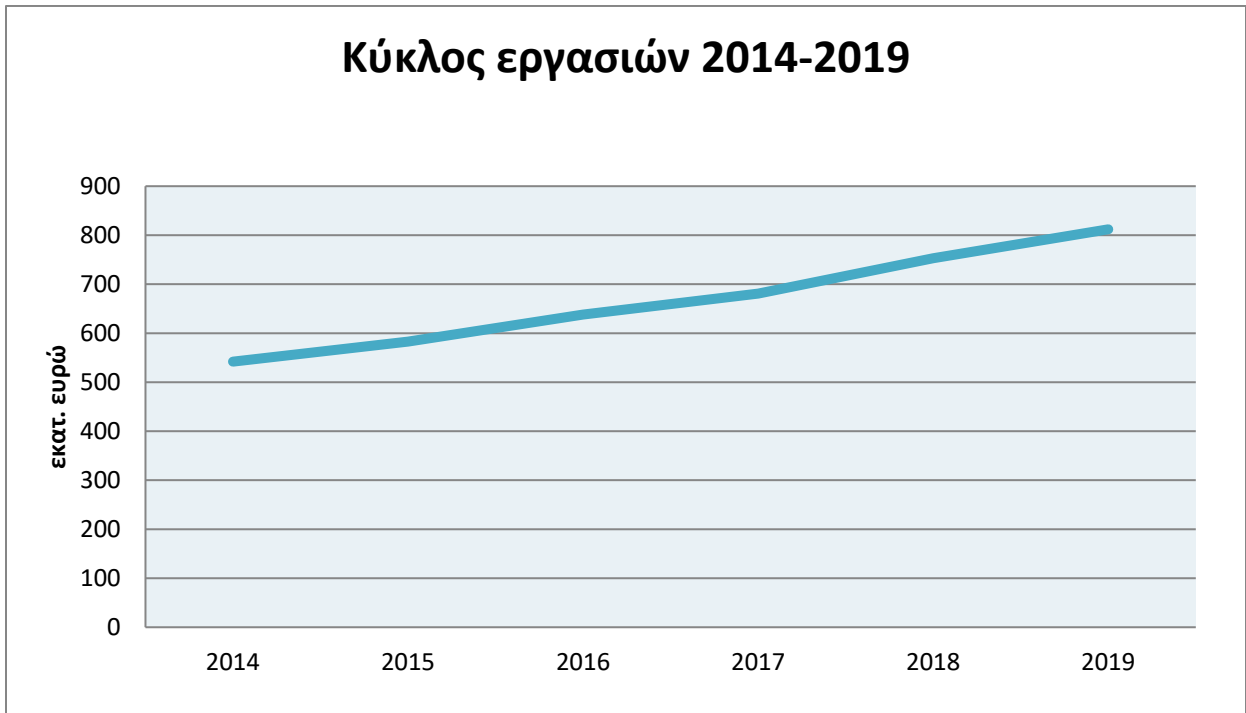
Καθώς συνεχίζει να αυξάνεται ο αριθμός των καταστημάτων το 2001 συνάπτεται και υπογράφεται σύμβαση Κοινοπρακτικού Δανείου, ύψους € 60.000.000 με την Τράπεζα BNP Paribas σε συνεργασία και με άλλες μεγάλες Τράπεζες, τα κεφάλαια του οποίου χρησιμοποιήθηκαν για τη χρηματοδότηση των επενδυτικών προγραμμάτων της εταιρείας.

Το 2004 πραγματοποιείται η έκδοση Κοινού Ομολογιακού Δανείου ποσού € 45 εκατ. , από τις «EFG Telesis Finance A.E.Π.Ε.Υ.» και «BNP Paribas». Το δάνειο αυτό αποπληρώθηκε στις 07.12.2006 . Τον Ιούλιο διαγράφηκαν από το Χρηματιστήριο Αξιών Κύπρου οι τίτλοι, σε συνέχεια της αποδοχής της Δημόσιας Πρότασης και την εξαγορά των υπολοίπων μετόχων από την JUMBO.

Η αυτοκρατορία των παιχνιδιών αναπτύσσεται και αποκτά ολοένα και ισχυρότερη οικονομική θέση στην αγορά καθώς δημιουργούνται υποκαταστήματα στη Βουλγαρία και στη Ρουμανία.

Τα έσοδα της εταιρείας αυξάνονται διαρκώς με αποτέλεσμα το 2014 να ανέρχονται σε 542 εκατ. ευρώ και το 2018 να αγγίζουν τα 753 εκατ. ευρώ.

Διάγραμμα 1.1 Κύκλος εργασιών της JUMBO AE τα έτη 2014 - 2019



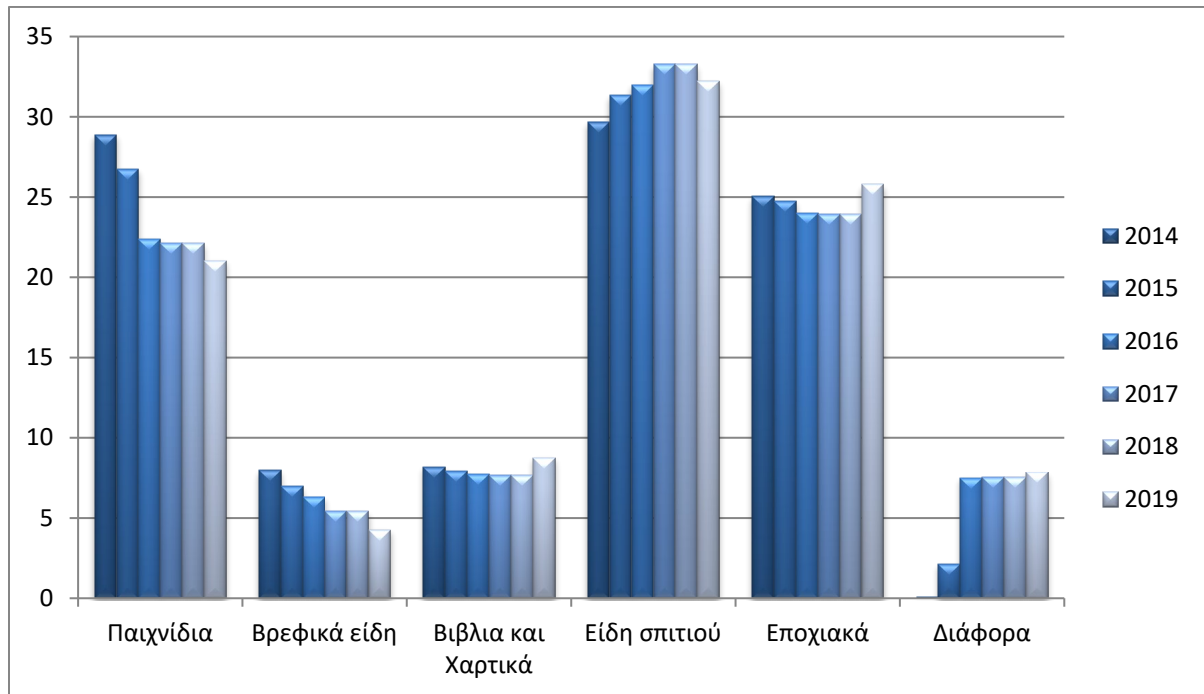
Για τον όμιλο JUMBO, η 30η Ιουνίου 2017, σηματοδότησε την λήξη μίας ακόμη θετικής οικονομικής χρήσης, μέσα στο δύσκολο διεθνές και εθνικό περιβάλλον. Οι πωλήσεις του Ομίλου αυξήθηκαν κατά 6,88% στα 681,43 εκατομμύρια ευρώ από 637,56 εκατομμύρια που ήταν ο τζίρος το περσινό οικονομικό έτος. Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι οι πωλήσεις του Ομίλου JUMBO αυξήθηκαν με ρυθμό 10,55% κατά τη διάρκεια της 12μηνιαίας χρήσης Ιούλιος 2017-Ιούνιος 2018. Έφτασαν τα 753,31 εκατομμύρια ευρώ από 681,43 εκατομμύρια ευρώ. Οι πωλήσεις του Ομίλου για την οικονομική χρήση 2018/2019 αυξήθηκαν κατά 7,8% στα 812,2 εκατ. ευρώ έναντι των 753,3 εκατ. ευρώ της προηγούμενης οικονομικής χρήσης .

Η Εταιρεία έχει καθιερωθεί ως market leader στην αγορά λιανικής πώλησης παιχνιδιών και βρεφικών ειδών. Η κύρια δραστηριότητα της εταιρείας είναι η λιανική πώληση παιχνιδιών , βρεφικών ειδών , ειδών χαρτοπωλείου , εποχιακών ειδών και ειδών σπιτιού. Οι βασικοί ανταγωνιστές της Εταιρείας είναι σαφώς μικρότερου μεγέθους τόσο βάσει του αριθμού των καταστημάτων όσο και του κύκλου εργασιών. Η τρέχουσα εικόνα της αγοράς θα μπορούσε να αλλάξει στο μέλλον είτε με την είσοδο ξένων εταιρειών στην ελληνική αγορά είτε με την αλλαγή της στρατηγικής των υφισταμένων ανταγωνιστών και την επέκταση του δικτύου των καταστημάτων τους.

Από το παραπάνω διάγραμμα συμπεραίνουμε πως κύρια πηγή εσόδων για την εταιρεία

είναι τα παιχνίδια , τα είδη σπιτιού και τα εποχιακά είδη.

Διάγραμμα 1.2 : Ποσοστό πωλήσεων ανά είδος



1.3 ΔΟΜΗ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ

Οι επιχειρήσεις που περιλαμβάνονται στην πλήρη ενοποίηση της JUMBO ΑΕ είναι οι ακόλουθες:

Μητρική Εταιρεία:

Η Ανώνυμη Εμπορική Εταιρεία με την επωνυμία «JUMBO Ανώνυμη Εμπορική Εταιρεία» και το διακριτικό τίτλο «JUMBO» ιδρύθηκε το έτος 1986, με έδρα σήμερα στο Μοσχάτο Αττικής (οδός Κύρου 9 & Ύδρας), είναι εισηγμένη από το έτος 1997 στο Χρηματιστήριο Αθηνών και είναι εγγεγραμμένη στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιρειών του Υπουργείου Ανάπτυξης με ΑΡ.Μ.Α.Ε. 7650/06/Β/86/04 και αριθμό Γ.Ε.ΜΗ 121653960000. Η Εταιρεία έχει καταταγεί στην κατηγορία Κύρια Αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Θυγατρικές εταιρείες:

1. Η θυγατρική εταιρεία με την επωνυμία «JUMBO TRADING LTD», είναι Κυπριακή Εταιρεία περιορισμένης ευθύνης (Limited). Ιδρύθηκε το έτος 1991. Έδρα αυτής, η Λευκωσία Κύπρου (Λεωφ. Αβραάμ Αντωνίου 9, Κάτω Λακατάμια της Λευκωσίας). Είναι εγγεγραμμένη στο Μητρώο Εφόρου Εταιριών Κύπρου με αριθμό Ε 44824. Δραστηριοποιείται στην Κύπρο στο ίδιο αντικείμενο με τη μητρική δηλαδή το λιανικό εμπόριο παιχνιδιών και συναφών ειδών. Η Μητρική κατέχει το 100% των μετοχών και των δικαιωμάτων ψήφου αυτής.

2. Η θυγατρική εταιρεία στη Βουλγαρία με την επωνυμία «JUMBO EC.B. LTD» συστάθηκε την 1η Σεπτεμβρίου 2005 ως Μονοπρόσωπη Εταιρεία Περιορισμένης Ευθύνης με αριθμό Μητρώου – Μεριδάς 96904, τόμος 1291 του Πρωτοδικείου Σόφιας και σύμφωνα με τις πρόνοιες και προϋποθέσεις του αρ. 115 Ε.Ν. Έδρα αυτής η Σόφια Βουλγαρίας (Bul. Bulgaria 51 Sofia 1404). Η Μητρική κατέχει το 100% των μετοχών και των δικαιωμάτων ψήφου αυτής.

3. Η θυγατρική εταιρεία στη Ρουμανία με την επωνυμία «JUMBO EC.R. S.R.L» συστάθηκε την 9η Αυγούστου 2006 ως Εταιρεία περιορισμένης ευθύνης (srl) με αριθμό διάταξης στο εμπορικό Μητρώο J40/12864/2006, με έδρα το Βουκουρέστι, στον τομέα 3, επί της λεωφόρου B-dul Theodor Pallady, αριθ.51, κτίριο Centrul de Calcul στον 5ο όροφο. Η Μητρική κατέχει το 100% των μετοχών και των δικαιωμάτων ψήφου αυτής. 4. Η θυγατρική εταιρεία ASPETTO Ltd ιδρύθηκε την 21.8.2006 με έδρα την Λευκωσία Κύπρου (Λεωφ. Αβραάμ Αντωνίου 9, Κάτω Λακατάμια της Λευκωσίας). Η «JUMBO TRADING LTD» κατέχει το ΟΜΙΛΟΣ JUMBO A.E.E. Ετήσια Οικονομική Έκθεση της χρήσης 2016/2017 58 100% των ψήφων της εταιρείας αυτής. 5. Η εταιρεία WESTLOOK SRL είναι θυγατρική της εταιρείας ASPETTO Ltd η οποία κατέχει το 100% του μετοχικού της κεφαλαίου. Έδρα της είναι το Crevedia της κομητείας Dâmbovița (αυτοκινητόδρομος București – Târgoviște, Αρ. 670, διαμέρισμα 52). Η εταιρεία αυτή ιδρύθηκε στις 16.10.2006.

6. Η εταιρεία RIMOKIN PROPERTIES LTD είναι θυγατρική της εταιρείας JUMBO TRADING LTD η οποία κατέχει το 100% του μετοχικού της κεφαλαίου. Έδρα της είναι η Λευκωσία της Κύπρου (Λεωφ. Αβραάμ Αντωνίου 9, Κάτω Λακατάμια της Λευκωσίας). Η εταιρεία αυτή ιδρύθηκε στις 28.07.2014.

7. Η εταιρεία GEOCAM HOLDINGS LIMITED είναι θυγατρική της εταιρείας JUMBO TRADING Ltd η οποία κατέχει το 100% του μετοχικού της κεφαλαίου. Έδρα της είναι η Λευκωσία της Κύπρου (Λεωφ. Αβραάμ Αντωνίου 9, Κάτω Λακατάμια της Λευκωσίας). Η εταιρεία αυτή ιδρύθηκε στις 13.03.2015.

8. Η εταιρεία GEOFORM LIMITED είναι θυγατρική της εταιρείας JUMBO TRADING LTD η οποία κατέχει το 100% του μετοχικού της κεφαλαίου. Έδρα της είναι η Λευκωσία της Κύπρου (Λεωφ. Αβραάμ Αντωνίου 9, Κάτω Λακατάμια της Λευκωσίας). Η εταιρεία

αυτή ιδρύθηκε στις 13.03.2015.

1.4 ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟ ΜΟΝΤΕΛΟ

Η συνοπτική και περιεκτική αποτύπωση του επιχειρηματικού μοντέλου της JUMBO περιλαμβάνει τα ακόλουθα:

Πίνακας 1.1 Επιχειρηματικό μοντέλο της JUMBO AE

<p><u>Κρίσιμες συνεργασίες</u> Προμηθευτές από όλο τον κόσμο.</p>	<p><u>Κύριες δραστηριότητες</u> Η JUMBO είναι κατ' εξοχήν εμπορική εταιρεία.</p>	<p><u>Αξία/ γρησιμότητα</u> Η JUMBO προσφέρει ποιότητα και πραγματικές τιμές σε μία μεγάλη ποικιλία παιχνιδιών, βρεφικών ειδών, εποχικών ειδών, ειδών για το σπίτι διακόσμησης, βιβλιοχαρτοπωλείου και άλλων μικροαντικειμένων.</p>	<p><u>Σχέσεις με πελάτες</u> Ι.Εμπορικό τμήμα ΙΙ.Ο υπεύθυνος κάθε καταστήματος JUMBO, έχει οριστεί ως εκπρόσωπος του καταναλωτή μέσα στο κατάστημα.</p>	<p><u>Τμήματα αγοράς που απευθύνεται η Εταιρία</u> Τα προϊόντα της JUMBO απευθύνονται στο ευρύ καταναλωτικό κοινό, μέσω: Ι.καταστημάτων λιανικής πώλησης σε 11 περιφέρειες της χώρας και σε 9 χώρες του εξωτερικού. ΙΙ.ηλεκτρονικών πωλήσεων διαδικτύου.</p>
<p><u>Διάρθρωση κόστους</u> Ι.Κόστος αγοράς-εμπορευμάτων ΙΙ.Κόστος απόκτησης/ενοικίασης και συντήρησης μεγάλου δικτύου καταστημάτων λιανικής πώλησης ΙΙΙ. Διαφήμιση</p>	<p><u>Διάρθρωση εσόδων</u> Τα έσοδα της JUMBO προέρχονται κυρίως από τη λιανική πώληση των εμπορευμάτων. Η Εταιρεία εξάγει προϊόντα σε χώρες που έχει συνάψει στρατηγικές συνεργασίες με καταστήματα που φέρουν το σήμα</p>	<p><u>Βασικές ανάγκες των πελατών που ικανοποιεί η JUMBO είναι:</u> Η Εταιρεία αναπτύσσει τις δραστηριότητες με βάση το όραμά της να μπορεί να προσφέρει σε κάθε παιδί ή ενήλικα, πλούσιο ή φτωχό τη δυνατότητα να καλύψει τις ανάγκες του, χωρίς να χρειαστεί να ξοδέψει μία περιουσία.</p>	<p><u>Κανάλια Επικοινωνίας</u> Ι.Διαφημιστική παρουσία σε τηλεόραση ΙΙ.Παρουσία σε μέσα κοινωνικής δικτύωσης</p>	

	της JUMBO. Μικρό μέρος των εσόδων της αποτελεί η χονδρική πώληση στην Ελλάδα.			
--	---	--	--	--

1.5 ΜΕΤΡΑ ΠΡΟΣΤΑΣΙΑΣ ΚΑΤΑ ΤΟΥ COVID19

Η εξάπλωση του COVID-19, ο οποίος τον Μάρτιο 2020 κηρύχτηκε από τον Παγκόσμιο Οργανισμό Υγείας ως πανδημία, έχει επηρεάσει την επιχειρηματική και οικονομική δραστηριότητα παγκοσμίως, πλήττοντας σε μικρότερο ή μεγαλύτερο βαθμό όλες τις χώρες στις οποίες δραστηριοποιείται ο Όμιλος.

Ο Όμιλος παρακολουθεί προσεχτικά τις εξελίξεις σχετικά με την εξάπλωση του κορωνοϊού, προκειμένου να προσαρμοστεί στις ειδικές συνθήκες που προκύπτουν αποκλειστικά για την αντιμετώπιση και τον περιορισμό της διάδοσης του COVID-19. Για τον λόγο αυτό έχει συσταθεί μια ειδική ομάδα για την παρακολούθηση και αξιολόγηση των πιθανών επιπτώσεων της πανδημίας, θέτοντας ως προτεραιότητα την προστασία της υγείας και την ασφάλεια των εργαζομένων της, των πελατών και λοιπών συνεργατών της. Συμμορφώνεται με τις επίσημες οδηγίες των αρμοδίων αρχών για τη λειτουργία των φυσικών του καταστημάτων και των κεντρικών γραφείων στις χώρες που δραστηριοποιείται ενώ παράλληλα εξετάζονται όλες οι ενέργειες που είναι απαραίτητες για την προστασία της οικονομικής θέσης της Εταιρείας και του Ομίλου και την διασφάλιση της λειτουργίας τους με τους περιορισμούς που έχουν επιβληθεί.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ

Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες είναι μαθηματικές σχέσεις που βοηθούν τους αναλυτές να καθορίσουν τις χρηματοδοτικές ανάγκες των επιχειρήσεων κατά την χρηματοοικονομική ανάλυση των οικονομικών στοιχείων. Έτσι, μπορούμε να πληροφορηθούμε σε γενικές γραμμές για τη ρευστότητα, τη δραστηριότητα, την αποδοτικότητα και την βιωσιμότητα μιας επιχείρησης σε σχέση με την διάρθρωση των

κεφαλαίων της και σε τελική ανάλυση την πραγματική κατάσταση ολόκληρης της οικονομικής μονάδας.

Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες μπορούν να ταξινομηθούν σε έξι μεγάλες κατηγορίες:

- Αριθμοδείκτες Ρευστότητας
- Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας
- Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητα
- Αριθμοδείκτες Διαρθρώσεως Κεφαλαίων και Βιωσιμότητας
- Αριθμοδείκτες Επενδύσεων ή Επενδυτικοί Αριθμοδείκτες

Οι αριθμοδείκτες γενικά δεν δίνουν πολλές πληροφορίες από μόνοι τους ούτε δίνουν άμεσα απαντήσεις για τα αίτια ούτε προσφέρουν λύσεις σε προβλήματα. Δεν παύουν να είναι, όμως, ιδανικοί και αποτελεσματικοί στην ανίχνευση και επισήμανση αδυναμιών και προβλημάτων αλλά και στην παρουσίαση μιας σαφούς εικόνας της οικονομικής κατάστασης της εταιρείας. Κάθε δείκτης αποτελεί μια ένδειξη επομένως, για να εξαχθεί συμπέρασμα απαιτείται μελέτη περισσότερων του ενός.

2.1 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

Οι δείκτες ρευστότητας αντλούν στοιχεία από τις ταμειακές ροές, τον Ισολογισμό και τις δηλώσεις εισοδήματος. Αναφέρονται στο μέγεθος και στις σχέσεις των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων και κυκλοφοριακών στοιχείων μιας επιχείρησης. Βασικός σκοπός των αριθμοδεικτών ρευστότητας είναι η μέτρηση της ικανότητας μιας επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις τρέχουσες βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

Ικανοποιητική ρευστότητα έχει μια επιχείρηση που υπάρχει ισορροπία μεταξύ των στοιχείων του Ισολογισμού της. Δηλαδή, κάθε κατηγορία στοιχείων του Ενεργητικού να αντισταθμίζει μία κατηγορία υποχρεώσεων.

Οι αριθμοδείκτες ρευστότητας είναι :

- Ο δείκτης γενικής ρευστότητας
- Ο δείκτης άμεσης ρευστότητας
- Ο δείκτης ταμειακής ρευστότητας

2.1.1 ΔΕΙΚΤΗΣ ΓΕΝΙΚΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

Ο δείκτης γενικής ρευστότητας δείχνει την ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις καθημερινές υποχρεώσεις παρουσιάζοντας το μέτρο ρευστότητας της.

Ο δείκτης πρέπει να είναι μεγαλύτερος από τη μονάδα όμως ένας υπερβολικά μεγάλος δείκτης μπορεί να σημαίνει και μη αποδοτική συσσώρευση ρευστών διαθέσιμων ειδικά αν υπάρχει μεγάλη απόκλιση από το δείκτη άμεσης ρευστότητας.

Δείκτης γενικής ρευστότητας = σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού / σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων

2.1.2 ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΜΕΣΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

Ο δείκτης αυτός χρησιμοποιείται για να δείξει τη σχέση των ρευστοποιήσιμων κυκλοφοριακών στοιχείων του ενεργητικού όπως οι απαιτήσεις και τα χρεόγραφα με τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις του παθητικού. Ο δείκτης αυτός διαφέρει από τον προηγούμενο διότι από το κυκλοφορούν ενεργητικό αφαιρούνται τα αποθέματα διότι ρευστοποιούνται δύσκολα. Επομένως, αυτός ο δείκτης δείχνει την ρευστότητα της επιχείρησης σε περίπτωση άμεσης ανάγκης.

Δείκτης άμεσης ρευστότητας = (Κυκλοφορούν Ενεργητικό – Αποθέματα) / Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις

2.1.3 ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

Αυτός ο δείκτης δηλώνει την ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις της με τα ταμειακά διαθέσιμα και την αποδοτικότητα του τμήματος εισπράξεων και πληρωμών. Στα διαθέσιμα περιλαμβάνονται τα μετρητά στο ταμείο οι καταθέσεις όψεως, οι επιταγές, τα εισηγμένα στο χρηματιστήριο χρεόγραφα και γενικά τα ισοδύναμα με μετρητά στοιχεία. Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης τόσο μεγαλύτερη είναι η ρευστότητα της επιχείρησης.

Δείκτης ταμειακής ρευστότητας = Διαθέσιμο ενεργητικό / ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις

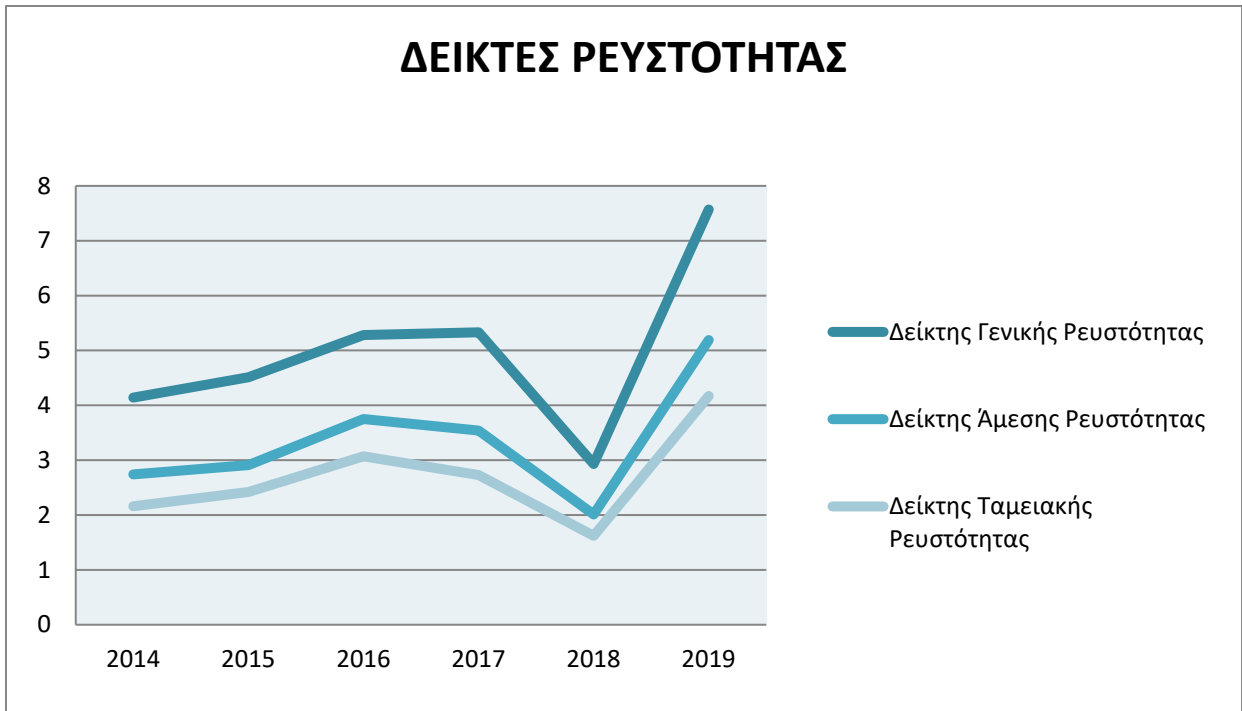
Πίνακας 2.1 : Οικονομικά στοιχεία της JUMBO ΑΕ

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Κυκλοφορούν Ενεργητικό	551.506.035	557.238.058	678.927.895	713.338.102	791.779.795	920.541.248
Αποθέματα	186.179.153	197.792.010	196.780.190	239.233.591	247.808.426	289.945.918
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	287.567.276	298.918.408	394.732.686	366.047.454	436.891.686	506.631.533
Σύνολο Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων	133.318.838	123.481.671	128.559.450	133.877.602	270.022.025	121.616.844

Πίνακας 2.2 : Δείκτες ρευστότητας

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Δείκτης γενικής ρευστότητας	4.14	4.51	5.28	5.33	2.93	7.57
Δείκτης άμεσης ρευστότητας	2.74	2.91	3.75	3.54	2.01	5.19
Δείκτης ταμειακής ρευστότητας	2.16	2.42	3.07	2.73	1.62	4.17

Διάγραμμα 2.1 : Πορεία δεικτών ρευστότητας τα έτη 2014 - 2019



2.2 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

Οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας εκφράζουν την ικανότητα της επιχείρησης να δημιουργεί κέρδη και κατά πόσο αυτά τα κέρδη ήταν ικανοποιητικά ή όχι. Απαντούν σε ερωτήματα σχετικά με το ποια ήταν η απόδοση των κεφαλαίων και ποια ήταν η απόδοση από τις κύριες δραστηριότητες.

Διακρίνονται σε:

- Περιθώριο μεικτού κέρδους
- Περιθώριο καθαρού κέρδους
- Οικονομική Μόχλευση
- Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού
- Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων

2.2.1 ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΜΕΙΚΤΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ

Το μικτό περιθώριο κέρδους αποτελεί έναν δείκτη κερδών σε σχέση με το κόστος παραγωγής. Συνεπώς, ο υπολογισμός του περιθωρίου κέρδους γίνεται βάσει του μικτού κέρδους. Το μικτό κέρδος αντιπροσωπεύει τα συνολικά έσοδα μείον το κόστος των αγαθών που πωλήθηκαν. Ως αποτέλεσμα, ο αριθμός αυτός καλύπτει το κόστος παραγωγής των εμπορευμάτων και μπορεί να αφορά από υλικά έως εργασία.

Όταν αυτός ο δείκτης είναι υψηλός αυτό σημαίνει ότι η επιχείρηση μπορεί να επιτυγχάνει φθηνές αγορές και να πωλεί σε υψηλές τιμές αντιμετωπίζοντας πιο εύκολα μία ενδεχόμενη αύξηση του κόστους των πωλούμενων προϊόντων της .

Περιθώριο μεικτού κέρδους = Μεικτό κέρδος / Πωλήσεις

2.2.2 ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΚΑΘΑΡΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ

Το καθαρό περιθώριο κέρδους εκφράζει το κέρδος μιας επιχείρησης, όχι μόνο μετά την αφαίρεση του κόστους, αλλά αφού έχουν υπολογιστεί και τα λοιπά έξοδα όπως ο φόρος. Πιο συγκεκριμένα, μας δείχνει πιο είναι το καθαρό κέρδος για κάθε 1 ευρώ που εισέρχεται στα ταμεία της επιχείρησης μέσω των πωλήσεων. Επίσης, αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους δείκτες αποδοτικότητας μιας επιχείρησης, καθώς με βάση αυτόν μπορούμε να κρίνουμε την τελική της κερδοφορία. Συνήθως, όσο μεγαλύτερο είναι το καθαρό περιθώριο κέρδους τόσο πιο επικερδής είναι και η συγκεκριμένη επιχείρηση. Είναι αντίστοιχος δείκτης με τον προηγούμενο με τη διαφορά ότι στον αριθμητή χρησιμοποιούνται τα καθαρά κέρδη, αυτά δηλαδή που δεν περιλαμβάνουν τόκους και φόρους.

Περιθώριο Καθαρού κέρδους = Καθαρά κέρδη / Πωλήσεις

2.2.3 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (ROA)

Αποτελεί ένα είδος ελέγχου και αξιολόγησης της διοίκησης και μετρά διαχρονικά το βαθμό απόδοσης της επιχείρησης. Επιπλέον, επιτρέπει τη σύγκριση της αποδοτικότητας της επιχείρησης με το μέσο όρο του κλάδου στον οποίο ανήκει και με την αποδοτικότητα άλλων μορφών επενδύσεων. Συνεπώς, ο δείκτης αυτός δείχνει αν μια επιχείρηση μπορεί να επιζήσει οικονομικά και να προσελκύσει νέα κεφάλαια για επένδυση.

Αποδοτικότητα ενεργητικού = Καθαρά Κέρδη / Ενεργητικό

2.2.4 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (ROE)

Ο δείκτης αυτός απεικονίζει την κερδοφόρα δυναμικότητα μιας επιχείρησης και παρέχει ένδειξη του κατά πόσο επιτεύχθηκε ο στόχος πραγματοποίησης ενός ικανοποιητικού αποτελέσματος από τη χρήση των κεφαλαίων του μετόχου. Χρησιμοποιείται ως ένδειξη αποτελεσματικότητας μιας εταιρείας, δηλαδή πόσο κέρδος μπορεί να παράγει χρησιμοποιώντας τους διαθέσιμους πόρους που επενδύθηκαν από τους μετόχους της (μετοχικό κεφάλαιο) και τα αποθεματικά της. Οι επενδυτές συνήθως αναζητούν εταιρίες με υψηλή και αυξανόμενη απόδοση ιδίων κεφαλαίων.

Αποδοτικότητα Ιδίων κεφαλαίων = Καθαρά κέρδη / Ίδια κεφάλαια

2.2.5 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΜΟΧΛΕΥΣΗ

Μόχλευση είναι η πρακτική του πολλαπλασιασμού της επιρροής ενός χρηματικού ποσού μέσω της χρήσης διαφόρων χρηματοπιστωτικών προϊόντων ή δανειακών κεφαλαίων για να αυξηθεί η δυνητική απόδοση μιας επένδυσης.

Χρηματοοικονομική μόχλευση είναι και ένας δείκτης ο οποίος εκφράζει το χρέος μιας επιχείρησης ως ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου. Υποδεικνύει δηλαδή τον βαθμό κατά τον οποίο ένας επενδυτής ή μια εταιρία χρησιμοποιεί το χρήμα που έχει δανεισθεί. Υψηλή μόχλευση υπάρχει όταν το χρέος είναι μεγάλο σε σχέση με το Ενεργητικό ή με τα ίδια κεφάλαια, ενώ όσο μεγαλύτερη είναι η αναλογία τόσο μεγαλύτερη είναι η χρηματοοικονομική μόχλευση της επιχείρησης. Οι εταιρίες που παρουσιάζουν μεγάλο βαθμό μόχλευσης αντιμετωπίζουν υψηλότερο κίνδυνο χρεοκοπίας εάν βρεθούν σε αδυναμία αποπληρωμής των χρεών τους, ωστόσο παράλληλα μπορούν να αυξήσουν την απόδοση των μετοχών και συνήθως απολαμβάνουν φορολογικά πλεονεκτήματα που συνδέονται με το δανεισμό.

Οικονομική Μόχλευση = Ενεργητικό / Ίδια κεφάλαια

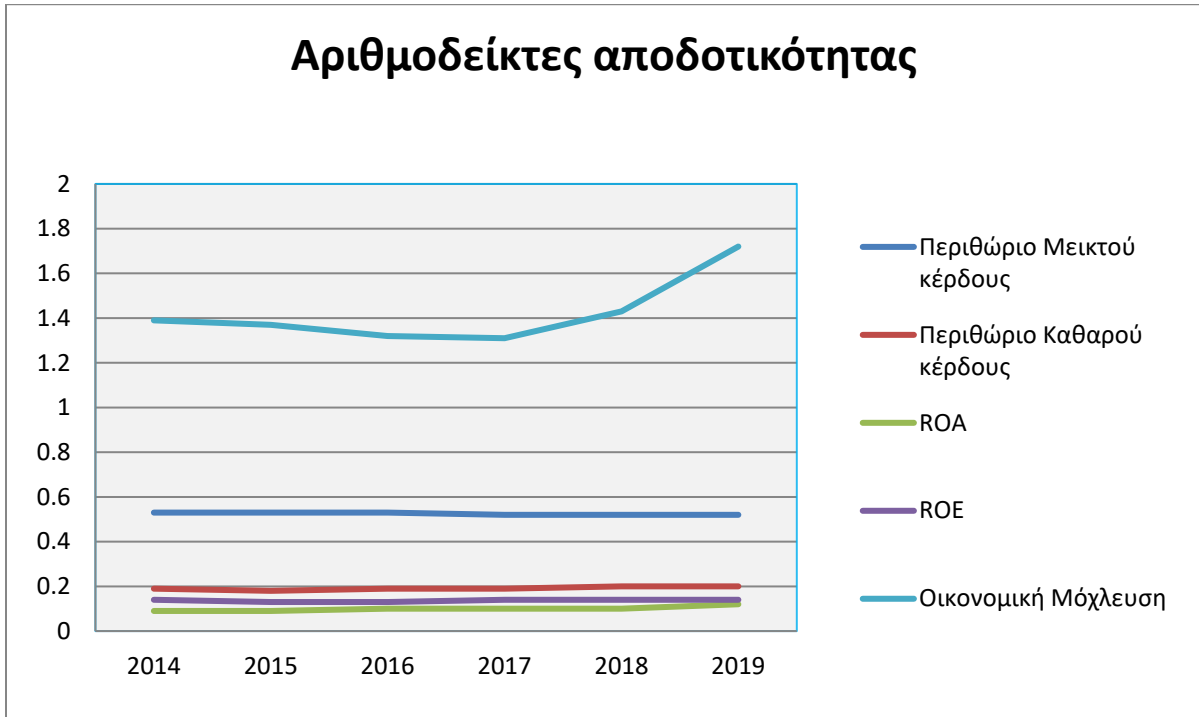
Πίνακας 2.3 Οικονομικά στοιχεία της JUMBO ΑΕ

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Κύκλος Εργασιών	541.847.153	582.548.135	637.557.328	681.429.945	753.299.915	812.177.688
Μεικτό κέρδος	287.809.705	309.705.031	337.930.145	355.490.305	395.149.798	423.848.330
Κέρδη προ φόρων	129.978.935	136.950.418	165.131.638	173.465.869	197.858.577	211.284.375
Κέρδη μετά φόρων	101.249.161	104.837.364	121.263.661	131.008.109	151.100.827	162.872.076
Ίδια κεφάλαια	744.510.358	797.208.547	915.590.627	961.673.028	1.058.468.883	1.161.445.933
Σύνολο ενεργητικού	1.033.937.011	1.090.327.258	1.209.411.365	1.259.584.497	1.509.478.010	1.362.100.164
Καθαρά Αποτελέσματα χρήσης	101.249.161	104.837.364	121.263.661	131.008.109	151.100.827	162.872.076

Πίνακας 2.4 : Δείκτες Αποδοτικότητας

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Περιθώριο Μεικτού κέρδους	0.53	0.53	0.53	0.52	0.52	0.52
Περιθώριο Καθαρού κέρδους	0.19	0.18	0.19	0.19	0.2	0.2
ROA	0.09	0.09	0.1	0.1	0.1	0.12
ROE	0.14	0.13	0.13	0.14	0.14	0.14
Μόχλευση	1.39	1.37	1.32	1.31	1.43	1.72

Διάγραμμα 2.2 : Πορεία δεικτών αποδοτικότητας τα έτη 2014 - 2019



2.3 ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ

Οι δείκτες αυτοί χρησιμοποιούνται από τους επενδυτές ώστε να αποφασίσουν αν θα πρέπει να αγοράσουν, να πουλήσουν ή να διατηρήσουν την επένδυσή τους σε μετοχικούς τίτλους μιας επιχείρησης. Σύμφωνα με αυτούς τους δείκτες διαμορφώνεται η γνώμη που έχουν οι επενδυτές και η αγορά για την απόδοση της επιχείρησης και κατά το παρελθόν και τις μελλοντικές προοπτικές της.

Οι κυριότεροι επενδυτικοί αριθμοδείκτες είναι:

- Κέρδη ανά μετοχή
- Κεφαλαιοποίηση προς πωλήσεις
- Μερισματική απόδοση
- Δείκτης P/E
- Δείκτης P/BV

2.3.1 ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ

Αυτός ο δείκτης μας πληροφορεί τι κέρδη αντιστοιχούν σε μια μετοχή, αντανακλά δηλαδή την κερδοφόρα δυναμικότητα μιας επιχείρησης με βάση τη μια μετοχή της. Όσο μεγαλύτερα είναι τα κέρδη ανά μετοχή τόσο καλύτερη είναι η εταιρεία στον κλάδο της. Ένας πιθανός επενδυτής όμως θα πρέπει να είναι προσεκτικός όσον αφορά από πού προέρχονται τα κέρδη και το κατά πόσο είναι διατηρήσιμα.

Κέρδη ανά Μετοχή = Καθαρά κέρδη / Μετοχές

2.3.2 ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗ ΠΡΟΣ ΠΩΛΗΣΕΙΣ (P/Π)

Ο δείκτης αυτός υποδηλώνει πόσες φορές η χρηματιστηριακή αξία υπερβαίνει ή υπολείπεται του κύκλου εργασίας της κάθε εταιρίας. Όσο πιο χαμηλός είναι ο δείκτης τόσο πιο ευνοϊκά είναι τα εξαγόμενα συμπεράσματα για την εταιρεία.

P/Π = (αριθμός μετοχών x τιμή μετοχής) / Πωλήσεις

2.3.3 ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ

Η μερισματική απόδοση δείχνει την απόδοση που απολαμβάνουν οι επενδυτές από τα μερίσματα των μετοχών που έχουν επενδύσει τα κεφάλαιά τους.

Οι μεγάλες και ώριμες εταιρίες τείνουν να έχουν μεγαλύτερες μερισματικές αποδόσεις από τις πιο καινούριες ενώ εταιρίες με μεγάλη ανάπτυξη δεν έχουν μερισματική απόδοση γιατί δεν μοιράζουν καθόλου μέρισμα.

Η μερισματική απόδοση είναι ένας τρόπος να μετρηθεί το κέρδος που προσφέρει μία μετοχή για κάθε ευρώ που επενδύεται σε αυτή. Οι επενδυτές-μέτοχοι που θέλουν να εξασφαλίσουν ένα ελάχιστο εισόδημα θα προτιμήσουν τις μετοχές με τις υψηλότερες μερισματικές αποδόσεις.

Μερισματική απόδοση = Μέρισμα ανά μετοχή / Τιμή μετοχής

2.3.4 ΔΕΙΚΤΗΣ P/E

Ο δείκτης αυτός δείχνει το ποσό των χρημάτων που είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν οι επενδυτές για την απόκτηση της μετοχής για κάθε ένα ευρώ καθαρά κέρδη ανά μετοχή που πραγματοποιεί η επιχείρηση. Είναι ένας από τους βασικότερους επενδυτικούς δείκτες που χρησιμοποιούνται για να καθοριστεί αν μια μετοχή είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη.

Ένας χαμηλός δείκτης P/E σε συνδυασμό με μια χαμηλή τιμή μετοχής και μεγάλα κέρδη αποτελεί ένδειξη ότι η μετοχή είναι υποτιμημένη. Ενώ, μια ένας υψηλός δείκτης P/E και χαμηλά κέρδη δείχνει πως η μετοχή είναι υπερτιμημένη.

Το βασικό μειονέκτημα του δείκτη P/E έγκειται στο ότι η τιμή της μετοχής που βρίσκεται στον αριθμητή αντανακλά τις μελλοντικές προσδοκίες των επενδυτών, ενώ στον παρανομαστή βρίσκονται τα κέρδη της τελευταίας χρήσης.

Ο δείκτης P/E είναι ιδιαίτερος δημοφιλής στους επενδυτές για τους εξής λόγους:

- Συνδέει την τιμή με τα κέρδη που ανήκουν στους μετόχους.
- Είναι εύκολο να υπολογισθεί και είναι ευρέως διαθέσιμος, γεγονός που διευκολύνει τη σύγκριση των εταιριών.
- Αποτελεί μία ένδειξη για την περίοδο αποπληρωμής και συνεπώς συνδέεται με άλλα εταιρικά χαρακτηριστικά, όπως οι ευκαιρίες ανάπτυξης και ο κίνδυνος.

$$P/E = (\text{Αριθμός μετοχών} \times \text{Τιμή μετοχής}) / \text{Κέρδη προ φόρων}$$

2.3.5 ΔΕΙΚΤΗΣ P/BV

Είναι ο αριθμοδείκτης που εκφράζει πόσο συγκρίσιμη είναι η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής σε σχέση με την πραγματική αξία της όπως προκύπτει από τα ίδια κεφάλαια, δηλαδή την περιουσιακή κατάσταση της επιχείρησης. Ο δείκτης αυτός δείχνει πόσες φορές την καθαρή της θέση αξίζει μια επιχείρηση.

Όσο υψηλότερος είναι ο δείκτης τόσο ακριβότερη θεωρείται η μετοχή. Ενώ, όσο μικρότερη είναι η σχέση της χρηματιστηριακής προς τη λογιστική τιμή μιας μετοχής,

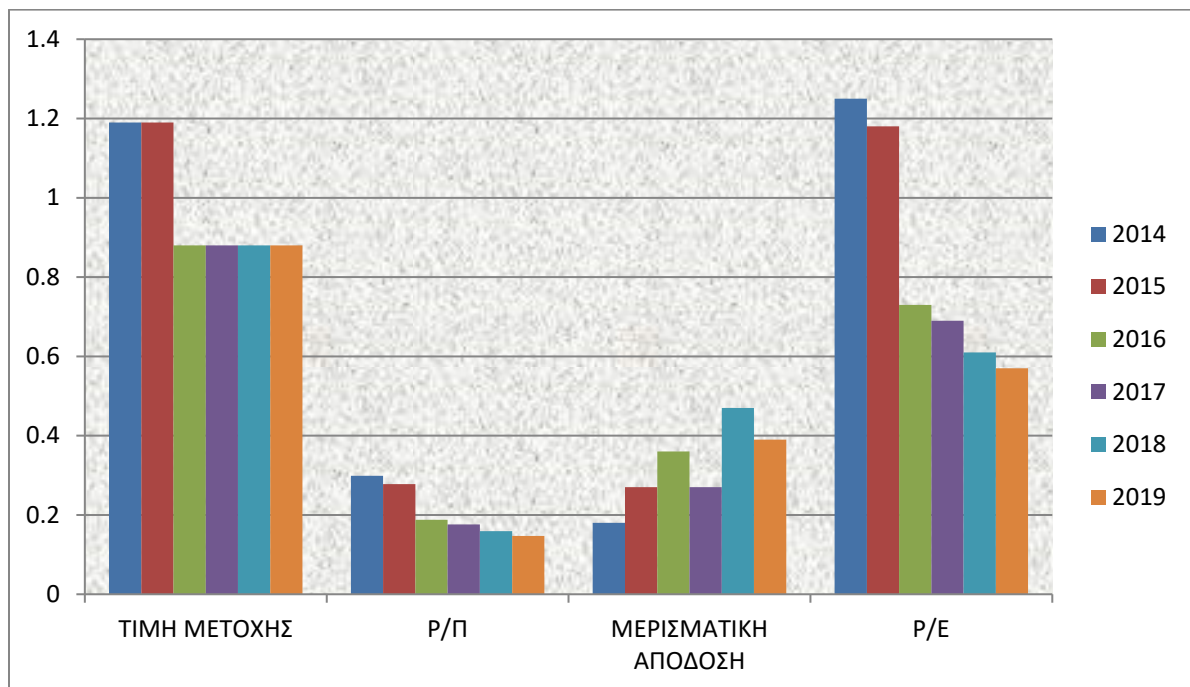
η μετοχή θεωρείται υποτιμημένη και ενδεχομένως καλή επιλογή για το χαρτοφυλάκιο ενός επενδυτή.

Όταν η τιμή του δείκτη της τρέχουσας χρηματιστηριακής τιμής μιας μετοχής προς την λογιστική της αξία ισούται με τη μονάδα, τότε ο αγοραστής θεωρείται ότι πληρώνει μόνο για την απόκτηση των ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας, και καθόλου υπεραξία.

Πίνακας 2.5 : Επενδυτικοί δείκτες

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Τιμή Μετοχής	1.19	1.19	0.88	0.88	0.88	0.88
P/Π	0.299	0.278	0.188	0.176	0.159	0.147
Μερισματική απόδοση	0.18	0.27	0.36	0.27	0.47	0.39
P/E	1.25	1.18	0.73	0.69	0.61	0.57

Διάγραμμα 2.3 : Πορεία επενδυτικών δεικτών τα έτη 2014 - 2019



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ

3.1 ΑΞΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Η επιτυχία μιας εταιρείας μετρείται από την αξία της. Πολλοί επιχειρηματίες δεν γνωρίζουν την πραγματική αξία της εταιρείας τους και ασχολούνται με αυτήν μόνον όταν αναγκαστούν να το κάνουν (π.χ. σε περίπτωση εξαγοράς ή συγχώνευσης) αλλά, ακόμα και τότε, συνηθίζουν να καταφεύγουν σε εμπειρικούς τρόπους εκτίμησης. Κύριος στόχος μιας επιχείρησης είναι η απόκτηση κερδών. Τα κέρδη αυτά επενδύονται σε υλικά ή άυλα αγαθά με σκοπό να αυξηθεί η αξία τους ή μέσω των επενδύσεων αυτών να καλυφθούν τα έξοδα λειτουργίας και βιωσιμότητας της επιχείρησης.

Στην κατηγορία των μικρών επιχειρήσεων ο καθορισμός της αξίας της επιχείρησης είναι μία πρακτική σχεδόν άγνωστη. Όμως η γνώση είναι δύναμη, οπότε η γνώση της καθαρής αξίας μιας εταιρείας και των παραγόντων που την διαμορφώνουν, αποτελεί σημαντικό εργαλείο και ένδειξη για το που βρίσκεται η εταιρεία και κυρίως για το πως μπορεί μακροπρόθεσμα να βελτιωθεί.

Η αξία μιας επιχείρησης αλλάζει διαρκώς, συνεπώς ο υπολογισμός της θα πρέπει να είναι μια συνεχής διαδικασία. Κάποιοι επιχειρηματίες την υπολογίζουν κάθε έτος αλλά σε περιπτώσεις που δεν έχουν συμβεί σημαντικές αλλαγές στην λειτουργία της εταιρείας, αλλά και της αγοράς στην οποία κινείται η εταιρεία, χρησιμοποιούν παλαιότερες εκτιμήσεις προσαρμόζοντας τις στα νέα δεδομένα. Γνωρίζοντας την αξία της μια επιχείρηση ταυτόχρονα γνωρίζει τις δυνατότητές της και ειδικότερα σε καιρούς που η αγορά δεν είναι ανθηρή μπορεί να λάβει τις σωστές αποφάσεις ώστε να μην καταλήξει σε δυσμενείς οικονομικές συνθήκες έως και πτώχευση.

3.2 ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ

Ο υπολογισμός της αξίας μιας επιχείρησης γίνεται με διάφορες μεθόδους αποτίμησης. Το πρώτο βήμα για την αποτίμηση μιας επιχείρησης είναι η καταγραφή, επεξεργασία και ανάλυση των βασικών οικονομικών της δεδομένων. Με βάση τ' αποτελέσματα της ανάλυσης γίνεται η επιλογή της κατάλληλης μεθόδου αποτίμησης με στόχο να προσδιοριστεί η αξία της επιχείρησης.

Σύμφωνα με τον καθηγητή Aswath Damodaran του Stern School of Business της Νέας Υόρκης η αποτίμηση αποτελεί συγκερασμό επιστήμης και τέχνης. Το τμήμα που είναι επιστήμη αφορά τη μηχανική της αποτίμησης, δηλαδή συγκεκριμένες μεθοδολογίες, εργαλεία, κ.λπ., ενώ το τμήμα που είναι τέχνη, απαιτεί να αξιοποιήσεις όλα τα ποιοτικά και ποσοτικά δεδομένα, ώστε να κάνεις προβλέψεις για το μέλλον.

3.3 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ

Η αξία μιας επιχείρησης συνδέεται άμεσα με το μέγεθος των κερδών της . Ωστόσο, τα λογιστικά δεδομένα δεν επαρκούν για να υπολογιστεί η αξία της. Η σύγχρονη βιβλιογραφία αναλύει τους λόγους που τα λογιστικά δεδομένα δεν είναι αρκετά ώστε οι επενδυτές να πάρουν κρίσιμες αποφάσεις.

Οι παράγοντες που επηρεάζουν την αποτίμηση μπορούν να χωριστούν σε εσωτερικούς και εξωτερικούς παράγοντες.

Οι εσωτερικοί παράγοντες είναι:

- Οι διαδικασίες και ο τρόπος οργάνωσης της επιχείρησης. Το διοικητικό τμήμα της επιχείρησης παίρνει σημαντικές αποφάσεις που επηρεάζουν τη λειτουργία της άλλοτε θετικά και άλλοτε αρνητικά.
- Το προσωπικό της επιχείρησης. Η επαγγελματική κατάρτιση, η επάρκεια και η τεχνογνωσία του εργαζομένων στην επιχείρηση παίζει σημαντικό ρόλο στην λειτουργία της.
- Το κόστος κεφαλαίων της επιχείρησης
- Την ικανότητα της επιχείρησης να δημιουργεί ταμειακές ροές από τα περιουσιακά της στοιχεία.

Οι εξωτερικοί παράγοντες είναι:

- Τα επιτόκια
- Ο πληθωρισμός
- Η ρευστότητα της αγοράς
- Ο αριθμός και η δύναμη των ανταγωνιστών
- Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες της χώρας στην οποία βρίσκεται η επιχείρηση.

3.4 ΜΕΓΙΣΤΟΠΟΙΗΣΗ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΜΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΟΝ DAMODARAN

Στο παρακάτω διάγραμμα απεικονίζονται οι βασικές αρχές μεγιστοποίησης της αξίας μιας επιχείρησης σύμφωνα με τον καθηγητή Damodaran.



Διάγραμμα 3.1 : Πώς να μεγιστοποιήσεις την αξία μιας επιχείρησης (Damodaran)

3.5 Η ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΟΝ DAMODARAN

Υπάρχουν τρεις προσεγγίσεις όσον αφορά την αποτίμηση σύμφωνα με τον Damodaran οι οποίες μπορεί να αποφέρουν διαφορετικά αποτελέσματα για το ίδιο στοιχείο την ίδια χρονική στιγμή. Αυτές είναι :

1. Εσωτερική αποτίμηση, η αξία ενός στοιχείου είναι συνάρτηση των ταμειακών του ροών, της ανάπτυξης και του κινδύνου. Γενικά, τα μοντέλα προεξοφλημένων

ταμειακών ροών χρησιμοποιούνται για αυτό το είδος αποτίμησης.

2. Σχετική αποτίμηση , η αξία ενός στοιχείου εκτιμάται με βάση το τι πληρώνουν οι επενδυτές για παρόμοια περιουσιακά στοιχεία.
3. Εξαρτημένη αποτίμηση , η οποία χρησιμοποιείται όταν οι ταμειακές ροές εξαρτώνται από ένα εξωτερικό γεγονός και η αξία υπολογίζεται χρησιμοποιώντας υποδείγματα δικαιωμάτων προαίρεσης. Η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται τα τελευταία χρόνια και στη χώρα μας σε μελέτες αξιολόγησης περιβαλλοντικών στοιχείων.

Για να κατανοήσει κάποιος την έννοια της αποτίμησης θα πρέπει να είναι σε θέση να καταλάβει και να μπορεί να χρησιμοποιεί και τις τρεις αυτές προσεγγίσεις. Κάθε μία εφαρμόζεται σε διαφορετικές περιπτώσεις συνεπώς γνωρίζοντας τότε πρέπει να χρησιμοποιηθεί η κάθε μία είναι το κλειδί της επιτυχίας στην αποτίμηση.

3.6 ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

- Η χρήση μοντέλων αποτίμησης στις επενδυτικές αποφάσεις γίνεται με βάση:
 - την αντίληψη ότι οι αγορές είναι αναποτελεσματικές και κάνουν λάθη αξιολογώντας την αξία και
 - μια υπόθεση για το πώς και πότε αυτές οι ανεπάρκειες θα διορθωθούν
- Σε μια αποτελεσματική αγορά, η τιμή της αγοράς είναι η καλύτερη εκτίμηση της αξίας. Ο σκοπός οποιουδήποτε μοντέλου αποτίμησης είναι η αιτιολόγηση αυτής της τιμής.
- Οι διαφορές μεταξύ των διαφόρων επενδυτικών φιλοσοφιών που ισχυρίζονται ότι θα «νικήσουν» την αγορά, βρίσκονται στις ανεπάρκειες που υπάρχουν στην αγορά και πώς αυτές θα διορθωθούν.

3.7 ΜΥΘΟΙ ΚΑΙ ΠΑΡΑΝΟΗΣΕΙΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΗΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ

1. Η αποτίμηση είναι μια αντικειμενική αναζήτηση της πραγματικής αξίας.

Όλες οι αποτιμήσεις είναι μεροληπτικές. Οι μόνες ερωτήσεις είναι πόσο και προς ποια κατεύθυνση τείνουν. Η κατεύθυνση και το μέγεθος της προκατάληψης στην εκτίμηση είναι ευθέως ανάλογο με το ποιος και πόσα πληρώνει.

2. Μια καλή αποτίμηση παρέχει μια ακριβής εκτίμηση της αξίας.

Δεν υπάρχουν ακριβείς εκτιμήσεις Η απόδοση στην αποτίμηση είναι μεγαλύτερη όταν η αποτίμηση είναι λιγότερο ακριβής.

3. Όσο πιο ποσοτικό είναι ένα μοντέλο τόσο καλύτερη είναι η αποτίμηση.

Η κατανόηση ενός μοντέλου αποτίμησης είναι αντιστρόφως ανάλογη με τον αριθμό των δεδομένων που απαιτούνται για το μοντέλο. Τα πιο απλά μοντέλα αποτίμησης είναι καλύτερα από τα περίπλοκα.

4. Μια τεκμηριωμένη αποτίμηση ισχύει επ' αόριστον.

Τα οικονομικά δεδομένα αλλάζουν συνεχώς. Τα επιτόκια και ο πληθωρισμός διακυμαίνονται, τα φορολογικά νομοσχέδια τροποποιούνται και η ίδια η εταιρεία ανθίζει ή παρακμάζει συνεπώς, μια ορθά τεκμηριωμένη αποτίμηση δεν είναι δυνατό να ισχύει διαχρονικά.

3.8 ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Ανάλογα με τα χαρακτηριστικά της εταιρείας, επιλέγετε και ο κατάλληλο μοντέλο αποτίμησης. Ένα από τα πιο κρίσιμα σημεία είναι η επιλογή του κατάλληλου μοντέλου, που καθορίζεται από το λόγο που γίνεται η αποτίμηση, η ορθή εφαρμογή του και η σωστή ερμηνεία των αποτελεσμάτων.

Οι μέθοδοι αποτίμησης διαχωρίζονται σε σχετικά και απόλυτα μοντέλα.

Τα σχετικά μοντέλα χρησιμοποιούνται κυρίως για τη σύγκριση στοιχείων επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου με τη βοήθεια αριθμοδεικτών και πολλαπλασιαστών. Τα σχετικά μοντέλα, για τα οποία γίνεται εκτενής ανάλυση στο επόμενο κεφάλαιο, είναι:

- Ο δείκτης P/E
- Ο δείκτης P/BV
- Ο δείκτης P/S
- Ο δείκτης P/CF
- Ο δείκτης επιχειρηματικής αξίας του κέρδους προ τόκων και φόρων.

Τα απόλυτα μοντέλα υπολογίζουν την πραγματική εσωτερική αξία της επιχείρησης χρησιμοποιώντας θεμελιώδη μεγέθη τα οποία καθορίζουν και το είδος του απόλυτου μοντέλου που θα χρησιμοποιηθεί. Στα απόλυτα μοντέλα ανήκουν:

- Το μοντέλο Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flow – DCF)
- Το μοντέλο Προεξόφλησης Μερισμάτων (Dividend Discount Model-DDM)
- Το μοντέλο Υπερκερδών
- Το μοντέλο Αξίας Ενεργητικού

Οι μέθοδοι Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών και Μερισμάτων θεωρούνται από τις πιο εύχρηστες και αξιόπιστες μεθόδους σε ακαδημαϊκό και επαγγελματικό επίπεδο. Στην παρούσα εργασία θα χρησιμοποιηθεί το μοντέλο Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών.

3.9 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΗΣ ΜΕΘΟΔΟΥ DCF

1. Η μέθοδος αυτή βασίζεται στα χαρακτηριστικά του στοιχείου επομένως , δεν εκτίθεται στις διαθέσεις της αγοράς ούτε στις αντιλήψεις της.
2. Εάν καλοί επενδυτές αγοράζουν επιχειρήσεις και όχι μετοχές (γνωμικό του Warren Buffet) , η προεξοφλημένη αποτίμηση ταμειακών ροών είναι ο σωστός τρόπος για να σκεφτεί κάποιος τι ακριβώς παίρνει όταν αγοράζει ένα στοιχείο.
3. Η μέθοδος DCF σε αναγκάζει να γνωρίσεις τα βαθύτερα χαρακτηριστικά της επιχείρησης και να κατανοήσεις τις δραστηριότητές της.
4. Εάν χρησιμοποιηθεί παράλληλα με την ανάλυση αριθμοδεικτών και την βασική χρηματοοικονομική ανάλυση είναι δυνατόν να δώσει ένα αρκετά αξιόπιστο αποτέλεσμα.

3.10 ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΗΣ ΜΕΘΟΔΟΥ DCF

1. Εφόσον υπολογίζεται η εσωτερική αξία ενός στοιχείου, απαιτούνται αρκετά δεδομένα και πληροφορίες σε σύγκριση με τις άλλες μεθόδους αποτίμησης.
2. Ο χρόνος που απαιτείται για την διεκπεραίωση είναι αρκετά μεγάλος

3. Αυτά τα δεδομένα και οι πληροφορίες μπορεί να προσαρμοστούν από τον κάθε αναλυτή ώστε να καταλήξει στο συμπέρασμα που επιθυμεί.
4. Δεν υπάρχει καμία εγγύηση για το αν κάτι θα εμφανιστεί υπερτιμημένο ή υποτιμημένο. Συνεπώς, μπορεί να εμφανιστεί κάθε μετοχή στην αγορά υπερτιμημένη. Αυτό είναι πρόβλημα για τους αναλυτές μετοχών και για τους διαχειριστές χαρτοφυλακίων μετοχών.

3.11 ΤΟ ΜΟΝΤΕΛΟ ΤΗΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΩΝ ΡΟΩΝ – DCF

Στην προεξοφλημένη αποτίμηση ταμειακών ροών, η αξία ενός περιουσιακού στοιχείου είναι η παρούσα αξία των αναμενόμενων ταμειακών ροών στο περιουσιακό στοιχείο.

Κάθε περιουσιακό στοιχείο έχει μια εσωτερική αξία που μπορεί να εκτιμηθεί με βάση τα χαρακτηριστικά του σε όρους ταμειακών ροών, ανάπτυξης και κινδύνου.

Για να χρησιμοποιηθεί η μέθοδος DCF χρειάζονται:

1. Να εκτιμηθεί η διάρκεια ζωής του στοιχείου, δηλαδή η υπολειμματική του αξία (residual value)
2. Να εκτιμηθούν οι ταμειακές ροές, είτε λειτουργικές (operating cash flows) είτε ελεύθερες (free cash flows) που προκύπτουν από αυτό κατά τη διάρκεια της ζωής του
3. Να εκτιμηθεί το προεξοφλητικό επιτόκιο (WACC) που θα εφαρμοστεί σε αυτές τις ταμειακές ροές για να εμφανιστεί η πραγματική αξία.

Εφόσον συλλεχθούν τα παραπάνω στοιχεία, ακολουθεί ο υπολογισμός της παρούσας αξίας όλων των προβλεπόμενων ροών για χρονική περίοδο 5 έως 7 ετών , όπως συνηθίζεται.

Η παρούσα αξία υπολογίζεται από τον τύπο :

$$ΚΠΑ = \sum_{t=1}^N \frac{\text{Ταμειακές Εισροές}}{(1+r)^t} - \text{Αρχική Επένδυση}$$

t = Χρονική περίοδος

N = Χρονική διάρκεια της επένδυσης

r = Προεξοφλητικό επιτόκιο

3.12 ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΕΣ ΚΑΙ ΕΛΕΥΘΕΡΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ

Η οικονομική κατάσταση η οποία παρουσιάζει τις εισπράξεις και τις πληρωμές τις επιχείρησης είναι γνωστή ως κατάσταση ταμειακών ροών (Cash Flow Statement). Πολλοί οικονομικοί αναλυτές, ορκωτοί λογιστές αλλά και θεωρητικοί της λογιστικής θεωρούν ότι η κατάσταση ταμειακών ροών είναι ίσως η πιο σημαντική χρηματοοικονομική κατάσταση γιατί, σε συνδυασμό με τις δύο άλλες καταστάσεις (ισολογισμό και αποτελέσματα χρήσεως), δείχνει τη δυνατότητα της εταιρείας να συνεχίσει την δραστηριότητά της (James A. Largay και Clyde P. Stickney). Η κατάσταση ταμειακών ροών είναι δυνατόν να εξαχθεί για μια περίοδο (συνήθως έτος) από δύο διαδοχικούς ισολογισμούς, μια κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως και κάποιες επιπρόσθετες πληροφορίες.

Οι λειτουργικές ταμειακές ροές αναφέρουν, αν παράγονται μετρητά από τις δραστηριότητες της εταιρείας και, ανεξάρτητα από τις δευτερεύουσες πηγές εσόδων, είναι αρκετά ώστε να καλύψουν τις καθημερινές ταμειακές δαπάνες. Οι λειτουργικές ταμειακές ροές προκύπτουν από τις καθημερινές δραστηριότητες ή επιχειρηματικές λειτουργίες. Οι λειτουργικές ταμειακές ροές επικεντρώνονται στις εισροές και τις εκροές χρημάτων σχετιζόμενων με τις κύριες δραστηριότητες μιας εταιρείας, όπως η πώληση και αγοράς αποθεμάτων, η παροχή υπηρεσιών και η πληρωμή μισθών. Οποιοσδήποτε επενδυτικές και χρηματοοικονομικές συναλλαγές εξαιρούνται από τις λειτουργικές ταμειακές ροές και αναφέρονται ξεχωριστά, όπως δανεισμός, εξοπλισμός αγοραπωλησίας κεφαλαίου και πληρωμές μερισμάτων. Στην ουσία, η ελεύθερη ταμειακή ροή, αντιπροσωπεύει την έκδοση μετρητών του καθαρού εισοδήματος μιας εταιρείας και μπορεί να βρεθεί στην κίνηση ταμειακών ροών (Cash Flow Statement).

Κατά τη διαδικασία εκκίνησης μιας επιχείρησης, είναι φυσιολογικό να βλέπετε αρνητικές λειτουργικές ταμειακές ροές. Κατά τη διάρκεια της ανάπτυξης και σε μεταγενέστερα στάδια, οι λειτουργικές ταμειακές ροές γίνονται θετικές καθώς, απελευθερώνεται η εισροή μετρητών και μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την χρηματοδότηση νέων επιχειρηματικών δραστηριοτήτων ή απλώς επιστρέψουν πίσω στους επενδυτές τους.

Ο ευκολότερος τρόπος υπολογισμού των λειτουργικών ταμειακών ροών είναι η προσθήκη κερδών πριν από το εισόδημα, οι μεταβολές στο κεφάλαιο κίνησης και οι φόροι στις αποσβέσεις και στη συνέχεια, η αφαίρεση των φόρων από αυτό το ποσό. Οι επενδυτές προτιμούν να αναλύουν τις ταμειακές ροές επειδή είναι εύκολο να χειραγωγηθούν. Οι επενδυτές αναζητούν για εταιρείες οι οποίες έχουν υψηλές ή αυξανόμενες λειτουργικές ταμειακές ροές αλλά χαμηλές τιμές μετοχών, οι οποίες συχνά οδηγούν σε αύξηση των τιμών των μετοχών.

Οι λειτουργικές ταμειακές ροές υπολογίζονται από τον τύπο:

$$\begin{aligned} OCF &= \text{Λειτουργικά κέρδη} + \text{Αποσβέσεις} - \text{Φόροι} \pm \text{Αλλαγές στο Κεφάλαιο κίνησης} \\ &= EBIT(1-t) + \text{Αποσβέσεις} \pm \text{Αλλαγές στο Κεφάλαιο κίνησης} \end{aligned}$$

Η ελεύθερη ταμειακή ροή είναι ένα μέτρο οικονομικής απόδοσης, παρόμοιο με το κέρδος. Μετρά τη διαθέσιμη ταμειακή ροή για διανομή σε όλους τους κατόχους εταιρικών αξιών. Μπορεί να θεωρηθεί ως μετρητά που απομένουν μετά τη χρηματοδότηση έργων για τη διατήρηση ή επέκταση της βάσης του ενεργητικού. Πολλοί αναλυτές προτιμούν την ελεύθερη ταμειακή ροή στα κέρδη ως βάση για την αξιολόγηση της απόδοσης μιας επιχείρησης, διότι οι ελεύθερες ταμειακές ροές είναι πιο δύσκολο να κατασκευαστούν. Σε γενικές γραμμές, όσο υψηλότερη είναι η ελεύθερη ταμειακή ροή μιας επιχείρησης, τόσο το καλύτερο.

Ο τύπος υπολογισμού των ελεύθερων ταμειακών ροών είναι:

$$FCF = OCF - capex$$

όπου, capex είναι το ποσό που διατίθεται για κεφαλαιουχικές δαπάνες.

3.13 ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΗ ΑΞΙΑ

Ο όρος υπολειμματική αξία χαρακτηρίζει το υπόλοιπο της αξίας ενός αγαθού. Ουσιαστικά πρόκειται για απομείωση της αρχικής αξίας στο πέρασμα του χρόνου που μπορεί να οφείλεται σε διάφορα είδη φθοράς π.χ. χρήσης, ή κατοχής, και που μπορεί να είναι φυσικά ή έκτακτα.

Η υπολειμματική αξία είναι οικονομική έννοια, στη πλειονότητα, προβλέψιμη σε βάθος χρόνου, εφόσον αποκλεισθεί περίπτωση κάποιας καταστροφής (πυρκαγιάς, πλημμύρας, σεισμού κ.λπ.). Για παράδειγμα μια επιχείρηση αγοράζει ένα τυπογραφικό μηχάνημα το οποίο και θέτει σε λειτουργία. Μία εβδομάδα αργότερα η αξία αυτού έχει μειωθεί από εκείνη της κτήσης, η οποία μείωση θα είναι πολύ μεγαλύτερη μετά από τρία χρόνια κτήσης. Η τρέχουσα αξία εν προκειμένω του συγκεκριμένου μηχανήματος κάθε φορά λέγεται υπολειμματική αξία που εκδηλώνεται με εκπτώτικη τιμή.

Ο μαθηματικός τύπος που υπολογίζει την υπολειμματική αξία είναι:

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

όπου t το τελευταίο έτος της περιόδου πρόβλεψης, CF οι ανάλογες ταμειακές ροές, g το

ποσοστό αύξησης και r το προεξοφλητικό επιτόκιο.

3.14 ΜΕΣΟ ΣΤΑΘΜΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (WACC)

Για την εφαρμογή της μεθόδου προεξόφλησης μελλοντικών ροών αναγκαίος είναι ο υπολογισμός του προεξοφλητικού επιτοκίου που είναι ίσος με το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου.

Σύμφωνα με τους Brealey και Myers το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης χαρακτηρίζεται ως η προσδοκώμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου που αποτελείται από όλα τα χρεόγραφα της επιχείρησης. Στη διεθνή βιβλιογραφία συναντάμε τον όρο κόστος κεφαλαίου και ως ευκαιριακό κόστος ή κόστος ευκαιρίας, δείκτη προεξόφλησης, ή ακόμη και ως Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου. Το WACC αντιπροσωπεύει το ευκαιριακό κόστος που αναλαμβάνουν οι επενδυτές επενδύοντας τα κεφάλαιά τους στην επιχείρηση αντί να τα κατευθύνουν σε άλλες επενδυτικές δραστηριότητες. Είναι δηλαδή, η ελάχιστη απόδοση που αναμένεται να καταβάλει η επιχείρηση κατά μέσο όρο στους μετόχους της για την χρηματοδότηση των περιουσιακών της στοιχείων.

Το WACC είναι ένα χρήσιμο εργαλείο τόσο για τους επενδυτές όσο και για τους αναλυτές. Για τον υπολογισμό του απαιτούνται πολλά δεδομένα και λεπτομερείς οικονομικές πληροφορίες. Ο τύπος με τον οποίο υπολογίζεται είναι:

$$\text{WACC} = (\text{Κόστος Ιδίων Κεφ.}) \times \frac{\text{Ίδια Κεφ.}}{\text{Παθητικό}} + \text{Κόστος Ξένων Κεφ.} \times \frac{\text{Υποχρεώσεις}}{\text{Παθητικό}} (1 - \text{ποσοστό φόρου})$$

Στην ξένη βιβλιογραφία παρουσιάζεται ως εξής:

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

Where:

E = market value of equity

D = market value of debt

r_e = cost of equity

r_d = cost of debt

t = corporate tax rate

Επομένως για να υπολογίσουμε το WACC (αν τα ίδια κεφάλαια, ο δανεισμός και ο συντελεστής φορολογίας είναι δεδομένα) χρειαζόμαστε να προσδιορίσουμε το κόστος δανεισμού (cost of debt) καθώς και το κόστος των ιδίων κεφαλαίων (cost of equity). Πρέπει δηλαδή να υπολογίσουμε το κόστος της κάθε πηγής χρηματοδότησης. Ο υπολογισμός του κόστους των κεφαλαίων μιας επιχείρησης δεν είναι τόσο απλός όσο χρησιμοποιώντας, για παράδειγμα, το επιτόκιο που χρεώνεται για την τραπεζική χρηματοδότηση. Το πραγματικό κόστος του κεφαλαίου πρέπει να καθορίζεται λαμβάνοντας υπόψη την κατάσταση της αγοράς και οικονομικά και φορολογικά θέματα. Μερικές φορές οι σχέσεις των επενδυτών και η αντίληψη της αγοράς παίζουν ρόλο στον προσδιορισμό της δομής του κεφαλαίου μιας εταιρείας. Οι περισσότερες επιχειρήσεις δεν βασίζονται σε ένα μόνο είδος χρηματοδότησης αλλά επιδιώκουν να διατηρήσουν μια αποδεκτή κεφαλαιακή διάρθρωση χρησιμοποιώντας μείγμα από διάφορα στοιχεία.

3.15 ΚΟΣΤΟΣ ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ (COST OF DEBT)

Μια επιχείρηση για να εξασφαλίσει τις λειτουργικές της δραστηριότητες και τις επενδύσεις της καταφεύγει σε κεφάλαια που προσκομίζει από την αγορά. Ο δείκτης που προσδιορίζει το κόστος δανεισμού είναι το τρέχον επιτόκιο που η επιχείρηση είναι υποχρεωμένη να πληρώνει για τα δάνεια της, για παράδειγμα το επιτόκιο δανεισμού από τις τράπεζες. Επειδή όμως, η επιχείρηση ωφελείται από την αφαίρεση φόρων επί των τόκων που πληρώνει, το κόστος δανεισμού είναι το επιτόκιο που πληρώνει μείον την εξοικονόμηση των φόρων που προέρχονται από την φοροαπαλλαγή αυτή.

Το κόστος δανεισμού βρίσκεται αν διαιρέσουμε τα χρηματοοικονομικά έξοδα με τον καθαρό δανεισμό. Ως καθαρός δανεισμός νοείται το σύνολο του τραπεζικού δανεισμού, βραχυχρόνιος και μακροχρόνιος δανεισμός (Κωδικοί αριθμοί Ε.Γ.Λ.Σ. 45 και 52) και από το άθροισμα αφαιρούμε τα χρηματικά διαθέσιμα της επιχείρησης. Συνεπώς, ο τύπος που υπολογίζει το κόστος δανεισμού είναι:

$$\text{Κόστος δανεισμού} = \frac{\text{Χρηματοοικονομικά Έξοδα}}{\text{Καθαρός Δανεισμός}}$$

Πίνακας 3.1 Υπολογισμός κόστους δανεισμού rd

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Μέσος όρος
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	6.236.038	7.378.565	6.459.516	5.373.990	5.509.916	8.403.234	6.560.210
Τόκοι Εισπραθθέντες	7.623.121	9.313.485	7.503.173	6.482.014	6.809.381	6.624.811	
Μακροπρόθεσμες και βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	163.714.718	146.794.039	144.370.143	159.215.129	4.892.032	198.930.222	
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	287.567.276	298.918.408	394.732.686	366.047.454	436.891.686	506.631.533	
Καθαρός Δανεισμός	123.852.558	152.124.369	250.362.543	206.832.325	431.999.654	307.701.311	245.478.793
Κόστος δανεισμού	5,03%	4,85%	2,58%	2,6%	1,28%	2,73%	2,67%

Σύμφωνα με τον παραπάνω πίνακα και υπολογισμούς το κόστος δανεισμού είναι

$$Rd = 2,67\%$$

3.16 ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (COST OF EQUITY)

Το κόστος των ιδίων κεφαλαίων είναι δυσκολότερο να υπολογιστεί, αφού οι μετοχές δεν αποδίδουν ένα προκαθορισμένο ποσοστό στους επενδυτές. Ομοίως με το κόστος των ξένων κεφαλαίων, υπολογίζεται σαν την αναμενόμενη απόδοση της επένδυσης, όπου όμως η απόδοση δεν μπορεί να προσδιοριστεί με ακρίβεια. Οπότε το κόστος των ιδίων κεφαλαίων υπολογίζεται με την χρήση διαφόρων υποδειγμάτων, με χαρακτηριστικότερα το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων γνωστό ως CAPM (Capital Assets Pricing Model) , το οποίο δείχνει τον τρόπο με τον οποίο η αγορά αποτιμά τα διάφορα περιουσιακά στοιχεία . Ο υπολογισμός του κόστους των κεφαλαίων οδηγεί στον υπολογισμό του σταθμικού μέσου κόστους κεφαλαίου, που χρησιμοποιείται σαν

προεξοφλητικό επιτόκιο για τις αναμενόμενες ταμειακές ροές της επένδυσης.

Το υπόδειγμα CAPM αναπτύχθηκε από τον William F. Sharpe το 1964, για το οποίο του απενεμήθη το βραβείο Nobel το 1990. Ακολούθως, στη διαμόρφωση του τελικού Υποδείγματος συνεισέφεραν και οι εργασίες των John Lintner, (1965) και Jan Mossin (1966). Αποτελεί μία προέκταση του υποδείγματος Μέσου – Διακύμανσης (Mean – Variance) του Harry Markowitz (1952 & 1959). Στο υπόδειγμα Μέσου - Διακύμανσης καθορίζεται ένα σύνολο αποτελεσματικών χαρτοφυλακίων, στα οποία συνδέεται η αναμενόμενη απόδοση με τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο. Στο υπόδειγμα CAPM ενσωματώνεται επιπλέον η δυνατότητα του επενδυτή να προσαρμόσει τη στρατηγική του σύμφωνα με τις προβλέψεις του για την αγορά.

Ο τύπος για τον υπολογισμό της αναμενόμενης απόδοσης ενός περιουσιακού στοιχείου είναι:

$$\text{Αναμενόμενη Απόδοση} = \text{Ακίνδυνο Επιτόκιο} + \beta * \left(\text{Απόδοση Αγοράς} - \text{Ακίνδυνο Επιτόκιο} \right)$$

Στην ξένη βιβλιογραφία παρουσιάζεται ως εξής:

$$R_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

όπου ,

R_f : η απόδοση του χρεογράφου χωρίς κίνδυνο (risk free rate) κυμαίνεται στα 0,835 σύμφωνα με το διάγραμμα 3.2

R_m: η αναμενόμενη απόδοση όλης της αγοράς

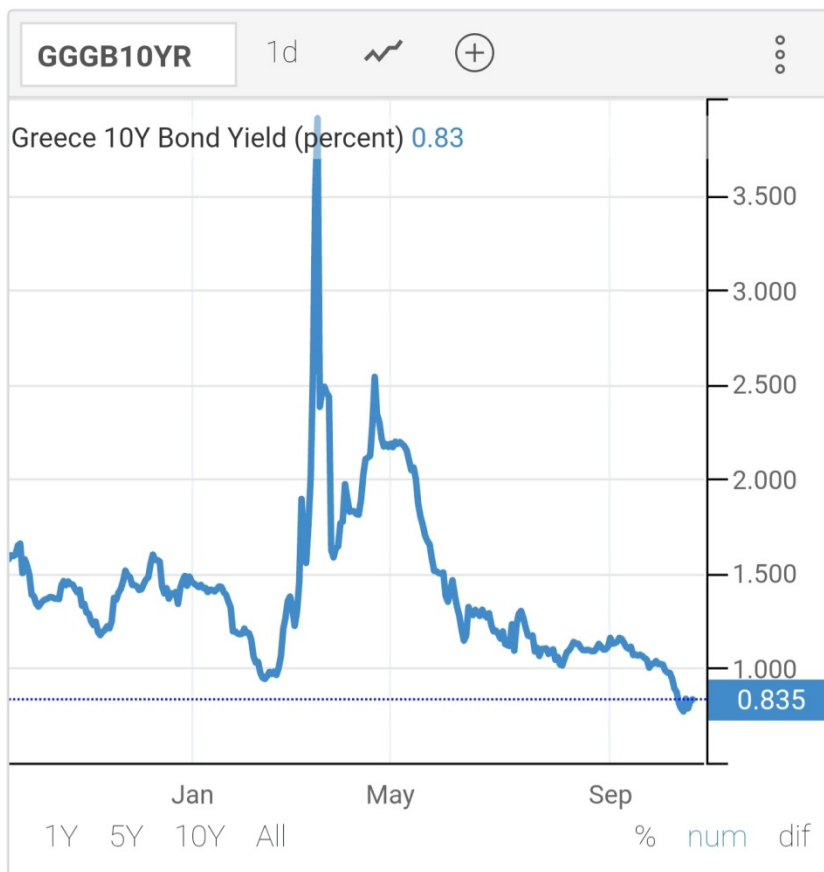
β : ο συντελεστής βήτα (beta coefficient) , είναι ο συστηματικός κίνδυνος και είναι ένας δείκτης που περιγράφει τη σχέση μεταξύ της μεταβλητότητας μιας επένδυσης/ χρεογράφου / χαρτοφυλακίου και της μεταβλητότητας της αγοράς. Ο συντελεστής βήτα στηρίζεται σε δύο βασικούς παράγοντες. Τη σχετική μεταβλητότητα των αποδόσεων μιας συγκεκριμένης επένδυσης / χρεογράφου σε σχέση με τις αποδόσεις της αγοράς και τη συσχέτιση μεταξύ της απόδοσης της επένδυσης και της απόδοσης της αγοράς. Το μειονέκτημα της χρήσης beta είναι ότι βασίζεται σε ιστορικά δεδομένα, κάτι που δεν

αποτελεί εγγύηση για την πρόβλεψη της μελλοντικής μεταβλητότητας. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του διαδικτυακού τόπου Reuters η τιμή του συντελεστή βήτα ανέρχεται στα 1,36 η οποία είναι μεγαλύτερα από τη μονάδα γεγονός που εκφράζει ότι η τιμή της μετοχής επηρεάζεται σημαντικά από τις κινήσεις της αγοράς και η μετοχή χαρακτηρίζεται ως επιθετική.

Rm – Rf : η διαφορά αυτή εκφράζει το market risk premium. Σύμφωνα με τον Damodaran και τους τελευταίους υπολογισμούς του το risk premium στην Ελλάδα ανέρχεται στα 6,61% .

Διάγραμμα 3.2 : Πορεία 6μήνου του 10ετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου

Πηγή:<https://tradingeconomics.com/greece/government-bond-yield>



Συνεπώς ,

$$\begin{aligned} Re &= Rf + \beta (Rm - Rf) = \\ &= 0,835 + 1,36 \times 6,61 = \\ &= 9,83 \% \end{aligned}$$

Επομένως, **Re = 9,83%**

3.17 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΠΟΣΟΣΤΩΝ W_e και W_d

Στη συνέχεια θα υπολογίσουμε το μέσο ποσοστό των ξένων $\frac{D}{D+E}$ και των ιδίων κεφαλαίων $\frac{E}{D+E}$.

Πίνακας 3.2 Μέσο Ποσοστό Ξένων Κεφαλαίων της JUMBO ΑΕ

Σε εκατ. ευρώ	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Μέσο %
Σύνολο Υποχρεώσεων	289,4	293,1	293,8	297,9	303,6	348	
Σύνολο Παθητικού	1033,9	1090,3	1209,4	1259,6	1362,1	1509,5	
Ποσοστό	28%	26,9%	24,3%	23,7%	22,3%	23%	24,7%

Πίνακας 3.3 Μέσο Ποσοστό Ιδίων Κεφαλαίων της JUMBO ΑΕ

Σε εκατ. ευρώ	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Μέσο %
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	744,5	797,2	915,6	961,7	1058,5	1161,5	

Σύνολο Παθητικού	1033,9	1090,3	1209,4	1259,6	1362,1	1509,5	
Ποσοστό	72%	73,1%	75,7%	76,3%	77,7%	77%	75,3%

Έχοντας υπολογίσει παραπάνω το κόστος και το μέσο ποσοστό των ξένων και ιδίων κεφαλαίων, μπορούμε τώρα να εκτιμήσουμε το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου από τον τύπο:

$$\begin{aligned}
 \text{WACC} &= \frac{E}{D+E} R_e + \frac{D}{D+E} R_d (1-t) = \\
 &= 0,753 \times 0,0983 + 0,247 \times 0,0267 (1-0,29) = \\
 &= 0,074 + 0,0065949 \times 0,71 = \\
 &= 0,07868 \text{ ή } \mathbf{7,8\%}
 \end{aligned}$$

3.18 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΡΥΘΜΟΥ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ

Πίνακας 3.4 Ρυθμός Αύξησης Πωλήσεων

Σε εκατ. Ευρώ	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Πωλήσεις	542	583(7,5%)	638(9,41%)	681(6,7%)	753(10,5%)	812(7,82%)	+8,4%

Ακολουθώντας το μοντέλο ανάπτυξης FCFE των δύο σταδίων, θα υπολογίσουμε ένα σταθερό ρυθμό ανάπτυξης g_1 για την πενταετία 2020-2024 και ένα χαμηλότερο ρυθμό g_2 για να υπολογίσουμε το υπόλοιπο διάστημα.

$$g_1 = \text{Δείκτης Επανεπένδυσης} \times \text{Δείκτης Αποδοτικότητας επενδύσεων}$$

Πίνακας 3.5 Υπολογισμός Δείκτης Επανεπένδυσης Ομίλου JUMBO 2014-2019

Σε εκατ. Ευρώ	2014	2015	2016	2017	2018	2019	M.O.
Καθαρές Κεφαλαιουχικές Δαπάνες (α)	63	35	29	38	42,5	44,42	42
Μεταβολή Κεφαλαίου κίνησης (β)	12,6	1,1	23,1	41,6	5,1	65,1	24,76
EBITDA	146	159	184	195	221	238	
1-TAX	0,74	0,71	0,71	0,71	0,71	0,71	
EBITDA *(1-TAX) (γ)	108,04	112,89	130,64	138,45	156,91	168,89	135,97
Δείκτης Επανεπένδυσης (α)+(β)/(γ)	0,49						

Σύμφωνα με τις μελέτες της NBG Securities το 2019 ο δείκτης αποδοτικότητας ROIC ανέρχεται στο 16% . Επομένως , $g_1 = 0,49 \times 0,16 = 0,0784$ ή **7,8%** .

Για να υπολογίσουμε το σταθερό ρυθμό ανάπτυξης g_2 θα πρέπει να λάβουμε υπόψιν ότι ο όμιλος JUMBO AE έχει σημειώσει σημαντική αύξηση των πωλήσεων την τελευταία εξαετία με μέσο όρο 8,4% και προβλέπεται να συνεχίσει να αυξάνει τις πωλήσεις του καθώς τα υποκαταστήματα του πολλαπλασιάζονται συνεχώς στην Ελλάδα και στο εξωτερικό. Σύμφωνα, με τον ΟΟΣΑ η ελληνική οικονομία το 2020 προβλέπεται να φτάσει στο 2% το οποίο και θα χρησιμοποιήσουμε ως ρυθμό ανάπτυξης για τον υπολογισμό της Υπολειμματικής Αξίας .

3.19 ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕ ΤΗ ΜΕΘΟΔΟ DCF

Με βάση τη μέθοδο Προεξόφλησης Ελεύθερων Ταμειακών Ροών και των παραπάνω σχετικών δεδομένων , η αξία της εταιρείας ισούται με το άθροισμα των παρούσων αξιών των προεξοφλημένων ελεύθερων ταμειακών ροών χρησιμοποιώντας το WACC ως επιτόκιο προεξόφλησης συν την Υπολειμματική Αξία.

Αρχικά , υπολογίζω την Υπολειμματική αξία , όπου σύμφωνα με τον τύπο, τον οποίο αναλύσαμε στην παράγραφο 3.11.2 , ισούται με :

$$\text{Υπολειμματική Αξία} = \text{FCFF}_{2025} / (\text{WACC}-g) = 196,01 / (7,8\% - 2\%) = 3379,5$$

$$\text{Παρούσα Αξία} = \text{Μελλοντικές Ροές} \times \frac{1}{(1+\text{WACC})^n}$$

Πίνακας 3.6 Υπολογισμός Αξίας Επιχείρησης JUMBO ΑΕ για τα έτη 2020-2024

Σε εκατ. ευρώ	2019	e2020	e2021	e2022	e2023	e2024	Υπολειμματική Αξία
Ελεύθερες Ταμειακές Ροές	124,9	134,64	145,14	156,46	168,67	181,83	3379.5
g1	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%
Συντελεστής Παρούσας Αξίας		0,9285	0,862	0,8	0,743	0,69	0,69
Παρούσα Αξία		125,01	125,11	125,17	125,32	125,5	2332
Σύνολο Αξίας Επιχείρησης	2958						

Αν από την αξία της επιχείρησης αφαιρέσουμε τον καθαρό δανεισμό προκύπτει η αξία του μετοχικού κεφαλαίου, η οποία είναι η εξής:

$$\begin{aligned} \text{Αξία Μετοχικού Κεφαλαίου} &= \text{Αξία Επιχείρησης} - \text{Καθαρός Δανεισμός} = \\ &= 2958 - 307,7 = 2650,3 \end{aligned}$$

Κατά συνέπεια η αξία της μετοχής είναι:

Πίνακας 3.7 Υπολογισμός αξίας μετοχής JUMBO ΑΕ

<i>Αξία Μετοχικού Κεφαλαίου</i>	2.650.300.000
<i>Αριθμός Μετοχών</i>	136.059.759
<i>Αξία Μετοχής</i>	19,48

3.20 ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ

Η αξία του ομίλου σύμφωνα με τη μέθοδο Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών διαμορφώνεται στα 2958 εκατ. ευρώ και η τιμή της μετοχής στα 19,48 ευρώ. Αυτή τη στιγμή (23/10/2020) η τιμή της μετοχής του ομίλου διαπραγματεύεται στο Χρηματιστήριο Αθηνών στα 13,11 ευρώ ανά μετοχή, και σύμφωνα με την τελευταία δημοσιευμένη οικονομική έκθεση του πρώτου εξαμήνου του 2020 το μετοχικό κεφάλαιο του ομίλου ανέρχεται στο ποσό των 119.732.588 ευρώ με 136.059.759 κοινές ονομαστικές μετοχές.

Η τιμή της μετοχής που υπολογίστηκε με τη μέθοδο DCF (στον πίνακα 3.8) είναι πιο αισιόδοξη από τη σημερινή τιμή που επικρατεί στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Αυτό πιθανόν να οφείλεται στην εξάπλωση της πανδημίας του Covid19 καθώς, η ελληνική και η παγκόσμια οικονομία έχουν δεχθεί αρκετά πλήγματα λόγω των περιοριστικών μέτρων που έχουν ληφθεί για τον περιορισμό της εξάπλωσής του ιού.

Πίνακας 3.8 Τιμή Μετοχής 2019

2019	Τιμή Μετοχής
31-12-2019	18,55
Υψηλό έτους	19,24
Χαμηλό έτους	12,22

Πίνακας 3.9 Τιμή μετοχής 2020

2020	Τιμή Μετοχής
15/9/2020	15,94
23/10/2020	13,11

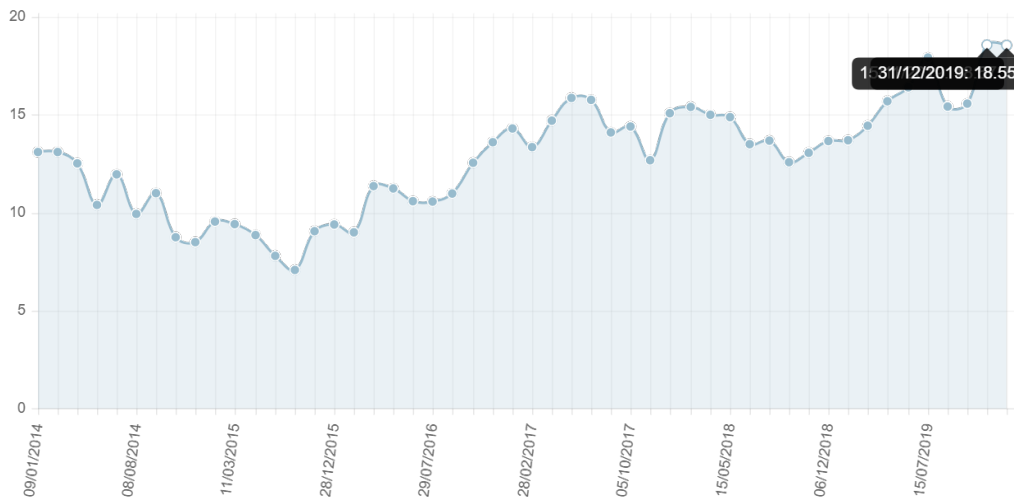
Παρακάτω απεικονίζονται οι προβλέψεις των εταιρειών NBG SECURITIES, OPTIMA BANK, PANTELAKIS SECURITIES, PIRAEUS SECURITIES, όσον αφορά τις δικές τους εκτιμήσεις για την τιμή της μετοχής.

Πίνακας 3.10 Συγκριτικός πίνακας Χρηματιστηριακής τιμής μετοχής JUMBO

<i>NBG SECURITIES</i>	<i>19,90</i>	<i>Outperform</i>	<i>22 ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΥ 2020</i>
<i>OPTIMA BANK</i>	<i>22,50</i>	<i>Buy</i>	<i>31 ΟΚΤΩΒΡΙΟΥ 2020</i>
<i>PANTELAKIS SECURITIES SA</i>	<i>20</i>	<i>Overweight(buy)</i>	<i>16 ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΥ 2020</i>
<i>PIRAEUS SECURITIES</i>	<i>18,50</i>	<i>Outperform</i>	<i>8 ΙΟΥΛΙΟΥ 2020</i>

Στο παρακάτω διάγραμμα απεικονίζεται η πορεία της μετοχής τα έτη 2014-2019.

Διάγραμμα 3.3 Πορεία Μετοχής 2014 - 2019



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 - ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Σύμφωνα με τους δείκτες ρευστότητας παρατηρούμε ότι ακολουθούν μια ανοδική πορεία με την πάροδο των χρόνων με μια μικρή πτώση το 2018, την οποία όμως διαδέχεται μία τεράστια άνοδο το 2019. Επομένως, παρατηρούμε ότι η JUMBO ΑΕ κατέχει μεγάλη ρευστότητα και ικανότητα να ανταπεξέρχεται στις υποχρεώσεις της. Επιπλέον, μπορεί να ανταποκριθεί άμεσα στην πληρωμή των υποχρεώσεων της σε περίπτωση ανάγκης, των σταθερών δαπανών, των απαιτητών τόκων και μερισμάτων αλλά και στην απορρόφηση τυχόν τρεχουσών ζημιών, μειώσεων στην τρέχουσα αξία των αποθεμάτων,

καθυστερήσεων εισπράξης μεγάλων ποσών απαιτήσεων. Επιπλέον, η επιχείρηση μπορεί να παρέχει ασφάλεια στους πιστωτές της. Όμως, το 2019 η μεγάλη ρευστότητα που έχει η επιχείρηση δημιουργεί ερωτήματα για το αν διαχειρίζεται και εκμεταλλεύεται όσον το δυνατόν καλύτερα τα διαθέσιμά της.

Η επιχείρηση έχει υψηλό περιθώριο μεικτού κέρδους αυτό σημαίνει ότι καλύπτει τα λειτουργικά και άλλα έξοδα της και συγχρόνως έχει ένα ικανοποιητικό καθαρό κέρδος. Το περιθώριο καθαρού κέρδους δε μεταβάλλεται σημαντικά διαχρονικά με αποτέλεσμα να υπάρχει ένδειξη μιας δυσανάλογης αύξησης των εξόδων λειτουργίας της επιχειρήσεως σε σχέση με τις πωλήσεις της. Από τους δείκτες ROA και ROE έχουμε θετικές ενδείξεις για την σωστή διοίκηση της επιχείρησης. Η εταιρεία προσπαθώντας να διασφαλίσει τη θέση της στην αγορά, ακολουθεί επενδυτική στρατηγική αυξάνοντας συνεχώς το ύψος των Ιδίων κεφαλαίων.

Η ικανότητα της επιχείρησης να παράγει πωλήσεις έχει μια ικανοποιητική πορεία ελαφρώς καθοδική χωρίς αυτό να επηρεάζει ουσιαστικά τα κέρδη της, τα οποία αυξάνονται συνεχώς. Ο δείκτης της μερισματικής απόδοσης φανερώνει ότι οι μέτοχοι έχουν ολοένα και περισσότερες χρηματικές απολαβές με την τιμή της μετοχής να ξεκινάει από 1,19 ευρώ και να πέφτει στα 0,88 ευρώ στα οποία διατηρείται για τέσσερα χρόνια συνεχόμενα. Ο δείκτης P/E με την πάροδο των χρόνων έχει πτωτική πορεία και συγκεκριμένα το 2014 έχει την υψηλότερη τιμή η οποία εάν συγκριθεί με το μέσο όρο των έξι χρόνων που είναι 0.85 καταλαβαίνουμε ότι η μετοχή είναι υπερτιμημένη. Για αυτό το λόγο η τιμή της μετοχής τα επόμενα χρόνια μειώνεται από 1,19 ευρώ στα 0.88 ευρώ ανά μετοχή.

Η τιμή της μετοχής που υπολογίστηκε στα 19,48 ευρώ ανά μετοχή σύμφωνα με τη μέθοδο Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών είναι αρκετά μεγαλύτερη σε σύγκριση με τη σημερινή που επικρατεί στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Για την ακρίβεια, η σημερινή τιμή της μετοχής είναι υποτιμημένη κατά 8,6% σε σχέση με τη νέα τιμή.

Ο όμιλος JUMBO ΑΕ ανακοίνωσε ότι οι πωλήσεις το πρώτο εξάμηνο του 2020 έχουν πέσει κατά 17% γεγονός που αποδεικνύει ότι έχει επηρεαστεί από την εξάπλωση της πανδημίας Covid19 και τα μέτρα που επικρατούν για τον περιορισμό της.

Τα μέτρα που ελήφθησαν από τις κυβερνήσεις για την αντιμετώπιση της εξάπλωσης της πανδημίας επηρέασαν την εορταστική περίοδο του Πάσχα το 2020 που παραδοσιακά αντιπροσωπεύει το 12% των ετήσιων πωλήσεων. Αν και ο Μάιος 2020 με την σταδιακή επαναλειτουργία των καταστημάτων και ο Ιούνιος 2020 κατέγραψαν θετικό ρυθμό αύξησης των πωλήσεων, ο Σεπτέμβριος που περιλαμβάνει την έναρξη της σχολικής περιόδου καθώς και η περίοδος των Χριστουγέννων αποτελούν σημαντικές περιόδους για την πορεία των ετήσιων πωλήσεων. Η προσαρμογή στα νέα δεδομένα επηρεάζει και τις καταναλωτικές συμπεριφορές ως προς τα κανάλια των αγορών παρατηρώντας

σημαντική αύξηση στις online αγορές. Τον Αύγουστο του 2020 δήλωσε ότι οι πωλήσεις ήταν μειωμένες κατά 3%, ποσοστό αρκετά μικρό σε σύγκριση με τη μεγάλη πτώση του αριθμού των τουριστών που κατέφθασαν στην Ελλάδα.

Παρόλα αυτά η τιμή της μετοχής εκτιμάται ότι θα έχει άνοδο καθώς ο όμιλος JUMBO, ο οποίος δραστηριοποιείται σε 9 χώρες, έχει γερά θεμέλια και ισχυρή οικονομική θέση, όπως αποδεικνύουν και οι αριθμοδείκτες που υπολογίστηκαν παραπάνω. Σε περίπτωση που δεν επέλθει δεύτερο lock-down σε Ελλάδα και Κύπρο, ο όμιλος JUMBO θα μπορέσει να ανακτήσει ομαλά τις πωλήσεις του τους τελευταίους μήνες του χρόνου.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Χρηματοοικονομική διοίκηση Αθανάσιος Γ. Νούλας

Damodaran, A. (2014). «Εφαρμοσμένη Χρηματοοικονομική για Επιχειρήσεις», εκδ. Πασχαλίδης

The Intelligent Investor/ Benjamin Graham-Rev.ed./updated with new commentary by Jason Zweig

Fernández, Pablo. Valuation Methods and Shareholder Value Creation. Academic Press, 2002.

Damodaran, A. (2001). Investment Valuation. Second Edition. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc

A. Damodaran., (1995), Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset.

Damodaran, A. (2012). An Introduction to Valuation. <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/eqnotes/ValIntro.pdf>

Aswath Damodaran, Damodaran on Valuation (Security Analysis for Investment and

Corporate Finance) (John Wiley & Sons, Inc, 1994).

Williams, J.B.. (1938). "The Theory of Investment Value". Vol. 36. Cambridge MA: Harvard University Press.

Watson, D. & Head, A. (2007). Corporate Finance: Principles and Practice. 4th edition. England: FT Prentice Hall

Θ.Γ. Λαζαρίδης, (2005), Αποτίμηση Επιχειρήσεων, Θεωρία, Μεθοδολογία, Πρακτική, Εκδοτικός οίκος Αδελφών Κυριακίδη Α.Ε.

Αναστασάκης, Α. (2012). Εισαγωγή στις Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου.

Γκόγκας, Π. & Πραγγίδης, Ι. (2010). Εργαλεία Επιχειρηματικής Ανάλυσης. Αθήνα: ΔΙΟΝΙΚΟΣ.

Λαζαρίδης, Γιάννης Τ., and Δημήτρης Λ. Παπαδόπουλος. (2010). "Επιχειρηματική Ανάλυση Και Προσδιορισμός Αξίας". Θεσσαλονίκη.

ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΠΗΓΕΣ

<https://www.reuters.com/companies/BABr.AT>

<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

<https://www.naftemporiki.gr/finance/quote/bela.ath/Jumbo-anonymi-empor-et-ko>

<http://www.statistics.gr/el/home>

ΕΤΗΣΙΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΚΘΕΣΕΙΣ JUMBO ΑΕ

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΚΘΕΣΗ 2018/2019

1. https://corporate.e-jumbo.gr/uploads/158558/fd74_jumbo_fyfinancialresults2019_gr.pdf

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΚΘΕΣΗ 2016/2017

2. https://corporate.e-jumbo.gr/uploads/158366/2605_jumboannualreport_30062017_gr.pdf

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΚΘΕΣΗ 2014/2015

3. https://corporate.e-jumbo.gr/uploads/158125/5962_jumbosa_finstat_full_notes_30062015.pdf

ΠΡΟΣΑΡΤΗΜΑ

ΠΡΟΣΑΡΤΗΜΑ Α : ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ JUMBO ΑΕ 2018 - 2019

Α. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

	Σημειώσεις	Ο ΟΜΙΛΟΣ		Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
		01/07/2018- 30/06/2019	01/07/2017- 30/06/2018	01/07/2018- 30/06/2019	01/07/2017- 30/06/2018
Κύκλος εργασιών	5.1	812.177.688	753.299.915	676.236.181	632.650.147
Κόστος πωληθέντων	5.2	(388.329.358)	(358.150.117)	(395.626.314)	(362.120.329)
Μικτό κέρδος		423.848.330	395.149.798	280.609.868	270.529.818
Λοιπά έσοδα εκμετάλλευσης	5.4	7.017.617	6.365.316	4.922.940	3.714.905
Έξοδα διάθεσης	5.3	(187.589.205)	(174.256.297)	(130.148.217)	(125.211.143)
Έξοδα διοίκησης	5.3	(23.498.581)	(22.453.736)	(18.397.809)	(17.897.207)
Λοιπά έξοδα εκμετάλλευσης	5.4	(7.307.807)	(5.921.257)	(4.907.007)	(3.815.159)
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων		212.470.354	198.883.825	132.079.775	127.321.215
Χρηματοοικονομικά Έξοδα	5.5	(8.403.234)	(7.827.297)	(7.553.623)	(7.097.695)
Χρηματοοικονομικά Έσοδα	5.5	7.217.255	6.802.051	4.832.792	4.156.493
		(1.185.979)	(1.025.247)	(2.720.832)	(2.941.202)
Κέρδη προ φόρων		211.284.375	197.858.577	129.358.943	124.380.014
Φόρος εισοδήματος	5.6	(48.412.299)	(46.757.750)	(36.821.052)	(36.517.393)
Κέρδη μετά από φόρο εισοδήματος		162.872.076	151.100.827	92.537.891	87.862.622
Κατανεμημένα σε :					
Μετόχους της μητρικής		162.872.076	151.100.827	92.537.891	87.862.622
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		-	-	-	-
Κέρδη ανά μετοχή Βασικά κέρδη ανά μετοχή (€/μετοχή)	5.7	1,1971	1,1105	0,6801	0,6458
Αποτελέσματα προ τόκων, φόρων, επενδυτικών αποτελεσμάτων και αποσβέσεων		238.186.518	223.563.018	147.735.570	142.837.830
Αποτελέσματα προ τόκων, φόρων και επενδυτικών αποτελεσμάτων		212.470.354	198.883.825	132.079.775	127.321.215
Κέρδη προ φόρων		211.284.375	197.858.577	129.358.943	124.380.014
Κέρδη μετά φόρων		162.872.076	151.100.827	92.537.891	87.862.622

Σημείωση:

Κατά την τρέχουσα χρήση αναφοράς, οι τραπεζικές προμήθειες καρτών ταξινομήθηκαν εντός του κονδυλίου «Χρηματοοικονομικά Έξοδα» έναντι του κονδυλίου «Έξοδα διάθεσης». Στη βάση αυτή, τα κονδύλια των προηγούμενων παρουσιαζόμενων χρήσεων έχουν αναπροσαρμοσθεί προκειμένου να ενισχυθεί η συγκρισιμότητα μεταξύ των μεγεθών των παρουσιαζόμενων περιόδων. Σχετική αναφορά γίνεται και στην σημείωση 5.5 παρακάτω.

Οι συνοδευτικές σημειώσεις αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι των χρηματοοικονομικών καταστάσεων.

Β. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ

	Σημ.	Ο ΟΜΙΛΟΣ		Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
		30/06/2019	30/06/2018	30/06/2019	30/06/2018
Ενεργητικό					
Μη κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού					
Ενώματες ακινητοποιήσεις	5.8	561.769.433	542.460.721	292.868.728	291.000.548
Επενδύσεις σε ακίνητα	5.9	2.572.911	4.969.210	2.572.911	4.969.210
Επενδύσεις σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις	5.10	-	-	187.600.525	207.087.029
Χρηματοοικονομικά στοιχεία στην εύλογη αξία μέσω λοιπών συνολικών εσόδων	5.11.1	8.408.797	6.119.975	-	-
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	5.12	15.285.622	15.870.463	7.252.795	7.273.647
Μακροπρόθεσμες δεσμευμένες τραπεζικές καταθέσεις	5.17	900.000	900.000	-	-
		588.936.762	570.320.369	490.294.958	510.330.434
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία					
Αποθέματα	5.13	289.945.918	247.808.426	247.470.381	212.870.068
Πελάτες και λοιπές εμπορικές απαιτήσεις	5.14	40.274.416	32.665.086	40.894.795	33.370.499
Λοιπές απαιτήσεις	5.15	80.995.839	72.455.400	79.037.705	69.637.620
Λοιπά κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού	5.16	2.693.541	1.959.197	1.216.042	767.025
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	5.18	506.631.533	436.891.686	244.626.241	186.980.736
		920.541.248	791.779.795	613.245.164	503.625.949
Σύνολο ενεργητικού		1.509.478.010	1.362.100.164	1.103.540.122	1.013.956.382
Ίδια κεφάλαια & υποχρεώσεις					
Ίδια κεφάλαια αποδιδόμενα στους μετόχους της μητρικής					
Μετοχικό κεφάλαιο	5.19.1	119.732.588	119.732.588	119.732.588	119.732.588
Αποθεματικό υπέρ το άρτιο	5.19.2	49.995.207	49.995.207	49.995.207	49.995.207
Συναλλαγματικές διαφορές μετατροπής		(7.356.612)	(5.112.803)	-	-
Λοιπά αποθεματικά	5.19.2	495.063.608	462.889.209	500.758.600	466.558.338
Κέρδη εις νέον		504.011.141	430.964.682	118.583.432	115.871.157
		1.161.445.933	1.058.468.883	789.069.827	752.157.290
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		-	-	-	-
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων		1.161.445.933	1.058.468.883	789.069.827	752.157.290
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	5.20	9.010.151	7.724.613	8.956.387	7.680.839
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	5.21	198.758.105	-	198.758.105	-
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	5.24	11.891.677	17.939.988	27.272	27.272
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	5.25	6.755.300	7.944.656	6.573.583	7.817.641
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων		226.415.233	33.609.256	214.315.347	15.525.752
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Προβλέψεις	5.26	787.961	237.813	787.961	219.210
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	5.27	42.258.033	40.310.364	41.308.106	39.249.191
Τρέχουσες φορολογικές υποχρεώσεις	5.28	50.851.707	49.792.798	40.524.950	40.833.480
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	5.23	172.117	4.892.032	-	4.677.286
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις πληρωτέες στην επόμενη χρήση	5.22	-	144.731.299	-	144.731.299
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	5.29	27.547.026	30.057.720	17.533.932	16.562.875
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων		121.616.844	270.022.025	100.154.948	246.273.340
Σύνολο υποχρεώσεων		348.032.077	303.631.281	314.470.295	261.799.092
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων		1.509.478.010	1.362.100.164	1.103.540.122	1.013.956.382

Οι συνοδευτικές σημειώσεις αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι των χρηματοοικονομικών καταστάσεων.

ΠΡΟΣΑΡΤΗΜΑ Β: ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ JUMBO ΑΕ 2016 – 2017

Α. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

	Σημειώσεις	Ο ΟΜΙΛΟΣ		Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
		01/07/2016- 30/06/2017	01/07/2015- 30/06/2016	01/07/2016- 30/06/2017	01/07/2015- 30/06/2016
Κύκλος εργασιών	5.1	681.429.945	637.557.328	583.501.179	550.508.516
Κόστος πωληθέντων	5.2	(325.939.641)	(299.627.183)	(327.372.759)	(298.174.705)
Μικτό κέρδος		355.490.305	337.930.145	256.128.420	252.333.811
Λοιπά έσοδα εκμετάλλευσης	5.4	4.525.615	4.285.380	3.139.560	3.335.745
Έξοδα διάθεσης	5.3	(160.948.396)	(152.676.116)	(121.027.941)	(118.735.683)
Έξοδα διοίκησης	5.3	(21.554.539)	(22.143.733)	(17.384.710)	(16.994.097)
Λοιπά έξοδα εκμετάλλευσης	5.4	(5.695.572)	(6.398.657)	(3.852.851)	(4.929.807)
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων		171.817.413	160.997.019	117.002.478	115.009.969
Χρηματοοικονομικά Έξοδα	5.5	(5.373.990)	(6.459.516)	(5.228.477)	(6.315.869)
Χρηματοοικονομικά Έσοδα	5.5	7.178.866	8.348.835	4.649.046	6.173.166
Λοιπά χρηματοοικονομικά αποτελέσματα	5.5	(156.420)	2.245.300	(156.420)	2.245.300
		1.648.456	4.134.619	(735.851)	2.102.597
Κέρδη προ φόρων		173.465.869	165.131.638	116.266.628	117.112.566
Φόρος εισοδήματος	5.6	(42.457.760)	(43.867.977)	(34.205.024)	(34.655.524)
Κέρδη μετά από φόρο εισοδήματος		131.008.109	121.263.661	82.061.605	82.457.042
Κατανεμημένα σε :					
Μετόχους της μητρικής		131.008.109	121.263.661	82.061.605	82.457.042
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		-	-	-	-
Κέρδη ανά μετοχή Βασικά κέρδη ανά μετοχή (€/μετοχή)	5.7	0,9629	0,8913	0,6031	0,6060
Αποτελέσματα προ τόκων, φόρων, επενδυτικών αποτελεσμάτων και αποσβέσεων		194.777.298	183.707.664	132.029.829	130.065.028
Αποτελέσματα προ τόκων, φόρων και επενδυτικών αποτελεσμάτων		171.817.413	160.997.019	117.002.478	115.009.969
Κέρδη προ φόρων		173.465.869	165.131.638	116.266.628	117.112.566
Κέρδη μετά φόρων		131.008.109	121.263.661	82.061.605	82.457.042

Οι συνοδευτικές σημειώσεις αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι των οικονομικών καταστάσεων

Β. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ

	Σημ.	Ο ΟΜΙΛΟΣ		Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
		30/06/2017	30/06/2016	30/06/2017	30/06/2016
Ενεργητικό					
Μη κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού					
Ενσώματες ακινητοποιήσεις	5.8	514.875.163	498.767.593	292.417.714	291.507.053
Επενδύσεις σε ακίνητα	5.9	5.352.381	5.735.551	5.352.381	5.735.551
Επενδύσεις σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις	5.10	-	-	207.087.029	207.087.029
Χρηματοοικονομικά στοιχεία διαθέσιμα προς πώληση	5.11.1	8.621.182	7.876.142	-	-
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	5.12	16.497.669	17.139.164	7.337.921	7.425.092
Μακροπρόθεσμες δεσμευμένες τραπεζικές καταθέσεις	5.17	900.000	965.020	-	-
		546.246.395	530.483.470	512.195.045	511.754.725
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία					
Αποθέματα	5.13	239.233.591	196.780.190	210.141.089	172.023.416
Πελάτες και λοιπές εμπορικές απαιτήσεις	5.14	34.599.910	32.573.115	35.970.031	33.303.033
Λοιπές απαιτήσεις	5.15	70.213.533	44.453.856	69.441.119	43.770.634
Αξόγραφα για εμπορικούς σκοπούς - Παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα	5.11.2	-	8.156.420	-	8.156.420
Λοιπά κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού	5.16	3.243.614	2.231.628	1.854.635	657.932
Τμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	5.18	366.047.454	394.732.686	150.296.109	213.433.355
		713.338.102	678.927.895	467.702.983	471.344.791
Σύνολο ενεργητικό		1.259.584.497	1.209.411.365	979.898.028	983.099.516
Ίδια κεφάλαια & υποχρεώσεις					
Ίδια κεφάλαια αποδιδόμενα στους μετόχους της μητρικής					
Μετοχικό κεφάλαιο	5.19.1	119.732.588	119.732.588	119.732.588	119.732.588
Αποθεματικό υπέρ το άρπιο	5.19.2	49.995.207	49.995.207	49.995.207	49.995.207
Συναλλαγματικές διαφορές μετατροπής		(2.532.535)	(1.843.657)	-	-
Λοιπά αποθεματικά	5.19.2	432.704.935	436.804.707	433.871.650	437.804.606
Κέρδη εις νέον		361.772.833	310.901.782	109.917.515	108.902.190
		961.673.028	915.590.627	713.516.960	716.434.591
Μη ελέγχουσες συμμετοχές					
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων		961.673.028	915.590.627	713.516.960	716.434.591
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	5.20	6.909.746	7.448.903	6.873.896	7.420.844
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	5.21/5.22	144.391.597	144.189.979	144.391.597	144.189.979
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	5.24	4.694.598	5.814.360	29.272	29.272
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	5.25	8.037.925	7.808.046	7.923.112	7.711.532
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων		164.033.866	165.261.288	159.217.877	159.351.627
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Προβλέψεις	5.26	235.540	235.540	216.937	216.937
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	5.27	39.841.569	39.060.184	39.863.974	37.918.855
Τρέχουσες φορολογικές υποχρεώσεις	5.28	49.427.077	51.423.792	38.101.728	41.571.716
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	5.23	14.823.532	180.164	14.823.532	-
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	5.29	29.549.884	37.659.770	14.157.020	27.605.790
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων		133.877.602	128.559.450	107.163.191	107.313.298
Σύνολο υποχρεώσεων		297.911.468	293.820.738	266.381.068	266.664.925
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων		1.259.584.497	1.209.411.365	979.898.028	983.099.516

Οι συνοδευτικές σημειώσεις αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι των οικονομικών καταστάσεων

ΠΡΟΣΑΡΤΗΜΑ Γ : ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ JUMBO ΑΕ 2014 – 2015

Α. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

	Σημειώσεις	Ο ΟΜΙΛΟΣ		Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
		01/07/2014-30/06/2015	01/07/2013-30/06/2014	01/07/2014-30/06/2015	01/07/2013-30/06/2014
Κύκλος εργασιών	5.1	582.548.135	541.847.153	518.969.929	491.555.418
Κόστος πωληθέντων	5.2	(272.843.104)	(254.037.448)	(276.959.890)	(257.464.368)
Μικτό κέρδος		309.705.031	287.809.705	242.010.038	234.091.050
Λοιπά έσοδα εκμετάλλευσης	5.4	3.995.070	3.372.681	2.819.522	2.774.303
Έξοδα διάθεσης	5.3	(146.444.202)	(137.795.115)	(117.580.759)	(115.454.019)
Έξοδα διοίκησης	5.3	(22.883.654)	(21.252.872)	(18.028.074)	(17.581.742)
Λοιπά έξοδα εκμετάλλευσης	5.4	(6.435.592)	(5.011.581)	(4.171.434)	(3.558.368)
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων		137.936.653	127.122.817	105.049.293	100.271.224
Χρηματοοικονομικά Έξοδα	5.5	(7.378.565)	(6.264.595)	(7.261.292)	(6.093.829)
Χρηματοοικονομικά Έσοδα	5.5	9.047.370	8.957.293	6.584.504	5.299.973
Λοιπά χρηματοοικονομικά αποτελέσματα	5.5	(2.655.040)	163.420	(2.655.040)	163.420
		(986.235)	2.856.118	(3.331.828)	(630.436)
Κέρδη προ φόρων		136.950.418	129.978.935	101.717.465	99.640.788
Φόρος εισοδήματος	5.6	(32.113.054)	(28.729.774)	(27.054.062)	(26.613.481)
Κέρδη μετά από φόρο εισοδήματος		104.837.364	101.249.161	74.663.403	73.027.307
Κατανομημένα σε :					
Μετόχους της μητρικής		104.837.364	101.249.161	74.663.403	73.027.307
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		-	-	-	-
Κέρδη ανά μετοχή Βασικά κέρδη ανά μετοχή (€/μετοχή)	5.7	0,7705	0,7443	0,5488	0,5368
Αποτελέσματα προ τόκων, φόρων, επενδυτικών αποτελεσμάτων και αποσβέσεων		159.262.340	146.515.521	120.018.853	114.657.359
Αποτελέσματα προ τόκων, φόρων και επενδυτικών αποτελεσμάτων		137.936.653	127.122.817	105.049.293	100.271.224
Κέρδη προ φόρων		136.950.418	129.978.935	101.717.465	99.640.788
Κέρδη μετά φόρων		104.837.364	101.249.161	74.663.403	73.027.307

Οι συνοδευτικές σημειώσεις αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι των οικονομικών καταστάσεων

Β. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ

	Σημ.	Ο ΟΜΙΛΟΣ		Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
		30/06/2015	30/06/2014	30/06/2015	30/06/2014
Ενεργητικό					
Μη κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού					
Ενσώματες ακινητοποιήσεις	5.8	497.881.150	445.854.905	289.382.423	294.326.688
Επενδύσεις σε ακίνητα	5.9	6.118.721	6.501.891	6.118.721	6.501.891
Επενδύσεις σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις	5.10	-	-	187.087.027	141.378.564
Χρηματοοικονομικά στοιχεία διαθέσιμα προς πώληση	5.11.1	10.377.348	6.503.935	-	-
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	5.12	17.759.078	22.636.941	7.490.272	11.803.332
Μακροπρόθεσμες δεσμευμένες τραπεζικές καταθέσεις	5.17	952.903	933.304	-	-
		533.089.200	482.430.976	490.078.443	454.010.475
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία					
Αποθέματα	5.13	197.792.010	186.179.153	172.697.801	166.012.254
Πελάτες και λοιπές εμπορικές απαιτήσεις	5.14	15.546.511	30.700.007	41.746.395	35.576.952
Λοιπές απαιτήσεις	5.15	33.250.940	25.821.847	28.231.165	24.856.021
Αξόγραφα για εμπορικούς σκοπούς – Παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα	5.11.2	5.911.120	8.566.160	5.911.120	8.566.160
Λοιπά κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού	5.16	5.819.069	5.532.604	4.922.230	4.879.048
Βραχυπρόθεσμες δεσμευμένες τραπεζικές καταθέσεις	5.17	-	7.138.988	-	-
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	5.18	298.918.408	287.567.276	169.893.073	195.373.828
		557.238.058	551.506.035	423.401.784	435.264.263
Σύνολο ενεργητικού		1.090.327.258	1.033.937.011	913.480.227	889.274.738
Ίδια κεφάλαια & υποχρεώσεις					
Ίδια κεφάλαια αποδιδόμενα στους μετόχους της μητρικής					
Μεταχικό κεφάλαιο	5.19.1	161.911.113	161.911.113	161.911.113	161.911.113
Αποθεματικό υπέρ το άρτιο	5.19.2	7.702.078	7.702.078	7.702.078	7.702.078
Συναλλαγματικές διαφορές μετατροπής		(892.875)	(635.628)	-	-
Λοιπά αποθεματικά	5.19.2	361.636.240	339.470.996	360.764.882	336.491.853
Κέρδη εις νέον		266.851.991	236.061.799	103.037.659	102.131.741
		797.208.547	744.510.358	633.415.732	608.236.785
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		-	-	-	-
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων		797.208.547	744.510.358	633.415.732	608.236.785
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	5.20	5.775.652	4.701.362	5.745.038	4.679.185
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	5.21/5.22	143.916.512	143.675.000	143.916.512	143.675.000
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	5.26	12.950.464	84.298	28.472	77.051
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	5.27	6.994.412	7.647.155	6.950.916	7.629.419
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων		169.637.040	156.107.815	156.640.938	156.060.655
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Προβλέψεις	5.28	234.431	290.872	216.937	261.758
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	5.29	51.406.028	52.230.403	51.640.474	51.486.942
Τρέχουσες φορολογικές υποχρεώσεις	5.30	40.010.796	38.595.644	33.856.631	34.931.197
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	5.24	2.877.527	20.039.718	2.669.667	20.039.718
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις πληρωτέες στην επόμενη χρήση	5.23/5.25	-	1.373.561	-	1.373.561
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	5.31	28.952.889	20.788.640	35.039.848	16.884.122
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων		123.481.671	133.318.838	123.423.557	124.977.298
Σύνολο υποχρεώσεων		293.118.711	289.426.653	280.064.495	281.037.953
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων		1.090.327.258	1.033.937.011	913.480.227	889.274.738

Οι συνοδευτικές σημειώσεις αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι των οικονομικών καταστάσεων