



**ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΤΜΗΜΑ  
ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ**

**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ  
ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ  
ΔΙΟΙΚΗΣΗ**

Διπλωματική εργασία

**“Χρηματοοικονομική ανάλυση και αποτίμηση της εταιρείας  
ΤΙΤΑΝ”**

Του

Κωνσταντίνου Παναγή

Επιβλέπων Καθηγητής: Παπαδόπουλος Συμεών

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

Οκτώβριος, 2022

## Περίληψη

Στο σύγχρονο επιχειρηματικό περιβάλλον, η αποτίμηση είναι μια εξαιρετική αρχή για τη διατήρηση της επιτυχίας της επιχείρησης. Το ενδιαφέρον για αποτίμηση έχει αυξηθεί μετά τη στροφή προς την οικονομία της γνώσης και την προσοχή στο πνευματικό κεφάλαιο, επειδή η αξία των άυλων περιουσιακών στοιχείων αντιπροσωπεύει ένα μεγάλο ποσοστό του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων του οργανισμού, συμπεριλαμβανομένων των ανθρώπινων πόρων, των μαλακών υποδομών και του πνευματικού κεφαλαίου, όπως διπλώματα ευρεσιτεχνίας, πνευματικά δικαιώματα και τεχνογνωσία. Ο προσδιορισμός της αξίας μιας εταιρείας είναι πιο δύσκολος στο σημερινό επιχειρηματικό περιβάλλον. Η διαδικασία της αποτίμησης απαιτεί ειδικές μεθόδους και διαδικασίες που εκτελούνται από υψηλά καταρτισμένους επαγγελματίες που έχουν γνώση της φύσης των αγορών και των παραγόντων που επηρεάζουν τη διαδικασία αποτίμησης. Μια επιχείρηση χρειάζεται συνεχώς να εντοπίζει παράγοντες που επηρεάζουν την αποτίμηση για ακριβή λήψη αποφάσεων και αποτελεσματικό σχεδιασμό και να κάνει τα σχέδιά της πιο δυναμικά. Συνεπώς, σκοπός της συγκεκριμένης εργασίας ήταν να μελετήσει και να αναλύσει την εταιρεία TITAN. Ειδικότερα, η εργασία αυτή προχώρησε σε ανάλυση της εταιρείας μέσω των υπολογισμών των αριθμοδεικτών, ενώ έγινε επίσης και η αποτίμηση της εταιρείας με τη μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών. Τα ευρήματα έδειξαν ότι η εταιρεία TITAN είναι ηγέτιδα στον κλάδο της.

Λέξεις-κλειδιά: αποτίμηση, αριθμοδείκτες ρευστότητας, αριθμοδείκτες δραστηριότητας, αριθμοδείκτες δραστηριότητας

## **Abstract**

In today's business environment, valuation is an excellent starting point for sustaining business success. Interest in valuation has increased following the shift to the knowledge economy and attention to intellectual capital, because the value of intangible assets represents a large proportion of the organization's total assets, including human resources, soft infrastructure and intellectual capital such as patents, copyrights and know-how. Determining the value of a company is more difficult in today's business environment. The valuation process requires specific methods and procedures performed by highly qualified professionals who have knowledge of the nature of the markets and the factors that affect the valuation process. A business constantly needs to identify factors that affect valuation for accurate decision making and effective planning and make its plans more dynamic. Therefore, the purpose of this particular work was to study and analyse the TITAN company. In particular, this work proceeded with an analysis of the company through the calculations of the numerical indicators, while the valuation of the company was also carried out using discounted cash flows method. The findings showed that TITAN is a leader in its industry.

Keywords: valuation, liquidity ratios, activity ratios, activity ratios

# Πίνακας περιεχομένων

<u>Περίληψη</u> .....	ii
<u>Abstract</u> .....	iii
<u>Πίνακας περιεχομένων</u> .....	iv
<u>Κατάλογος πινάκων</u> .....	vi
<u>Κατάλογος διαγραμμάτων</u> .....	vii
<u>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1-ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΑ</u> .....	1
<u>1.1 Εισαγωγή και σκοπός της εργασίας</u> .....	1
<u>1.2 Μεθοδολογία της εργασίας</u> .....	3
<u>1.3 Δομή της εργασίας</u> .....	4
<u>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2-ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ</u> .....	5
<u>2.1 Η έννοια της αποτίμησης</u> .....	5
<u>2.2 Πρότυπα και υποθέσεις της αξίας</u> .....	7
<u>2.3 Λόγοι για αποτίμηση των επιχειρήσεων</u> .....	8
<u>2.4 Διαδικασία αποτίμησης</u> .....	13
<u>2.5 Προσεγγίσεις αποτίμησης</u> .....	14
<u>2.6 Μέθοδοι αποτίμησης</u> .....	16
<u>2.6.1 Προεξοφλημένες ταμειακές ροές (DCF)</u> .....	16
<u>2.6.2 Η μέθοδος των δεικτών της κεφαλαιαγοράς</u> .....	19
<u>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3-ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΤΣΙΜΕΝΤΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ</u> .....	22
<u>3.1 Εισαγωγή στον κλάδο της τσιμεντοβιομηχανίας</u> .....	22
<u>3.2 Οι επιπτώσεις του COVID-19 στον κλάδο</u> .....	23
<u>3.3 Διεθνής αγορά</u> .....	25
<u>3.4 Ελληνική αγορά</u> .....	26
<u>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4-ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ ΤΙΤΑΝ</u> .....	29
<u>4.1 Ο Όμιλος ΤΙΤΑΝ</u> .....	29
<u>4.2 Οι κύριοι κίνδυνοι του Ομίλου ΤΙΤΑΝ</u> .....	32
<u>4.2.1 Στρατηγικοί κίνδυνοι</u> .....	32
<u>4.2.2 Οικονομικοί κίνδυνοι</u> .....	34
<u>4.3 Ανάλυση SWOT του Ομίλου ΤΙΤΑΝ</u> .....	35
<u>4.3.1 Δυνατά σημεία του Ομίλου ΤΙΤΑΝ</u> .....	35
<u>4.3.2 Αδυναμίες του Ομίλου ΤΙΤΑΝ</u> .....	35
<u>4.3.3 Ευκαιρίες για τον Όμιλο ΤΙΤΑΝ</u> .....	36
<u>4.3.4 Απειλές για τον Όμιλο ΤΙΤΑΝ</u> .....	36
<u>4.4 Ανάλυση PESTEL του Ομίλου ΤΙΤΑΝ</u> .....	36
<u>4.4.1 Πολιτικοί παράγοντες</u> .....	37

<u>4.4.2 Οικονομικοί παράγοντες</u> .....	37
<u>4.4.3 Κοινωνικοί παράγοντες</u> .....	38
<u>4.4.4 Τεχνολογικοί παράγοντες</u> .....	38
<u>4.4.5 Περιβαλλοντικοί παράγοντες</u> .....	39
<u>4.4.6 Νομικοί παράγοντες</u> .....	40
<b><u>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5-ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ ΤΙΤΑΝ</u></b> .....	41
<u>5.1 Οριζόντια ανάλυση του Ομίλου ΤΙΤΑΝ</u> .....	41
<u>5.2 Κάθετη ανάλυση του Ομίλου ΤΙΤΑΝ</u> .....	43
<u>5.3 Αριθμοδείκτες του Ομίλου ΤΙΤΑΝ</u> .....	45
<u>5.3.1 Δείκτες αποδοτικότητας</u> .....	46
<u>5.3.2 Δείκτες δραστηριότητας</u> .....	48
<u>5.3.3 Δείκτες ρευστότητας</u> .....	50
<u>5.3.4 Δείκτες διάρθρωσης κεφαλαίων</u> .....	52
<b><u>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6-ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ ΤΙΤΑΝ ΜΕ ΤΗ ΜΕΘΟΔΟ ΤΩΝ ΠΡΟΞΟΦΛΗΜΕΝΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ</u></b> .....	55
<u>6.1 Κόστος ιδίων κεφαλαίων</u> .....	55
<u>6.2 Κόστος δανειακών κεφαλαίων</u> .....	57
<u>6.3 Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC)</u> .....	57
<u>6.4 Ελεύθερες ταμειακές ροές για τον Όμιλο ΤΙΤΑΝ</u> .....	58
<u>6.5 Υπολειμματική αξία του Ομίλου ΤΙΤΑΝ</u> .....	59
<u>6.6 Προσδιορισμός αξίας του Ομίλου ΤΙΤΑΝ</u> .....	60
<b><u>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7-ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ</u></b> .....	62
<u>7.1 Συμπεράσματα</u> .....	62
<u>Βιβλιογραφία</u> .....	64
<u>Παράρτημα</u> .....	67

## Κατάλογος πινάκων

Πίνακας 5.1-Οριζόντια ανάλυση στοιχείων ισολογισμού .....	41
Πίνακας 5.2-Οριζόντια ανάλυση στοιχείων κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης .....	42
Πίνακας 5.3-Κάθετη ανάλυση στοιχείων ισολογισμού .....	44
Πίνακας 5.4-Κάθετη ανάλυση στοιχείων αποτελεσμάτων χρήσης.....	44
Πίνακας 5.5-Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας συνόλου ενεργητικού .....	46
Πίνακας 5.6-Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων .....	47
Πίνακας 5.7-Αριθμοδείκτες δραστηριότητας.....	49
Πίνακας 5.8-Αριθμοδείκτες ρευστότητας.....	52
Πίνακας 5.9-Αριθμοδείκτες διάρθρωσης κεφαλαίων .....	53
Πίνακας 6.1-Μέση απόδοση 10ετούς Ομολόγου .....	55
Πίνακας 6.2-Κόστος δανειακών κεφαλαίων .....	57
Πίνακας 6.3-Ποσοστό ξένων και ιδίων κεφαλαίων .....	58
Πίνακας 6.5-Υπολειμματική αξία .....	60
Πίνακας 6.6-Αξία Ομίλου TITAN .....	60
Πίνακας 6.7 Τελική αξία Ομίλου TITAN .....	61

## **Κατάλογος διαγραμμάτων**

Διάγραμμα 5.1-Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας συνόλου ενεργητικού.....	47
Διάγραμμα 5.2-Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων.....	48
Διάγραμμα 5.3-Αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού.....	50
Διάγραμμα 5.4-Αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας παγίων.....	50
Διάγραμμα 5.5-Αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας.....	52
Διάγραμμα 5.6-Αριθμοδείκτης κάλυψης παγίων.....	54
Διάγραμμα 5.7-Αριθμοδείκτης δανειακής επιβάρυνσης.....	54

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1-ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΑ

## 1.1 Εισαγωγή και σκοπός της εργασίας

Ο όρος επιχείρηση ή εταιρεία μπορεί να κατανοηθεί ως μια ξεχωριστή οικονομική οντότητα, που παράγει και πουλά για δικό της λογαριασμό αγαθά και υπηρεσίες με στόχο τη μεγιστοποίηση των κερδών. Η σύγχρονη οικονομική διαχείριση επιχειρήσεων αφορά τη μεγιστοποίηση της αξίας των επιχειρήσεων. Ειδικότερα, μια επιχείρηση αποτελεί μια ειδική μορφή επένδυσης, όπου οι ιδιοκτήτες επενδύοντας στους δικούς τους κεφαλαιακούς πόρους, προσδοκούν να αποκομίσουν ορισμένα οφέλη. Τα οφέλη αυτά προκύπτουν από τον πολλαπλασιασμό του κεφαλαίου που επενδύεται, γεγονός που οδηγεί άμεσα στην αύξηση της αξίας της επιχείρησης που κατέχουν. Ταυτόχρονα αναγνωρίζοντας ότι η οικονομική ουσία των θεμάτων ιδιοκτησίας συνδέεται στενά, τόσο με ζητήματα χρησιμότητας όσο και με το πρόβλημα της χρηματικής αξίας του αντικειμένου ιδιοκτησίας, τα ζητήματα που σχετίζονται με την αξία της επιχείρησης, τις ιδιαιτερότητές της, τις διαφορές συνθήκες, καθώς και με μεθόδους και διαδικασίες αποτίμησης, είναι πάντα σημαντικά (Chullen et al., 2015).

Η αποτίμηση των επιχειρήσεων είναι μια σύνθετη διαδικασία που απαιτεί την εφαρμογή τεράστιας γνώσης πολλών επιστημονικών πεδίων και υπάρχουν πολλά πρακτικά προβλήματα που σχετίζονται με αυτή. Παρά το γεγονός ότι μια ομάδα ειδικών έχει ήδη κάνει πολλά όσον αφορά τις προσπάθειες για την τυποποίηση της διαδικασίας αποτίμησης, εξακολουθούν να υπάρχουν πολλά άλυτα προβλήματα ή αμφιλεγόμενες λύσεις που έχουν υιοθετηθεί. Οι μέθοδοι αποτίμησης των επιχειρήσεων και των οργανωμένων μερών τους δεν έχουν ρυθμιστεί νομικά ως αυστηρά δεσμευτικές. Επίσης, δεν υπάρχει κλειστό και συμπληρωματικό σύνολο κανόνων που να ισχύει γι' αυτή τη διαδικασία. Επομένως, η έλλειψη ενιαίων ρυθμίσεων οφείλεται κυρίως στο γεγονός ότι δεν είναι δυνατή η πλήρης κωδικοποίηση μιας διαδικασίας που μπορεί να σχετίζεται με οντότητες με διαφορετικές ιδιαιτερότητες, νομικές μορφές, περιουσιακά στοιχεία ή δομές ιδιοκτησίας (Koller et al., 2015).

Ωστόσο, υπάρχουν πρότυπα που επιτρέπουν τη μερική διάρθρωσή του. Ως εκ τούτου, σε πολλές χώρες του κόσμου εδώ και πολλά χρόνια υπάρχουν πρότυπα για την



αποτίμηση των επιχειρήσεων. Πιο συγκεκριμένα, αφορούν τη μεθοδολογία αποτίμησης και το εύρος της τεχνογνωσίας που πρέπει να έχει ο εκτιμητής. Τα πρότυπα αυτά αναπτύχθηκαν από επαγγελματικές οργανώσεις που περιλαμβάνουν ειδικούς στην αντιμετώπιση των αποτιμήσεων. Οι ειδικοί αυτοί δεσμεύονται από κωδικοποιημένες διαδικασίες και πρότυπα συμπεριφοράς, τα οποία εγγυώνται τη συγκρισιμότητα των αποτιμήσεων και την ευκολία της επαλήθευσής τους. Μια τέτοια κατάσταση συμβάλλει στην ασφάλεια των επιχειρηματικών συναλλαγών και η ανάγκη αποτίμησης των επιχειρήσεων προκύπτει λόγω οικονομικής ανάπτυξης (Cheng et al., 2000).

Μαζί με την παγκοσμιοποίηση της οικονομίας, η οποία συνοδεύεται από έντονη ροή κεφαλαίων σε έναν αυξανόμενο αριθμό χωρών, η αποτίμηση καθίσταται απαραίτητη για την πώληση, την ιδιωτικοποίηση, τις συγχωνεύσεις, όπως επίσης και για τη δημιουργία κοινών επιχειρήσεων ή πολλών άλλων διαδικασιών που σχετίζονται με τις επιχειρήσεις. Βέβαια, ο προσδιορισμός της τελικής αξίας της οντότητας είναι δύσκολος λόγω της υποκειμενικότητας της ίδιας της έννοιας της «αξίας». Πρόβλημα επίσης αποτελεί το γεγονός ότι η αποτίμηση των επιχειρήσεων είναι ο συνδυασμός θεωρίας και πράξης. Εξαρτάται ακόμη από τις δυνατότητες του επιχειρηματικού μοντέλου που χρησιμοποιεί η συγκεκριμένη οικονομική οντότητα (Holthausen et al., 2012).

Ωστόσο, θα πρέπει να σημειωθεί, ότι η πραγματική αγοραία αξία της επιχείρησης πολύ σπάνια καθορίζεται αποκλειστικά από τα περιουσιακά στοιχεία που λαμβάνονται υπόψη στον ισολογισμό. Αντίθετα, η πραγματική αποτίμηση καθορίζεται από μια σειρά μεταβλητών παραγόντων, όπως η οικονομική κατάσταση της χώρας, η ελκυστικότητα της αγοράς, η στρατηγική ανάπτυξης της εταιρείας, το ανθρώπινο δυναμικό, η φύση και ο τρόπος χρήσης των περιουσιακών στοιχείων. Ως εκ τούτου, μπορεί να δηλωθεί ότι η αποτίμηση των επιχειρήσεων είναι η διαδικασία εκτίμησης της τιμής για τα περιουσιακά στοιχεία και τα οφέλη που επιτυγχάνονται από την εταιρεία ως απόρροια της αποτελεσματικής διαχείρισής τους. Η αποτίμηση είναι μία δύσκολη εργασία, διότι η αγορά είναι σαν ένας ζωντανός οργανισμός και οι νέες πληροφορίες που επηρεάζουν την κατάσταση και τις λειτουργίες των επιχειρήσεων εμφανίζονται ξανά και ξανά (Agrawal et al., 2010).

Επομένως, λόγω των περίπλοκων, συνεχώς μεταβαλλόμενων διαδικασιών αποτίμησης των επιχειρήσεων, είναι σημαντικό να θεσπιστούν ορισμένοι κανόνες και νομικά πρότυπα. Το Συμβούλιο Διεθνών Προτύπων Αποτίμησης ανέπτυξε ένα έγγραφο που μπορεί να χρησιμοποιηθεί σαν οδηγός και περιλαμβάνει διεθνείς κανόνες στον τομέα αυτό. Περιλαμβάνει επίσης τις κατευθυντήριες γραμμές που συνιστώνται στη διαδικασία αξιολόγησης της αξίας της εταιρείας, καθώς και σε εκθέσεις αξιολόγησης και συστάσεις σχετικά με την εφαρμογή τους. Προφανώς, αυτοί οι κανόνες δεν είναι αυστηρά δεσμευτικοί, ωστόσο, αποτελούν ένα σύνολο καλών πρακτικών και κατευθυντήριων γραμμών που καθορίζουν ορισμένες γενικά αποδεκτές αρχές, τόσο ηθικές όσο και μεθοδολογικές.

Επίσης, αυτοί οι κανόνες μπορεί να ισχύουν σε περίπτωση δικαστικών διαφορών σχετικά με την έκβαση της αποτίμησης, καθώς και σε περιπτώσεις δημιουργίας αμφιβολιών σχετικά με την αποτίμηση για φορολογικούς σκοπούς. Στις χώρες όπου έχει καθοριστεί συγκεκριμένο πλαίσιο και πρότυπα για την εκτίμηση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων, υπάρχει ξεχωριστή πιστοποίηση ειδικών στον τομέα της αποτίμησης. Ο στόχος της εργασίας αυτής είναι να αναδείξει την ανάγκη κατανόησης της αποτίμησης μέσα από την μελέτη της εταιρείας TITAN. Ειδικότερα, μερικά από τα βασικά ερωτήματα τα οποία θα ερευνηθούν στην εργασία αυτή είναι τα ακόλουθα:

- Τι είναι η αποτίμηση;
- Ποιες είναι οι μέθοδοι αποτίμησης που χρησιμοποιούνται από τις επιχειρήσεις;
- Πώς επηρέασε η πανδημία τον κλάδο της τσιμεντοβιομηχανίας;
- Πώς κινήθηκαν οι αριθμοδείκτες της εταιρείας TITAN την χρονική περίοδο 2017-2021;
- Ποια ήταν η αξία της εταιρείας TITAN την αντίστοιχη χρονική περίοδο;

## **1.2 Μεθοδολογία της εργασίας**

Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω ο κύριος σκοπός της εργασίας είναι να μελετήσει την εταιρεία TITAN από οικονομικής άποψης. Για να υλοποιηθεί ο σκοπός αυτός, η εργασία θα χωριστεί σε δύο κύρια μέρη, το θεωρητικό και το πρακτικό αντίστοιχα. Στο πρώτο μέρος θα παρουσιαστεί το θεωρητικό πλαίσιο της αποτίμησης της

επιχείρησης, όπου θα πραγματοποιηθεί ανασκόπηση της βιβλιογραφίας σχετικά με το θέμα της αποτίμησής . Επίσης, ως μέρος αυτής της μεθοδολογίας πραγματοποιήθηκε μια λεπτομερής ανάλυση των μεθόδων αποτίμησης των επιχειρήσεων που χρησιμοποιούνται στην επιχειρηματική πρακτική. Αναφορικά με το δεύτερο και πρακτικό μέρος της εργασίας, αρχικά βασίστηκε στον υπολογισμό και την ανάλυση των αριθμοδεικτών της εταιρείας TITAN. Ταυτόχρονα, βασίστηκε και στην αποτίμηση της αξίας της εταιρείας με τη μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών. Τέλος, τα οικονομικά στοιχεία αντλήθηκαν από τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις που δημοσιεύονται από την εταιρεία.

### **1.3 Δομή της εργασίας**

Αναφορικά με τη δομή της εργασίας, το πρώτο κεφάλαιο περιλαμβάνει την εισαγωγή στο θέμα που εξετάζεται, τον σκοπό, τη μεθοδολογία, καθώς και τη δομή της εργασίας. Συνεχίζοντας με το θεωρητικό μέρος, το δεύτερο κεφάλαιο αναφέρεται στην έννοια της αποτίμησης της επιχείρησης, στη διαδικασία της αποτίμησης, όπως μεταξύ άλλων και στις μεθόδους αποτίμησης. Στη συνέχεια, στο τρίτο κεφάλαιο αναλύεται ο κλάδος της τσιμεντοβιομηχανίας και παρουσιάζεται η εταιρεία TITAN. Στο τέταρτο κεφάλαιο παρουσιάζεται η χρηματοοικονομική ανάλυση της εταιρείας TITAN με χρήση αριθμοδεικτών, ενώ ταυτόχρονα υπολογίζεται και η αξία της εταιρείας με το υπόδειγμα των προεξοφλημένων ταμειακών ροών. Τέλος, η εργασία ολοκληρώνεται με το πέμπτο κεφάλαιο στο οποίο παρατίθενται τα συμπεράσματα.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2-ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ

### 2.1 Η έννοια της αποτίμησης

Η αποτίμηση επιχειρήσεων είναι ένα σύνολο διαδικασιών, αναλύσεων και εκτιμήσεων που οδηγούν στην εκτίμηση της αξίας της εταιρείας σε νομισματικές μονάδες για τη συγκεκριμένη στιγμή. Η σύγχρονη πραγματικότητα της οικονομίας της αγοράς και η διαδικασία παγκοσμιοποίησης έχουν καθορίσει ότι η αποτίμηση των επιχειρήσεων έχει σημασία για τις οικονομικές διαδικασίες. Η σύγχρονη διαχείριση των οικονομικών των εταιρειών συνίσταται στη μεγιστοποίηση της αξίας. Η αποτίμηση των επιχειρήσεων είναι η διαδικασία εκτίμησης της τιμής των περιουσιακών στοιχείων. Γενικά, ο στόχος της αποτίμησης της επιχείρησης είναι πάντα να διευκολύνει τη λήψη στρατηγικών αποφάσεων όσον αφορά την οργάνωση, τις μετοχές ή τις επενδύσεις.

Η αποτίμηση είναι στην πραγματικότητα η αξία που υπολόγισαν αναλυτές και εκτιμητές με βάση πληροφορίες των οικονομικών καταστάσεων των εταιρειών. Ταυτόχρονα, μπορεί να αναγνωριστεί ότι η αξία της εταιρείας είναι το μέτρο της αγοράς για την αποτελεσματικότητα και την αποδοτικότητα των ενεργειών που αναλαμβάνει η επιχείρηση. Παρά την τόσο κρίσιμη λειτουργία που επιτελεί η αποτίμηση των επιχειρήσεων στην οικονομία, η ιδιαιτερότητα και η ουσία της δημιουργούν πολλά προβλήματα.

Ένα άλλο στοιχείο που δημιουργεί προβλήματα στην αποτίμηση της εύλογης αξίας είναι η αυξανόμενη σημασία του πνευματικού κεφαλαίου. Αυτό οφείλεται στους παγκόσμιους τεχνολογικούς και οργανωτικούς μετασχηματισμούς, που οδήγησαν στην οικονομία της γνώσης. Ταυτόχρονα, ανάμεσα στα ζητήματα του πνευματικού κεφαλαίου, υπάρχουν πολλές διαφορούμενες και ποικίλες λύσεις τόσο για τη θεωρία όσο και για την πράξη. Λόγω δυσκολιών στην αποτίμηση των άυλων και νομικών περιουσιακών στοιχείων, που καθορίζουν πρωτίστως τη σύγχρονη αξία των επιχειρήσεων, ιδιαίτερα των υψηλά ανεπτυγμένων από άποψη τεχνολογίας, υπάρχουν δυσκολίες στην επίτευξη της λεγόμενης δίκαιης αποτίμησης των επιχειρήσεων (Agrawal et al., 2010).

Η μεθοδολογία αποτίμησης των άυλων και περιουσιακών στοιχείων υπόκειται σε συνεχείς αλλαγές προς αναζήτηση μιας καθολικής μεθόδου. Επομένως, επί του παρόντος, στη βιβλιογραφία του θέματος, το συμπέρασμα είναι ότι, για να γίνει η καλύτερη δυνατή αποτίμηση, είναι απαραίτητο να αποτιμηθούν μεμονωμένα στοιχεία που επηρεάζουν την αξία της εταιρείας με ξεχωριστές μεθόδους που αντικατοπτρίζουν καλύτερα τη φύση της αξίας τους. Η ύπαρξη πολλών υποκειμενικών παραγόντων που επηρεάζουν την αποτίμηση μπορεί να οδηγήσει σε κατάχρηση, πίεση ή και επιθυμία, να επηρεαστούν οι αποφάσεις των ειδικών, που έχουν ως αποτέλεσμα τη στρέβλωση της εύλογης αξίας (Koller et al., 2015). Επομένως, προκειμένου να εξορθολογιστεί η αποτίμηση των επιχειρήσεων, δημιουργείται η ανάγκη ανάπτυξης μιας συνθετικής και καθολικής, αλλά ταυτόχρονα συνεπούς μεθοδολογίας για την αποτίμηση των βασικών παραμέτρων.

Επίσης, αυτό προϋποθέτει την εφαρμογή κατάλληλων κανονισμών ή προτύπων σχετικά με τις γενικά αποδεκτές μεθόδους αποτίμησης των επιχειρήσεων, καθώς ανάλογα με την υποκειμενική επιλογή της μεθόδου από τον εκτιμητή, ενδέχεται να παρατηρηθούν σημαντικές διαφορές στην τελική αποτίμηση. Ως εκ τούτου, ο στόχος θα πρέπει να είναι η ανάπτυξη προτύπων που θα καθορίζουν αποδεκτές μεθόδους (μοτίβα) για συγκεκριμένους κλάδους ή περιπτώσεις και όλοι οι επαγγελματίες που πραγματοποιούν αποτιμήσεις επιχειρήσεων πρέπει να αποδέχονται ορισμένες θεμελιώδεις αρχές. Το κατάλληλο μοντέλο για την εκτίμηση της αξίας της οικονομικής οντότητας θα πρέπει, όχι μόνο να ενημερώνει για τη συνολική αξία, αλλά και να υποδεικνύει τη δομή των πηγών δημιουργίας της.

Επομένως, οι μέθοδοι αποτίμησης των επιχειρήσεων θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψη όσο το δυνατόν περισσότερα στοιχεία της εταιρείας που επηρεάζουν την αξία της. Τέλος, θα πρέπει να σημειωθεί ότι η χρήση πολλών μεθόδων αποτίμησης κατά τη διάρκεια της εφαρμοζόμενης διαδικασίας παρέχει την ευκαιρία να γίνει καλύτερη εκτίμηση της αξίας της επιχείρησης .

## **2.2 Πρότυπα και υποθέσεις της αξίας**

Προκειμένου να πραγματοποιηθεί μια αποτίμηση επιχείρησης, είναι σημαντικό να κατανοηθεί ποιο πρότυπο αξίας πρέπει να εφαρμοστεί. Η δίκαιη αγοραία αξία είναι η τιμή που ο αγοραστής είναι έτοιμος να πληρώσει για ένα περιουσιακό στοιχείο και ο

πωλητής είναι έτοιμος να πουλήσει για αυτή την τιμή. Επιπλέον, θα πρέπει να γίνεται χωρίς κανέναν εξαναγκασμό η πώληση ή η αγορά και για τις δύο πλευρές και θεωρείται ότι τόσο ο αγοραστής όσο και ο πωλητής είναι ενημερωμένοι για όλες τις πτυχές ενός περιουσιακού στοιχείου. Εάν υποθέσουμε ότι οι παράγοντες της αγοράς γνωρίζουν ότι η διοίκηση της εταιρείας ενεργεί προς συμφέρον των μετόχων, τότε μακροπρόθεσμα, η τιμή της αγοράς θα πρέπει να αντανακλά την εύλογη αγοραία αξία (Pinto, 2015).

Η επενδυτική αξία είναι η τιμή που ο συγκεκριμένος επενδυτής είναι έτοιμος να πληρώσει για το συγκεκριμένο περιουσιακό στοιχείο ή επιχείρηση. Η εγγενής αξία είναι η αξία που βασίζεται στη θεμελιώδη ανάλυση της εταιρείας και μερικές φορές ονομάζεται θεμελιώδης αξία. Ο πυρήνας αυτού του προτύπου αξίας είναι ότι ονομάζεται "αληθινή" ή "πραγματική" αξία της εταιρείας, έχοντας ως βάση τις λειτουργίες και την ευημερία της εταιρείας και δεν καθορίζει την προθυμία των επενδυτών να πληρώσουν. Πιο συχνά εφαρμόζεται σε εισηγμένες εταιρείες (Hitchner, 2011). Επιπλέον, κατά την εκτέλεση της αποτίμησης θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη και οι προϋποθέσεις της αξίας. Έτσι, υπάρχουν δύο κύριες γνωστές υποθέσεις αξίας που είναι η συνεχιζόμενη δραστηριότητα και η εκκαθάριση.

Ειδικότερα, συνεχιζόμενη ανησυχία είναι η υπόθεση βάσει της οποίας η εταιρεία θα συνεχίσει τις δραστηριότητές της στο άμεσο μέλλον. Με την παραδοχή της συνεχιζόμενης δραστηριότητας μπορεί να προσδιοριστεί η αξία της συνεχιζόμενης δραστηριότητας της εταιρείας. Επίσης, μια άλλη υπόθεση είναι η εκκαθάριση, που μπορεί να εφαρμοστεί για την εταιρεία που βρίσκεται υπό οικονομική δυσπραγία. Έτσι, αν υποτεθεί ότι η εταιρεία δεν είναι σε θέση να συνεχίσει τις δραστηριότητές της, μπορεί να εκτιμηθεί η ρευστοποιήσιμη αξία της εταιρείας. Για την αποτίμηση των μετοχών που διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο, ο στόχος της διαδικασίας αξιολόγησης είναι η εύρεση της εγγενούς αξίας που εκτιμάται υπό μια παραδοχή συνεχιζόμενης ανησυχίας (Pinto, 2015). Αξίζει να αναφερθεί ότι η τιμή και η αξία μπορεί να είναι ίσες, αλλά δεν πρέπει. Επομένως, η αξία είναι μια υπόθεση που κοιτάζει προς το μέλλον, καθώς οι επενδυτές αγοράζουν τις αυριανές ταμειακές ροές, όχι τις χθεσινές ή ακόμα και τις σημερινές (Hitchner, 2011).

## 2.3 Λόγοι για αποτίμηση των επιχειρήσεων

Ο όρος αποτίμηση μιας επιχείρησης σημαίνει ότι το αντικείμενό της είναι η οικονομικά και νομικά απομονωμένη οργανική μονάδα, με συγκεκριμένες δυνατότητες, με τη μορφή παγίων και κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων, καθώς και διαφορετικά άυλα περιουσιακά στοιχεία και χαρακτηριστικά. Επίσης, η αποτίμηση μπορεί να αντιμετωπιστεί ως η γνώμη, κρίση ή εκτίμηση της σημαντικότητας ενός πράγματος. Αποτελεί μια γνώμη σχετικά με την αξία, που συνήθως γίνεται γραπτώς, ενώ ταυτόχρονα αποτελεί διαδικασία εκτίμησης της αξίας του κόστους του περιουσιακού στοιχείου, μιας ομάδας περιουσιακών στοιχείων ή όλων των περιουσιακών στοιχείων που ανήκουν στην επιχείρηση ή τη συγκεκριμένη επένδυση.

Ωστόσο, παρόλο που είναι μια τόσο κρίσιμη λειτουργία, η αποτίμηση των επιχειρήσεων στην οικονομία, η ιδιαιτερότητα και η ουσία της, προκαλούν πολλά προβλήματα ως μέτρα αποτελεσματικής λειτουργίας. Αυτό σχετίζεται με μια ποικιλία συνθηκών και πολυάριθμων διαδικασιών και μεθόδων που εξυπηρετούν την αποτίμηση των επιχειρήσεων. Παράλληλα, παρουσιάζονται οι λόγοι της σύγχρονης κρίσης εμπιστοσύνης στη μεθοδολογία αποτίμησης των επιχειρήσεων και επισημαίνονται οι κατευθύνσεις μελλοντικής εξέλιξης, η οποία έχει θεμελιώδη σημασία για τις λειτουργίες και τις ευκαιρίες της διεξαγόμενης επιχείρησης. Η ουσία της αποτίμησης είναι να δώσει την αξία της, όπως εκφράζεται στις συγκεκριμένες νομισματικές μονάδες, χρησιμοποιώντας καθορισμένες τιμές, κανόνες, καθώς και αναλύσεις (Agrawal et al., 2010).

Υπάρχουν βέβαια και άλλοι λόγοι για τους οποίους οι επιχειρήσεις χρειάζονται αποτίμηση της αξίας τους. Ειδικότερα, όταν πρόκειται για αγορά νέας επιχείρησης, εξαγορά, συγχώνευση, πώληση της υπάρχουσας επιχείρησης, αρχική δημόσια προσφορά, ιδιωτικοποίηση, αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας, καθορισμό των αξιών των δικαιωμάτων πνευματικής ιδιοκτησίας, όπως εμπορικά σήματα, ευρεσιτεχνίες, πνευματικά δικαιώματα και καταχωρημένες συναλλαγές, διαδικασία πτώχευσης και εκκαθάρισης, φορολογικά ζητήματα, διαφορές μεταξύ μετόχων, αποχώρηση από την εταιρική σχέση, προσθήκη νέων μετόχων στην εταιρική σχέση, μεταβίβαση ιδίων κεφαλαίων στην υπάρχουσα επιχείρηση σε μέλος της οικογένειας ή βασικό υπάλληλο, προσδιορισμό της αξίας των μετοχών των υφιστάμενων μετόχων,

μακροπρόθεσμος σχεδιασμός χρηματοδότησης και χρηματοοικονομική αναφορά, είναι ορισμένοι λόγοι που καταδεικνύουν την ανάγκη και τους σκοπούς της αποτίμησης της εταιρείας (Mukhlynina et al., 2016).

Το Αμερικανικό Ινστιτούτο Ορκωτών Λογιστών δηλώνει ότι η αποτίμηση πραγματοποιείται για πολλούς σκοπούς, όπως οι συναλλαγές, η χρηματοδότηση, ο φορολογικός σχεδιασμός, η συμμόρφωση, η μεταβίβαση πλούτου μεταξύ γενεών, η μετάβαση ιδιοκτησίας, η χρηματοοικονομική λογιστική, η πτώχευση, οι πληροφορίες διαχείρισης, καθώς και η μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση. Ωστόσο, οι ιδιοκτήτες εταιρειών και τα ανώτερα διευθυντικά στελέχη θα πρέπει να έχουν μια ιδέα για την αξία της εταιρείας εκτός των παραπάνω λόγων. Αξίζει να σημειωθεί, ότι ο χρόνος, η προσπάθεια και το κεφάλαιο των ιδιοκτητών εταιρειών που αφιερώθηκαν στην επιχείρηση, με τα χρόνια έχουν συχνά εξελιχθεί στο σημαντικότερο περιουσιακό τους στοιχείο.

Οι εταιρείες που έχουν φτάσει σε μια ορισμένη ωριμότητα μέσα από μια σοβαρή επένδυση εργασίας και κεφαλαίου πρέπει να κάνουν έναν αποτελεσματικό σχεδιασμό για να διατηρήσουν τα επιτεύγματα αυτά. Στον σχεδιασμό αυτό υπάρχουν κάποια στοιχεία τα οποία θα πρέπει να συμπεριληφθούν για να είναι αποτελεσματικός (Chullen et al., 2015):

- i. Γνώση της αξίας της επιχείρησης
- ii. Προστασία της επιχείρησης και των υπαλλήλων
- iii. Τα σχέδια διαδοχής και προστασίας της επιχείρησης πρέπει να επιτρέπουν την προετοιμασία για το απροσδόκητο, καθώς και για τη μελλοντική επιτυχία της επιχείρησής.

Επομένως, η αποτίμηση της επιχείρησης είναι μια εξαιρετική αρχή για τη διατήρηση της επιτυχίας της. Είναι σημαντικό να είναι γνωστή η αξία της εταιρείας και να προσδιορίζονται οι παράγοντες που επηρεάζουν αυτή την αξία, για να γίνει ένας σωστός και αποτελεσματικός σχεδιασμός. Για το λόγο αυτό, η αποτίμηση της εταιρείας έχει γίνει ένα σημαντικό ζήτημα για τον αποτελεσματικό μακροπρόθεσμο προγραμματισμό της εταιρείας, εκτός από ορισμένους άλλους λόγους, οι οποίοι εξηγούνται αναλυτικά παρακάτω και την καθιστούν επιτακτική ανάγκη.



Ο προσδιορισμός του σκοπού της αποτίμησης της εταιρείας είναι ένα κρίσιμο πρώτο βήμα στη διαδικασία, καθώς δηλώνει τη βάση της αξίας ή το «πρότυπο αξίας» που θα εφαρμοστεί, το οποίο, με τη σειρά του, επηρεάζει την επιλογή προσεγγίσεων, εισροών και υποθέσεων (Barnes, 2017). Η αποτίμηση της εταιρείας πραγματοποιείται παράλληλα με διάφορους στόχους (Hitcher, 2003). Οι διαφορετικές χρήσεις της αποτίμησης των επιχειρήσεων και οι περιπτώσεις όπου απαιτείται αποτίμηση μιας επαγγελματικής εταιρείας εξηγούνται παρακάτω:

- Διαχείριση και αποτίμηση χαρτοφυλακίου:

Η σημασία της αποτίμησης της εταιρείας στη διαχείριση χαρτοφυλακίου μπορεί να ποικίλλει ανάλογα με την ενεργητική (βραχυπρόθεσμη) και την παθητική (μακροπρόθεσμη) διαχείριση και την επένδυση που γίνεται. Η αποτίμηση της διαχείρισης χαρτοφυλακίου για έναν παθητικό επενδυτή είναι πολύ μικρή. Ωστόσο, για έναν επενδυτή, που δραστηριοποιείται στις συνθήκες της αγοράς, η αποτίμηση έχει μεγάλη σημασία. Η αξία της καθαρής θέσης που προκύπτει από τη χρήση των μεθόδων αποτίμησης της εταιρείας συγκρίνεται με την αξία της μετοχής στην αγορά. Οι μετοχές περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο εάν είναι χαμηλής αξίας στην αγορά σε σύγκριση με την εκτίμηση. Μια σταθερή αξία, που προσδιορίζεται με ρεαλιστικές παραδοχές, είναι ένας δείκτης του εάν οι μετοχές έχουν υψηλή ή χαμηλή αξία στην αγορά (Ercan 2006, Damodaran, 2002).

- Χρηματοοικονομική διαχείριση και αποτίμηση:

Λαμβάνοντας υπόψη ότι ο πιο θεμελιώδης στόχος της χρηματοοικονομικής διαχείρισης είναι η μεγιστοποίηση της εταιρικής αξίας, είναι σημαντικό να γνωρίζουμε την πραγματική αξία της εταιρείας. Χρηματοοικονομικές αποφάσεις όπως η κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης, το μείγμα χρηματοδότησης, η μερισματική πολιτική καθώς και οι νέες επενδύσεις, θα πρέπει να εξυπηρετούν τη μεγιστοποίηση της εταιρικής αξίας. Όλες οι αποφάσεις που λαμβάνονται από τον οικονομικό διευθυντή θα πρέπει να αυξάνουν την αξία της επιχείρησης και να λαμβάνουν αποφάσεις προς αυτή την κατεύθυνση. Η αποτίμηση εταιρειών βοηθά τους διευθυντές με την διαχείριση της επιχείρησής τους.

- Συγχωνεύσεις, εξαγορές και αποτίμηση:

Οι εταιρείες μπορούν να αναπτυχθούν με δύο τρόπους οργανικά ή μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών (Barbara & Kenneth, 2013). Ως αποτέλεσμα του φαινομένου της συνέργειας, ο στόχος της συγχώνευσης και της εξαγοράς είναι να αυξηθεί η αξία της νέας επιχείρησης πάνω από το άθροισμα των αξιών των υπόλοιπων μεμονωμένων επιχειρήσεων (Ercan, 2006). Η συγχώνευση και η εξαγορά είναι γενικοί όροι που εκφράζουν τη γενική ενοποίηση των εταιρειών. Από τη μία, η συγχώνευση είναι η οικονομική και νομική συγχώνευση δύο ή περισσότερων εταιρειών για την ανάδυση ως ενιαία εταιρεία υπό μια νέα νομική οντότητα/επιχείρηση. Οι εταιρείες που συγχωνεύονται χάνουν τη νομιμότητά τους. Από την άλλη, η εξαγορά αναφέρεται στο γεγονός ότι μια επιχείρηση διατηρεί τη νομιμότητά της, αλλά άλλες εταιρείες περιλαμβάνονται στη νομικά προστατευόμενη εταιρεία με όλα τα περιουσιακά στοιχεία και τις υποχρεώσεις της. Οι πραγματικές αξίες των εταιρειών που υπόκεινται σε συναλλαγές, καθώς και σε συγχωνεύσεις όσο και σε εξαγορές, αποτελούν τη βάση και το επίκεντρο της συναλλαγής.

- Ιδιωτικοποίηση και αποτίμηση:

Ιδιωτικοποίηση σημαίνει μείωση του μεριδίου του κράτους στην οικονομία, καθώς και παροχή κεφαλαίων από ντόπιους και ξένους επενδυτές στους σχετικούς τομείς, πώληση των κρατικών ιδρυμάτων στον ιδιωτικό τομέα με σκοπό την αύξηση της αποτελεσματικότητας. Ορισμένες επιχειρήσεις υπό τον έλεγχο του κράτους μπορούν να μεταφερθούν στον ιδιωτικό τομέα προκειμένου να αυξηθεί η αποδοτικότητα. Εδώ, τα δημόσια περιουσιακά στοιχεία μεταβιβάζονται στον ιδιωτικό τομέα, προκειμένου να λειτουργήσει ο μηχανισμός της αγοράς και να αυξηθεί η αποτελεσματικότητα. Το αποτέλεσμα των μελετών αποτίμησης δείχνει ποια αξία πρέπει να ληφθεί στη σχετική διαδικασία ιδιωτικοποίησης (Mukhlypina et al., 2016).

- Πτώχευση, εκκαθάριση και αποτίμηση:

Η αποτίμηση είναι υποχρέωση για εταιρείες που πρέπει να τερματίσουν τις δραστηριότητές τους για διαφορετικούς λόγους. Εάν η εταιρεία πτωχεύσει, είναι απαραίτητο να ρευστοποιηθεί το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας και να βρεθεί η αξία τους. Η αξία ρευστοποίησης των περιουσιακών στοιχείων είναι το ελάχιστο ποσό που θα λάβει για την γρήγορη πώληση αυτών των περιουσιακών

στοιχείων. Στο σημείο αυτό, ο προσδιορισμός των πραγματικών ταμειακών αξιών των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας, δηλαδή της αξίας ρευστότητας, είναι σημαντικός και για την προστασία των δικαιωμάτων όλων των μερών κατά τη φάση της εκκαθάρισης.

- Αποχώρηση από συνεργασία ή απόκτηση νέου μετόχου και αποτίμηση:

Ένας μέτοχος που επιθυμεί να αποχωρήσει από την εταιρεία θέλει να μάθει την αξία της μετοχής του στην εταιρεία, όπως επίσης είναι απαίτηση για τον νέο μέτοχο να καθορίσει την τιμή ανά μετοχή. Η εταιρεία μπορεί να θέλει να πάρει νέους μετόχους για να αναπτυχθεί. Σε αυτές τις περιπτώσεις, η αποτίμηση είναι αναγκαία (Agrawal et al., 2010).

- Νομικές διαφορές και αποτίμηση:

Η αποτίμηση απαιτείται για την επίλυση διαφορών όσον αφορά δικαιώματα μετόχων, καθώς και για πιέσεις διαφωνούντων μετόχων και μετόχων μειοψηφίας, δικαιώματα μειοψηφούντων μετόχων, υπολογισμούς αποζημίωσης, διαφορές ιδιοκτησίας, καθώς και της αξίας που πρέπει να καταβληθεί στον αντισυμβαλλόμενο που δεν συμφωνεί με την πώληση.

- Ανάλυση και αποτίμηση πιστοληπτικής ικανότητας / φερεγγυότητας:

Τα πιστωτικά ιδρύματα, τα οποία παρέχουν δάνεια σε επιχειρήσεις, λαμβάνουν αποφάσεις για δανεισμό, έχοντας υπόψιν τους την αξία της επιχείρησης, την ικανότητα πληρωμής του χρέους, καθώς και τη μελλοντική ικανότητα δημιουργίας μετρητών. Σε αυτή τη διαδικασία, η αποτίμηση της επιχείρησης μπορεί να πραγματοποιηθεί από τον δανειστή και την επιχείρηση. Εάν απαιτείται η υποθήκη για ένα δάνειο, είναι απαραίτητο να προσδιοριστεί η αξία του περιουσιακού στοιχείου, της ομάδας περιουσιακών στοιχείων ή ολόκληρης της εταιρείας (Chullen et al., 2015).

- Δικαιώματα πνευματικής ιδιοκτησίας:

Ορισμένες εταιρείες έχουν πολλά δικαιώματα πνευματικής ιδιοκτησίας, όπως εμπορικά σήματα, διπλώματα ευρεσιτεχνίας, τεχνογνωσία και δικαιώματα πνευματικής ιδιοκτησίας. Το μερίδιο αυτών των δικαιωμάτων πνευματικής ιδιοκτησίας σε ολόκληρη την εταιρική αξία μπορεί να είναι αρκετά μεγάλο. Σε περιπτώσεις όπου η αξία των δικαιωμάτων διανοητικής ιδιοκτησίας καθίσταται σημαντική, η αξία που δημιουργείται από αυτά τα δικαιώματα πρέπει να προσδιορίζεται χωριστά. Αυτό το ζήτημα γίνεται ακόμη πιο σημαντικό, ειδικά εάν ένα σημαντικό μέρος της αξίας της επιχείρησης περιορίζεται στην αξία της επωνυμίας που έχει δημιουργήσει. Η συμβολή αυτών των στοιχείων στην αξία θα πρέπει να αναλυθεί με τρόπο καλό, ιδίως στους τομείς των πωλήσεων, των συγχωνεύσεων και των εξαγορών των εταιρειών.

## **2.4 Διαδικασία αποτίμησης**

Η διαδικασία αποτίμησης είναι ένα σύνθετο και δύσκολο έργο, που απαιτεί ένα φάσμα τεχνογνωσίας. Έτσι, μπορούν να οριστούν πέντε βασικά βήματα της διαδικασίας αποτίμησης (Pinto, 2015). Η κατανόηση της επιχείρησης είναι το πρώτο και κρίσιμο βήμα στη διαδικασία της αποτίμησης. Επίσης, η ανάλυση του κλάδου, η δημιουργία και η ανάλυση της ανταγωνιστικής θέσης της εταιρείας, η στρατηγική ανάλυση (Porter's Five Forces, PESTEL, SWOT κ.λπ.), η ανάλυση της διακυβέρνησης και της στρατηγικής της εταιρείας και η ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων της εταιρείας, είναι όλα αυτά που πρέπει να πραγματοποιηθούν προκειμένου να γίνει ακριβής η αποτίμηση. Για να συνεχιστεί η αποτίμηση, θα πρέπει να γίνει πρόβλεψη πωλήσεων, εσόδων, εξόδων και της οικονομικής θέσης. Για τη διαδικασία αυτή υπάρχουν αρκετές μέθοδοι στατιστικής πρόβλεψης που μπορούν να χρησιμοποιηθούν.

Το επόμενο κρίσιμο βήμα είναι να επιλεγεί το μοντέλο αποτίμησης. Ανάλογα με τη φύση της επιχείρησης, τις πηγές εσόδων, τον τύπο της εταιρείας και τον στόχο της αποτίμησης, ορισμένες τεχνικές αποτίμησης θα έχουν καλύτερη απόδοση από άλλες. Το επόμενο σημαντικό βήμα είναι η μετατροπή μιας πρόβλεψης σε αποτίμηση. Αυτό το βήμα δεν περιλαμβάνει μόνο υπολογισμούς, αλλά και την αξιολόγηση των αποτελεσμάτων της αποτίμησης και πιθανής επιρροής, χρησιμοποιώντας ανάλυση ευαισθησίας και προσαρμογές κατάστασης (Pinto, 2015). Το τελευταίο βήμα στη

διαδικασία αξιολόγησης είναι η εφαρμογή των συμπερασμάτων αποτίμησης (Mukhlynina et al., 2016).

Ανάλογα με τον σκοπό της αποτίμησης, τα αποτελέσματα μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να γίνει μια επενδυτική σύσταση σχετικά με τη μετοχή, να αξιολογηθούν τα οφέλη της πιθανής επένδυσης ή να αξιολογηθεί η τιμή της συγκεκριμένης συναλλαγής. Οι θεωρητικοί συμφωνούν ότι η διαδικασία αποτίμησης είναι ένα σύνθετο έργο με ένα ευρύ φάσμα εμπειρογνωμοσύνης που απαιτείται. Ο Massari (2016) όρισε τρεις τομείς τεχνογνωσίας που είναι απαραίτητοι για την επιτυχή αποτίμηση. Οι τομείς αυτοί είναι η βιομηχανική οικονομική και επιχειρηματική στρατηγική, η θεωρία και οι τεχνικές χρηματοδότησης και τέλος η οικονομική θεωρία. Οι γνώσεις και τα αποτελέσματα που προκύπτουν από αυτούς τους τρεις τομείς είναι ζωτικής σημασίας για μια αποτίμηση (Massari, 2016).

## **2.5 Προσεγγίσεις αποτίμησης**

Στη βιβλιογραφία υπάρχουν τρεις κύριες προσεγγίσεις της αξίας που μπορούν να διακριθούν. Σύμφωνα με τον Damodaran (2012) αυτές οι προσεγγίσεις είναι η απόλυτη αποτίμηση, η σχετική αποτίμηση και η αποτίμηση ενδεχόμενης αξίωσης. Μια απόλυτη αποτίμηση καθορίζει την εγγενή αξία ενός περιουσιακού στοιχείου. Επιπλέον, μπορεί να συγκριθεί με την αγοραία τιμή ενός περιουσιακού στοιχείου και θα μπορούσε να προσδιορίσει εάν το περιουσιακό στοιχείο είναι υπερτιμημένο ή υποτιμημένο. Το πιο σημαντικό και συχνά χρησιμοποιούμενο μοντέλο είναι το μοντέλο της παρούσας αξίας ή το αποκαλούμενο μοντέλο προεξοφλημένων ταμειακών ροών (DCF). Με απλά λόγια, αυτό το μοντέλο καθορίζει την παρούσα αξία των προβλεπόμενων μελλοντικών ταμειακών ροών προς την επιχείρηση.

Ανάλογα με το επίπεδο που εφαρμόζεται, μπορούν να διακριθούν δύο τύποι ταμειακών ροών, σε επίπεδο μετόχων – μερίσματα και σε επίπεδο εταιρείας - ταμειακές ροές προς την επιχείρηση. Τα μοντέλα, τα οποία εξετάζουν τις ταμειακές ροές με τη μορφή μερισμάτων, ονομάζονται μοντέλα προεξόφλησης μερισμάτων. Σε επίπεδο εταιρείας υπάρχουν δύο τύποι ταμειακών ροών, που είναι οι ελεύθερες ταμειακές ροές (είτε ελεύθερες ταμειακές ροές προς τα ίδια κεφάλαια είτε ελεύθερες ταμειακές ροές προς την επιχείρηση) και τα υπολειμματικά έσοδα. Υπάρχει μια ακόμη προσέγγιση απόλυτης αποτίμησης - η αποτίμηση βάσει περιουσιακών

στοιχείων, η οποία μπορεί να εφαρμοστεί στις εταιρείες που είναι βασισμένες σε περιουσιακά στοιχεία και οι οποίες δραστηριοποιούνται για παράδειγμα στον τομέα των φυσικών πόρων όπως το αργό πετρέλαιο.

Η αξία της εταιρείας υπολογίζεται βασικά σύμφωνα με την αγοραία αξία των περιουσιακών της στοιχείων. Μια προσέγγιση σχετικής αποτίμησης είναι η ευρύτερη, σε σύγκριση με την προσέγγιση απόλυτης αποτίμησης. Σύμφωνα με τον Damodaran (2012) η πραγματικότητα είναι ότι οι περισσότερες αποτιμήσεις είναι σχετικές αποτιμήσεις. Ένα μοντέλο σχετικής αποτίμησης συγκρίνει το περιουσιακό στοιχείο-στόχο με το παρόμοιο στην αγορά και βάσει αυτού, εκτιμά την αξία του ενεργητικού. Η λογική πίσω από αυτή την προσέγγιση είναι ότι τα παρόμοια περιουσιακά στοιχεία θα πρέπει να πωλούνται σε παρόμοιες τιμές, επομένως το μοντέλο σχετικής αποτίμησης μπορεί να εφαρμοστεί χρησιμοποιώντας πολλαπλάσια τιμής ή επιχείρησης (Chullen et al., 2015).

Σύμφωνα με τον Damodaran (2012) είναι δυνατόν να διακρίνουμε μια αρκετά νέα προσέγγιση στην αποτίμηση που ονομάζεται αποτίμηση ενδεχόμενης αξίωσης. Η ιδέα πίσω από αυτή την προσέγγιση είναι ότι σε ορισμένες περιπτώσεις η αξία ενός περιουσιακού στοιχείου μπορεί να είναι μεγαλύτερη από την παρούσα αξία των αναμενόμενων ταμειακών ροών του (Damodaran, 2012). Αυτό μπορεί να συμβεί εάν οι αναμενόμενες ταμειακές ροές εξαρτώνται είτε από την εμφάνιση είτε από τη μη εμφάνιση του γεγονότος. Υπάρχει μια άλλη προοπτική των προσεγγίσεων αποτίμησης που περιγράφεται από τους θεωρητικούς. Έτσι, ο Hitchner (2011) σημειώνει ότι υπάρχουν τρεις προσεγγίσεις αποτίμησης:

- 1) προσέγγιση εισοδήματος
- 2) προσέγγιση αγοράς και
- 3) προσέγγιση περιουσιακών στοιχείων.

Δεν υπάρχουν άλλες προσεγγίσεις για την αξία (Hitchner, 2011). Ωστόσο, ο Massari (2016) διακρίνει μια πρόσθετη προσέγγιση, την προσέγγιση του οικονομικού κέρδους. Έτσι, είναι δυνατόν να διακρίνουμε τέσσερις προσεγγίσεις αποτίμησης, προσέγγιση εισοδήματος, προσέγγιση οικονομικού κέρδους, προσέγγιση της αγοράς

και προσέγγιση περιουσιακών στοιχείων. Κάθε προσέγγιση έχει το δικό της σύνολο μεθοδολογιών και τεχνικών.

## **2.6 Μέθοδοι αποτίμησης**

### **2.6.1 Προεξοφλημένες ταμειακές ροές (DCF)**

Η αποτίμηση των προεξοφλημένων ταμειακών ροών (DCF) καθορίζει την εγγενή, δηλαδή την πραγματική αξία της επιχείρησης, ως το άθροισμα όλων των αναμενόμενων μελλοντικών ταμειακών ροών. Για τον υπολογισμό των προεξοφλημένων ταμειακών ροών θα πρέπει να καθοριστεί η ελεύθερη ταμειακή ροή. Υπάρχουν δύο τύποι ταμειακών ροών που θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν στους υπολογισμούς του μοντέλου DCF. Πιο συγκεκριμένα, οι ελεύθερες ταμειακές ροές προς την εταιρεία (FCFF) και οι ελεύθερες ταμειακές ροές προς τα ίδια κεφάλαια (FCFE). Αυτοί οι δύο δείκτες δεν είναι γραμμικά στοιχεία στις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας, επομένως θα πρέπει να υπολογίζονται σωστά. Ο υπολογισμός των ελεύθερων ταμειακών ροών είναι μια πολύπλοκη εργασία που απαιτεί βαθιά κατανόηση των ταμειακών ροών της εταιρείας.

Η ελεύθερη ταμειακή ροή προς την επιχείρηση είναι η ταμειακή ροή που είναι διαθέσιμη, αφού πραγματοποιηθούν όλες οι απαραίτητες επενδύσεις, όπως επενδύσεις σε πάγια στοιχεία ενεργητικού και σε απόθεμα, και όλα τα λειτουργικά έξοδα που καταβάλλονται μαζί με τους φόρους. Οι ελεύθερες ταμειακές ροές προς τα ίδια κεφάλαια μπορούν να υπολογιστούν ως ελεύθερες ταμειακές ροές προς την επιχείρηση, εξαιρουμένων των τόκων εξόδων μετά από φόρους και συμπεριλαμβανομένων των εκδοθέντων καθαρών δανειακών υποχρεώσεων της εταιρείας. Το μοντέλο DCF είναι ένα από τα πιο χρησιμοποιούμενα μοντέλα για την αποτίμηση τόσο των δημόσιων εταιρειών όσο και των νεοφυών επιχειρήσεων. Θα πρέπει να σημειωθεί, ότι αυτό το μοντέλο αποτίμησης είναι περισσότερο εφαρμόσιμο σε εταιρείες μεταγενέστερων σταδίων που έχουν ήδη ταμειακές ροές και επομένως κάποιοι μαρτυρούν ότι μπορεί να φέρει τους κινδύνους που απαιτεί το αναμενόμενο ποσοστό απόδοσης (Mukhlypnina et al., 2016).

Η ιδέα είναι ότι η αξία της εταιρείας βασίζεται στην παρούσα αξία του αθροίσματος των μελλοντικών ταμειακών ροών. Αυτό σημαίνει ότι οι παράγοντες είναι το μέγεθος

των ταμειακών ροών, ο χρόνος και η αναμενόμενη απόδοση (προεξοφλητικό επιτόκιο). Το προεξοφλητικό επιτόκιο προέρχεται από το WACC, δηλαδή το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου. Συνήθως, οι ταμειακές ροές υπολογίζονται για τα επόμενα 4-7 χρόνια και ο κίνδυνος ταμειακών ροών λαμβάνεται ήδη υπόψιν στο προεξοφλητικό επιτόκιο. Θα πρέπει να αναφερθεί ότι η παρούσα αξία των ταμειακών ροών στον μακροπρόθεσμο ορίζοντα είναι πολύ μικρή και δύσκολο να προβλεφθεί (Soffer et al., 2003).

Όταν σκεφτόμαστε τους παράγοντες του WACC, θα πρέπει να λαμβάνουμε υπόψιν ότι οι νέες επιχειρήσεις συνήθως δεν έχουν χρέος λόγω των περιορισμών των τραπεζών, αλλά συνήθως υπάρχουν δάνεια που δεν βασίζονται στην αγορά και υποστηρίζονται από βασικούς μετόχους ή από την κυβέρνηση. Το κόστος των ιδίων κεφαλαίων, από την άλλη πλευρά, είναι κυρίως 50-80%, επομένως το προεξοφλητικό επιτόκιο είναι πολύ υψηλό (Parviainen, 2017). Ο Parviainen (2017) εξηγεί ότι το προεξοφλητικό επιτόκιο επηρεάζεται από το στάδιο της εταιρείας, την επικινδυνότητα του κλάδου και την ίδια την επιχείρηση. Είναι αξιοσημείωτο ότι συνήθως στις νέες επιχειρήσεις ο ρυθμός αύξησης των ταμειακών ροών είναι υψηλότερος από ότι στις παραδοσιακές. Δεν μπορεί κανείς απλώς να εκτιμήσει τις ταμειακές ροές εμπιστευόμενος τις προβλέψεις της εταιρείας. Ο τύπος που χρησιμοποιείται για την προεξόφληση των ταμειακών ροών είναι ο ακόλουθος.

$$DCF = (CF1 / (1 + r)^1) + (CF2 / (1 + r)^2) + \dots (CFn / (1 + r)^n)$$

Όπου το CF σημαίνει ταμειακές ροές και το  $r$  σημαίνει προεξοφλητικό επιτόκιο που προκύπτει από τον υπολογισμό του σταθμισμένου μέσου κόστους κεφαλαίου.

Ο άλλος τρόπος αποτίμησης της εταιρείας είναι του Vernimmen (2014) που είναι η μέθοδος της ελεύθερης ταμειακής ροής που μετρά την ικανότητα της εταιρείας να παράγει μετρητά. Οι διαφορετικές απαιτήσεις ιδίων κεφαλαίων των επενδυτών μπορούν επιπλέον να θεωρηθούν ως ποικιλία κόστους των ιδίων κεφαλαίων. Επομένως, η μέτρηση του κόστους των ιδίων κεφαλαίων ή του κόστους του χρέους για τον υπολογισμό του WACC είναι δύσκολη (Damodaran, 2009). Η τελική αξία μπορεί να είναι το μεγαλύτερο συστατικό μιας νέας εταιρείας, με ποσοστό που φτάνει σχεδόν το 90-100%. Η τελική αξία λαμβάνει το τεκμήριο της σταθερής ανάπτυξης και αυτό οδηγεί σε προβλήματα, διότι υπάρχει υψηλό ποσοστό αποτυχίας των



επιχειρήσεων και ιδιαίτερα των νέων εταιρειών. Επομένως μπορεί κανείς να υποθέσει ότι δεν πρόκειται ποτέ να επιτευχθεί μια σταθερή ανάπτυξη (Pratt et al., 2000).

Η πιθανότητα επιβίωσης μιας επιχείρησης δεν είναι εύκολο να μετρηθεί και να τεθεί ως στοιχείο στον προσδιορισμό της τελικής τιμής (Damodaran, 2009). Ο Parviainen (2017) λέει ότι το μοντέλο DCF δεν παρέχει αρκετή ευελιξία για να συλλάβει το ποσό των ταμειακών ροών που κυμαίνονται σε περίπτωση νεοσύστατων επιχειρήσεων, γεγονός που υποστηρίζει τον ισχυρισμό του Damodaran (2009) για την ασυμμετρία μεταξύ επενδυτή και εταιρείας. Οι Van Schootenbrugge & Wong (2013) υποστηρίζουν ότι οι παράγοντες κινδύνου αλλάζουν σε όλα τα στάδια της λειτουργίας μιας εταιρείας. Συνήθως, όταν χρησιμοποιείται τεχνολογία, η θετική ταμειακή ροή έρχεται να μειώσει το κόστος του κεφαλαίου. Αυτό είναι ένα σημαντικό ζήτημα όταν ο επενδυτής προσπαθεί να διευθετήσει ένα προεξοφλητικό επιτόκιο που θα λειτουργούσε σε οποιοδήποτε στάδιο.

Το τελικό μειονέκτημα του DCF είναι ότι υποτιμά τις τεχνολογικές επιλογές και τα spin-offs για να μειώσει τον κίνδυνο κατά τη διάρκεια των έργων. Αυτό οδηγεί στο πρόβλημα ότι δεν θα φαίνεται στην τιμή, επειδή ο χαμηλότερος κίνδυνος δεν εμφανίζεται στο μοντέλο. Οι Sander & Kõomägi (2007) δείχνουν ότι το DCF χρησιμοποιείται περισσότερο από πολλαπλάσια λόγω συγκρίσιμων συναλλαγών ή πιο συγκεκριμένα λόγω της έλλειψής τους. Σε μεγαλύτερες και εξελιγμένες αγορές όπως οι ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο, τα πολλαπλάσια μπορούν να χρησιμοποιηθούν καλύτερα. Οι Sander & Kõomägi (2007) καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η μέθοδος DCF μπορεί να καταλήξει σε προβληματικό προσδιορισμό της τερματικής τιμής. Ο ρυθμός ανάπτυξης που χρησιμοποιείται εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από το ανθρώπινο κεφάλαιο της εκάστοτε εταιρείας.

Οι Sander και Kõomägi (2007) επικρίνουν περαιτέρω τη μέθοδο DCF και υποστηρίζουν ότι η αποτελεσματική χρήση της απαιτεί μια ιδιαίτερα καλή εκτίμηση του κόστους κεφαλαίου. Το μοντέλο αποτίμησης των κεφαλαιακών στοιχείων (CAPM) που συνδέεται στενά με το DCF δεν χρησιμοποιείται, καθώς οι νεοφυείς επιχειρήσεις συνήθως δεν έχουν χρέος διαπραγματεύσιμο στην αγορά. Ο Vernimmen (2014) καταλήγει στο συμπέρασμα ότι τα πλεονεκτήματα του DCF περιλαμβάνουν την απλότητα της μεθόδου και ότι ποσοτικοποιεί τις υποθέσεις τόσο των αγοραστών όσο και των πωλητών. Παρέχει επίσης, σε σύγκριση με πολλαπλάσια, πιο

συντηρητική αποτίμηση. Επιπλέον, δεν αφήνει να υποτεθεί πολύ υψηλός ρυθμός ανάπτυξης ή πολύ υψηλή αποτίμηση γενικά, αλλά οδηγεί στην αξία της πραγματικής οικονομικής απόδοσης της εταιρείας (Vernimmen, 2014).

### **2.6.2 Η μέθοδος των δεικτών της κεφαλαιαγοράς**

Ο Parviainen (2017) συνεχίζει στο ότι η μέθοδος των δεικτών της κεφαλαιαγοράς μπορεί να θεωρηθεί ως κάτι που μπορεί να συγκριθεί με ομότιμες εταιρείες. Τα πολλαπλάσια των χρηματοοικονομικών δεικτών είναι οι οικονομικοί δείκτες που προκύπτουν από τις οικονομικές καταστάσεις ομότιμων εταιρειών. Βασίζεται στα ιστορικά δεδομένα της εταιρείας και στους οικονομικούς δείκτες που προκύπτουν από αυτό. Τα πολλαπλάσια προσαρμόζονται στην αξία της εταιρείας και στη συνέχεια συγκρίνονται με αυτά από παρόμοιες εταιρείες (Parviainen, 2017). Ο Vernimmen (2014) διαιρεί τα πολλαπλάσια σε δύο ομάδες που είναι τα πολλαπλάσια αγοράς και πολλαπλάσια συναλλαγών. Αυτά τα πολλαπλάσια προκύπτουν από τη σύγκριση με την αγοραία αξία και τα λογιστικά στοιχεία και αυτή η διαδικασία πρέπει να είναι συνεχής. Η εταιρική αξία θα μπορούσε να αντικατοπτρίζεται στα έσοδα ή στα κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων (EBITDA), (Schwetzler, 2003).

Τα ίδια κεφάλαια θα μπορούσαν να αντικατοπτρίζονται καλύτερα στον αριθμό μετά τα έξοδα χρέους όπως για παράδειγμα τα καθαρά κέρδη (Vernimmen, 2014). Καθώς μιλάμε για πολλαπλάσια της αγοράς, κρίσιμο είναι, ότι δεν αρκεί το γεγονός πως οι εταιρείες εργάζονται σε παρόμοιους τομείς, αλλά εξίσου σημαντικό είναι να συγκρίνουμε τις δραστηριότητές τους που υποτίθεται ότι είναι παρόμοιες. Η απόδοση του απασχολούμενου κεφαλαίου και οι ρυθμοί ανάπτυξης είναι παραδείγματα αυτών των στοιχείων. Επιπλέον, υπονοείται ότι τα πολλαπλάσια προβάλλονται βραχυπρόθεσμα και επομένως είναι σημαντικό οι εταιρείες να είναι αρκετά ρευστοποιήσιμες, δηλαδή να έχουν τακτική διαπραγμάτευση και να υπάρχουν αρκετοί αναλυτές που να τις ακολουθούν (Vernimmen, 2014).

Ο Parviainen (2017) υποστηρίζει ότι η σύγκριση των πολλαπλασίων βοηθά επίσης να εκτιμηθεί εάν η αποτίμηση της εταιρείας είναι εξαρχής σωστή. Εάν σύμφωνα με τις παραμέτρους η εταιρεία είναι πολύ ακριβή ή φθηνή θα πρέπει να υπάρχει λόγος. Για παράδειγμα, εάν η εταιρεία έχει εξαιρετικά ανταγωνιστική τεχνολογία ή μια ομάδα

ανθρώπινου δυναμικού είναι δυνατή, τότε μπορεί να δικαιολογηθεί. Εάν ο λόγος είναι απροσδιόριστος τότε η τιμή είναι λάθος. Η ανάλυση πολλαπλών εταιρειών εκκίνησης απαιτεί, όπως εξηγείται επίσης από τον Vernimmen (2014) ότι, στην περίπτωση εισηγμένων εταιρειών, οι εταιρείες σε σύγκριση πρέπει να εργάζονται στον ίδιο τομέα, ιδέα και στο ίδιο στάδιο ανάπτυξης. Αυτό δεν είναι πάντα εύκολο, καθώς οι εταιρείες βασίζονται σε μοναδική καινοτομία ή επιχειρηματικό μοντέλο που θα πρέπει να φέρει προστιθέμενη αξία στην εταιρεία (Imam et al., 2008).

Μια άλλη πρόκληση συνδέεται με την εύρεση των αξιών της αγοράς και στο εάν αυτές είναι σωστές. Παρόλο που θα βρεθεί μια συγκριτική εταιρεία, ο επενδυτής μπορεί να μην έχει πρόσβαση για να βρει την αγοραία αξία της. Εάν βρεθεί η αγοραία αξία για αυτήν την εταιρεία, μπορεί να βρεθεί ότι κατά το στάδιο της χρηματοδότησης αυτή η εταιρεία ήταν υπερτιμημένη ή υποτιμημένη (Parviainen, 2017). Ο Damodaran (2009) τονίζει ότι κατά την αποτίμηση των εταιρειών, η μέθοδος των πολλαπλασίων είναι αρκετά χρήσιμη. Αυτά τα στοιχεία προέρχονται από το παρελθόν, συνήθως με το ίδιο μέγεθος και τον ίδιο κλάδο, όταν πραγματοποιήθηκαν συναλλαγές. Στο παρελθόν, η έλλειψη δεδομένων αποτελούσε πρόβλημα, αλλά σήμερα πλέον δεν υπάρχει αυτό το πρόβλημα (Damodaran, 2009).

Η προσέγγιση των πολλαπλάσιων είναι μια θεωρία αποτίμησης που βασίζεται στην ιδέα ότι παρόμοια περιουσιακά στοιχεία πωλούνται σε παρόμοιες τιμές. Υποθέτει ότι ο τύπος της αναλογίας που χρησιμοποιείται για τη σύγκριση επιχειρήσεων, όπως τα λειτουργικά περιθώρια ή οι ταμειακές ροές, είναι ο ίδιος σε παρόμοιες επιχειρήσεις. Οι επενδυτές αναφέρονται επίσης στην προσέγγιση πολλαπλάσιων ως πολλαπλάσια ανάλυσης ή πολλαπλάσια αποτίμησης. Όταν συμβαίνει αυτό, μπορεί να αναφέρονται σε μια οικονομική αναλογία, όπως η αναλογία τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (P/E), ως πολλαπλάσια κέρδη.

Τα πολλαπλάσια ιδίων κεφαλαίων περιλαμβάνουν την εξέταση αναλογιών μεταξύ της τιμής της μετοχής μιας εταιρείας και ενός στοιχείου της απόδοσης της υποκείμενης εταιρείας, όπως τα κέρδη, οι πωλήσεις, η λογιστική αξία ή κάτι παρόμοιο. Τα κοινά πολλαπλάσια μετοχών περιλαμβάνουν την αναλογία τιμής προς κέρδη (P/E) που θεωρείται πολλαπλασιαστικός κερδών, την αναλογία τιμής προς τη λογιστική αξία (P/B) που θεωρείται πολλαπλασιαστικός λογιστικής αξίας και την αναλογία τιμής προς πωλήσεις (P/S) που θεωρείται πολλαπλασιαστικός εσόδων (Damodaran, 2011).

Τα πολλαπλάσια των ιδίων κεφαλαίων μπορούν να επηρεαστούν τεχνητά από μια αλλαγή στη δομή του κεφαλαίου, ακόμη και όταν δεν υπάρχει αλλαγή στην αξία της επιχείρησης. Δεδομένου ότι τα πολλαπλάσια της αξίας της επιχείρησης επιτρέπουν την άμεση σύγκριση διαφορετικών εταιρειών, ανεξάρτητα από τη διάρθρωση του κεφαλαίου, λέγεται ότι είναι καλύτερα μοντέλα αποτίμησης από τα πολλαπλάσια των ιδίων κεφαλαίων. Επιπλέον, τα πολλαπλάσια αποτίμησης της επιχείρησης συνήθως επηρεάζονται λιγότερο από τις λογιστικές διαφορές, καθώς ο παρονομαστής υπολογίζεται υψηλότερα στην κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων. Ωστόσο, τα πολλαπλάσια μετοχών χρησιμοποιούνται πιο συχνά από τους επενδυτές, επειδή μπορούν να υπολογιστούν εύκολα και είναι άμεσα διαθέσιμα στους περισσότερους οικονομικούς ιστότοπους (Holthausen et al., 2012).

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3-ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΤΣΙΜΕΝΤΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ**

### **3.1 Εισαγωγή στον κλάδο της τσιμεντοβιομηχανίας**

Οι αγορές της τσιμεντοβιομηχανίας χαρακτηρίζονται από θεμελιώδεις παράγοντες προσφοράς και ζήτησης, οι οποίοι με τη σειρά τους καθορίζουν τη συμπεριφορά των ανταγωνιστικών επιχειρήσεων, συμπεριλαμβανομένης της ικανότητάς τους να μεταφέρουν το κόστος στις τιμές. Ο παγκόσμιος τομέας τσιμέντου χαρακτηρίζεται από σχετικά υψηλό βαθμό συγκέντρωσης της αγοράς. Πέντε μεγάλοι παραγωγοί πολυεθνικών - Holcim, Lafarge, Cemex, HeidelbergCement και Italcementi -

αντιπροσωπεύουν περίπου το 58% της αγοράς της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) καθώς και το 30% της παγκόσμιας αγοράς.

Ωστόσο, μέχρι σήμερα, το υψηλό κόστος μεταφοράς σε σχέση με την αξία του προϊόντος έχει οδηγήσει στη δημιουργία περιφερειακών αγορών σε μεγάλο βαθμό προστατευμένων από τον διεθνή ανταγωνισμό, παρά τις μεγάλες περιφερειακές διακυμάνσεις στο κόστος παραγωγής. Οι περιορισμοί παραγωγικής ικανότητας ενθαρρύνουν επίσης τις επιχειρήσεις να παραδίδουν την παραγωγή τους κοντά στις εγκαταστάσεις τους. Αν και οι περισσότεροι ανταγωνιστές της αγοράς είναι εταιρείες πολλαπλών εργοστασίων που δραστηριοποιούνται σε πολλές αγορές, υπάρχει κάποια αλληλεξάρτηση μεταξύ των αγορών. Αυτοί οι παράγοντες τείνουν να δημιουργούν περιφερειακά ολιγοπώλια με εμπορικές ροές μεγάλων αποστάσεων για να εξισορροπηθεί η περιφερειακή ανισορροπία μεταξύ προσφοράς και ζήτησης (Ponssard & Walker, 2008).

Ως εκ τούτου, μεγάλο μέρος της βιβλιογραφίας περιγράφει την ευρωπαϊκή αγορά τσιμέντου με όρους ενός πλαισίου ανταγωνισμού ολιγοπωλίου (Smale et al, 2006, Ponssard & Walker, 2008) και η παγκόσμια βιομηχανία τσιμέντου μπορεί να θεωρηθεί ως ένα δίκτυο τέτοιων περιφερειακών ολιγοπωλίων (Ghemawat & Thomas, 2008). Οι Demailly και Quirion (2006) χαρακτηρίζουν επίσης την αγορά τσιμέντου με βάση τον ολιγοπωλιακό ανταγωνισμό της αγοράς, στην οποία οι παραγωγοί ανταγωνίζονται στην αγορά μιας περιοχής, δεδομένου του εκτεταμένου μεταβλητού κόστους παραγωγής τους, του κόστους μεταφοράς από τα εργοστάσιά τους στην αγορά και των περιορισμών της παραγωγικής τους ικανότητας. Οι ευρωπαϊκές τσιμεντοβιομηχανίες έχουν υψηλή συγκέντρωση και έχουν επεκτείνει ολοένα και περισσότερο την παρουσία τους και σε αγορές εκτός ΕΕ.

Συνήθως λειτουργούν πολλαπλές μονάδες στα κράτη μέλη, επιτρέποντας την εσωτερική εξισορρόπηση της προσφοράς και της ζήτησης και τη βελτιστοποιημένη λήψη αποφάσεων με βάση το σχετικό κόστος παραγωγής, το κόστος εσωτερικής μεταφοράς και, κυρίως, τη διαθεσιμότητα χωρητικότητας. Αυτή η ικανότητα ευνοεί την παρουσία μεγαλύτερων επιχειρήσεων, εξ ου και η τάση προς ενοποίηση που παρατηρήθηκε την τελευταία δεκαετία. Υπάρχουν επίσης σημαντικές οικονομίες κλίμακας στον κλάδο του τσιμέντου, ευνοώντας την παραγωγή από μεγάλες μονάδες που απαιτούν σημαντικές κεφαλαιουχικές δαπάνες. Αυτός ο παράγοντας ευνοεί

ακόμη τους παραγωγούς που είναι ήδη στον κλάδο έναντι των πιθανών νεοεισερχόμενων σε αυτή Roger (2020).

Η σημασία του μειωμένου επενδυτικού κόστους λειτουργεί ως εμπόδιο στην ευκολία εισόδου και εξόδου από την αγορά, χαρακτηριστικό των πλήρως ανταγωνιστικών αγορών. Το τσιμέντο είναι ένα ουσιαστικό προϊόν στις περισσότερες περιφερειακές οικονομίες και επί του παρόντος, παραμένουν λίγες πρακτικές και οικονομικές εναλλακτικές λύσεις στη χρήση του σε διάφορες κτιριακές, βιομηχανικές εφαρμογές και εφαρμογές υποδομής. Βέβαια, οι περισσότερες υπάρχουσες μελέτες δείχνουν ότι η ζήτηση τσιμέντου είναι εξαιρετικά ανελαστική στην τιμή. Οι La Cour και Mollgaard (2002) προτείνουν έναν συντελεστή ελαστικότητας ζήτησης-τιμής  $-0,27$  και οι Demailly και Quirion (2006) υποθέτουν μια τιμή  $-0,2$ . Τα περισσότερα οικονομικά μοντέλα που αξιολογούν τη δυναμική του κλάδου τσιμέντου υιοθετούν παρόμοια στοιχεία. Ωστόσο, δεν είναι σαφές εάν αυτού του είδους τα στοιχεία ισχύουν βραχυπρόθεσμα ή μακροπρόθεσμα, και μάλιστα εάν η ελαστικότητα εξαρτάται από τη χρονική κλίμακα (Vicat, 2020).

### **3.2 Οι επιπτώσεις του COVID-19 στον κλάδο**

Η πλήρης επίδραση της πανδημίας στον κλάδο είναι επί του παρόντος δύσκολο να προβλεφθεί, επειδή ο μακροπρόθεσμος αντίκτυπος της στην παγκόσμια οικονομία παραμένει ασαφής. Ωστόσο, βραχυπρόθεσμα, οι άμεσες επιπτώσεις στη βιομηχανία τσιμέντου γίνονται σαφέστερες. Το 2020, η παγκόσμια ζήτηση τσιμέντου συρρικνώθηκε κατά 3 τοις εκατό ανά έτος, συμπεριλαμβανομένης της Κίνας, και 6,4 τοις εκατό ανά έτος εάν εξαιρεθεί η Κίνα. Συνολικά, ο αντίκτυπος της πανδημίας θα είναι άνισα κατανεμημένος, με ορισμένες χώρες να είναι πιο ανθεκτικές από άλλες. Πριν από την πανδημία, ο κλάδος δεν λειτουργούσε με πλήρη δυναμικότητα (Vicat, 2020).

Με την παγκόσμια οικονομική επιβράδυνση λόγω της πανδημίας, τα εργοστάσια αναμένεται να δουν περαιτέρω μειώσεις στα ποσοστά χρήσης. Το παγκόσμιο μέσο ποσοστό χρήσης, το οποίο αναφέρεται στην πραγματική παραγωγή των παραγωγών έναντι της δυναμικής παραγωγής, με βάση την πλήρως αξιοποιημένη παραγωγική ικανότητα, θα μπορούσε να πέσει, σύμφωνα με τις προβλέψεις, έως και 60 τοις εκατό για το 2022, από περίπου 70 τοις εκατό ετησίως τα τελευταία πέντε χρόνια, ενώ οι

εταιρείες είναι πιθανό να ολοκληρώσουν τις δεσμευμένες επεκτάσεις που καθυστέρησαν λόγω των lockdowns.

Η βιομηχανία τσιμέντου θεωρείται βασικός τομέας παραγωγής στις περισσότερες χώρες. Έτσι, οι εταιρείες συνέχισαν να δραστηριοποιούνται κατά τη διάρκεια της πανδημίας, εστιάζοντας στη συμμόρφωση με τις απαιτήσεις υγείας και ασφάλειας, προστατεύοντας παράλληλα τη δική τους οικονομική υγεία. Εν τω μεταξύ, οι κυβερνήσεις αναμένεται να λάβουν προληπτικά μέτρα για να στηρίξουν τον κλάδο. Οι εταιρείες λαμβάνουν μέτρα για την προστασία των ταμειακών ροών και την ενίσχυση της οικονομικής τους θέσης εν μέσω μειωμένης ζήτησης, συμπεριλαμβανομένων (Vicat, 2020):

- i) Της επίτευξης εξοικονόμησης κόστους με ελαχιστοποίηση μη βασικών δαπανών και μείωση του κόστους εργασίας
- ii) Της περικοπής κεφαλαιουχικών δαπανών με την αναβολή των εν εξελίξει έργων όπου είναι δυνατόν και τον περιορισμό της συντήρησης σε κρίσιμα έργα
- iii) Της διατήρησης του κεφαλαίου κίνησης με την προσαρμογή των επιπέδων αποθεμάτων στις συνθήκες της αγοράς και μέσω άλλων στρατηγικών και
- iv) Της ενίσχυσης της ρευστότητας με ανάληψη πιστωτικών ορίων και αναστολή πληρωμών μερισμάτων και προγραμμάτων επαναγοράς μετοχών, μεταξύ άλλων.

Επιπλέον, οι εταιρείες πρέπει να διασφαλίζουν ότι τα εργοστάσια συμμορφώνονται με τους νέους κανονισμούς και τα πρότυπα υγείας και ασφάλειας που έχουν τεθεί από τις κυβερνήσεις λόγω της πανδημίας. Γενικά, η εργασία μπορεί να εκτελεστεί με υψηλό βαθμό ασφάλειας λόγω του αυστηρά ελεγχόμενου περιβάλλοντος εργασίας, της χαμηλής πυκνότητας προσωπικού και λόγω του γεγονότος ότι μεγάλο μέρος της εργασίας πραγματοποιείται σε εξωτερικούς χώρους.

Βραχυπρόθεσμα, η δραστηριότητα συγχωνεύσεων και εξαγορών αναμένεται να είναι περιορισμένη καθώς οι συμφωνίες θα είναι πιο δύσκολο να ολοκληρωθούν. Ωστόσο, μεσοπρόθεσμα, μεγάλες, καλά κεφαλαιοποιημένες εταιρείες θα μπορούσαν να

επιδιώξουν να αποκτήσουν μικρότερες εταιρείες που δυσκολεύονται λόγω της πανδημίας. Σε ορισμένες χώρες, ο τομέας του τσιμέντου θα μπορούσε να επωφεληθεί από τις κυβερνητικές πολιτικές, όπως αυτές που επιδιώκουν την αύξηση της ζήτησης μέσω της προώθησης της στεγαστικής αγοράς. Το εάν οι κυβερνήσεις θα προβούν σε τέτοιες παρεμβάσεις θα εξαρτηθεί από τις ευρύτερες προκλήσεις που αντιμετωπίζει κάθε χώρα και τη σημασία του τομέα του τσιμέντου για την οικονομία της εκάστοτε χώρας και οικονομίας. (Roger, 2020).

### **3.3 Διεθνής αγορά**

Το τσιμέντο είναι το δεύτερο πιο χρησιμοποιούμενο προϊόν στον κόσμο μετά το πόσιμο νερό. Εκτός από την πολλαπλασιαστική του επίδραση στις θέσεις εργασίας και στο Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (ΑΕΠ), είναι ζωτικής σημασίας για την επίτευξη των Στόχων Βιώσιμης Ανάπτυξης των Ηνωμένων Εθνών. Ο λόγος είναι ότι αποτελεί το κλειδί για την κατασκευή κατοικιών, δρόμων, αεροδρομίων και άλλων υποδομών που απαιτούνται για την υποστήριξη της οικονομικής ανάπτυξης. Χρησιμοποιείται επίσης για την κατασκευή φραγμάτων, υπηρεσιών κοινής ωφέλειας, νοσοκομείων και σχολείων, τα οποία συμβάλλουν στην υγεία, την εκπαίδευση και την ευημερία της κοινωνίας (Roger, 2020).

Παγκοσμίως, περισσότεροι από 1.000 παραγωγοί τσιμέντου λειτουργούν πάνω από 2.300 ολοκληρωμένα εργοστάσια τσιμέντου και πάνω από 600 σταθμούς άλεσης. Πέντε χώρες αντιπροσωπεύουν σχεδόν τα τρία τέταρτα της παγκόσμιας παραγωγής τσιμέντου, με την Κίνα να ηγείται με μερίδιο 57%, ακολουθούμενη από την Ινδία, το Βιετνάμ, Ηνωμένες Πολιτείες και Ινδονησία. Η πλειονότητα των εργοστασίων είναι ιδιωτικής ιδιοκτησίας και λειτουργίας, και ενώ οι δέκα κορυφαίοι “παίκτες” σε παγκόσμιο επίπεδο αντιπροσωπεύουν περίπου το 45 τοις εκατό της παγκόσμιας δυναμικότητας, ο κλάδος συνολικά είναι αρκετά κατακερματισμένος. Καθώς η παγκόσμια ζήτηση έχει παραμείνει στάσιμη την τελευταία δεκαετία, η ιστορική επέκταση της παραγωγικής ικανότητας έδωσε τη θέση της στην περιφερειακή πλεονάζουσα παραγωγική ικανότητα με παγκόσμια μέση χρησιμοποίηση περίπου 70 τοις εκατό (Roger, 2020).

Μια άλλη πρόκληση πηγάζει από τις απαιτούμενες εντατικές επενδύσεις κεφαλαίου και πολλές εταιρείες τσιμέντου αγωνίζονται να δημιουργήσουν αποδόσεις πέρα από



αυτές της επένδυσης. Η βιομηχανία τσιμέντου αντιπροσωπεύει σήμερα το 7% έως 8% των παγκόσμιων εκπομπών άνθρακα, μετά τη βελτίωση της ενεργειακής απόδοσης και τη μείωση των εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου τις τελευταίες δεκαετίες. Το μεγαλύτερο μέρος των εκπομπών δημιουργείται, όταν ο ασβέστης, ο πηλός και άλλες πρώτες ύλες, θερμαίνονται σε τεράστιους κλιβάνους. Οι αυξανόμενες περιβαλλοντικές ανησυχίες μεταξύ των επενδυτών, των κυβερνήσεων και της κοινωνίας θα απαιτήσουν από τα εργοστάσια να μειώσουν περαιτέρω το αποτύπωμά τους στον άνθρακα. Χαρακτηριστικό είναι ότι ορισμένοι ηγέτες της βιομηχανίας δεσμεύονται για ουδετερότητα άνθρακα στο τσιμέντο έως το 2050 (Harder, 2020).

### **3.4 Ελληνική αγορά**

Η Ελληνική τσιμεντοβιομηχανία είναι ζωτικός τομέας της οικονομίας μας. Με ετήσια παραγωγή τσιμέντου άνω των 15,5 εκατομμυρίων τόνων, συμβάλλει σημαντικά στο εθνικό ακαθάριστο εγχώριο προϊόν (ΑΕΠ). Η τσιμεντοβιομηχανία, όπως και άλλες βιομηχανίες διεργασιών ορυκτολογικού μετασχηματισμού, είναι υψηλής έντασης και ενέργειας. Κάθε τόνος τσιμέντου που παράγεται απαιτεί όχι μόνο μεγάλες ποσότητες καυσίμων (άνθρακα, μαζούτ), αλλά και σημαντική ποσότητα ηλεκτρικής ενέργειας. Όλα τα καύσιμα που καταναλώνει η ελληνική τσιμεντοβιομηχανία εισάγονται και η ενέργεια αντιπροσωπεύει το ένα τρίτο του κόστους παραγωγής τσιμέντου.

Επομένως, είναι προς το συμφέρον της κοινότητας και της βιομηχανίας η αύξηση της ενεργειακής απόδοσης και η μείωση των ποσοτήτων καυσίμων που καταναλώνονται στη διαδικασία παραγωγής τσιμέντου. Είναι επίσης γνωστό ότι όπως σε όλες σχεδόν τις διαδικασίες παραγωγής, η τσιμεντοβιομηχανία παράγει μεγάλες ποσότητες CO<sub>2</sub> (διοξειδίου του άνθρακα). Η χρήση απορριμμάτων κυρίως ως εναλλακτικά καύσιμα, χρησιμοποιημένους διαλύτες κ.λπ., είναι συμβατή με τις γενικές αρχές διαχείρισης απορριμμάτων και είναι κοινή πρακτική των ευρωπαϊκών ανεπτυγμένων χωρών (Tsakalakis, 2003).

Η παραγωγή τσιμέντου στην Ελλάδα ξεκίνησε στις αρχές του περασμένου αιώνα με την ίδρυση των ακόλουθων εταιρειών (HCIA, 2022):

- 1902: Ίδρυση της ΕΤΑΙΡΙΑΣ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ TITAN Α.Ε
- 1911: Ίδρυση της ΓΕΝΙΚΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ ΤΣΙΜΕΝΤΟΥ ΗΡΑΚΛΗΣ Α.Ε.

- 1926: Ίδρυση της ΕΤΑΙΡΙΑΣ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ ΧΑΛΚΗΣ Α.Ε
- 1934: Ίδρυση της Σ.ΚΟΤΣΙΡΑΣ & ΣΙΑ Ε.Π.Ε
- 1943: Επανίδρυση της Σ.ΚΟΤΣΙΡΑΣ & ΣΙΑ Ε.Π.Ε., με τη νέα επωνυμία ΤΣΙΜΕΝΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΧΑΛΥΨ Α.Ε.
- 2001: Συγχώνευση της ΓΕΝΙΚΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ ΗΡΑΚΛΗΣ Α.Ε. και ΕΤΑΙΡΙΑ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ ΧΑΛΚΗΣ Α.Ε.

Η σημαντική ανάπτυξη του κλάδου, λόγω της διαρκώς αυξανόμενης ζήτησης τσιμέντου για την κατασκευή όλων των τύπων έργων, ανταποκρίθηκε στις απαιτήσεις της εγχώριας αγοράς και κατέστησε δυνατές τις εξαγωγές ακόμη και πριν από τον Β' Παγκόσμιο Πόλεμο. Στη μεταπολεμική περίοδο και μέχρι το 1983, ο ρυθμός ανάπτυξης της τσιμεντοβιομηχανίας, τόσο σε δυναμικότητα όσο και σε τεχνολογία, ήταν ταχύτατος ακολουθώντας τις ανάγκες ανάπτυξης και ανασυγκρότησης της Ελλάδας, αλλά και την αυξανόμενη ζήτηση των ξένων αγορών σε κοντινές περιοχές (Περσικός Κόλπος, χώρες της Ερυθράς Θάλασσας, της Βόρειας και της Δυτικής Αφρικής) κυρίως μετά την πρώτη πετρελαϊκή κρίση το 1973.

Η δημιουργία οικονομικών πόρων στις χώρες παραγωγής πετρελαίου οδήγησε σε υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Στο πρώτο στάδιο οι ανάγκες τους σε τσιμέντο καλύφθηκαν με εισαγωγές κυρίως από την Ελλάδα, ενώ στη συνέχεια ίδρυσαν τις δικές τους εταιρείες τσιμέντου. Το τελευταίο σε συνδυασμό με τα οικονομικά προβλήματα των ανεπτυγμένων χωρών λόγω των δύο πετρελαϊκών κρίσεων, οδήγησαν τις διεθνείς τιμές του τσιμέντου σε σημαντική πτώση έως και 50% .

Έτσι, η ελληνική τσιμεντοβιομηχανία βασίζεται στο υψηλό επίπεδο τεχνολογίας και τεχνογνωσίας της, που κατέχει την άριστη ποιότητα των προϊόντων και την υποστήριξη των πελατών, μέσω του ποιοτικού ελέγχου, του εξειδικευμένου προσωπικού και της συνακόλουθης μείωσης του κόστους, που έστρεψε την εξαγωγική της δραστηριότητα σε νέες ανεπτυγμένες αγορές (ΗΠΑ, χώρες της Δυτικής Ευρώπης) αλλά και σε άλλες χώρες όπως στην Αφρική και την Ασία, παραμένοντας μία από τις σημαντικότερες εξαγωγικές χώρες. Η αγορά τσιμέντου αναμένεται να αναπτυχθεί με ετήσιο ρυθμό ανάπτυξης 3,3% για την προβλεπόμενη περίοδο 2022-2027. Η αγορά εκτιμάται ότι θα σημειώσει ανάπτυξη το 2022-2027 για

να φτάσει περίπου τους 6,08 δισεκατομμύρια τόνους σε παγκόσμιο επίπεδο έως το 2026.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4-ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ ΤΙΤΑΝ**

### **4.1 Ο Όμιλος ΤΙΤΑΝ**

Ο Όμιλος ΤΙΤΑΝ είναι ένας διεθνής παραγωγός τσιμέντου και δομικών υλικών που αποσκοπεί στην εξυπηρέτηση των αναγκών της κοινωνίας, συμβάλλοντας παράλληλα στη βιώσιμη ανάπτυξη με υπευθυνότητα και ακεραιότητα. Τα προϊόντα και οι υπηρεσίες του Ομίλου χρησιμοποιούνται σε διάφορες δραστηριότητες, που κυμαίνονται από μεγάλα έργα υποδομής όπως δρόμοι, γέφυρες, αεροδρόμια, νοσοκομεία, σχολεία, κατοικίες, εμπορικά κτίρια και κοινωνικά έργα (ΤΙΤΑΝ, 2021).

Η ιστορία του Ομίλου ξεκίνησε το 1902, όταν τρεις νέοι, ενωμένοι από ένα επιχειρηματικό πνεύμα και ένα κοινό ήθος δημιούργησαν το πρώτο εργοστάσιο τσιμέντου στην Ελλάδα στην πόλη της Ελευσίνας, νοτιοδυτικά της ελληνικής πρωτεύουσας. Το ονόμασαν TITAN και έθεσαν σαν βασικές αξίες τον σεβασμό προς τους ανθρώπους, την κοινωνία και το περιβάλλον. Οι αξίες αυτές έχουν μείνει σταθερές για πάνω από έναν αιώνα και παραμένουν η σταθερή βάση του πολιτισμού και του οικογενειακού πνεύματος του Ομίλου (TITAN, 2020).

- 1902: Ιδρύεται ο Όμιλος TITAN με την έναρξη λειτουργίας του πρώτου εργοστασίου τσιμέντου στην Ελευσίνα.
- 1911: Η εταιρεία γίνεται «Ανώνυμη Εταιρεία» με την επωνυμία «Τσιμέντο TITAN A.E.».
- 1912: Η εταιρεία εισάγεται στο Χρηματιστήριο Αθηνών.
- 1933: Γίνονται οι πρώτες εξαγωγές τσιμέντου στη Βραζιλία.
- 1939-1947: Οι εξαγωγικές δραστηριότητες ουσιαστικά αναστέλλονται κατά τη διάρκεια του Β' Παγκοσμίου Πολέμου και επαναλαμβάνονται μέχρι τα τέλη της δεκαετίας του 1940. Αυτό αναστέλλει τη διεθνή επέκταση αλλά εδραιώνει την επιχείρηση στην Ελλάδα.
- 1951-1957: Η παραγωγή στο εργοστάσιο της Ελευσίνας δεκαπενταπλασιάζεται δραστικά για να συμβαδίσει με την ταχεία ανάπτυξη των εξαγωγών, οι οποίες πλέον αντιπροσωπεύουν πάνω από το 50% των πωλήσεων.
- 1960: Παράλληλα με την ανάπτυξή του, ο TITAN λαμβάνει μέτρα για την προστασία του περιβάλλοντος, εγκαθιστώντας στο εργοστάσιο της Ελευσίνας τα πρώτα φιλικά προς το περιβάλλον ηλεκτροστατικά φίλτρα στην Ελλάδα.
- 1962: Εγκαίνια του δεύτερου εργοστασίου τσιμέντου του TITAN στη Νέα Ευκαρπία Θεσσαλονίκης.
- 1968: Ξεκινά η λειτουργία του τρίτου εργοστασίου τσιμέντου στο Δρέπανο Πατρών.
- 1976: Ξεκινά η παραγωγή στο τέταρτο εργοστάσιο τσιμέντου, στο Καμάρι, κοντά στην Αθήνα.
- 1978: Ιδρύεται η INTERBETON Construction Materials S.A. με σκοπό την παραγωγή, μεταφορά και εμπορία έτοιμου σκυροδέματος.

- 1979: Τα πρώτα πλωτά τερματικά διανομής του TITAN ανοίγουν στη Τζέντα της Σαουδικής Αραβίας και στην Αλεξάνδρεια της Αιγύπτου.
- 1985-1988: Ξεκινούν οι εξαγωγές στις ΗΠΑ και εγκαθίσταται τερματικός σταθμός διανομής στο λιμάνι του Νιούαρκ του Νιου Τζέρσεϋ.
- 1989-1994: Ο Όμιλος επενδύει σε πολλά λατομεία και μονάδες έτοιμου σκυροδέματος και αποκτά μερίδιο ελέγχου στην Roanoke Cement, Βιρτζίνια, ΗΠΑ. Ο TITAN εγκαινιάζει τερματικά διανομής τσιμέντου στην Ιταλία (Βενετία), τη Γαλλία (Μασσαλία) και το Ηνωμένο Βασίλειο.
- 1998: Η εταιρεία συνεχίζει να αναπτύσσεται σε νέες γεωγραφικές περιοχές, αποκτώντας πλειοψηφικές μετοχές στην Plevenski Cement, Βουλγαρία, και Cementarnica Usje, Β. Μακεδονία, στα Βαλκάνια (TITAN, 2020).
- 1999: Ο Όμιλος επεκτείνεται στην Αίγυπτο αποκτώντας πλειοψηφικό μερίδιο στην Beni Suf Cement (κοινοπραξία Lafarge-TITAN) και ανοίγοντας ένα νέο τερματικό διανομής στη Safaga.
- 2000: Ο TITAN εξαγοράζει την TARMAC AMERICA Inc., μέσω της πλήρους εξαγοράς των μονάδων Roanoke (Virginia) και Pennsuco (Φλόριντα), λατομείων, μονάδων έτοιμου σκυροδέματος και τερματικών διανομής στις ΗΠΑ. Το TARMAC μετονομάζεται σε TITAN AMERICA και έχει ενσωματωθεί πλήρως στον Όμιλο.
- 2002: Ο TITAN γιορτάζει τα 100 χρόνια του με μια σειρά εκδηλώσεων σχετικά με την εταιρική κοινωνική ευθύνη στην Ελλάδα και είναι η πρώτη ελληνική εταιρεία που υπέγραψε το Παγκόσμιο Σύμφωνο των Ηνωμένων Εθνών. Ο TITAN εξαγοράζει την Kosjeric, μια σερβική εταιρεία τσιμέντου, και ενισχύει περαιτέρω την παρουσία της στην Αίγυπτο εξαγοράζοντας την Alexandria Portland Cement, μια κοινοπραξία Lafarge-TITAN.
- 2003: Ο TITAN γίνεται πλήρες μέλος του Παγκόσμιου Επιχειρηματικού Συμβουλίου για τη Βιώσιμη Ανάπτυξη (WBSCD). Εκσυγχρονισμοί εργοστασίων πραγματοποιούνται στο Pennsuco (ΗΠΑ) και στη Θεσσαλονίκη (Ελλάδα).
- 2004: Ο Όμιλος εξαγοράζει το εργοστάσιο τσιμέντου Zlatna Panega στη Βουλγαρία.
- 2007: Η επιχείρηση έτοιμου σκυροδέματος στις ΗΠΑ επεκτείνεται μέσω της εξαγοράς τριών ανεξάρτητων αμερικανικών εταιρειών που παράγουν έτοιμο σκυρόδεμα.

- 2008: Ο TITAN αποκτά το 50% της Lafarge στην κοινοπραξία στην Αίγυπτο και το 50% της Adocim στην Τουρκία (TITAN, 2020).
- 2010: Ξεκινούν οι εργασίες στο Anteia, το νεόδμητο εργοστάσιο τσιμέντου στην Αλβανία. Ο Όμιλος εξαγοράζει επίσης το εργοστάσιο τσιμέντου Sharr στο Κοσσυφοπέδιο.
- 2012: Η TITAN Τσιμέντων Α.Ε. γιορτάζει 100 χρόνια στο Χρηματιστήριο Αθηνών.
- 2014: Separation Technologies LLC, θυγατρική του Ομίλου TITAN, μετονομάζεται σε ST Equipment & Technology LLC.
- 2016: Ο TITAN επεκτείνει τις δραστηριότητές του στη Βραζιλία εξαγοράζοντας μετοχικό μερίδιο στην Companhia Industrial de Cimento Apodi, μια βραζιλιάνικη τσιμεντοβιομηχανία.
- 2018: Ο TITAN αποκτά τον έλεγχο της κοινοπραξίας του στην Τουρκία, Adocim Cimento Beton Sanayi ve Ticaret A.S. Ο Όμιλος TITAN εντάσσεται στη νεοσύστατη Παγκόσμια Ένωση Τσιμέντου και Σκυροδέματος.
- 2019: Η TITAN Cement International γίνεται η μητρική εταιρεία του Ομίλου TITAN μετά την επιτυχή ολοκλήρωση της Εθελοντικής Πρότασης Ανταλλαγής Μετοχών που υποβλήθηκε στους μετόχους της TITAN Cement Company S.A., της πρώην μητρικής εταιρείας του Ομίλου.

## 4.2 Οι κύριοι κίνδυνοι του Ομίλου TITAN

### 4.2.1 Στρατηγικοί κίνδυνοι

- **Μετριασμός και προσαρμογή στην κλιματική αλλαγή**

Η βιομηχανία τσιμέντου ευαισθητοποιείται σε όλο και πιο αυστηρούς κανονισμούς για τον άνθρακα. Ειδικότερα, οι δραστηριότητες του Ομίλου στην Ελλάδα και τη Βουλγαρία απαιτείται να συμμορφώνονται με ένα πανευρωπαϊκό σύστημα ανώτατων ορίων και εμπορικών εκπομπών, δηλαδή το Ευρωπαϊκό Σύστημα Εμπορίου (ETS), βάσει του οποίου οι βιομηχανικές εγκαταστάσεις πρέπει να αναφέρουν και να ελέγχουν τις εκπομπές CO<sub>2</sub> τους σε ετήσια βάση. Βέβαια, αυτό μπορεί να οδηγήσει σε πρόσθετες κεφαλαιουχικές δαπάνες και μειωμένη κερδοφορία λόγω αύξησης του λειτουργικού κόστους. Εξαιτίας αυτού, ο Όμιλος ενδέχεται να αντιμετωπίσει

αυξημένο ανταγωνισμό από παραγωγούς τσιμέντου που δραστηριοποιούνται εκτός ΕΕ, οι οποίοι δεν επιβαρύνονται με κόστος συμμόρφωσης με το ETS (TITAN, 2020).

Πέρα από τις δραστηριότητες στην ΕΕ, πρόσθετες χώρες στο αποτύπωμα του TITAN που δεν αντιμετωπίζουν σήμερα αυστηρούς κανονισμούς για τον άνθρακα θα μπορούσαν στο μέλλον να υιοθετήσουν κανονισμούς τιμολόγησης CO<sub>2</sub> ή άλλους κανονισμούς άνθρακα, με αποτέλεσμα άνισους όρους ανταγωνισμού. Επιπλέον, η αυξανόμενη κλιματική ατζέντα για αλλαγές μπορεί να προωθήσει τη χρήση υποκατάστατων σκυροδέματος για τις κατασκευές ως πιο φιλικές προς το περιβάλλον για τους τελικούς χρήστες. Τέλος, η πιθανή αύξηση της συχνότητας ακραίων φυσικών γεγονότων, ενδεχομένως ως αποτέλεσμα της κλιματικής αλλαγής, θα μπορούσε να διαταράξει τη βάση των περιουσιακών στοιχείων του Ομίλου και την ικανότητα παραγωγής και διανομής (TITAN, 2020).

Ο Όμιλος παρακολουθεί στενά τις σχετικές ρυθμιστικές εξελίξεις και λαμβάνει προληπτικά μέτρα για τον μετριασμό πιθανών αρνητικών συνεπειών. Έχει υιοθετηθεί μια προσέγγιση σεναρίου-μοντελοποίησης για την εξέταση πιθανών αποτελεσμάτων και τον εντοπισμό κατάλληλων οδικών χαρτών μετριαστικών ενεργειών για τη διασφάλιση της επιχειρηματικής ανθεκτικότητας του Ομίλου. Τέτοια μέτρα περιλαμβάνουν τη μείωση της ποσότητας κλίνκερ που χρησιμοποιείται στην παραγωγή τσιμέντου, τη χρήση εναλλακτικών καυσίμων, καθώς και την ανάπτυξη νέων προϊόντων και τη συνεχή καινοτομία σε όλη την αλυσίδα αξίας (TITAN, 2020).

Πράγματι, ο Όμιλος συμμετέχει σε ερευνητική συνεργασία με την επιστημονική κοινότητα για τσιμέντα και σκυρόδεμα λιγότερης εντάσεως άνθρακα για την ανάπτυξη και προώθηση της χρήσης νέου πράσινου σκυροδέματος και τη δημιουργία ίσων όρων ανταγωνισμού έναντι άλλων οικοδομικών υλικών. Όσον αφορά τον μετριασμό των πιθανών φυσικών επιπτώσεων στα περιουσιακά στοιχεία του Ομίλου από ακραία φυσικά φαινόμενα που προκαλούνται από την κλιματική αλλαγή, η εταιρεία εφαρμόζει ένα σύνολο προληπτικών προστατευτικών μέτρων για τα περιουσιακά της στοιχεία και αναπτύσσει συνεχώς επικαιροποιημένα σχέδια έκτακτης ανάγκης. Ο Όμιλος διασφαλίζει επίσης επαρκή ασφαλιστήρια συμβόλαια έναντι υλικών ζημιών ή προσωρινής απώλειας εργασιών, καθώς και την άμεση διαθεσιμότητα επαρκούς ρευστότητας για την απορρόφηση τυχόν επιπτώσεων (TITAN, 2020).

- **Κυκλικότητα του κλάδου**

Η βιομηχανία οικοδομικών υλικών εξαρτάται από το επίπεδο δραστηριότητας στον κατασκευαστικό τομέα, ο οποίος τείνει να είναι κυκλικός και εξαρτάται από διάφορους παράγοντες, όπως, ενδεικτικά, το επίπεδο των δαπανών υποδομής, τη ζήτηση για ιδιωτικά και εμπορικά ακίνητα, τα στεγαστικά δάνεια, την τοπική οικονομική δραστηριότητα, τον πληθωρισμό και τα επιτόκια. Οι επιχειρηματικές δραστηριότητες, τα λειτουργικά αποτελέσματα ή η χρηματοοικονομική κατάσταση του Ομίλου θα μπορούσαν να επηρεαστούν αρνητικά από τη συνεχιζόμενη επιδείνωση των παγκόσμιων οικονομικών προοπτικών ή την κυκλική αδυναμία στον κατασκευαστικό κλάδο σε παγκόσμια κλίμακα ή σε μια σημαντική αγορά στην οποία δραστηριοποιείται.

- **Συνθήκες αγοράς**

Ο Όμιλος δραστηριοποιείται τόσο σε ώριμες αγορές, όπως οι ΗΠΑ και η Δυτική Ευρώπη, όσο και σε αναδυόμενες αγορές, όπως η Αίγυπτος, η Τουρκία και η Βραζιλία. Ορισμένες από αυτές τις αγορές συμβάλλουν σημαντικά στα έσοδα και στην κερδοφορία του Ομίλου. Ως αποτέλεσμα, οποιασδήποτε μελλοντικής επιδείνωσης του παγκόσμιου οικονομικού περιβάλλοντος ή σε οποιαδήποτε συγκεκριμένη αγορά, που συμβάλλει σημαντικά στα έσοδα και την κερδοφορία του Ομίλου, καθώς θα μπορούσε να έχει ουσιώδη αρνητική επίδραση στον κατασκευαστικό τομέα και κατά συνέπεια στα επιχειρηματικά, αποτελέσματα του Ομίλου.

- **Πολιτική και οικονομική αβεβαιότητα**

Ο Όμιλος δραστηριοποιείται και μπορεί να αναζητήσει νέες ευκαιρίες σε αναδυόμενες αγορές με διαφορετικές και κατά καιρούς, ασταθείς οικονομικές, κοινωνικές και πολιτικές συνθήκες. Αυτές οι συνθήκες θα μπορούσαν να περιλαμβάνουν πολιτικές αναταραχές, εμφύλιες αναταραχές, υποτίμηση του νομίσματος και άλλες μορφές αστάθειας και μπορεί να οδηγήσουν σε ξαφνικές αλλαγές στο λειτουργικό και ρυθμιστικό περιβάλλον. Αλλαγές σε αυτές τις συνθήκες μπορεί να επηρεάσουν αρνητικά τις επιχειρηματικές δραστηριότητες, τα λειτουργικά αποτελέσματα, τις οικονομικές επιδόσεις καθώς και τις προοπτικές του Ομίλου. Η ετήσια διαδικασία κατάρτισης προϋπολογισμού και στρατηγικής αναθεώρησης, μαζί με την τακτική παρακολούθηση των οικονομικών αποτελεσμάτων και προβλέψεων,



βοηθά στην παρακολούθηση πολιτικών και οικονομικών γεγονότων που ενδέχεται να δημιουργήσουν αβεβαιότητες σχετικά με τις χρηματοοικονομικές επιδόσεις (TITAN, 2020).

#### **4.2.2 Οικονομικοί κίνδυνοι**

Ο Όμιλος, λόγω της φύσης των εργασιών του και της γεωγραφικής του θέσης, εκτίθεται σε χρηματοοικονομικούς κινδύνους που σχετίζονται με ξένο νόμισμα, επιτόκια, ρευστότητα και μόχλευση, καθώς και αντισυμβαλλομένους. Ο Όμιλος δεν προβαίνει σε κερδοσκοπικές συναλλαγές ή συναλλαγές που δεν σχετίζονται με τις εμπορικές και επιχειρηματικές του δραστηριότητες.

- **Συναλλαγματικοί κίνδυνοι**

Η έκθεση του Ομίλου σε ξένο νόμισμα προέρχεται από υπάρχουσες ή αναμενόμενες ταμειακές ροές, από εξαγορές και επενδύσεις σε νομίσματα διαφορετικά από το ευρώ. Φυσικές αντισταθμίσεις, συμβάσεις ανταλλαγής νομισμάτων και προθεσμιακές συμβάσεις ξένου νομίσματος χρησιμοποιούνται για τη διαχείριση των ανοιγμάτων σε συνάλλαγμα.

- **Κίνδυνοι επιτοκίων**

Η έκθεση του Ομίλου στις μεταβολές των επιτοκίων και στο αυξημένο κόστος δανεισμού ελέγχεται με τη χρήση ενός μείγματος σταθερού και κυμαινόμενου επιτοκίου και παραγώγων επιτοκίου, όπου χρειάζεται. Ο λόγος των σταθερών προς τα κυμαινόμενα επιτόκια δανείων του Ομίλου αποφασίζεται με βάση τις συνθήκες της αγοράς, τη στρατηγική του Ομίλου και τις χρηματοδοτικές απαιτήσεις.

#### **4.3 Ανάλυση SWOT του Ομίλου TITAN**

Η ανάλυση SWOT παρέχει βασικές πληροφορίες τόσο για εσωτερικούς όσο και για εξωτερικούς παράγοντες που μπορούν να επηρεάσουν την απόδοση ενός οργανισμού. Μπορεί να βοηθήσει την ηγεσία του οργανισμού να βελτιστοποιήσει την απόδοση, να αναζητήσει νέες ευκαιρίες, να διαχειριστεί τον ανταγωνισμό, να μεγιστοποιήσει την απόδοση των χρησιμοποιούμενων πόρων και να ελαχιστοποιήσει τους διάφορους επιχειρηματικούς κινδύνους και τους κινδύνους χάραξης πολιτικής.

### **4.3.1 Δυνατά σημεία του Ομίλου TITAN**

Τα δυνατά σημεία είναι οι δυνατότητες και οι πόροι της εταιρείας που μπορεί να χρησιμοποιήσει για να σχεδιάσει, να αναπτύξει και να διατηρήσει το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα στην αγορά (TITAN, 2020).

- Οι εκτεταμένες προσφορές προϊόντων βοήθησαν την εταιρεία να διεισδύσει σε διαφορετικά τμήματα πελατών στον τομέα. Βοήθησε επίσης τον οργανισμό να διαφοροποιήσει τις ροές εσόδων.
- Η TITAN κατέχει ισχυρή ηγετική θέση στην αγορά του κλάδου.
- Η εταιρεία σημειώνει υψηλά περιθώρια κέρδους σε σύγκριση με τους ανταγωνιστές του κλάδου.

### **4.3.2 Αδυναμίες του Ομίλου TITAN**

Οι αδυναμίες του Ομίλου TITAN μπορεί να είναι είτε η έλλειψη δυνατών σημείων είτε οι πόροι ικανοτήτων που απαιτούνται, αλλά προς το παρόν ο οργανισμός δεν διαθέτει. Οι διευθυντές πρέπει να είναι σίγουροι εάν η αδυναμία προκύπτει λόγω έλλειψης στρατηγικού σχεδιασμού ή ως αποτέλεσμα στρατηγικής επιλογής.

- Μικτά περιθώρια και λειτουργικά περιθώρια που θα μπορούσαν να βελτιωθούν και στο μέλλον ενδέχεται να ασκήσουν πίεση στον Όμιλο.
- Υψηλό κόστος αντικατάστασης υφιστάμενων εμπειρογνομόνων εντός του Ομίλου.
- Η ανταγωνιστικότητα στον κλάδο ασκεί πτωτική πίεση στην κερδοφορία. Ένας αρχικός οδηγός για τη διαχείριση αυτής της κατάστασης για την εταιρική επωνυμία είναι η αντικειμενική αξιολόγηση των προτάσεων της παρούσας αξίας των διαφόρων προϊόντων.

### **4.3.3 Ευκαιρίες για τον Όμιλο TITAN**

Οι ευκαιρίες είναι κυρίως πιθανοί τομείς όπου η επιχείρηση μπορεί να εντοπίσει δυνατότητες για ανάπτυξη, κέρδη καθώς και επέκταση του μεριδίου αγοράς.

- Ευκαιρίες στον διαδικτυακό χώρο. Η αυξανόμενη υιοθέτηση διαδικτυακών υπηρεσιών από τους πελάτες θα επιτρέψει επίσης στην εταιρεία να παρέχει νέες προσφορές στους πελάτες της βιομηχανίας.

- Τοπική συνεργασία. Η σύνδεση με τοπικούς <<παίκτες>> μπορεί επίσης να προσφέρει ευκαιρίες ανάπτυξης στις διεθνείς αγορές.
- Μείωση του κόστους κυκλοφορίας νέων προϊόντων μέσω τρίτων συνεργατών λιανικής και αποκλειστικού κοινωνικού δικτύου.

#### 4.3.4 Απειλές για τον Όμιλο TITAN

Οι απειλές ενδέχεται να είναι παράγοντες που μπορεί να αποτελέσουν δυνητικούς κινδύνους για τα επιχειρηματικά μοντέλα της εταιρείας λόγω αλλαγών σε μακροοικονομικούς παράγοντες και μεταβαλλόμενων αντιλήψεων των καταναλωτών.

Οι απειλές μπορούν να αντιμετωπιστούν αλλά όχι να ελεγχθούν.

- Έλλειψη ειδικευμένου ανθρώπινου δυναμικού  
Δεδομένης της μεγάλης εναλλαγής εργαζομένων και της αυξανόμενης εξάρτησης από καινοτόμες λύσεις, η εταιρεία μπορεί να αντιμετωπίσει προκλήσεις ειδικευμένου ανθρώπινου δυναμικού στο εγγύς μέλλον.
- Εμπορευματοποίηση του τμήματος προϊόντων  
Η μεγαλύτερη πρόκληση για τον Όμιλο και άλλους παράγοντες του κλάδου είναι η αυξανόμενη εμπορευματοποίηση των προϊόντων στη βιομηχανία.

#### 4.4 Ανάλυση PESTEL του Ομίλου TITAN

Η ανάλυση PESTEL θα καλύψει όλους τους μακροπεριβαλλοντικούς παράγοντες που επηρεάζουν τον Όμιλο TITAN και συγκεκριμένα, πολιτικούς, οικονομικούς, κοινωνικούς, τεχνολογικούς, περιβαλλοντικούς και νομικούς παράγοντες.

##### 4.4.1 Πολιτικοί παράγοντες

Οι πολιτικοί παράγοντες συχνά σχετίζονται με το επίπεδο παρέμβασης και τη φύση της παρέμβασης της τοπικής και εθνικής κυβέρνησης στο επιχειρηματικό και οικονομικό περιβάλλον. Οι κυβερνητικές πολιτικές και το σύστημα διακυβέρνησης διαδραματίζουν τεράστιο ρόλο στη φύση και τους στόχους των πολιτικών. Άλλα ενδιαφερόμενα μέρη, όπως μη κυβερνητικές οργανώσεις, ομάδες διαμαρτυρίας και πίεσης και κινήματα ακτιβιστών διαδραματίζουν κρίσιμο ρόλο στη χάραξη πολιτικής. Η TITAN θα πρέπει να συνεργάζεται στενά με αυτούς τους οργανισμούς, ώστε να μπορεί να συνεισφέρει καλύτερα στους κοινοτικούς όπως και στους εταιρικούς στόχους.

Ο Όμιλος TITAN πρέπει να διαχειρίζεται διαφορετικούς κανονισμούς στις διάφορες αγορές στις οποίες έχει παρουσία. Τα τελευταία χρόνια οι αναδυόμενες οικονομίες έχουν αλλάξει τους κανονισμούς όχι μόνο όσον αφορά την είσοδο στην αγορά αλλά και τον τρόπο λειτουργίας των εταιρειών στην τοπική αγορά. Επίσης, ο Όμιλος πρέπει να παρακολουθεί στενά τις κυβερνητικές προτεραιότητες του κλάδου για να προβλέψει τις τάσεις. Οι οικονομικοί παράγοντες περιλαμβάνουν το στάδιο της οικονομίας της επωνυμίας, το διαθέσιμο εισόδημα των καταναλωτών, το επιτόκιο, τις συνθήκες της αγοράς εργασίας, την οικονομική απόδοση της επωνυμίας, τον φορολογικό συντελεστή, τον πληθωρισμό, τη συναλλαγματική ισοτιμία κ.λπ.

( Δικτυακός τόπος TITAN)

#### **4.4.2 Οικονομικοί παράγοντες**

Η αυξανόμενη ελευθέρωση της εμπορικής πολιτικής των Ηνωμένων Πολιτειών μπορεί να βοηθήσει τον Όμιλο να επενδύσει περαιτέρω στις περιοχές που είναι μέχρι στιγμής εκτός ορίων για την εταιρεία. Οι επιδόσεις του Ομίλου είναι στενά συνδεδεμένες με τις οικονομικές επιδόσεις της οικονομίας. Η ανάπτυξη τις τελευταίες δύο δεκαετίες βασίζεται στην αυξανόμενη παγκοσμιοποίηση και στη χρήση τοπικών πόρων για την εξυπηρέτηση των παγκόσμιων αγορών.

Το επίπεδο δεξιοτήτων του ανθρώπινου δυναμικού στην Ελλάδα είναι μέτριο έως υψηλό στον τομέα. Επομένως, ο Όμιλος TITAN μπορεί να το αξιοποιήσει όχι μόνο για να βελτιώσει τις υπηρεσίες στις Ηνωμένες Πολιτείες, αλλά μπορεί επίσης να αξιοποιήσει το εξειδικευμένο εργατικό δυναμικό για να δημιουργήσει παγκόσμιες ευκαιρίες.

Η κρατική παρέμβαση στον τομέα και ειδικότερα στη βιομηχανία μπορεί να επηρεάσει την τύχη του Ομίλου. Με τα χρόνια η κυβέρνηση αύξησε τις επενδύσεις στην ανάπτυξη βασικής υποδομής για τη διευκόλυνση και τη βελτίωση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος. Ο Όμιλος TITAN μπορεί να έχει πρόσβαση στην παρούσα υποδομή για να δώσει ώθηση στην ανάπτυξη του κλάδου. Επίσης, θα πρέπει να σημειωθεί ότι κάθε κοινωνία και πολιτισμός έχει τον δικό της τρόπο επιχειρηματικής δραστηριότητας. Αυτοί οι κοινωνικοί παράγοντες μπορούν όχι μόνο να βοηθήσουν εταιρείες να κατανοήσουν καλύτερα τον τρόπο επιχειρηματικής

δραστηριότητας αλλά και να κατανοήσουν τις προτιμήσεις των πελατών στον τομέα της επωνυμίας. Οι κοινωνικοί παράγοντες περιλαμβάνουν δημογραφικά στοιχεία, στάσεις υγείας και ασφάλειας, κοινωνικούς ρόλους και κανόνες, παραδόσεις, πολιτισμό, και στάση απέναντι σε ορισμένα προϊόντα και υπηρεσίες.( Δικτυακός τόπος TITAN

#### **4.4.3 Κοινωνικοί παράγοντες**

Με την αυξανόμενη ελευθέρωση, η στάση απέναντι στην υγεία και την ασφάλεια γίνεται χαλαρή. Ο Όμιλος TITAN πρέπει να μείνει μακριά από αυτές τις συμπεριφορές, καθώς το κόστος της αποτυχίας είναι πολύ υψηλό. Υπάρχει μια αυξανόμενη τάση εισοδηματικής ανισότητας στην Ελλάδα. Αυτό έχει αλλάξει τη δομή εξουσίας που είναι επίμονη στην κοινωνία τις τελευταίες 6-7 δεκαετίες. Η ευρύτερη στάση απέναντι στη μετανάστευση είναι αρνητική. Αυτό μπορεί να επηρεάσει την ικανότητα του Ομίλου να φέρει διεθνείς ηγέτες και διευθυντές για τη διαχείριση των εργασιών στη χώρα. Επιπλέον, τα μέσα ενημέρωσης διαδραματίζουν κρίσιμο ρόλο στην επιρροή της κοινής γνώμης. Τόσο τα παραδοσιακά μέσα όσο και τα μέσα κοινωνικής δικτύωσης αναπτύσσονται ραγδαία, και συνεπώς ο Όμιλος TITAN μπορεί να αξιοποιήσει αυτήν την τάση για καλύτερη αγορά και τοποθέτηση των προϊόντων της. (Δικτυακός τόπος TITAN)

#### **4.4.4 Τεχνολογικοί παράγοντες**

Μερικοί από τους τεχνολογικούς παράγοντες είναι η διακοπή της εφοδιαστικής αλυσίδας λόγω τεχνολογίας, ο ρυθμός αλλαγής που βασίζεται στην τεχνολογία, η πρόσβαση του πληθυσμού στην τεχνολογία, η πρόσβαση σε περισσότερες πληροφορίες, η καινοτομία στις υπηρεσίες πελατών, η καινοτομία στις προσφορές προϊόντων κ.λπ. Στον κλάδο υπάρχει ισχυρή κουλτούρα μεταφοράς τεχνολογίας και οι εταιρείες συχνά δε διστάζουν να μεταφέρουν ή να αδειοδοτήσουν τεχνολογίες.

Η τεχνολογία έχει συντομεύσει τον κύκλο ζωής του προϊόντος και έδωσε τη δυνατότητα στους προμηθευτές να αναπτύξουν γρήγορα νέα προϊόντα. Αυτό άσκησε πίεση στο τμήμα μάρκετινγκ του Ομίλου TITAN για να κρατήσει ευχαριστημένους τους προμηθευτές, προωθώντας μια ποικιλία προϊόντων και αυξάνοντας το λειτουργικό κόστος. Η τεχνολογία στον τομέα δεν έχει ακόμη ωριμάσει και οι

περισσότεροι παίκτες συναγωνίζονται για νέες καινοτομίες που μπορούν να τους επιτρέψουν να κερδίσουν υψηλότερο μερίδιο αγοράς. ( Δικτυακός τόπος TITAN)

#### **4.4.5 Περιβαλλοντικοί παράγοντες**

Την τελευταία δεκαετία η βιωσιμότητα και οι περιβαλλοντικοί παράγοντες γίνονται κρίσιμοι για τις επιχειρήσεις. Η κυβέρνηση και οι ομάδες πίεσης ζητούν γρήγορα από τους οργανισμούς να τηρούν τα περιβαλλοντικά πρότυπα. Μερικοί από τους περιβαλλοντικούς παράγοντες είναι ο περιορισμός των αποτυπωμάτων άνθρακα, η κλιματική αλλαγή, η αυξανόμενη εστίαση στη βιωσιμότητα, η ασφαλής επεξεργασία του νερού, οι νόμοι που ρυθμίζουν τη ρύπανση, η ασφαλής διάθεση επικίνδυνων υλικών, τα ασφαλιστήρια συμβόλαια, η ασφαλής διάθεση απορριμμάτων κ.λπ.

Οι περιβαλλοντικοί κανόνες αλλάζουν επίσης τις προτεραιότητες της καινοτομίας προϊόντων. Σε πολλές περιπτώσεις τα προϊόντα σχεδιάζονται με βάση περιβαλλοντικά πρότυπα και προσδοκίες αντί να καλύπτουν παραδοσιακές προτάσεις αξίας. Η ανακύκλωση αναδεικνύεται γρήγορα ως κανόνας στην οικονομία. Ο Όμιλος πρέπει να συμμορφώνεται με τους κανονισμούς και τις προσδοκίες στον τομέα. Η διαχείριση απορριμμάτων, ειδικά για μονάδες κοντά στις αστικές πόλεις, έχει αποκτήσει αυξανόμενη σημασία για παίκτες όπως ο Όμιλος TITAN.

Ο τακτικός έλεγχος από περιβαλλοντικούς φορείς επιβαρύνει επίσης το κόστος λειτουργίας. Το νομικό πλαίσιο διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στην ανάπτυξη του κλάδου σε κάθε οικονομία. Η διοίκηση του Ομίλου TITAN πρέπει να εξετάσει τους ακόλουθους νομικούς παράγοντες πριν εισέλθει στη διεθνή αγορά για νόμους περί διακρίσεων, μεροληψία προς τους εγχώριους παίκτες, προστασία δικαιωμάτων πνευματικής ιδιοκτησίας, νόμος περί πνευματικών δικαιωμάτων, νόμους προστασίας δεδομένων, χρόνο που απαιτείται για την απόδοση δικαιοσύνης, σύστημα δικαιοσύνης κ.λπ. (Δικτυακός τόπος TITAN)

#### **4.4.6 Νομικοί παράγοντες**

Την τελευταία δεκαετία, η προστασία δεδομένων έχει αναδειχθεί ως κρίσιμο μέρος όχι μόνο των ζητημάτων απορρήτου αλλά και των δικαιωμάτων πνευματικής ιδιοκτησίας. Ο Όμιλος TITAN πρέπει να εξετάσει εάν η διεθνής και η εγχώρια αγορά διαθέτει έναν ισχυρό μηχανισμό προστασίας από παραβιάσεις δεδομένων ή όχι. Για

παράδειγμα ο Όμιλος πρέπει να λάβει υπόψη το επίπεδο της περιβαλλοντικής νομοθεσίας και τι πρέπει να κάνει για να συμμορφωθεί με αυτούς τους νόμους και κανονισμούς. Ακόμη, κανόνες υγιεινής και ασφάλειας πρέπει να ληφθούν υπόψη από την εταιρεία, ενώ παράλληλα ο όμιλος TITAN πρέπει να εξετάσει προσεκτικά τον μέσο χρόνο συγκεκριμένων περιπτώσεων πριν εισέλθει σε μια διεθνή αγορά. (Δικτυακός τόπος TITAN)

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5-ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ TITAN**

### **5.1 Οριζόντια ανάλυση του Ομίλου TITAN**

Η οριζόντια ανάλυση, που περιγράφεται επίσης ως ανάλυση έτους βάσης, είναι ένα εργαλείο που χρησιμοποιείται για την εκτίμηση των οικονομικών καταστάσεων μιας ή πολλών εταιρειών σε μια δεδομένη χρονική περίοδο. Ο σκοπός αυτής της ανάλυσης είναι η κατανόηση των αλλαγών εντός της εταιρείας, είτε τα δεδομένα που εισήχθησαν αυξήθηκαν, είτε μειώθηκαν με τα χρόνια. Η ανάλυση χρησιμοποιείται κυρίως για συγκρίσεις εντός της εταιρείας.

Τα ποσά μπορεί να διαφέρουν από το έτος, για παράδειγμα, εάν το ποσό για το έτος βάσης είναι 0, αλλά υπάρχει κάποιο ποσό μεγαλύτερο του μηδενός για το επόμενο έτος, η ποσοστιαία μεταβολή δεν μπορεί να υπολογιστεί. Μια άλλη επιπλοκή μπορεί να είναι όταν ένα χρόνο το ποσό είναι θετικό και το επόμενο έτος αρνητικό (Bragg, 2017). Η οριζόντια ανάλυση είναι ένα εξαιρετικό εργαλείο για τους αναλυτές για να λάβουν την αναγνώριση για την εταιρεία κατά την περίοδο διαφορετικών ετών. Οι ποσοστιαίες μονάδες δίνουν μια ευκολότερη επισκόπηση της απόδοσης της εταιρείας κατά τη δεδομένη περίοδο.

Ο πίνακας 1 που ακολουθεί στη συνέχεια δείχνει τα αποτελέσματα της οριζόντιας ανάλυσης για την εταιρεία TITAN για τα βασικά στοιχεία του ισολογισμού. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι σαν έτος βάσης χρησιμοποιήθηκε το 2021. Για τον λόγο αυτό άλλωστε παρατηρούμε ότι η τιμή είναι ίση με τη μονάδα εκείνο το έτος σε όλα τα στοιχεία. Σε ό,τι έχει να κάνει με το έτος 2017 παρατηρούμε ότι το κυκλοφορούν ενεργητικό, το πάγιο, το ενεργητικό, τα ίδια κεφάλαια και το παθητικό έχουν τιμή κοντά στο 0,9 γεγονός που σημαίνει ότι αποτελούν σχετικά μεγάλο ποσοστό των αντίστοιχων τιμών του 2021. Αυτό σημαίνει επίσης, ότι οι τιμές για τα αντίστοιχα στοιχεία το έτος 2017 ήταν μεγαλύτερες σε σύγκριση με το 2021. Στην ίδια κατεύθυνση περίπου κινούνται και οι τιμές για τα έτη 2019 και 2020 ενώ είναι χαρακτηριστικό ότι το έτος 2018 οι τιμές έχουν αυξηθεί σε όλα τα στοιχεία σαν αναλογία και πλέον είναι μεγαλύτερες της μονάδας. Αυτό σημαίνει ότι οι λογαριασμοί αυτό το έτος είχαν υψηλότερες τιμές σε σύγκριση με το 2021.

**Πίνακας 5.1-Οριζόντια ανάλυση στοιχείων ισολογισμού**

Έτη	Κυκλ. Ενεργ.	Βραχ. Υποχρ.	Απαιτήσεις	Διαθέσιμα	Πάγιο Ενεργητικό	Ενεργητικό	Ίδια Κεφάλαια	Ξένα Κεφάλαια
2017	0,937	0,672	0,730	1,931	0,969	0,969	1,025	0,914
2018	1,049	1,117	0,834	2,141	1,078	1,071	1,101	1,042
2019	0,901	0,911	0,792	1,132	1,121	1,069	1,055	1,083



2020	1,050	1,237	0,846	2,584	0,983	0,999	0,954	1,044
2021	1	1	1	1	1	1	1	1

Συνεχίζοντας με την οριζόντια ανάλυση για τα βασικά στοιχεία της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης, παρατηρούμε ότι τα καθαρά κέρδη μετά φόρων είναι πολύ μικρά σαν αναλογία για το έτος 2020 σε σύγκριση με το έτος 2021. Το γεγονός αυτό μπορεί να δικαιολογηθεί από τα μειωμένα κέρδη τα οποία οφείλονται στην εκδήλωση της πανδημίας. Ομοίως, τα μικτά κέρδη σαν αναλογία μειώθηκαν το έτος 2020 σε σύγκριση με το 2021 που είναι το έτος βάσης, ωστόσο η μείωση δεν ήταν τόσο μεγάλη όσο αυτή που έγινε στα καθαρά κέρδη. Παρόμοια, είναι και η κατάσταση στις πωλήσεις όπου φαίνεται από τον πίνακα 2 ότι η αναλογία για το συγκεκριμένο στοιχείο κινήθηκε στα ίδια επίπεδα περίπου σχεδόν κάθε έτος.

#### **Πίνακας 5.2-Οριζόντια ανάλυση στοιχείων κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης**

<b>Έτη</b>	<b>Καθαρά κέρδη μετά φόρων</b>	<b>Μικτά Κέρδη</b>	<b>Πωλήσεις</b>
2017	0,48	1,40	0,88
2018	0,61	1,29	0,87
2019	0,58	0,95	0,94
2020	0,02	1,00	0,94
2021	1,00	1,00	1,00

## 5.2 Κάθετη ανάλυση του Ομίλου TITAN

Η κάθετη ανάλυση είναι ένα άλλο εργαλείο που χρησιμοποιείται για την ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων για μια χρονική περίοδο. Σε αυτήν την περίπτωση δεν συγκρίνονται τα έτη μεταξύ τους, αλλά χρησιμοποιούνται διαφορετικά δεδομένα ως συνολικό ποσό και άλλα στοιχεία εμφανίζονται ως ποσοστό από αυτό. Η κάθετη ανάλυση είναι μια στατική ανάλυση, ο λόγος είναι ότι γίνεται ξεχωριστά κάθε χρονική περίοδο (Saxena, 2016). Η κάθετη ανάλυση στον ισολογισμό αξιολογεί διαφορετικά περιουσιακά στοιχεία και το ποσό που αποκομίζουν από το σύνολο του ενεργητικού. Στο τμήμα του παθητικού κάθε ποσό δεδομένων συγκρίνεται με το συνολικό ποσό των υποχρεώσεων (Λαζαρίδης & Παπαδόπουλος, 2005).

Η κάθετη ανάλυση της κατάστασης του λογαριασμού αποτελεσμάτων συγκρίνει κάθε δεδομένο ποσό με το συνολικό ποσό των πωλήσεων. Στην κατάσταση ταμειακών ροών, το συνολικό ποσό με το οποίο συγκρίνεται κάθε στοιχείο ξεχωριστά είναι η συνολική ταμειακή εισροή (Lakada et al. 2017). Η κάθετη ανάλυση συγκρίνει τις δηλώσεις μεταξύ εταιρειών αλλά και μεταξύ βιομηχανιών. Είναι επίσης ένα καλό εργαλείο που βοηθά στην ανάλυση διαφορετικών περιόδων σε μια εταιρεία. Όλα τα ποσά στις κάθετες αναλύσεις εμφανίζονται σε ποσοστά. Αυτό βοηθά τους αναλυτές να κατανοήσουν ξεκάθαρα τις διαφορές μεταξύ ετών και εταιρειών.

Στον πίνακα που ακολουθεί παρατηρούμε ότι οι απαιτήσεις και τα διαθέσιμα αποτελούν το μικρότερο μέρος του ενεργητικού με ποσοστό που κυμαίνεται από 3% έως 7%. Στη συνέχεια ακολουθούν το κυκλοφορούν ενεργητικό με τις βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις με ποσοστό που κυμαίνεται από 20% έως 25%. Τέλος, το μεγαλύτερο ποσοστό κατέχουν το πάγιο ενεργητικό, τα ίδια και τα ξένα κεφάλαια με ποσοστά που κυμαίνονται από 47% έως 80%.

**Πίνακας 5.3-Κάθετη ανάλυση στοιχείων ισολογισμού**

<b>Έτη</b>	<b>Κυκλ. Ενεργ.</b>	<b>Βραχ. Υποχρ.</b>	<b>Απαιτήσεις</b>	<b>Διαθέσιμα</b>	<b>Πάγιο Ενεργητικό</b>	<b>Ίδια Κεφάλαια</b>	<b>Ξένα Κεφάλαια</b>
------------	-------------------------	-------------------------	-------------------	------------------	-----------------------------	--------------------------	--------------------------

2017	0,229	0,114	0,070	0,059	0,771	0,528	0,472
2018	0,232	0,172	0,072	0,060	0,768	0,513	0,487
2019	0,199	0,140	0,069	0,032	0,801	0,492	0,508
2020	0,249	0,204	0,079	0,077	0,751	0,477	0,523
2021	0,237	0,165	0,093	0,030	0,763	0,499	0,501

Στον πίνακα 4 που ακολουθεί παρατηρούμε ότι τόσο τα καθαρά κέρδη όσο και τα μικτά κέρδη αποτελούν μικρό ποσοστό των πωλήσεων. Το ποσοστό αυτό είναι αρχικά μικρότερο για την χρονική περίοδο 2019-2020 και δεύτερον για τα καθαρά κέρδη. Τα αποτελέσματα αυτά είναι εύκολα αντιληπτά δεδομένου ότι τα έτη 2019 και 2020 η εταιρεία επηρεάστηκε από την πανδημία. Επίσης, τα καθαρά κέρδη είναι λογικό να είναι μικρότερα σαν ποσοστό καθώς έχουν αφαιρεθεί τα έξοδα της εταιρείας και οι φόροι σε σύγκριση με τα μικτά κέρδη.

#### **Πίνακας 5.4-Κάθετη ανάλυση στοιχείων αποτελεσμάτων χρήσης**

<b>Έτη</b>	<b>Καθαρά κέρδη μετά φόρων</b>	<b>Μικτά Κέρδη</b>
2017	0,029	0,289
2018	0,038	0,269
2019	0,033	0,183
2020	0,001	0,193
2021	0,053	0,181

### 5.3 Αριθμοδείκτες του Ομίλου TITAN

Η χρήση χρηματοοικονομικών δεικτών είναι μια δοκιμασμένη στο χρόνο μέθοδος για την ανάλυση μιας επιχείρησης. Οι δείκτες αυτοί είναι τα πιο ευρέως χρησιμοποιούμενα εργαλεία χρηματοοικονομικής ανάλυσης. Υπάρχουν πολλοί λόγοι για αυτό. Πρώτον, όπως και άλλα εργαλεία ανάλυσης, οι αριθμοδείκτες είναι συνήθως προσανατολισμένοι στο μέλλον και βοηθούν τους αναλυτές να δουν τις τάσεις που θα ήταν δύσκολο να εντοπιστούν μία προς μία. Η αναλογία μπορεί να εμφανιστεί με διαφορετικούς τρόπους τόσο ως ποσοστό ή ως αναλογία. Η χρησιμότητα μιας ανάλυσης των δεικτών εξαρτάται από τον χρήστη και από το πόσο καλά μπορεί να λάβει κάποιος τις πληροφορίες από τους δείκτες. Η ανάλυση των δεικτών μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την αξιολόγηση τριών βασικών ιδιοτήτων ενός οργανισμού που είναι η φερεγγυότητα, η κερδοφορία και η ρευστότητα (Λαζαρίδης & Παπαδόπουλος, 2005).

Ο Horrigan (1965) περιέγραψε μια σειρά από πηγές που σχετίζονται με την ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων και αποφάσισε να τοποθετήσει τους δείκτες σε ομάδες δεικτών ρευστότητας και κερδοφορίας. Η ρευστότητα χωρίζεται σε δύο διαφορετικές κατηγορίες, η πρώτη είναι η βραχυπρόθεσμη ρευστότητα και η δεύτερη η μακροπρόθεσμη φερεγγυότητα (Siimann, 2018). Η ανάλυση χρηματοοικονομικών δεικτών είναι μια μέθοδος που βοηθά να διαπιστωθεί η συνολική οικονομική κατάσταση της εταιρείας. Αυτή η ανάλυση επικεντρώνεται κυρίως σε εσωτερικές πληροφορίες και βοηθά τα διευθυντικά στελέχη στη λήψη αποφάσεων σχετικά με το πώς θα διατηρήσουν την εταιρεία στην αναπτυξιακή της πορεία.

Σκοπός της ανάλυσης είναι να ανακαλύψει τη μόχλευση της εταιρείας στα περιουσιακά στοιχεία αλλά και να βοηθήσει στην ανάλυση των χρηματοοικονομικών δεικτών. (Husna, 2016). Ένας άλλος λόγος είναι να κατανοήσουν τα ενδιαφερόμενα μέρη πώς λειτουργεί η εταιρεία εσωτερικά και ποιοι κίνδυνοι ενδέχεται να προκύψουν κατά την εφαρμογή ορισμένων νέων μεθόδων. Η ανάλυση των χρηματοοικονομικών δεικτών είναι επωφελής για την εταιρεία να κατανοήσει πόσο καλά αποδίδει οικονομικά και ποιες μελλοντικές επενδύσεις θα μπορούσαν να γίνουν (Drake, 2018).

### 5.3.1 Δείκτες αποδοτικότητας

Οι δείκτες αποδοτικότητας είναι οικονομικές μετρήσεις που χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό της ικανότητας των οργανισμών να παράγουν κέρδη, λαμβάνοντας επίσης υπόψη τα έξοδά τους. Οι αναλυτές της εταιρείας μπορούν να συγκρίνουν τους δείκτες αποδοτικότητας μεταξύ εταιρειών αλλά και μεταξύ των ετών της ίδιας εταιρείας, ώστε να δείξουν ποια τάση ακολουθεί η εταιρεία. Οι δείκτες αποδοτικότητας είναι αυτοί που δείχνουν την ικανότητα της εταιρείας να αυξήσει τα κέρδη μέσω της πώλησης του προϊόντος, των μετρητών, του κεφαλαίου και του αριθμού των εργαζομένων της (Muhammad, 2013). Η απόδοση των περιουσιακών στοιχείων (ROA) είναι μια αναλογία που αξιολογεί την απόδοση μιας εταιρείας. Είναι το καθαρό κέρδος διαιρούμενο με το σύνολο του ενεργητικού. Χρησιμοποιείται για τη μέτρηση της αποτελεσματικότητας της εταιρείας να χρησιμοποιεί τα περιουσιακά της στοιχεία για τη δημιουργία κέρδους (Gadoiu, 2014).

$$\text{Αριθμ. Αποδοτικότητας συνόλου ενεργητικού} = \text{Καθαρά Κέρδη} / \text{Ενεργητικό}$$

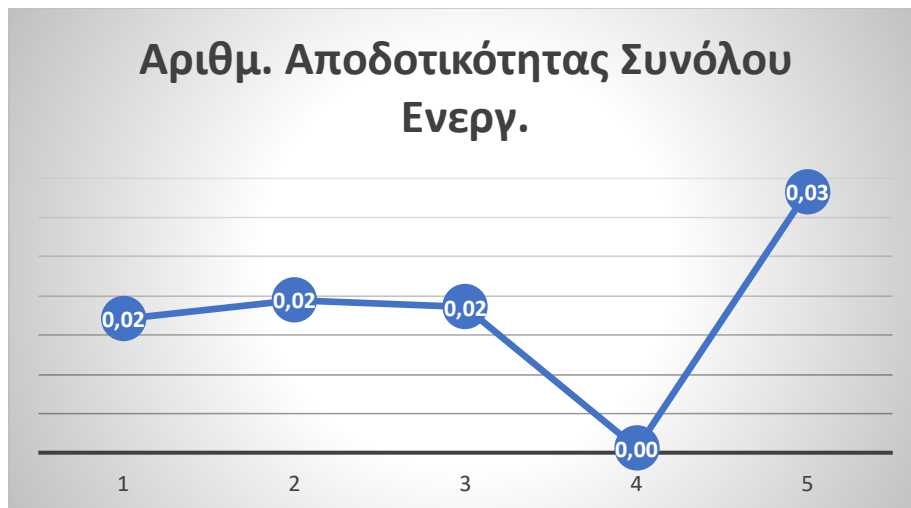
Για την εταιρεία TITAN υπολογίσαμε τον αριθμοδείκτη της αποδοτικότητας του συνόλου του ενεργητικού για τα έτη 2017-2020 στον πίνακα που ακολουθεί. Παρατηρούμε ότι οι υψηλότερες τιμές του δείκτη παρουσιάζονται το έτος 2021 ενώ το 2020 είναι σχεδόν μηδέν, γεγονός που οφείλεται στην εκδήλωση της κρίσης η οποία είχε σαν αποτέλεσμα την μείωση των καθαρών κερδών της εταιρείας.

**Πίνακας 5.5-Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας συνόλου ενεργητικού**

Έτη	Αριθμ. Αποδοτικότητας Συνόλου Ενεργ.
2017	0,02
2018	0,02
2019	0,02

2020	0,00
2021	0,03

**Διάγραμμα 5.1-Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας συνόλου ενεργητικού**



Το ποσοστό απόδοσης ιδίων κεφαλαίων, γνωστό ως ROE είναι το καθαρό εισόδημα διαιρούμενο με το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων. Το ROE είναι ένας δείκτης που χρησιμοποιεί τόσο τον ισολογισμό όσο και την κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων. Εκτιμά την ικανότητα της εταιρείας να αποφέρει κέρδη από τις επενδύσεις της (Λαζαρίδης, 2005).

$$\text{Αριθμ. Αποδοτικότητας Ιδίων κεφαλαίων} = \text{Καθαρά Κέρδη} / \text{Ίδια κεφάλαια}$$

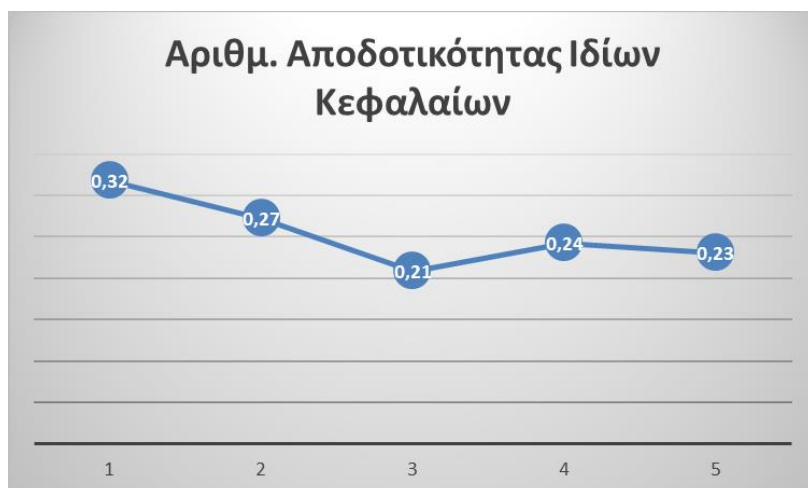
Στον πίνακα που ακολουθεί παρατηρούμε ότι οι υψηλότερες τιμές του δείκτη σημειώνονται το έτος 2021 ενώ το έτος 2020 μετά την εκδήλωση της πανδημίας σημειώνεται και πάλι σχεδόν μηδενική τιμή του δείκτη.

**Πίνακας 5.6-Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων**

Έτη	Αριθμ. Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων
-----	---------------------------------------

2017	0,03
2018	0,04
2019	0,04
2020	0,00
2021	0,07

**Διάγραμμα 5.2-Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων**



### 5.3.2 Δείκτες δραστηριότητας

Οι δείκτες δραστηριότητας είναι η μέτρηση μιας εταιρείας για τους αριθμούς των ισολογισμών. Αυτοί οι δείκτες βοηθούν τους αναλυτές να κατανοήσουν τι συμβάλλει στην εταιρεία ώστε να αυξήσει τα μετρητά ή τις πωλήσεις. Αυτοί οι δείκτες αποτελούν επίσης μια καλή επισκόπηση του κατά πόσον οι διευθυντές της εταιρείας μπορούν να πάρουν σωστές αποφάσεις και να βοηθήσουν στη δημιουργία εσόδων (Drake, 2018). Ο κύκλος εργασιών ενεργητικού είναι ένας δείκτης μεταξύ των συνολικών πωλήσεων και του μέσου συνόλου των περιουσιακών στοιχείων. Όσο μεγαλύτερη είναι η βασική τιμή, τόσο μεγαλύτερος και θετικότερος είναι ο δείκτης. Η ελάχιστη τιμή αυτού του λόγου λέγεται ότι είναι 1, αλλά σε πολλές περιπτώσεις υπάρχει διαφοροποίηση μεταξύ των βιομηχανιών. Όσο χαμηλότερη είναι η αξία του

δείκτη τόσο πιο αναποτελεσματική είναι η επιχείρηση στο μέρος του ενεργητικού (Baran et al., 2016).

Ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού δίνεται από τον τύπο

$$\text{Αριθμ. Ταχύτητας ενεργητ.} = \text{Πωλήσεις} / \text{Ενεργητικό}$$

Επίσης, ένας άλλος αριθμοδείκτης που υπολογίζουμε είναι αυτός της κυκλοφοριακής ταχύτητας παγίων που δίνεται από τον ακόλουθο τύπο.

$$\text{Ταχ. Κυκλ. Παγίων} = \text{Πωλήσεις} / \text{Πάγιο ενεργητικό}$$

Από τον πίνακα που ακολουθεί διαπιστώνουμε ότι οι τιμές των αριθμοδεικτών κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού και παγίου ενεργητικού ήταν υψηλότερες τα έτη 2020 και 2021. Αυτό το γεγονός οφείλεται στη μείωση του ενεργητικού και στην αύξηση των πωλήσεων της εταιρείας, στοιχείο που δηλώνει την χρησιμοποίηση των στοιχείων του ενεργητικού με απώτερο σκοπό τη δημιουργία πωλήσεων.

#### **Πίνακας 5.7-Αριθμοδείκτες δραστηριότητας**

<b>Έτη</b>	<b>Αριθμ. Ταχ. Ενεργ.</b>	<b>Αριθμ. Ταχ. Κυκλοφ. Παγίων</b>
2017	0,58	0,75
2018	0,52	0,68
2019	0,56	0,70
2020	0,60	0,80
2021	0,64	0,84



**Διάγραμμα 5.3-Αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού**



**Διάγραμμα 5.4-Αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας παγίων**



### **5.3.3 Δείκτες ρευστότητας**

Οι δείκτες ρευστότητας είναι δείκτες που δείχνουν την ικανότητα της εταιρείας να πληρώνει τα τρέχοντα χρέη της χωρίς να αντλεί εξωτερικό κεφάλαιο. Οι δείκτες ρευστότητας είναι πιο χρήσιμοι όταν χρησιμοποιούνται σε συγκριτική μορφή, για παράδειγμα, εντός της ίδιας της εταιρείας, αλλά καθώς και για διαφορετικά έτη. Οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις είναι οι πιο επείγουσες οφειλές που πρέπει να πληρωθούν εντός περιόδου ενός έτους, ενώ τα κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία

είναι η πηγή από την οποία προέρχονται τα άμεσα μετρητά. Οι αριθμοδείκτες ρευστότητας που έχουν υπολογιστεί στην περίπτωση της TITAN είναι ο αριθμοδείκτης γενικής και άμεσης ρευστότητας και ταμειακής ρευστότητας.

Σε ό,τι αφορά τον δείκτη γενικής ρευστότητας υπολογίζεται από τον ακόλουθο τύπο.

$$\text{Αριθμ. Γενικής ρευστότητας} = \frac{\text{Κυκλοφορούν ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Αυτός ο αριθμοδείκτης δείχνει την ικανότητα της εταιρείας να αποπληρώσει τις τρέχουσες υποχρεώσεις της χρησιμοποιώντας τα κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία. Σε ό,τι αφορά τον δείκτη άμεσης ρευστότητας δίνεται από τον ακόλουθο τύπο.

$$\text{Αριθμ. Άμεσης ρευστότητας} = \frac{\text{Απαιτήσεις} + \text{Διαθέσιμα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Ο συγκεκριμένος δείκτης εκφράζει την ικανότητα της εταιρείας να ανταποκριθεί στις τρέχουσες υποχρεώσεις της χρησιμοποιώντας τις απαιτήσεις και τα ταμειακά διαθέσιμα. Τέλος, ο αριθμοδείκτης ταμειακής ρευστότητας εκφράζει τη δυνατότητα της εταιρείας να ανταποκριθεί στις τρέχουσες υποχρεώσεις χρησιμοποιώντας μόνο τα ταμειακά διαθέσιμα και δίνεται από τον ακόλουθο τύπο.

$$\text{Αριθμ. Ταμειακής ρευστότητας} = \frac{\text{Διαθέσιμα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Από τον πίνακα 8 που ακολουθεί στη συνέχεια προκύπτει ότι η ρευστότητα της εταιρείας TITAN ήταν καλύτερη το έτος 2017 δεδομένου ότι τότε σημειώνονται οι υψηλότερες τιμές των αριθμοδεικτών. Ωστόσο, παρατηρούμε ότι ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας σημείωσε υψηλότερες τιμές για όλη την εξεταζόμενη χρονική περίοδο, σε σχέση με τους άλλους δύο αριθμοδείκτες, γεγονός που δείχνει ότι τα συνολικά κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία όπως είναι αναμενόμενο ήταν σε καλύτερη θέση για να καλύψουν τις τρέχουσες υποχρεώσεις σε σύγκριση με το εάν λαμβάνοντα για παράδειγμα υπ' όψιν μόνο τα διαθέσιμα, ή εάν αφαιρούνταν τα αποθέματα.

**Πίνακας 5.8-Αριθμοδείκτες ρευστότητας**

<b>Έτη</b>	<b>Αριθμ. Γενικής Ρευστότητας</b>	<b>Αριθμ. Άμεσης Ρευστότητας</b>	<b>Αριθμ. Ταμειακής Ρευστότητας</b>
2017	2,00	1,13	0,52
2018	1,35	0,77	0,35
2019	1,42	0,72	0,23
2020	1,22	0,76	0,38
2021	1,44	0,74	0,18

**Διάγραμμα 5.5-Αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας**



### 5.3.4 Δείκτες διάρθρωσης κεφαλαίων

Μία ακόμα σημαντική κατηγορία αριθμοδεικτών είναι αυτή της κεφαλαιακής διάρθρωσης καθώς παρέχει πληροφορίες σχετικά με το ποσοστό των ξένων και των ιδίων κεφαλαίων που έχει μία εταιρεία. Στην συγκεκριμένη κατηγορία ανήκουν δύο σημαντικοί αριθμοδείκτες που έχουν υπολογιστεί για την εταιρεία TITAN. Ο πρώτος είναι αυτός της κάλυψης παγίων και ο δεύτερος είναι ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης.

Ο δείκτης κάλυψης παγίων δίνεται από τον τύπο

$$\text{Αριθμ. Κάλυψης Παγίων} = \text{Ίδια κεφάλαια} / \text{Πάγιο ενεργητικό}$$

Αντιθέτως, ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης δίνεται από τον ακόλουθο τύπο

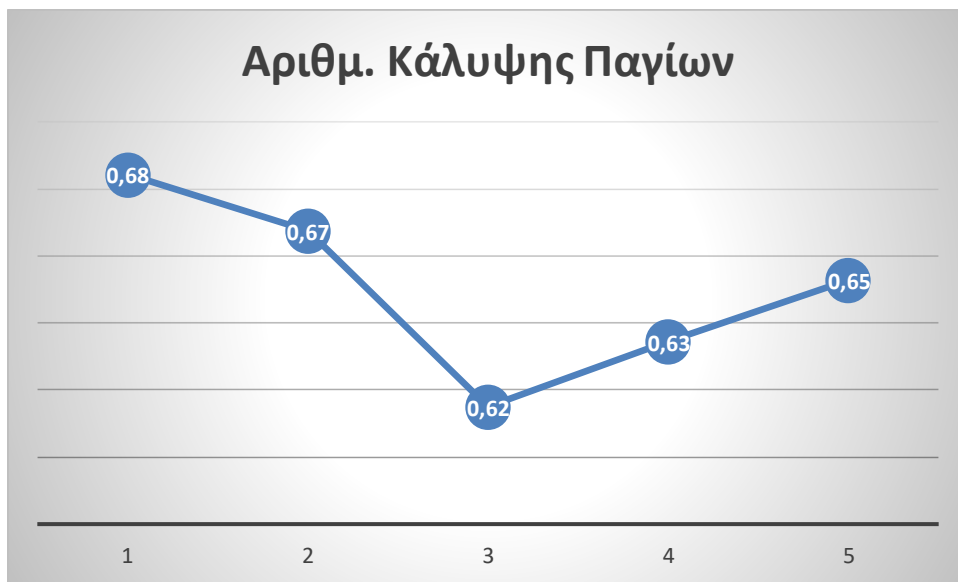
$$\text{Αριθμ. Δανειακής επιβάρυνσης} = \text{ξένα κεφάλαια} / \text{ίδια κεφάλαια}$$

Από τον πίνακα 5.9 που ακολουθεί προκύπτει ότι η τιμή του δείκτη κάλυψης παγίων κατέγραψε την υψηλότερη τιμή το έτος 2017 ενώ ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης σημείωσε την υψηλότερη τιμή το έτος 2020 στοιχείο που οφείλεται στο μεγάλο ποσοστό των ξένων κεφαλαίων.

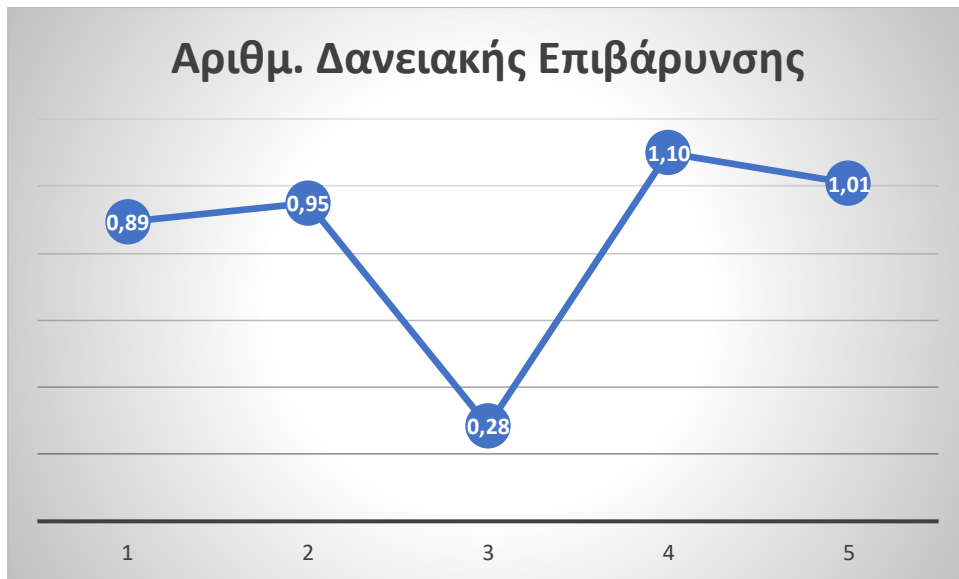
### Πίνακας 5.9-Αριθμοδείκτες διάρθρωσης κεφαλαίων

Έτη	Αριθμ. Κάλυψης Παγίων	Αριθμ. Δανειακής Επιβάρυνσης
2017	0,68	0,89
2018	0,67	0,95
2019	0,62	1,03
2020	0,63	1,10
2021	0,65	1,00

**Διάγραμμα 5.6-Αριθμοδείκτης κάλυψης παγίων**



**Διάγραμμα 5.7-Αριθμοδείκτης δανειακής επιβάρυνσης**



## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6-ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ ΤΙΤΑΝ ΜΕ ΤΗ ΜΕΘΟΔΟ ΤΩΝ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΜΕΝΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ**

### **6.1 Κόστος ιδίων κεφαλαίων**

Το κόστος των ιδίων κεφαλαίων είναι η απόδοση που απαιτεί μια εταιρεία για μια επένδυση ή έργο ή η απόδοση που απαιτεί ένα άτομο για μια επένδυση σε ίδια κεφάλαια. Η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων υπολογίζεται από το μοντέλο αποτίμησης των κεφαλαιακών στοιχείων και συγκεκριμένα δίνεται από τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Cost Equity} = R_f + \text{beta} * \text{Risk Premium}$$

Θα πρέπει να σημειωθούν τα ακόλουθα:

- $R_f$ , είναι το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο όπου συνήθως είναι η απόδοση ενός ομολόγου
- Beta, είναι ο συντελεστής κινδύνου της εταιρείας
- Risk Premium, είναι το ασφάλιστρο κινδύνου της αγοράς

Για τον υπολογισμό της απόδοσης του επιτοκίου χωρίς κίνδυνο χρησιμοποιήθηκε το 10ετές ομόλογο ελληνικού δημοσίου. Συγκεκριμένα, χρησιμοποιήθηκαν οι αποδόσεις για το τελευταίο εξάμηνο, τα στοιχεία των οποίων αντλήθηκαν από την σελίδα της Τράπεζας της Ελλάδος<sup>1</sup> και όπως φαίνεται και από τον πίνακα που ακολουθεί προέκυψε ότι η μέση απόδοση του επιτοκίου χωρίς κίνδυνο είναι 3,94%.

**Πίνακας 6.1-Μέση απόδοση 10ετούς Ομολόγου**

Οκτώβριος 2022	4,87%
Σεπτέμβριος 2022	4,44%
Αύγουστος 2022	3,46%
Ιούλιος 2022	3,38%
Ιούνιος 2022	3,93%
Μάιος 2022	3,54%
<b>Μέσος όρος</b>	<b>3,94%</b>

Στη συνέχεια, χρειάστηκε να βρούμε τον συντελεστή βήτα της εταιρείας. Αναλυτικότερα, ο συντελεστής βήτα στην αγορά μετοχών είναι ένας δείκτης που χρησιμοποιείται από τους επενδυτές για την αξιολόγηση του κινδύνου που συνδέεται με μια συγκεκριμένη μετοχή. Είναι ένας πολύ καλός τρόπος για τους επενδυτές να μετρήσουν τη μεταβλητότητα μιας μετοχής και να διασφαλίσουν ότι προσαρμόζουν τις θέσεις τους ή αγοράζουν/πωλούν τη μετοχή. Ο συντελεστής βήτα λειτουργεί αξιολογώντας τον κίνδυνο της μετοχής σε σχέση με το συνολικό χρηματιστήριο. Για παράδειγμα, ο συντελεστής στο χρηματιστήριο ορίζει τον κίνδυνο μιας μετοχής σχετικά με χρηματιστηριακούς δείκτες.

<sup>1</sup><https://www.bankofgreece.gr/statistika/xrhmatopistwtikes-agores/titloi-ellhnikoy-dhmosioy>

Εάν οι δείκτες αυξάνονται, αλλά η τιμή της μετοχής πέφτει, ένας επενδυτής μπορεί να εκτιμήσει αυτόν τον κίνδυνο μέσω του βήτα. Οι μεμονωμένες μετοχές κατατάσσονται πάνω ή κάτω από τη μονάδα με βάση το πόσο αποκλίνουν από τη συνολική απόδοση της αγοράς ή τους δείκτες. Εάν η κατάταξη που δίνεται σε μια συγκεκριμένη μετοχή είναι πάνω από το 1, σημαίνει ότι η μετοχή κινείται περισσότερο από την αγορά και ονομάζεται επιθετική μετοχή. Ωστόσο, εάν η κατάταξη είναι κάτω από τη μονάδα, σημαίνει ότι η μετοχή κινείται πιο αργά από τη συνολική αγορά και ονομάζεται αμυντική μετοχή. Από τα δημοσιευμένα στοιχεία προκύπτει ότι το βήτα της εταιρείας είναι 0,97.<sup>2</sup>

Στη συνέχεια χρειάστηκε να υπολογίσουμε το ασφάλιστρο κινδύνου της αγοράς, όπου για να το βρούμε βασιστήκαμε στα επίσημα δημοσιευμένα στοιχεία. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι το ασφάλιστρο είναι 10,77%. Το ασφάλιστρο κινδύνου δείχνει την αποζημίωση που λαμβάνουν οι επενδυτές για τον κίνδυνο που ενέχει η επένδυση.<sup>3</sup>

Επομένως, κάνοντας αντικατάσταση, έχουμε τα ακόλουθα:

$$\text{Cost of Equity} = 3,94\% + 0,97 * 10,77\% = 14,38\%$$

## 6.2 Κόστος δανειακών κεφαλαίων

Το επόμενο κόστος το οποίο θα πρέπει να υπολογίσουμε για τον Όμιλο TITAN είναι το κόστος των δανειακών κεφαλαίων. Το κόστος δηλαδή με το οποίο δανείζεται η επιχείρηση. Ο τύπος ο οποίος θα χρησιμοποιήσουμε για τον σκοπό αυτόν είναι ο ακόλουθος:

$$\text{Cost of Debt} = \frac{\text{Χρηματοοικονομικά Έξοδα}}{\text{Σύνολο Δανειακών Υποχρεώσεων}}$$

Από τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις του Ομίλου προκύπτει ο παρακάτω πίνακας. Θα πρέπει να σημειώσουμε ότι το οι δανειακές υποχρεώσεις έχουν προκύψει ως το άθροισμα των μακροπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων δανειακών κεφαλαίων. Τόσο τα χρηματοοικονομικά έξοδα όσο και οι δανειακές υποχρεώσεις είναι

---

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

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



εκφρασμένες σε χιλιάδες ευρώ. Συνεπώς, προκύπτει ότι το μέσο κόστος δανεισμού είναι 4,10%.

**Πίνακας 6.2-Κόστος δανειακών κεφαλαίων**

Έτη	Χρημ/κά Έξοδα	Δανειακές υποχρεώσεις	Cost of debt
2017	64.134	1.225.795	5,23%
2018	63.817	1.398.640	4,56%
2019	59.643	1.453.628	4,10%
2020	53.197	1.400.840	3,80%
2021	37.835	1.341.755	2,82%
			<b>Μέσος όρος 4,10%</b>

### 6.3 Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC)

Έχοντας υπολογίσει το κόστος των ιδίων κεφαλαίων και το κόστος δανεισμού, στη συνέχεια υπολογίζουμε το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου από τον παρακάτω τύπο:

$$WACC = \text{Cost of Equity} * \frac{\text{Equity}}{\text{Debt} + \text{Equity}} + \text{Cost of Debt} * (1 - t) * \frac{\text{Debt}}{\text{Debt} + \text{Equity}}$$

**Πίνακας 6.3-Ποσοστό ξένων και ιδίων κεφαλαίων**

Έτη	Debt	Equity	Debt+Equity	D/D+E	E/E+D
2017	1.225.795	1.369.672	2.595.467	0,47	0,528
2018	1.398.640	1.471.290	2.869.930	0,49	0,513
2019	1.453.628	1.409.791	2.863.419	0,51	0,492
2020	1.400.840	1.275.356	2.676.196	0,52	0,477
2021	1.341.755	1.336.886	2.678.641	0,50	0,499
<b>Μέσος όρος</b>				<b>50%</b>	<b>50%</b>

Από τον παραπάνω πίνακα προκύπτει ότι το ποσοστό των ξένων κεφαλαίων είναι 50% και το ποσοστό των ιδίων κεφαλαίων είναι 50%. Επίσης, ξέρουμε ότι ο

φορολογικός συντελεστής είναι ίσος με 22%.

Επομένως το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC) είναι ίσο με

$$WACC = \text{Cost of Equity} * \frac{\text{Equity}}{\text{Debt} + \text{Equity}} + \text{Cost of Debt} * (1 - t) * \frac{\text{Debt}}{\text{Debt} + \text{Equity}}$$

$$WACC = 8,81\%$$

#### 6.4 Ελεύθερες ταμειακές ροές για τον Όμιλο TITAN

Για να υπολογίσουμε τις ελεύθερες ταμειακές ροές (FCFF) του Ομίλου για τα έτη 2021– 2025 και στο διηνεκές θα βασιστούμε στον παρακάτω τύπο:

$$FCFF = EBIT * (1 - t) + \text{Αποσβέσεις} - \text{Μεταβολή στο Κεφάλαιο Κίνησης} - \text{Επενδύσεις σε Πάγιο Κεφάλαιο}$$

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να σημειωθεί ότι ο συντελεστής φορολογίας υποθέτουμε ότι είναι 22%. Επίσης, για την περίοδο 2022-2026 που θα κάνουμε την πρόβλεψη για τις ελεύθερες ταμειακές ροές θα υποθέσουμε ότι 2022 η εταιρεία θα έχει ρυθμό ανάπτυξης 3% ενώ από το 2023 ο ρυθμός ανάπτυξης θα είναι ίσος με 2% μέχρι και το 2025. Ο ρυθμός ανάπτυξης του ΑΕΠ για το 2022 αναμένεται να είναι 5% αλλά στις προβλέψεις θα χρησιμοποιήσουμε μία πιο συντηρητική προσέγγιση και θα χρησιμοποιήσουμε σαν ρυθμό ανάπτυξης το 3% και για την περίοδο 2026 ο ρυθμός ανάπτυξης θα μειωθεί στο 1,50%. Στον πίνακα που ακολουθεί φαίνονται οι ελεύθερες ταμειακές ροές όπως έχουν υπολογιστεί με την χρήση του excel.

Πίνακας 6.4-Ελεύθερες ταμειακές ροές

Έτη	EBIT	EBIT*(1-ΦΣ)	Αποσβέσεις	Μεταβολή Κεφαλαίου Κίνησης	Κεφαλαιουχικές Δαπάνες	FCFF
2020	100.019	64.119	186.181	5.474	76.787	168.039
2021	138.719	108.201	141.347	2.407	85.982	161.159
<b>Ρυθμός ανάπτυξης</b>						
2022			3%			165.994
2023			2%			169.313

2024	2%	172.700
2025	2%	176.154
2026	1,50%	178.796

## 6.5 Υπολειμματική αξία του Ομίλου TITAN

Η υπολειμματική αξία ισούται με την παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών για το έτος από το 2026 και μετά. Υποθέτουμε ότι ο ρυθμός ανάπτυξης για το έτος 2026 και μετά θα είναι 1,50% και έτσι η υπολειμματική αξία θα υπολογιστεί από τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Υπολειμματική αξία} = \frac{\text{FCFF}_{n-1} * (1 + g)}{\text{WACC} - g}$$

Το  $\text{FCFF}_{n-1}$  είναι η FCFF του 2025

### Πίνακας 6.5-Υπολειμματική αξία

FCFF <sub>n-1</sub>	178.796
WACC	8,81%
G	1,50%
Υπολειμματική αξία	2.482.598,72

## 6.6 Προσδιορισμός αξίας του Ομίλου TITAN

Για να μπορέσουμε να αποτιμήσουμε την αξία του Ομίλου TITAN με βάση το μοντέλο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών και την υπολειμματική αξία, θα πρέπει αρχικά να υπολογίσουμε τις προεξοφλημένες ταμειακές ροές χρησιμοποιώντας το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου δηλαδή το WACC. Η υπολειμματική αξία θα προστεθεί στην αξία του έτους 2026. Το άθροισμα τόσο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών όσο και της προεξοφλημένης υπολειμματικής αξίας θα δώσουν την τελική αξία του Ομίλου TITAN με βάση τον τύπο:

### Παρούσα αξία της εταιρείας

$$= \sum_{n=1}^5 \left( \frac{FCFF_n}{(1+WACC)^n} \right) + \text{Υπολειμματική Αξία} * \frac{1}{(1+WACC)^5}$$

**Πίνακας 6.6-Αξία Ομίλου TITAN**

Έτη	Ρυθμός Ανάπτυξης	FCFF	Συντελεστής Προεξόφλησης	ΥΑ	Παρούσα Αξία
2022	3%	165.993,58	0,92		152.553,61
2023	2%	169.313,46	0,84		143.005,87
2024	2%	172.699,73	0,78		134.055,68
2025	2%	176.153,72	0,71		125.665,65
2026	1,5%	178.796,03	0,66	2.482.598,72	1.744.878,71
Τελική αξία					<b>2.300.159,5</b>

Ωστόσο, στη συνέχεια αφαιρούμε τον δανεισμό του 2021 και προσθέτουμε τα ταμειακά διαθέσιμα του 2021 και προκύπτει η τελική καθαρή αξία του Ομίλου TITAN ότι είναι 1.985.007.000 ευρώ. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι όλοι οι λογαριασμοί που έχουν αντληθεί από τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις του Ομίλου TITAN είναι εκφρασμένοι σε χιλιάδες.

### 6.7 Τελική αξία Ομίλου TITAN

Τελική αξία	3.246.880
(-) Δανεισμός 2021	(793.085)
+ Ταμειακά διαθέσιμα	79.882
Σύνολο αξίας	1.586.957 (σε χιλιάδες ευρώ)

Δεδομένου ότι η τελική καθαρή αξία του Ομίλου TITAN είναι **1.586.957.000** ευρώ και ο αριθμός των μετοχών είναι 78.325.475 μετοχές<sup>4</sup>, αυτό σημαίνει ότι η δίκαιη τιμή θα πρέπει να είναι:

$$\text{Δίκαιη τιμή μετοχής} = 1.586.957 / 78.325.475 = 20,26 \text{ ευρώ} / \text{μετοχή}$$

<sup>4</sup><https://www.euro2day.gr/QuotesDetail.aspx?q=888>

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7-ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ**

### **7.1 Συμπεράσματα**

Στο πλαίσιο αυτής της εργασίας, προσδιορίστηκε η ουσία και ο τρόπος αποτίμησης των επιχειρήσεων με χρήση μεθόδων που βασίζονται σε περιουσιακά στοιχεία, που αποτελούν τη βασική και ιστορικά πρώτη προσέγγιση της νομισματικής αποτίμησης των επιχειρήσεων. Στο πλαίσιο της ανάλυσης που διεξήχθη, σε ό,τι αφορά τη νέα προσέγγιση, παρουσιάστηκαν οι λόγοι της σύγχρονης κρίσης εμπιστοσύνης στη διαδικασία αποτίμησης των επιχειρήσεων, συμπεριλαμβανομένων προβλημάτων και κινδύνων που προκύπτουν σε μεθόδους που βασίζονται σε περιουσιακά στοιχεία, οι οποίες, σύμφωνα με τη σχετική βιβλιογραφία, αποτελούν τα παλαιότερα και πιο αντικειμενικά θεμέλια για την αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων μιας εταιρείας.

Στις μέρες μας, τα άυλα περιουσιακά στοιχεία και οι τρόποι χρήσης τους είναι πιο σημαντικά από την κατηγορία των λεγόμενων υλικών ουσιών, που καθορίζουν τις ικανότητες της εταιρείας να πολλαπλασιάσει το επενδυμένο κεφάλαιο συμπεριλαμβανομένου, μεταξύ άλλων, του ανθρώπινου δυναμικού, της επωνυμίας, της τεχνογνωσίας, και τα λοιπά. Όταν αναφερόμαστε στην αποτίμηση μιας εταιρείας, πρέπει να κατανοήσουμε την ίδια τη λέξη αποτίμηση ως πρωταρχικό βήμα. Μια αποτίμηση μπορεί να οριστεί ως μια διαδικασία προσδιορισμού της αξίας ενός περιουσιακού στοιχείου (εταιρείας) ή της εύλογης αγοραίας αξίας του. Από την

βιβλιογραφική ανασκόπηση που πραγματοποιήθηκε διαπιστώθηκε ότι υπάρχουν κυρίως τρεις διαφορετικοί τρόποι αξιολόγησης της αξίας μιας επιχείρησης. Ειδικότερα, υπάρχουν προσεγγίσεις βασισμένες στα περιουσιακά στοιχεία, προσεγγίσεις βάσει εισοδήματος και προσεγγίσεις αγοραίας αξίας (Ward, 2021).

Η αξιολόγηση της αποτίμησης είναι απαραίτητη για πολλά ενδιαφερόμενα μέρη, όπως οι ίδιοι οι ιδιοκτήτες, οι πιθανοί αγοραστές, οι επενδυτές και οι μέτοχοι. Η αποτίμηση τους επιτρέπει να κατανοήσουν τη βασική αξία της επιχείρησης, το ποια είναι τα στοιχεία που επηρεάζουν το κέρδος και ποια περιοχή πρέπει να βελτιωθεί, προβλέποντας τις προσδοκίες για το μελλοντικό εισόδημα ή ζημιά (McCabe, 2018). Το αποτέλεσμα της αποτίμησης των επιχειρήσεων μπορεί επίσης να βοηθήσει τους επενδυτές να αποφασίσουν έξυπνα το επενδυτικό τους χαρτοφυλάκιο καθώς και να τους παρέχει ένα περιθώριο ασφάλειας για τις μακροπρόθεσμες επενδύσεις τους (KenFaulkenberry, 2014).

Η διαδικασία αποτίμησης της εταιρείας, η ιδιαιτερότητα και η ουσία της θέτουν πολλά προβλήματα και αντιπαραθέσεις. Αυτό συνδέεται με την ουσία της νομισματικής αποτίμησης, η οποία είναι ένα υποκειμενικό μέτρο. Στην εργασία αυτή συζητήθηκαν διάφορες προϋποθέσεις, διαδικασίες και μέθοδοι για την αποτίμηση των επιχειρήσεων. Η μελέτη αποτελεί μέρος της συζήτησης που αφορά το μέλλον και την ανάπτυξη επακόλουθων λύσεων που στοχεύουν στον καθορισμό, το μέτρο του δυνατού και των πιο αντικειμενικών προτύπων αποτίμησης των επιχειρήσεων που εφαρμόζονται στην πρακτική της οικονομικής ζωής.

Συνοψίζοντας, μπορεί να συναχθεί το συμπέρασμα ότι το κατάλληλο μοντέλο για την αποτίμηση της οικονομικής οντότητας δεν πρέπει μόνο να ενημερώνει για τη συνολική αξία, αλλά και να υποδεικνύει τη δομή των πηγών δημιουργίας της. Επομένως, οι μέθοδοι αποτίμησης των επιχειρήσεων θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψη όσο το δυνατόν περισσότερα στοιχεία της εταιρείας που επηρεάζουν την αξία της. Σήμερα, η διαδικασία αποτίμησης κινείται ήδη προς αυτήν την κατεύθυνση, το παράδειγμα της οποίας είναι η ταυτόχρονη χρήση, συχνότερα, μεθόδων που βασίζονται σε περιουσιακά στοιχεία, βάσει εισοδήματος και συγκρίσιμων εταιρικών μεθόδων για τον προσδιορισμό της τελικής αξίας της εταιρείας.

Η χρήση των προεξοφλημένων ταμειακών ροών κατά τη διάρκεια της εφαρμοζόμενης διαδικασίας παρέχει την ευκαιρία να ληφθούν ορθολογικές αποφάσεις ως προς την τελική αξία της επιχείρησης. Στη μελέτη, χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών για την αποτίμηση του Ομίλου ΤΙΤΑΝ και η μέθοδος των αριθμοδεικτών για την χρηματοοικονομική ανάλυση. Από τα αποτελέσματα προέκυψε ότι ο Όμιλος αποτελεί μία σταθερή επένδυση γεγονός που οφείλεται στην σταθερή της πορεία, στην καταγραφή των κερδών και στην καλή αποδοτικότητα και ρευστότητα που έχει αλλά και στην ηγετική θέση που κατέχει στον κλάδο.

## Βιβλιογραφία

- Ξένη βιβλιογραφία

Agarwal, P., R. Borgman, J. M. Clark, & R. Strong, (2010). Using the Price-to-Earnings Harmonic Mean to Improve Firm Valuation Estimates. *Journal of Financial Education*, 36 (3–4), 98–110.

Alford, A. W. (1992). The Effect of the Set of Comparable Firms on the Accuracy of the Price-earnings Valuation Method. *Journal of Accounting Research*, 30 (1), 94–108.

Asquith, P., M. B. Mikhail, & A. S. Au. (2005). Information Content of Equity Analyst Reports. *Journal of Financial Economics* 75(2), 245–82.

Baker, M., & R. S. Ruback (1999). Estimating Industry Multiples. Working Paper. Harvard University. Beatty, Randolph P., Susan M. Riffe, and Rex Thompson. 1999. The Method of Comparables and Tax Court Valuations of Private Firms: An Empirical Investigation. *Accounting Horizons*, 13(3), 177–99.

Cheng, A. C. S., & R. McNamara (2000). The Valuation of Accuracy of the Price-Earnings and Price-Book Benchmark Valuation Methods. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 15(4), 349–70.

Chullen, A., H. Kaltenbrunner, & B. Schwetzler (2015). Does Consistency Improve Accuracy in Multiple-based Valuation? *Journal of Business Economics*, 85(6), 635–62.

Damodaran, A. (2010). *Applied Corporate Finance*, 3rd edition. WILEY

Damodaran, A. (2011). *The lithe book of valuation, How to value a Company, pick a stock and a profit*. John Wiley & Sons, Inc Dagilien, Kovaliov, Macerinskas & Simanavicien, 2006

Demirakos, Efthimios G., N. C. Strong, & Ma. Walker (2004). What Valuation Models Do Analysts Use? *Accounting Horizons*, 18(4), 221–40.

Elton J.E Gruber J.M, Brown J.S & Goetzmann N.W (2010). *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis* Fisher and Stanley, 1981, Relative shocks, Relative Price Variability and Inflation, Brookings Papers on Economic Activity.

Harder, J. (2020). *Coronavirus Effects on Global Cement Demand*. Global Cement Magazine, June.

Holthausen, R. W., & M. E. Zmijewski (2012). Valuation with Market Multiples: How to Avoid Pitfalls When Identifying and Using Comparable Companies. *Journal of Applied Corporate Finance*, 24(3), 26–38.

Imam, S., R. Barker, & C. Clubb (2008). The Use of Valuation Models by UK Investment Analysts. *European Accounting Review*, 17(3), 503–35.

Koller, T., M. Goedhart, & D. Wessels (2015). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 6th ed. Hoboken: McKinsey & Company.

Lie, E, & Heidi J. Lie. (2002). Multiples Used to Estimate Corporate Value. *Financial Analysts Journal*, 58(2), 44–56.

Liu, J., D. Nissim, & Jacob T. (2007). Is Cash Flow King in Valuations? *Financial Analysts Journal*, 63(2), 56–68.

Liu, J., D. Nissim, & Jacob T. (2002). Equity Valuation Using Multiples. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 135–72.



Mayer, C. (1986). Corporate Tax, Finance and the Cost of Capital. *The review of Economic Studies*, 93-94.

Mukhlynina, L, & K. G. Nyborg. (2016). *The Choice of Valuation Techniques in Practice: Education versus Profession*. Working Paper. University of Zurich.

Palepu, K., Healey, P., & Bernard, V. (2004). *Business analysis and Evaluation-Using Financial Statements*, 3rd edition. Southwestern Publishing Penman, S. (2001). *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. New York: McGraw-Hill International Edition.

Pratt, S. P., R. F. Reilly, & R. P. Schweihs, (2000). *Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*, 4th ed. New York et al: McGraw-Hill.

Roger, P. (2020). *Impact of COVID-19 on Global Cement Markets*. International Cement Review.

Schwetzler, B. (2003). Probleme der Multiple-Bewertung. *FinanzBetrieb*, 5, 79–90.

Soffer, Leonard C., & Robin J. Soffer. (2003). *Financial Statement Analysis: A Valuation Approach*. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall

Vicat, (2020). **2020 Q1 Sales**. Presentation by chief financial officer and investor relations officer.

- **Ελληνική βιβλιογραφία**

Λαζαρίδης Γ. Θ. (2005). *Αποτίμηση επιχειρήσεων-Θεωρία-Μεθοδολογία Πρακτική*, Αφοί Κυριακίδη ΑΕ

Λαζαρίδης Γ., & Παπαδόπουλος, Δ. (2005). *Χρηματοοικονομική Διοίκηση- Βασικές έννοιες Χρηματοοικονομικής, Χρηματοοικονομικός σχεδιασμός και διοίκηση Κεφαλαίου Κίνησης*. Θεσσαλονίκη, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας

- **Διαδίκτυο**

TITAN, (2021). *Οικονομικές καταστάσεις*. Available at: [https://ir.titan-cement.com/Uploads/apologismoi/2021/TITAN\\_Cement\\_Group\\_IAR\\_2021\\_Summary\\_GR.pdf](https://ir.titan-cement.com/Uploads/apologismoi/2021/TITAN_Cement_Group_IAR_2021_Summary_GR.pdf) (Ανακτήθηκε 10/08/2022)

TITAN, (2020). *Οικονομικές καταστάσεις*. Available at: [https://ir.titan-cement.com/Uploads/apologismoi/2020/TITAN\\_Cement\\_Group\\_IAR\\_2020\\_Summary\\_GR.pdf](https://ir.titan-cement.com/Uploads/apologismoi/2020/TITAN_Cement_Group_IAR_2020_Summary_GR.pdf) (Ανακτήθηκε 10/08/2022)

TITAN, (2019). *Οικονομικές καταστάσεις*. Available at: [https://ir.titan-cement.com/Uploads/apologismoi/2019/SUMMARY\\_IAR\\_2019\\_GR.pdf](https://ir.titan-cement.com/Uploads/apologismoi/2019/SUMMARY_IAR_2019_GR.pdf) (Ανακτήθηκε 10/08/2022)

TITAN, (2018). *Οικονομικές καταστάσεις*. Available at: [https://ir.titan-cement.com/Uploads/apologismoi/2018/SUMMARY\\_Titan\\_Integrated\\_AR\\_2018\\_GR.pdf](https://ir.titan-cement.com/Uploads/apologismoi/2018/SUMMARY_Titan_Integrated_AR_2018_GR.pdf) (Ανακτήθηκε 10/08/2022)

## Παράρτημα

		Δελτίο Τύπου	
		Ρυθμιζόμενη Πληροφόρηση	
		17 Μαρτίου 2022	
<b>Ενοποιημένη Κατάσταση Αποτελεσμάτων</b>			
(ποσά σε χιλιάδες €)		Για το έτος που έληξε την 31/12	
		2021	2020*
Κύκλος εργασιών		1.714.623	1.607.033
Κόστος πωλήσεων		-1.406.516	-1.297.763
<b>Μικτά κέρδη</b>		<b>308.107</b>	<b>309.270</b>
Άλλα έσοδα εκμετάλλευσης		10.728	7.552
Έσοδα διοικητικής λειτουργίας		-153.948	-143.046
Έσοδα λειτουργίας διάθεσης		-26.391	-24.278
Καθαρές ζημιές απομείωσης χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων		-1.722	-1.985
Άλλα έσοδα εκμετάλλευσης		-831	-1.485
<b>Λειτουργικά κέρδη προ ζημιών απομείωσης υπεραξίας</b>		<b>135.943</b>	<b>146.028</b>
Ζημιές απομείωσης υπεραξίας		-	-46.614
<b>Λειτουργικά κέρδη</b>		<b>135.943</b>	<b>99.414</b>
Άλλα έσοδα		-	100
Έσοδα χρηματοοικονομικής λειτουργίας		4.255	636
Έξοδα χρηματοοικονομικής λειτουργίας		-37.833	-53.197
Ζημιές από συναλλαγματικές διαφορές		-73	-13.216
Συμμετοχή στα κέρδη συγγενών εταιριών και κοινοπραξιών		3.291	3.200
<b>Κέρδη προ φόρων</b>		<b>105.583</b>	<b>36.937</b>
Φόρος εισοδήματος		-16.379	-35.777
<b>Κέρδη μετά από φόρους</b>		<b>89.204</b>	<b>1.160</b>
<b>Τα καθαρά κέρδη ανήλθαν σε :</b>			
Μετόχους της Εταιρίας		89.572	1.126
Μη ελέγχουτες συμμαχοί		-368	34
		<b>89.204</b>	<b>1.160</b>
<b>Κέρδη μετά από φόρους ανά μετοχή - βασικά (σε €)</b>		<b>1,1976</b>	<b>0,0146</b>
<b>Κέρδη μετά από φόρους ανά μετοχή - προσαρμοσμένα (σε €)</b>		<b>1,1929</b>	<b>0,0145</b>
<b>Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων, αποσβέσεων και απομειώσεων (ΕΒΙΤΔΑ)</b>			
(ποσά σε χιλιάδες €)		Για το έτος που έληξε την 31/12	
		2021	2020*
Λειτουργικά κέρδη προ ζημιών απομείωσης υπεραξίας		135.943	146.028
Αποσβέσεις ενσώματων και ασώματων ακινητοποιήσεων		136.478	138.575
Απομειώσεις ενσώματων και ασώματων ακινητοποιήσεων		-	992
<b>Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων, αποσβέσεων και απομειώσεων (ΕΒΙΤΔΑ)</b>		<b>272.421</b>	<b>285.595</b>

**Συνοπτική Ενοποιημένη Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης**

(ποσά σε εκατομμύρια €)	31/12/2021	31/12/2020*
<b>Ενεργητικό</b>		
Ενδύματα, ανεκμεταλλεύσιμα και επενδυτικά ακίνητα	1.555.730	1.540.963
Ακίνητες ανεκμεταλλεύσιμες και υπαρξίμα	363.430	352.292
Συμμετοχές σε συγγενείς εταιρίες και κοινοπραξίες	88.753	85.610
Αυτά μη κυκλοφορούντα παρούσα ανά στοιχεία	27.229	19.248
Αντιβλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	8.867	12.664
<b>Σύνολο μη κυκλοφορούντων παρούσα ανά στοιχεία</b>	<b>2.044.009</b>	<b>2.010.777</b>
Αποθέματα	306.118	248.586
Απαιτήσεις, προμήθειες και λοιπά κυκλοφορούντα παρούσα ανά στοιχεία	249.253	210.595
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	79.882	206.438
<b>Σύνολο κυκλοφορούντων παρούσα ανά στοιχεία</b>	<b>635.253</b>	<b>665.619</b>
<b>Σύνολο Ενεργητικού</b>	<b>2.679.262</b>	<b>2.676.396</b>
<b>Μη Καφάλαια και Υποχρεώσεις</b>		
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και αποθεματικών που αναλογούν σε μέλη της μητρικής εταιρίας	1.310.280	1.251.862
Μη ελέγχουτες συμμετοχές	15.260	23.994
<b>Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων (α)</b>	<b>1.325.540</b>	<b>1.275.856</b>
Μικροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις και υποχρεώσεις μισθώσεων	687.465	666.993
Αντιβλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	113.463	102.078
Υποχρεώσεις συνταξιοδοτικών παροχών	22.683	22.824
Προβλέςτες	56.001	49.530
Λοιπές μικροπρόθεσμες υποχρεώσεις	21.796	14.146
<b>Σύνολο μικροπρόθεσμων υποχρεώσεων</b>	<b>900.786</b>	<b>855.591</b>
Μεσοπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις και υποχρεώσεις μισθώσεων	104.983	223.850
Προμηθευτικές, υποχρεώσεις από φόρο εισοδήματος και λοιπές υποχρεώσεις	326.642	308.709
Προβλέςτες	12.311	12.690
<b>Σύνολο μεσοπρόθεσμων υποχρεώσεων</b>	<b>443.936</b>	<b>545.249</b>
<b>Σύνολο υποχρεώσεων (β)</b>	<b>1.344.722</b>	<b>1.400.840</b>
<b>Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων και Υποχρεώσεων (α+β)</b>	<b>2.670.262</b>	<b>2.676.396</b>

\* Αναπροσαρμογές λόγω εφαρμογής απόφασης της Επιτροπής Διαγνώσεων του ΔΤΠΚ με το ΔΛΠ 39 - Κεφάλαια Παράθυρο στα Αξ. Υποχρεώσεις των εργαζομένων (MBO) 2022

## Ενοποιημένη Κατάσταση Αποτελεσμάτων

(ποσό σε χιλιάδες €)	Για το έτος που έληξε την 31/12	
	2020	2019
Κόστος εργασιών	1.607.033	1.609.778
Κόστος πωλήσεων	-1.297.550	-1.315.866
<b>Μικτά κέρδη</b>	<b>309.483</b>	<b>293.912</b>
Άλλα έσοδα εκμετάλλευσης	7.552	9.682
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	-142.660	-145.188
Έξοδα λειτουργίας διάθεσης	-34.341	-35.389
Καθαρές ζημιές απομειωμένης χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων	-1.985	-1.667
Άλλα έσοδα εκμετάλλευσης	-1.485	-4.282
<b>Λειτουργικά κέρδη προ ζημιών απομειωμένης υπεραξίας</b>	<b>146.664</b>	<b>127.168</b>
Ζημιές απομειωμένης υπεραξίας	-46.614	-
<b>Λειτουργικά κέρδη</b>	<b>100.050</b>	<b>127.168</b>
Λοιπά έσοδα	100	14
Καθαρά έξοδα χρηματοοικονομικής λειτουργίας	-52.683	-63.590
Ζημιές από συναλλάγματικές διαφορές	-13.216	-592
Υγμετοχή στα κέρδη συγγενών εταιριών και κοινοπραξιών	3.200	1.366
<b>Κέρδη προ φόρων</b>	<b>37.451</b>	<b>64.366</b>
Φόρος εισοδήματος	-35.899	-11.211
<b>Κέρδη μετά από φόρους</b>	<b>1.552</b>	<b>53.155</b>
<b>Τα καθαρά κέρδη αναλογούν σε :</b>		
Μετόχους της Εταιρίας	1.518	50.905
Μη ελέγχουσες συμμετοχές	34	2.250
	<b>1.552</b>	<b>53.155</b>
<b>Κέρδη μετά από φόρους ανά μετοχή - βασικά (σε €)</b>	<b>0,0197</b>	<b>0,6452</b>
<b>Κέρδη μετά από φόρους ανά μετοχή - προσαρμοσμένα (σε €)</b>	<b>0,0196</b>	<b>0,6385</b>

## Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων, αποσβέσεων και απομειώσεων (ΕΒΙΤΔΑ)

(ποσό σε χιλιάδες €)	Για το έτος που έληξε την 31/12	
	2020	2019
Λειτουργικά κέρδη προ ζημιών απομειωμένης υπεραξίας	146.664	127.168
Αποσβέσεις ενσώματων και ασώματων ακινήτων/ούσεων	138.575	137.718
Απομειώσεις ενσώματων και ασώματων ακινήτων/ούσεων	992	2.347
<b>Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων, αποσβέσεων και απομειώσεων (ΕΒΙΤΔΑ)</b>	<b>286.231</b>	<b>267.133</b>

## Συνοπτική Ενοποιημένη Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης

(ποσά σε χιλιάδες €)	31/12/2020	31/12/2019
<b>Ενεργητικό</b>		
Ενσώματες ακινητοποιήσεις και επενδυτικά ακίνητα	1.540.963	1.706.353
Ασώματες ακινητοποιήσεις και υπεραξία	352.292	429.693
Συμμετοχές σε συγγενείς εταιρίες και κοινοπραξίες	85.610	113.858
Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	19.248	28.373
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	15.201	13.939
<b>Σύνολο μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων</b>	<b>2.013.314</b>	<b>2.292.216</b>
Αποθέματα	248.586	283.519
Απαιτήσεις, προπληρωμές και λοιπά κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	210.595	197.296
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	206.438	90.388
<b>Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων</b>	<b>665.619</b>	<b>571.203</b>
<b>Σύνολο Ενεργητικού</b>	<b>2.678.933</b>	<b>2.863.419</b>
<b>Ίδια Κεφάλαια και Υποχρεώσεις</b>		
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και αποθεματικών που αναλογούν σε μετόχους της μητρικής Εταιρίας	1.242.693	1.375.165
Μη ελέγχουσες συμμετοχές	23.990	34.626
<b>Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων (α)</b>	<b>1.266.683</b>	<b>1.409.791</b>
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις και υποχρεώσεις μισθώσεων	666.993	822.820
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	102.078	96.319
Υποχρεώσεις συνταξιοδοτικών παροχών	34.234	35.268
Προβλέψεις	49.550	39.456
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	14.146	58.277
<b>Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων</b>	<b>867.001</b>	<b>1.052.140</b>
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις και υποχρεώσεις μισθώσεων	223.850	107.170
Προμηθευτές, υποχρεώσεις από φόρο εισοδήματος και λοιπές υποχρεώσεις	308.709	280.624
Προβλέψεις	12.690	13.694
<b>Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων</b>	<b>545.249</b>	<b>401.488</b>
<b>Σύνολο υποχρεώσεων (β)</b>	<b>1.412.250</b>	<b>1.453.628</b>
<b>Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων και Υποχρεώσεων (α+β)</b>	<b>2.678.933</b>	<b>2.863.419</b>

## Ενοποιημένη Κατάσταση Αποτελεσμάτων

(ποσά σε χιλιάδες €)	Για το έτος που έληξε την 31/12	
	2019	2018
Κύκλος εργασιών	1,609,778	1,490,097
Κόστος πωλήσεων	-1,315,866	-1,201,884
<b>Μικτά κέρδη</b>	<b>293,912</b>	<b>288,213</b>
Άλλα έσοδα εκμετάλλευσης	9,682	15,405
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	-145,188	-130,241
Έξοδα λειτουργίας διάθεσης	-25,289	-22,321
Καθαρές ζημιές απομείωσης χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων	-1,667	-1,160
Άλλα έξοδα εκμετάλλευσης	-4,282	-5,952
<b>Λειτουργικά κέρδη</b>	<b>127,168</b>	<b>143,944</b>
Λοιπά έσοδα/(ζημιές)	14	-3,143
Καθαρά έξοδα χρηματοοικονομικής λειτουργίας	-59,643	-63,817
(Ζημιές)/κέρδη από συναλλαγματικές διαφορές	-4,539	9,319
Συμμετοχή στα κέρδη/(ζημιές) συγγενών εταιριών και κοινοπραξιών	1,366	-3,741
<b>Κέρδη προ φόρων</b>	<b>64,366</b>	<b>82,562</b>
Φόρος εισοδήματος	-11,211	-26,578
<b>Κέρδη μετά από φόρους</b>	<b>53,155</b>	<b>55,984</b>
<b>Τα καθαρά κέρδη αναλογούν σε :</b>		
Μετόχους της Εταιρίας	50,905	53,847
Μη ελέγχουσες συμμετοχές	2,250	2,137
	<b>53,155</b>	<b>55,984</b>
<b>Κέρδη μετά από φόρους ανά μετοχή - βασικά (σε €)</b>	<b>0.6452</b>	<b>0.6706</b>
<b>Κέρδη μετά από φόρους ανά μετοχή - προσαρμοσμένα (σε €)</b>	<b>0.6385</b>	<b>0.6653</b>

## Ενοποιημένη Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης

(ποσά σε χιλιάδες €)	31/12/2019	31/12/2018
<b>Ενεργητικό</b>		
Ενώσματος ακινητοποιήσεις και επενδυτικά ακίνητα	1,710,706	1,660,094
Ασώματες ακινητοποιήσεις και υπεραξία	425,340	405,221
Συμμετοχές σε συγγενείς εταιρίες και κοινοπραξίες	113,858	117,567
Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	28,373	13,190
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	13,939	8,715
<b>Σύνολο μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων</b>	<b>2,292,216</b>	<b>2,204,787</b>
Αποθέματα	283,519	286,561
Απαιτήσεις, προπληρωμές και λοιπά κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	197,296	207,582
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	90,388	171,000
<b>Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων</b>	<b>571,203</b>	<b>665,143</b>
<b>Σύνολο Ενεργητικού</b>	<b>2,863,419</b>	<b>2,869,930</b>
<b>Ίδια Κεφάλαια και Υποχρεώσεις</b>		
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και αποθεματικών που αναλογούν σε μετόχους της μητρικής Εταιρίας	1,375,165	1,394,133
Μη ελέγχουσες συμμετοχές	34,626	77,157
<b>Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων (α)</b>	<b>1,409,791</b>	<b>1,471,290</b>
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις και υποχρεώσεις μισθώσεων	822,820	745,222
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	96,319	94,414
Υποχρεώσεις συνταξοδοτικών παροχών	35,268	32,741
Προβλέψεις	31,587	28,373
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	66,146	5,687
<b>Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων</b>	<b>1,052,140</b>	<b>906,437</b>
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις και υποχρεώσεις μισθώσεων	103,307	197,637
Τόκοι πληρωτέοι	3,863	8,930
Προμηθευτές, υποχρεώσεις από φόρο εισοδήματος και λοιπές υποχρεώσεις	286,134	273,870
Προβλέψεις	8,184	11,766
<b>Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων</b>	<b>401,488</b>	<b>492,203</b>
<b>Σύνολο υποχρεώσεων (β)</b>	<b>1,453,628</b>	<b>1,398,640</b>
<b>Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων και Υποχρεώσεων (α+β)</b>	<b>2,863,419</b>	<b>2,869,930</b>



**ΣΤΟΙΧΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ**  
(Ποσά εκφρασμένα σε χιλιάδες €)

<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>	<b>ΕΝΟΠΘΙΜΕΝΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ</b>		<b>ΕΤΑΡΙΑ</b>	
	<b>31/12/2017</b>	<b>31/12/2016</b>	<b>31/12/2017</b>	<b>31/12/2016</b>
Περιχρηματοποιήσιμα εισοδήματα πάγια στοιχεία	1.456.046	1.373.230	252.944	242.777
Επενδύσεις σε ακίνητα	12.130	9.820	8.937	9.126
Άλλα περιουσιακά στοιχεία	345.971	375.116	8.093	4.458
Λοιπά μη εκχωρηθέντα περιουσιακά στοιχεία	177.223	206.863	792.302	865.998
Αποθέματα	258.204	248.924	65.410	57.768
Αποθέσεις από τράπεζες	115.429	123.466	37.883	54.072
Λοιπά εκχωρηθέντα περιουσιακά στοιχεία	66.217	72.643	29.966	21.820
Τραπεζικά διαθέσιμα και εισοδήματα	<b>554.247</b>	<b>479.716</b>	<b>29.323</b>	<b>11.218</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>2.595.467</b>	<b>2.769.777</b>	<b>1.214.854</b>	<b>1.267.237</b>
<b>ΪΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>				
Μετοχικό Κεφάλαιο 84.632.528 μετοχές των € 3,00 (2016: € 4,00)	253.897	336.530	253.897	336.530
Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτο	22.826	22.826	22.826	22.826
Διακείμενα προμήθειες αγοράς μετοχών	3.003	2.978	3.003	2.978
Υδρες μετοχών	-105.384	-101.453	-105.384	-101.453
Λοιπά στοιχεία Ίδων Κεφαλαίων	1.132.871	1.213.470	569.790	564.388
<b>Σύνολο Ίδων Κεφαλαίων Μετόχων Εταρίας (α)</b>	<b>1.307.213</b>	<b>1.476.301</b>	<b>744.132</b>	<b>827.269</b>
Μη ελέγχουσες συμμετοχές (β)	62.459	76.465	-	-
<b>Σύνολο Ίδων Κεφαλαίων (γ)=(α)+(β)</b>	<b>1.369.672</b>	<b>1.552.766</b>	<b>744.132</b>	<b>827.269</b>
Μικροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	820.382	710.965	379.218	310.678
Προβλεπόμενες/λοιστικές μικροπρόθεσμες υποχρεώσεις	108.967	119.008	32.227	36.311
Μεσοπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	56.825	129.499	32	42.442
Λοιστικές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	239.621	277.489	59.249	50.537
<b>Σύνολο υποχρεώσεων (δ)</b>	<b>1.225.795</b>	<b>1.236.961</b>	<b>470.726</b>	<b>439.968</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΪΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ (γ)+(δ)</b>	<b>2.595.467</b>	<b>2.769.777</b>	<b>1.214.854</b>	<b>1.267.237</b>

**ΣΤΟΙΧΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ**  
(Ποσά εκφρασμένα σε χιλιάδες €)

	<b>ΕΝΟΠΘΙΜΕΝΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ</b>		<b>ΕΤΑΡΙΑ</b>	
	<b>1/1-31/12/2017</b>	<b>1/1-31/12/2016</b>	<b>1/1-31/12/2017</b>	<b>1/1-31/12/2016</b>
Κόστος πωλησιών	1.505.803	1.509.153	233.805	262.475
Κόστος πωλησιών	-1.670.349	-1.072.136	-182.851	-199.836
<b>Μετά κέρδη προ αποβλήτων και απομειώσεων</b>	<b>435.454</b>	<b>437.914</b>	<b>50.954</b>	<b>62.639</b>
Άλλα (έξοδα)/εσοδα εκμετάλλεσης	-13.984	-14.679	8.629	10.994
Έξοδα διακοπής λειτουργίας	-125.459	-122.108	-44.526	-43.276
Έξοδα λειτουργίας διάθεσης	-22.570	-21.628	-253	-271
<b>Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων, αποβλήτων και απομειώσεων</b>	<b>273.441</b>	<b>278.599</b>	<b>14.804</b>	<b>30.086</b>
Αποβλήσεις και απομειώσεις ενσώματων/αυσώματων περιουσιακών στοιχείων	-116.429	-127.107	-17.867	-14.753
<b>Κέρδη (ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων</b>	<b>157.012</b>	<b>151.492</b>	<b>-3.063</b>	<b>15.333</b>
Έσοδα συμμετοχών και χρηματίων	162	1.926	34.377	29.379
Έξοδα συμμετοχών και χρηματίων	-	-	-178	-
Έξοδα χρηματοοικονομικής λειτουργίας	-86.460	-60.385	-19.255	-22.006
Συμμετοχή στα κέρδη συγγενών εταιριών και κοινοπραξιών	-7.488	492	-	-
<b>Κέρδη προ φόρων</b>	<b>63.226</b>	<b>63.525</b>	<b>11.881</b>	<b>22.706</b>
(Μειον)/Πλέον: Φόρος εισοδήματος	-18.829	63.805	1.510	-5.887
<b>Κέρδη μετά από φόρους (α)</b>	<b>44.397</b>	<b>127.330</b>	<b>13.391</b>	<b>16.819</b>
<b>Τα καθαρά κέρδη αναλογούν σε :</b>				
Μετόχους της Εταρίας	42.680	127.444	13.391	16.819
Μη ελέγχουσες συμμετοχές	1.617	-114	-	-
Κέρδη μετά από φόρους ανά μετοχή - βασικά (σε €)	0,5292	1,5612	0,1699	0,2090
Κέρδη μετά από φόρους ανά μετοχή - προσαρμοσμένα (σε €)	0,5256	1,5521	0,1649	0,2049