



ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΔΙΑΤΜΗΜΑΤΙΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ
ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

«ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΑΞΙΑΣ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ JUMBO ΜΕ ΤΗ ΜΕΘΟΔΟ
ΤΩΝ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ»

του

ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ ΙΩΑΝΝΗ

Επιβλέπων Καθηγητής: ΠΑΠΑΔΟΠΟΥΛΟΣ ΣΥΜΕΩΝ

Υποβλήθηκε ως προαπαιτούμενο για την απόκτηση του μεταπτυχιακού διπλώματος
ειδίκευσης στη «ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ & ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ»

Θεσσαλονίκη 2018

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Ευχαριστώ τον επιβλέποντα καθηγητή μου, κ. Παπαδόπουλο Συμεών , ο οποίος με την επιστημονική του κατάρτιση και τη συνεχή καθοδήγηση του με υποστήριξε σε όλα τα στάδια της έρευνας, έτσι ώστε να επιτευχθεί το συγκεκριμένο αποτέλεσμα στη διπλωματική μου εργασία.

Επίσης, τον καθηγητή του ΠΑΜΑΚ και Πρόεδρο του μεταπτυχιακού τμήματος κ. Νεγκάκη Χρήστο .

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Παρά το ασταθές οικονομικό και πολιτικό περιβάλλον της Ελλάδας, υπάρχουν κερδοφόρες επιχειρήσεις που επιμένουν να δραστηριοποιούνται στη χώρα μας, να επενδύουν και διαρκώς να εξελίσσονται. Ο όμιλος JUMBO αποτελεί μια επιχείρηση όχι μόνο κατάφερε να αναπτυχθεί ραγδαία κατά τη διάρκεια της δύσκολης πενταετίας που προηγήθηκε (2014-18), αλλά επιτιμάται από πολλούς αναλυτές ότι θα συνεχίσει να αναπτύσσεται, σημειώνοντας υψηλές πωλήσεις και κέρδη τα χρόνια που ακολουθούν. Στόχος της παρούσας εργασίας είναι η αποτίμηση του ομίλου JUMBO με τη μέθοδο της προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών, προκειμένου να προσδιοριστούν η αξία και η τιμή της μετοχής του και να συγκριθεί με την τρέχουσα Χρηματιστηριακή τιμή του. Τα αποτελέσματα της παρούσας εργασίας έδειξαν ότι σύμφωνα με τη μέθοδο Προεξόφλησης Ελεύθερων Ταμειακών Ροών, η αξία του ομίλου JUMBO μετά την αφαίρεση των δανειακών του υποχρεώσεων υπολογίζεται στα 1886,7 εκατ. € και η μετοχή του διαμορφώνεται στα 13,86€, τιμή που ταυτίζεται με την τιμή-στόχο που δίνουν αυτή την περίοδο διάφοροι αναλυτές, όπως η Ελληνική Τράπεζα Επενδύσεων, ενώ σε σχέση με την τρέχουσα χρηματιστηριακή μετοχή της εταιρείας, η μετοχή εμφανίζεται ως υποτιμημένη κατά 9,5%. Τα παραπάνω στοιχεία μαρτυρούν ότι η μετοχή της εταιρείας JUMBO A.E.E. αποτελεί μια καλή ευκαιρία για επένδυση, σε μια εξωστρεφή και διαρκώς αναπτυσσόμενη εταιρία που απολαμβάνει την εμπιστοσύνη της αγοράς.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	7
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ^ο	10
1. Η Αξία της Επιχείρησης	10
1.1. Αποτίμηση της Αξίας της Εταιρείας	11
1.2. Λόγοι Αποτίμησης της Εταιρικής Αξίας	12
1.3. Μοντέλα Αποτίμησης της Εταιρικής Αξίας	13
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ^ο	15
2. Μέθοδος Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών.....	15
2.1 Ταμειακές Ροές και Μέθοδοι Υπολογισμού.....	15
2.2 Λειτουργικές και Ελεύθερες Ταμειακές Ροές.....	18
2.3 Υπολογισμός των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών	19
2.3.1 Παρούσα Αξία FCFF.....	20
2.3.2 Μοντέλο Ανάπτυξης FCFF ενός Σταδίου	20
2.3.3 Μοντέλο Ανάπτυξης FCFF δύο Σταδίων	21
2.4 Υπολειμματική Αξία.....	21
2.5 Προεξοφλητικό Επιτόκιο.....	22
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ^ο	24
3. Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ JUMBO Α.Ε.Ε.....	24
3.1 Βασικά Στοιχεία Εταιρείας JUMBO Α.Ε.Ε.....	24
3.2 Οικονομικό Μακρο-Περιβάλλον	28
3.3 Οικονομικά Στοιχεία Ομίλου JUMBO	32
3.4 Στοιχεία Αγοράς Παιχνιδιού στην Ελλάδα.....	34
3.5 Διαφημιστικές Καμπάνιες.....	36
3.6 Προοπτικές Ομίλου	37
3.7 Διαχείριση Κινδύνων.....	38
3.7.1 Τρέχουσες Συνθήκες Ελληνικής Οικονομίας	39
3.7.2 Συναλλαγματικός Κίνδυνος.....	39
3.7.3 Κίνδυνος Επιτοκίου.....	40

3.7.4	Πιστωτικός Κίνδυνος	40
3.7.5	Κίνδυνος Ρευστότητας.....	40
3.7.6	Λοιποί Κίνδυνοι	40
3.8	S.W.O.T. Ανάλυση.....	43
3.9	Πορεία Μετοχής Ομίλου JUMBO	44
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 ^ο		47
4.	Αποτίμηση Ομίλου JUMBO A.E.E.....	47
4.1	Εκτίμηση Ρυθμού Ανάπτυξης Χρηματοοικονομικών Μεγεθών	47
4.2	Κόστος Ίδιων Κεφαλαίων	49
4.3	Κόστος Δανειακών Κεφαλαίων	50
4.4	Υπολογισμός WACC	51
4.5	Αποτίμηση με τη Μέθοδο των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (FCFF)	52
4.6	Σχολιασμός Αξίας Μετοχής Ομίλου	53
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ		55
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ		58
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ.....		Error! Bookmark not defined.

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ ΚΑΙ ΓΡΑΦΗΜΑΤΩΝ

Πίνακας 3.1 Πωλήσεις Ομίλου Jumbo 2014 - 2018.....	26
Πίνακας 3.2 Πωλήσεις Ομίλου Jumbo Ανά Κατηγορία για το έτος 2018.....	26
Πίνακας 3.3 Γεωγραφική Κατανομή Πωλήσεων Ομίλου Jumbo για το έτος 2018	27
Διάγραμμα 3.1 Ετήσιος Ρυθμός Μεταβολής ΑΕΠ 2008 – 2017.....	28
Διάγραμμα 3.2 Ποσοστιαία Κατανομή Μηνιαίων Δαπανών Νοικοκυριών 2016 – 2017	29
Διάγραμμα 3.3 Ποσοστιαία Κατανομή Μηνιαίων Δαπανών Νοικοκυριών 2008 – 2017	30
Διάγραμμα 3.4 Επίπεδα Πληθωρισμού 2008 – 2017.....	31
Διάγραμμα 3.5 Μέσος Μηνιαίος Μισθός 2007 – 2016	32
Πίνακας 3.3 Κατάσταση Αποτελεσμάτων πενταετίας 2014-18.....	33
Πίνακας 3.4 Κατάσταση Οικονομικής Θέσης πενταετίας 2014-18	34
Πίνακας 3.5 S.W.O.T. Ανάλυση Ομίλου JUMBO	43
Πίνακας 3.6 Στοιχεία Μετοχής JUMBO	44
Πηγή: Reuters https://www.reuters.com/finance/stocks/overview/BABr.AT	44
Διάγραμμα 3.6 Πορεία μετοχής JUMBO 2014-2018	45
Διάγραμμα 3.7 Πορεία μετοχής JUMBO σε σχέση με το Γενικό Δείκτη 2014-2018.....	46
Πίνακας 4.1 Πωλήσεις Ομίλου JUMBO 2014-18.....	47
Πίνακας 4.2 Υπολογισμός Δείκτη Επανεπένδυσης Ομίλου JUMBO 2014-18.....	48
Διάγραμμα 4.1 Πορεία 6μήνου του 10ετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου	50
Πίνακας 4.3 Υπολογισμός Μέσου Κόστους Δανειακών Κεφαλαίων JUMBO.....	51
Πίνακας 4.4 Μέσο Ποσοστό Ξένων Κεφαλαίων JUMBO.....	51
Πίνακας 4.5 Μέσο Ποσοστό Ίδιων Κεφαλαίων JUMBO	51
Πίνακας 4.6 Υπολογισμός Αξίας Επιχείρησης για διάστημα πρόβλεψης 2018-2023.....	52
Πίνακας 4.7 Υπολογισμός Αξίας Μετοχής JUMBO	53
Πίνακας 4.8 Συγκριτικός Πίνακας Χρηματιστηριακής Τιμής Μετοχής JUMBO και Τιμής Αποτίμησης.....	54
Πίνακας 4.9 Εκτιμήσεις Εταιριών Αναλύσεων	54

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η αξία μιας επιχείρησης προσδιορίζεται από το σύνολο της αγοραίας (εύλογης) αξίας των περιουσιακών στοιχείων που βρίσκονται στη κατοχή της κατά τη στιγμή αποτίμησης της και από τη παρούσα αξία των κερδών που θα επιτευχθούν μελλοντικά σαν αποτέλεσμα της επιχειρηματικής της δραστηριότητας. Φυσικά για τον υπολογισμό της αξίας αυτής θα πρέπει να ληφθούν υπ' όψιν η φάση στην οποία βρίσκεται το προϊόν που προσφέρει καθώς επίσης και οι προοπτικές για συνέχιση της επιχειρηματικής της δραστηριότητας και γενικότερα το μέλλον της εταιρίας. Αποτελεί δε το τίμημα που θα πρέπει να πληρώσει ο αγοραστής για να αποκτήσει τη κυριότητα της επιχείρησης (Λαζαρίδης, 2005).

Υπάρχουν πολλοί και διαφορετικοί τρόποι να υπολογιστεί η αξία μιας επιχείρησης ανάλογα με την οικονομική της κατάσταση και τα στοιχεία που διαθέτει. Η αποτίμηση αποτελεί ένα από τα πιο χρήσιμα χρηματοοικονομικά εργαλεία, καθώς συλλέγει και επεξεργάζεται μια σειρά από οικονομικά και μακροοικονομικά στοιχεία και μπορεί, κατά συνέπεια, να μετατρέψει τις προβλέψεις σε μια εκτίμηση για την αξία της επιχείρησης ή ενός συγκεκριμένου περιουσιακού στοιχείου (Paleru et al., 2004).

Η προσέγγιση των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (FCFF) εμφανίστηκε στις αρχές της δεκαετίας του 90, όπου μια σειρά από ερευνητές επικέντρωσαν το ενδιαφέρον τους στις ελεύθερες ταμειακές ροές ως ένα εναλλακτικό εργαλείο αποτίμησης της εταιρικής αξίας (Copeland et al., 1990; Rappaport, 1988; Hackel & Livnant, 1992). Η μέθοδος της προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών (Free Cash Flow – FCF), είναι μια εναλλακτική προσέγγιση για την αποτίμηση της αξίας των κοινών μετοχών, η οποία χρησιμοποιεί τις ελεύθερες ταμειακές ροές που ανήκουν σε όλους τους χρηματοδότες της εταιρείας, προσδιορίζοντας τη συνολική της αξία μέσα από την προεξόφληση των ελεύθερων ροών της. Σε αντίθεση με τις λειτουργικές, οι ελεύθερες ταμειακές ροές έχουν το πλεονέκτημα να περιλαμβάνουν όλες τις ταμειακές ροές που είναι διαθέσιμες για την ικανοποίηση τόσο των μετόχων όσο και των κατόχων τίτλων χρέους της επιχείρησης.

Ο όμιλος JUMBO δραστηριοποιείται στον κλάδο του λιανεμπορίου που ασχολείται με την πώληση παιχνιδιών, βρεφικών ειδών, εποχιακών ειδών, ειδών διακόσμησης και ειδών βιβλιοχαρτοπωλείου. Είναι εισηγμένη Εταιρεία στο Χρηματιστήριο Αθηνών από τις 19/7/1997, ενώ από τον Ιούνιο του 2010 συμμετέχει στο δείκτη FTSE/X.A. 20. Τα τελευταία 30 χρόνια έχει

εξελιχθεί σε ηγετική επιχείρηση λιανικής πώλησης με έντονα εξωστρεφή χαρακτήρα, καθώς διαθέτει 73 καταστήματα σε 4 χώρες, ένα ηλεκτρονικό κατάστημα e-shop και 14 ιδιόκτητα συγκροτήματα υπερσύγχρονων αποθηκευτικών χώρων σε 3 χώρες. Απασχολεί συνολικά 5.690 άτομα, ενώ διαθέτει περίπου 40.000 κωδικούς με μέση τιμή πώλησης τα 4.99€.

Παρά το ασταθές οικονομικό και πολιτικό κλίμα που αντιμετωπίζει η χώρα ειδικότερα μετά την επιβολή των capital controls, ο όμιλος JUMBO κατάφερε να αξιοποιήσει τα δυνατά του στοιχεία και τις ευκαιρίες της αγοράς, επιτυγχάνοντας κατά την τελευταία πενταετία 2014-18, εντυπωσιακές αυξήσεις όχι μόνο στις πωλήσεις, αλλά και στα κέρδη προ φόρων και στα καθαρά κέρδη που σημείωσε. Σύμφωνα με τα τελευταία οικονομικά στοιχεία που δημοσίευσε για το 2017/18, η JUMBO A.E.E. σημείωσε αύξηση πωλήσεων κατά 10,2%, αύξηση του EBITDA κατά 10,2%, αύξηση των καθαρών κερδών κατά 11% και οι καθαρές ταμειακές ροές του ομίλου διαμορφώνονται στα 153 εκατ. €.

Μεθοδολογία

Στόχος της παρούσας εργασίας είναι η αποτίμηση της αξίας του ομίλου JUMBO χρησιμοποιώντας τη μέθοδο προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών και τη σύγκριση της τιμής της μετοχής που θα προκύψει μετά την αποτίμηση, με την τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή με την οποία διαπραγματεύεται στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Η συγκεκριμένη μέθοδος επιλέχθηκε διότι οι ελεύθερες ταμειακές ροές στηρίζονται κυρίως στις μελλοντικές αποδόσεις της επιχείρησης και στην παρούσα αξία των ταμειακών της πλεονασμάτων και δεν επηρεάζεται από τα περιουσιακά της στοιχεία, καθώς αντίθετα με τα κέρδη, είναι πιο δύσκολο να «χειραγωγηθούν».

Παρά το γεγονός ότι η εργασία μας αποτελεί μια θεωρητική προσέγγιση που ασχολείται με ένα πραγματικό πρόβλημα, θα χρησιμοποιήσουμε τα επίσημα δημοσιευμένα στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων του ομίλου JUMBO (ετήσιες οικονομικές εκθέσεις και δελτία τύπου), καθώς θα χρειαστεί να προβούμε σε μια σειρά από υποθέσεις και παραδοχές, οι οποίες θα μας βοηθήσουν να εφαρμόσουμε τη μέθοδο που επιλέξαμε. Παράλληλα, θα χρησιμοποιήσουμε δευτερογενή στοιχεία από εκθέσεις επίσημων φορέων, όπως η Ελληνική Στατιστική Αρχή, ο ΟΟΣΑ και η Κεντρική Τράπεζα της Ελλάδος, για να υπολογίσουμε κάποια μακροοικονομικά

μεγέθη, καθώς και στοιχεία και εκτιμήσεις διαδικτυακών ιστοτόπων που πραγματοποιούν χρηματοοικονομικές αναλύσεις, όπως το Bloomberg, το Reuters, η Ναυτεμπορική.

Ειδικότερα, στο πρώτο κεφάλαιο γίνεται μια σύντομη αναφορά στη χρησιμότητα της αποτίμησης της εταιρικής αξίας και στα μοντέλα που έχουν αναπτυχθεί. Στο δεύτερο κεφάλαιο επιχειρείται η παρουσίαση της μεθόδου προεξόφλησης των ταμειακών ροών της εταιρίας ως εργαλείο αποτίμησης της αξία της και παρουσιάζεται το μοντέλο της Προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών ενός και δυο σταδίων, το οποίο στη συνέχεια θα χρησιμοποιηθεί για την αποτίμηση της αξίας του ομίλου JUMBO.

Στο τρίτο κεφάλαιο παρουσιάζεται πληθώρα στοιχείων σχετικά με το εσωτερικό περιβάλλον της εταιρείας και του κλάδου που δραστηριοποιείται, όπως και στοιχεία του οικονομικού μακρο-περιβάλλοντος της χώρας που επηρεάζουν τη λειτουργία της. Στο τέταρτο κεφάλαιο επιχειρείται η εφαρμογή της μεθόδου Προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών και ο υπολογισμός των στοιχείων που θα μας επιτρέψουν να αποτιμήσουμε την αξία του ομίλου. Στο πέμπτο κεφάλαιο περιλαμβάνονται τα συμπεράσματα της παρούσας εργασίας και επιχειρείται η ερμηνεία τους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο

1. Η Αξία της Επιχείρησης

Η επιχείρηση είναι ένας ζωντανός οργανισμός γεμάτος υποσυστήματα που βρίσκονται σε σχέση διαρκούς αλληλεπίδρασης και αλληλεξάρτησης, τόσο σε σχέση με το εσωτερικό, όσο και με το εξωτερικό της περιβάλλον. Η αξία μιας επιχείρησης αποτελείται τόσο από το σύνολο της αξίας της με βάση τις προσδοκίες για κέρδη, ταμιακές ροές κ.α. που πηγάζουν από τη λειτουργία της και τις μελλοντικές της επιδόσεις, όσο και από την αξία του τιμήματος που θα πρέπει να πληρώσει ένας αγοραστής για να εξαγοράσει το μετοχικό της κεφάλαιο (Λαζαρίδης, 2005).

Σκοπός κάθε επιχείρησης είναι η μεγιστοποίηση της αγοραίας αξίας της και κατ' επέκταση των κερδών και του πλούτου των μετόχων. Υπάρχουν πολλοί και διαφορετικοί τρόποι να υπολογιστεί η αξία μιας επιχείρησης ανάλογα με την οικονομική της κατάσταση και τα στοιχεία που διαθέτει. Οι τέσσερις σημαντικότεροι παράγοντες που προσδιορίζουν την αξία κάθε επιχείρησης είναι (Damodaran, 2014): α) η ικανότητα της να παράγει ταμειακές ροές από τα υπάρχοντα περιουσιακά στοιχεία της, β) ο αναμενόμενος ρυθμός αύξησης των ταμειακών της ροών, γ) η χρονική διάρκεια που θα απαιτηθεί για να φτάσει σε σταθερή ανάπτυξη και δ) το κόστος κεφαλαίου.

Κατά συνέπεια, η μέτρηση της αξίας μιας επιχείρησης μπορεί να γίνει με τους παρακάτω τρόπους (Λαζαρίδης & Παπαδόπουλος, 2010):

- την αποτίμηση των στοιχείων του ισολογισμού στη βάση της συνεχιζόμενης δραστηριότητας της επιχείρησης ως ενιαίου συνόλου σε ιστορικές τιμές, σε τρέχουσες τιμές κ.α.
- την αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων σε «μεμονωμένη» βάση
- την αποτίμηση των στοιχείων του ισολογισμού σε αξία αγοράς
- την αποτίμηση της επιχείρησης με βάση τον προσδιορισμό της αξίας της ως η παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών ελεύθερων ταμειακών ροών, οι οποίες απορρέουν από την επιχειρηματική δραστηριότητα, χρησιμοποιώντας το κόστος κεφαλαίου της

επιχείρησης ως ποσοστό προεξόφλησης συν την αξία των περιουσιακών στοιχείων που δεν συνδέονται με την λειτουργία της επιχείρησης.

Τέλος, Οι σημαντικότεροι παράγοντες που επηρεάζουν την αξία της επιχείρησης είναι (Λαζαρίδης, 2005):

- Ο πληθωρισμός
- Η ρευστότητα της αγοράς
- Τα επιτόκια

1.1. Αποτίμηση της Αξίας της Εταιρείας

Αποτίμηση είναι η πράξη ή διαδικασία προσδιορισμού της αξίας μιας επιχείρησης ή ενός τμήματός της. Σύμφωνα με τους Λαζαρίδη & Παπαδόπουλο (2010), η «αποτίμηση είναι η διαδικασία προσδιορισμού των χρηματικών ποσών στα οποία τα στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων αναγνωρίζονται και απεικονίζονται στον Ισολογισμό και στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης». Οι βασικότεροι λόγοι που καθιστούν την αποτίμηση μια καθημερινή και πολύ σημαντική διεργασία είναι οι εξής (Λαζαρίδης, 2005):

- Στον προσδιορισμό της αξίας των ιδιωτικών μη εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών επιχειρήσεων
- Στον προσδιορισμό της αξίας μιας επιχείρησης που πρόκειται να εξαγορασθεί ή να συγχωνευθεί
- Στον επιχειρησιακό σχεδιασμό
- Στην προσέλκυση κεφαλαίων
- Στον προσδιορισμό του ύψους των αμοιβών των στελεχών και των εργαζομένων της επιχείρησης

Αποτελεί ένα από τα πιο χρήσιμα χρηματοοικονομικά εργαλεία, καθώς συλλέγει και επεξεργάζεται μια σειρά από οικονομικά και μακροοικονομικά στοιχεία. Κατά συνέπεια, η αποτίμηση είναι η διαδικασία μετατροπής των προβλέψεων σε μια εκτίμηση για την αξία της επιχείρησης ή ενός συγκεκριμένου περιουσιακού στοιχείου (Paleru et al., 2004). Ουσιαστικά η αποτίμηση είναι μια διαδικασία που αποσκοπεί στην εξαγωγή μιας συγκεκριμένης τιμής της μετοχής μιας επιχείρησης και οδηγεί στα εξής τρία σενάρια:

- Η μετοχή έχει μια δίκαιη τιμή, όταν η αγοραία αξία είναι ίση με την υπολογιζόμενη
- Η μετοχή είναι υποτιμημένη, όταν η αγοραία αξία είναι χαμηλότερη της υπολογιζόμενης
- Η μετοχή είναι υπερτιμημένη, όταν η αγοραία αξία είναι υψηλότερη της υπολογιζόμενης

Η οικονομική αξία της επιχείρησης μπορεί να εκτιμηθεί από τις μελλοντικές ταμειακές ροές ή από την τρέχουσα λογιστική αξία της επιχείρησης (λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων) και τη μελλοντική αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων. Συνεπώς, η περαιτέρω ανάλυση των Οικονομικών Καταστάσεων μιας επιχείρησης μας δίνει τις κατάλληλες πληροφορίες για τη λήψη στρατηγικών αποφάσεων που επηρεάζουν την κατανομή των οικονομικών πόρων μέσα στην οικονομία. Ειδικότερα, ενδιαφέρεται για την εκτίμηση του κινδύνου και της αναμενόμενης απόδοσης της επένδυσης σε μια επιχείρηση.

1.2. Λόγοι Αποτίμησης της Εταιρικής Αξίας

Οι βασικότεροι λόγοι που καθιστούν την αποτίμηση ένα ιδιαίτερα χρήσιμο εργαλείο λήψης αποφάσεων, σύμφωνα με τον Λαζαρίδη (2005) είναι διότι: α) αποτελεί την καλύτερη μέθοδο προσδιορισμού της αξίας των ιδιωτικών επιχειρήσεων που δεν είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο, β) παρέχει στους επιχειρηματίες την καταλληλότερη μέθοδο προσδιορισμού της αξίας της επιχείρησης σε περίπτωση εξαγοράς ή συγχώνευσης προκειμένου να εξασφαλίσει ότι το τίμημα δεν είναι μικρότερο από το επιθυμητό, γ) καθιστά ευκολότερο τον επιχειρησιακό σχεδιασμό, δ) διευκολύνει την προσέλκυση κεφαλαίου και ε) βοηθά στον προσδιορισμό των αμοιβών των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου και των ανώτατων στελεχών, που είναι συνδεδεμένες με την αξία της επιχείρησης.

Παράλληλα, σύμφωνα με τους Stowe et al. (2007), σκοπός της αποτίμησης είναι:

- ο προσδιορισμός και η επιλογή της κατάλληλης μετοχής
- η διεξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με τις προσδοκίες της αγοράς
- η αξιολόγηση του αντίκτυπου ποικίλων επιχειρηματικών δραστηριοτήτων, όπως συγχωνεύσεις, εξαγορές, πωλήσεις θυγατρικών εταιρειών κ.α.
- η παροχή πληροφοριών σχετικά με το αν μια επένδυση είναι συμφέρουσα
- η αξιολόγηση επιχειρηματικών μοντέλων και στρατηγικών

- η διευκόλυνση της επικοινωνίας με αναλυτές και ομάδες συμφερόντων γύρω από θέματα που επηρεάζουν την αξία της επιχείρησης
- η αξιολόγηση ιδιωτικών επιχειρήσεων

1.3. Μοντέλα Αποτίμησης της Εταιρικής Αξίας

Το βασικό μοντέλο αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (Discounted Cash Flow Model – DCF) έχει ως απαραίτητη προϋπόθεση τον προσδιορισμό των μελλοντικών ταμειακών ροών και του προεξοφλητικού επιτοκίου βάσει του οποίου θα υπολογισθεί η παρούσα αξία τους. Αντιθέτως, το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων, θεωρεί τα μερίσματα ως μελλοντικές χρηματοροές και κατά συνέπεια, εκλαμβάνει την αξία των κοινών μετοχών της εταιρίας ίση με την παρούσα αξία των μελλοντικών μερισμάτων που αναμένεται να καταβληθούν στους κατόχους τους με βάση ενός προεξοφλητικού επιτοκίου, το οποίο εκτιμάται σύμφωνα με το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model). Ωστόσο, η αποτίμηση των μετοχών ενός μεγάλου αριθμού επιχειρήσεων με το εν λόγω μοντέλο δεν είναι εφικτή, καθώς δεν μπορούν να προσδιοριστούν πάντα με ακρίβεια ορισμένα στοιχεία, όπως ο διαρκώς μεταβαλλόμενος ρυθμός ανάπτυξης μιας εταιρείας μεταξύ δύο ή περισσότερων περιόδων και η παρούσα αξία των μερισμάτων μιας εταιρείας που δραστηριοποιείται σε κλάδο με υψηλή ανάπτυξη και δεν διανέμει καθόλου μερίσματα, αλλά τα επενδύει (Σουμπενιώτης & Ταμπακούδης, 2015).

Μια εναλλακτική προσέγγιση για την αποτίμηση της αξίας των κοινών μετοχών είναι η μέθοδος της προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών (Free Cash Flow – FCF), η οποία χρησιμοποιεί τις ελεύθερες ταμειακές ροές που ανήκουν σε όλους τους χρηματοδότες της εταιρείας και το αποτέλεσμα της προεξόφλησής τους προσδιορίζει τη συνολική της αξία. Έτσι, αν αφαιρέσουμε την αξία του χρέους και των προνομιούχων μετοχών από την παρούσα αξία των ταμειακών ροών μπορούμε να προσδιορίσουμε την αξία των κοινών μετοχών. Μια δεύτερη εναλλακτική μέθοδος αποτίμησης κοινών μετοχών είναι η χρήση δεικτών ή πολλαπλασιαστών, οι οποίοι αποτελούν μια μέθοδο σχετικής αποτίμησης, δεδομένου ότι γίνεται σύμφωνα με χρηματοοικονομικά στοιχεία συγκρίσιμων εταιριών. Τα χρηματοοικονομικά στοιχεία που λαμβάνονται υπόψη συνήθως είναι τα κέρδη, η λογιστική αξία, οι πωλήσεις ή οι ταμειακές ροές

και με βάση την τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή κατασκευάζονται αντίστοιχοι δείκτες, όπως τιμή προς κέρδη, τιμή προς λογιστική αξία, τιμή προς πωλήσεις και τιμή προς ταμειακές ροές. Έτσι, η αξία των κοινών μετοχών προκύπτει από το γινόμενο του επιλεγόμενου δείκτη και της τιμής του χρηματιστηριακού στοιχείου της εταιρείας (Σουμπενιώτης & Ταμπακούδης, 2015).

Η αποτίμηση είναι μια διαδικασία που αποτελείται από τα εξής πέντε βήματα (Stowe et al., 2007):

1. Τη συλλογή πληροφοριών και αναλύσεων σχετικά με την επιχείρηση και η αξιολόγησή τους
2. Την πρόβλεψη της επίδοσης της επιχείρησης
3. Την επιλογή του κατάλληλου μοντέλου αποτίμησης
4. Τη μετατροπή της πρόβλεψης σε αποτίμηση και
5. Τη λήψη της επενδυτικής απόφασης

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο

2. Μέθοδος Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών

Η προσέγγιση των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (FCFF) εμφανίστηκε στις αρχές της δεκαετίας του 90, όπου μια σειρά από ερευνητές επικέντρωσαν το ενδιαφέρον τους στις ελεύθερες ταμειακές ροές ως ένα εναλλακτικό εργαλείο αποτίμησης της εταιρικής αξίας (Copelandetal., 1990; Rappaport, 1988; Hackel & Livnant, 1992). Στη συνέχεια το 1998, ο Damodaran ξεκινά μια σειρά άρθρων που αναδεικνύουν την σημαντικότητα του υπολογισμού του κατάλληλου προεξοφλητικού επιτοκίου (discount rate), καθώς και του επιτοκίου άνευ κινδύνου (risk free rate), συγκρίνοντάς την αποτελεσματικότητα της προσέγγισής του με εκείνη των υποδειγμάτων προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών και μερισμάτων.

2.1 Ταμειακές Ροές και Μέθοδοι Υπολογισμού

Σαν ταμειακές ροές νοούνται οι εισροές και οι εκροές των ταμειακών διαθεσίμων ή γενικότερα ταμειακών ισοδύναμων που προκαλούνται από την λειτουργία της επιχείρησης. Η κατάσταση ταμειακών ροών αντικατοπτρίζει τις μεταβολές που επήλθαν στα διαθέσιμα ή στα ισοδύναμα διαθέσιμα χρηματοοικονομικά στοιχεία της οικονομικής μονάδας κατά τη διάρκεια της χρήσης. Αποδίδει τις μεταβολές αυτές στις λειτουργικές, τις επενδυτικές και τις χρηματοοικονομικές δραστηριότητες της επιχείρησης (Γκίκας, Παπαδάκη & Σιουγλέ, 2010).

Οι λειτουργικές δραστηριότητες της επιχείρησης είναι οι κύριες δραστηριότητες δημιουργίας εσόδων, όπως και όλες εκείνες που δεν είναι επενδυτικές ή χρηματοοικονομικές. Οι επενδυτικές δραστηριότητες της επιχείρησης συνδέονται με την απόκτηση και τη διάθεση μακροπρόθεσμων στοιχείων του ενεργητικού και άλλων επενδύσεων που δεν περιλαμβάνονται στα ταμειακά ισοδύναμα. Ενώ, οι χρηματοοικονομικές δραστηριότητες αφορούν σε μεταβολές στο μέγεθος και στη συγκρότηση των ίδιων κεφαλαίων και του δανεισμού της επιχείρησης (Λαζαρίδης & Παπαδόπουλος, 2010).

Η αξία της επιχείρησης, όπως και η αξία της μετοχής εξαρτάται άμεσα από το αναμενόμενο μέγεθος, τη χρονική στιγμή και τον κίνδυνο που σχετίζεται με τις αναμενόμενες ταμειακές ροές

που απορρέουν από την επιχειρηματική δραστηριότητα. Ο προσδιορισμός της ταμειακής ροής είναι πρωταρχικής σημασίας στην χρηματοοικονομική ανάλυση, ενώ παράλληλα κρίνεται άκρως απαραίτητη για τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων. Ωστόσο, ο όρος της ταμειακής ροής που χρησιμοποιείται στο πλαίσιο του προσδιορισμού της αξίας της επιχείρησης είναι η *Ελεύθερη Ταμειακή Ροή* (Free Cash Flow). Το ύψος της ελεύθερης ταμειακής ροής είναι ίσο με το ύψος των ταμειακών εκροών για επενδύσεις σε καθαρό κεφάλαιο κινήσεως και πάγια περιουσιακά στοιχεία. Καθώς, όμως, οι χρηματοοικονομικές αποφάσεις αναφέρονται στο μέλλον, το ίδιο θα πρέπει να ισχύει και για τις ταμειακές ροές που σχετίζονται με την συγκεκριμένη απόφαση. Έτσι, οι επικρατέστερες προσεγγίσεις σχετικά με την εκτίμηση του ύψους της ταμειακής ροής είναι οι εξής: α) η πρόβλεψη της κερδοφορίας και της χρηματοοικονομικής θέσης και β) η πρόβλεψη της ταμειακής ροής με βάση την Κατάσταση Ταμειακών Ροών (Λαζαρίδης & Παπαδόπουλος, 2010).

Σύμφωνα με τον Damodaran (2014), όλα τα υποδείγματα προεξόφλησης ταμειακών ροών (DCF) καταλήγουν τελικά στην εκτίμηση τεσσάρων μεταβλητών: α) των ταμειακών ροών των υπάρχοντων περιουσιακών στοιχείων, β) του αναμενόμενου ρυθμού αύξησης των ταμειακών ροών, γ) του μελλοντικού χρονικού σημείου που η επιχείρηση θα αναπτύσσεται με σταθερό ρυθμό και δ) ενός προεξοφλητικού επιτοκίου. Συνεπώς για να αυξήσουμε την αξία της επιχείρησης θα πρέπει να μεταβάλλουμε μια ή περισσότερες από αυτές τις μεταβλητές:

- Να αυξήσουμε τις ταμειακές ροές από τα τρέχοντα στοιχεία του ενεργητικού
- Να αυξήσουμε το ρυθμό ανάπτυξης κατά τη διάρκεια της περιόδου υψηλής ανάπτυξης
- Να αυξήσουμε τη χρονική διάρκεια της περιόδου υψηλής ανάπτυξης
- Να μειώσουμε το κόστος κεφαλαίου

Συνεπώς, για να εφαρμόσουμε τη μέθοδο προεξόφλησης των ταμειακών ροών (DCF) είναι απαραίτητα τα εξής οικονομικά στοιχεία:

- Οι ανάλογες ταμειακές ροές, λειτουργικές είτε ελεύθερες
- Το προεξοφλητικό επιτόκιο
- Η υπολειμματική αξία

Σε σχέση με τις ταμειακές ροές υπάρχουν τρεις επιλογές: α) *τα μερίσματα*, β) *οι ελεύθερες ταμειακές ροές προς τους μετόχους* και γ) *οι ελεύθερες ταμειακές ροές προς την επιχείρηση*. Οι

ελεύθερες ταμειακές ροές προς τους μετόχους είναι το ποσό που μπορεί να μοιράσει σε μερίσματα η επιχείρηση και με βάση της οποίες προσδιορίζεται η αξία των ιδίων κεφαλαίων. Η επιλογή μεταξύ ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους και ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση αποτελεί μια επιλογή μεταξύ αποτίμησης ιδίων κεφαλαίων και αποτίμησης της επιχείρησης. Παρ' όλα αυτά, το δυσκολότερο κομμάτι της αποτίμησης είναι η εκτίμηση των μελλοντικών ροών, δηλαδή η εκτίμηση του αναμενόμενου ρυθμού αύξησης των κερδών, ο οποίος μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την πρόβλεψη των μελλοντικών κερδών και ταμειακών ροών (Damodaran,2014).

Η **αξία των ιδίων κεφαλαίων** υπολογίζεται προεξοφλώντας τις αναμενόμενες ταμειακές ροές προς τους μετόχους, δηλαδή τις εναπομείνουσες ταμειακές ροές έπειτα από την κάλυψη όλων των λειτουργικών εξόδων, των αναγκών επανεπένδυσης, των φορολογικών υποχρεώσεων και των πληρωμών επί των δανειακών κεφαλαίων με το κόστος ιδίων κεφαλαίων και υπολογίζεται από τον εξής τύπο:

$$\text{Αξία Ιδίων Κεφαλαίων} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_{\text{προς μετόχους}}}{(1 + K_e)^t}$$

Η **αξία της επιχείρησης** υπολογίζεται προεξοφλώντας τις αναμενόμενες ταμειακές ροές προς την επιχείρηση, δηλαδή τις εναπομείνουσες ταμειακές ροές έπειτα από την κάλυψη όλων των λειτουργικών εξόδων, των φόρων κι των αναγκών επανεπένδυσης αλλά πριν από την κάλυψη των πληρωμών επί των δανειακών κεφαλαίων με το μέσο σταθμικό κεφάλαιο (WACC) και υπολογίζεται από τον εξής τύπο:

$$\text{Αξία Επιχείρησης} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_{\text{προς την επιχείρηση}}}{(1 + WACC)^t}$$

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να αναφέρουμε ότι οι μέθοδοι των ταμειακών ροών στηρίζονται στις εξής παραδοχές (Λαζαρίδης, 2005):

1. Η επιχείρηση αξίζει όσο και οι προεξοφλημένες ταμειακές ροές
2. Ο υπολογισμός ενός ή περισσότερων συνδυασμών συντελεστών προεξόφλησης είναι δυνατός
3. Η επιχείρηση δεν είναι μόνο τα πάγια στοιχεία του ενεργητικού, αλλά και μια σειρά από άλλα στοιχεία που αφορούν γενικά τη λειτουργία της, όπως τις ευκαιρίες, τη δυναμικότητα, τα συγκριτικά της πλεονεκτήματα κ.α.

4. Οι πληροφορίες που παρέχουν οι καταστάσεις των ταμειακών ροών είναι περισσότερες και καλύτερες ποιοτικά απ' ό τι οι υπόλοιπες, όπως τον τρόπο ανεύρεσης κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση των κεφαλαιακών δαπανών της επιχείρησης, τις χρήσεις κεφαλαίων και τις συνολικές δραστηριότητες της επιχείρησης που δημιουργούν θετική ταμειακή ροή ή όχι κτλ.
5. Η πρόβλεψη των ταμειακών ροών είναι δυνατή με την προβολή και εκτίμηση των λογιστικών και οικονομικών γεγονότων στο μέλλον, με βάση συγκεκριμένες και καλά ορισμένες υποθέσεις.

2.2 Λειτουργικές και Ελεύθερες Ταμειακές Ροές¹

Η δημιουργία σταθερών και αυξανόμενων κερδών, αφορούν στα λογιστικά κέρδη που εμφανίζονται στις οικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης και όχι στην ικανότητα παραγωγής ταμειακών ροών, δηλαδή πραγματικών ροών σε μετρητά. Η ικανότητα παραγωγής ταμειακών ροών αντί κερδών αποτελεί μια πιο ορθολογική επιλογή για την εκτίμηση της οικονομικής κατάστασης της επιχείρησης, καθώς δεν επηρεάζεται από λογιστικά μεγέθη όπως οι αποσβέσεις.

Ειδικότερα, οι λειτουργικές ταμειακές ροές (Operating Cash Flow – OCF) υπολογίζονται με βάση τον τύπο:

$$OCF = \text{Λειτουργικά κέρδη} + \text{Αποσβέσεις} - \text{Φόροι} \pm \text{Αλλαγές στο Κεφάλαιο Κίνησης}$$

$$= EBIT (1-t) + \text{Αποσβέσεις} \pm \text{Αλλαγές στο Κεφάλαιο Κίνησης}$$

Το Κεφάλαιο Κίνησης είναι ίσο με το Κυκλοφορούν Ενεργητικό μείον τις Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις και αποτελεί το κεφάλαιο που χρειάζεται η επιχείρηση για να λειτουργήσει. Είναι ιδιαίτερα σημαντικό διότι το κεφάλαιο αυτό μετασχηματίζεται από ένα λογαριασμό του κυκλοφορούντος ενεργητικού σε ένα λογαριασμό βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων και το αντίστροφο, ενώ παράλληλα μας βοηθά να ανιχνεύσουμε την χρηματοοικονομική ισορροπία του ισολογισμού και να μελετήσουμε τη ρευστότητα. Αν το κεφάλαιο κίνησης είναι πολύ μικρό εγκυμονεί κινδύνους παύσης πληρωμών ή μεγάλου χρηματοοικονομικού κόστους, ενώ αν είναι περισσότερο απ' όσο χρειάζεται δείχνει κακή χρήση κεφαλαίων και μικρή αποδοτικότητα.

Σκοπός των λειτουργικών κερδών είναι να γίνει μια εκτίμηση της πραγματικής αποτελεσματικότητας της επιχείρησης ως προς το βασικό λειτουργικό της αντικείμενο και για το

¹ Πληροφορίες από το Damodaran (2014)

λόγο αυτό αποκλείονται κατά τον υπολογισμό τους όλες οι επενδυτικές και χρηματοοικονομικές δραστηριότητες της επιχείρησης. Κατ' επέκταση, σκοπός των λειτουργικών ροών (OCF) είναι να καλύψουν τα λειτουργικά έξοδα της επιχείρησης, να χρηματοδοτήσουν τις μελλοντικές επενδυτικές της δραστηριότητες και να ικανοποιήσουν τις δανειακές της ανάγκες, την πληρωμή των μερισμάτων και την πιθανή εξαγορά των μετοχών.

Στο ίδιο περίπου σκεπτικό βρίσκεται και η εκτίμηση των ελεύθερων ταμειακών ροών (FCF):

$$FCF = OCF - Capex$$

Σε αντίθεση με τις λειτουργικές, οι ελεύθερες ταμειακές ροές έχουν το πλεονέκτημα να περιλαμβάνουν όλες τις ταμειακές ροές που είναι διαθέσιμες για την ικανοποίηση τόσο των μετόχων όσο και των κατόχων τίτλων χρέους της επιχείρησης. Η θετική ελεύθερη ταμειακή ροή είναι το ποσό που είναι διαθέσιμο για τις επιχειρησιακές δραστηριότητες, μετά από την αφαίρεση των χρηματοοικονομικών και επενδυτικών απαιτήσεων για τη διατήρηση της παραγωγικής δυναμικότητας.

2.3 Υπολογισμός των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών²

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές προς την επιχείρηση (Free Cash Flow to the Firm – FCFF) είναι οι διαθέσιμες ταμειακές ροές μετά την κάλυψη των λειτουργικών εξόδων και των αναγκαίων επενδύσεων σε κεφάλαιο κίνησης και πάγιο εξοπλισμό, δηλαδή οι ταμειακές ροές από τις λειτουργικές δραστηριότητες της επιχείρησης μείον τις δαπάνες κεφαλαίου. Αφορούν και τις τρεις κατηγορίες μετόχων, δηλαδή τους κάτοχους κοινών μετοχών, ομολόγων και προνομιούχων μετοχών, οι οποίοι αποτελούν τους προμηθευτές του κεφαλαίου της επιχείρησης. Με τον όρο *ελεύθερες ταμειακές ροές προς τους μετόχους* (Free Cash Flow to Equity) αναφερόμαστε στις ταμειακές ροές από τις λειτουργικές δραστηριότητες της επιχείρησης μείον τις δαπάνες κεφαλαίου και τις υποχρεώσεις προς τους δανειστές.

Ειδικότερα, καθώς οι FCFF είναι οι ταμειακές ροές μετά φόρων προς όλους τους μετόχους της επιχείρησης, η αξία της βρίσκεται στην προεξόφληση των FCFF με το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC). Συνεπώς, αν αφαιρέσουμε από την αξία της επιχείρησης τις υποχρεώσεις της θα έχουμε την αξία των ίδιων κεφαλαίων.

² Πληροφορίες από τους Stowe, Robinson, Pinto&McLeavey (2007)

Παρούσα Αξία FCFF

Η FCFF εκτιμά την αξία της επιχείρησης ως την παρούσα αξία των μελλοντικών FCFF προεξοφλημένων με το σταθμισμένο μέσο κόστος κεφαλαίου (WACC)

$$\text{Αξία της Επιχείρησης} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF}{(1+WACC)^t}$$

Χρησιμοποιώντας το WACC δίνεται η συνολική αξία των κεφαλαίων της εταιρείας, αφού η FCFF αποτελεί την ταμειακή ροή για όλους τους προμηθευτές κεφαλαίου. Έτσι, η αξία των Ίδιων Κεφαλαίων προκύπτει από την αξία της εταιρείας μείον την αξία αγοράς του χρέους της

$$\text{Καθαρή Αξία} = \text{Αξία Εταιρείας} - \text{Αγοραία Αξία Χρέους}$$

Διαιρώντας το συνολικό ύψος των Ίδιων Κεφαλαίων με τον αριθμό των μετοχών παίρνουμε την τιμή ανά μετοχή. Το WACC είναι ο σταθμισμένος μέσος όρος των μετά φόρων απαιτούμενων ποσοστών απόδοσης για το χρέος και τα Ίδια Κεφάλαια, όπου οι σταθμίσεις είναι οι ανάλογες της συνολικής αξίας αγοράς της επιχείρησης από κάθε πηγή, το χρέος και τα Ίδια Κεφάλαια. Ο τύπος είναι ο εξής:

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

Όπου r_e = κόστος Ίδιων Κεφαλαίων

r_d = κόστος ξένων κεφαλαίων ή δανεισμού της εταιρείας

T_c = φορολογικός συντελεστής

D = δανεισμός/ χρέος

E = Ίδια Κεφάλαια

C = σύνολο παθητικού

2.3.1 Μοντέλο Ανάπτυξης FCFF ενός Σταδίου

Το κύριο χαρακτηριστικό του μοντέλου FCFF ενός σταδίου είναι το ότι οι ελεύθερες ταμειακές ροές αναπτύσσονται με σταθερό ρυθμό. Πιο συγκεκριμένα, υποθέτουμε ότι οι FCFF αυξάνονται με σταθερό ρυθμό g και είναι ίση με:

$$FCFF_t = FCFF_{t-1} * (1 + g)$$

Έτσι, η αξία της επιχείρησης θα ισούται με: $Aξία\ της\ Επιχείρησης = \frac{FCFF_t}{WACC-g} = \frac{FCFF_0*(1+g)}{WACC-g}$

Το προεξοφλητικό επιτόκιο (r) είναι το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης των ίδιων κεφαλαίων, ωστόσο στο σημείο αυτό θα πρέπει να αναφέρουμε ότι ο ρυθμός ανάπτυξης των FCFF συχνά δεν είναι ο ίδιος.

2.3.2 Μοντέλο Ανάπτυξης FCFF δύο Σταδίων

Σε αντίθεση με το μοντέλο του ενός σταδίου, όπου υποθέτουμε ότι οι ταμειακές ροές αναπτύσσονται με ένα σταθερό ρυθμό ανάπτυξης γκαθ' όλη την περίοδο της αποτίμησης, στο μοντέλο των δυο σταδίων, υπάρχει στο πρώτο στάδιο ένας σταθερό ρυθμός g1 σύμφωνα με τον οποίο αναπτύσσονται τα χρηματοοικονομικά μεγέθη της επιχείρησης για κάποια έτη, ενώ στο δεύτερο στάδιο θέτουμε ένα δεύτερο μακροπρόθεσμο σταθερό ρυθμό ανάπτυξης g2. Έτσι, ο ρυθμός ανάπτυξης μιας βιομηχανίας που βρίσκεται σε ύφεση θα είναι ελαφρώς χαμηλότερος από τον ρυθμό ανάπτυξης του ΑΕΠ, ενώ αντίθετα, ο ρυθμός ανάπτυξης μιας βιομηχανίας που προβλέπεται να αναπτυχθεί στο μέλλον περισσότερο θα είναι ελαφρώς υψηλότερος από το ρυθμό ανάπτυξης του ΑΕΠ.

2.4 Υπολειμματική Αξία

Η πρόβλεψη των σχετικών ροών για ένα χρονικό διάστημα και ο υπολογισμός της παρούσας αξίας αποτελούν κοινό χαρακτηριστικό γνώρισμα όλων των απόλυτων μεθόδων αποτίμησης. Καθώς, όμως, η επιχείρηση συνεχίζει τη λειτουργία της και μετά το πέρας της περιόδου πρόβλεψης, η οποία είναι συνήθως από 5 με 10 έτη, είναι αναγκαίος ο υπολογισμός της αξίας και για την υπόλοιπη μελλοντική περίοδο, δηλαδή ο υπολογισμός της υπολειμματικής αξίας. Ο υπολογισμός αυτός εμπεριέχει μεγάλο ποσοστό κινδύνου και αβεβαιότητας λόγω του μακροχρόνιου ορίζοντα υλοποίησης και για το λόγο αυτό η πρόβλεψη της μελλοντικής πορείας των ταμειακών ροών πέρα της αρχικής περιόδου πρόβλεψης απαιτεί εμπειρία και γνώση. Η υπερεκτίμηση των μελλοντικών δυνατοτήτων θα οδηγήσει στον υπολογισμό μεγαλύτερης παρούσας αξία, ενώ αντίθετα η υποεκτίμηση των μελλοντικών δυνατοτήτων θα οδηγήσει στον υπολογισμό μικρότερης παρούσας αξίας. Η υπολειμματική αξία ισούται με την ταμειακή ροή του τελευταίου έτους συνυπολογίζοντας ένα ρυθμό αύξησης για τα επόμενα έτη:

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

Όπου t είναι το τελευταίο έτος της περιόδου πρόβλεψης, CF είναι οι αναλογούσες ταμειακές ροές (OCF ή FCF), g είναι το ποσοστό αύξησης και r είναι το προεξοφλητικό επιτόκιο. Συνεπώς, η υπολειμματική αξία ισούται με την ταμειακή ροή του τελευταίου έτους λαμβάνοντας υπόψη το ρυθμό αύξησης των μελλοντικών ετών.

2.5 Προεξοφλητικό Επιτόκιο³

Το προεξοφλητικό επιτόκιο παίζει σημαντικό ρόλο στη διαδικασία αποτίμησης και η σωστή εκτίμηση του δεν είναι καθόλου εύκολη υπόθεση, καθώς επηρεάζει όλους τους υπολογισμούς. Παράλληλα, θα πρέπει να εμπεριέχει το πραγματικό κόστος ευκαιρίας που αναλαμβάνει ο εκάστοτε επενδυτής που επενδύει στη συγκεκριμένη επιχείρηση. Υπολογίζεται βάση ενός μεσοσταθμικού ποσοστού που καλύπτει το κόστος τόσο των ίδιων, όσο και των ξένων κεφαλαίων της επιχείρησης και γίνεται μετά την αφαίρεση των φόρων:

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

Το μεσοσταθμικό ποσοστό δεν παραμένει σταθερό κατά τη διάρκεια της περιόδου εκτίμησης, αλλά υπάρχουν ποικίλοι εξωτερικοί παράγοντες που το επηρεάζουν άμεσα, όπως το επίπεδο επιτοκίων, ο πληθωρισμός και οι γενικότερες μακροχρόνιες συγκυρίες. Για να μπορέσουμε, ωστόσο, να υπολογίσουμε το κόστος των ίδιων κεφαλαίων, χρησιμοποιούμε το θεωρητικό μοντέλο αποτίμησης κεφαλαιουχικών στοιχείων Capital Asset Pricing Model (CAPM), σύμφωνα με το οποίο:

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

Όπου R_f το επιτόκιο άνευ κινδύνου, β ο συστηματικός κίνδυνος της μετοχής και R_m η μέση απόδοση της αγοράς. Έτσι, ο εκάστοτε επενδυτής προσδοκά μια μεγαλύτερη απόδοση από μια μετοχή όσο μεγαλύτερος είναι ο συστηματικός κίνδυνος (β) προκειμένου να αμειφθεί για τον κίνδυνο που αναλαμβάνει. Η διαφορά $R_m - R_f$ είναι το ασφάλιστρο αγοράς (risk premium) και αντιπροσωπεύει την υπεραπόδοση/ υποαπόδοση της αγοράς, στην οποία διαπραγματεύεται η μετοχή.

Παράλληλα, για να υπολογίσουμε το κόστος των δανειακών κεφαλαίων (r_d) θα πρέπει να ληφθούν υπόψη όλες οι δαπάνες που δημιουργούνται στην επιχείρηση ως αποτέλεσμα των

³Πληροφορίες στο Βασιλείου & Ηρειώτη (2008)

ξένων κεφαλαίων που χρησιμοποιεί. Για το λόγο αυτό χρησιμοποιούμε το λογαριασμό Χρεωστικοί Τόκοι και Συναφή Έξοδα από τα ετήσια Αποτελέσματα Χρήσης σε σχέση με τα συνολικά δανειακά κεφάλαια που υφίστανται:

$$\text{Μέσο Επιτόκιο } (r_d) = \frac{\text{Χρεωστικοί Τόκοι}}{\text{Δανειακά Κεφάλαια}}$$

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3ο

3. Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ JUMBO Α.Ε.Ε.

3.1 Βασικά Στοιχεία Εταιρείας JUMBO Α.Ε.Ε.⁴

Η JUMBO Α.Ε.Ε. είναι μία ανώνυμη εμπορική εταιρεία που ιδρύθηκε το 1986 (ΦΕΚ 3234/26.11.1986) με αρχική διάρκεια τριάντα χρόνια (30), ενώ στη συνέχεια η διάρκεια της εταιρείας παρατάθηκε σε εβδομήντα χρόνια (70) από την καταχώρησή της στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιρειών. Η κύρια δραστηριότητα της εταιρείας είναι η λιανική πώληση παιχνιδιών, βρεφικών ειδών, εποχιακών ειδών, ειδών διακόσμησης και ειδών βιβλιοχαρτοπωλείου και εμπίπτει στον κλάδο «Λοιπό λιανικό εμπόριο καινούργιων ειδών σε ειδικευμένα καταστήματα». Μικρό τμήμα των δραστηριοτήτων της αποτελεί και η χονδρική εμπορεία παιχνιδιών και συναφών ειδών σε τρίτους. Από 19/7/1997, η εταιρεία είναι εισηγμένη Εταιρεία στο Χρηματιστήριο Αθηνών, ενώ από τον Ιούνιο του 2010 συμμετέχει στο δείκτη FTSE/X.A. 20.

Μέσα στα 31 χρόνια λειτουργίας της, η Εταιρεία εξελίχθηκε σε μία από τις μεγαλύτερες επιχειρήσεις λιανικής πώλησης. Διαθέτει 73 καταστήματα καθώς και το ηλεκτρονικό κατάστημα e-shop σε Ελλάδα, Κύπρο, Βουλγαρία και Ρουμανία. Από αυτά, τα 51 βρίσκονται στην ελληνική επικράτεια, 5 στην Κύπρο, 9 στην Βουλγαρία και 8 στη Ρουμανία. Ο όμιλος απασχολεί 5.690 άτομα, εκ των οποίων 4.898 μόνιμο προσωπικό και 792 έκτακτο προσωπικό. Ειδικότερα, η Μητρική εταιρεία απασχολεί συνολικά 3.766 άτομα εκ των οποίων 3.292 μόνιμο προσωπικό και 474 έκτακτο προσωπικό, η Κυπριακή θυγατρική JUMBO TRADING LTD 612 άτομα (295 μόνιμο και 317 έκτακτο προσωπικό), η θυγατρική στη Βουλγαρία 650 άτομα μόνιμο προσωπικό και η θυγατρική στη Ρουμανία 662 άτομα (661 μόνιμο και 1 έκτακτο προσωπικό). Αναλυτικότερα, οι εταιρείες του Ομίλου είναι:

- JUMBO Α.Ε.Ε. (μητρική εταιρεία)
- JUMBO EC.B LTD (θυγατρική εταιρεία Βουλγαρίας)
- JUMBO TRADING L.T.D (θυγατρική εταιρεία Κύπρου)
- JUMBO EC.R SRL (θυγατρική εταιρεία Ρουμανίας)

⁴ Πληροφορίες στο <http://corporate.e-jumbo.gr/enimerosi-ependyton/oikonomikes-katastaseis/omilou-mitrikis/etisies-oikonomikes-katastaseis/>

- ASPETTO Ltd (θυγατρική εταιρεία στην Κύπρο)
- WESTLOOK SRL (θυγατρική της εταιρείας ASPETTO Ltd)
- Rimokin Properties Ltd (θυγατρική της εταιρείας Jumbo Trading Ltd)
- Geocam Holdings Limited (θυγατρική της εταιρείας Jumbo Trading Ltd)
- Geoform Limited(θυγατρική της εταιρείας Jumbo Trading Ltd)

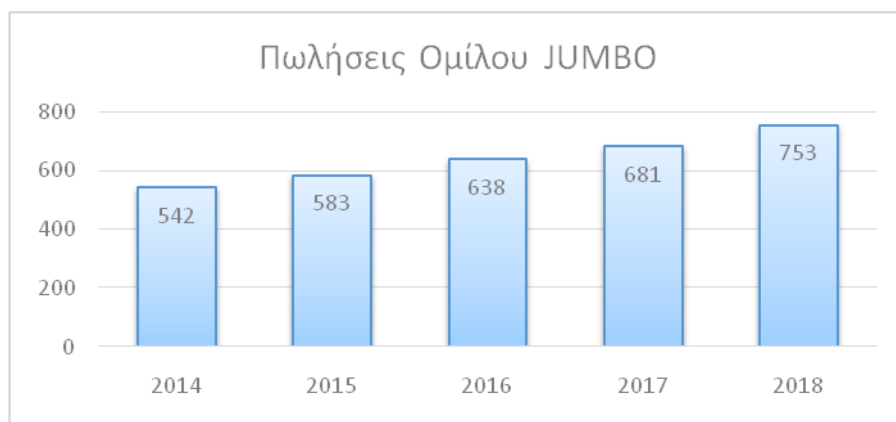
Η Εταιρεία, μέσω συνεργασιών, έχει παρουσία με καταστήματα που φέρουν το σήμα της Jumbo, σε τέσσερις χώρες και συγκεκριμένα στην ΠΓΔΜ (FYROM), στην Αλβανία, στο Κόσοβο, στη Σερβία και τη Βοσνία. Στο ίδιο πλαίσιο, η Διοίκηση της Εταιρείας είναι σε συνεχή αναζήτηση ευκαιριών για την επιπλέον αυτόνομη επέκτασή της και σε άλλες γειτονικές χώρες. Βασική επιδίωξη του ομίλου JUMBO είναι η διατήρηση και η περαιτέρω ισχυροποίηση της ηγετικής του θέσης, καθώς επίσης και η ενίσχυσή του στον τομέα λιανικής πώλησης παιχνιδιών, ειδών βρεφικής ανάπτυξης, ειδών δώρων, ειδών βιβλιοχαρτοπωλείου και λοιπών συναφών ειδών. Οι βασικότερες επιδιώξεις του Ομίλου είναι:

- η επέκταση και η βελτίωση του δικτύου διάθεσης,
- ο εμπλουτισμός της ποικιλίας των προϊόντων του, σύμφωνα με τις διαρκώς εξελισσόμενες τάσεις της αγοράς
- η καλύτερη εξυπηρέτηση των πελατών του και
- η διατήρηση των ανταγωνιστικών τιμών των προϊόντων του.

Ο όμιλος διαθέτει περισσότερα από 40,000 προϊόντα με μέση τιμή πώλησης 4.99€, ενώ διαθέτει τις μεγαλύτερες και πιο σύγχρονες αποθήκες στα Βαλκάνια, έκτασης περίπου 390.000 τ.μ., οι οποίες βρίσκονται σε Realtime επικοινωνία με τα καταστήματα λιανικής πώλησης. Εκτός από τη δημιουργία καταστημάτων, επομένως, δίνει έμφαση και στην οργάνωση των κατάλληλων και ασφαλών υποδομών, επενδύοντας σε σύγχρονους αποθηκευτικούς χώρους. Πιο συγκεκριμένα, στην Ελλάδα διαθέτει 14 ιδιόκτητα συγκροτήματα υπερσύγχρονων αποθηκευτικών χώρων, έναν ιδιόκτητο αποθηκευτικό χώρο στην Κύπρο και ένα μισθωμένο αποθηκευτικό χώρο στη Βουλγαρία.

Σύμφωνα με στοιχεία του Οκτωβρίου 2018, ο όμιλος JUMBO κατάφερε να αυξήσει τις πωλήσεις των προϊόντων του κατά 10,5% από την περσινή χρονιά, ενώ κατά την τελευταία πενταετία 2014-18, οι πωλήσεις του ομίλου σημείωσαν αύξηση κατά 38,7% (Πίνακας 3.1).

Πίνακας 3.1 Πωλήσεις Ομίλου Jumbo 2014 - 2018



Πηγή: http://corporate.e-jumbo.gr/uploads/158470/dbe5_jumbopresentation_october2018_gr.pdf

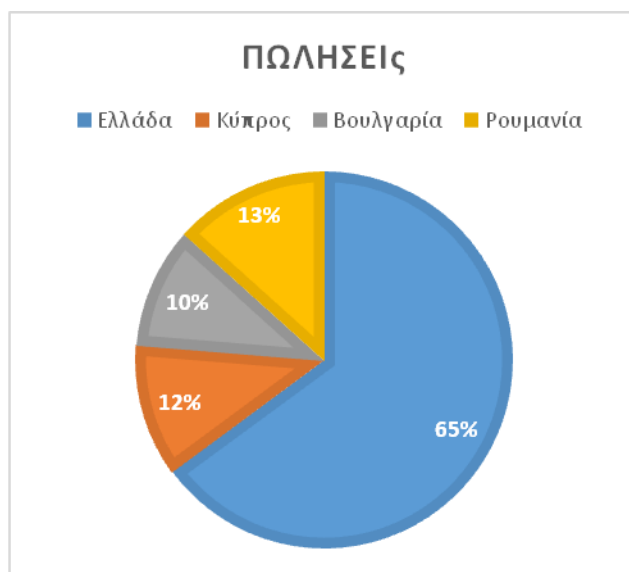
Ειδικότερα σε ότι αφορά τις πωλήσεις ανά κατηγορία προϊόντων, τα οικονομικά στοιχεία του 2018 μαρτυρούν ότι το 80% των πωλήσεων στηρίζεται στα είδη για το σπίτι, στα εποχιακά είδη και στα παιχνίδια (Πίνακας 3.2).

Πίνακας 3.2 Πωλήσεις Ομίλου Jumbo Ανά Κατηγορία για το έτος 2018



Πηγή: http://corporate.e-jumbo.gr/uploads/158470/dbe5_jumbopresentation_october2018_gr.pdf

Πίνακας 3.3 Γεωγραφική Κατανομή Πωλήσεων Ομίλου Jumbo για το έτος 2018



Πηγή:<http://corporate.e-jumbo.gr/enimerosi-ependyton/oikonomikes-katastaseis/omilou-mitrikis/etisies-oikonomikes-katastaseis/>

Ο Όμιλος αναγνωρίζει τέσσερις γεωγραφικούς τομείς Ελλάδα, Κύπρο, Βουλγαρία και Ρουμανία ως λειτουργικούς τομείς. Οι ανωτέρω γεωγραφικοί τομείς είναι αυτοί που χρησιμοποιούνται από την Διοίκηση της επιχείρησης για εσωτερικούς σκοπούς. Οι στρατηγικές αποφάσεις της διοίκησης λαμβάνονται με βάση τα λειτουργικά αποτελέσματα του κάθε παρουσιαζόμενου τομέα, τα οποία χρησιμοποιούνται για την μέτρηση της αποδοτικότητάς τους. Σε γενικές γραμμές, σε σχέση με την προηγούμενη χρήση 2016/17, η συνεισφορά των πωλήσεων της Ρουμανίας φαίνεται να αυξήθηκε τόσο στον κύκλο εργασιών του Ομίλου, όσο και στο EBITDA.

Ο τομέας της Ελλάδας αποτέλεσε το 64,91% του κύκλου εργασιών του Ομίλου και συνεισέφερε το 58,67% του EBITDA για τη χρήση 2017/18, ενώ την αντίστοιχη περσινή χρήση ο τομέας αυτός αποτελούσε το 69,05% και συνεισέφερε το 63,40% αντίστοιχα. Ο τομέας της Κύπρου αποτέλεσε για τη χρήση 2017/18 το 11,37% του κύκλου εργασιών του Ομίλου και συνεισέφερε το 14,21% του EBITDA, ενώ κατά την προηγούμενη χρήση ο τομέας αυτός αποτελούσε το 11,84% και συνεισέφερε το 14,98% αντίστοιχα. Ο τομέας της Βουλγαρίας αποτέλεσε το 10,36% του κύκλου εργασιών του Ομίλου και συνεισέφερε το 10,46% του EBITDA για την χρήση 2017/18, ενώ για την αντίστοιχη χρήση 2016/17 ο τομέας αυτός αποτελούσε το 9,49% και

συνεισέφερε το 9,29% αντίστοιχα. Τέλος, ο τομέας της Ρουμανίας διαφοροποίησε τη συνεισφορά του στην χρήση 2017/18 αυξάνοντας στο 13,35% του κύκλου εργασιών του Ομίλου σε σχέση με το 9,63% της προηγούμενης χρήσης και συνεισέφερε το 16,66% του EBITDA σε σχέση με το 12,33% της προηγούμενης χρήσης.

3.2 Οικονομικό Μακρο-Περιβάλλον

Η Ελληνική Οικονομία από το 2008 βρίσκεται σε μια πολύ δύσκολη περίοδο. Για έξι συνεχόμενα έτη το ΑΕΠ της μειωνόταν συνεχώς, ενώ οι μεγαλύτερες μεταβολές σημειώθηκαν από το 2010 έως το 2014, διάστημα κατά το οποίο το εισόδημα της χώρας μειώθηκε κατά 25%. Από το 2014 το ΑΕΠ της χώρας σημείωσε ελαφριά άνοδο κατά 0,8% γεγονός που οφείλεται στην αύξηση των εξαγωγών, αλλά και της ιδιωτικής κατανάλωσης. Η επιβολή των capitalcontrols, οδήγησαν το ΑΕΠ της χώρας σε μια σύντομη μείωση κατά περίπου 1,4% τον Ιούλιο του 2015. Η σταθερότητα που ακολούθησε από το 2015 μέχρι και το 2017 τόσο σε πολιτικό όσο και σε οικονομικό επίπεδο οδήγησε σε μια σταδιακή αύξηση του ΑΕΠ της χώρας και η επαναφορά του σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης, περίπου στο 1,5% (Διάγραμμα 3.1).

Διάγραμμα 3.1 Ετήσιος Ρυθμός Μεταβολής ΑΕΠ 2008 – 2017



Πηγή: <http://www.tradingeconomics.com/greece>

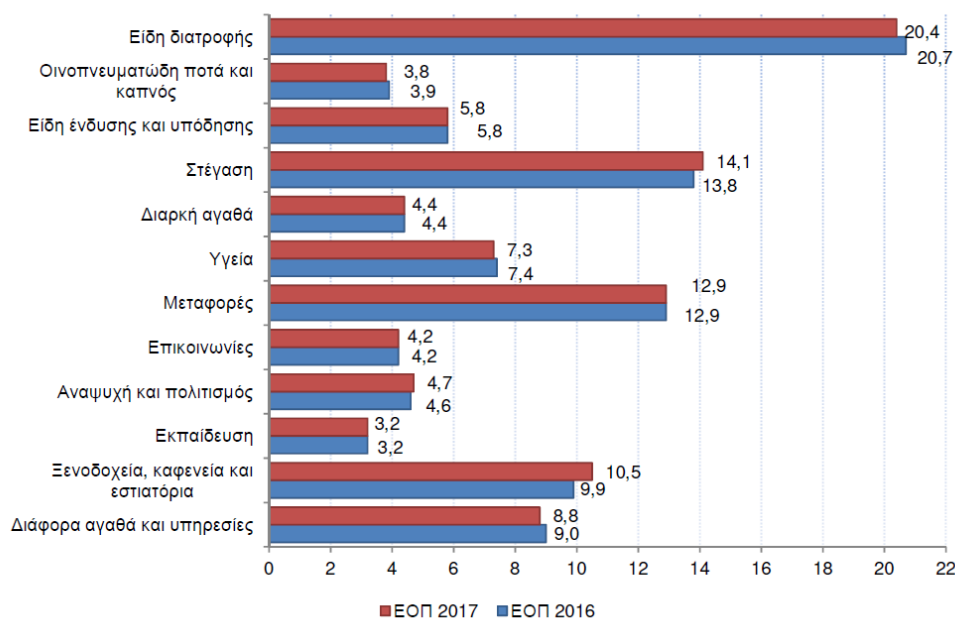
Στοιχεία της ΕΛ.ΣΤΑΤ για το 2017 έδειξαν ότι η τελική καταναλωτική δαπάνη σημείωσε αύξηση κατά 0,3% σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά, οι ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου μειώθηκαν κατά 6,1%, οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών αυξήθηκαν κατά 5% , ενώ

οι εισαγωγές μειώθηκαν κατά 0,4%. Η σταδιακή ανάκαμψη της οικονομίας της χώρας είχε σαν αποτέλεσμα τη μείωση του ποσοστού ανεργίας στο 21,5% το 2017, από το 27,9 που είχε σκαρφαλώσει το 2013.

Ειδικότερα, σε ότι αφορά τις δαπάνες που πραγματοποιούν τα ελληνικά νοικοκυριά, πρόσφατα στοιχεία της ΕΛ.ΣΤΑΤ. έδειξαν ότι η συνολική μηνιαία δαπάνη για το 2017, παρουσίασε αύξηση 1,0% σε σύγκριση με το 2016. Η μέση μηνιαία δαπάνη των νοικοκυριών για αγορές, κατά το 2017, κατέγραψε αύξηση 1,6% (22,06 ευρώ), σε σύγκριση με το 2016, ενώ η μέση συνολική δαπάνη για κάθε άτομο, το 2017, ανήλθε στα 547,51 ευρώ, καταγράφοντας αύξηση 1,6% (8,57 ευρώ), σε σύγκριση με το 2016.

Πιο συγκεκριμένα, για τα έτη 2016 και 2017, το μεγαλύτερο μερίδιο των δαπανών του μέσου προϋπολογισμού των νοικοκυριών αφορά στα είδη διατροφής (20,4%) και ακολουθούν η στέγαση (14,1%) και οι μεταφορές (12,9%), ενώ στις υπηρεσίες εκπαίδευσης αντιστοιχεί στο μικρότερο μερίδιο των δαπανών (3,2%) (Διάγραμμα 3.2).

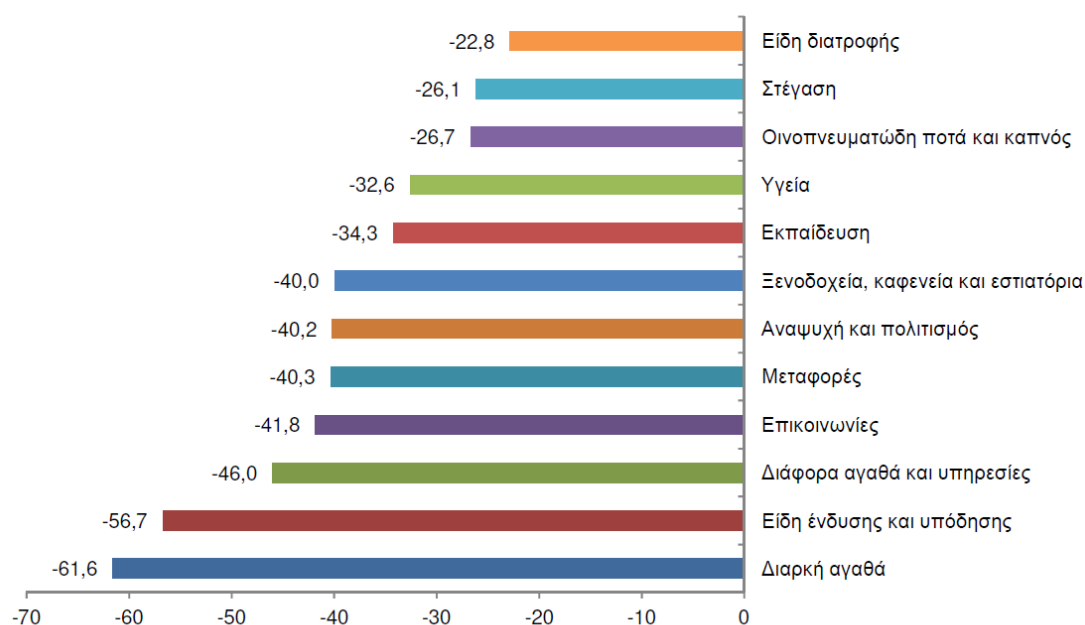
**Διάγραμμα 3.2 Ποσοστιαία Κατανομή Μηνιαίων Δαπανών Νοικοκυριών
2016 – 2017**



Πηγή: ΕΛ.ΣΤΑΤ.

Ωστόσο, από τα στοιχεία που προκύπτουν από τις έρευνες του 2008 και του 2017, οι μηνιαίες δαπάνες των νοικοκυριών για αγαθά και υπηρεσίες παρουσιάζουν μια πολύ διαφορετική εικόνα. Ειδικότερα, η μεγαλύτερη μείωση, τόσο σε τρέχουσες όσο και σε σταθερές τιμές 2017, παρατηρείται στη δαπάνη για διαρκή αγαθά (58,6% και 61,6%, αντίστοιχα), ενώ η μικρότερη μείωση (16,9%) παρατηρείται στα είδη διατροφής σε τρέχουσες τιμές και 22,8% σε σταθερές τιμές (Διάγραμμα 3.3).

**Διάγραμμα 3.3 Ποσοστιαία Κατανομή Μηνιαίων Δαπανών Νοικοκυριών
2008 – 2017**



Πηγή: ΕΛ.ΣΤΑΤ.

Ωστόσο, μια σειρά από περικοπές στις δημόσιες δαπάνες (όπως τη μείωση μισθών και συντάξεων) και η ταυτόχρονη αύξηση της φορολογίας (όπως την επιβολή ΕΝΦΙΑ, έκτακτης εισφοράς και τη μείωση των ορίων του αφορολόγητου) οδήγησε σε συρρίκνωση του διαθέσιμου εισοδήματος της ελληνικής οικογένειας και δημιούργησε προβλήματα ρευστότητας σε πολλές επιχειρήσεις. Το σημαντικότερο, όμως πρόβλημα που δημιουργήθηκε είναι η αστάθεια στην αγορά και η συνεπακόλουθη δυσπιστία των επενδυτών να χρηματοδοτήσουν οποιοδήποτε εγχείρημα στην Ελλάδα, γεγονός που δεν βοηθάει στην αναστροφή του κλίματος και στην περαιτέρω υποβοήθηση της ανάπτυξης. Έτσι, τα τελευταία χρόνια οι επενδύσεις περιορίστηκαν

σε ένα μικρό αριθμό, οι εισαγωγές εξακολουθούν να είναι περισσότερες από τις εξαγωγές και η οικονομία συνεχίζει να βρίσκεται σε ύφεση.

Όσον αφορά τον πληθωρισμό, η Ελλάδα βρέθηκε σε μια αποπληθωριστική περίοδο από το 2013 έως το 2016, όπου ο πληθωρισμός είχε σημειώσει ιστορική πτώση κατά 2,9%. Το 2017, ο πληθωρισμός άρχισε να σημειώνει άνοδο, με την τελευταία μέτρηση της Ελληνικής Στατιστικής Αρχής να δείχνει ότι οι τιμές αυξήθηκαν κατά 1,1%. Οι βασικότεροι τομείς που ασκούν πιέσεις για την μείωση των τιμών σε σχέση με το 2016 είναι ο τομέας της υγείας, τα διαρκή αγαθά, η στέγαση και οι δραστηριότητες αναψυχής, ενώ από την άλλη πλευρά, πιέσεις για άνοδο του πληθωρισμού ασκούν τα είδη πρώτης ανάγκης, οι μεταφορές, η εκπαίδευση, οι επικοινωνίες, η ένδυση και υπόδηση και ο τομέας του τουρισμού και της εστίασης (Διάγραμμα 3.4).

Διάγραμμα 3.4 Επίπεδα Πληθωρισμού 2008 – 2017

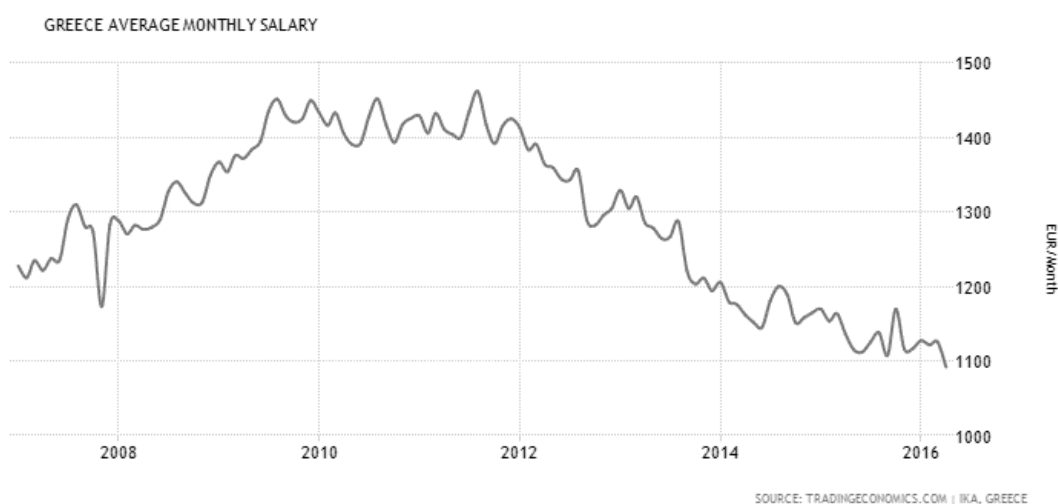


Πηγή: <http://www.tradingeconomics.com/greece>

Παρόλα αυτά, την αυξητική πορεία των παραπάνω μακροοικονομικών δεικτών, δεν φαίνεται να ακολουθεί ο μέσος μηνιαίος μισθός των εργαζομένων. Στο διάγραμμα 3.5, φαίνεται ξεκάθαρα η κατακόρυφη πτώση του μέσου μισθού από το 2012 μέχρι και σήμερα. Το 2011 ο μέσος μηνιαίος μισθός έφτασε στο ανώτατο σημείο στα 1462€, ενώ μέχρι το 2016 έφτασε στα 1092€ σημειώνοντας μείωση περίπου 34%. Η συνεχής και σταθερή πτώση του μέσου μισθού που οφείλεται σε μια σειρά από μέτρα, αντικατοπτρίζει το κλίμα αβεβαιότητας και δυσπιστίας που επικρατεί στη χώρα ειδικότερα από το 2014 έως και σήμερα.

Αν στα παραπάνω προσθέσουμε την αύξηση της φορολογίας στα κέρδη των επιχειρήσεων και τον φόρο στην ενέργεια που αποτελεί σημαντικό συντελεστή κόστους στην παραγωγική διαδικασία ειδικά του βιομηχανικού και όχι μόνο κλάδου, μπορούμε να κατανοήσουμε τις συνεχείς προκλήσεις που αντιμετωπίζουν οι εξαγωγικές επιχειρήσεις της χώρας. Τέλος, σημαντικά προβλήματα στις εξωστρεφείς επιχειρήσεις δημιουργεί το αυξημένο κόστος δανεισμού στην Ελλάδα, καθώς είναι πολύ υψηλότερο σε σχέση με το μέσο όρο της Ευρωζώνης και δεν ευνοεί τη δημιουργία συνθηκών ανταγωνισμού.

Διάγραμμα 3.5 Μέσος Μηνιαίος Μισθός 2007 – 2016



Πηγή: <http://www.tradingeconomics.com/greece>

3.3 Οικονομικά Στοιχεία Ομίλου JUMBO

Λαμβάνοντας υπόψη το ασταθές οικονομικό κλίμα που αντιμετωπίζει η χώρα ειδικότερα μετά την επιβολή των capitalcontrols, ο όμιλος JUMBO φαίνεται να αξιοποίησε κατάλληλα τα δυνατά του στοιχεία επιτυγχάνοντας εντυπωσιακές αυξήσεις όχι μόνο στις πωλήσεις, αλλά και στα κέρδη προ φόρων και τα καθαρά κέρδη που σημείωσε κατά την τελευταία πενταετία 2014-18. Σύμφωνα με τα οικονομικά στοιχεία που προκύπτουν από τις εκθέσεις του ομίλου, η JUMBOA.E.E. σημείωσε σταθερά κατά την τελευταία πενταετία αύξηση πωλήσεων, με μέσο όρο 8,5%. Παράλληλα, κατάφερε να αυξήσει τα Κέρδη προ φόρων από 130 εκατ. € το 2014, στα

198 εκατ. € το 2017 και τα καθαρά του κέρδη από 101 εκατ. € το 2014, στα 151 εκατ. € το 2017, σημειώνοντας αύξηση της τάξης του 52,3% και 50% αντίστοιχα (Πίνακας 3.3).

Στο σημείο αυτό, θα πρέπει να σημειώσουμε ότι ο όμιλος JUMBO λειτουργεί έχοντας ως κύκλο εταιρικής χρήσης όχι το οικονομικό έτος από 1^η Ιανουαρίου έως 31^η Δεκεμβρίου, αλλά από την 1η Ιουλίου του έτους X έως την 31^η Ιουνίου του έτους X+1. Ο λόγος που ο όμιλος λειτουργεί με τον τρόπο αυτό είναι για να αποφύγει την ισχυρή εποχικότητα που παρουσιάζουν τα προϊόντα του κατά την περίοδο των Χριστουγέννων και της Πρωτοχρονιάς.

Πίνακας 3.3 Κατάσταση Αποτελεσμάτων πενταετίας 2014-18

Jumbo (€ εκατ) Συνοπτική Κατάσταση αποτελεσμάτων	2014	2015	2016	2017	2018
Κύκλος Εργασιών	542 7,9%	583 7,5%	638 9,4%	681 6,9%	753 10,5%
Κόστος Πωληθέντων	(254)	(273)	(300)	(326)	(358)
Μικτό Κέρδος	288 9,5%	310 7,6%	338 9,1%	355 5,2%	395 11,2%
% Περιθώριο κέρδους	53,1%	53,2%	53,0%	52,2%	52,5%
Άλλα έσοδα/ (έξοδα) εκμετάλλευσης	(2)	(2)	(2)	(1)	0
Έξοδα διοίκησης και διάθεσης	(140) 9,2%	(148) 6,0%	(152) 2,7%	(159) 4,8%	(174) 9,3%
ΕΒΙΤΔΑ	146 32,6%	159 8,7%	184 15,3%	195 6,1%	221 13,5%
% Περιθώριο κέρδους	27,0%	27,3%	28,8%	28,6%	29,4%
Αποσβέσεις	(19)	(21)	(23)	(23)	(25)
Λειτουργικά κέρδη	127 38,8%	138 8,5%	161 16,7%	172 6,7%	197 14,4%
% Περιθώριο κέρδους	23,5%	23,7%	25,3%	25,2%	26,1%
Χρηματοοικονομικά έσοδα/έξοδα	3	(1)	4	2	1
Προ φόρων κέρδη	130 35,8%	137 5,4%	165 20,6%	173 5,0%	198 14,1%
Φόροι	(29)	(32)	(44)	(42)	(47)
Καθαρά Κέρδη	101 36,9%	105 3,5%	121 15,7%	131 8,0%	151 15,3%
% Περιθώριο κέρδους	18,7%	18,0%	19,0%	19,2%	20,1%

Πηγή: <http://corporate.e-jumbo.gr/enimerosi-ependyton/oikonomikes-katastaseis/omilou-mitrikis/etisies-oikonomikes-katastaseis/>

Όλα τα παραπάνω συνέβαλαν στην περαιτέρω αύξηση των ταμειακών διαθεσίμων του ομίλου, από τα 287,6 εκατ. € το 2014, στα 436,9 εκατ. € το 2017, σημειώνοντας αύξηση 52%. Το συνολικό ενεργητικό του ομίλου αυξήθηκε κατά 32%, τόσο λόγω της αύξησης των ταμειακών διαθεσίμων κατά 52% και των αποθεμάτων κατά 33%, όσο και λόγω της ταυτόχρονης μείωσης των επενδύσεων της εταιρίας σε ακίνητα και αξιόγραφα. Ωστόσο, εκείνο που παρατηρούμε είναι ότι ο όμιλος είναι σημαντικά εκτεθειμένος στον εξωτερικό δανεισμό, καθώς αύξησε σε πολύ μεγάλο βαθμό τις καθαρές δανειακές του υποχρεώσεις κατά την τελευταία πενταετία από 122,5 εκατ. € το 2014, στα 287,3 εκατ. € το 2017, σημειώνοντας αύξηση 132% (Πίνακας 3.4).

Πίνακας 3.4 Κατάσταση Οικονομικής Θέσης πενταετίας 2014-18

Jumbo (€ εκατ) Συνοπτική Κατάσταση Οικονομικής Θέσης					
	2014	2015	2016	2017	2018
Ταμειακά διαθέσιμα	287,6	298,9	394,7	366,0	436,9
Πελάτες και λοιπές απαιτήσεις	30,7	15,5	32,6	34,6	32,7
Αποθέματα	186,2	197,8	196,8	239,2	247,8
Λοιπές απαιτήσεις	25,8	33,3	44,5	70,2	72,5
Λοιπά κυκλοφοριακά στοιχεία του ενεργητικού	5,5	5,8	2,2	3,2	2,0
Αξίόγραφα για εμπορικούς σκοπούς	8,6	5,9	8,2	0,0	0,0
Βραχυπρόθεσμες δεσμευμένες καταθέσεις	7,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Ενσώματες ακινητοποιήσεις	445,9	497,9	498,8	514,9	542,5
Άλλες μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	22,6	17,8	17,1	16,5	15,9
Επενδύσεις σε ακίνητα	6,5	6,1	5,7	5,4	5,0
Χρηματοοικονομικά στοιχεία διαθέσιμα προς πώληση	6,5	10,4	7,9	8,6	6,1
Μακροπρόθεσμες δεσμευμένες τραπεζικές καταθέσεις	0,9	1,0	1,0	0,9	0,9
Σύνολο Ενεργητικού	1.033,9	1.090,3	1.209,4	1.259,6	1.362,1
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	52,2	51,4	39,1	39,8	40,3
Τρέχουσες φορολογικές υποχρεώσεις	38,6	40,0	51,4	49,4	49,8
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	21,1	29,2	37,9	29,8	30,3
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις πληρωτέες την επόμενη χρήση	1,4	0,0	0,0	0,0	144,7
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	20,0	2,9	0,2	14,8	4,9
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	143,7	143,9	144,2	144,4	0,0
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	12,4	25,7	21,1	19,6	33,6
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	744,5	797,2	915,6	961,7	1.058,5
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων και υποχρεώσεων	1.033,9	1.090,3	1.209,4	1.259,6	1.362,1
Καθαρές δανειακές υποχρεώσεις	(122,5)	(152,1)	(250,4)	(206,8)	(287,3)

Πηγή: <http://corporate.e-jumbo.gr/en/imerosi-ependyton/oikonomikes-katastaseis/omilou-mitrikis/etisies-oikonomikes-katastaseis/>

3.4 Στοιχεία Αγοράς Παιχνιδιού στην Ελλάδα⁵

Στη σταθεροποίηση του μακροοικονομικού περιβάλλοντος προσβλέπει η ελληνική αγορά παιχνιδιού το 2018, έχοντας επιβεβαιώσει τη δυναμική της, καθώς διατήρησε την αξία της περίπου στα επίπεδα της προηγούμενης χρονιάς, σε μια περίοδο προκλήσεων για το λιανεμπόριο - το 2017 σημειώθηκε πτώση σε πολλούς κλάδους, αν και ο δείκτης κύκλου εργασιών της ΕΛ.ΣΤΑΤ. Οι μεγάλες αλυσίδες κερδίζουν σταθερά μερίδια από τις μικρές ανώνυμες επιχειρήσεις, κυρίως από το κανάλι της μικρής λιανικής, ψλικάτζιδικα και μεμονωμένα καταστήματα για είδη δώρων και παιχνίδια - αυτό είναι άλλωστε το κανάλι της αγοράς που αποδυναμώνεται όσο συνεχίζεται η συγκέντρωση στο οργανωμένο λιανεμπόριο.

⁵Πληροφορίες από δημοσίευμα Ναυτεμπορικής <https://www.naftemporiki.gr/afieromata/story/1332096/paixnidia-ta-isxura-diktua-kanoun-to-paixnidi>

Τα τελευταία χρόνια οι μεγάλες αλυσίδες επεκτείνονται πανελλαδικά, ενώ και τα μικρότερα δίκτυα επώνυμων παιχνιδάδικων ενισχύουν την παρουσία τους σε τοπικές αγορές, με αποτέλεσμα το παιχνίδι να αποκτά περισσότερα σημεία πώλησης και να διεισδύει σε ένα ευρύ φάσμα καταστημάτων του λιανεμπορίου και πέρα από τους παραδοσιακούς χώρους - από βιβλιοπωλεία και πολυκαταστήματα μέχρι αλυσίδες ηλεκτρονικών ειδών, supermarkets και περίπτερα.

Την τελευταία τριετία το μεγαλύτερο κομμάτι της πίτας μοιράζονται ισχυρά δίκτυα, τόσο νεοεισερχόμενα στην αγορά παιχνιδιού, όπως η Public που αναπτύσσει συστηματικά αυτή την κατηγορία προϊόντων, όσο και παραδοσιακά δίκτυα, από εξειδικευμένες αλυσίδες, όπως η αλυσίδα Μουστάκας που παραμένει αμιγώς παιχνιδάδικο, μέχρι την Jumbo, στο χαρτοφυλάκιο της οποίας τα είδη που απευθύνονται στο παιδί αντιστοιχούν στο 40%, την αλυσίδα Max Stores που εστιάζει ταυτόχρονα στα είδη βιβλιοπωλείου, και νέα concepts, όπως π.χ. η δανέζικη Tiger. Την ώρα όμως που οι εταιρείες αυτές βλέπουν τις πωλήσεις τους να αυξάνονται, σε πολλές περιπτώσεις με διψήφιο ρυθμό (π.χ. με βάση δημοσιευμένους ισολογισμούς 16,7% για την αλυσίδα Μουστάκας, 12,2% για τα Max Stores, 12% για τον όμιλο Jumbo στο α' εξάμηνο της νέας χρήσης 2017/2018 κ.ά.) στην υπόλοιπη αγορά συνεχίζεται η αναδιάρθρωση, με μικρές επιχειρήσεις να δίνουν μάχη επιβίωσης.

Μάλιστα η κλιμάκωση του ανταγωνισμού μεταξύ των μεγάλων δικτύων με προσφορές και προωθητικές ενέργειες δείχνει να τις εξαντλεί. Σύμφωνα με τον Ιωάννη Παπαδόπουλο, πρόεδρο του Συνδέσμου Ελλήνων Βιοτεχνών Παιδικών Παιχνιδιών και Αμαξών (ΣΕΒΠΠΑ), μεγάλο μέρος της αγοράς πουλούσε στο κόστος, σε μια προσπάθεια να διατηρήσει τα νούμερα της προηγούμενης οικονομικής χρήσης, με εύλογες όμως παρενέργειες στην κερδοφορία. Καθώς πιέζονται τα περιθώρια κέρδους, οι επιχειρηματίες του κλάδου τονίζουν ότι εάν η οικονομία δεν μπει σε τροχιά ανάπτυξης, η διαφαινόμενη αμυντική συμπεριφορά του κλάδου αντί να εξελιχθεί σε βιώσιμη ανάπτυξη είναι πολύ πιθανό να φέρει νέες περιπέτειες για τους επαγγελματίες.

Ας σημειωθεί ότι η αξία της αγοράς, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις, κυμαίνεται στα 250 - 260 εκατ. ευρώ και αναμένεται να αποκτήσει ανοδικό τέμπο μόνο εάν βελτιωθεί το οικονομικό κλίμα και σταθεροποιηθεί για εύλογο διάστημα το περιβάλλον. Προβληματισμός επικρατεί στους κόλπους της αγοράς και για τη συμπεριφορά του Έλληνα καταναλωτή σε σχέση με τη διαφαινόμενη

γεωπολιτική ένταση, ενώ αντίθετα η τουριστική κίνηση καλλιεργεί προσδοκίες για τόνωση της ζήτησης, δημιουργώντας αντίβαρο σε τυχόν πιέσεις από αστάθμητους παράγοντες.

Σημειώνεται ότι η Ε.Ε. είναι καθαρός εισαγωγέας παιχνιδιών, με εξαγωγές προς τρίτες χώρες πέντε φορές χαμηλότερες από τις αντίστοιχες εισαγωγές. Το 2016 η Ε.Ε. εισήγαγε παιχνίδια αξίας περίπου 7,2 δισ. ευρώ και εξήγαγε μόνο 1,5 δισ. ευρώ σε χώρες εκτός της Ε.Ε. Τα παιχνίδια που εισάγονται στην Ε.Ε. προέρχονται κυρίως από την Κίνα και σημείωσαν αύξηση κατά σχεδόν 70% τα τελευταία δέκα χρόνια. Η Κίνα αντιπροσωπεύει το 85% των εισαγωγών παιχνιδιών στην Ευρώπη αφήνοντας μακράν δεύτερο το Χονγκ Κονγκ με μερίδιο περίπου 4% και το Βιετνάμ με 2%. Επίσης πάνω από το ήμισυ των εισαγωγών παιχνιδιών στην Ε.Ε. κατευθύνθηκε στις αγορές του Ηνωμένου Βασιλείου (27%), της Γερμανίας (16%) και των Κάτω Χωρών (10%). Η Ε.Ε. εξάγει παιχνίδια κυρίως στην Ελβετία, τη Ρωσία και τις Ηνωμένες Πολιτείες. Μαζί αυτές οι χώρες αντιπροσωπεύουν σχεδόν το ήμισυ της αξίας των εξαγωγών. Πάνω από τα μισά παιχνίδια που εξάγονται από την Ε.Ε. προέρχονται από την Τσεχική Δημοκρατία και τη Γερμανία.

3.5 Διαφημιστικές Καμπάνιες

Για την προβολή της η Εταιρεία συνεργάζεται με διαφημιστική εταιρεία, η οποία αναλαμβάνει τις διαφημιστικές καμπάνιες στην τηλεόραση, καθώς και την παρουσία της στα μέσα κοινωνικής δικτύωσης. Οι διαφημιστικές καμπάνιες διαφέρουν ανάλογα με το κοινό, στο οποίο απευθύνονται, καθώς ιδιαίτερα εκείνες οι οποίες απευθύνονται σε παιδιά θα πρέπει να έχουν προσεκτικά μελετημένο περιεχόμενο και να προβάλλονται με συγκεκριμένο ωράριο. Τα κύρια θέματα προβολής της Εταιρείας, μέσω της διαφήμισης, είναι κυρίως η μεγάλη ποικιλία προϊόντων που διατίθενται στα καταστήματα, καθώς και οι ανταγωνιστικές τιμές αυτών. Σύμφωνα με τον κανονισμό λειτουργίας της Εταιρείας, οποιαδήποτε διαφήμιση από την Εταιρεία, σχετικά με τα προϊόντα, θα πρέπει να περιέχει ακριβή στοιχεία και να μην αποσιωπάται οποιοδήποτε στοιχείο απαραίτητο για την διαμόρφωση ορθής κρίσης από το κοινό.

Μετά τη μετατροπή των καταστημάτων της εταιρείας από παιχνιδάδικα σε πολυκαταστήματα και τη διεύρυνση του καταναλωτικού κοινού, η ανάγκη να προβάλλεται η χαμηλή τιμή των προϊόντων της εταιρείας αυξήθηκε κατακόρυφα. Τα Jumbo είναι φθηνά και χρησιμοποιούν

ποικίλες επικοινωνιακές καμπάνιες για να τονώσουν τη ζήτηση των προϊόντων τους και να δημιουργήσουν νέες ανάγκες στο ελληνικό καταναλωτικό κοινό που υπό άλλες συνθήκες ο "έλληνας της κρίσης" δεν θα είχε. Ωστόσο, στην προσπάθειά της να δημιουργήσει διαφημίσεις που θα εντυπωθούν στο μυαλό του καταναλωτή, η εταιρεία σε πολλές περιπτώσεις κατηγορήθηκε για τη φθηνή αισθητική και για το προσβλητικό περιεχόμενο των διαφημιστικών της σποτ⁶.

3.6 Προοπτικές Ομίλου

Ο Όμιλος έχει ηγετική θέση στη λιανική πώληση παιχνιδιών, ειδών βρεφανάπτυξης, ειδών δώρων, ειδών σπιτιού, βιβλιοχαρτοπωλείου κλπ. συναφών και ομοειδών ειδών και στόχος του είναι η διατήρησή της. Ως μέσα για την υλοποίηση του στόχου αυτού αποτελούν ο συνεχής εμπλουτισμός της ποικιλίας των εμπορευομένων προϊόντων της με βάση τις εξελίξεις και τις τάσεις της ζήτησης στις κατηγορίες που δραστηριοποιείται ο Όμιλος, η διατήρηση των τιμών των προϊόντων σε ανταγωνιστικά επίπεδα καθώς και η διαφήμιση της ισχυρής επωνυμίας.

Καθώς η Ελληνική αγορά συνεχίζει να διανύει μία περίοδο έντονης αβεβαιότητας, ο Όμιλος παρακολουθεί και εκτιμά συνεχώς τις εξελίξεις και ενημερώνει το επενδυτικό κοινό για κάθε επίδραση που οι διαμορφούμενες συνθήκες μπορεί να έχουν στη λειτουργία του, την οικονομική κατάσταση και τα αποτελέσματά του.

Όσον αφορά το δίκτυο καταστημάτων του Ομίλου:

Στην Ελλάδα, ο Όμιλος διαθέτει 51 καταστήματα, καθώς και το ηλεκτρονικό κατάστημα e-jumbo. Στόχος της Εταιρείας είναι η αποτελεσματικότερη διαχείριση του υπάρχοντος δικτύου και υποδομών της Εταιρείας μέσω της επαναξιολόγησης αλλά και αναβάθμισης των παλαιών καταστημάτων όπως είχε προαναγγελθεί καθώς και η επέκταση του δικτύου σε σημεία που δεν έχει ακόμα παρουσία η Εταιρεία τα επόμενα χρόνια. Για την οικονομική χρήση 2018/2019 έχει προγραμματιστεί η λειτουργία ενός νέου υπέρ-καταστήματος.

Στη Βουλγαρία, η θυγατρική εταιρεία «JUMBO EC.B LTD», διέθετε μέχρι την 30.06.2018 εννιά καταστήματα, και συγκεκριμένα τέσσερα στη Σόφια, ένα στο Plovdiv, ένα στην Varna, ένα στην

⁶Περισσότερες πληροφορίες στο <http://www.koutipandoras.gr/article/aoanath-ellhnikh-kakogoystia-h-alliws-jumbo>

πόλη Burgas, ένα στην πόλη Rousse και ένα στην πόλη Stara Zagora. Πρόθεση της εταιρείας είναι η προσθήκη ενός ακόμα καταστήματος μέσα στα επόμενα δύο χρόνια.

Στην Κύπρο, η θυγατρική εταιρεία JUMBO TRADING LTD, διαθέτει μέχρι την 30.06.2018 πέντε καταστήματα. Ένα στη Λευκωσία, ένα στη Λάρνακα, δύο στη Λεμεσό και ένα στην Πάφο. Πρόθεση της εταιρείας είναι η προσθήκη ενός ακόμα καταστήματος μέσα στα επόμενα δύο χρόνια στην Λευκωσία.

Στην Ρουμανία, η θυγατρική Εταιρεία «JUMBO EC.R SRL», διαθέτει μέχρι σήμερα έντεκα υπέρ-καταστήματα καθώς το Σεπτέμβριο του 2018 ξεκίνησε τη λειτουργία του το νέο υπερ-κατάστημα στην περιοχή του Βουκουρεστίου. Κατά συνέπεια μέχρι σήμερα λειτουργούν τέσσερα καταστήματα στο Βουκουρέστι, ένα στην Τιμισοάρα, ένα στην Οράντεα, ένα στην Αράντ, ένα στο Πλοϊέστι, ένα στο Πιτέστι, ένα στη Κωσταντζα και ένα στη Suceava. Στόχος της διοίκησης για την τρέχουσα οικονομική χρήση είναι η επένδυση σε δύο ακόμα νέα υπέρ-καταστήματα στη χώρα.

Επίσης η εταιρεία μέσω συνεργασιών, έχει παρουσία με καταστήματα που φέρουν το σήμα της JUMBO σε πέντε χώρες (ΠΓΔΜ, Αλβανία, Κόσσοβο, Σερβία και Βοσνία). Στην επόμενη οικονομική χρήση αναμένεται επέκταση του δικτύου καταστημάτων των συνεργατών στις χώρες που ήδη δραστηριοποιούνται.

3.7 Διαχείριση Κινδύνων⁷

Η Εταιρεία είναι εκτεθειμένη σε πολλαπλούς χρηματοοικονομικούς κινδύνους, όπως ο κίνδυνος της αγοράς (διακυμάνσεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες, τα επιτόκια, οι τιμές των προμηθευτών κ.λπ.), πιστωτικός κίνδυνος και κίνδυνος ρευστότητας. Το πρόγραμμα διαχείρισης κινδύνων στοχεύει στον περιορισμό της αρνητικής επίδρασης στα χρηματοοικονομικά αποτελέσματα της Εταιρείας που προκύπτει από την αδυναμία πρόβλεψης των χρηματοοικονομικών αγορών και τη διακύμανση στις μεταβλητές του κόστους και των πωλήσεων. Η πολιτική διαχείρισης κινδύνων εφαρμόζεται από την Διοίκηση, η οποία αξιολογεί τους κινδύνους που σχετίζονται με τις δραστηριότητες και τις λειτουργίες της Εταιρείας,

⁷Πληροφορίες από την τελευταία Οικονομική Έκθεση 2017/18 που δημοσίευσε ο όμιλος JUMBOA.E.E.
<http://corporate.e-jumbo.gr/enimerosi-ependyton/oikonomikes-katastaseis/omilou-mitrikis/oles-oi-etairies-125350/>

προβαίνει σε σχεδιασμό της μεθοδολογίας και επιλογή των κατάλληλων χρηματοοικονομικών προϊόντων για την μείωση των κινδύνων.

3.7.1 Τρέχουσες Συνθήκες Ελληνικής Οικονομίας

Η Ελλάδα έχει αντιμετωπίσει και συνεχίζει να αντιμετωπίζει σημαντικές δημοσιονομικές προκλήσεις και διαρθρωτικές αδυναμίες της οικονομίας της, οι οποίες δημιούργησαν ανησυχία για πιθανή έξοδο της χώρας από την Ευρωζώνη. Τυχόν αδυναμία βελτίωσης της Ελληνικής Οικονομίας, ή εάν επέλθει και άλλο πιστωτικό γεγονός σχετικό με το χρέος του Ελληνικού Δημοσίου ή περαιτέρω αναδιάρθρωσή του ή τυχόν έξοδος της χώρας από την Ευρωζώνη, ενδέχεται να επηρεάσουν αρνητικά τα αποτελέσματα και την χρηματοοικονομική θέση της Εταιρείας και κατ' επέκταση του Ομίλου, με τρόπο που δεν μπορεί επί του παρόντος να προβλεφθεί επακριβώς.

Παρά το ευμετάβλητο μακροοικονομικό και χρηματοοικονομικό περιβάλλον της Ελλάδας ο Όμιλος ανταποκρίθηκε επιτυχώς στις ιδιάζουσες επικρατούσες συνθήκες της Ελληνικής Οικονομίας σημειώνοντας κατά τη χρήση 2017/2018 αύξηση του κύκλου εργασιών κατά 10,55%, σε σχέση με την προηγούμενη οικονομική χρήση. Ο Όμιλος έχει σημαντική παρουσία στην Ελλάδα, ωστόσο λόγω της εξωστρέφειας του το 38,55% των εσόδων του αφορά τη δραστηριότητά του σε άλλες χώρες. Η Διοίκηση του Ομίλου εκτιμά διαρκώς την κατάσταση και τις πιθανές επιπτώσεις, και λαμβάνει όλα τα αναγκαία μέτρα για τη διατήρηση της βιωσιμότητας του Ομίλου και της Εταιρείας, την ελαχιστοποίηση τυχόν επιπτώσεων στις δραστηριότητες τους και την επέκταση των εργασιών τους στο παρόν επιχειρηματικό και οικονομικό περιβάλλον. Παρόλα αυτά, η βιωσιμότητα της Εταιρείας είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με την βιωσιμότητα της χώρας, στην προσπάθειά της για ανασυγκρότηση εντός της ευρωζώνης.

3.7.2 Συναλλαγματικός Κίνδυνος

Η Εταιρεία δραστηριοποιείται σε διεθνές επίπεδο και συνεπώς, είναι εκτεθειμένη σε κίνδυνο συναλλαγματικών ισοτιμιών που προκύπτουν κυρίως από το δολάριο των ΗΠΑ και από το Λέι Ρουμανίας (RON), λόγω της δραστηριοποίησης μέσω της θυγατρικής εταιρείας στην Ρουμανία. Η Εταιρεία αντιμετωπίζει τον κίνδυνο αυτό με την στρατηγική της έγκαιρης αποθεματοποίησης, η οποία παρέχει την δυνατότητα αγοράς αποθεμάτων με ευνοϊκότερες τιμές, ενώ δίνεται η δυνατότητα επανεξέτασης της εκάστοτε τιμολογιακής πολιτικής μέσω της κύριας

δραστηριότητάς της που είναι η λιανική πώληση. Εν τούτοις, σημαντικές διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών, δύναται να επιδράσουν αρνητικά στα αποτελέσματά της.

3.7.3 Κίνδυνος Επιτοκίου

Στις 21.05.2014 υπογράφηκε μεταξύ της μητρικής εταιρείας και χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, σύμβαση κάλυψης κοινού Ομολογιακού Δανείου, πενταετούς διάρκειας με ανώτατο ποσό μέχρι 145 εκατ. ευρώ. Εντός της κλειόμενης χρήσης τροποποιήθηκαν οι όροι δανεισμού με τη συναίνεση των ομολογιούχων με συνέπεια το περιθώριο επιτοκίου να μειωθεί κατά 75 μονάδες βάσης από 4% σε 3,25%.

3.7.4 Πιστωτικός Κίνδυνος

Το μεγαλύτερο μέρος των πωλήσεων της Εταιρείας είναι σε λιανικές πωλήσεις, οι οποίες πραγματοποιούνται ως επί τον πλείστον τοις μετρητοίς, οι δε πωλήσεις χονδρικής γίνονται σε πελάτες με αξιολογημένο ιστορικό πιστώσεων. Για τους πελάτες και τις λοιπές εμπορικές απαιτήσεις, η Εταιρεία δεν εκτίθεται σε σημαντικούς πιστωτικούς κινδύνους. Για την ελαχιστοποίηση του πιστωτικού κινδύνου σε διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα η Εταιρεία συναλλάσσεται μόνο με αναγνωρισμένα πιστωτικά ιδρύματα υψηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης.

3.7.5 Κίνδυνος Ρευστότητας

Η Εταιρεία διαχειρίζεται τις ανάγκες ρευστότητάς της με προσεκτική παρακολούθηση των χρεών, των μακροπρόθεσμων χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων, καθώς επίσης και των πληρωμών που πραγματοποιούνται καθημερινά. Η Εταιρεία διασφαλίζει ότι υπάρχουν επαρκείς διαθέσιμες πιστωτικές διευκολύνσεις, ώστε να είναι σε θέση να καλύπτει τις βραχυπρόθεσμες επιχειρηματικές ανάγκες, κατόπιν υπολογισμού των ταμειακών εισροών που προκύπτουν από τη λειτουργία της, καθώς και των μετρητών και ισοδύναμων μετρητών τα οποία τηρεί.

3.7.6 Λοιποί Κίνδυνοι

Παράγοντες πολιτικής και οικονομικής φύσεως

Η ζήτηση των προϊόντων και υπηρεσιών και κατ' επέκταση οι πωλήσεις και τα αποτελέσματα της Εταιρείας επηρεάζονται από διάφορους εξωγενείς με τη δραστηριότητα και τον κλάδο της Εταιρείας παράγοντες, όπως είναι η πολιτική αστάθεια, η οικονομική αβεβαιότητα, η επιβολή περιορισμού κεφαλαίων και η ύφεση. Επιπλέον, παράγοντες όπως φορολογικές, πολιτικές,

οικονομικές και κοινωνικές αλλαγές που μπορεί να επηρεάσουν την Ελλάδα και τα υπόλοιπα κράτη στα οποία υπάρχει δραστηριοποίηση, ενδέχεται να έχουν αρνητική επίδραση στην πορεία της Εταιρείας, καθώς και του Ομίλου, στην οικονομική κατάσταση και στα αποτελέσματα. Για την αντιμετώπιση των ανωτέρω κινδύνων η Εταιρεία προχωρά σε συνεχή ανασχεδιασμό των προϊόντων που διαθέτει, δίνει έμφαση στη συγκράτηση του κόστους, καθώς και στην έγκυρη και επαρκή αποθεματοποίηση προϊόντων σε συμφέρουσες τιμές.

Κίνδυνος πτώχευσης προμηθευτών

Κατά τα τελευταία έξι έτη και με ιδιαίτερη έμφαση το τελευταίο χρονικό διάστημα με την επιβολή περιορισμού κίνησης κεφαλαίων, η εσωτερική πρωτοφανής οικονομική κρίση και ύφεση έχουν προκαλέσει σημαντικά προβλήματα τόσο στα δημόσια οικονομικά όσο και στην ιδιωτική οικονομία της χώρας μας δημιουργώντας τον κίνδυνο πτώχευσης κάποιου προμηθευτή της Εταιρείας. Στην περίπτωση αυτή η Εταιρεία αντιμετωπίζει τον κίνδυνο απώλειας προκαταβολών που έχουν δοθεί για την αγορά προϊόντων. Η Εταιρεία προκειμένου να προστατευτεί από τον ανωτέρω κίνδυνο έχει συνάψει συνεργασία με σημαντικό αριθμό προμηθευτών όπου κανένας δεν κατέχει σημαντικό ποσοστό επί των συνολικών προκαταβολών.

Έντονη εποχικότητα των πωλήσεων

Λόγω της ιδιαιτερότητας των προϊόντων της Εταιρείας, οι πωλήσεις της παρουσιάζουν έντονη εποχικότητα. Σημαντικό μέρος του ετήσιου κύκλου εργασιών πραγματοποιείται την περίοδο των Χριστουγέννων (28%), ενώ εποχιακές διακυμάνσεις παρατηρούνται και κατά τους μήνες Απρίλιο (εορτές Πάσχα- 10%) και Σεπτέμβριο (έναρξη σχολικής περιόδου-10%). Η εποχικότητα στις πωλήσεις απαιτεί ορθολογική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης κυρίως κατά τις περιόδους αιχμής. Πιθανή αδυναμία της Εταιρείας να διαχειριστεί αποτελεσματικά τις εποχικές ανάγκες σε κεφάλαιο κίνησης ενδέχεται να την επιβαρύνει με επιπλέον χρηματοοικονομικά έξοδα και να επηρεάσει αρνητικά τα αποτελέσματα της και την οικονομική της θέση. Αδυναμία της Εταιρείας να ανταπεξέλθει αποτελεσματικά στην αυξημένη ζήτηση κατά τις συγκεκριμένες χρονικές περιόδους, καθώς και καθυστερήσεις στις παραλαβές λόγω της επιβολής περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων ενδεχομένως να επηρεάσει αρνητικά τα αποτελέσματα ολόκληρης της χρήσης. Προβλήματα ενδέχεται να δημιουργηθούν και λόγω εξωγενών παραγόντων όπως ενδεικτικά αναφέρονται η κακοκαιρία, οι απεργιακές κινητοποιήσεις ή ελαττωματικά και επικίνδυνα προϊόντα.

Εξάρτηση από αντιπρόσωπους – εισαγωγείς

Η Εταιρεία προμηθεύεται τα προϊόντα της απευθείας από το εξωτερικό ως αποκλειστικός εισαγωγέας των εταιρειών παραγωγής παιχνιδιών και συναφών ειδών, που δεν διαθέτουν αντιπροσωπεία στην Ελλάδα και από άλλους 230 προμηθευτές, οι οποίοι δραστηριοποιούνται στον Ελλαδικό χώρο. Η Εταιρεία, ωστόσο, αντιμετωπίζει τον κίνδυνο απώλειας εσόδων και κερδών σε περίπτωση που η συνεργασία της με κάποιον από τους οίκους αυτούς διακοπεί καθώς και από καθυστερήσεις που προκύπτουν από την επιβολή κεφαλαιακών ελέγχων. Ωστόσο εκτιμάται ότι ο κίνδυνος μη ανανέωσης της συνεργασίας με κάποιον από τους προμηθευτές της είναι μηδαμινός, λόγω της δεσπόζουσας θέσης την οποία διατηρεί η JUMBO στην ελληνική αγορά. Το ενδεχόμενο μίας τέτοιας προοπτικής θα είχε σχετικά μικρή επίπτωση στα μεγέθη της Εταιρείας καθώς κανένας προμηθευτής δεν αντιπροσωπεύει πάνω από το 3% του συνόλου των πωλήσεων.

Ένταση του ανταγωνισμού μεταξύ των εταιρειών του κλάδου

Οι βασικοί ανταγωνιστές της Εταιρείας στην Ελλάδα είναι επιχειρήσεις super markets (εκτός των τμημάτων τροφίμων), καταστήματα διάθεσης παιχνιδιών, ειδών για παιδιά, χαρτικών, εποχιακών ειδών και τα αντίστοιχα διαδικτυακά καταστήματα. Στον κλάδο των super markets πρόσφατα έγιναν σημαντικές εξαγορές και συγχωνεύσεις. Παράλληλα, η τρέχουσα εικόνα της αγοράς θα μπορούσε να αλλάξει στο μέλλον είτε με την είσοδο ξένων εταιρειών στην ελληνική αγορά είτε με την αλλαγή της στρατηγικής των υφισταμένων ανταγωνιστών και την επέκταση του δικτύου των καταστημάτων τους και της ποικιλίας των προϊόντων που διαθέτουν. Τυχόν ένταση του ανταγωνισμού ενδεικτικά, π.χ. μέσω πολέμου τιμών και προσφορών, μπορεί να επιδράσει αρνητικά στις πωλήσεις και στην κερδοφορία της Εταιρείας.

Εξάρτηση από εισαγωγές

Το 70% των προϊόντων που διαθέτει η Εταιρεία έχουν προέλευση την Κίνα. Γεγονότα τα οποία θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε διακοπή των εισαγωγών κινέζικων προϊόντων (ενδεικτικά αναφέρονται η επιβολή δασμών ή/και ποσοστάσεων, εμπορικός αποκλεισμός – εμπάργκο - της Κίνας, η πολιτική/ οικονομική κρίση, απεργίες, περιορισμοί στην διακίνηση κεφαλαίων) θα είχαν ως αποτέλεσμα τη διακοπή της τροφοδοσίας των καταστημάτων της Εταιρείας με

προϊόντα, με αποτέλεσμα την αρνητική επίδραση στη δραστηριότητα και την οικονομική θέση της Εταιρείας.

3.8 S.W.O.T. Ανάλυση

Η S.W.O.T. Ανάλυση είναι ένα χρήσιμο εργαλείο στρατηγικής ανάλυσης τόσο του εξωτερικού όσο και του εσωτερικού περιβάλλοντος της επιχείρησης, αξιολογώντας τον τρόπο που το σύνολο των παραγόντων του περιβάλλοντος επηρεάζουν την στρατηγική επιτυχία ή αποτυχία. Ειδικότερα, περιλαμβάνει την ανάδειξη των Δυνατών (Strengths) και Αδύναμων (Weakness) σημείων του εσωτερικού περιβάλλοντος, αλλά και των Ευκαιριών (Opportunities) και Απειλών (Threats) που αντιμετωπίζει από παράγοντες του εξωτερικού της περιβάλλοντος (Παπαδάκης, 2016).

Πίνακας 3.5.S.W.O.T. Ανάλυση Ομίλου JUMBO

ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ	ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ
<p>ΔΥΝΑΤΑ ΣΗΜΕΙΑ</p> <ul style="list-style-type: none"> • Μεγάλη ρευστότητα • Μεγάλη ποικιλία προϊόντων (40000 κωδικοί) • Χαμηλή τιμή προϊόντων • Εξωστρέφεια μέσω των θυγατρικών εταιρειών • Άμεση ενημέρωση και διασύνδεση των αποθηκών με τα υποκαταστήματα • Ηλεκτρονικό Κατάστημα πώλησης • Πρωτότυπες διαφημιστικές καμπάνιες 	<p>ΕΥΚΑΙΡΙΕΣ</p> <ul style="list-style-type: none"> • Δυνατότητα διείσδυσης σε νέες αγορές • Δυνατότητα δημιουργίας νέων υποκαταστημάτων σε άλλες χώρες • Δυνατότητα δημιουργίας καθαρών κερδών • Δυνατότητα εύρεσης νέων προμηθευτών σε παγκόσμιο επίπεδο
<p>ΑΔΥΝΑΜΙΕΣ</p> <ul style="list-style-type: none"> • Μεγάλο κόστος λειτουργίας • Εποχικότητα προϊόντων • Μεγάλα αποθέματα • Εξάρτηση του Ομίλου σε μεγάλο βαθμό από την Ελληνική αγορά • Μεγάλη έκθεση σε εξωτερικό δανεισμό • Μεγάλη εξάρτηση από προμηθευτές που βρίσκονται στην Κίνα (70%) 	<p>ΑΠΕΙΛΕΣ</p> <ul style="list-style-type: none"> • Υψηλός συναλλαγματικός κίνδυνος • Πολιτική αστάθεια • Ασταθές οικονομικό και φορολογικό περιβάλλον Ελλάδος • Ελαττωματικά και επικίνδυνα προϊόντα • Αύξηση έντασης ανταγωνισμού από νέες επιχειρήσεις • Συρρίκνωση εισοδημάτων καταναλωτών

3.9 Πορεία Μετοχής Ομίλου JUMBO

Το μετοχικό κεφάλαιο της Εταιρείας JUMBO, σύμφωνα με την τελευταία δημοσιευμένη οικονομική έκθεση 2017/18 του ομίλου, ανέρχεται στο ποσό των 119.732.587,92€ και αποτελείται από 136.059.759 κοινές ονομαστικές μετοχές, ονομαστικής αξίας € 0,88 εκάστης. Οι μετοχές της Εταιρείας είναι εισηγμένες προς διαπραγμάτευση στην Αγορά Αξιών του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Τα βασικά στοιχεία της μετοχής περιγράφονται στον πίνακα 3.6:

Πίνακας 3.6 Στοιχεία Μετοχής JUMBO

Jumbo SA (BABr.AT)							
Related Topics: STOCKS STOCK SCREENER MARKET DATA SMISCELLANEOUS SPECIALTY RETAILERS							
OVERVIEW	NEWS	KEY DEVELOPMENTS	PEOPLE	CHARTS	FINANCIALS	ANALYSTS	RESEARCH
BABr.AT on Athens Stock Exchange	Change (% chg)	Prev Close	Day's High	Volume	52-wk High		
12.66 EUR	€-0.04 (-0.31%)	€12.70	€12.68	196,368	€16.40		
19 Oct 2018		Open	Day's Low	Avg. Vol	52-wk Low		
		€12.58	€12.26	145,827	€10.56		

Πηγή: Reuters <https://www.reuters.com/finance/stocks/overview/BABr.AT>

Όπως παρατηρούμε στο Διάγραμμα 3.6, η μετοχή του ομίλου JUMBO στις αρχές του 2014 βρισκόταν γύρω στα 9€ και αφού σκαρφάλωσε για ένα σύντομο διάστημα στα 14,40€ την Άνοιξη του 2014, άρχισε να υποχωρεί συνεχώς κάτω από τα 9€, φτάνοντας το καλοκαίρι του 2015 στα 5,8€. Αυτή η μείωση της τιμής της μετοχής του ομίλου ίσως οφείλεται στη γενικότερη πολιτική και οικονομική αστάθεια που χαρακτήριζε εκείνη την περίοδο με αποκορύφωμα την επιβολή των Capital Controls, γεγονός που δημιούργησε ποικίλα προβλήματα στις εξωστρεφείς επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνταν στο χώρο του λιανεμπορίου. Σταδιακά, καθώς η οικονομία της χώρας άρχισε να σταθεροποιείται, η τιμή της μετοχής του ομίλου άρχισε να αυξάνεται με μέγιστη τιμή τα 16,4€ το καλοκαίρι του 2017, περίοδο κατά την οποία ο Πρόεδρος της Εταιρείας προχώρησε στην πώληση του 3,5% των μετοχών της εταιρείας JUMBO. Το τελευταίο 6μηνο η τιμή της μετοχής φαίνεται να έχει σταθεροποιηθεί στα 12,5 -14€, με μόνη εξαίρεση ένα σύντομο διάστημα στις αρχές Οκτωβρίου του 2018, όπου υποχώρησε αισθητά εξαιτίας της γενικότερης αναστάτωσης που επικρατεί στο Ελληνικό Χρηματιστήριο για να σταθεροποιηθεί και πάλι στα 12,66€ (19/10/18).

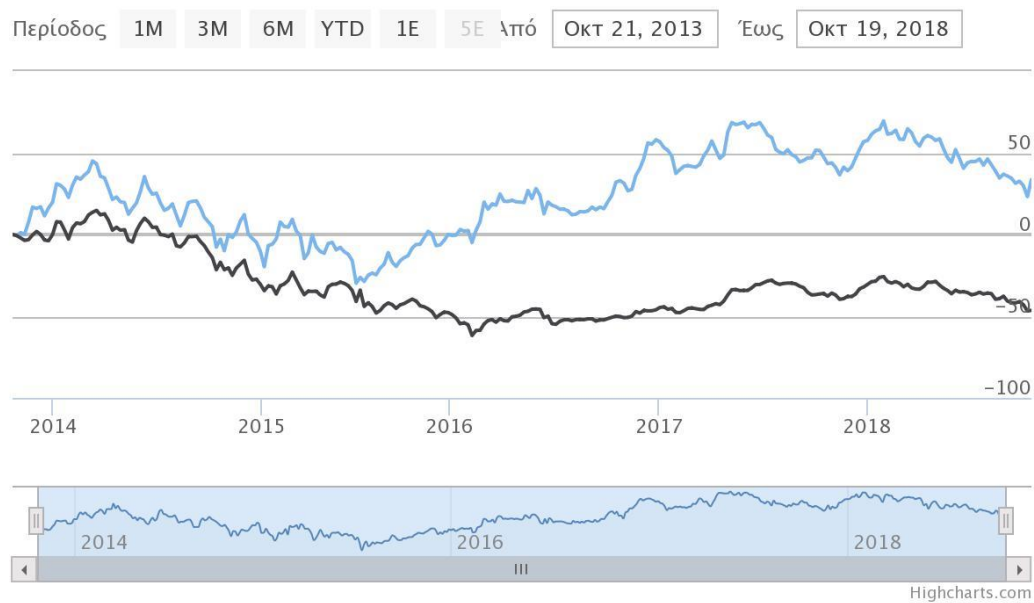
Διάγραμμα 3.6 Πορεία μετοχής JUMBO 2014-2018



Πηγή: <https://www.euro2day.gr/QuotesDetail.aspx?q=265>

Συγκρίνοντας την πορεία της μετοχής σε σχέση με το Γενικό Δείκτη, θα μπορέσουμε να κατανοήσουμε τη φύση των μεταβολών αυτών και να κατανοήσουμε αν η αγορά και η μετοχή του ομίλου κινούνται προς την ίδια ή διαφορετική κατεύθυνση (Παπούλιας, 2006). Παρατηρώντας το Διάγραμμα 3.8, συμπεραίνουμε ότι μέχρι το καλοκαίρι του 2015 η τιμή της μετοχής κινούταν παράλληλα με το Γενικό Δείκτη του Χ.Α. Ωστόσο, από το 2015 και μέχρι σήμερα (19/10/2018), η τιμή της μετοχής του ομίλου JUMBO ανεξαρτητοποιήθηκε και άρχισε να σημειώνει υπεραποδόσεις, γεγονός που ίσως να οφείλεται στις επενδύσεις που πραγματοποίησε η εταιρεία τόσο για την προβολή των προϊόντων της στα Μ.Μ.Ε. μέσω μεγάλων διαφημιστικών καμπανιών, αλλά και για τη διάθεση τους σε ακόμη περισσότερα σημεία πώλησης στο εξωτερικό.

Διάγραμμα 3.7 Πορεία μετοχής JUMBO σε σχέση με το Γενικό Δείκτη 2014-2018



Πηγή: <https://www.naftemporiki.gr/finance/quote/bela.ath/Jumbo-anonymi-empor-et-ko?tab=5>

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο

4. Αποτίμηση Ομίλου JUMBO Α.Ε.Ε.

4.1 Εκτίμηση Ρυθμού Ανάπτυξης Χρηματοοικονομικών Μεγεθών

Η πρόβλεψη του ρυθμού ανάπτυξης (g) των οικονομικών καταστάσεων για τα επόμενα 5 έτη 2019-2023 είναι ίσως το δυσκολότερο κομμάτι της αποτίμησης. Για το λόγο αυτό θα χρησιμοποιήσουμε σειρά στοιχείων από τις οικονομικές καταστάσεις του ομίλου, όπως και από τις εκτιμήσεις διαφόρων εταιρειών ανάλυσης σχετικά με το ρυθμό ανάπτυξης του Ομίλου JUMBO. Σύμφωνα με τον Damodaran (2014), το Μοντέλο Ανάπτυξης FCFF του ενός σταδίου με τη χρήση ενός σταθερού ρυθμού ανάπτυξης για την εκτίμηση των οικονομικών καταστάσεων μιας εταιρείας εφαρμόζεται στις περιπτώσεις που η εταιρεία έχει θετικές ταμειακές ροές και αναπτύσσεται με ένα ρυθμό που βρίσκεται κοντά (1-2%) στο ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας. Στις περιπτώσεις που η εταιρεία ακολουθεί μια πιο υψηλή ανάπτυξη, μέχρι και 8% από έναν σταθερό ρυθμό ανάπτυξης, είναι προτιμότερο να χρησιμοποιείται το Μοντέλο Ανάπτυξης FCFF των δυο σταδίων, όπου υπολογίζεται ένας σταθερός ρυθμός g1 για την επερχόμενη πενταετία και στη συνέχεια υιοθετείται ένας σταθερός ρυθμός ανάπτυξης g2 για το διηνεκές.

Στη περίπτωση του Ομίλου JUMBO, παρατηρούμε ότι οι πωλήσεις της εταιρείας κατά την τελευταία πενταετία 2014-18 σημείωσαν σταθερή αύξηση κατά μέσο όρο γύρω στο 8,5%. Παράλληλα, ο ρυθμός ανάπτυξης της Ελληνικής Οικονομίας προβλέπεται να σημειώσει περαιτέρω αύξηση από 1,95 στο 2,32% το 2019, διατηρώντας για τρίτη συνεχόμενη χρονιά θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης.

Πίνακας 4.1 Πωλήσεις Ομίλου JUMBO 2014-18

	2014	2015	2016	2017	2018	e2019
Πωλήσεις	542	583 (7,5%)	638 (9,41%)	681 (6,7%)	753 (10,5%)	+8,5%
Ρυθμός Ανάπτυξης Οικονομίας	0,77%	-0,35%	-0,26%	1,30%	1,95%	2,32%

Πηγή: Οικονομικές Εκθέσεις JUMBO, OECD

Με βάση τα παραπάνω στοιχεία, θα επιλέξουμε το μοντέλο Ανάπτυξης FCFE των δυο σταδίων, υπολογίζοντας ένα σταθερό ρυθμό ανάπτυξης g_1 για την πενταετία 2019-23 και ένα χαμηλότερο σταθερό ρυθμό g_2 για να υπολογίσουμε το υπόλοιπο διάστημα. Στο σημείο αυτό θα επιχειρήσουμε να υπολογίσουμε το g_1 χρησιμοποιώντας τον τύπο:

$$g = \text{Δείκτης Επανεπένδυσης} * \text{Δείκτης Αποδοτικότητας Επενδύσεων}$$

Πίνακας 4.2 Υπολογισμός Δείκτη Επανεπένδυσης Ομίλου JUMBO 2014-18

εκατ. €	2014	2015	2016	2017	2018	M.O.
Καθαρές Κεφαλαιουχικές Δαπάνες (α)	(63)	(35)	(29)	(38)	(42,2)	41,44
Μεταβολές στο Κεφάλαιο Κίνησης (β)	(12,6)	1,1	(23,1)	(41,6)	(5,1)	16,26
EBITDA	146	159	184	195	221	129,4
(1-TAX)	0,74	0,71	0,71	0,71	0,71	
EBITDA * (1-t) (γ)	108,04	112,89	130,64	138,45	156,91	
Δείκτης Επανεπένδυσης (α) + (β) / (γ)						0,446

Πηγή: Οικονομικές καταστάσεις JUMBO

Ο δείκτης αποδοτικότητας επενδύσεων (ROI) υπολογίζεται για την πενταετία 2014-18, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των εταιριών ανάλυσης NBG securities (2018) και Investment Bank of Greece (2018), στο 15%. Κατά συνέπεια το $g_1 = 0,446 * 0,15$ θα ισούται με 7%. Ωστόσο,

Για να υπολογίσουμε το σταθερό ρυθμό ανάπτυξης g_2 για το διηνεκές θα πρέπει να λάβουμε υπόψη το γεγονός ότι ο όμιλος έχει σημειώσει σημαντική αύξηση πωλήσεων κατά την τελευταία πενταετία με μέσο όρο 8,5% και προβλέπεται να συνεχίσει να αυξάνει τις πωλήσεις του, καθώς αναπτύσσει συνεχώς νέα υποκαταστήματα στο εσωτερικό, όσο και στο εξωτερικό της χώρας. Παράλληλα, η ελληνική οικονομία φαίνεται να ανακάμπτει σταδιακά, σημειώνοντας θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης, ενώ για το 2019 προβλέπεται από τον ΟΟΣΑ να φτάσει στο 2,32%. Κατά συνέπεια, θα ήταν σκόπιμο να υιοθετήσουμε ένα ρυθμό ανάπτυξης g_2 για τον υπολογισμό της υπολειμματικής αξίας ίσο με 2,5%.

4.2 Κόστος Ίδιων Κεφαλαίων

Για να υπολογίσουμε το κόστος των ίδιων κεφαλαίων θα χρησιμοποιήσουμε το θεωρητικό μοντέλο αποτίμησης κεφαλαιουχικών στοιχείων Capital Asset Pricing Model (CAPM), σύμφωνα με το οποίο:

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

Όπου R_f το επιτόκιο άνευ κινδύνου, β ο συστηματικός κίνδυνος της μετοχής και R_m η μέση απόδοση της αγοράς. Έτσι, όσο μεγαλύτερος είναι ο συστηματικός κίνδυνος (β), τόσο πιο μεγαλύτερη απόδοση από τη μετοχή προσδοκά ο εκάστοτε επενδυτής, προκειμένου να αμειφθεί για τον κίνδυνο που αναλαμβάνει. Η διαφορά $R_m - R_f$ είναι το ασφάλιστρο αγοράς (risk premium) και αντιπροσωπεύει την υπεραπόδοση/ υποαπόδοση της αγοράς, στην οποία διαπραγματεύεται η μετοχή.

Σύμφωνα με εκτιμήσεις του δικτυακού τύπου Reuters, ο συστηματικός κίνδυνος (β) του ομίλου JUMBO διαμορφώνεται στο 0,74.

Το επιτόκιο άνευ κινδύνου R_f είναι το ελάχιστο επιτόκιο βάσης της αγοράς. Στις περισσότερες περιπτώσεις, οι αναλυτές χρησιμοποιούν το επιτόκιο του 10ετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου ως επιτόκιο άνευ κινδύνου, καθώς είναι σταθερό και δεν αντιμετωπίζει διακυμάνσεις έως το τέλος της δεκαετίας. Τα κρατικά ομόλογα μπορούν να μεταβιβαστούν ελεύθερα και αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε οργανωμένες αγορές. Στο πλαίσιο αυτής της διαπραγμάτευσης διαμορφώνεται σε διαμορφώνεται σε καθημερινή βάση, η αξία των ομολόγων και η υπολογιζόμενη απόδοσή τους αν διατηρηθούν μέχρι τη λήξη τους. Η πορεία του 10ετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου κατά το τελευταίο έτη περιγράφεται στο διάγραμμα 4.1, σύμφωνα με το οποίο ο μέσος όρος των αποδόσεων διαμορφώνεται περίπου στο 4,6%.

Σύμφωνα με τον Damodaran⁸, το ασφάλιστρο κινδύνου αγοράς ($r_m - r_f$) ισούται με το άθροισμα του κινδύνου μιας ώριμης αγοράς και του spread της χώρας στην οποία εδρεύει η εταιρία, στην προκειμένη περίπτωση της Ελλάδας.

⁸ Πληροφορίες στο <http://aswathdamodaran.blogspot.gr/>

Διάγραμμα 4.1 Πορεία 6μήνου του 10ετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου



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

Risk premium = Default spread of mature market premium+ country's risk premium

Ως ώριμη αγορά θα θεωρήσουμε τις ΗΠΑ, για την οποία ο κίνδυνος της αγοράς θεωρείται ίσος με 0, ενώ το spread της Ελλάδας ισούται με 11,08%⁹. Έτσι, το ασφάλιστρο κινδύνου είναι 11,08%. Συνεπώς, το κόστος των Ίδιων Κεφαλαίων είναι ίσο με

$$r_e = 4,6\% + 0,74 (11,08\%) = 12,8 \%$$

4.3 Κόστος Δανειακών Κεφαλαίων

Για να βρούμε το μέσο κόστος δανειακών κεφαλαίων θα υπολογίσουμε το πηλίκο των χρεωστικών τόκων και λοιπών χρημ/κών εξόδων προς το ποσό του καθαρού Δανεισμού. Συνεπώς το κόστος δανειακών κεφαλαίων r_d του ομίλου είναι περίπου 3% (Πίνακας 4.3).

⁹Πληροφορίες από <https://countryeconomy.com/risk-premium/greece>

Πίνακας 4.3 Υπολογισμός Μέσου Κόστους Δανειακών Κεφαλαίων JUMBO

σε εκατ. €	2014	2015	2016	2017	2018	Μ.Ο.
Χρεωστικοί Τόκοι και λοιπά χρημ/κά έξοδα	6,3	7,4	6,5	5,4	5,5	6,22
Καθαρός Δανεισμός	122,5	152,1	250,4	206,8	287,3	203,82
Τόκοι/ Δανεισμός	5,1%	4,9%	2,5%	2,6%	2%	3%

4.4 Υπολογισμός WACC

Ο υπολογισμός του σταθμισμένου μέσου όρου των μετά φόρων απαιτούμενων ποσοστών απόδοσης για το χρέος και τα Ίδια Κεφάλαια, ο οποίος προκύπτει από τον τύπο:

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

Για να προχωρήσουμε στον υπολογισμό του, ωστόσο, πρέπει προηγουμένως να υπολογίσουμε το μέσο ποσοστό ξένων ($\frac{D}{C}$) και το μέσο ποσοστό ίδιων κεφαλαίων ($\frac{E}{C}$).

Πίνακας 4.4 Μέσο Ποσοστό Ξένων Κεφαλαίων JUMBO

σε εκατ. €	2014	2015	2016	2017	2018	Μέσο %
Σύνολο Υποχρεώσεων	289,4	293,1	293,8	297,9	303,6	25%
Σύνολο Παθητικού	1.033,9	1.090,3	1.209,4	1.259,6	1.362,1	
Ποσοστό	28%	26,9%	24,3%	23,7%	22,3%	

Πίνακας 4.5 Μέσο Ποσοστό Ίδιων Κεφαλαίων JUMBO

σε εκατ. €	2014	2015	2016	2017	2018	Μέσο %
Σύνολο Ίδιων Κεφαλαίων	744,5	797,2	915,6	961,7	1.058,5	75%
Σύνολο Παθητικού	1.033,9	1.090,3	1.209,4	1.259,6	1.362,1	
Ποσοστό	72%	73,1%	75,7%	76,3%	77,7%	

Κατά συνέπεια, το WACC είναι ίσο με:

$$WACC = 0,03 \cdot (1-0,29) \cdot 0,25 + 0,128 \cdot 0,75 = 10,13\%$$

4.5 Αποτίμηση με τη Μέθοδο των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (FCFF)

Στον πίνακα 4.6 υπολογίσαμε τις μελλοντικές ελεύθερες ταμειακές ροές για την 5ετία 2018-2023 με βάση το σταθερό ρυθμό ανάπτυξης $g_1 = 7\%$ και στη συνέχεια υπολογίσαμε την παρούσα αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών με βάση τον τύπο

$$\text{Παρούσα Αξία} = \text{Μελλ. Ταμειακές Ροές} \cdot \frac{1}{(1+WACC)^n}$$

Με βάση το θεωρητικό μας πλαίσιο σχετικά με τη μέθοδο των ελεύθερων προεξοφλημένων ταμειακών ροών (FCFF) και των παραπάνω εκτιμηθέντων σχετικών δεδομένων, η αξία της εταιρίας ισούται με το άθροισμα των παρούσων αξιών των προεξοφλημένων ελεύθερων ταμειακών ροών χρησιμοποιώντας το WACC ως επιτόκιο προεξόφλησης συν την Υπολειμματική Αξία. Συγκεκριμένα, η εκτίμηση της ΥΑ βασίστηκε στο υπόδειγμα σταθερής ανάπτυξης του Gordon σύμφωνα με το οποίο:

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

Πίνακας 4.6 Υπολογισμός Αξίας Επιχείρησης για διάστημα πρόβλεψης 2018-2023

σε εκατ. €	2018	e2019	e2020	e2021	e2022	e2023	Υ.Α.
Ελεύθερες Ταμειακές Ροές	130	139,1	148,8	159,2	170,3	182,2	2555,7
Συντελεστής Προεξόφλησης		0,908	0,824	0,749	0,680	0,617	0,617
Παρούσα Αξία ελεύθερων ταμειακών ροών		126,3	122,7	119,2	115,8	112,5	1577,5
Αξία Επιχείρησης	2174						

$$\text{Υπολειμματική Αξία} = \text{FCFF}_{2024} / (\text{WACC} - g) = 195 / (10,13\% - 2,5\%) = 2555,7$$

Αν από την Αξία της Επιχείρησης αφαιρέσουμε τον δανεισμό προκύπτει η αξία του μετοχικού κεφαλαίου του ομίλου η οποία είναι η εξής:

$$\begin{aligned} \text{Αξία Μετοχικού Κεφαλαίου (EV)} &= \text{Αξία Επιχείρησης} - \text{Καθαρός Δανεισμός} \\ &= 2174 - 287,3 = 1886,7\text{€} \end{aligned}$$

Κατά συνέπεια, η τιμή της μετοχής του ομίλου JUMBO διαμορφώνεται ως εξής:

Πίνακας 4.7 Υπολογισμός Αξίας Μετοχής JUMBO

Αξία Μετοχικού Κεφαλαίου	1.886.700.000
Αριθμός Μετοχών	136.059.759
Αξία μετοχής= Μετοχ. Κεφ./ αριθμός μετοχών	13,86€

4.6 Σχολιασμός Αξίας Μετοχής Ομίλου

Με βάση τους υπολογισμούς που προηγήθηκαν εφαρμόζοντας τη μέθοδο Προεξόφλησης Ελεύθερων Ταμειακών Ροών, η μετοχή του ομίλου JUMBO διαμορφώνεται στα 13,86€ και η αξία του ομίλου διαμορφώνεται στα 1886,7 εκατ. €. Αυτή τη στιγμή (19/10/2018) η τιμή της μετοχής του ομίλου διαπραγματεύεται στο Χρηματιστήριο Αξιών στα 12,66€, ενώ σύμφωνα με την τελευταία δημοσιευμένη οικονομική έκθεση 2017/18, το μετοχικό κεφάλαιο της Εταιρείας JUMBO, ανέρχεται στο ποσό των 119.732.587,92€ και αποτελείται από 136.059.759 κοινές ονομαστικές μετοχές.

Σύμφωνα με τα παραπάνω στοιχεία έχουμε μια νέα τιμή για την αξία της μετοχής του Ομίλου, η οποία είναι πιο αισιόδοξη σε σχέση με την σημερινή. Η σημερινή χρηματιστηριακή τιμή εμφανίζεται υποτιμημένη κατά 9,5% σε σχέση με την τιμή που προέκυψε από την αποτίμηση με τη μέθοδο προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών (Πίνακας 4.8). Αυτό μπορεί να οφείλεται στο γεγονός ότι το τελευταίο διάστημα επικρατεί αναταραχή στο Ελληνικό Χρηματιστήριο Αξιών εξαιτίας επιθέσεων που δέχτηκαν μετοχές του τραπεζικού κλάδου το Σεπτέμβριο του 2018. Σε γενικές γραμμές η τιμή της μετοχής το τελευταίο 6μηνο φαίνεται να κινείται στο ίδιο επίπεδο με την τιμή που προέκυψε από την εφαρμογή της μεθόδου FCFF, δηλαδή στα 12,5 -14€, φανερώνοντας την ολόενα και αυξανόμενη εμπιστοσύνη των επενδυτών στην ανοδική πορεία του ομίλου.

Πίνακας 4.8 Συγκριτικός Πίνακας Χρηματιστηριακής Τιμής Μετοχής JUMBO και Τιμής Αποτίμησης

Τιμή Χρηματιστηρίου	12,66€
Σύμφωνα με το μοντέλο FCFF η τιμή είναι Υποτιμημένη κατά 9,5%	
Υψηλό 52 βδομ.	16,4 €
Σύμφωνα με το μοντέλο FCFF η τιμή είναι Υπερτιμημένη κατά 15,4%	
Χαμηλό 52 βδομ.	10,56€
Σύμφωνα με το μοντέλο FCFF η τιμή είναι Υποτιμημένη κατά 31,2%	

Παράλληλα, αν επιχειρήσουμε να εξετάσουμε τις συστάσεις διαφόρων εταιριών που διενεργούν αναλύσεις σχετικά την πορεία διαφόρων μετοχών στο Χρηματιστήριο Αξιών παρατηρούμε ότι η τιμή που υπολογίσαμε χρησιμοποιώντας την προσέγγιση FCFF είναι κοντά στις εκτιμήσεις της τελευταίας έκθεσης που δημοσίευσε η ελληνική τράπεζα επενδύσεων (πίνακας 4.9). Σε γενικές γραμμές, οι υψηλές τιμές-στόχοι που δίνουν κάποιες από τις υπόλοιπες εταιρίες αποδόσεων οφείλονται στην υπεραπόδοση του ομίλου, όπως αυτή αποτυπώθηκε στην τελευταία οικονομική έκθεση για το 2017/18 που δημοσιεύθηκε πριν λίγες μέρες (15/10/18) και όπου παρουσιάζεται αύξηση πωλήσεων κατά 10,2%, αύξηση του EBITDA κατά 10,2%, αύξηση των καθαρών κερδών κατά 11% και οι καθαρές ταμειακές ροές του ομίλου διαμορφώνονται στα 153 εκατ. €.

Πίνακας 4.9 Εκτιμήσεις Εταιριών Αναλύσεων

Εταιρεία Αναλύσεων	Τιμή – Στόχος	Σύσταση
NBG & ING (Μάρτιος 2018)	17,40	Buy
Investment Bank of Greece (Οκτώβριος 2018)	13.70	Buy
AlphaFinance (Οκτώβριος 2018)	21	Buy
FCFF	13,86	

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στην παρούσα εργασία επιχειρήθηκε η αποτίμηση της αξίας του ομίλου JUMBO χρησιμοποιώντας τη μέθοδο προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών. Τόσο η δημιουργία, όσο και η διαχείριση των πωλήσεων, των καθαρών κερδών και των ταμειακών διαθεσίμων είναι συχνά μια δύσκολη υπόθεση που προϋποθέτει προσεκτικές κινήσεις και σωστή διαχείριση, καθώς αποτελούν σημαντικούς παράγοντες που μπορούν να καθορίσουν τη θέση μιας επιχείρησης στον κλάδο που δραστηριοποιείται και ειδικότερα σε κλάδους που έχει επέλθει κορεσμός. Η επιλογή της μεθόδου προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών προκειμένου να αποτιμηθεί η αξία ενός μεγάλου ομίλου που δραστηριοποιείται στο χώρο του λιανεμπορίου οφείλεται στο ότι οι ελεύθερες ταμειακές ροές στηρίζονται κυρίως στις μελλοντικές αποδόσεις της επιχείρησης και στην παρούσα αξία των ταμειακών της πλεονασμάτων και δεν επηρεάζεται από τα περιουσιακά της στοιχεία, καθώς αντίθετα με τα κέρδη, είναι πιο δύσκολο να «χειραγωγηθούν».

Ο όμιλος JUMBO μέσα στα 31 χρόνια λειτουργίας του, εξελίχθηκε σε μία από τις μεγαλύτερες επιχειρήσεις λιανικής πώλησης, διαθέτοντας 73 καταστήματα και ένα ηλεκτρονικό κατάστημα e-shop σε 4 χώρες, Ελλάδα, Κύπρο, Βουλγαρία και Ρουμανία, ενώ μέσω συνεργασιών έχει παρουσία με καταστήματα που φέρουν το σήμα του, σε ακόμη πέντε χώρες των Βαλκανίων, όπως στην ΠΓΔΜ (FYROM), στην Αλβανία, στο Κόσσοβο, στη Σερβία και τη Βοσνία. Η κύρια δραστηριότητα της εταιρείας είναι η λιανική πώληση παιχνιδιών, βρεφικών ειδών, εποχιακών ειδών, ειδών διακόσμησης και ειδών βιβλιοχαρτοπωλείου, διαθέτοντας περισσότερα από 40,000 προϊόντα με μέση τιμή πώλησης 4.99€.

Οι βασικότερες επιδιώξεις του Ομίλου είναι:

- η επέκταση και η βελτίωση του δικτύου διάθεσης,
- ο εμπλουτισμός της ποικιλίας των προϊόντων του, σύμφωνα με τις διαρκώς εξελισσόμενες τάσεις της αγοράς
- η καλύτερη εξυπηρέτηση των πελατών του και
- η διατήρηση των ανταγωνιστικών τιμών των προϊόντων του.

Παρά την οικονομική και πολιτική αστάθεια που προκλήθηκε από τις δυο εκλογικές αναμετρήσεις και την επιβολή των capital controls κατά την προηγούμενη πενταετία (2014-18), ο όμιλος JUMBO κατάφερε όχι μόνο να συνεχίσει να σημειώνει αύξηση των πωλήσεων του κατά μέσο όρο 8,5%, αλλά και αύξηση των καθαρών κερδών και των ταμειακών του διαθεσίμων. Έχοντας ξεκάθαρα εξωστρεφή χαρακτήρα, ο όμιλος διατηρεί θυγατρικές εταιρίες σε χώρες του εξωτερικού, αξιοποιώντας νέες αγορές, όπως αυτή της Ρουμανίας, η οποία βρίσκεται σε ανάπτυξη. Παράλληλα, επένδυσε αρκετά χρήματα στον εκσυγχρονισμό των συστημάτων αποθήκευσης και διακίνησης των προϊόντων του, διαθέτοντας 14 ιδιόκτητα συγκροτήματα υπερσύγχρονων αποθηκευτικών χώρων στην Ελλάδα, έναν ιδιόκτητο αποθηκευτικό χώρο στην Κύπρο και ένα μισθωμένο αποθηκευτικό χώρο στη Βουλγαρία, έκτασης περίπου 390.000 τ.μ., οι οποίες βρίσκονται σε Realtime επικοινωνία με τα καταστήματα λιανικής πώλησης.

Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω στοιχεία, κατανοούμε ότι δεν είναι καθόλου τυχαίο το γεγονός ότι η μετοχή του ομίλου σημειώνει τα τελευταία 5 έτη σταθερά ανοδική πορεία με μόνη εξαίρεση το καλοκαίρι του 2015, περίοδος επιβολής των capital controls και τη δημιουργία σοβαρών προβλημάτων στη λειτουργία όλων των επιχειρήσεων και ιδιαίτερα των εξωστρεφών. Αυτή τη στιγμή (19/10/2018) η χρηματιστηριακή μετοχή του ομίλου JUMBO είναι στα 12,66, ενώ το τελευταίο 6μηνο η μετοχή κυμαινόταν από 12,5 έως και 14€. Σύμφωνα με αναλυτική μελέτη της Ελληνικής Τράπεζας Επενδύσεων και τις εκτιμήσεις διάφορων διαδικτυακών ιστοτόπων που ασχολούνται με το χρηματιστήριο, η μετοχή του ομίλου θα ανέβει στα 13,70€, ενώ μια πολύ πιο αισιόδοξη πρόβλεψη της Alpha Finance προβλέπει ότι θα φτάσει ακόμη και τα 21€. Όλα τα παραπάνω μαρτυρούν ότι η εταιρεία JUMBO χαίρει της εμπιστοσύνης των επενδυτών, οι οποίοι παρακολουθούν με αισιοδοξία την ανάπτυξή της σε νέες αγορές.

Με βάση τους υπολογισμούς που πραγματοποιήθηκαν εφαρμόζοντας τη μέθοδο Προεξόφλησης Ελεύθερων Ταμειακών Ροών, η μετοχή του ομίλου JUMBO διαμορφώνεται στα 13,86€ και η αξία του ομίλου μετά την αφαίρεση των δανειακών του υποχρεώσεων διαμορφώνεται στα 1886,7 εκατ. €. Όπως παρατηρούμε, η τιμή που προέκυψε από τη χρήση του μοντέλου FCFF συμφωνεί με την τιμή-στόχο που υπολογίζουν οι αναλυτές, ενώ παράλληλα φανερώνει ότι σε σχέση με την τρέχουσα χρηματιστηριακή μετοχή της εταιρείας, η μετοχή εμφανίζεται ως υποτιμημένη κατά 9,5%.

Κατά τη γνώμη μας, η μετοχή του ομίλου θα σκαρφαλώσει και θα ξεπεράσει τα 14€, καθώς πρόκειται για μια εταιρεία που θα συνεχίσει να αναπτύσσεται και διαθέτει την απαραίτητη ρευστότητα για να πραγματοποιήσει επενδύσεις, έναν πολύ αποτελεσματικό τρόπο προώθησης των προϊόντων της μέσα από πρωτότυπες και συχνά προκλητικές διαφημιστικές καμπάνιες και ένα σύγχρονο σύστημα αποθήκευσης και εφοδιασμού των υποκαταστημάτων στις χώρες που δραστηριοποιείται. Τα παραπάνω στοιχεία μαρτυρούν, επομένως, ότι η μετοχή της εταιρείας JUMBOA.E.E. αποτελεί μια καλή ευκαιρία για επένδυση, σε μια εξωστρεφή και διαρκώς αναπτυσσόμενη εταιρία που απολαμβάνει την εμπιστοσύνη της αγοράς.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Βασιλείου, Δ. & Ηρειώτης, Ν. (2008). Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Αθήνα: Rosili
- Γκίκας, Δ., Παπαδάκη, Α. & Σιουγλέ, Γ. (2010). «Ανάλυση & Αποτίμηση Επιχειρήσεων», Αθήνα: εκδ. Μπένου.
- Copeland, T., Koller, T. & Murin, J. (1990). «Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies», 3rd Edition, New York: John Wiley & Sons Inc.
- Damodaran, A. (2014). «Εφαρμοσμένη Χρηματοοικονομική για Επιχειρήσεις», εκδ. Πασχαλίδης
- Hackel, K. S. & Livnat, J. (1992): «Cash Flow & Security Analysis», Homewood: Business School Press
- Λαζαρίδης, Θ. (2005). «Αποτίμηση Επιχειρήσεων: Θεωρία – Μεθοδολογία – Πρακτική», Θεσσαλονίκη: Αφοί Κυριακίδη.
- Λαζαρίδης, Θ. & Παπαδόπουλος, Δ. (2010). «Επιχειρηματική Ανάλυση και Προσδιορισμός Αξίας», Θεσσαλονίκη: Παν. Μακεδονίας
- Palepu, K. G., Healy, P. M. & Bernard, V. L. (2004). «Business Analysis & Valuation: Using Financial Statements. Text & Cases», 3rd Edition, Ohio: Thomson/South-Western
- Παπαδάκης, Β. (2016). «Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία», Αθήνα: εκδόσεις Μπένου»
- Παπούλιας, Γ. (2006). «Επενδύσεις – Διοίκηση και Ανάλυση», Αθήνα: Σύγχρονη Εκδοτική
- Rappaport, A. (1988). «Creating Shareholder Value», New York: The Free Press
- Σουμπενιώτης, Δ. & Ταμπακούδης, Ι. (2015). «Χρηματοοικονομική Ανάλυση», Θεσσαλονίκη: εκδ. Σουμπενιώτης – Ταμπακούδης
- Ross, S.A., Randolph, W.W. & Jaffe, J. (2017). «Χρηματοοικονομική των Επιχειρήσεων», Θεσσαλονίκη: εκδ. Πασχαλίδης
- Stowe, J. D., Robinson, T. R., Pinto, J. E. & McLeavey, D. W. (2007). «Equity Asset Valuation», CFA Institute, John Wiley & Sons in <http://books.mec.biz/tmp/books/ITGVZUIMRPCIOBB6RSFP.pdf>

ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΠΗΓΕΣ

<http://www.statistics.gr/el/home>(Ελληνική Στατιστική Αρχή)

<http://www.tradingeconomics.com/greece> (Trading Economics)

<https://www.naftemporiki.gr/afieromata/story/1332096/paixnidia-ta-isxura-diktua-kanoun-to-paixnidi> (Ναυτεμπορική - κλάδος Παιχνιδιού)

<http://www.koutipandoras.gr/article/aoanath-ellhnikh-kakogoystia-h-alliws-jumbo> (διαφημίσεις JUMBO)

<https://www.reuters.com/finance/stocks/overview/BABr.AT> (Reuters)

<https://www.naftemporiki.gr/finance/quote/bela.ath/Jumbo-anonymi-empor-et-ko?tab=5>(Ναυτεμπορική)

<https://tradingeconomics.com/greece/government-bond-yield> (ομόλογο Ελληνικού Δημοσίου 10ετίας)

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΚΘΕΣΗ 2017/18

http://corporate.e-jumbo.gr/uploads/158463/9ded_jumboannualreport_30062018_gr.pdf

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΚΘΕΣΗ 2016/17

http://corporate.e-jumbo.gr/uploads/158371/0694_jumboannualreport_30062017_gr.pdf

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΚΘΕΣΗ 2015/16

http://corporate.e-jumbo.gr/uploads/158269/6a2e_jumbosa_finstat_full_notes_30062016gr.pdf

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΚΘΕΣΗ 2014/15

http://corporate.e-jumbo.gr/uploads/146304/f03a_jumbosa_finstat_full_notes_30062015.pdf

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΚΘΕΣΗ 2013/14

http://corporate.e-jumbo.gr/uploads/157994/JUMBOSA_FinStat_Full_Notes_30062014.pdf