



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

Διπλωματική Εργασία

<<ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ JUMBO >>



Του **Μπάφα Αλέξανδρου**

Επιβλέπων καθηγητής: **Λιβάνης Ευστράτιος**

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού
Διπλώματος στη

Λογιστική και Χρηματοοικονομική

ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ 2018

Στους γονείς μου,

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέποντα καθηγητή μου, κύριο Λιβάνη Ευστράτιο για την σημαντική του συνεισφορά και την συνεχή καθοδήγηση που μου προσέφερε σε όλη την διάρκεια της εκπόνησης της διπλωματικής μου εργασίας.

Θα ήθελα επίσης να ευχαριστήσω όλους τους καθηγητές του προγράμματος μεταπτυχιακών σπουδών στην Λογιστική και Χρηματοοικονομική του Πανεπιστημίου Μακεδονίας για την πολύτιμη γνώση και καθοδήγηση που μου παρείχαν στα πλαίσια του προγράμματος μεταπτυχιακών σπουδών.

Τέλος θα ήθελα να ευχαριστήσω τους γονείς μου για την αμέριστη στήριξη τους καθώς ήταν ένας πολύτιμος αρωγός στην προσπάθεια πραγματοποίησης των στόχων μου σε όλη την διάρκεια των ακαδημαϊκών μου σπουδών.

Περιεχόμενα

ΠΕΡΙΛΗΨΗ	6
ABSTRACT	7
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 -ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	8
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 – ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ	9
2.1 ιστορική ανασκόπηση	9
2.2 εισαγωγικές παρατηρήσεις.....	11
2.3 μύθοι σχετικά με την αποτίμηση	12
2.4 χαρακτηριστικά στοιχεία μιας επένδυσης.....	15
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3-ΜΟΝΤΕΛΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΑΞΙΑΣ.....	17
3.1 μέθοδοι αποτίμησης εταιρικής αξίας	17
3.2 μέθοδος προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών.....	20
3.3 διαχωρισμός ελεύθερων από λειτουργικών ταμειακών ροών.....	22
3.4 υπολειμματική αξία	22
3.5 ομάδες ατόμων που ενδιαφέρονται για την αξία μίας εταιρίας.....	26
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4- Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΗΣ JUMBO	28
4.1 περιγραφή εταιρίας	28
4.1.2 ιστορική αναδρομή εταιρίας.....	28
4.1.3 η ιστορία του ιδιοκτήτη “mr Jumbo”	38
4.2 μακροοικονομικά μεγέθη ελληνικής οικονομίας	40
4.3 οικονομική κατάσταση εταιρίας.....	45
4.3.1 κύκλος εργασιών	45
4.3.2 κερδοφορία	46
4.3.3 δανεισμός.....	49
4.3.4 θέση του ομίλου στην αγορά και δραστηριότητες.....	51
4.3.5 ανάλυση ανταγωνισμού κατά Porter(5 δυνάμεις)	54
4.3.6 swot ανάλυση.....	58
4.4 κίνδυνοι που αντιμετωπίζει ο όμιλος και διαχείριση τους.....	60
4.5 πορεία της μετοχής	63
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5-ΑΝΑΛΥΣΗ ΟΜΙΛΟΥ ΜΕΣΩ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ.....	66
5.1 Αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας	66
5.2 αριθμοδείκτης ειδικής ή άμεσης ρευστότητας.....	67
5.3 κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων	68

5.4 κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού	69
5.5 αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού (ROA)	70
5.6 αριθμοδείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων(ROE)	71
5.7 αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου κερδών	72
5.8 ίδια κεφάλαια προς ξένα κεφάλαια.....	74
5.9 καθαρά κέρδη ανά μετοχή (EPS).....	75
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 – ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ JUMBO	76
6.1 υπολογισμός του wacc.....	76
6.1.1 το κόστος ιδίων κεφαλαίων (r_e).....	77
6.1.2 κόστος ξένων κεφαλαίων r_d	82
6.1.3 υπολογισμός ποσοστών w_d , w_e	82
6.1.4 τελικός υπολογισμός του wacc	83
6.2 προβλεπόμενες ταμειακές ροές	84
6.3 σχολιασμός αξίας της μετοχής.....	88
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	89
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	91
ελληνική	91
Ξένα	92
Ιστοσελίδες.....	93
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ.....	94

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα διπλωματική εργασία μελετά και αναλύει την εταιρία JUMBO. Πρόκειται για μια αμιγώς Ελληνική εταιρεία όπου η κύρια δραστηριότητα της είναι η λιανική πώληση παιχνιδιών, βρεφικών ειδών, εποχικών ειδών, ειδών διακόσμησης και ειδών βιβλιοχαρτοπωλείου.

Βασικός στόχος της συγκεκριμένης εργασίας είναι η χρηματοοικονομική ανάλυση και η αποτίμηση της αξίας της εταιρίας με την μέθοδο της προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών και η εύρεση της “δίκαιης” τιμής της μετοχής για να εξάγουμε το συμπέρασμα αν πρόκειται για υπερτιμημένη ή υποτιμημένη εταιρία γεγονός που επηρεάζει τις αποφάσεις οποιοδήποτε υποψήφιων επενδυτών.

Εξαιτίας ότι στο Ελληνικό οικονομικό σύστημα επικρατούν ιδιαίτερες δυσκολίες και χαρακτηρίζεται από μεγάλη αστάθεια, η προσπάθεια να καταλήξουμε σε ακριβή συμπέρασμα ανεξαρτήτως της μεθόδου που θα χρησιμοποιήσουμε είναι ιδιαίτερα δύσκολη και θα χρειαστεί να κάνουμε αρκετές υποθέσεις.

ABSTRACT

The current thesis studies and analyzes the company JUMBO. It is a purely Greek company, its main activity is the sale of toys, baby items, seasonal items, decorations and bookshop items.

The main purpose of this thesis is the financial analysis and the evaluation of the company by the method of discounting the free cash flows and finding the fair price of the share to conclude if it is overestimated or underestimated share event that affects the decisions of any prospective investors.

Due to the fact that the Greek economic system is experiencing particular difficulties and is characterized by great instability, trying to reach a precise conclusion irrespective of the method we will use is particularly difficult and we will need to make a number of assumptions.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 -ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Το 1986 ο Απόστολος Βακάκης προχωρά στην δημιουργία του πρώτου καταστήματος JUMBO στην Γλυφάδα που πουλούσε κυρίως παιδικά παιχνίδια.

Σήμερα με περισσότερα από 30 χρόνια εμπειρίας στον κλάδο ο όμιλος έχει καταφέρει να έχει 84 καταστήματα στην κατοχή του εκ των οποίων τα 52 βρίσκονται στην Ελλάδα, 10 στην Ρουμανία, 9 στην Βουλγαρία, 5 στην Κύπρο, 3 στο Κόσσοβο, 2 στην Αλβανία, 2 στην ΠΓΔΒ και 1 κατάστημα στην Σερβία ενώ σχεδιάζει να διευρύνει τους ορίζοντες του με νέα καταστήματα στην Τουρκία και στην Βοσνία.

Αποστολή του ομίλου είναι η επέκταση και η βελτίωση του δικτύου διάθεσης, ο εμπλουτισμός της ποικιλίας των αγαθών και προϊόντων σύμφωνα με τις διαρκώς εξελισσόμενες τάσεις την αγοράς, η όσο το δυνατόν καλύτερη εξυπηρέτηση των πελατών καθώς επίσης και η διατήρηση των ανταγωνιστικών τιμών των προϊόντων στην δύσκολη οικονομική περίοδο.

Όραμα του ομίλου που αποτελεί και την βασική του επιδίωξη συνεχίζει να αποτελεί όχι μόνο η διατήρηση των κεκτημένων αλλά και η ισχυροποίηση της ηγετική θέσης του ομίλου στην Ελλάδα αλλά και στο εξωτερικό στον τομέα της λιανικής πώλησης μένοντας πιστοί στο αρχικό όραμα που δεν είναι άλλο από το να χαρίζει χαμόγελο ιδιαίτερα σε αυτές τις δύσκολες εποχές που το έχουμε ανάγκη.

Όσο αφορά το επενδυτικό κομμάτι οι μετοχές της εταιρίας διαπραγματεύονται στο Ελληνικό χρηματιστήριο Αθηνών με την κωδική ονομασία ΜΠΕΛΑ. Ακόμα και τα τελευταία χρόνια παρά την οικονομική κρίση που μαστίζει την χώρα μας, γεγονός που δεν έχει αφήσει ανεπηρέαστο και το χρηματιστήριο, η μετοχή της εταιρίας είναι από τις λίγες που έχουν καταφέρει να κρατηθούν σε υψηλά επίπεδα σημειώνοντας σημαντικά κέρδη για τους μετόχους της.

Βασικός στόχος της παρούσας διπλωματικής είναι η χρηματοοικονομική ανάλυση της εταιρίας μέσω αριθμοδεικτών και η αποτίμηση της με την μέθοδο της προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών ώστε να προσεγγίσουμε την “δίκαιη” τιμή της μετοχής για να εξάγουμε το συμπέρασμα αν είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 – ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

2.1 ιστορική ανασκόπηση

Η πρώτη φορά που συναντάται στην βιβλιογραφία αναφορά σχετικά με την εσωτερική αξία μιας επιχείρησης είναι το μακρινό 1938 στο σύγγραμμα “the theory of investment value” του J.B Williams όπου χρησιμοποιώντας την μέθοδο της προεξόφλησης των ταμειακών ροών που θα λάβουν οι μέτοχοι της εταιρίας από τα μελλοντικά μερίσματα προσπαθεί να υπολογίσει την πραγματική εσωτερική τιμή της εταιρίας και να την συγκρίνει με την τιμή που κατείχε στην αγορά. Αργότερα αυτή η μέθοδος εξελίσσεται και το 1959 ο Gordon στο βιβλίο του με τίτλο “dividends, earnings and stock prices” χρησιμοποιεί μεν την ίδια μέθοδο προεξόφλησης ταμειακών ροών με την διαφορά ότι δεν λαμβάνει υπόψιν τα μελλοντικά μερίσματα των μετόχων αλλά τις χρηματικές ροές από τα μελλοντικά κέρδη της εταιρίας. Για να μπορέσει να προβλέψει και να υπολογίσει αυτές τις χρηματοροές υπολογίζει έναν σταθερό ρυθμό αύξησης των κερδών ανά έτος και δημιουργεί το Gordon growth model που αποτελεί την βάση για πολλούς μεθόδους αποτίμησης που δημιουργήθηκαν αργότερα.

Παράλληλα έχουν αναπτυχθεί και άλλοι μέθοδοι αποτίμησης μίας εταιρίας. Με αφορμή το μεγάλο κραχ που συνέβη στο χρηματιστήριο της Αμερικής το 1934 και βύθισε σε βαριά ύφεση όχι μόνο την Αμερικανική οικονομία αλλά ολόκληρο το παγκόσμιο οικονομικό σύστημα οι Graham και Dodd έγραψαν το βιβλίο με τίτλο “Security analysis” όπου αναφέρουν ότι οι επενδυτές θα πρέπει να δίνουν ιδιαίτερη βαρύτητα στην λειτουργική δραστηριότητα μίας εταιρίας που σχετίζεται με την αξία των περιουσιακών της στοιχείων και στην ικανότητα αυτής να παράγει κέρδη. Αργότερα όμως το 1962 με την προσθήκη στην ομάδα και του Cottle συμπεριέλαβαν στο μοντέλο σου και τις μεθόδους αποτίμησης των Williams και Gordon υπολογίζοντας την αξία των μετοχών με την χαμηλότερη μερισματική απόδοση.

Αρκετά αργότερα το 1995 ο Fama διατύπωσε την θεωρία του τυχαίου περιπάτου όπου υποστηρίζει ότι δεν έχει σημασία η αποτίμηση μίας μετοχής καθώς οι μελλοντικές χρηματικές ροές εξαρτώνται και από εξωγενείς παράγοντες που δεν μπορούν να προβλεφθούν. Με βάση αυτή την λογική εξέλιξη αργότερα την θεωρία του δημιουργώντας την θεωρία της “efficient market hypothesis” σύμφωνα με την οποία σε μία αποτελεσματική αγορά που όλα τα εμπλεκόμενα μέλη έχουν την ίδια πληροφόρηση, τότε κανένας επενδυτής δεν θα έχει την δυνατότητα να αγοράσει υποτιμημένες μετοχές και να πουλήσει υποτιμημένες.

Με την εισαγωγή των ελεύθερων ταμειακών ροών δημιουργήθηκαν και καινούργιοι μέθοδοι αποτίμησης. Αρχικά το 1986 οι Rappaport και Stewart και αργότερα το 1994 οι Copeland, Koller, Murrin χρησιμοποιούν τις ελεύθερες ταμειακές ροές σαν εναλλακτικό τρόπο αποτίμησης. Αργότερα την μεθοδολογία αυτή βελτίωσε ο Damodaran ο οποίος ομαδοποίησε τις μεθόδους αποτίμησης σε 3 βασικές κατηγορίες. α) προ εξοφλημένη αξία ελεύθερων ταμειακών ροών β) αποτίμηση ενδεχόμενων αξιώσεων και γ) σχετική αποτίμηση. Σύμφωνα με την πρώτη κατηγορία η αποτίμηση γίνεται με την εκτίμηση των ελεύθερων ταμειακών ροών μίας επένδυσης και η προεξόφληση της γίνεται με ένα κατάλληλο επιτόκιο έτσι ώστε να υπολογίσουμε την παρούσα αξία αυτής την επένδυσης. Με βάση την δεύτερη κατηγορία η αποτίμηση γίνεται εκτιμώντας όλες τις πιθανές μελλοντικές καθαρές ροές που μπορεί να προκύψουν στο μέλλον από μία επένδυση. Με την Τρίτη μέθοδο η αποτίμηση μίας επένδυσης γίνεται συγκρίνοντας την συγκεκριμένη επένδυση με άλλες όμοιες επενδύσεις π.χ. για την εκτίμηση της αξίας ενός διαμερίσματος μπορούμε να βρούμε την αξία ενός όμοιου διαμερίσματος δηλαδή να βρίσκεται στην ίδια περιοχή να είναι παρόμοιο το έτος κατασκευής να έχει την ίδια έκταση να βρίσκεται στην ίδιο όροφο κ.α.

Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να τονίσουμε ότι δεν υπάρχει “σωστή” μέθοδος αποτίμησης καθώς όλες στηρίζονται σε κάποιες υποθέσεις και ανάλογα με αυτές τις υποθέσεις έχουμε διαφορετικά αποτελέσματα. Οι Benninga και Sarig (1997) προτείνουν να χρησιμοποιούμε περισσότερες από μία μεθόδους αποτίμησης καθώς υπάρχει μεγάλη αβεβαιότητα για την αξία της εταιρίας με μία μόνο μέθοδο αποτίμησης. Έτσι χρησιμοποιώντας δύο ή παραπάνω μεθόδους αποτίμησης, αν τα αποτελέσματα τους συγκλίνουν τότε είμαστε σε θέση να αποδεχτούμε την εκτίμηση μας για την αξία της εταιρίας με μεγαλύτερη βεβαιότητα.

2.2 εισαγωγικές παρατηρήσεις

Χρησιμοποιώντας τον ελληνικό όρο “αποτίμηση” αποδίδουμε την αγγλική ορολογία “valuation” και κατ’ επέκταση της λέξης “value” (αξία). Ετυμολογικά με την λέξη “valuation” ορίζουμε την “εκτίμηση μας για το πόσο αξίζει κάτι”. Στο τομέα των επενδύσεων με τον όρο αποτίμηση εννοούμε την κρίση μας για τα πόσα χρήματα αξίζει κάτι δηλαδή μία δίκαιη τιμή ενός επενδυτικού προϊόντος. Θα πρέπει όμως να υπάρχει σαφής διαχωρισμός της έννοιας αξία με την τιμή. Αξία είναι τα οφέλη που θα έχουμε αν αποκτήσουμε την επένδυση, ενώ τιμή είναι το χρηματικό ποσό που θα χρειαστεί να καταβάλουμε για να αποκτήσουμε την επένδυση. Άρα όταν η αξία μιας επένδυσης είναι μεγαλύτερη από την τιμή, τότε ο επενδυτής έχει όφελος καθώς έχει κάτι στην ιδιοκτησία του που αξίζει περισσότερο από όσα θυσίασε για να το αποκτήσει, ενώ στην αντίθετη περίπτωση που η αξία είναι μικρότερη από την τιμή τότε ο επενδυτής θα έχει απώλειες καθώς του ανήκει κάτι που αξίζει λιγότερο από το χρηματικό ποσό που θυσίασε για να το αποκτήσει. Ο Warren Buffet συνοψίζει τις δύο αυτές έννοιες σε μία πρόταση “η αξία είναι αυτό που αποκτάς ενώ η τιμή είναι αυτό που πληρώνεις”.

Ένας ακόμα ιδιαίτερα σημαντικός όρος που θα πρέπει να αναφέρουμε έχει να κάνει με την αξία του χρήματος στο μέλλον. Οι ορθολογικοί επενδυτές είναι γεγονός ότι προτιμούν να αποκτήσουν 1€ σήμερα από ότι να αποκτήσουν 1€ στο μέλλον. Οι σημαντικότεροι παράγοντες που καθορίζουν την αξία του χρήματος στον χρόνο είναι οι εξής.

- **Πληθωρισμός.** με την πάροδο του χρόνου οι τιμές έχουν την τάση να αυξάνονται. Συνεπώς η αξία ενός αγαθού σήμερα είναι μεγαλύτερη από την ίδια αξία του ίδιου αγαθού στο μέλλον.
- **Κίνδυνος.** Οι ορθολογικοί επενδυτές θεωρούν το μέλλον αβέβαιο. Άρα για να διακινδυνεύσουν την απόκτηση ενός ποσού σήμερα και να το αναβάλλουν για το μέλλον χρειάζονται να έχουν μία επιπλέον απόδοση ως αποζημίωση για αυτή την αβεβαιότητα.

- **Ευκαιρίες επένδυσης.** Σχετίζονται με το κόστος ευκαιρίας δηλαδή για την απόκτηση μίας επένδυσης 'θυσιάζουμε' άλλες επενδύσεις που θα μπορούσαμε να πραγματοποιήσουμε με το ίδιο κόστος. Άρα θα πρέπει να λάβουμε μία αποζημίωση για την απώλεια οφέλους από τις άλλες επενδύσεις που δεν πραγματοποιήθηκαν.
- **Ευκαιρίες κατανάλωσης.** Με την κατανάλωση αγαθών τα άτομα λαμβάνουν ικανοποίηση. Άρα για να μην καταναλώσει ένα άτομο σήμερα και να το αναβάλλει για το μέλλον θα πρέπει να λάβει μία αποζημίωση για να έχει κίνητρο να το κάνει.

2.3 μύθοι σχετικά με την αποτίμηση

Μύθος 1^{ος} *Η αποτίμηση είναι μία αντικειμενική μέθοδος που μας δίνει ακριβή αποτελέσματα.*

Η πραγματικότητα είναι ότι για να αποτιμήσουμε μία εταιρία στηριζόμαστε σε συγκεκριμένες υποθέσεις οι οποίες δεν μπορούν να εκτιμηθούν αντικειμενικά λόγω της φύσης των παραμέτρων αλλά και λόγω της έλλειψης επαρκούς πληροφόρησης και γνώσης. Οπότε το αποτέλεσμα της αποτίμησης είναι αβέβαιο , υποκειμενικό και εξαρτάται από την ορθότητα των υποθέσεων που κάνουμε.

Μύθος 2^{ος} *Τα πολύπλοκα μοντέλα αποτίμησης είναι ανώτερα των απλών μοντέλων.*

Η πραγματικότητα είναι ότι για αρκετούς εκτιμητές ή αναλυτές το «κτίσιμο» πολύπλοκων χρηματοοικονομικών μοντέλων με πολλές παραδοχές και υποθέσεις αποτελεί ικανή ή / και αναγκαία συνθήκη για την εξαγωγή ενός ρεαλιστικού αποτελέσματος αποτίμησης. Όμως υπάρχει μία άλλη ομάδα παρατηρητών, η οποία υποστηρίζει ότι αποστολή του εκτιμητή ή του αναλυτή πρέπει να αποτελεί η δημιουργία «ισορροπημένων» και «καθαρών» μοντέλων. Με άλλα λόγια, μέσω των

μοντέλων αυτών πρέπει να επιτυγχάνεται το επιθυμητό αποτέλεσμα χωρίς όμως τα ίδια να χάνουν την ευελιξία τους.

Μύθος 3^{ος} *Η αποτίμηση εφαρμόζεται μόνο σε εταιρίες που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο*

Η πλειοψηφία των χρηματοοικονομικών μοντέλων αποτίμησης εφαρμόζεται τόσο σε εισηγμένες στο Χρηματιστήριο επιχειρήσεις όσο και σε μη εισηγμένες εταιρίες. Το γεγονός ότι η απαιτούμενη πληροφόρηση, η οποία είναι κάθε φορά αναγκαία για τη δημιουργία ενός εξειδικευμένου μοντέλου προσφέρεται ευκολότερα και πιο οργανωμένα από τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο εταιρίες σε σύγκριση με τις μη εισηγμένες, είναι φυσικό να καθιστά τις αντίστοιχες αποτιμήσεις εισηγμένων εταιριών ρεαλιστικότερες και φαινομενικά πιο αξιόπιστες. Όμως στην πράξη, αποτιμήσεις βάσει τέτοιων μοντέλων γίνονται και για μη εισηγμένες επιχειρήσεις και μάλιστα με αρκετά μεγάλη συχνότητα, ιδιαίτερα σε χρονικές περιόδους όπου παρατηρείται σημαντική ζύμωση ή κινητικότητα σε επίπεδο εξαγορών και συγχωνεύσεων.

Μύθος 4^{ος} *Η αποτίμηση προσφέρει ακριβή εκτίμηση της εταιρικής αξίας*

Μία ακόμη εσφαλμένη αντίληψη που υπάρχει κατά καιρούς στον κόσμο των επιχειρήσεων ή τη χρηματιστηριακή αγορά συνδέεται με την εντύπωση ότι η αποτίμηση είναι μία διαδικασία η οποία εξάγει με ακρίβεια τη δίκαιη αξία μιας εταιρίας. Όπως προαναφέρθηκε, η εκπόνηση ενός χρηματοοικονομικού μοντέλου προϋποθέτει την εισαγωγή πλήθους παραμέτρων / υποθέσεων, η ακριβής υιοθέτηση των οποίων εναπόκειται στη διακριτική ευχέρεια του κάθε αναλυτή. Με άλλα λόγια, η διαδικασία αποτίμησης τείνει να παρουσιάζει υψηλή μόχλευση, γεγονός το οποίο σημαίνει ότι μεταβάλλοντας σε μικρό βαθμό μία υπόθεση του αντίστοιχου μοντέλου, ο αναλυτής ή εκτιμητής της εταιρικής αξίας μπορεί να φθάσει σχετικά εύκολα στο οποιοδήποτε επιθυμητό αποτέλεσμα

Μύθος 5^{ος} *Οι καλές αποτιμήσεις δεν αλλάζουν με το πέρασμα του χρόνου*

Η πραγματικότητα είναι ότι το αποτέλεσμα καμίας αποτίμησης δεν ισχύσει εφ' άπειρον. Όλα τα χρηματοοικονομικά δεδομένα που χρησιμοποιούνται στην αποτίμηση είναι μεταβλητά μεγέθη και υπόκεινται σε αλλαγές όταν προκύπτουν καινούργια δεδομένα για την εταιρία τους ανταγωνιστές και τον κλάδο.

Μύθος 6^{ος} *Οι προσδοκώμενοι ρυθμοί ανάπτυξης της εταιρίας είναι καθαρά εξωγενής μεταβλητές*

Η πραγματικότητα είναι ότι ο ρυθμός ανάπτυξης που ευελπιστεί η εταιρία να έχει επηρεάζεται σε μεγάλο βαθμό από εξωγενής παράγοντες όπως η κατάσταση της οικονομίας ,τα επιτόκια, ο πληθωρισμός αλλά τεράστια επίδραση έχουν και οι αποφάσεις της διοίκησης της εταιρίας σε θέματα marketing, management και διαφήμισης. Άρα ο ρυθμός ανάπτυξης εξαρτάται τόσο από εξωτερικούς όσο και από εσωτερικούς παράγοντες.

Μύθος 7^{ος} *Το επιτόκιο δανεισμού ταυτίζεται με το κόστος δανεισμού*

Η πραγματικότητα είναι ότι το κόστος δανεισμού δεν είναι το ιστορικό επιτόκιο δανεισμού, αλλά το επιτόκιο με το οποίο μπορεί να δανειστεί σήμερα η εταιρία.

Μύθος 8^{ος} *Δεν είναι δυνατή η αποτίμηση σε νέες εταιρίες που παρουσιάζουν ζημιές*

Στην πραγματικότητα μπορούμε να κάνουμε αποτίμηση μίας νέας εταιρίας που παρουσιάζει αρχικά ζημιές διότι ίσως οι ζημιές αυτές να οφείλονται στα αρχικά κόστη ίδρυση της εταιρίας και της μόχλευσης της. Όμως μπορεί να προβλέπουμε ότι με βάση την δυναμική της εταιρίας στο μέλλον θα προκύψουν θετικές ταμειακές ροές από την κύρια της δραστηριότητα της,

2.4 χαρακτηριστικά στοιχεία μιας επένδυσης

Με τον όρο επένδυση εννοούμε την επένδυση χρημάτων σε χρηματοοικονομικά, υλικά, περιουσιακά και εμπορεύσιμα στοιχεία ώστε από την χρησιμοποίησή τους να προκύψουν ταμειακές ροές ικανές να αποσβέσουν αυτό το ποσό και με μακροχρόνιο σκοπό το κέρδος από την συγκεκριμένη δραστηριότητα.

Τα κυριότερα χαρακτηριστικά που αφορούν μία επένδυση είναι ο κίνδυνος που είναι διατεθειμένος να αναλάβει ο επενδυτής, η απόδοση που προσδοκεί να έχει σε συνάρτηση με το επίπεδο κινδύνου που θα αναλάβει, η ρευστότητα, η ζήτηση(αγοραστική δύναμη) που θα έχει το προϊόν, η κάλυψη και τα φορολογικά οφέλη.

- **Ο Κίνδυνος** σχετίζεται με την αβεβαιότητα της απόδοσης που θα μας επιφέρει η επένδυση. Μία επένδυση έχει υψηλό κίνδυνο όταν υπάρχει πολύ μεγάλη πιθανότητα η πραγματική του απόδοση να διαφέρει από την προσδοκώμενη.
- **Η απόδοση** αποτελεί ίσως το πιο βασικό στοιχείο μίας επένδυσης και καθορίζει σε μεγάλο βαθμό το είδος της επένδυσης που επιλέγει ο επενδυτής να πραγματοποιήσει. Η απόδοση εξαρτάται συνήθως με το επίπεδο κινδύνου που είναι διατεθειμένος να αναλάβει ο υποψήφιος επενδυτής. Όσο μεγαλύτερη απόδοση επιθυμεί να έχει τόσο μεγαλύτερο κίνδυνο θα εμπεριέχει η επένδυση του και το αντίστροφο
- **Η ρευστότητα** ενός περιουσιακού στοιχείου είναι η εύκολη και άμεση ανταλλαγή του με άλλα αγαθά, υπηρεσίες ή άλλα περιουσιακά στοιχεία και κυρίως με χρήμα που είναι το πιο συνηθισμένο μέσο ανταλλαγής αγαθών. Όταν λέμε στον επενδυτικό

τομέα ότι μία επένδυση είναι ρευστοποιήσιμη εννοούμε ότι μπορούν εύκολα να πωληθούν ή να είναι εμπορεύσιμες. Συνήθως όταν η ρευστότητα είναι υψηλή η επένδυση έχει χαμηλότερη απόδοση δηλαδή η σχέση ρευστοποίησης και απόδοσης είναι αντιστρόφως ανάλογη. Οι επενδυτές αναζητούν όσο το δυνατόν μεγαλύτερη ρευστοποίηση, ελάχιστο κίνδυνο και μεγιστοποίηση της απόδοσης

- **Η ζήτηση (αγοραστική δύναμη)** σχετίζεται με την θέση που θα έχει η επένδυση μας στο πολύπλοκο και ανταγωνιστικό περιβάλλον. Η ζήτηση για το αγαθό είναι ανάλογη της απόδοσης που θα προσκομίσουμε από την επένδυση μας. Όσο μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς κατακτήσουμε τόσο μεγαλύτερες ταμειακές ροές θα εισρεύσουν στην επιχείρησή μας και συνεπώς η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου θα αυξηθεί
- **Η κάλυψη** είναι ένας πολύ σημαντικός παράγοντας που επηρεάζει την επένδυση μας. Κάλυψη σημαίνει η επένδυση μας να είναι θωρακισμένη και να μην επηρεάζεται από εξωγενείς παράγοντες όπως από κοινωνικές διαταραχές και κυβερνητικές δεσμεύσεις.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3-ΜΟΝΤΕΛΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΑΞΙΑΣ

3.1 Μέθοδοι αποτίμησης εταιρικής αξίας

Με τον όρο αποτίμηση εννοούμε την προσπάθεια ενός ερευνητή να υπολογίσει την σημερινή πραγματική αξία μίας εταιρίας ή κάποιων περιουσιακών της στοιχείων. Σκοπός της είναι να βρεθεί η “δίκαιη” τιμή και να συγκριθεί με την τρέχουσα τιμή που επικρατεί αυτή την στιγμή στην αγορά. Έτσι μπορούν να συμβούν τρία αποτελέσματα.

- Η τιμή στην αγορά την συγκεκριμένη χρονική στιγμή να ταυτίζεται με την πραγματική. Άρα πρόκειται για μία δίκαιη τιμή.
- Η αγοραία τιμή να είναι μεγαλύτερη από την πραγματική. Επομένως η μετοχή είναι υπερεκτιμημένη και οι επενδυτές επιθυμούν να πουλάνε τέτοιου είδους μετοχές.
- Η αγοραία τιμή να είναι μικρότερη από την υπολογιζόμενη πραγματική τιμή. Άρα πρόκειται για μία υποτιμημένη μετοχή. Τέτοιου είδους μετοχές αποτελούν πόλο έλξης για τους επενδυτές που σπεύδουν αμέσως να τις αγοράσουν όταν καταφέρνουν να τις εντοπίσουν.

Η τιμή που αξίζει μία εταιρία ή μετοχή σήμερα στην αγορά διαμορφώνεται και επηρεάζεται άμεσα από τις μελλοντικές προσδοκίες σχετικά με την κατάσταση της εταιρίας. Βασικό στοιχείο που λαμβάνεται υπόψιν είναι τα μελλοντικά οικονομικά οφέλη που θα προκύψουν από την κύρια δραστηριότητα της γεγονός που θα επηρεάσει την κερδοφορία της και σε ευρύτερη έννοια την αξία της.

Τα υποδείγματα αποτίμησης σύμφωνα με την βιβλιογραφία μπορούν να χωριστούν σε δύο βασικές κατηγορίες. Η πρώτη περιλαμβάνει τα **σχετικά** υποδείγματα αποτίμησης και η δεύτερη τα **απόλυτα**.

Σχετικά υποδείγματα αποτίμησης

Με τα σχετικά υποδείγματα αποτίμησης συγκρίνουμε τις εταιρίες που μας ενδιαφέρουν με την χρήση πολλαπλασιαστών και αριθμοδεικτών. Επίσης τις συγκρίνουμε και με τα στοιχεία άλλων επιχειρήσεων που λειτουργούν σε ομοειδής κλάδους για να εξάγουμε αποτελέσματα αποτίμησης που επηρεάζονται από τις τρέχουσες αποτιμήσεις της αγοράς.

Για να είμαστε σε θέση να χρησιμοποιήσουμε ένα σχετικό μοντέλο αποτίμησης και να εξάγουμε ικανοποιητικά αποτελέσματα θα πρέπει να ορίσουμε εξ' αρχής τον πολλαπλασιαστή που θα χρησιμοποιηθεί για όλες τις συγκρινόμενες εταιρίες ώστε τα αποτελέσματα που θα εξάγουμε να είναι αντιπροσωπευτικά και με το ίδιο μέτρο σύγκρισης. Επιπλέον θα πρέπει από πριν να έχουμε δημιουργήσει τα όρια και να έχουμε ορίσει ποιες τιμές εντός αυτών των ορίων θεωρούμε υψηλές και ποιες χαμηλές για τον εκτιμώμενο πολλαπλασιαστή. Τέλος θα πρέπει να γίνει σωστή και προσεχτική επιλογή των εταιριών που επιλέγουμε για να συγκρίνουμε της εκτιμώμενη εταιρία καθώς θα πρέπει να αναζητήσουμε εταιρίες με κοινά χαρακτηριστικά γνωρίσματα.

Ένας από τους πιο βασικούς αριθμοδείκτες που χρησιμοποιείται από τους αναλυτές για την σύγκριση δύο ή περισσότερων εταιριών είναι ο P/E (price/earnings) που είναι ο λόγος της χρηματιστηριακής της τιμής προς τα κέρδη ανά μετοχή της τελευταίας λογιστικής χρήσης. Ο δείκτης αυτός υποδεικνύει το χρονικό διάστημα σε έτη που απαιτούνται ώστε ο επενδυτής να ανακτήσει (χωρίς επανεπένδυση) το κεφάλαιο που δαπάνησε για τη αγορά μίας μετοχής, με την υπόθεση ότι τα κέρδη παραμένουν σταθερά. Γενικά ένα χαμηλό αποτέλεσμα μπορεί να μας δώσει μία ένδειξη υποτιμημένης εταιρίας, ενώ αντίστοιχα ένας υψηλός δείκτης μπορεί να είναι σημάδι για μία υπερτιμημένη εταιρία. Για να υπερκεράσουμε το πρόβλημα της στατικότητας διότι δεν είναι πολύ ρεαλιστική η υπόθεση ότι τα κέρδη διαχρονικά παραμένουν σταθερά πολλές φορές χρησιμοποιούμε τον δείκτη PEG. Ο συγκεκριμένος δείκτης έχει την παραλλαγή ότι λαμβάνει υπόψιν και τον ρυθμό ανάπτυξης της εταιρίας από έτος προς έτος. Αν $PEG < 1$ τότε έχουμε υποτιμημένες εταιρίες ενώ αν $PEG > 1$ τότε έχουμε ένδειξη για υπερτιμημένες εταιρίες.

Θα πρέπει να τονίσουμε σε αυτό το σημείο ότι η χρησιμοποίηση αριθμοδεικτών αποτελούν ενδείξεις για την κατάσταση μίας εταιρίας αλλά δεν μας επιτρέπουν αυτοί κάθε αυτοί να βγάλουμε ασφαλή συμπεράσματα

καθώς θα πρέπει να κάνουμε βαθύτερη έρευνα και σε άλλα στοιχεία της εταιρίας για να έχουμε μία πιο ξεκάθαρη εικόνα.

Απόλυτα υποδείγματα αποτίμησης

Τα απόλυτα μοντέλα αποτίμησης ή μοντέλα προεξόφλησης ταμειακών ροών προσπαθούν να υπολογίσουν την πραγματική ή εσωτερική αξία μίας εταιρίας χρησιμοποιώντας κάποια θεμελιώδη δεδομένα μέσω των οποίων προσπαθούμε να υπολογίσουμε την παρούσα αξία των μελλοντικών χρηματοροών (κέρδη, μερίσματα, ταμειακές ροές).

Μπορούμε να διακρίνουμε τέσσερις βασικές κατηγορίες για την αποτίμηση με απόλυτα υποδείγματα.

1. Μέθοδος προεξόφλησης μερισμάτων (dividend discount model)
2. Μέθοδος προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών (discount cash flow model)
3. Μέθοδος των υπερκερδών (residual income valuation model)
4. Μέθοδος της αξίας στοιχείων του ενεργητικού (asset-based model)

Η ανάλυση κάθε εταιρίας μπορεί να διαφέρει ανάλογα με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της εταιρίας και τις παραδοχές που θα χρησιμοποιήσουν οι αναλυτές. Στην συγκεκριμένη εργασία η μέθοδος που θα χρησιμοποιήσω για την ανάλυση της εταιρίας JUMBO είναι αυτή της προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών.

3.2 Μέθοδος προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών

Η αποτίμηση μίας εταιρίας με την μέθοδο προεξόφλησης των ταμειακών ροών (Discount Cash Flow) γίνεται με τον υπολογισμό της αξίας ενός περιουσιακού στοιχείου με βάση την παρούσα αξία (Present Value) των μελλοντικών ταμειακών ροών που υπολογίζεται ότι θα εισρεύσουν στην εταιρία από την κύρια δραστηριότητα αυτών των περιουσιακών στοιχείων.

Αυτές οι μελλοντικές ροές για να μετατρέψουμε την αξία τους στα σημερινά δεδομένα και να υπολογίσουμε την παρούσα αξία τους (PV) θα πρέπει να τις προεξοφλήσουμε με ένα επιτόκιο που να αντιπροσωπεύει τον κίνδυνο (Damodaran, 2010). Η λογική της προεξόφλησης των ταμειακών ροών στηρίζεται στην διαχρονική αξία του χρήματος όπου οι μελλοντικές ταμειακές ροές αφού προεξοφληθούν με το κατάλληλο επιτόκιο, που θα αποδώσει τον κίνδυνο, μας δίνουν την παρούσα αξία αυτού του στοιχείου.

Σύμφωνα με τους Modigliani και Miller(1961) η μέθοδος των ελεύθερων ταμειακών ροών μπορεί να χρησιμοποιηθεί και για την αποτίμηση μίας ολόκληρης εταιρίας η οποία αποτελείται από πολλά έργα σε συνδυασμό. Για να προσδιοριστεί η σταθερή αξία υπολογίζεται η παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών από το σύνολο των έργων στις δραστηριότητες της επιχείρησης.

Επιπλέον στην θέση των ταμειακών ροών που χρησιμοποιούμε στην μέθοδο αποτίμησης με την προεξόφληση των ταμειακών ροών μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε κάποια "υποκατάστατα" όπως τα μερίσματα, οι ελεύθερες ταμειακές ροές και τα λογιστικά κέρδη. Δεδομένου ότι χρησιμοποιούμε πολλές σταθερές παραδοχές και υποθέσεις, η αποτίμηση της εταιρίας με την μέθοδο προεξόφλησης των ταμειακών ροών θα πρέπει να μας οδηγήσει σε παρόμοια αποτελέσματα σταθερής αξίας σε σχέση με το αν κάναμε τον υπολογισμό με τα υποκατάστατα των ταμειακών ροών.

Ωστόσο εμπειρικά αποτελέσματα από έρευνες που έχουν γίνει δείχνουν ότι διαφορετικά προεξοφλητικά επιτόκια μπορούν να οδηγήσουν σε διαφορετικά αποτελέσματα της σταθερής αξίας(Nissim & Ziv, 2001).

Για να χρησιμοποιήσουμε την μέθοδο των ταμειακών ροών θα πρέπει να στηριχτούμε και να αποδεχτούμε ορισμένες παραδοχές και υποθέσεις.

- ✓ η επιχείρηση αξίζει όσο το άθροισμα των προ εξοφλημένων ταμειακών ροών

- ✓ τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρίας δεν είναι μόνο τα πάγια στοιχεία του ενεργητικού άλλα και οι παραγωγικοί συντελεστές
- ✓ μπορούμε να προβλέψουμε τις μελλοντικές ταμειακές ροές με βάση κάποιες υποθέσεις και εκτιμήσεις
- ✓ μπορούμε να υπολογίσουμε τον συντελεστή προεξόφλησης

Για να χρησιμοποιήσουμε την συγκεκριμένη μέθοδο χρειάζεται να γνωρίζουμε ορισμένα βασικά μεγέθη όπως την διάρκεια του περιουσιακού στοιχείου, τις ταμειακές ροές που θα μας αποφέρει τα χρόνια της διάρκειας του καθώς επίσης και το προεξοφλητικό επιτόκιο που θα χρησιμοποιήσουμε για να υπολογίσουμε και τον κίνδυνο.

Ο γενικός τύπος που ισχύει είναι

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

Όπου

CF_t η ταμειακή ροή τον χρόνο t

t είναι το κάθε έτος που πραγματοποιείται η χρηματοροή

r είναι το προεξοφλητικό επιτόκιο

Υπάρχουν δύο προσεγγίσεις για την αποτίμηση μίας εταιρίας με την μέθοδο της προεξόφλησης των ταμειακών ροών. Η μία είναι να αποτιμάται η εταιρία σαν να ήταν μόνο μετοχές που χρηματοδοτούνται, δηλαδή να αποτιμώνται τα ίδια κεφάλαια. Η δεύτερη προσέγγιση είναι να αποτιμάται το σύνολο της επιχείρησης (Damodaran, 1996).

Σύμφωνα με τον Penman υπάρχουν τέσσερα βήματα που θα πρέπει να ακολουθήσουμε με την μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών.

1^ο βήμα θα πρέπει να εκτιμήσουμε τις ταμειακές ροές της εταιρίας για ένα δεδομένο έτος.

2^ο βήμα περιλαμβάνει τον υπολογισμό του μεσοσταθμικού κόστους κεφαλαίου (wacc) που θα χρησιμοποιηθεί σαν συντελεστής προεξόφλησης για να υπολογίσουμε την καθαρή παρούσα αξία (NPV)

3^ο βήμα η συνεχιζόμενη ροή για όλα τα έτη

4^ο βήμα ο καθορισμός της τιμής της εταιρίας

3.3 Διαχωρισμός ελεύθερων από λειτουργικών ταμειακών ροών

Τα λειτουργικά κέρδη που παρουσιάζονται στις οικονομικές καταστάσεις και στα αποτελέσματα χρήσης μίας εταιρίας δεν αντικατοπτρίζουν σε απόλυτο βαθμό την ικανότητα της να δημιουργεί ταμειακές ροές. Έτσι είναι προτιμότερο να χρησιμοποιούνται οι ταμειακές ροές καθώς οι λειτουργικές ροές επηρεάζονται από άλλους παράγοντες όπως οι αποσβέσεις και οι φόροι.

3.4 Υπολειμματική αξία

Η πρόβλεψη των ταμειακών ροών μίας εταιρίας καθώς και ο υπολογισμός της παρούσας αξίας γίνεται όπως προαναφέραμε για ένα συγκεκριμένο χρονικό ορίζοντα στις απόλυτες μεθόδους αποτίμησης. Αν μία εταιρία συνεχίζει να υφίσταται σαν οντότητα και μετά την περίοδο που είχε γίνει η πρόβλεψη, θα πρέπει να υπολογιστεί και η αξία για την μετέπειτα περίοδο μετά την πρόβλεψη, η οποία αποτελεί την υπολειμματική αξία της εταιρίας (residual value). Ο υπολογισμός της είναι ιδιαίτερα δύσκολος καθώς χαρακτηρίζεται από μεγάλο επίπεδο κινδύνου και αβεβαιότητας, γιατί αφορά τις ταμειακές ροές που θα πραγματοποιηθούν σε μεγάλο χρονικό διάστημα από τώρα και είναι αρκετά δύσκολο να προβλεφθούν. Η υπερεκτίμηση ή υποεκτίμηση της υπολειμματικής αξίας θα μας οδηγήσει σε μεγαλύτερη ή μικρότερη παρούσα αξία.

Γενικά η υπολειμματική αξία δίνεται από τον παρακάτω τύπο.

$$\text{υπολειμματική αξία} = \frac{CF_{t+1}}{r - g}$$

Η μέθοδος των ελεύθερων ταμειακών ροών

Οι λειτουργικά ελεύθερες ταμειακές ροές είναι οι ταμειακές ροές από τις δραστηριότητες μίας επιχείρησης, που καταμερίζονται σε όλους τους κατόχους κεφαλαίου στην κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρίας. Περιλαμβάνει τόσο τους κατόχους χρέους όσο και τους κατόχους ιδίων κεφαλαίων.

Ο υπολογισμός της αξίας μίας εταιρίας με την μέθοδο των ελεύθερων ταμειακών ροών μπορεί να γίνει τόσο σε ένα όσο και σε παραπάνω στάδια.

Στο μοντέλο ενός σταδίου υποθέτουμε ότι οι ελεύθερες ταμειακές ροές αυξάνονται στο διηνεκές με ένα σταθερό ρυθμό g . Έτσι έχουμε

$$Equity\ value = \frac{FCF_{t1}}{r - g} = \frac{FCF_{t0}(1 + g)}{r - g}$$

Όπου r η απαιτούμενη απόδοση των ιδίων κεφαλαίων

Στο μοντέλο δύο σταδίων υποθέτουμε ότι οι ελεύθερες ταμειακές ροές αυξάνονται με έναν σταθερό ρυθμό g_1 μέχρι κάποια συγκεκριμένη χρονική περίοδο, και έπειτα με έναν άλλον σταθερό ρυθμό αύξησης g_2 στο διηνεκές. Επομένως η αξία της επιχείρησης είναι το άθροισμα των προεξοφλημένων ταμειακών ροών που υπολογίζονται και για το πρώτο και για το δεύτερο στάδιο.

Το κόστος των ξένων κεφαλαίων

Το κόστος των ξένων κεφαλαίων της εταιρίας είναι το επιτόκιο που πληρώνει μία επιχείρηση για να δανειστεί από τις αγορές χρήματος. Υπάρχουν τρεις παράγοντες που επηρεάζουν το κόστος δανεισμού της επιχείρησης. Το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου που συνήθως παίρνουμε το επιτόκιο του κρατικού ομολόγου για να το υπολογίσουμε, το spread που

είναι η διαφορά του επιτοκίου που δανείζει ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα και του επιτοκίου που δανείζεται και τρίτος παράγοντας είναι ο φορολογικός συντελεστής που έχει καθιερώσει η χώρα όπου βρίσκεται η επιχείρηση.

Το κόστος των ιδίων κεφαλαίων

Ο πιο διαδεδομένος τρόπος για να εκτιμήσουμε το κόστος ιδίων κεφαλαίων είναι το μοντέλο αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων που είναι ευρέως γνωστό ως CAPM (Capital Asset Pricing Model) που υποστηρίζει ότι ο κίνδυνος μίας μετοχής εξαρτάται από την ευαισθησία της στο χρηματιστήριο.

Ένα δεύτερο μοντέλο για τον υπολογισμό του κόστους των ιδίων κεφαλαίων είναι το υπόδειγμα των Fama και French που υποστηρίζει ότι ο κίνδυνος μίας μετοχής εξαρτάται από την ευαισθησία της μετοχής (α) στην χρηματιστηριακή αγορά (β) σε ένα χαρτοφυλάκιο βασισμένο στο μέγεθος της επιχείρησης και (γ) σε ένα χαρτοφυλάκιο βασισμένο στις αποδόσεις της αγοράς. Επιπλέον υπάρχει και ένα τρίτο μοντέλο αποτίμησης του κόστους των ιδίων κεφαλαίων που είναι το θεώρημα του αρμπιτράζ ή APT model (Arbitrage Pricing Model).

Υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων CAPM

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

Σύμφωνα με το υπόδειγμα CAPM, η αναμενόμενη τιμή μίας μετοχής είναι συνάρτηση δύο παραγόντων. (α) της διαχρονικής αξίας του χρήματος και (β) του ασφάλιστρο κινδύνου. Η διαχρονική αξία του χρήματος ερμηνεύεται με το όρο rf που είναι το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου και αντιπροσωπεύει την αποζημίωση που λαμβάνουν οι επενδυτές για την τοποθέτηση των χρημάτων τους σε οποιαδήποτε επένδυση. Η επιπλέον απόδοση που λαμβάνουν οι επενδυτές για τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν ονομάζεται ασφάλιστρο κινδύνου. Ο κίνδυνος μπορεί να κατανεμηθεί σε δύο κατηγορίες. (α) τον συστηματικό κίνδυνο που είναι εξωγενής δηλαδή προέρχεται από μακροοικονομικούς παράγοντες όπως πληθωρισμός, μεταβολές επιτοκίων και ο επενδυτής δεν μπορεί να επέμβει σε αυτόν και (β) τον μη συστηματικό κίνδυνο που είναι ενδογενής και διαφέρει στο κάθε χαρτοφυλάκιο. Ο επενδυτής για να εξαλείψει τον μη συστηματικό κίνδυνο θα πρέπει να διαφοροποιήσει πλήρως το χαρτοφυλάκιο του και για το επιτύχει αυτό θα πρέπει να αυξήσει τον αριθμό των μετοχών του χαρτοφυλακίου.

Ο γενικός τύπος του CAPM είναι

$$E(R) = rf + b(rm - rf)$$

Όπου

E(R) η αναμενόμενη τιμή της μετοχής

Rf το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου

Rm η απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς

Σύμφωνα με το CAPM το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου και το ασφάλιστρο κινδύνου είναι το ίδιο για όλες τις εταιρίες. Διαφορετικό για κάθε εταιρία είναι ο συντελεστής βήτα.

Οι βασικές υποθέσεις κάτω από τις οποίες ισχύει το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων είναι οι ακόλουθες:

1. Οι επενδυτές επιχειρούν να μεγιστοποιήσουν τη χρησιμότητα τους (ορθολογικοί) και θα επιλέξουν μεταξύ χαρτοφυλακίων, με κριτήρια τον κίνδυνο και την αναμενόμενη απόδοση.

2. Όλοι οι επενδυτές μπορούν να δανείζουν και να δανείζονται χωρίς περιορισμούς κεφάλαια στο επιτόκιο χωρίς κίνδυνο της αγοράς (*r_f*).
3. Όλοι οι επενδυτές έχουν τις ίδιες εκτιμήσεις για τις αναμενόμενες αποδόσεις, διακυμάνσεις και συνδιακυμάνσεις μεταξύ των αποδόσεων των μετοχών. Άρα υπάρχει ομοιογένεια στις προσδοκίες τους.
4. Δεν υπάρχει κόστος συναλλαγών, τα χρεόγραφα είναι πλήρως και άμεσα ρευστοποιήσιμα και τα περιουσιακά στοιχεία είναι πλήρως διαιρετά.
5. Δεν υπάρχει φορολογία.
6. Οι τιμές δίνονται εξωγενώς σε όλους και κανείς ατομικά ή ομάδες δεν μπορεί να τις επηρεάσει.
7. Οι ποσότητες των περιουσιακών στοιχείων είναι προσδιορισμένες.
8. Ο πληθωρισμός θεωρείται μηδενικός, τα επιτόκια και οι κεφαλαιαγορές βρίσκονται σε ισορροπία.

3.5 Ομάδες ατόμων που ενδιαφέρονται για την αξία μίας εταιρίας

Επιχειρηματίας: Θα πρέπει να γνωρίζει την πορεία και την αξία της εταιρίας του και με βάση αυτή να λάβει στρατηγικές αποφάσεις για την ανάπτυξη ή όχι ,για τον δανεισμό της ,για αύξηση μετοχικού κεφαλαίου κ.α.

Δανειστής: Θα πρέπει να γνωρίζουν σε τι κατάσταση βρίσκεται η εταιρία, την φερεγγυότητα της και να αποφασίσουν αν θα χορηγήσουν δάνειο, το ύψος του δανείου, το επιτόκιο δανεισμού κ.α.

Προμηθευτές: Είναι σημαντικό να γνωρίζουν την κατάσταση της εταιρίας για να αποφασίσουν πόσο χρόνο θα δώσουν πίστωση για την αποπληρωμή των υπηρεσιών που παρέχουν.

Πελάτες: Πιστοποίηση και επαλήθευση για την αξιοπιστία της εταιρίας και συνέχιση της παροχής αγαθών ή υπηρεσιών.

Στελέχη εταιρίας διευθυντές: Ενδιαφέρονται για την κατάσταση της εταιρίας για να προσδιορίσουν το επίπεδο των μισθών τα bonus και για την λήψη στρατηγικών αποφάσεων.

Μέτοχοι: Για να αποφασίσουν αν θα επενδύσουν ή όχι στην εταιρία.

Λογιστές-οικονομική διεύθυνση: Θα πρέπει να γνωρίζουν την αξία της εταιρίας έτσι ώστε να είναι σε θέση να αναδιαμορφώσουν τις τακτικές και τις πολιτικές της εταιρίας.

Εσωτερικοί ελεγκτές: Για να προσδιορίσουν τους στόχους κάθε τμήματος ανάλογα με την κατάσταση της εταιρίας.

Εξωτερικοί ελεγκτές: Ταυτοποίηση των αποτελεσμάτων και της ορθότητας των οικονομικών στοιχείων της επιχείρησης με στόχο την προστασία του επενδυτικού κοινού.

Επιτροπή κεφαλαιαγοράς: Πρέπει να γνωρίζει την κατάσταση της εταιρίας και να αποφασίζει για την εισαγωγή ή μη στο χρηματιστήριο, για την δίκαιη τιμή της μετοχής και την απόφαση για επιβολή προστίμων σε περίπτωση χειραγώγησης της αγοράς.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4- Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΗΣ JUMBO

4.1 Περιγραφή εταιρίας

Η Jumbo είναι μία αμιγώς Ελληνική εταιρεία όπου η κύρια δραστηριότητα της είναι η λιανική πώληση παιχνιδιών, βρεφικών ειδών, εποχικών ειδών, ειδών διακόσμησης και ειδών βιβλιοχαρτοπωλείου. Μέσα στα 27 χρόνια λειτουργίας της, η Εταιρεία εξελίχθηκε σε μία από τις μεγαλύτερες επιχειρήσεις λιανικής πώλησης με 70 καταστήματα: 53 στην Ελλάδα, 8 στη Βουλγαρία 7 στη Ρουμανία, 5 στην Κύπρο και 2 στην Αλβανία και την ΠΓΔΜ ενώ διαθέτει και το ηλεκτρονικό κατάστημα e-JUMBO. Κατά την 30.06.2017 ο Όμιλος απασχολούσε 3.860 περίπου εργαζομένους. Επιπλέον η Jumbo έχει συνάψει συμβάσεις εμπορικής συνεργασίας με ανεξάρτητους πελάτες στην ΠΓΔΜ (FYROM) και την Αλβανία οι οποίοι διαθέτουν από δύο καταστήματα, με τη μέθοδο franchise.

Η Jumbo τώρα σχεδιάζει να ανοίξει καταστήματα σε Τουρκία και Βοσνία.

4.1.2 Ιστορική αναδρομή εταιρίας

1986

-Νοέμβριος: Ιδρύεται η εταιρία Jumbo, με βασικό αντικείμενο την πώληση παιχνιδιών. Το πρώτο κατάστημα ανοίγει τις πόρτες του στη Γλυφάδα.

1989

-Οκτώβριος: Το δεύτερο κατάστημα έρχεται στο Ψυχικό

1991

-Οκτώβριος: Δύο νέα καταστήματα ανοίγουν στον Χολαργό και τον Πειραιά.

1995

-Ιούλιος: Η οικογένεια των Jumbo μεγαλώνει, με τρία (3) ακόμα καταστήματα, το πέμπτο στον Ταύρο, το έκτο στην Ν. Ερυθραία και το έβδομο στο Παγκράτι.

-Οκτώβριος: Ανοίγουν στη Νίκαια η πρώτη κεντρική αποθήκη (8.000 τ.μ.) και το όγδοο κατάστημα.

1996

-Νοέμβριος: Τα Jumbo επεκτείνουν το δίκτυο καταστημάτων τους, με τη λειτουργία ακόμα ενός νέου καταστήματος, αυτή τη φορά στη Βάρη.

1997

-Απρίλιος: Η Πυλαία Θεσσαλονίκης υποδέχεται το δέκατο κατάστημα Jumbo.

-Ιούνιος: Εισαγωγή στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

-Νοέμβριος: Το ενδέκατο κατάστημα έρχεται στην Πάτρα.

-Δεκέμβριος: Ανοίγει το δωδέκατο κατάστημα στο Σείριο.

1998

-Απρίλιος: Λειτουργία δεύτερης αποθήκη στα Οινόφυτα (13.500 τ.μ.).

-Αύγουστος: Το δέκατο τρίτο κατάστημα ανοίγει στον Κολωνό.

-Οκτώβριος:

Ολοκλήρωση της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας με έκδοση 1.200.000 νέων κοινών ανώνυμων μετοχών.

Εξαγορά ομοειδούς κυπριακής επιχείρησης με την επωνυμία «Jumbo Trading Ltd.» πρώην «Jumbo Investments Ltd.».

-Δεκέμβριος: Οι Κρητικοί μπορούν να υπερηφανεύονται για το δικό τους Jumbo, που άνοιξε στο Ηράκλειο Κρήτης.

1999

Η τρίτη αποθήκη ανοίγει στα Καμίνια Πειραιά (14.259 τ.μ.)

-Φεβρουάριος: Σύναψη κοινοπρακτικού δανείου σε EURO μέσω της τράπεζας Societe Generale Λονδίνου και άλλων τραπεζών, (δρχ. 5 δις).

-Αύγουστος: Ανοίγει το δέκατο πέμπτο κατάστημα στην Καλαμάτα.

-Οκτώβριος: Ανοίγει το δέκατο έκτο κατάστημα στην Παιανία.

-Νοέμβριος: Ανοίγει και το δέκατο έβδομο κατάστημα στα Καμίνια Πειραιά.

2000

- Καταστροφική πυρκαγιά ξεσπά από άγνωστη αιτία στις αποθήκες και στα κεντρικά γραφεία διοίκησης της εταιρίας, στο Αιγάλεω Αττικής (Λ. Θηβών 255).

-Μάρτιος: Ολοκλήρωση Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου 2/10 μετοχές προς 1.500 δρχ. η μία με έκδοση 3.456.000 νέων ονομαστικών μετοχών. Έσοδα έκδοσης (5,2 δις. δρχ.)

-Μάρτιος: Μετονομασία της θυγατρικής στην Κύπρο σε «Jumbo Trading Ltd.».

-Απρίλιος: Αλλαγή επωνυμίας της εταιρίας από «Μπέϊμπυ Λαντ Παιχνίδια Α.Ε.» σε «JUMBO Ανώνυμη Εμπορική Εταιρία» και διακριτικό τίτλο «Jumbo».

-Ιούλιος: Εισαγωγή της θυγατρικής στην Κύπρο στο Χρηματιστήριο Αξιών Κύπρου.

-Αύγουστος: Το δέκατο όγδοο κατάστημα ανοίγει στα Βριλήσσια Αττικής.

-Οκτώβριος:

Έκδοση Μετατρέψιμου Ομολογιακού Δανείου (Μ.Ο.Δ.), τετραετούς διάρκειας, με δικαίωμα προτίμησης υπέρ παλαιών μετοχών. Εκδόθηκαν 2.764.800 ομολογίες, ονομαστικής αξίας δρχ.1.450 και τιμή διάθεσης δρχ.1.450 δρχ. 4.008.960.000. Ανάδοχος Τράπεζα Societe Generale

Αγορά ακινήτων στον Αυλώνα Αττικής 13.300 τ.μ. και επιφανείας οικοπέδου συνολικής έκτασης 76.353 τ.μ. για χρήση αποθηκευτικού χώρου

-Δεκέμβριος:

Το δέκατο ένατο κατάστημα ανοίγει στη Ν. Ευκαρπία Θεσσαλονίκης.

Απόκτηση με αγορά έκτασης επιφάνειας 108.000 τ.μ. περίπου, στα Οινόφυτα Βοιωτίας και ανέγερση των κεντρικών υπερσύγχρονων αποθηκευτικών χώρων της Εταιρείας

2001

-Τα κεντρικά γραφεία διοίκησης και λοιπών υπηρεσιών, στεγάζονται πλέον στο διατηρητέο ακίνητο στο Μοσχάτο Αττικής (2.030 τ.μ.).

- Λειτουργία των κεντρικών αποθηκών (36.000 τ.μ.) και κατασκευή συμπληρωματικού αποθηκευτικού χώρου (9.000 τ.μ.), στα Οινόφυτα Βοιωτίας.

- Κατακυρώνεται στην εταιρία, μετά από διαγωνισμό, το δικαίωμα

αποκλειστικής παραγωγής και εμπορίας της μασκότ (κατηγορία «παιχνίδι») των Ολυμπιακών Αγώνων της Αθήνας 2004. Ο Φοίβος και η Αθηνά θα είναι Jumbo!

-Ιούλιος: Το εικοστό Jumbo είναι υπερκατάστημα και βρίσκεται στο Λιμάνι Θεσσαλονίκης.

-Αύγουστος: Στην Άνοιξη Αττικής εγκαινιάζεται το εικοστό πρώτο υπερκατάστημα.

-Δεκέμβριος: Σύναψη και υπογραφή σύμβασης Κοινοπρακτικού Δανείου, ύψους € 60.000.000 με την Τράπεζα BNP Paribas σε συνεργασία και με άλλες μεγάλες Τράπεζες, τα κεφάλαια του οποίου χρησιμοποιήθηκαν τη χρηματοδότηση των επενδυτικών προγραμμάτων της Εταιρείας.

2002

-Μάρτιος: Το Αγρίνιο υποδέχεται το εικοστό δεύτερο Jumbo!

-Μάιος: Το εικοστό τρίτο κατάστημα Jumbo, ανοίγει στη Λάρισα.

-Αύγουστος: Το εικοστό τέταρτο κατάστημα ανοίγει τις πόρτες του στα Ιωάννινα.

-Νοέμβριος: Η Καβάλα υποδέχεται το εικοστό πέμπτο κατάστημα Jumbo.

-Δεκέμβριος: Και οι Ροδίτες έχουν πλέον το δικό τους Jumbo, αφού το εικοστό έκτο κατάστημα ανοίγει στη Ρόδο.

-Λειτουργία του νέου καταστήματος στη Λευκωσία.

2003

- Αυτή τη χρονιά, το Jumbo διευρύνει το δίκτυο πώλησης με τέσσερα (4) νέα υπερκαταστήματα!

-Αύγουστος: Το εικοστό έβδομο στη Χαλκίδα (7.500 τ.μ.).

-Δεκέμβριος: Το εικοστό όγδοο στα Χανιά (7.131 τ.μ.), το εικοστό ένατο στο Μαρούσι (3.673 τ.μ.), και το τριακοστό στο Ίλιον (4.800 τ.μ.).

- Μεταστέγαση αποθηκών Καμινιών στον Αυλώνα και τέλος λειτουργίας του συστεγασμένου καταστήματος.

2004

-Φεβρουάριος: Έκδοση Κοινού Ομολογιακού Δδανείου ποσού € 45 εκατ. Διοργανωτές αυτού η «EFG Telesis Finance A.E.Π.Ε.Υ.» και «BNP Paribas». Το δάνειο αυτό αποπληρώθηκε 07.12.2006.

-Μάρτιος: Το τριακοστό πρώτο υπερκατάστημα ανοίγει στην Αγία Παρασκευή Αττικής (4.770 τ.μ.).

-Αύγουστος: Το τριακοστό δεύτερο υπερκατάστημα ανοίγει στην Κόρινθο (7.000 τ.μ.).

-Νοέμβριος: Η Καρδίτσα υποδέχεται το τριακοστό τρίτο υπερκατάστημα (9.500 τ.μ.).

-Δεκέμβριος: Το τριακοστό τέταρτο υπερκατάστημα... ανήκει στο Βόλο (6.500 τ.μ.).

-Ιούλιος: Στις 9 Ιουλίου 2004 διαγράφηκαν από το Χρηματιστήριο Αξιών Κύπρου οι τίτλοι, σε συνέχεια της αποδοχής της Δημόσιας Πρότασης και την εξαγορά των υπολοίπων μετόχων από την JUMBO.

2005

-Απρίλιος: Το τριακοστό πέμπτο κατάστημα (13.500 τ.μ.) ανοίγει στον

Άλιμο.

-Ιούλιος: Ακόμα δύο καταστήματα έρχονται να προστεθούν στην οικογένεια των Jumbo, με το άνοιγμα του τριακοστού έκτου στην Κέρκυρα (7.500 τ.μ.) και του τριακοστού έβδομου στην Πάτρα (4.400 τ.μ.).

-Σεπτέμβριος: Την 1η Σεπτεμβρίου 2005, συστήνεται στη Βουλγαρία η θυγατρική εταιρία «JUMBO EC.B» με έδρα τη Σόφια, η οποία προβαίνει στην αγορά οικοπέδων και υπό κατασκευή ακινήτου για τη δημιουργία υπερκαταστήματος 15.000 τ.μ.

-Οκτώβριος: Μετατροπή του Ομολογιακού Δανείου έκδοσης 2000 σε μετοχές & αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.

-Νοέμβριος: Στη Ν. Ιωνία εγκαινιάζεται το τριακοστό όγδοο κατάστημα (6.950 τ.μ.).

-Δεκέμβριος: Το τριακοστό ένατο κατάστημα ανοίγει στην Αλεξανδρούπολη (7.500 τ.μ.).

2006

-Ιούνιος: Απόφαση έκδοσης Μετατρέψιμου Ομολογιακού Δανείου (ΜΟΔ).€ 42.432.150,00

-Ιούλιος: Έναρξη λειτουργίας του τεσσαρακοστού καταστήματος Jumbo στη Λαμία (5.809 τ.μ.).

-Αύγουστος: ιδρύθηκε η θυγατρική εταιρία του Ομίλου στη Ρουμανία «Jumbo EC.R» με έδρα στο Βουκουρέστι.

- Το κατάστημα της Γλυφάδας τερματίζει τη λειτουργία του καθώς τη σκυτάλη των παλαιών τύπου καταστημάτων παίρνουν νέα υπερκαταστήματα.

2007

-Ιανουάριος: Τα καταστήματα του Ψυχικού και της Ν. Ερυθραίας επίσης τερματίζουν τη λειτουργία τους.

-Μάρτιος: Νέο κατάστημα Jumbo εγκαινιάζεται στο λιμάνι του Πειραιά (10.517 τ.μ.).

-Μάϊος: Εγκρίνεται η έκδοση Κοινού Ομολογιακού Δανείου (μη μετατρέψιμου) € 145.000.000, επταετούς διάρκειας.

-Δεκέμβριος: Έναρξη λειτουργίας νέου καταστήματος στη Βαρυμπόμπη.

Έναρξη λειτουργίας του πρώτου καταστήματος στη Βουλγαρία, με έδρα τη Σόφια (15.000 τ.μ.).

2008

-Ιούλιος: Στον Προμαχώνα έχουν πλέον Jumbo!

-Αύγουστος: Το Jumbo πάει Ρέντη ενώ λίγο αργότερα, σειρά έχει το Μαρούσι, με ακόμα ένα νέο κατάστημα Jumbo (10.000 τ.μ.).

2009

-Ιανουάριος: Το κατάστημα στο Χολαργό τερματίζει τη λειτουργία του.

-Μάρτιος: Ακόμα ένα νέο κατάστημα προστίθεται στην οικογένεια των Jumbo, με τα εγκαίνια του καταστήματος στον Ασπρόπυργο (9.000 τ.μ.).

-Νοέμβριος: Έναρξη λειτουργίας του δεύτερου καταστήματος στην Βουλγαρία στην πόλη Plovdiv (13.500 τ.μ.)

2010

- Αυτή τη χρονιά, το Jumbo διευρύνει το δίκτυο πώλησης με έξι (6) νέα

υπερκαταστήματα!

-Αύγουστος: Στη Σόφια (Βουλγαρία) ξεκινά το δεύτερο κατάστημα του Ομίλου στην πόλη.

-Οκτώβριος Η Πρέβεζα διαθέτει πλέον το δικό της Jumbo.

-Η Λάρισα υποδέχεται το δεύτερο κατάστημα στην πόλη.

-Νοέμβριος: Ξεκινά το νέο ιδιόκτητο κατάστημα στην Λάρνακα στην Κύπρο.

-Και τρίτο κατάστημα στη Σόφια (Βουλγαρία).

-Δεκέμβριος: Τα Ιωάννινα υποδέχονται ένα ακόμα Jumbo στη πόλη.

2011

-Μάιος: Στη Varna (Βουλγαρία) ξεκινά το πέμπτο κατάστημα του Ομίλου στην χώρα.

-Ιούλιος: Στην πόλη Burgas (Βουλγαρία) ξεκινά το έκτο κατάστημα του Ομίλου στην χώρα.

-Σεπτέμβριος: Στην Ελευσίνα το πενήνταοστό τέταρτο κατάστημα Jumbo.

-Οκτώβριος: Ξεκινά το νέο υπερ- κατάστημα του Ομίλου στην περιοχή Σπάτων Γυαλού.

-Νοέμβριος: Ξεκινά το νέο υπερ- κατάστημα του Ομίλου στα Γιαννιτσά.

2012

-Μάιος: Στη Ruse (Βουλγαρία) ξεκινά το έβδομο κατάστημα του Ομίλου στην χώρα ενώ το λιμάνι του Λαυρίου αποκτά το δικό του Jumbo

-Ιούλιος: Ένα νέο Jumbo ξεκινά στη Νέα Φιλαδέλφεια

-Αύγουστος: Το εξηκοστό κατάστημα του Ομίλου ανοίγει στο Παλαιό Φάληρο

-Νοέμβριος: Η Θεσσαλονίκη αποκτά ένα ακόμα Jumbo στο εμπορικό κέντρο Florida.

-Δεκέμβριος: Ανοίγει στη Σόφια το όγδοο κατάστημα του Ομίλου στη Βουλγαρία

2013

-Ιούλιος: Ένα νέο Jumbo ξεκινά στις Σέρρες.

-Αύγουστος: Ανοίγει νέο Jumbo στον Άγιο Ελευθέριο.

-Οκτώβριος: Το πρώτο κατάστημα Jumbo στη Ρουμανία στην πόλη Τιμισοάρα είναι γεγονός.

-Νοέμβριος: Ξεκινά το δεύτερο κατάστημα Jumbo στη Ρουμανία στο Βουκουρέστι.

Η Πάφος στην Κύπρο αποκτά το δικό της Jumbo.

2014

-Αύγουστος: Ανοίγει νέο Jumbo στον Ίασμο.

-Οκτώβριος: Το δεύτερο κατάστημα Jumbo στο Βουκουρέστι (Ρουμανία) είναι γεγονός.

-Νοέμβριος: Ξεκινά να λειτουργεί το τέταρτο Jumbo στη Ρουμανία και συγκεκριμένα στην πόλη Oradea και το πέμπτο κατάστημα του Ομίλου στην Κύπρο, στην Λεμεσό.

4.1.3 Η ιστορία του ιδιοκτήτη "mr Jumbo"

Έλληνας της διασποράς, ο Απόστολος Βακάκης γεννήθηκε το 1954 στην Αλεξάνδρεια της Αιγύπτου. Ο πατέρας του, βιομήχανος στην Αίγυπτο, παρήγαγε διογκωμένη πολυστερίνη, που αποτελούσε το βασικό μονωτικό υλικό της εποχής εκείνης για ψυγεία αλλά και για κτίρια. Οι πολιτικές εξελίξεις στην Αίγυπτο υποχρέωσαν την οικογένεια Βακάκη το 1962 να έρθει στην Ελλάδα. Όμως η οικονομική κατάσταση δεν είναι καλύτερη ούτε εδώ και έτσι ο Γεώργιος Βακάκης ξενιτεύεται στη γειτονική Ιταλία, όπου πιάνει δουλειά σε μια μικρή οικοτεχνία κατασκευής λούτρινων ζώων και κουκλών. Τα κοσμήματα που πρόλαβε να πάρει μαζί της, φεύγοντας από την Αίγυπτο, η μητέρα του η Σοφία Βακάκη τα πούλησε στον μεγαλοβιομήχανο της εποχής εκείνης Μποδοσάκη.

Αυτό ήταν το πρώτο κεφάλαιο κίνησης για τη δημιουργία της ελληνικής βιομηχανίας παιχνιδιών, της El Greco. Μετά τα 20 του χρόνια, ο Απόστολος Βακάκης φεύγει για σπουδές Λογιστικής και Finance στο Warwick της Βρετανίας με όνειρο να καταλήξει στο Berkeley. Τότε δέχτηκε το πρώτο χτύπημα. Μια μεγάλη πυρκαγιά στο εργοστάσιο της El Greco στην Άνω Γλυφάδα υποχρέωσε τον 23χρονο Απόστολο να επιστρέψει στην Ελλάδα και να προσπαθήσει να ανασυγκροτήσει τη βιομηχανία από τα αποκαΐδια με τη βοήθεια της παραγωγικής μονάδας στο νησί της Ζακύνθου. Εκεί ξεκίνησαν και οι πρώτες συγκρούσεις με τον πατέρα του, τον ιδρυτή της επιχείρησης.

Στο νησί έμεινε 3 χρόνια. Το 1985 απομακρύνει εντελώς τον πατέρα του από την επιχείρηση και αναλαμβάνει τη θέση του προέδρου της El Greco. Το 1990 αποφασίζει να πουλήσει την El Greco στην πολυεθνική Hasbro, ενώ συνεχίζει να διευθύνει την εταιρεία και ταυτόχρονα συμμετέχει στη διοικούσα επιτροπή της Hasbro Europe. Η ιστορία των καταστημάτων Jumbo ξεκινά με τη λειτουργία του πρώτου καταστήματος στη Γλυφάδα το 1986. Εκείνη την περίοδο ο Απόστολος Βακάκης αισθάνεται έτοιμος να περάσει το κατώφλι της Σοφοκλέους. Όπερ και εγένετο, αντλώντας 2 εκατ. ευρώ. Το 1998 ήταν πλέον φανερό ότι χρειαζόταν μεγαλύτερους αποθηκευτικούς χώρους και γι' αυτό μισθώνει μια αποθήκη στα Οινόφυτα σχεδόν διπλάσιου μεγέθους από την πρώτη αποθήκη στη Νίκαια.

Το 1999, την εποχή που όλη η Ελλάδα αγοράζει μετοχές, ο ίδιος επενδύει στη γη και στη δουλειά του. Τα χρόνια που ακολουθούν βρίσκουν την εταιρεία σταθερά στην κορυφή της επιτυχίας με κορύφωση το 2004, όταν αναλαμβάνει ύστερα από πλειοδοτικό διαγωνισμό το δικαίωμα αποκλειστικής παραγωγής και εμπορίας της Μασκότ του 2004 για τους Ολυμπιακούς Αγώνες. Από τότε μέχρι σήμερα, ο κ. Βακάκης βάζει τους επόμενους στόχους, τα σούπερ μάρκετ παιχνιδιών. Και όπως εξηγεί, «στην Ελλάδα δεν χρειάζεται ακόμη να «σκέφτεσαι», χάνεις πολύτιμο χρόνο. Σε πρώτη φάση δεν έχεις παρά να μελετάς και να ακολουθείς τα βήματα της εξέλιξης στις αναπτυσσόμενες αγορές του εξωτερικού. Εγώ απλώς ακολούθησα την κυρίαρχη διεθνή τάση».

Η μαγική συνταγή της επιτυχίας, η «βιομηχανία της χαράς», όπως αποκαλεί την επιχείρησή του, έπρεπε επίσης να αντιμετωπίσει ένα επιπλέον στοιχείο δυσκολίας, τη σταδιακή «μετανάστευση» των πισιρικάδων από τα παραδοσιακά παιχνίδια στις πιο περίπλοκες τεχνολογικά επιλογές δώρων όπως για παράδειγμα τα κινητά, τα iPod, τα videogames, τους ηλεκτρονικούς υπολογιστές κ.λπ. Βρήκε αμέσως τη λύση: η «βιομηχανία της χαράς» δεν έπρεπε να απευθύνεται στους μικρούς καταναλωτές, αλλά στους ενήλικους αγοραστές.

Οργάνωσε τη στρατηγική επικοινωνίας και διαφήμισης επιλέγοντας μέσα και μηνύματα που απευθύνονταν πρώτα στον ενήλικο και κατόπιν στο παιδί. Δεν επένδυσε πολλά στην τηλεόραση αλλά στο κατ' εξοχήν μέσο ενημέρωσης των μεγάλων που δεν έχουν χρόνο, το ραδιόφωνο. Με διαφημίσεις προκλητικές, σκαμπρόζικες αλλά και δυναμικές στήριξε την εμπορική του πολιτική στους στενούς οικογενειακούς δεσμούς που επικρατούν στην ελληνική κοινωνία.

4.2 Μακροοικονομικά μεγέθη ελληνικής οικονομίας

Η ελληνική στατιστική υπηρεσία έχει ανακοινώσει τα αποτελέσματα των βασικών μακροοικονομικών εθνικών λογαριασμών για το 2017. Τα δεδομένα έδειξαν ότι κινηθήκαμε με θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης της τάξης του 1,4% , ποσοστό μικρότερο κατά 0,2% από τον στόχο που είχε τεθεί στην εισηγητική έκθεση του κρατικού προϋπολογισμού σε σχέση με το οικονομικό έτος 2016. Συγκεκριμένα το 4^ο τρίμηνο του 2017 αυξήθηκε κατά 0,1% σε σχέση με το 3^ο τρίμηνο του ίδιου έτους και κατά 1,9% σε σχέση με το 4^ο τρίμηνο του 2016.

Η συνολική τελική καταναλωτική δαπάνη παρουσίασε μείωση κατά 0,3% σε σχέση με το 4^ο τρίμηνο του 2016. Οι ακαθάριστες επενδύσεις παγίου κεφαλαίου αυξήθηκαν κατά 28,9% συγκριτικά με το τελευταίο τρίμηνο του προηγούμενου έτους. Το εμπορικό ισοζύγιο παρουσίασε μια βελτίωση μεγέθους 0,4%. Αύξηση κατά 5,3% σε σχέση με το 4^ο τρίμηνο του 2016 παρουσίασαν οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών που επηρεάζουν θετικά το ΑΕΠ της χώρας . Οι εξαγωγές αγαθών αυξήθηκαν κατά 7,1% ενώ οι εξαγωγές υπηρεσιών αυξήθηκαν κατά 2,9%. Από την άλλη πλευρά αύξηση σημείωσαν και οι εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών σε σχέση με το τελευταίο τρίμηνο του 2016, παράγοντας που επιδρά αρνητικά στο ΑΕΠ της χώρας. Συγκεκριμένα παρατηρήθηκε αύξηση της τάξης του 4,9%. Οι εισαγωγές αγαθών αυξήθηκαν κατά 3,9% και οι εισαγωγές υπηρεσιών κατά 9,7%.

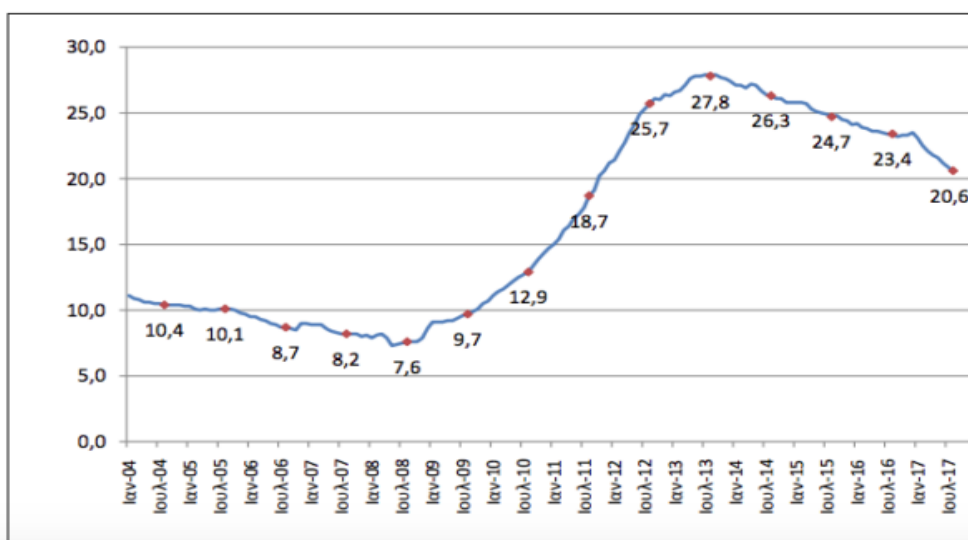
Στο 20,6% περιορίστηκε περαιτέρω το ποσοστό της ανεργίας στη χώρα τον Αύγουστο εφέτος έναντι του αναθεωρημένου προς τα άνω 23,4% τον Αύγουστο 2016 και του αναθεωρημένου προς τα κάτω 20,9% τον Ιούλιο 2017. Οι άνεργοι μειώθηκαν κάτω από το ένα εκατομμύριο (ανήλθαν σε 984.483 άτομα) και, σύμφωνα με την έρευνα εργατικού δυναμικού της ΕΛΣΤΑΤ, ο αριθμός τους μειώθηκε κατά 141.342 άτομα σε σχέση με τον Αύγουστο 2016 (μείωση 12,6%) και κατά 16.769 άτομα σε σχέση με τον Ιούλιο 2017 (μείωση 1,7%). Το σύνολο των απασχολούμενων εκτιμάται ότι ανήλθε σε 3.792.358 άτομα, αριθμός που αυξήθηκε κατά 101.578 άτομα σε σχέση με τον Αύγουστο πέρυσι (αύξηση 2,8%) και κατά 6.549 άτομα σε σχέση με τον Ιούλιο 2017 (αύξηση 0,2%). Οι οικονομικά μη ενεργοί (τα άτομα που δεν εργάζονται ούτε αναζητούν εργασία) ανήλθαν σε 3.231.039 άτομα και αυξήθηκαν κατά 5.215 άτομα σε σχέση με τον

Αύγουστο 2016 (αύξηση 0,2%) και κατά 7.472 άτομα σε σχέση με τον Ιούλιο 2017 (αύξηση 0,2%).

Πίνακας 1: Απασχολούμενοι, άνεργοι, οικονομικά μη ενεργοί και ποσοστό (%) ανεργίας, Αύγουστος 2012 - 2017

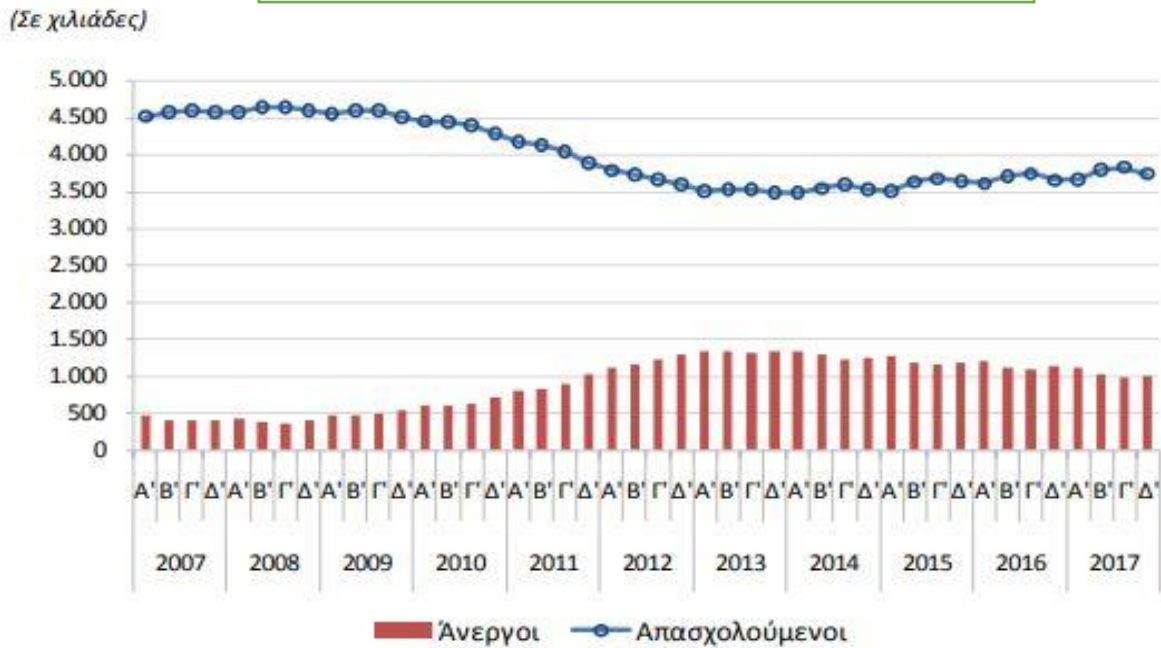
	Αύγουστος					
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Απασχολούμενοι	3.635.461	3.508.182	3.543.357	3.626.331	3.690.780	3.792.358
Άνεργοι	1.255.858	1.347.902	1.261.915	1.188.416	1.125.825	984.483
Οικονομικά μη ενεργοί	3.344.764	3.321.928	3.322.741	3.266.141	3.225.824	3.231.039
Ποσοστό ανεργίας	25,7	27,8	26,3	24,7	23,4	20,6

Γράφημα 1: Εξέλιξη του ποσοστού ανεργίας κατά μήνα, Αύγουστος 2004 – 2017



Γράφημα 1 (Πηγή ΕΛΣΤΑΤ) 1

ΓΡΑΦΗΜΑ 2 ΑΝΕΡΓΟΙ-ΑΠΑΣΧΟΛΟΥΜΕΝΟΙ 2007-2017



Γράφημα 2 (Πηγή ΕΛΣΤΑΤ) 1

Άνοδο 0,7% σημείωσε ο πληθωρισμός τον Οκτώβριο εφέτος, από αύξηση 1% τον Σεπτέμβριο 2017 και έναντι μείωσης 0,5% που σημειώθηκε τον Οκτώβριο πέρυσι. Σύμφωνα με την ΕΛΣΤΑΤ, η εξέλιξη αυτή στον γενικό δείκτη τιμών καταναλωτή προήλθε κυρίως από τις ακόλουθες μεταβολές:

1. Από τις αυξήσεις των δεικτών κατά:

*7,3% στα «Αλκοολούχα ποτά και καπνός», λόγω αύξησης κυρίως των τιμών στον καπνό.

*5,4% στις «Μεταφορές», λόγω αύξησης κυρίως των τιμών στα καύσιμα και λιπαντικά. Μέρος της αύξησης αυτής αντισταθμίστηκε από τη μείωση κυρίως των τιμών σε αγορά αυτοκινήτων, εισιτήρια μεταφοράς επιβατών με αεροπλάνο.

*1,3% στις «Επικοινωνίες», λόγω αύξησης κυρίως των τιμών στις τηλεφωνικές υπηρεσίες.

*0,2% στην «Εκπαίδευση», λόγω αύξησης κυρίως των τιμών στα δίδακτρα δευτεροβάθμιας εκπαίδευσης.

*1,5% στα «Ξενοδοχεία- Καφέ- Εστιατόρια», λόγω αύξησης κυρίως των τιμών σε εστιατόρια- ζαχαροπλαστεία- καφεενία- κυλικεία, ξενοδοχεία- μοτέλ- πανδοχεία.

2. Από τις μειώσεις των δεικτών κατά:

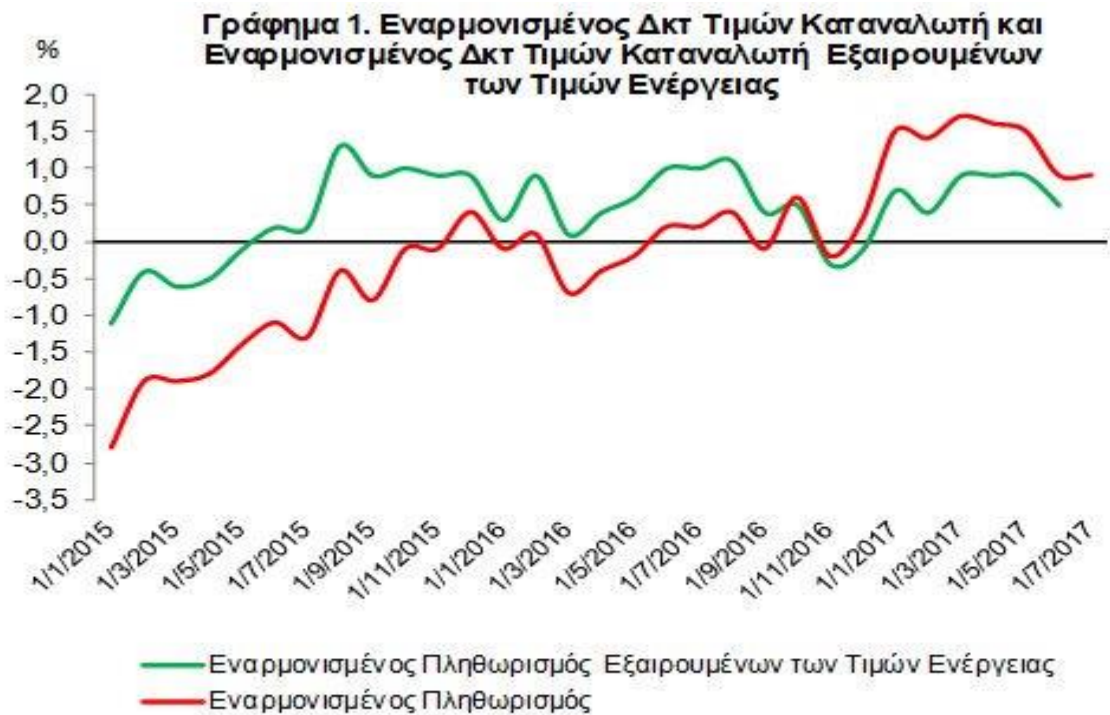
*0,8% στη «Στέγαση», λόγω μείωσης κυρίως των τιμών σε ενοίκια κατοικιών, ηλεκτρισμό. Μέρος της μείωσης αυτής αντισταθμίστηκε από την αύξηση των τιμών σε πετρέλαιο θέρμανσης, φυσικό αέριο.

*2,7% στα «Διαρκή αγαθά- Είδη νοικοκυριού και υπηρεσίες», λόγω μείωσης κυρίως των τιμών σε έπιπλα και διακοσμητικά είδη, υφαντουργικά προϊόντα οικιακής χρήσης, μεγάλες οικιακές συσκευές (ηλεκτρικές ή μη), είδη άμεσης κατανάλωσης νοικοκυριού.

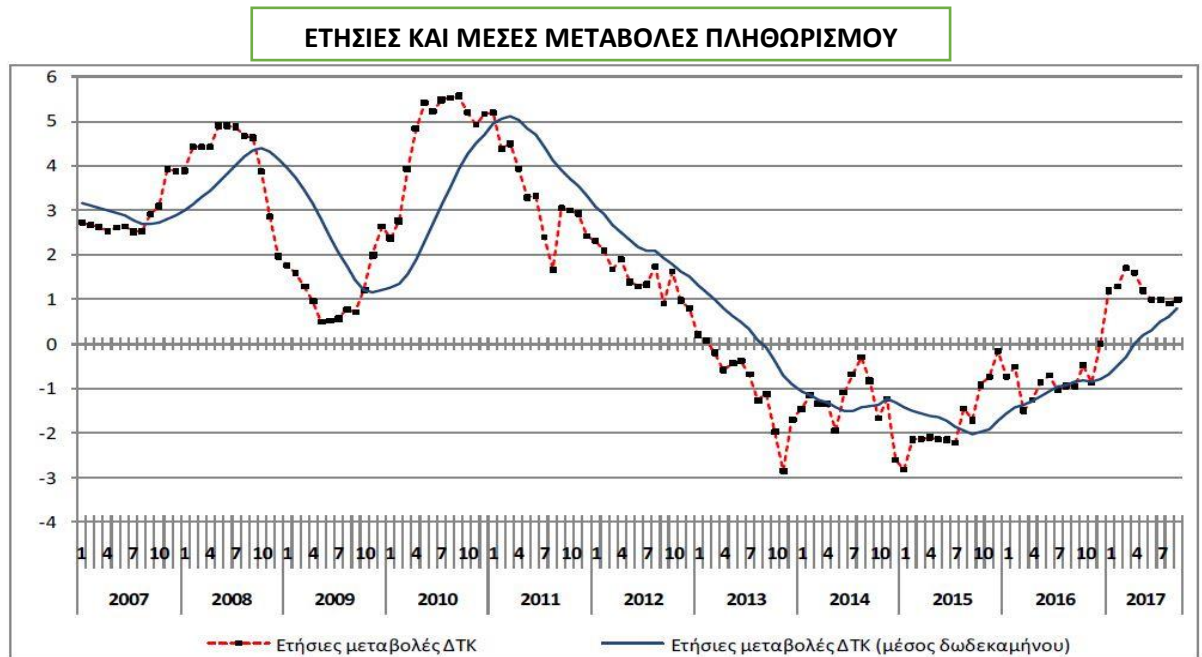
*1,3% στην «Υγεία», λόγω μείωσης κυρίως των τιμών σε φαρμακευτικά προϊόντα, παραϊατρικές υπηρεσίες, οδοντιατρικές υπηρεσίες. Μέρος της μείωσης αυτής αντισταθμίστηκε από την αύξηση των τιμών στα νοσοκομεία και κλινικές.

*1,4% στην «Αναψυχή- Πολιτιστικές δραστηριότητες», λόγω μείωσης κυρίως των τιμών στους προσωπικούς υπολογιστές.

*2,6% στα «Άλλα αγαθά και υπηρεσίες», λόγω μείωσης κυρίως των τιμών σε άλλα είδη ατομικής φροντίδας, ασφάλιστρα οχημάτων.



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Eurostat



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ

4.3 Οικονομική κατάσταση εταιρίας

4.3.1 Κύκλος εργασιών



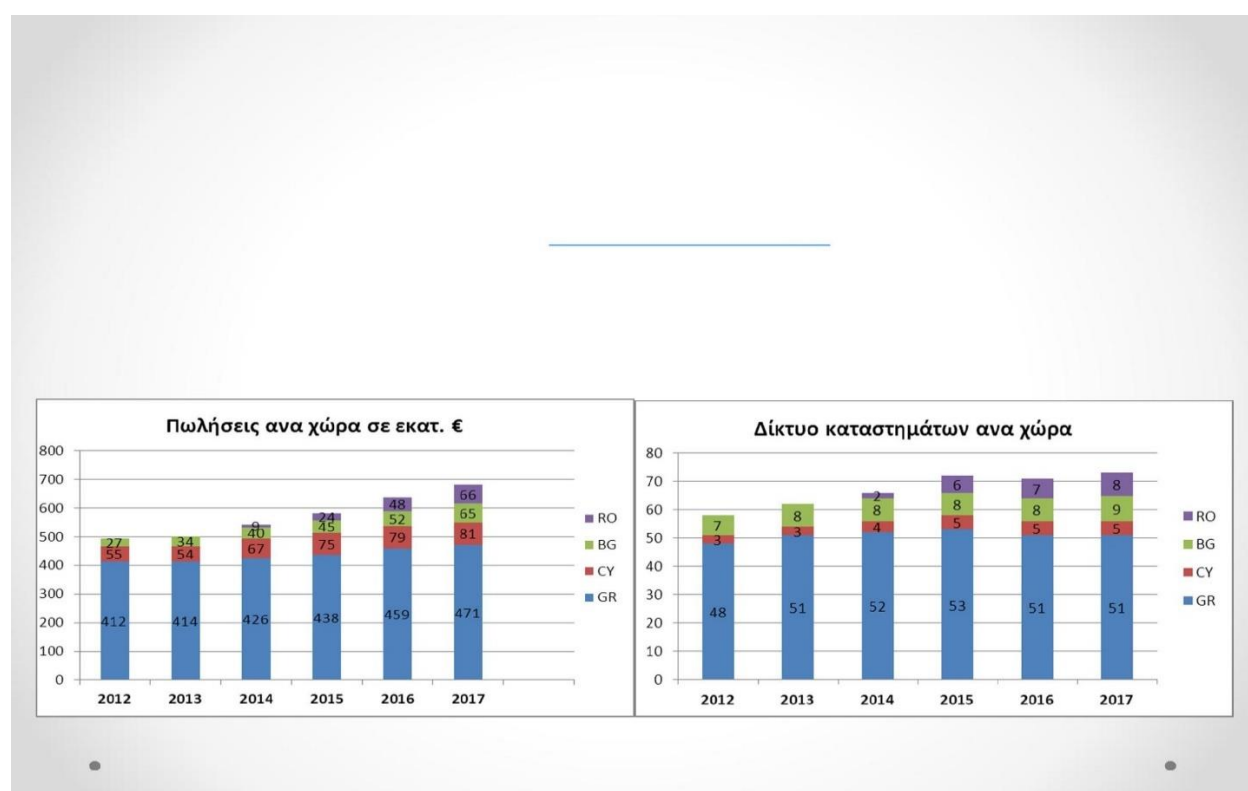
Τα ποσά σε εκ.€ (πηγή :οικονομικές καταστάσεις εταιρίας)

Ο κύκλος εργασιών του ομίλου για προϊόντα παρατηρούμε ότι παρουσιάζει σημαντική άνοδο από έτος προς έτος. Αυτό το γεγονός αποκτά ιδιαίτερη αξία αν αναλογιστούμε ότι καταφέρνει τα πετύχει αυτά τα εντυπωσιακά νούμερα σε μία δύσκολη οικονομική συγκυρία για την χώρα, η οποία είναι βυθισμένη σε βαθιά ύφεση. Στο αντίστοιχο χρονικό διάστημα ο συνολικός πλούτος της χώρας μας γνώρισε μία πολύ σημαντική συρρίκνωση της τάξης του 25%. Ως αποτέλεσμα πάρα πολλές επιχειρήσεις δεν μπόρεσαν να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους και να παραμείνουν βιώσιμες λόγω και της ιδιαίτερα υψηλής φορολογίας και αναγκάστηκαν να χρεοκοπήσουν. Ο όμιλος Jumbo όχι μόνο κατάφερε να επιβιώσει σε αυτό το δύσκολο οικονομικό περιβάλλον αλλά όπως βλέπουμε κατάφερε να αυξήσει τις πωλήσεις του. Συγκεκριμένα ο κύκλος εργασιών για την χρήση 2017 ανήλθε στα 681 εκ. € έναντι 638 εκ.€ της χρήσης 2016 (αύξηση 6,9%). Στο σύνολο της τελευταίας εξαετίας

παρατηρούμε ότι ο όμιλος σημείωσε μία πολύ σημαντική άνοδο στον κύκλο εργασιών του της τάξεως του 37,8% (681 εκ.€ το 2017 έναντι 494 εκ.€ το 2012).

Πιο αναλυτικά οι πωλήσεις του ομίλου ανά χώρα φαίνονται στο παρακάτω διάγραμμα. Στο πρώτο διάγραμμα παρουσιάζονται οι πωλήσεις του ομίλου στις τέσσερις χώρες που δραστηριοποιείται(Ελλάδα, Κύπρο, Βουλγαρία, Ρουμανία), ενώ στο δεύτερο διάγραμμα παρουσιάζεται ο αριθμός καταστημάτων ανά χώρα δράσης.

Διάγραμμα: πωλήσεις και αριθμός καταστημάτων ανά χώρα 2012-2017



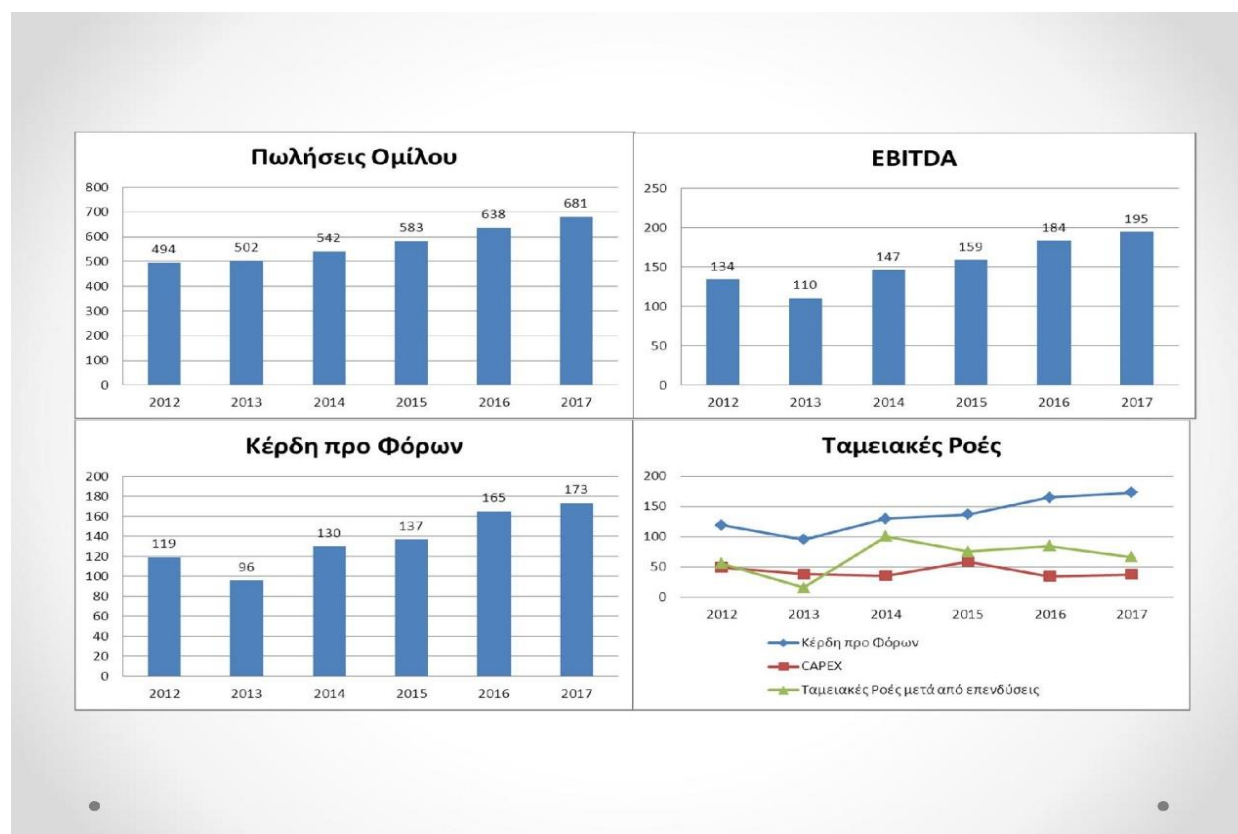
Πηγή: παρουσίαση εταιρίας σε επενδυτές, Οκτώβριος 2017

4.3.2 Κερδοφορία

Τα κέρδη προ φόρων του ομίλου για το οικονομικό έτος 2017 ανήλθαν στα 173 εκ. € αυξημένα κατά 4,8% συγκριτικά με τα κέρδη προ φόρων του 2016 που κυμάνθησαν στα 165 εκ.€. Αντίθετα τα λειτουργικά κέρδη

EBITDA διαμορφώθηκαν σε 195 εκ.€ το 2017 έναντι 184 εκ.€ του προηγούμενου έτους.

Διάγραμμα: πωλήσεις-EBITDA-κέρδη προ φόρων-ταμειακές ροές ομίλου 2012-2017



Πηγή: παρουσίαση εταιρίας σε επενδυτές, Οκτώβριος 2017

Το στοιχείο που παρουσιάζει πολύ έντονο ενδιαφέρον και αποδεικνύει την οικονομική ευμάρεια και ανάπτυξη της εταιρίας είναι ότι έχει καταφέρει να αυξήσει τα κέρδη της σε μία δύσκολη οικονομική συγκυρία για την χώρα όπου το διαθέσιμο εισόδημα για κατανάλωση έχει μειωθεί σημαντικά (όπως φαίνεται στο παρακάτω διάγραμμα). Παρόλα αυτά βλέπουμε ότι ο όμιλος συνεχίζει να κερδίζει την εμπιστοσύνη των καταναλωτών χάρη στην μεγάλη γκάμα προϊόντων που διαθέτει και στον συνδυασμό υψηλής ποιότητας σε ελκυστικές τιμές. Όπως μπορούμε να δούμε στο παραπάνω διάγραμμα τα κέρδη προ φόρων αυξάνονται από έτος προς έτος με εξαίρεση το 2013 που παρατηρείται μία πτώση η οποία σύμφωνα με την ετήσια ενημέρωση της εταιρίας στους θεσμικούς

επενδυτές οφείλεται ότι στο ποσό συμπεριέλαβαν την ζημιά ύψους 23,58 εκ.€ που αφορά την απομείωση τραπεζικών καταθέσεων της θυγατρικής εταιρίας στην τράπεζα Κύπρου. Αυτό συνέβη εξαιτίας της τραπεζικής κρίσης που βίωσε η Κύπρος το 2013 και είχε ως αποτέλεσμα το "κούρεμα" καταθέσεων στις τράπεζες.

Συγκεντρωτικά τα τελευταία έξι χρόνια (2012-2017) σημειώθηκε μία αύξηση των κερδών προ φόρων κατά 45,37%.

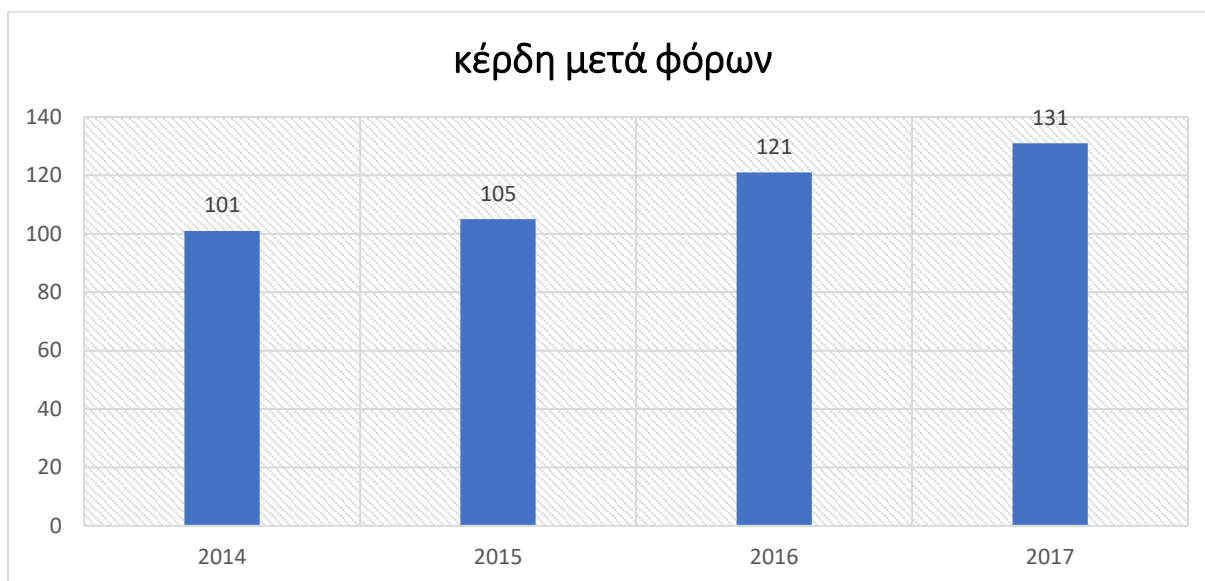


Πηγή: ΣΕΒ

Στο παραπάνω διάγραμμα παρατηρούμε ότι το διαθέσιμο εισόδημα για κατανάλωση τα χρόνια της οικονομικής ύφεσης που μαστίζει την χώρα έχει υποχωρήσει από τα 173,2 δις.€ στα 113,4 δις.€

Όσο αφορά τα κέρδη μετά φόρων του ομίλου έφτασαν τα 131 εκ.€ το 2017, έναντι 121 εκ.€ το 2016, 105 εκ.€ το 2015 και 101 εκ.€ το 2014. Παρατηρούμε ότι και στα κέρδη μετά φόρων ο όμιλος έχει καταφέρει όχι μόνο να διατηρήσει την κερδοφορία του αλλά να την αυξάνει χρόνο με το χρόνο. Είναι ένα ακόμα στοιχείο που φανερώνει την συνεχή ανάπτυξη της

εταιρίας σε μία περίοδο που το φορολογικό καθεστώς που επικρατεί στην χώρα μας, με την φορολογική καταγίδα που έχει επιβληθεί σε επιχειρήσεις και νοικοκυριά, έχει οδηγήσει πολλές εταιρίες σε χρεοκοπία ενώ ακόμα περισσότερες είναι στο όριο της χρεοκοπίας δίνοντας καθημερινά την μάχη για να επιβιώσουν.

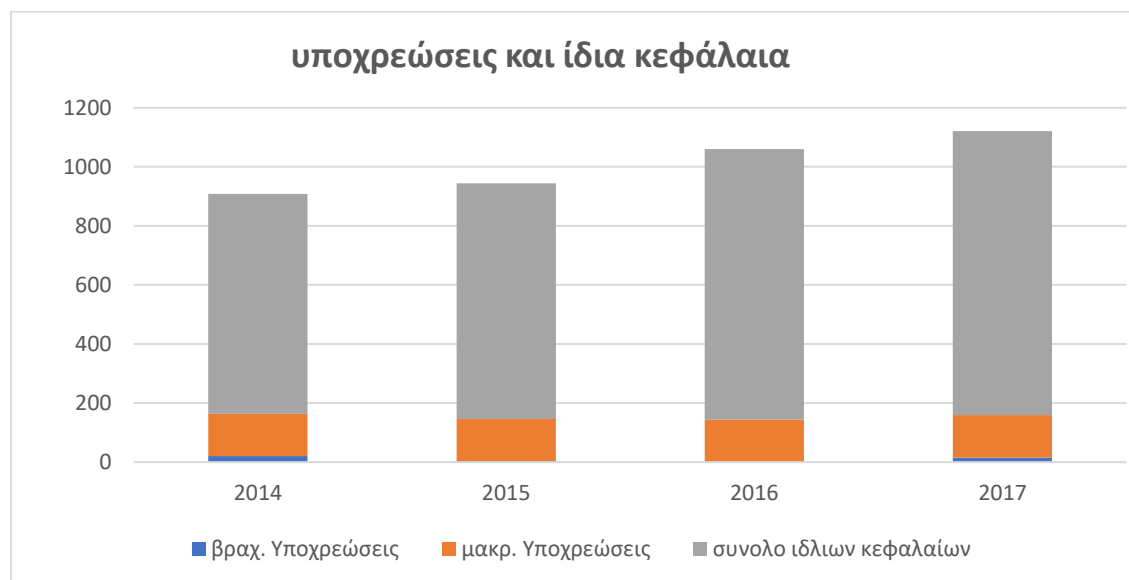


- τα ποσά σε εκ.€

4.3.3 Δανεισμός

Η εταιρία όπως τόνισε ο πρόεδρος της σε πρόσφατη ομιλία του στην ένωση θεσμικών επενδυτών, αν και έχει υψηλά διαθέσιμα και μηδενικό δανεισμό θα προχωρήσει στην έκδοση ομολογιακού δανείου μετατρέψιμου σε μετοχές έως και 250 εκατ. ευρώ. Ο κ. Βακάκης επισήμανε ότι το μέλλον της εταιρίας είναι το εξωτερικό δεδομένου ότι η ελληνική οικονομία θυμίζει τρύπια σαμπρέλα όπως τόνισε χαρακτηριστικά καθώς επικρατεί αδράνεια και επί της ουσίας δεν υπάρχουν καταναλωτές λόγω της πολύχρονης κρίσης. Έτσι με την έκδοση του ομολογιακού δανείου ύψους 250 εκ.€ ο όμιλος Jumbo έχει ως κύριο στόχο να επεκτείνει το δίκτυο καταστημάτων του σε γειτονικές βαλκανικές χώρες με επενδύσεις ύψους 60 εκ.€ δίνοντας ιδιαίτερη έμφαση στην αγορά της Ρουμανίας όπου έχει

δημιουργήσει ένα μακροπρόθεσμο σχέδιο επενδύσεων που περιλαμβάνει την δημιουργία 17 καταστημάτων και 1600 θέσεων εργασίας έως το 2022. Τα υπόλοιπα χρήματα από το δάνειο θα τα χρησιμοποιήσει για την τόνωση της ρευστότητας της.



Τα ποσά σε εκ.€

	2014	2015	2016	2017
δανεισμός προς ίδια κεφάλαια	21,99%	18,41%	15,77%	16,55%
δείκτης κεφαλ. Μόχλευσης	15,83%	13,46%	11,19%	12,64%

- Ο δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας του ομίλου έχει μειωθεί από το 15,83% του 2014 στο 12,64% του 2017 πράγμα που σημαίνει ότι έχει μειωθεί το σύνολο δανεισμού του ομίλου την τελευταία τετραετία.
- Επιπλέον το σύνολο δανεισμού προς τα ίδια κεφάλαια έχει μειωθεί από το 21,99% του 2014 στο 16,55% του 2017 γεγονός που υποδεικνύει ότι τα ίδια κεφάλαια είναι περισσότερα από τα δάνεια

4.3.4 Θέση του ομίλου στην αγορά και δραστηριότητες

Σταθεροποιητικά κινήθηκε το 2016 η αγορά παιχνιδιού, αλλά με δύο ταχύτητες -με τους μεγάλους παίκτες να κερδίζουν μερίδια αγοράς και τους μικρούς να καταγράφουν απώλειες από 10% έως 30%- όπως καταδεικνύουν τα προσωρινά στοιχεία της εορταστικής περιόδου, κατά την οποία ο κλάδος πραγματοποιεί πάνω από το 1/3 (έως και το 1/2 σε ορισμένες περιπτώσεις) του ετήσιου τζίρου του.

Όσο αφορά τον όμιλο Jumbo συνεχίζει να διατηρεί τα πρωτεία στον κλάδο καθώς καταλαμβάνει ένα μεγάλο μερίδιο αγοράς που αγγίζει το 45-50%. Ως κύριο ανταγωνιστή έχει τον Μουστάκα, εταιρία που επικεντρώνεται καθαρά και μόνο στην πώληση παιχνιδιών ενώ ο όμιλος Jumbo διαθέτει στην γκάμα του ένα ευρύ φάσμα προϊόντων. Τα τελευταία χρόνια και συγκεκριμένα από το 2012 και έπειτα δυναμικά στην αγορά έχει εισέλθει η δανέζικη εταιρία παιχνιδιών Tiger που παρά την κρίση αναπτύσσεται σταθερά και επιδιώκει να καταλάβει όλο και μεγαλύτερο μερίδιο από τα 250 εκ.€ του ετήσιου τζίρου του κλάδου. Μικρότερο κομμάτι της πίτας αποσπών οι πολύ μικρές επιχειρήσεις, πολλές από τις οποίες δεν διαθέτουν υγιή χρηματοοικονομική δομή και αντιμετωπίζουν μεγάλες δυσκολίες στο τρέχον οικονομικό περιβάλλον, από την υπερφορολόγηση, τον υψηλό ΦΠΑ και τα υψηλά κόστη λειτουργίας. Εξάλλου, σύμφωνα με προσωρινά στοιχεία του ΣΕΒΠΠΑ, στις μικρές επιχειρήσεις παρατηρείται πτώση πωλήσεων, η οποία κυμαίνεται από 10% έως 30% κατά μέσο όρο, ανάλογα με τη θέση του σημείου πώλησης και την πόλη.

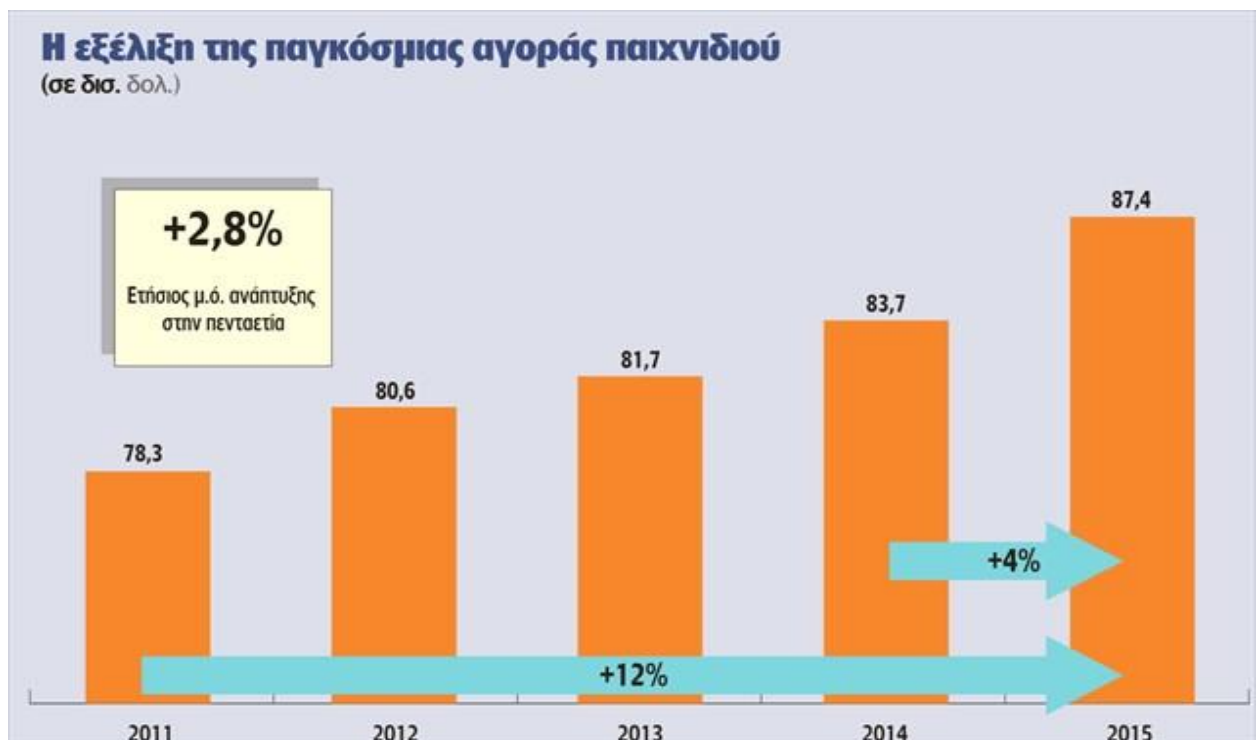
Οι εκπτώσεις που προηγήθηκαν και οι δράσεις τύπου «Black Friday», αν και θεωρούνται ευεργετικές από τους επιχειρηματίες του κλάδου, δεν κατάφεραν να τονώσουν την καταναλωτική κίνηση στα μικρά σημεία. Επίσης, σύμφωνα με τον κ. Παπαδόπουλο, τα υψηλά φορολογικά βάρη αποτελούν τροχοπέδη για την ανάπτυξη του κλάδου συνολικά, ενώ ειδικά για τις πιο μικρές επιχειρήσεις είναι δυσβάστακτα. Καθημερινός πονοκέφαλος για τους επιχειρηματίες του κλάδου είναι τα μικρά περιθώρια κέρδους, η περιορισμένη ρευστότητα, η πτώση της μέσης αξίας του καλαθιού και κάτω από τα 15-25 ευρώ κατά μ.ό., καθώς και η υψηλή φορολογία που φθάνει το 35%-40% και η οποία πρέπει να συνεκτιμηθεί με τον υψηλό ΦΠΑ 24% που έρχεται να επιβαρύνει επιπλέον το προϊόν. Με αυτές τις συνθήκες ολοένα και περισσότερες επιχειρήσεις μελετούν το ενδεχόμενο μετανάστευσης στη Βουλγαρία λόγω των ευνοϊκότερων φορολογικών συντελεστών.

Οι διεθνής τάσεις

Σημειώνεται ότι ο ΦΠΑ στο παιχνίδι ισχύει σε όλα τα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, αλλά στις περισσότερες χώρες κυμαίνεται μεταξύ 15% και 22%. Επίσης, η έντονη εποχικότητα είναι κοινό χαρακτηριστικό των αγορών σε όλη την Ευρώπη, με το τελευταίο τρίμηνο του έτους συνήθως να αντιπροσωπεύει πάνω από το μισό του τζίρου της λιανικής.

Ως προς τους ρυθμούς ανάπτυξης, η αγορά καταγράφει ετήσια ανάπτυξη γύρω στο 6% την τελευταία διετία, ενώ θετικός είναι ο ρυθμός σε παγκόσμια κλίμακα, με τις πωλήσεις του κλάδου στις [ΗΠΑ](#) να αναπτύσσονται με ρυθμό 7% το 2015, αύξηση που εκτιμάται ότι διατηρήθηκε το 2016. Τα είδη παιχνιδιού που αναπτύσσονται με υψηλότερο ρυθμό (περίπου 10%-11% με βάση στοιχεία 2015) είναι τα αυτοκινούμενα, τα επιτραπέζια και τα πάζλ.

Σε παγκόσμια κλίμακα, οι πωλήσεις παιχνιδιών αυξάνονται σταθερά, με τα διαθέσιμα στοιχεία της Toy Industry Association (TIA) να δείχνουν ότι το 2015 αυξήθηκαν κατά 4% έναντι του προηγούμενου έτους, στα 87,4 δισ. δολ. Πρόκειται για τον υψηλότερο ετήσιο ρυθμό της τελευταίας πενταετίας. Εξάλλου, από το 2011 (που οι πωλήσεις παιχνιδιών σε παγκόσμια κλίμακα ανήλθαν σε 78,3 δισ. δολ.) μέχρι το 2015 σημειώθηκε σωρευτική αύξηση περίπου 12% ή 2,8% κατά μ.ό. τον χρόνο.



Δραστηριότητες ομίλου

Ο όμιλος Jumbo στην Ελληνική εγχώρια αγορά έχει καταφέρει να σταθεροποιήσει την θέση του στην κορυφή του κλάδου αρκετά ποιο ψηλά από τους ανταγωνιστές του. Όμως το όραμα και οι φιλοδοξίες του ομίλου είναι η συνεχής ανάπτυξη του δίνοντας ελπίδα και χαμόγελο στα παιδιά. Όμως η ελληνική αγορά δείχνει σημάδια στασιμότητας και σε συνδυασμό με την ιδιαίτερα υψηλή φορολογία που επικρατεί αναγκάζει και τον όμιλο Jumbo όπως και κατ' επέκταση πολλές άλλες εταιρίες να αναζητούν την ανάπτυξη τους σε γειτονικές βαλκανικές χώρες στις οποίες αφενός οι φορολογικοί συντελεστές κυμαίνονται σε μικρότερες κλίμακες και αφετέρου η οικονομική κατάσταση των πολιτών είναι σε καλύτερη θέση γεγονός που τους επιτρέπει την κατανάλωση σε υψηλότερα επίπεδα. Συγκεκριμένα όπως ανέφερα προηγουμένως ο πρόεδρος του ομίλου κ. Απόστολος Βακάκης σε ομιλία του στους θεσμικούς επενδυτές παρουσίασε το σχέδιο δράσης της εταιρίας με επενδύσεις ύψους 60 εκ.€ σε βαλκανικές χώρες. Ως άμεση προτεραιότητα είναι η δημιουργία 17 καταστημάτων στην Ρουμανία που σε συνδυασμό με τα υπάρχοντά 8 καταστήματα θα φτάσουν τον συνολικό αριθμό στα 25 στην γείτονα χώρα στην οποία ο ρυθμός αύξησης των πωλήσεων ξεπερνά το 50% ενώ στην Βουλγαρία ο ρυθμός ανάπτυξης του ομίλου ξεπερνά το 25%.

Παράλληλα όμως ο όμιλος δεν θα σταματήσει να ενισχύει και να προσφέρει στην ελληνική οικονομία παρά τις αντίξοες οικονομικές συνθήκες καθώς σχεδιάζει την δημιουργία 2 νέων καταστημάτων την επόμενη τριετία όπως ανακοινώθηκε στην παρουσίαση της εταιρίας στους θεσμικούς επενδυτές. Επιπλέον ο όμιλος παραμένει πιστός στο πλάνο του και στις αρχές του που είναι ο σεβασμός στους καταναλωτές. Στο πλαίσιο αυτό για να προσφέρει στους πελάτες ένα όσο το δυνατόν καλύτερο και άνετο χώρο για τις αγορές τους έχει ανακοινώσει

σημαντικές επενδύσεις για αναβάθμιση των υπαρχόντων καταστημάτων έτσι ώστε να ανταποκρίνονται στις σύγχρονες απαιτήσεις της αγοράς.

4.3.5 Ανάλυση ανταγωνισμού κατά Porter(5 δυνάμεις)



Είσοδος νέων ανταγωνιστών: αφορά την επιθυμία καινούργιων επιχειρήσεων οι οποίες επιθυμούν να εισέλθουν στην αγορά και να

κατακτήσουν μερίδιο από τις ήδη υφιστάμενες. Το πόσο σοβαρή είναι αυτή η απειλή εξαρτάται από δύο παράγοντες:

A) από τα εμπόδια εισόδου τα οποία μπορεί να είναι:

- Ανικανότητα πρόσβασης σε εξειδικευμένη τεχνολογία
- Ισχυρές προτιμήσεις για συγκεκριμένη μάρκα και αφοσίωση πελατών
- Πρόσβαση σε κανάλια διανομής.
- Νομοθετικές πολιτικές, περιορισμοί εμπορίου.
- Κεφαλαιουχικές απαιτήσεις και άλλες εξειδικευμένες απαιτήσεις σε πόρους.
- Ύπαρξη οικονομιών κλίμακας, δηλαδή όταν οι δυνητικοί ανταγωνιστές πρέπει να εισέλθουν στην αγορά με αντίστοιχη δυναμική των υφιστάμενων.
- Η εμπιστοσύνη στο εμπορικό σήμα (brand loyalty), η οποία όσο υψηλότερη είναι, τόσο εντονότερες πρέπει να είναι οι ενέργειες μάρκετινγκ των εν δυνάμει ανταγωνιστών.

B) Από τις αντιδράσεις των υφιστάμενων επιχειρήσεων προς τους πιθανούς εισερχόμενους. Εάν οι υφιστάμενες επιχειρήσεις στον κλάδο έχουν την δυνατότητα να αντιδράσουν ή αν νιώθουν μεγάλη απειλή και δημιουργήσουν κοινοπραξίες τότε αυτός ίσως επανεκτιμήσει την δυνατότητα εισόδου στον κλάδο.

Υποκατάστατα προϊόντα: Τα υποκατάστατα παίζουν σημαντικό ρόλο όταν πελάτες ελκύονται από προϊόντα επιχειρήσεων σε άλλους επιχειρηματικούς τομείς. Η ύπαρξη υποκατάστατων προϊόντων σημαίνει ότι υπάρχει ένα όριο στις τιμές που μπορούν να θέσουν οι επιχειρήσεις προτού οι καταναλωτές στραφούν προς τα υποκατάστατα προϊόντα. Αυτό ισχύει τόσο σε περιόδους γενικής οικονομικής ευρωστίας κι ακόμη περισσότερο σε περιόδους που τα πράγματα στην οικονομία δεν πάνε και τόσο καλά. Η απειλή των υποκατάστατων προϊόντων είναι εντονότερη όταν:

- Υπάρχουν άμεσα διαθέσιμα υποκατάστατα προϊόντα ή εμφανίζονται συνεχώς καινούργια.
- Έχουν συμφέρουσα τιμή.

- Είναι παρόμοιας ή καλύτερης ποιότητας.
- Υπάρχει χαμηλό “κόστος αλλαγής” για τους τελικούς χρήστες του προϊόντος.

Διαπραγματευτική δύναμη πελατών: Οι πελάτες είναι η συνήθως η πιο ανταγωνιστική δύναμη. Ελέγχουν ποιες μεθόδους χρησιμοποιούν πιο πολύ οι ανταγωνιστές για να ενισχύσουν τις θέσεις τους. Οι αγοραστές-πελάτες πιέζουν συνήθως τη βιομηχανία να μειώσει τις τιμές της, να αυξήσει την ποιότητα ενώ μπορεί να στρέφουν την μια επιχείρηση εναντίον μιας άλλης με αποτέλεσμα να μειώνεται η κερδοφορία.

Η διαπραγματευτική δύναμη των αγοραστών είναι εντονότερη όταν:

- Υπάρχει χαμηλό κόστος αλλαγής σε ανταγωνιστικά εμπορικά σήματα ή υποκατάστατα προϊόντα.
- Οι αγοραστές ζητούν χαμηλές τιμές κι άλλες ευκολίες όταν αγοράζουν μεγάλες ποσότητες.
- Η αγορά μεγάλης ποσότητας από τους αγοραστές είναι σημαντική για τους πωλητές.
- Η ζήτηση είναι χαμηλή.
- Υπάρχουν λίγοι αγοραστές.
- Οι αγοραστές έχουν τη δυνατότητα να αναβάλουν την αγορά τους σε περίπτωση που δεν τους ικανοποιούν οι όροι της αγοραπωλησίας.
- Απαιτούν καινοτομία προϊόντος.
- Είναι ευχαριστημένοι από την εξυπηρέτηση.
- Υπάρχουν εγγυήσεις.

Διαπραγματευτική δύναμη προμηθευτών: Η διαπραγματευτική δύναμη των προμηθευτών έγκειται στο γεγονός ότι μπορεί να αυξήσουν τις τιμές τους ή να μειώσουν την ποιότητα των προϊόντων τους. Αυτό όμως, έχει ως αποτέλεσμα να επηρεάζει τη κερδοφορία της βιομηχανίας στο σύνολό της εάν δεν μπορεί να περάσει η αύξηση των τιμών στους τελικούς καταναλωτές.

Η διαπραγματευτική δύναμη των προμηθευτών είναι εντονότερη όταν:

- Είναι μικρός ο αριθμός των προμηθευτών.

- Όταν κοστίζει στις επιχειρήσεις της βιομηχανίας να αλλάξουν προμηθευτές.
- Υπάρχει μικρή προσφορά των προϊόντων των προμηθευτών.
- Δεν υπάρχουν υποκατάστατα για ανταγωνισμό.
- Το προϊόν κάποιου προμηθευτή είναι πολύ διαφοροποιημένο δηλαδή έχει αυξηθεί κατά πολύ η ποιότητα του τελικού προϊόντος.
- Οι αγοραστές-επιχειρήσεις δεν είναι σημαντικοί πελάτες.
- Όταν έχουν μια καλή φήμη στην αγορά και άρα αυξανόμενη ζήτηση.

Τοποθέτηση και αντιπαλότητα μεταξύ υφιστάμενων ανταγωνιστών:

Αυτή είναι η κυριότερη δύναμη, διότι καθημερινά οι ανταγωνιστές σε οποιαδήποτε βιομηχανία προσπαθούν με διάφορους τρόπους να υπερτερήσουν των αντιπάλων τους. Οι τρόποι αυτοί περιλαμβάνουν την μείωσή των τιμών, τη βελτίωση των προϊόντων, την ενίσχυση της επωνυμίας, την αποτελεσματικότερη διανομή, την καλύτερη εξυπηρέτηση των πελατών κ.λπ.. Σε μια έντονα ανταγωνιστική βιομηχανία η διατήρηση ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος είναι πολύ δύσκολο. Ο υφιστάμενος ανταγωνισμός είναι γενικά εντονότερος όταν:

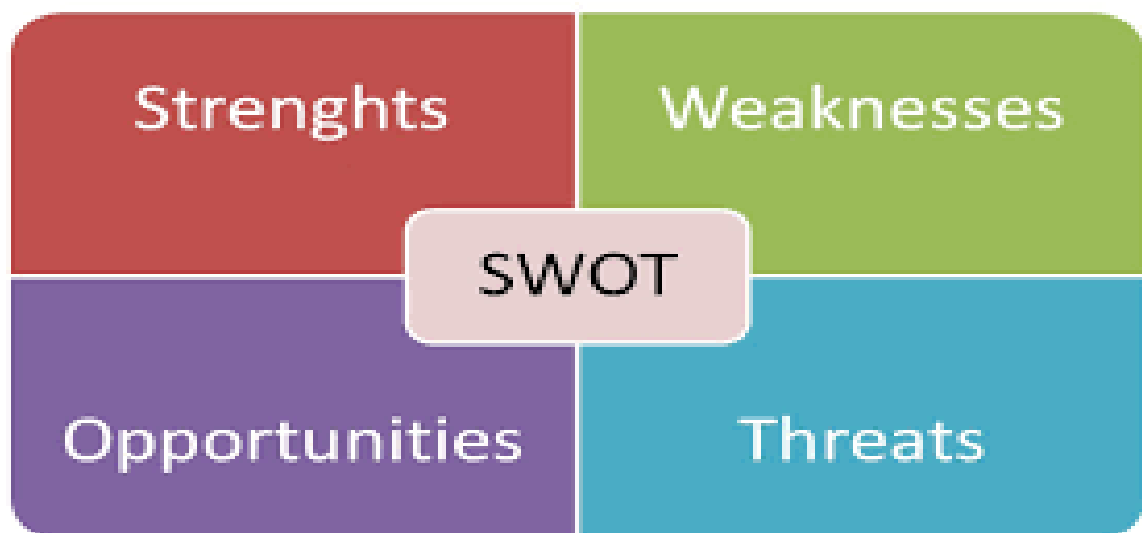
- Η ζήτηση αυξάνεται με χαμηλούς ρυθμούς. Όταν η *πίτα*, δηλαδή το μερίδιο αγοράς, είναι σταθερό, τότε είναι λογικό οι επίδοξοι ανταγωνιστές να προσπαθούν να κρατήσουν ή να αυξήσουν το μερίδιό τους με κάθε τρόπο.
- Ο αριθμός των ανταγωνιστών αυξάνεται, αλλά όπως κι όταν οι ανταγωνιστές βρίσκονται σε παρόμοιο επίπεδο.
- Τα προϊόντα των ανταγωνιστών είναι πανομοιότυπα μεταξύ τους ή είναι ελάχιστα διαφοροποιημένα.
- Το κόστος αλλαγής για τους πελάτες είναι μικρό.
- Υπάρχουν υψηλά εμπόδια εξόδου.

4.3.6 Swot ανάλυση

Η ανάλυση SWOT είναι ένα εργαλείο στρατηγικού σχεδιασμού το οποίο χρησιμοποιείται για την ανάλυση του εσωτερικού και εξωτερικού περιβάλλοντος μίας επιχείρησης, όταν η επιχείρηση πρέπει να λάβει μία απόφαση σε σχέση με τους στόχους που έχει θέσει ή με σκοπό την επίτευξή τους. Κατά την ανάλυση SWOT μελετώνται τα δυνατά (Strengths) και αδύνατα (Weaknesses) σημεία μίας επιχείρησης, οργανισμού ή και περιοχής, καθώς και οι ευκαιρίες (Opportunities) και οι απειλές (Threats) που υπάρχουν.

Τα δυνατά και αδύνατα σημεία αφορούν το εσωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης καθώς προκύπτουν από τους εσωτερικούς πόρους που αυτή κατέχει (π.χ. ικανότητες προσωπικού και στελεχών, ιδιότητες και χαρακτηριστικά της επιχείρησης, τεχνογνωσία, χρηματοοικονομική υγεία και ικανότητα να ανταποκριθεί σε νέες επενδύσεις, κλπ.).

Αντιθέτως οι ευκαιρίες και οι απειλές αντανακλούν μεταβλητές του εξωτερικού περιβάλλοντος της επιχείρησης τις οποίες η επιχείρηση θα πρέπει να εντοπίσει, να προσαρμοστεί σε αυτές ή ακόμα και να τις προσαρμόσει όπου κάτι τέτοιο είναι εφικτό (π.χ. είσοδος νέων ανταγωνιστών, ρυθμίσεις στο νομικό περιβάλλον, δημιουργία ή/και εμφάνιση νέων αγορών, κλπ.).



Strengths (δυνατά σημεία)

- ✓ Γνωστό και ισχυρό “brand name”
- ✓ Ηγετική θέση στον κλάδο
- ✓ Μεγάλη ποικιλία προϊόντων
- ✓ Φερεγγυότητα και μεγάλη πιστοληπτική ικανότητα
- ✓ Ελκυστικές τιμές
- ✓ Καλή φήμη
- ✓ Μεγάλο δίκτυο καταστημάτων
- ✓ Διαφήμιση και προβολή

Weaknesses (αδύνατα σημεία)

- ✗ Υψηλά κόστη παραγωγής
- ✗ Μεγάλος αριθμός προσωπικού
- ✗ Μη εξειδίκευση σε συγκεκριμένο προϊόν

Opportunities (ευκαιρίες)

- 🔔 Μεγάλη ζήτηση στις βαλκανικές χώρες
- 🔔 Δημιουργία αυτοκινητόδρομων που θα συντελέσουν στην ταχεία μεταφορά εμπορευμάτων
- 🔔 Μονοπώλιο σε πολλές περιοχές τις χώρας που δεν έχουν καταστήματα οι κύριοι ανταγωνιστές

Threats (απειλές)

- * Είσοδος στην αγορά νέων ανταγωνιστών
- * Υψηλή φορολογία
- * Φτηνά υποκατάστατα προϊόντα από την αγορά της κίνας
- * οικονομική κρίση και μείωση ζήτησης
- * αύξηση τιμών πρώτων υλών

4.4 Κίνδυνοι που αντιμετωπίζει ο όμιλος και διαχείριση τους

Ο Όμιλος είναι εκτεθειμένος σε πολλαπλούς χρηματοοικονομικούς κινδύνους όπως ο κίνδυνος της αγοράς (διακυμάνσεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες, τα επιτόκια, οι τιμές των προμηθευτών κτλ.), πιστωτικός κίνδυνος και κίνδυνος ρευστότητας. Το πρόγραμμα διαχείρισης κινδύνων του ομίλου στοχεύει στον περιορισμό της αρνητικής επίδρασης στα χρηματοοικονομικά αποτελέσματα του ομίλου 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 του Ομίλου η οποία αξιολογεί τους κινδύνους που σχετίζονται με τις δραστηριότητες και τις λειτουργίες του ομίλου, προβαίνει σε σχεδιασμό της μεθοδολογίας και επιλογή των κατάλληλων χρηματοοικονομικών προϊόντων για την μείωση των κινδύνων.

Τρέχουσες συνθήκες ελληνικής οικονομίας

Η παρατεταμένη οικονομική ύφεση σε συνδυασμό με την επιβολή περιοριστικών μέτρων στην κίνηση των κεφαλαίων που επιβλήθηκαν στις 29/6/2015 στην ελληνική οικονομία επηρεάζει το σύνολο της οικονομικής δραστηριότητας στη χώρα. 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. Η πιθανή έκταση και το εύρος των συνεπειών από τυχόν έξοδο της Ελλάδας από την Ευρωζώνη είναι αβέβαιη/ο, αλλά μια τέτοια έξοδος ή η απειλή εξόδου θα μπορούσε να έχει ουσιαστικά αρνητικό αντίκτυπο στις δραστηριότητες και στη ρευστότητα της

Εταιρείας. Παρά το ευμετάβλητο μακροοικονομικό και χρηματοοικονομικό περιβάλλον της Ελλάδας και τη μείωση του διαθέσιμου εισοδήματος της πλειονότητας των καταναλωτών, η Εταιρεία ανταποκρίθηκε επιτυχώς στις ιδιαίζουσες επικρατούσες συνθήκες της ελληνικής οικονομίας σημειώνοντας κατά τη χρήση 2016/2017 αύξηση του κύκλου εργασιών κατά 6,88%, σε σχέση με την προηγούμενη οικονομική χρήση. Η Διοίκηση του Ομίλου, μετά από την εμπειρία της επιβολής περιορισμού κεφαλαίων στην Κύπρο, είχε προετοιμαστεί κατάλληλα, ώστε να λάβει τα αναγκαία μέτρα και να αντιμετωπίσει με επάρκεια τις επιπτώσεις από την επιβολή περιορισμού κεφαλαίων στην Ελλάδα. Συγκεκριμένα: α) ο Όμιλος διέθετε επαρκή αποθέματα για την αδιάκοπη τροφοδοσία των καταστημάτων του, β) η Εταιρεία, καθώς και οι θυγατρικές της, ήταν επαρκώς κεφαλαιοποιημένες, χωρίς προβλήματα ρευστότητας και με τα ταμειακά διαθέσιμα να υπερβαίνουν τις δανειακές υποχρεώσεις, γ) ο Όμιλος έχει σημαντική παρουσία στην Ελλάδα, ωστόσο λόγω της εξωστρέφειας του το 34,02% 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.

Συναλλαγματικός κίνδυνος

Ο Όμιλος δραστηριοποιείται σε διεθνές επίπεδο και συνεπώς, είναι εκτεθειμένος σε κίνδυνο συναλλαγματικών ισοτιμιών που προκύπτουν κυρίως από το δολάριο των ΗΠΑ και από το Λέι Ρουμανίας (RON) λόγω της δραστηριοποίησης του Ομίλου μέσω της θυγατρικής εταιρείας στην Ρουμανία. Ο Όμιλος 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 του.

Κίνδυνος επιτοκίου

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

Πιστωτικός κίνδυνος

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

Κίνδυνος ρευστότητας

Ο Όμιλος διαχειρίζεται τις ανάγκες ρευστότητάς του με προσεκτική παρακολούθηση των χρεών, των μακροπρόθεσμων χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων, καθώς επίσης και των πληρωμών που πραγματοποιούνται καθημερινά. Ο όμιλος 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 του καθώς και των μετρητών και ισοδύναμων μετρητών τα οποία τηρεί.

4.5 Πορεία της μετοχής

Οι μετοχές του ομίλου Jumbo διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο αξιών Αθηνών με την κωδική ονομασία Μπέλα. Η κεφαλαιοποίηση ανέρχεται στα 1.752,45 εκ. € ενώ ο συνολικός αριθμός μετοχών στις 136.059.759 κομμάτια.

Η μετοχή του ομίλου Jumbo είναι μία από τις πιο ισχυρές του ελληνικού χρηματιστηρίου αποτελώντας μία πολύ σταθερή επιλογή για επενδυτές με μακροπρόθεσμο ορίζοντα που επιδιώκουν σε μακροπρόθεσμα κέρδη και όχι σε βραχυχρόνια κερδοσκοπία.

Γράφημα: πορεία μετοχής ΜΠΕΛΑ το τελευταίο έτος



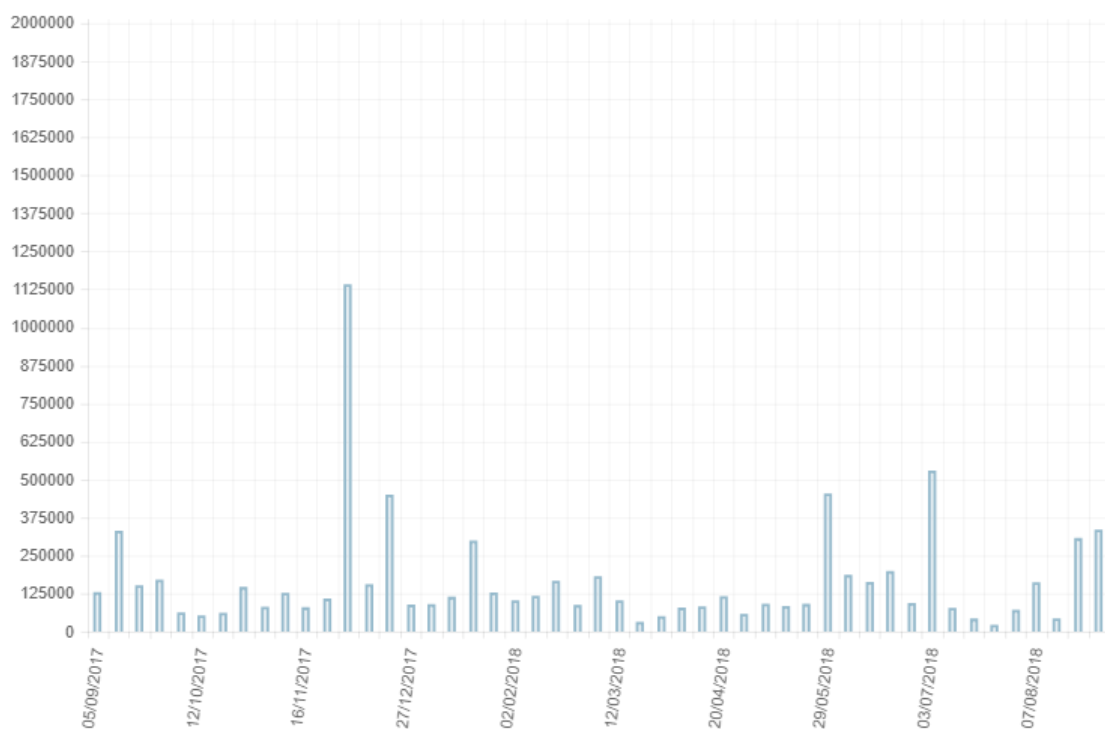
Πηγή:naftemporiki.gr

Στο παραπάνω διάγραμμα παρατηρούμε την πορεία της μετοχής κατά το τελευταίο έτος από τις 31/08/2017 έως τις 30/08/2018. Η μετοχή παρουσιάζει αρκετές αυξομειώσεις καθώς τον Δεκέμβριο του 2017 άγγιξε τα 12 €. Έπειτα ακολούθησε μία σημαντική ανάκαμψη καθώς τον Φεβρουάριο του 2018 η τιμή της μετοχής έφτασε στα 16 €. Από εκεί και πέρα η μετοχή, όπως και το ελληνικό χρηματιστήριο στο σύνολο του, κινήθηκε πτωτικά φτάνοντας στο σημερινό σημείο στα 12,88 €.

Παρότι που τα οικονομικά στοιχεία του ομίλου είναι βελτιωμένα καθώς τόσο ο κύκλος εργασιών όσο και η κερδοφορία της εταιρίας έχουν

βελτιωθεί, η πορεία της μετοχής το τελευταίο έτος είναι πτωτική. Σε αυτό συντελεί η πτωτική πορεία του ελληνικού χρηματιστηρίου που είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με την πορεία της ελληνικής οικονομίας που ακόμα δεν έχει καταφέρει να βγει από το οικονομικό τέλμα που βρίσκεται από το 2010 μέχρι και σήμερα. Οι επενδυτές φαίνεται να είναι διστακτικοί στο να επενδύσουν σε ελληνικά χρεόγραφα καθώς οι οίκοι αξιολογής δεν είναι πολύ αισιόδοξοι για την κατάσταση και το μέλλον της ελληνικής οικονομίας.

Όγκος συναλλαγών για την μετοχή Μπέλα



Πηγή: naftemporiki.gr

Στο παρακάτω διάγραμμα βλέπουμε την πορεία της μετοχής Μπέλα σε σύγκριση με τον γενικό δείκτη τον τελευταίο χρόνο.

Διάγραμμα: πορεία μετοχής ΜΠΕΛΑ και γενικού δείκτη το τελευταίο έτος



Πηγή:naftemporiki.gr

Παρατηρούμε ότι η πορεία της μετοχής είναι ανάλογη του γενικού δείκτη με την διαφορά ότι τον Οκτώβριο του 2017 παρόλο που ο Γ.Δ μειώθηκε η μετοχή ακολούθησε ανοδική πορεία. Το ίδιο συνέβη και τον Μάρτιο το 2018.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5-ΑΝΑΛΥΣΗ ΟΜΙΛΟΥ ΜΕΣΩ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ

5.1 Αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας

Ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας είναι πολύ σημαντικός για την εικόνα μίας εταιρίας καθώς μας δείχνει τα πλεονάζοντα ρευστά διαθέσιμα που έχει η εταιρία μετά την εκπλήρωση των υποχρεώσεων της. Το πλεόνασμα αυτό προσφέρει ένα περιθώριο ασφαλείας για τους δανειστές της εταιρίας. Όσο μεγαλύτερος είναι ο συγκεκριμένος δείκτης τόσο το καλύτερο για την εταιρία και τις υπόλοιπες οικονομικές οντότητες που συνεργάζεται. Πολλές εταιρίες τα τελευταία χρόνια δε έχουν κατορθώσει να επιβιώσουν λόγω έλλειψη ρευστότητας.

Ο δείκτης θα πρέπει να είναι μεγαλύτερος της μονάδας δηλαδή κυκλοφορούν ενεργητικό > βραχυχρόνιων υποχρεώσεων. Ικανοποιητικές τιμές για τον δείκτη είναι κοντά στο 2.

Γενικός τύπος

$$\text{αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας} = \frac{\text{κυκλοφορούν ενεργητικό}}{\text{βραχυχρόνιες υποχρεώσεις}}$$

2014	2015	2016	2017
4,13	4,51	5,28	5,32

Παρατηρούμε ότι ο δείκτης γενικής ρευστότητας του ομίλου είναι πάρα πολύ υψηλός. Αυτό φανερώνει την μεγάλη ρευστότητα που διαθέτει η εταιρία και κατά συνέπεια την υγεία που εκπέμπει. Το πολύ ενθαρρυντικό κομμάτι είναι ότι οι τιμές το δείκτη αυξάνονται χρόνο με το χρόνο. Αυτό οφείλεται κυρίως στην αύξηση του κυκλοφορόντος ενεργητικού.

5.2 Αριθμοδείκτης ειδικής ή άμεσης ρευστότητας

Ο Δείκτης αυτός δείχνει την δυνατότητα της επιχείρησης να εξυπηρετήσει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της ρευστοποιώντας τα αμέσως ρευστοποιήσιμα στοιχεία. Αφαιρούνται τα αποθέματα διότι αφενός παρουσιάζουν μεταξύ των κυκλοφορόντων περιουσιακών στοιχείων την μικρότερη ρευστότητα, αφετέρου από την ρευστοποίηση των αποθεμάτων είναι πολύ πιθανό να προκύψει ζημιά. Τιμή του δείκτη > 1 κρίνεται ικανοποιητικός.

Γενικός τύπος

$$\text{αριθμοδείκτης ειδικής ρευστότητας} = \frac{\text{κυκλ. ενεργ.} - \text{αποθέματα}}{\text{βραχ. υποχρεώσεις}}$$

	2014	2015	2016	2017
κυκλ. ενεργ	551.506.035	557.238.058	678.927.895	713.338.102
βραχ. υποχρε	133.318.838	123.481.671	128.559.450	133.877.602
Αποθέματα	186.179.153	197.792.010	196.780.190	239.233.591

2014	2015	2016	2017
2,74	2,91	3,75	3,54

Παρατηρούμε ότι και ο συγκεκριμένος δείκτης παρουσιάζει πολύ θετικά αποτελέσματα. Το 2017 σημειώθηκε μία μικρή μείωση που οφείλεται στην αύξηση των αποθεμάτων και των υποχρεώσεων.

5.3 Κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων

Ο Δείκτης αυτός μετράει τον μέσο ρυθμό ταχύτητας με τον οποίο τα αποθέματα εισέρχονται και εξέρχονται από την Επιχείρηση. Με άλλα λόγια δείχνει πόσες φορές η επιχείρηση ξεπούλησε τα εμπορεύματα της και έπρεπε να ξαναγεμίσει τις αποθήκες της μέσα σε ένα οικονομικό έτος. Υψηλή τιμή του δείκτη πιθανόν να αποτελεί ένδειξη επιτυχούς διαχείρισης των αποθεμάτων και καλής ταμειακής θέσης της επιχείρησης. Χαμηλή τιμή του δείκτη πιθανόν να σημαίνει ότι η επιχειρηματική δραστηριότητα γίνεται με αργούς ρυθμούς, που έχει σαν αποτέλεσμα την δέσμευση κεφαλαίων στα αποθέματα σε σχέση με τις πωλήσεις, επίσης η επιχείρηση είναι υποχρεωμένη να διατηρεί υψηλή ρευστότητα για να ικανοποιεί τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

Γενικός τύπος

$$\text{κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων} = \frac{\text{πωλήσεις}}{\text{αποθέματα}}$$

	2014	2015	2016	2017
Πωλήσεις	541.847.153	582.548.135	637.557.328	681.429.945
αποθέματα	186.179.153	197.792.010	196.780.190	239.233.591

2014	2015	2016	2017
2,91	2,94	3,23	2,84

Παρατηρούμε ότι οι τιμές του συγκεκριμένου αριθμοδείκτη δεν είναι ιδιαίτερα υψηλές άρα η εταιρία δεν ανακυκλώνει πολλές φορές τα αποθέματα της σε ένα έτος. Η εταιρία δραστηριοποιείται στην πώληση παιχνιδιών, προϊόν δηλαδή που δεν είναι εποχιακό ή απειλείται να αλλοιωθεί. Η εταιρία έχει επιλέξει να διατηρεί ένα μεγάλο αριθμό αποθεμάτων στις αποθήκες της ώστε να μην υπάρξει ο κίνδυνος να ξεμείνει από έτοιμα προϊόντα.

5.4 Κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού

Ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης μας δείχνει πόσο αποτελεσματικά η εταιρία αξιοποιεί τα στοιχεία του ενεργητικού της για να πραγματοποιεί πωλήσεις. Όσο μεγαλύτερες τιμές έχει ο δείκτης τόσο καλύτερα είναι για την επιχείρηση.

Γενικό τύπος

$$\text{κυκλ. ταχύτητα ενεργητικού} = \frac{\text{πωλήσεις}}{\text{ενεργητικό}}$$

	2014	2015	2016	2017
Πωλήσεις	541.847.153	582.548.135	637.557.328	681.429.945
Ενεργητικό	1.033.937.011	1.090.327.258	1.209.411.365	1.259.584.497

2014	2015	2016	2017
0,524	0,534	0,5275	0,548

Παρατηρούμε ότι οι τιμές του συγκεκριμένου δείκτη παραμένουν σχεδόν σταθερές τα τελευταία έτη και σε χαμηλά επίπεδα. Αυτό υποδηλώνει ότι ίσως η επιχείρηση δεν χρησιμοποιεί και πολύ αποτελεσματικά τα στοιχεία του ενεργητικού της για να αυξήσει τις πωλήσεις και είναι ένας τομέας που ίσως χρειάζεται βελτίωση.

5.5 Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού (ROA)

Ο αριθμοδείκτης αυτός είναι ένα πολύ σημαντικό κριτήριο για την εικόνα μίας επιχείρησης καθώς μας δείχνει την ικανότητα της διοίκησης να αξιοποιεί τα Συνολικά Κεφάλαια (δηλαδή τα Ίδια Κεφάλαια, τα κεφάλαια των μετόχων), και Ξένα Κεφάλαια (δάνεια από τράπεζες, πιστώσεις από προμηθευτές-πιστωτές κ.λπ.), και να παράγει από αυτά καθαρά κέρδη, ανεξάρτητα του τρόπου κατανομής της αποδοτικότητας αυτής μεταξύ των Ιδίων και Ξένων Κεφαλαίων. Η απόδοση επενδύσεων, η οποία συνδέει τα καθαρά έσοδα με το σύνολο των κεφαλαίων (σύνολο ενεργητικού), προσφέρει ένα πρότυπο για την αξιολόγηση της αποτελεσματικής χρήσης του μέσου όρου διαθεσίμων που επενδύονται στο ενεργητικό μιας επιχείρησης από τη διοίκηση. Αύξηση της απόδοσης των επενδύσεων σημαίνει, αυτόματα, μεγαλύτερη απόδοση των ιδίων κεφαλαίων.

Γενικός τύπος

$$\text{αποδοτικότητα ενεργητικού} = \frac{\text{καθαρά κέρδη μετά φόρων}}{\text{ενεργητικό}} * 100$$

	2014	2015	2016	2017
καθαρά κέρδη	101.249.161	104.837.364	121.263.661	131.008.109
Ενεργητικό	1.033.937.011	1.090.327.258	1.209.411.365	1.259.584.497

	2014	2015	2016	2017
	9,79%	9,62%	10,03%	10,40%

Παρατηρούμε ότι οι τιμές του αριθμοδείκτη είναι ιδιαίτερα ικανοποιητικές και τα 2 τελευταία έτη συνεχώς αυξάνεται γεγονός που σημαίνει ότι η εταιρία χρησιμοποιεί αποτελεσματικά τα στοιχεία του ενεργητικού της για να παράγει κέρδη.

5.6 Αριθμοδείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων(ROE)

Είναι ένας χρηματοοικονομικός δείκτης που μας δείχνει πόσο αποδοτικά χρησιμοποιεί μία εταιρία τα κεφάλαια της για να δημιουργήσει πρόσθετα έσοδα (κέρδη), και εκφράζεται σε ποσοστιαίες μονάδες.

Χρησιμοποιείται ως ένδειξη αποτελεσματικότητας μίας εταιρίας, δηλαδή πόσο κέρδος μπορεί να παράγει χρησιμοποιώντας τους διαθέσιμους πόρους που επενδύθηκαν από τους μετόχους της (μετοχικό κεφάλαιο) και τα αποθεματικά της. Οι επενδυτές συνήθως αναζητούν εταιρίες με υψηλή και αυξανόμενη απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE).

Γενικός τύπος

$$ROE = \frac{\text{καθαρά κέρδη μετά φόρων}}{\text{ίδια κεφάλαια}} * 100$$

	2014	2015	2016	2017
καθαρά κέρδη	101.249.161	104.837.364	121.263.661	131.008.109
ίδια κεφάλαια	744.510.358	797.208.547	915.590.627	961.673.028

2014	2015	2016	2017
13,60%	13,15%	13,24%	13,62%

Παρατηρούμε ότι τα αποτελέσματα και του συγκεκριμένου αριθμοδείκτη είναι σταθερά σε ικανοποιητικά επίπεδα για την εταιρία. Αυτό σημαίνει ότι η εταιρία αξιοποιεί αποτελεσματικά τα ίδια κεφάλαια της για την δημιουργία κερδών.

5.7 Αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου κερδών

Πρόκειται για ένα ακόμα πολύ σημαντικό αριθμοδείκτη για μία εταιρία καθώς προσδιορίζει το κέρδος από τις λειτουργικές δραστηριότητες, δηλαδή το ποσοστό κέρδους που μένει στην επιχείρηση μετά την αφαίρεση από τις καθαρές πωλήσεις του κόστους πωληθέντων και των λοιπών

εξόδων. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης τόσο πιο επικερδής είναι η επιχείρηση.

Γενικός τύπος

$$\text{καθαρό περιθώριο κέρδους} = \frac{\text{καθαρά κέρδη προ φόρων}}{\text{πωλήσεις}} * 100$$

	2014	2015	2016	2017
καθαρά κέρδη προ φόρων	129.978.935	136.950.418	165.131.638	173.465.869
Πωλήσεις	541.847.153	582.548.135	637.557.328	681.429.945

	2014	2015	2016	2017
	23,99%	23,51%	25,90%	25,46%

Οι τιμές του καθαρού περιθωρίου κέρδους είναι σε πολύ υψηλά επίπεδα και τα δύο τελευταία χρόνια έχει σημειωθεί βελτίωση. Είναι ένα ακόμα στοιχείο που μας φανερώνει την οικονομική υγεία που έχει ο όμιλος και την υψηλή του κερδοφορία.

5.8 Ίδια κεφάλαια προς ξένα κεφάλαια

Ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης είναι ιδιαίτερα σημαντικός καθώς μας δείχνει την μόχλευση της εταιρίας δηλαδή τον βαθμό που είναι χρεωμένη. Όταν οι τιμές του δείκτη είναι μεγαλύτερες της μονάδας, σημαίνει ότι τα ίδια κεφάλαια της εταιρίας είναι περισσότερα από τα ξένα κεφάλαια που εισρέουν στην επιχείρηση για την κάλυψη των αναγκών της.

Γενικός τύπος

$$\text{ίδια προς ξένα κεφάλαια} = \frac{\text{ίδια κεφάλαια}}{\text{ξένα κεφάλαια}}$$

	2014	2015	2016	2017
ίδια κεφάλαια	744.510.358	797.208.547	915.590.627	961.673.028
ξένα κεφάλαια	289.426.653	293.118.711	293.820.738	297.911.468

2014	2015	2016	2017
2,57	2,71	3,11	3,22

Παρατηρούμε ότι οι τιμές του αριθμοδείκτη είναι αρκετά μεγαλύτερες της μονάδας γεγονός που σημαίνει ότι τα ίδια κεφάλαια του Όμιλου είναι κατά πολύ μεγαλύτερα από τα ξένα. Όπως αναφέραμε και παραπάνω η εταιρία διαθέτει πολλά ίδια κεφάλαια που της επιτρέπουν να υλοποιήσει το πρόγραμμα ανάπτυξης της χωρίς να είναι αναγκασμένη να δανειστεί υπέρογκα ποσά.

5.9 Καθαρά κέρδη ανά μετοχή (EPS)

Είναι ένας πολύ σημαντικός δείκτης τόσο για τους μετόχους μίας εταιρίας, όσο και για τους υποψήφιους επενδυτές καθώς μας δείχνει τι θα κέρδιζε ένας μέτοχος μίας εταιρίας για κάθε μία εταιρία που έχει, αν όλα τα κέρδη μοιραζόταν στους μετόχους.

Γενικός τύπος

$$\text{κέρδη ανά μετοχή} = \frac{\text{καθαρά κέρδη}}{\text{αριθμό μετοχών}}$$

	2014	2015	2016	2017
καθαρά κέρδη	101.249.161	104.837.364	121.263.661	131.008.109
αριθμός μετοχών	136.059.759	136.059.759	136.059.759	136.059.759

2014	2015	2016	2017
0,744	0,770	0,891	0,969

Παρατηρούμε ότι τα καθαρά κέρδη ανά μετοχή αυξάνονται χρόνο με το χρόνο απόρροια της αυξανόμενης κερδοφορίας της επιχείρησης. Είναι ένα πολύ σημαντικό αποτέλεσμα καθώς μπορεί να κεντρίσει το ενδιαφέρον πολλών υποψήφιων επενδυτών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 – ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ JUMBO

6.1 Υπολογισμός του wacc

Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου ή Weighted Average Cost of Capital (WACC), όπως αποδίδεται ο όρος στα αγγλικά, είναι η ελάχιστη απόδοση που αναμένεται να καταβάλει η επιχείρηση κατά μέσο όρο στους μετόχους της για την χρηματοδότηση των περιουσιακών της στοιχείων.

Οι επιχειρήσεις για να χρηματοδοτήσουν τα διάφορα επενδυτικά τους προγράμματα χρησιμοποιούν ως πηγές χρηματοδότησης κυρίως δανειακά κεφάλαια, προνομιούχες μετοχές, κοινές μετοχές και παρακρατηθέντα κέρδη. Όταν η επιχείρηση αντλεί νέα κεφάλαια για την χρηματοδότηση νέων επενδυτικών προγραμμάτων, προσπαθεί η δομή των κεφαλαίων αυτών να είναι παρόμοια με την κεφαλαιακή της διάρθρωση έτσι ώστε αυτή να παραμένει σχετικά σταθερή διαχρονικά και η τιμή της μετοχής της επιχείρησης να διατηρείται αμετάβλητη. Επομένως, για να προσδιορίσουμε το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου πρέπει να έχουμε υπολογίσει προηγουμένως το κόστος της κάθε πηγής χρηματοδότησης. Στη συνέχεια, το κόστος των πηγών αυτών σταθμίζεται σύμφωνα με την ποσοστιαία συμμετοχή καθεμιάς στην κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης. Άρα, το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου μιας επιχείρησης αποδίδεται ως ο σταθμικός μέσος όρος του κόστους των διαφόρων πηγών χρηματοδότησης με συντελεστές στάθμισης τα ποσοστά συμμετοχής της κάθε πηγής στη σύνθεση του κεφαλαίου – κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης.

Η γνώση του κόστους κεφαλαίου αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση προκειμένου να εκτιμηθεί η βιωσιμότητα μιας επένδυσης, η ορθότητα των χρηματοδοτικών αποφάσεων, η αξία μιας επιχείρησης και οι αποφάσεις αποτιμήσεων.

Γενικός τύπος

$$\text{wacc} = \text{re} * \text{we} + \text{rd} * \text{wd} * (1 - \text{Tc})$$

Οπου:

re: το κόστος των νεοεκδιδόμενων κοινών μετοχών

rd: το κόστος των δανειακών κεφαλαίων

W_d, W_e: τα ποσοστά συμμετοχής των δανειακών κεφαλαίων και των κοινών μετοχών αντίστοιχα στο σύνολο των μακροπρόθεσμων κεφαλαίων που έχει σαν στόχο η επιχείρηση

T_c: φορολογικός συντελεστής της επιχείρησης

6.1.1 Το κόστος ιδίων κεφαλαίων (re)

Στο πλαίσιο του καθορισμού του κόστους κεφαλαίου για τη χρήση ιδίων κεφαλαίων μιας εταιρείας μέσω παρακρατημένων ή αδιανέμητων κερδών χρησιμοποιείται μεταξύ άλλων το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model, CAPM), το οποίο δείχνει τον τρόπο με τον οποίο η αγορά αποτιμά τα διάφορα περιουσιακά στοιχεία. Η σημαντικότερη συνέπεια του υποδείγματος είναι ότι συνδέει την αναμενόμενη απόδοση ενός περιουσιακού στοιχείου με ένα μέγεθος κινδύνου του περιουσιακού στοιχείου, γνωστού ως συντελεστή βήτα (beta coefficient), ο οποίος εκφράζει τον κίνδυνο της συνδιακύμανσης ενός χρεογράφου με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς. Η αξία του Υποδείγματος Αποτίμησης Περιουσιακών στοιχείων έγκειται στο ότι είναι ένα, απλό στη χρήση του, εργαλείο που προσφέρει ισχυρές και διαισθητικές προβλέψεις για τον τρόπο μέτρησης του κινδύνου και τη σχέση του με την αναμενόμενη απόδοση.

Γενικός τύπος CAPM

$$r(e) = rf + b(rm - rf)$$

Προσδιορισμός ακίνδυνου επιτοκίου r_f

Ακίνδυνο επιτόκιο ή επιτόκιο μηδενικού κινδύνου είναι το επιτόκιο το οποίο μπορεί να επιτευχθεί επενδύοντας σε οικονομικά προϊόντα που δεν ενσωματώνουν κίνδυνο. Παρόλο που μία πραγματικά ακίνδυνη επένδυση δεν υπάρχει θεωρητικά, συχνά θεωρούνται ως ακίνδυνες επενδύσεις τα κυβερνητικά ομόλογα επειδή η πιθανότητα να πτωχεύσει μία χώρα είναι πολύ μικρή. Καθώς αυτό το επιτόκιο μπορεί να επιτευχθεί ακίνδυνα εννοείται ότι οποιαδήποτε επένδυση ενσωματώνει κάποιο επιπλέον ρίσκο, πρέπει να ανταμείψει τους επενδυτές με υψηλότερες αποδόσεις.

Για την ελληνική αγορά όπου διαπραγματεύεται η μετοχή του ομίλου, λαμβάνεται υπόψιν το επιτόκιο του κρατικού 10ετούς ομολόγου το οποίο κατά το τελευταίο έτος έχει την εξής πορεία.

Γράφημα: Πορεία 10ετούς ελληνικού ομολόγου το τελευταίο έτος



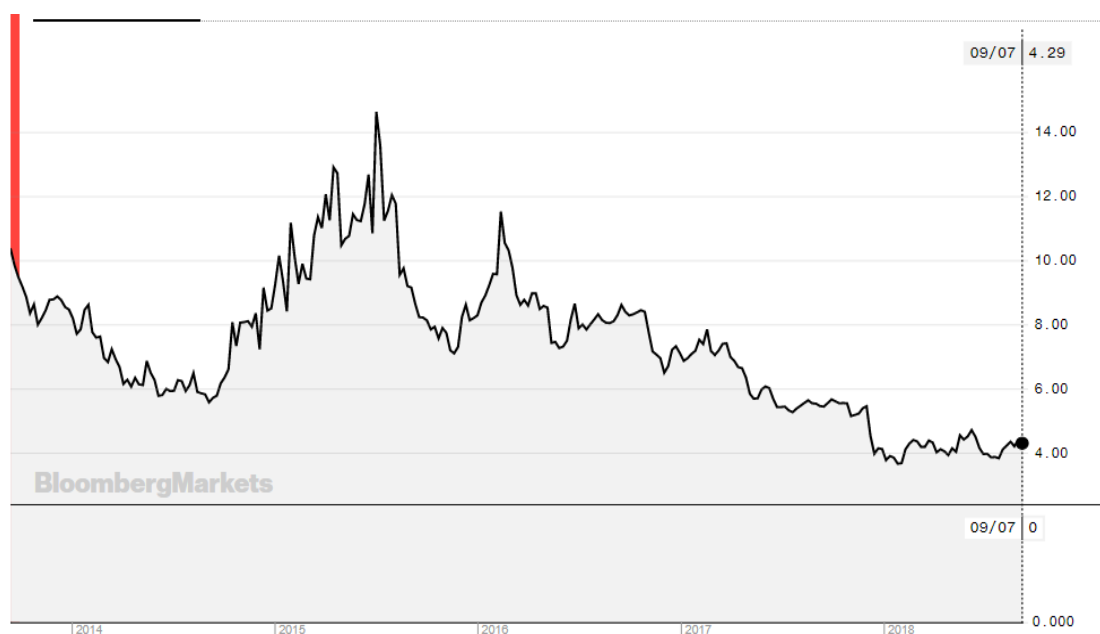
Πηγή: Bloomberg

Παρατηρούμε ότι το τελευταίο έτος η πορεία του 10ετούς ελληνικού ομολόγου παρουσιάζει αρκετές αυξομειώσεις, γεγονός που μαρτυρά την αστάθεια της ελληνικής οικονομίας. Στις αρχές του έτους κυμάνθηκε πάνω από το 5,5%. Στην συνέχεια οι αγορές έδειξαν μεγαλύτερη εμπιστοσύνη στην οικονομική πρόοδο της ελληνικής οικονομίας και η απόδοση του

ομολόγου έπεσε κάτω από το φράγμα του 4%, πριν ανέβει εκ νέου και ισοροπήσει στο σημερινό (9/10/2018) 4,29%.

Στο παρακάτω διάγραμμα βλέπουμε την πορεία του ελληνικού 10ετούς ομολόγου την τελευταία 5ετία (2014-2018):

Γράφημα: Πορεία 10ετούς ελληνικού ομολόγου την πενταετία 2014-2018



Πηγή :Bloomberg

Παρατηρούμε ότι το 2018 το επιτόκιο του 10ετους ομολόγου έχει πέσει στο χαμηλότερο επίπεδο της τελευταίας 5ετίας γεγονός που σημαίνει ότι η χώρα μας έχει ανακτήσει σε ένα μεγάλο βαθμό την εμπιστοσύνη των αγορών. Το αποκορύφωμα ήταν το 2015 όπου η απόδοση ξεπέρασε ακόμα και το 14%. Σε αυτό είχε συμβάλει η διαπραγμάτευση με τους δανειστές , τα capital controls στις ελληνικές τράπεζες, το δημοψήφισμα που έγινε και κυρίως στα σενάρια εξόδου της χώρας από την ευρωζώνη.

Επομένως $rf=4,29\%$

Προσδιορισμός β (βήτα) της μετοχής

Ο συντελεστής βήτα (beta coefficient) είναι ένας δείκτης που περιγράφει τη σχέση μεταξύ της μεταβλητότητας μιας επένδυσης ή ενός χρεογράφου ή ενός χαρτοφυλακίου και της μεταβλητότητας της αγοράς.

Ένας υψηλός συντελεστής βήτα σημαίνει ότι η τιμή, και κατ' επέκταση η απόδοση, μιας μετοχής ή ενός χρεογράφου επηρεάζεται σημαντικά από τις κινήσεις της αγοράς.

Στον υπολογισμό του beta τις κινήσεις της αγοράς αντιπροσωπεύει συνήθως ο γενικός δείκτης του χρηματιστηρίου, αν και μπορούν να χρησιμοποιηθούν κι άλλοι πιο συγκεκριμένοι δείκτες, αναλόγως των αναγκών των επενδυτών.

Μικρές τιμές του συντελεστή beta δείχνουν ότι η απόδοση της επένδυσης μένει σχετικά ανεπηρέαστη από τις διακυμάνσεις της απόδοσης της αγοράς.

Αρνητικό βήτα σημαίνει ότι όταν οι αποδόσεις της αγοράς είναι θετικές η απόδοση του υποκείμενου χρεογράφου ή της επένδυσης θα είναι αρνητικές και το ανάποδο. Είναι δυνατόν επίσης μία επένδυση να έχει θετικό βήτα και αρνητική απόδοση ή αντίθετα, θετική απόδοση και αρνητικό βήτα.

Ο συντελεστής βήτα στηρίζεται:

- στη σχετική μεταβλητότητα (volatility) των αποδόσεων μιας συγκεκριμένης επένδυσης ή χρεογράφου σε σχέση με τις αποδόσεις της αγοράς
- στη συσχέτιση (correlation) μεταξύ της απόδοσης της επένδυσης και της απόδοσης της αγοράς.

Από εδώ εξάγεται ότι ο συντελεστής βήτα είναι το γινόμενο της σχετικής μεταβλητότητας των αποδόσεων επί τη συσχέτιση αυτών των αποδόσεων με την απόδοση της αγοράς.

Τιμές του $\beta < 1$ θεωρούμε την μετοχή αμυντική ενώ $\beta > 1$ είναι επιθετική η μετοχή.

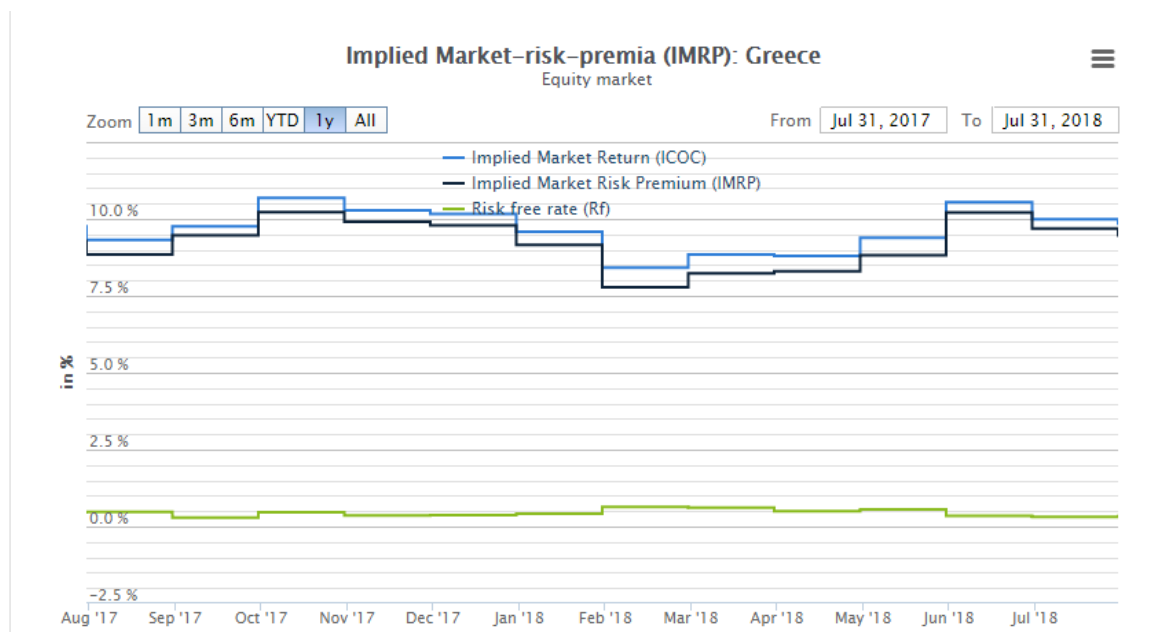
Σύμφωνα με την Bloomberg το βήτα της μετοχής για το 2018 είναι 0,53 που σημαίνει ότι είναι αμυντική μετοχή και επαληθεύει ότι πρόκειται για μία πολύ καλή επιλογή για επενδυτές με μακροπρόθεσμο ορίζοντα.

Επομένως $\beta = 0,53$

Υπολογισμός απόδοσης αγοράς r_m

Σύμφωνα με την market risk premia.com η απόδοση της αγοράς r_m για τον Αύγουστο του 2018 είναι 9,8%

Γράφημα: απόδοση ελληνικής αγοράς (r_m) το τελευταίο έτος



Επομένως $r_m=9,8\%$

Άρα

$$r_e = r_f + b(r_m - r_f)$$

$$r_e = 0,0429 + 0,53(0,098 - 0,0429)$$

$$r_e = 0,072$$

$$r_e = 7,2\%$$

6.1.2 Κόστος ξένων κεφαλαίων rd

Για τον υπολογισμό των ξένων κεφαλαίων, δηλαδή του κόστους που η επιχείρηση δανείζεται από τους πιστωτές της για να ανταπεξέλθει στις υποχρεώσεις της, αντλούμε τα στοιχεία από τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις του ομίλου για το 2017. Σύμφωνα με αυτές το περιθώριο επιτοκίων με την συναίνεση των δανειστών μειώθηκε από το 4% κατά 75 μονάδες βάσης στο 3,25% λόγω της συνέπειας του ομίλου απέναντι τους.

Γενικός τύπος και υπολογισμός rd

$$rd = rf + spread$$

$$rd = 4,29\% + 3,25\%$$

$$rd = 7,54\%$$

6.1.3 Υπολογισμός ποσοστών wd , w_e

ΜΕΣΟ ΠΟΣΟΣΤΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ					
	2013	2014	2015	2016	2017
σύνολο ιδίων κεφαλαίων	639	744,5	797,2	915,6	961,7
σύνολο παθητικού	894	1034	1090,3	1209,4	1259,6
ποσοστό %	71,5%	72,0%	73,1%	75,7%	76,3%

➤ Τα ποσά σε εκ.€

Θα πάρουμε τον μέσο όρο της 5ετίας

Άρα

we=73,7%

ΜΕΣΟ ΠΟΣΟΣΤΟ ΞΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ					
	2013	2014	2015	2016	2017
σύνολο υποχρεώσεων	254,9	289,4	293,1	293,8	297,9
σύνολο παθητικού	894	1034	1090,3	1209,4	1259,6
ποσοστό %	28,5%	28,0%	26,9%	24,3%	23,7%

➤ Τα ποσά σε εκ.€

Θα πάρουμε τον μέσο όρο της 5ετίας και εδώ.

Άρα

we=26,3%

6.1.4 Τελικός υπολογισμός του wacc

$$wacc = we * re + wd * rd * (1 - Tc)$$

$$wacc = 0,737 * 0,072 + 0,263 * 0,0754(1 - 0,29)$$

wacc=0,067=6,7%

6.2 Προβλεπόμενες ταμειακές ροές

Για τον υπολογισμό των ελεύθερων ταμειακών ροών χρησιμοποιούμε τον εξής τύπο:

$$FCF = OCF - capex$$

Ή

$$FCF = EBIT(1 - Tc) + ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ \\ \pm \text{ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΣΤΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ} \\ - \text{ΚΕΦΑΛΑΙΟΥΧΙΚΕΣ ΔΑΠΑΝΕΣ}$$

Για το 2017 σύμφωνα με τις οικονομικές καταστάσεις του ομίλου

EBIT=173.465.869 €

Αποσβέσεις=23.054.394 €

Μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης=-29.092.054 €

Κεφαλαιουχικές δαπάνες=37.960.000 €

Άρα

FCF=79.163.107 €

Για να εκτιμήσουμε τις ελεύθερες ταμειακές ροές για τα επόμενα έτη θα πρέπει να κάνουμε κάποιες υποθέσεις. Ο κύκλος εργασιών του ομίλου παρουσίασε τα εξής αποτελέσματα την τελευταία 5ετία:

	2013	2014	2015	2016	2017
μεταβολή %	1,6%	7,8%	7,5%	9,50%	6,9%



Παρατηρούμε ότι τα τελευταία 4 χρόνια ότι ο ρυθμός αύξησης του κύκλου εργασιών του ομίλου κυμαίνεται κατά μέσο όρο στο 8% ετησίως. Δεδομένου ότι ο όμιλος έχει ανακοινώσει το πρόγραμμα ανάπτυξης του για τα επόμενα έτη τόσο στην ελληνική αγορά όσο και στην αλλοδαπή και κυρίως στα Βαλκάνια σε συνδυασμό με τις εκτιμήσεις ότι η ανάπτυξη στην ελληνική οικονομία μετά τα χρόνια της ύφεσης θα τρέχει με 2,3% ετησίως, υποθέτουμε βάσιμα ότι ο ρυθμός ανάπτυξης του ομίλου (g) θα συνεχίζει να αυξάνεται με ετήσιο ρυθμό τουλάχιστον 7%

Άρα

g=7%

επίσης υποθέτουμε τον ίδιο ρυθμό αύξησης για τις κεφαλαιουχικές δαπάνες τις αποσβέσεις και το κεφάλαιο κίνησης. Για τον υπολογισμό της υπολειμματικής αξίας δηλαδή μετά το 2022 παίρνουμε ως σταθερό ρυθμό $g=2,3$ καθώς αυτός είναι ο ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης που προβλέπεται για την χώρα μας.

Έτσι προκύπτει ο παρακάτω πίνακας

Ποσά σε εκ. ευρώ	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
EBIT	185,5	198,5	212,4	227,3	243,2
-φορολογικό συντελεστή	29%	29%	29%	29%	29%
= καθαρά κέρδη	131,73	140,95	150,82	161,38	172,67
- κεφαλαιουχικές δαπάνες	40,62	43,46	46,50	49,76	53,24
+ αποσβέσεις	24,66	26,39	28,24	30,21	32,33
-μεταβολή κεφαλαίου κίνησης	31,13	33,31	35,64	38,13	40,80
FCFF	84,65	90,58	96,92	103,70	110,96

Για να υπολογίσουμε την υπολειμματική αξία θα χρησιμοποιήσουμε τον εξής τύπο:

$$residual\ value = \frac{CF_{t+1}}{r - g}$$

Όπου:

CF_{t+1}=ταμειακή ροή στο τέλος του 2022

r=επιτόκιο προεξόφλησης wacc

g= ρυθμός ανάπτυξης που υποθέσαμε (2,3%)

$$residual\ value = \frac{110.960.000 * 1,023}{0,067 - 0,023}$$

residual value =2.579.820.000 €

Για να βρούμε την αξία της εταιρίας χρησιμοποιούμε τον εξής τύπο:

$$Firm\ value = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + wacc)^t}$$

$$Firm\ value = \frac{84,65}{1,067} + \frac{90,58}{1,067^2} + \frac{96,92}{1,067^3} + \frac{103,70}{1,067^4} + \frac{110,96}{1,067^5} + \frac{2579,82}{1,067^5}$$

$$Firm\ value = 2.264.320.000 \text{ €}$$

Equity value=firm value-debt value

$$=2.264.320.000-297.900.000$$

$$=1.966.420.000$$

Διαιρούμε με τον αριθμό των μετοχών

$$\text{αξία μετοχής} = \frac{1.966.420.000}{136.059.759} = 14,46\text{€}$$

6.3 Σχολιασμός αξίας της μετοχής

Χρησιμοποιώντας την μέθοδο αποτίμησης μέσω της προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών για την εταιρία Jumbo, υπολογίσαμε ότι η δίκαιη τιμή της μετοχής είναι 14,46 €. Η χρηματιστηριακή της της τιμή σήμερα (20/9/2018) είναι στα 12,48 €. Επομένως καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι η μετοχή είναι **υποτιμημένη**.

Τα οικονομικά μεγέθη του ομίλου σε συνδυασμό με την συνεχόμενη κερδοφορία και την αύξηση του κύκλου εργασιών από έτος σε έτος καθώς και η πολύ χαμηλή μόχλευση αιτιολογεί σε ένα βαθμό το αποτέλεσμα που προέκυψε. Η συνεχόμενη οικονομική άνθηση του ομίλου δεν έχει αντανakλήσει σε μεγάλο βαθμό στην τιμή της μετοχής καθώς η γενικότερη εικόνα του χρηματιστηρίου που πηγάζει από την κατάσταση της ελληνικής οικονομίας δεν είναι ιδιαίτερα ενθαρρυντική και οι επενδυτές δείχνουν επιφυλακτικοί στο να επενδύσουν σε ελληνικά χρεόγραφα.

Όμως θεωρείται βέβαιο ότι πρόκειται για μία εταιρία από τις πιο υγιείς και κερδοφόρες εταιρίες στην ελληνική αγορά και όταν καταφέρουμε να αποκαταστήσουμε την εμπιστοσύνη μας με τους επενδυτές η τιμή της μετοχής θα σημειώσει άνοδο.

Ένα ακόμα στοιχείο που επαληθεύει το αποτέλεσμα και κρίνει την επιλογή μας μάλλον σωστή είναι οι τιμές-στόχοι που έχουν υπολογίσει εταιρίες αναλύσεων και όλες έχουν υπολογίσει ότι η μετοχή είναι υποτιμημένη και πρόκειται για μία πολύ καλή επιλογή για μακροπρόθεσμους επενδυτές. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με την beta securities η τιμή-στόχος για την μετοχή Μπέλα το 2018 είναι 16,5 €. Η IBG θέτει την τιμή -στόχο στα 17 € όπως ακριβώς και η Piraeus securities.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Παρά την δύσκολη οικονομική συγκυρία που αντιμετωπίζει η χώρα μας και παρόλο που το διαθέσιμο εισόδημα των καταναλωτών έχει μειωθεί σημαντικά στα χρόνια της κρίσης, ο όμιλος έχει καταφέρει να αυξήσει των κύκλο εργασιών και την κερδοφορία του. Επιπλέον έχει ανακοινώσει το πρόγραμμα δράσης του για τα επόμενα έτη που περιλαμβάνει την δημιουργία νέων καταστημάτων στην χώρα μας, αλλά κυρίως στοχεύει την ανάπτυξη στην αγορά της Ρουμανίας η οποία είναι ιδιαίτερα επικερδής για τον όμιλο από έτος προς έτος, γεγονός που δημιουργεί προσδοκία και αισιοδοξία για ακόμα μεγαλύτερη κερδοφορία τα επόμενα έτη.

Σύμφωνα με την χρηματοοικονομική ανάλυση που κάναμε με την βοήθεια αριθμοδεικτών επιβεβαιώσαμε την πολύ καλή οικονομική κατάσταση που βρίσκεται ο όμιλος. Συγκεκριμένα παρατηρούμε ότι οι δείκτες γενικής και άμεσης ρευστότητας είναι σε υψηλά επίπεδα που σημαίνει ότι ο όμιλος είναι συνεπής στις υποχρεώσεις του και έχει επιπλέον ρευστά διαθέσιμα για επιπλέον δράση και ανάπτυξη. Όσο αφορά το κομμάτι της αποδοτικότητας και συγκεκριμένα την αποδοτικότητα του ενεργητικού και των ιδίων κεφαλαίων, παρατηρούμε ότι οι τιμές των αριθμοδεικτών ROA και ROE είναι σε ιδιαίτερα ικανοποιητικά επίπεδα και βελτιωμένα από έτος σε έτος. Επομένως βλέπουμε ότι ο όμιλος αξιοποιεί αποτελεσματικά τα στοιχεία του ενεργητικού του και τα ίδια κεφάλαια για την δημιουργία κερδών. Τέλος σε πολύ ενθαρρυντικά επίπεδα είναι και ο δείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους του ομίλου που κυμαίνεται κοντά στο 25%.

Ένα ακόμα πολύ ενδιαφέρον στοιχείο σχετικά με την οικονομική ευρωστία και την βιωσιμότητα του ομίλου είναι η μικρή μόχλευση που διαθέτει. Συγκεκριμένα το 2017 το ποσοστό των ξένων κεφαλαίων είναι 23%. Αυτό είναι πολύ σημαντικό για τον όμιλο καθώς διαθέτει πολλά ίδια κεφάλαια και μπορεί πολύ πιο εύκολα να υλοποιήσει το επενδυτικό του πρόγραμμα χωρίς να αναγκαστεί να δανειστεί υπέρογκα ποσά που θα έχει ως άμεσο αποτέλεσμα την αποπληρωμή μεγάλων τόκων. Επιπλέον η οικονομική υγεία που εκπέμπει καθώς και η φερεγγυότητα του προς τους δανειστές του επιτρέπουν να καταφέρνει να δανείζεται με ιδιαίτερα ελκυστικούς όρους και με χαμηλά επιτόκια.

Όλα αυτά είχαν άμεσο αντίκτυπο και στην χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής καθώς η οικονομική άνθηση και η κερδοφορία του ομίλου δεν πέρασε απαρατήρητη από τους επενδυτές. Τον Ιούνιο του 2015 η τιμή της μετοχής "βούτηξε" στα 5,8€ επηρεασμένη από την μεγάλη πτώση του Γ.Δ Αθηνών που ήταν ως αποτέλεσμα του δημοψηφίσματος που όρισε η κυβέρνηση και οδήγησε σε προσωρινό κλείσιμο των τραπεζών, σε περιορισμό στην κίνηση κεφαλαίων (capital control), και στον πανικό των καταναλωτών που δημιουργούσαν ουρές έξω από τα μηχανήματα ανάληψης για να εκταμιεύσουν τις καταθέσεις τους. Από εκείνο το σημείο και έπειτα και αφού οι πιθανότητες του Grexit μειώθηκαν, η μετοχή γρήγορα ανέκαμψε και στις αρχές του 2018 άγγιξε τα 16€ δηλαδή τριπλασιάστηκε. Τους τελευταίους μήνες η μετοχή σημείωσε μία σημαντική πτώση και έφτασε στην σημερινή τιμή κοντά στα 12€ γεγονός όμως που δεν δικαιολογείται από την οικονομική της κατάσταση.

Επομένως αν συμφηφίσουμε τα οικονομικά στοιχεία του ομίλου και τις προτάσεις των εταιριών αναλύσεων που θέτουν ως τιμή- στόχο τα 16-17€ σε συνδυασμό με το αποτέλεσμα της ανάλυσης που κάναμε με την μέθοδο των ελεύθερων ταμειακών ροών που υπολογίσαμε ως "δίκαιη" τιμή της μετοχής τα 14,46€ οδηγούμαστε στο συμπέρασμα πως η μετοχή είναι υποτιμημένη και είναι μία καλή ευκαιρία για μακροπρόθεσμους επενδυτές να επενδύσουν σε αυτή καθώς προσδοκούμε την ανάκαμψη τόσο του Γ.Δ όσο και την μετοχής.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική

ΙΟΒΕ (2017), *''Η ελληνική οικονομία''*, Οκτώβριος 2017 αρ. τεύχους 89

ΙΟΒΕ (2017), *''Αποτελέσματα Ερευνών οικονομικής συγκυρίας''*

Λαζαρίδης, Π. , (2010) , *χρηματοοικονομική ανάλυση και προσδιορισμός αξίας επιχείρησης*. Θεσσαλονίκη : Ανικούλα

Λαζαρίδης, Θ. (2015), *''Αποτίμηση επιχειρήσεων: θεωρία-μεθοδολογία-πρακτική''* εκδ. Κυριακίδη

Νούλας Α. *''Χρηματοοικονομική ανάλυση''* επενδυτικές και χρηματοδοτικές αποφάσεις.

Παπαδάκης, Β.,(2008), *''Στρατηγική των επιχειρήσεων''* εκδ. Ε. Μπένου

ICAP ΑΕ, (2018), *''Αλυσίδες καταστημάτων παιχνιδιών και καταστημάτων ειδών βρεφανάπτυξης''*, Κλαδική μελέτη 2018

ICAP ΑΕ, (2012), *''40 κορυφαίοι κλάδοι της ελληνικής οικονομίας''* s.l.: s.n

JUMBO (2016), *''Εταιρική παρουσίαση''*

JUMBO (2017), *''Εταιρική παρουσίαση''*

Ξένη

Beneda, N.L., (2003, May), *''Estimating free cash flows and valuing a growth company''*

Brigham, E.F & Ehrhardt, M.C (2006), *''Financial management''* Mason, Ohio: Thomson

Chitou, A. and Ketz, E.,(1991), *''An empirical examination of cash flow measures''*, ABACUS,27, 51-64

Chung, R, Firth, M & Kim, Jeong-Bon (2005), *''Earnings management, surplus free cash flow and external monitoring''*, journal of business research vol 58 no.6 pp. 766-776

Damodaran, A. (2010), *''The little book of valuation''*

Damodaran, A. (1996), *''Investment valuation''*, John Wiley & Sons, Inc.

Fischer, S. (1981), *''Relative shocks, relative price variability & inflation''*
Brookings paper on Economic and statistics, vol 12, is.2

Graham, B., Dodd, D., (1934), *''security analysis''*, McGraw-Hill

Graham, B., Dodd, D., Cottle, S. (1962), *''Security analysis: principles and technique''*, McGraw-Hill, 4th edition

Koller, T., Goedhart, M. and Wessers, D (2005), *'' Valuation, measuring and managing the value of companies ''*4th edition, John Wiley & Sons,Inc., Hoboken

Penman, S., (2010), *''Financial statement analysis and equity valuation''*, McGraw-Hill, Irwin, 4th edition, Boston

Rayburn, J., (1986), *''The association of operating cash flow and accruals with security returns''*, journal of accounting research, 24 (supp.), 112-133

Steiger, F. (2008), *''The validity of company valuation using discounted cash flow method''*

Steward, G.B., (1991), *''The Quest for Value''*, Harper Business

Ιστοσελίδες

www.capital.gr

www.naftemporiki.gr

www.jumbo.gr

www.iobe.gr

www.hellastat.com

www.bloomberg.com

www.euro2day.grwww.market-risk-premia.com

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ JUMBO 2013**A. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ
ΓΙΑ ΤΗΝ ΧΡΗΣΗ ΠΟΥ ΕΛΗΞΕ ΤΗΝ 30^Η ΙΟΥΝΙΟΥ 2013 ΚΑΙ 2012**

(Όλα τα ποσά είναι εκφρασμένα σε ευρώ εκτός από τα στοιχεία μετοχών)

	Σημειώσεις	Ο ΟΜΙΛΟΣ		Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
		01/07/2012- 30/06/2013	01/07/2011- 30/06/2012	01/07/2012- 30/06/2013	01/07/2011- 30/06/2012
Κύκλος εργασιών		502.184.921	494.288.503	459.528.453	454.276.468
Κόστος πωληθέντων	5.2	(239.407.759)	(231.264.791)	(237.751.214)	(230.549.160)
Μικτό κέρδος		262.777.162	263.023.712	221.777.239	223.727.308
Λοιπά έσοδα εκμετάλλευσης	5.4	4.605.486	6.438.693	4.105.577	3.501.947
Έξοδα διάθεσης	5.3	(127.337.057)	(127.742.006)	(109.456.635)	(111.153.837)
Έξοδα διοίκησης	5.3	(19.432.628)	(19.296.694)	(16.715.239)	(16.340.195)
Λοιπά έξοδα εκμετάλλευσης	5.4	(5.435.514)	(5.402.120)	(4.134.948)	(3.702.012)
Άλλες ζημίες	5.4	(23.576.755)	-	-	-
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων		91.600.694	117.021.585	95.575.993	96.033.211
Χρηματοοικονομικά Έξοδα	5.5	(5.949.554)	(6.045.149)	(5.801.071)	(5.862.195)
Χρηματοοικονομικά Έσοδα	5.5	9.556.968	8.489.165	2.943.390	6.785.082
Λοιπά χρηματοοικονομικά αποτελέσματα	5.5	495.486	-	495.486	-
		4.102.900	2.444.016	(2.362.195)	922.887
Κέρδη προ φόρων		95.703.594	119.465.601	93.213.799	96.956.097
Φόρος εισοδήματος	5.6	(21.741.122)	(22.160.896)	(19.546.727)	(19.846.763)
Κέρδη μετά από φόρο εισοδήματος		73.962.472	97.304.705	73.667.072	77.109.334
Κατανεμημένα σε :					
Μετόχους της μητρικής		73.962.472	97.304.705	73.667.072	77.109.334
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		-	-	-	-
Κέρδη ανά μετοχή					
Βασικά κέρδη ανά μετοχή (€/μετοχή)	5.7	0,5689	0,7488	0,5666	0,5934
Μειωμένα κέρδη ανά μετοχή (€/μετοχή)	5.7	0,5689	0,7484	0,5666	0,5932
Αποτελέσματα προ τόκων, φόρων, επενδυτικών αποτελεσμάτων και αποσβέσεων		110.388.143	134.422.583	109.731.983	109.385.364
Αποτελέσματα προ τόκων, φόρων και επενδυτικών αποτελεσμάτων		91.600.694	117.021.585	95.575.993	96.033.211
Κέρδη προ φόρων		95.703.594	119.465.601	93.213.799	96.956.097
Κέρδη μετά φόρων		73.962.472	97.304.705	73.667.072	77.109.334

Γ. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣΓΙΑ ΤΗΝ ΧΡΗΣΗ ΠΟΥ ΕΛΗΞΕ ΤΗΝ 30^Η ΙΟΥΝΙΟΥ 2013 ΚΑΙ 30^Η ΙΟΥΝΙΟΥ 2012

(Όλα τα ποσά είναι εκφρασμένα σε ευρώ εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά)

	Τημ.	Ο ΟΜΙΛΟΣ		Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
		30/06/2013	30/06/2012	30/06/2013	30/06/2012
Ενεργητικό					
Μη κυκλοφοριακά στοιχεία ενεργητικού					
Ενσώματες ακινητοποιήσεις	5.8	430.938.766	415.216.257	278.883.639	275.833.421
Επενδύσεις σε ακίνητα	5.9	6.885.062	6.923.992	6.885.062	6.923.992
Επενδύσεις σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις	5.10	-	-	159.378.560	158.178.563
Χρηματοοικονομικά στοιχεία διαθέσιμα προς πώληση	5.11.1	5.271.215	-	1.748.250	-
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	5.12	22.910.453	22.190.161	11.649.570	10.542.023
Μακροπρόθεσμες δεσμευμένες τραπεζικές καταθέσεις	5.17	7.138.988	-	-	-
		473.144.484	444.330.410	458.545.081	451.477.999
Κυκλοφοριακά περιουσιακά στοιχεία					
Αποθέματα	5.13	176.028.978	180.485.746	160.846.336	164.273.025
Πελάτες και λοιπές εμπορικές απαιτήσεις	5.14	23.726.384	18.597.468	40.013.586	46.536.281
Λοιπές απαιτήσεις	5.15	20.443.199	24.001.953	18.951.122	20.671.922
Αξόγραφα για εμπορικούς σκοπούς – Παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα	5.11.2	9.984.996	-	9.984.996	-
Λοιπά κυκλοφοριακά στοιχεία ενεργητικού	5.16	6.380.470	4.623.583	6.050.167	4.295.223
Βραχυπρόθεσμες δεσμευμένες τραπεζικές καταθέσεις	5.17	14.277.976	-	-	-
Ταμιακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	5.18	170.014.243	184.646.930	88.365.429	56.048.994
		420.856.246	412.355.680	324.211.636	291.825.445
Σύνολο ενεργητικού		894.000.730	856.686.090	782.756.717	743.303.444
Ίδια κεφάλαια & υποχρεώσεις					
Ίδια κεφάλαια αποδιδόμενα στους μετόχους της μητρικής					
Μετοχικό κεφάλαιο	5.19.1	154.693.664	181.947.552	154.693.664	181.947.552
Αποθεματικό υπέρ το άρτο	5.19.1	13.957.173	13.810.028	13.957.173	13.810.028
Συναλλαγματικές διαφορές μετατροπής		(739.396)	(729.864)	-	-
Λοιπά αποθεματικά	5.19.2	267.665.608	194.251.732	267.665.608	194.251.732
Κέρδη εις νέον		203.538.527	203.632.965	97.890.324	98.220.161
		639.115.576	592.912.413	534.146.769	488.229.473
Μη ελέγχουσες συμμετοχές					
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων		639.115.576	592.912.413	534.146.769	488.229.473
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	5.20	3.896.939	3.958.842	3.882.114	3.948.645
	5.21/5	-	-	-	-
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	22/5.22	1.383.584	152.048.283	1.383.584	151.381.835
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	5.25	9.548	296.305	9.548	93.859
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	5.26	7.605.734	6.063.277	7.603.935	6.058.207
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων		12.895.805	162.366.707	12.879.181	161.482.546
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Προβλέψεις	5.27	166.758	166.758	166.758	166.758
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	5.28	52.370.507	55.985.410	52.136.205	55.915.327
Τρέχουσες φορολογικές υποχρεώσεις	5.29	21.699.106	21.800.933	19.466.581	18.882.904
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις		-	-	-	-
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις πληρωτέες στην επόμενη χρήση	5.24	147.972.709	1.906.030	147.125.577	707.102
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	5.30	19.780.269	21.547.839	16.835.646	17.919.334
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων		241.989.349	101.406.970	235.730.767	93.591.425
Σύνολο υποχρεώσεων		254.885.154	263.773.677	248.609.948	255.073.971
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων		894.000.730	856.686.090	782.756.717	743.303.444

Οι συνοδευτικές σημειώσεις αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι των οικονομικών καταστάσεων

ΣΤ. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ**ΓΙΑ ΤΗ ΧΡΗΣΗ ΠΟΥ ΕΛΗΞΕ ΤΗΝ 30^Η ΙΟΥΝΙΟΥ 2013 ΚΑΙ 2012**

(Όλα τα ποσά είναι εκφρασμένα σε ευρώ εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά)

Εμμεση Μέθοδος	Ισημιώ σεις	Ο ΟΜΙΛΟΣ		Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
		30/06/2013	30/06/2012	30/06/2013	30/06/2012
Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες					
Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες	5.31	82.701.705	130.487.818	111.419.341	105.345.190
Τόκοι πληρωθέντες		(5.565.522)	(5.689.816)	(5.426.208)	(5.511.159)
Καταβληθέντοι φόροι		(17.339.335)	(28.938.170)	(15.174.773)	(26.752.706)
Καθαρές ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες		59.796.848	95.859.832	90.818.360	73.081.325
Ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες					
Αγορές ενσώματων παγίων στοιχείων		(38.311.981)	(49.924.676)	(19.810.544)	(37.709.481)
Εισπράξεις από πωλήσεις ενσώματων παγίων στοιχείων		1.021.188	155.873	1.021.188	155.873
Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου Ουγατρικής	5.10	-	-	(1.199.997)	(77.199.961)
Εισπράξεις από ασφαλιστική εταιρεία		-	2.100.000	-	-
Επενδύσεις σε χρηματοοικονομικά στοιχεία διαθέσιμα προς πώληση		(5.914.217)	-	(2.391.253)	-
Επενδύσεις σε χρηματοοικονομικά στοιχεία σε εύλογη αξία μέσω αποτελεσμάτων		(9.984.996)	-	(9.984.996)	-
Τόκοι εισπραχθέντες		9.423.364	7.799.918	3.438.876	6.785.082
Καθαρές ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες		(43.766.642)	(39.868.885)	(28.926.726)	(107.968.487)
Ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες					
Εισπράξεις από αύξηση μετοχικού κεφαλαίου		188.268	120.155	188.268	120.155
Εξοδα αύξησης μετοχικού κεφαλαίου		(3.958)	(303.995)	(3.958)	(303.995)
Επιστροφή Κεφαλαίου στους μετόχους		(27.292.133)	(27.287.866)	(27.292.133)	(27.287.866)
Εξοφλήσεις δανείων		(1.267.126)	(1.279.380)	(188.250)	(120.148)
Εξοφλήσεις υποχρεώσεων από χρηματοδοτικές μισθώσεις		(2.279.126)	(678.055)	(2.279.126)	(678.055)
Καθαρές ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες		(30.654.075)	(29.429.141)	(29.575.199)	(28.269.909)
Καθαρή αύξηση/(μείωση) στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα					
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα έναρξης χρήσης		184.646.930	158.087.059	56.048.994	119.206.065
Συναλλαγματικές διαφορές στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα		(8.818)	(1.935)	-	-
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα λήξης της χρήσης		170.014.243	184.646.930	88.365.429	56.048.994
Διαθέσιμα στο ταμείο					
Υπόλοιπο αλληλόχρεων λογαριασμών τραπεζών		2.720.397	2.307.887	2.550.566	2.143.952
Καταθέσεις όψεως και προθεσμίας		8.740.351	15.699.888	8.579.747	7.023.299
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα διαθεσίμων		158.553.495	166.639.155	77.235.116	46.881.743
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα διαθεσίμων		170.014.243	184.646.930	88.365.429	56.048.994

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ JUMBO 2014

A. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΧΡΗΣΗ ΠΟΥ ΕΛΗΞΕ ΤΗΝ 30^Η ΙΟΥΝΙΟΥ 2014 ΚΑΙ 2013

(Όλα τα ποσά είναι εκφρασμένα σε ευρώ εκτός από τα στοιχεία μετοχών)

	Ιημειώσεις	Ο ΟΜΙΛΟΣ		Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
		01/07/2013- 30/06/2014	01/07/2012- 30/06/2013*	01/07/2013- 30/06/2014	01/07/2012- 30/06/2013*
Κύκλος εργασιών		541.847.153	502.184.921	491.555.418	459.528.453
Κόστος πωληθέντων	5.2	(254.037.448)	(239.407.759)	(257.464.368)	(237.751.214)
Μικτό κέρδος		287.809.705	262.777.162	234.091.050	221.777.239
Λοιπά έσοδα εκμετάλλευσης	5.4	3.372.681	4.605.486	2.774.303	4.105.577
Έξοδα διάθεσης	5.3	(137.795.115)	(127.337.057)	(115.454.019)	(109.456.635)
Έξοδα διοίκησης	5.3	(21.252.872)	(19.432.628)	(17.581.742)	(16.715.239)
Λοιπά έξοδα εκμετάλλευσης	5.4	(5.011.581)	(5.435.514)	(3.558.368)	(4.134.948)
Άλλες ζημιές	5.4	-	(23.576.755)	-	-
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων		127.122.817	91.600.694	100.271.224	95.575.993
Χρηματοοικονομικά Έξοδα	5.5	(6.264.595)	(5.949.554)	(6.093.829)	(5.801.071)
Χρηματοοικονομικά Έσοδα	5.5	8.957.293	9.556.968	5.299.973	2.943.390
Λοιπά χρηματοοικονομικά αποτελέσματα	5.5	163.420	495.486	163.420	495.486
		2.856.118	4.102.900	(630.436)	(2.362.195)
Κέρδη προ φόρων		129.978.935	95.703.594	99.640.788	93.213.799
Φόρος εισοδήματος	5.6	(28.729.774)	(21.741.122)	(26.613.481)	(19.546.727)
Κέρδη μετά από φόρο εισοδήματος		101.249.161	73.962.472	73.027.307	73.667.072
Κατανομημένα σε :					
Μετόχους της μητρικής		101.249.161	73.962.472	73.027.307	73.667.072
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		-	-	-	-
Κέρδη ανά μετοχή Βασικά και μειωμένα κέρδη ανά μετοχή (€/μετοχή)	5.7	0,7443	0,5442	0,5368	0,5420
Αποτελέσματα προ τόκων, φόρων, επενδυτικών αποτελεσμάτων και αποσβέσεων		146.515.521	110.388.143	114.657.359	109.731.983
Αποτελέσματα προ τόκων, φόρων και επενδυτικών αποτελεσμάτων		127.122.817	91.600.694	100.271.224	95.575.993
Κέρδη προ φόρων		129.978.935	95.703.594	99.640.788	93.213.799
Κέρδη μετά φόρων		101.249.161	73.962.472	73.027.307	73.667.072

Γ. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣΓΙΑ ΤΗΝ ΧΡΗΣΗ ΠΟΥ ΕΛΘΕ ΤΗΝ 30^Η ΙΟΥΝΙΟΥ 2014 ΚΑΙ 30^Η ΙΟΥΝΙΟΥ 2013

(Όλα τα ποσά είναι εκφρασμένα σε ευρώ εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά)

	Σημ.	Ο ΟΜΙΛΟΣ		Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
		30/06/2014	30/06/2013*	30/06/2014	30/06/2013*
Ενεργητικό					
Μη κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού					
Ενσώματες ακίνητοποιήσεις	5.8	445.854.905	430.938.766	294.326.688	278.883.639
Επενδύσεις σε ακίνητα	5.9	6.501.891	6.885.062	6.501.891	6.885.062
Επενδύσεις σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις	5.10	-	-	141.378.564	159.378.560
Χρηματοοικονομικά στοιχεία διαθέσιμα προς πώληση	5.11.1	6.503.935	5.271.215	-	1.748.250
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	5.12	22.636.941	22.910.453	11.803.332	11.649.570
Μακροπρόθεσμες δεσμευμένες τραπεζικές καταθέσεις	5.17	933.304	7.138.988	-	-
		482.430.976	473.144.484	454.010.475	458.545.081
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία					
Αποθέματα	5.13	186.179.153	176.028.978	166.012.254	160.846.336
Πελάτες και λοιπές εμπορικές απαιτήσεις	5.14	30.700.007	23.726.384	35.576.952	40.013.586
Λοιπές απαιτήσεις	5.15	25.821.847	20.443.199	24.856.021	18.951.122
Αξόγραφια για εμπορικούς σκοπούς – Παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα	5.11.2	8.566.160	9.984.996	8.566.160	9.984.996
Λοιπά κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού	5.16	5.522.604	6.380.470	4.879.048	6.080.167
Βραχυπρόθεσμες δεσμευμένες τραπεζικές καταθέσεις	5.17	7.138.988	14.277.976	-	-
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	5.18	287.567.276	170.014.243	195.373.828	88.365.429
		551.506.035	420.856.246	435.264.263	324.211.636
Σύνολο ενεργητικού		1.033.937.011	894.000.730	889.274.738	782.756.717
Ίδια κεφάλαια & υποχρεώσεις					
Ίδια κεφάλαια αποδιδόμενα στους μετόχους της μητρικής					
Μεταχικό κεφάλαιο	5.19.1	161.911.113	154.693.664	161.911.113	154.693.664
Αποθεματικό υπέρ το άρτο	5.19.2	7.702.078	13.957.173	7.702.078	13.957.173
Συναλλαγματικές διαφορές μετατροπής		(635.628)	(739.396)	-	-
Λοιπά αποθεματικά	5.19.2	339.470.996	267.618.224	336.491.853	267.618.420
Κέρδη εις νέον		236.061.799	203.538.527	102.131.741	97.830.324
		744.510.358	639.068.192	608.236.785	534.099.581
Μη ελέγχουσες συμμετοχές					
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων		744.510.358	639.068.192	608.236.785	534.099.581
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Υποχρεώσεις παραγών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	5.20	4.701.362	3.960.972	4.679.185	3.945.881
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	5.21/5.22	143.675.000	1.383.584	143.675.000	1.383.584
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	5.26	84.298	9.548	77.051	9.548
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	5.27	7.647.155	7.589.085	7.629.419	7.587.356
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων		156.107.815	12.943.189	156.060.655	12.926.369
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Προβλέψεις	5.28	290.872	166.758	261.758	166.758
Πραγματούχτες και λοιπές υποχρεώσεις	5.29	52.230.403	52.370.507	51.486.942	52.136.205
Τρέχουσες φορολογικές υποχρεώσεις	5.30	38.595.644	21.699.106	34.931.197	19.466.581
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	5.24	20.039.718	-	20.039.718	-
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις πληρωτέες στην επόμενη χρήση	5.23/5.25	1.373.561	147.972.709	1.373.561	147.126.577
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	5.31	20.788.640	19.780.269	16.884.122	16.835.646
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων		133.318.838	241.989.349	124.977.298	235.730.767
Σύνολο υποχρεώσεων		289.426.653	254.932.538	281.037.953	248.657.136
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων		1.033.937.011	894.000.730	889.274.738	782.756.717

Οι συνοδευτικές σημειώσεις αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι των οικονομικών καταστάσεων

ΣΤ. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ**ΓΙΑ ΤΗ ΧΡΗΣΗ ΠΟΥ ΕΛΗΞΕ ΤΗΝ 30^Η ΙΟΥΝΙΟΥ 2014 ΚΑΙ 2013**

(Όλα τα ποσά είναι εκφρασμένα σε ευρώ εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά)

Εμμεση Μέθοδος	Σημειώσεις	Ο ΟΜΙΛΟΣ		Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
		30/6/2014	30/6/2013	30/6/2014	30/6/2013
Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες					
Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες	5.32	146.735.616	82.701.705	114.932.015	111.419.341
Τόκοι πληρωθέντες		(6.281.943)	(5.565.522)	(6.149.109)	(5.426.208)
Καταβεβλημένοι φόροι		(18.308.094)	(17.339.335)	(16.672.375)	(15.174.773)
Καθαρές ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες		122.145.579	59.796.848	92.110.531	90.818.360
Ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες					
Αγορές ενσώματων και άυλων παγίων στοιχείων		(35.866.964)	(38.311.981)	(31.771.720)	(19.810.544)
Εισπράξεις από πωλήσεις ενσώματων παγίων στοιχείων		568.286	1.021.188	566.647	1.021.188
Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου θυγατρικής	5.10	-	-	(2.000.004)	(1.199.997)
Μείωση μετοχικού κεφαλαίου θυγατρικής	5.10	-	-	20.000.000	-
Αγορές επενδύσεων διακρατούμενων στη λήξη		(207.771.760)	-	(207.771.760)	-
Εισπράξεις από επενδύσεις διακρατούμενες στη λήξη		209.881.000	-	209.881.000	-
Επενδύσεις σε χρηματοοικονομικά στοιχεία διαθέσιμα προς πώληση		2.287.175	(5.914.217)	2.287.175	(2.391.253)
Επενδύσεις σε χρηματοοικονομικά στοιχεία σε εύλογη αξία μέσω αποτελεσμάτων		1.811.314	(9.984.996)	1.811.314	(9.984.996)
Τόκοι εισπραχθέντες		7.623.121	9.423.364	4.231.057	3.438.876
Καθαρές ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες		(21.467.828)	(43.766.642)	(2.766.291)	(28.926.726)
Ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες					
Έκδοση κοινών μετοχών		-	188.268	-	188.268
Εξοδα αύξησης μετοχικού κεφαλαίου		(101.668)	(3.958)	(101.668)	(3.958)
Επιστροφή Κεφαλαίου στους μετόχους		-	(27.292.133)	-	(27.292.133)
Αναληφθέντα δάνεια		175.000.000	-	175.000.000	-
Εξοδα έκδοσης ομολογιακού δανείου		(1.345.000)	-	(1.345.000)	-
Εξαφλήσεις δανείων		(156.324.054)	(1.267.126)	(155.544.549)	(188.250)
Εξαφλήσεις υποχρεώσεων από χρηματοδοτικές μισθώσεις		(344.624)	(2.279.126)	(344.624)	(2.279.126)
Καθαρές ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες		16.884.654	(30.654.075)	17.664.159	(29.575.199)
Καθαρή αύξηση/(μείωση) στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα		117.562.405	(14.623.869)	107.008.399	32.316.435
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα έναρξης χρήσης		170.014.243	184.646.930	88.365.429	56.048.994
Συναλλαγματικές διαφορές στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα		(9.372)	(8.818)	-	-
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα λήξης της χρήσης		287.567.276	170.014.243	195.373.828	88.365.429
Διαθέσιμα στο ταμείο		2.780.725	2.720.397	2.407.000	2.550.566
Υπόλοιπο αλληλόχρεων λογαριασμών τραπεζών		2.780.663	8.740.351	-	8.579.747
Καταθέσεις όψεως και προθεσμίας		282.005.888	158.553.495	192.966.828	77.235.116
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα διαθεσίμων		287.567.276	170.014.243	195.373.828	88.365.429

Οι συνοδευτικές σημειώσεις αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι των οικονομικών καταστάσεων

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ JUMBO 2015

A. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΓΙΑ ΤΗ ΧΡΗΣΗ ΠΟΥ ΕΛΗΞΕ ΤΗΝ 30^Η ΙΟΥΝΙΟΥ 2015 ΚΑΙ 2014

(Όλα τα ποσά είναι εκφρασμένα σε ευρώ εκτός από τα στοιχεία μετοχών)

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

Οι συνοδευτικές σημειώσεις αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι των οικονομικών καταστάσεων

Γ. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣΓΙΑ ΤΗ ΧΡΗΣΗ ΠΟΥ ΕΛΘΕ ΤΗΝ 30^Η ΙΟΥΝΙΟΥ 2015 ΚΑΙ 30^Η ΙΟΥΝΙΟΥ 2014

(Όλα τα ποσά είναι εκφρασμένα σε ευρώ εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά)

	Σημ.	Ο ΟΜΙΛΟΣ		Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
		30/06/2015	30/06/2014	30/06/2015	30/06/2014
Ενεργητικά					
Μη κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού					
Ενσώματες ακινητοποιήσεις	5.8	497.881.150	445.854.905	289.382.423	294.326.688
Επενδύσεις σε ακίνητα	5.9	6.118.721	6.501.891	6.118.721	6.501.891
Επενδύσεις σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις	5.10	-	-	187.067.027	141.378.564
Χρηματοοικονομικά στοιχεία διαθέσιμα προς πώληση	5.11.1	10.377.348	6.503.935	-	-
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	5.12	17.759.078	22.636.941	7.490.272	11.803.332
Μακροπρόθεσμες δεσμευμένες τραπεζικές καταθέσεις	5.17	952.903	933.304	-	-
		533.089.200	482.430.976	490.078.443	454.010.475
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία					
Αποθέματα	5.13	197.792.010	186.179.153	172.697.801	166.012.254
Πελάτες και λοιπές εμπορικές απαιτήσεις	5.14	15.546.511	30.700.007	41.746.395	35.576.952
Λοιπές απαιτήσεις	5.15	33.250.940	25.821.847	28.231.165	24.856.021
Αξόνγραφα για εμπορικούς σκοπούς – Παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα	5.11.2	5.911.120	8.566.160	5.911.120	8.566.160
Λοιπά κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού	5.16	5.819.069	5.532.604	4.922.230	4.879.048
Βραχυπρόθεσμες δεσμευμένες τραπεζικές καταθέσεις	5.17	-	7.138.988	-	-
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	5.18	298.918.408	287.567.276	169.893.073	195.373.828
		557.238.058	551.506.035	423.401.784	435.264.263
Σύνολο ενεργητικού		1.090.327.258	1.033.937.011	913.480.227	889.274.738
Ίδια κεφάλαια & υποχρεώσεις					
Ίδια κεφάλαια αποδιδόμενα στους μετόχους της μητρικής					
Μεταχικό κεφάλαιο	5.19.1	161.911.113	161.911.113	161.911.113	161.911.113
Αποθεματικό υπέρ το άρτο	5.19.2	7.702.078	7.702.078	7.702.078	7.702.078
Συνλλαγματικές διαφορές μετατροπής		(892.875)	(635.628)	-	-
Λοιπά αποθεματικά	5.19.2	361.636.240	339.470.996	360.764.882	336.491.853
Κέρδη εις νέον		266.851.991	236.061.799	103.037.659	102.131.741
		797.208.547	744.510.358	633.415.732	608.236.785
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		-	-	-	-
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων		797.208.547	744.510.358	633.415.732	608.236.785
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Υποχρεώσεις παραγών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	5.20	5.775.652	4.701.362	5.745.038	4.679.185
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	5.21/5.22				
	/5.23	143.916.512	143.675.000	143.916.512	143.675.000
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	5.26	12.950.464	84.298	28.472	77.051
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	5.27	6.994.412	7.647.155	6.950.916	7.629.419
Σύνολο μακροπροθέσιμων υποχρεώσεων		169.637.040	156.107.815	156.640.938	156.060.655
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Προβλέψεις	5.28	234.431	290.872	216.937	261.758
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	5.29	51.406.028	52.230.403	51.640.474	51.486.942
Τρέχουσες φορολογικές υποχρεώσεις	5.30	40.010.796	38.595.644	33.856.631	34.931.197
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	5.24	2.877.527	20.039.718	2.669.667	20.039.718
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις πληρωτέες στην επόμενη χρήση	5.23/5.25	-	1.373.561	-	1.373.561
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	5.31	28.952.889	20.788.640	35.039.848	16.884.122
Σύνολο βραχυπροθέσιμων υποχρεώσεων		123.481.671	133.318.838	123.423.557	124.977.298
Σύνολο υποχρεώσεων		293.118.711	289.426.653	280.064.495	281.037.953
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων		1.090.327.258	1.033.937.011	913.480.227	889.274.738

Οι συνοδευτικές σημειώσεις αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι των οικονομικών καταστάσεων

ΣΤ. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ**ΓΙΑ ΤΗ ΧΡΗΣΗ ΠΟΥ ΕΛΗΞΕ ΤΗΝ 30^Η ΙΟΥΝΙΟΥ 2015 ΚΑΙ 2014**

(Όλα τα ποσά είναι εκφρασμένα σε ευρώ εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά)

Έμμεση Μέθοδος	Σημειώσεις	Ο ΟΜΙΛΟΣ		Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
		30/6/2015	30/6/2014	30/6/2015	30/6/2014
Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες					
Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες	5.32	167.638.537	146.735.616	101.595.436	114.932.015
Τόκοι πληρωθέντες		(7.048.438)	(6.281.943)	(6.932.255)	(6.149.109)
Καταβεβλημένοι φόροι		(31.676.155)	(18.308.094)	(27.968.322)	(16.672.375)
Καθαρές ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες		128.913.944	122.145.579	66.694.859	92.110.531
Ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες					
Αγορές ενσώματων και άυλων παγίων στοιχείων		(59.146.194)	(35.866.964)	(12.132.395)	(31.771.720)
Εισπράξεις από πωλήσεις ενσώματων παγίων στοιχείων		2.867.696	568.286	2.867.696	566.647
Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου θυγατρικής	5.10	-	-	(25.000.002)	(2.000.004)
Μείωση μετοχικού κεφαλαίου θυγατρικής		-	-	-	20.000.000
Αγορές επενδύσεων διακρατούμενων στη λήξη		-	(207.771.760)	-	(207.771.760)
Εισπράξεις από επενδύσεις διακρατούμενες στη λήξη		-	209.881.000	-	209.881.000
Επενδύσεις σε χρηματοοικονομικά στοιχεία διαθέσιμα προς πώληση		(6.268.188)	2.287.175	-	2.287.175
Επενδύσεις σε χρηματοοικονομικά στοιχεία σε εύλογη αξία μέσω αποτελεσμάτων		-	1.811.314	-	1.811.314
Τόκοι εισπραχθέντες		9.313.485	7.623.121	6.617.982	4.231.057
Καθαρές ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες		(53.233.201)	(21.467.828)	(27.446.719)	(2.766.291)
Ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες					
Μερίσματα πληρωθέντα σε ιδιοκτήτες της μητρικής		(45.785.283)	-	(45.785.283)	-
Εξόδα αύξησης μετοχικού κεφαλαίου		-	(101.668)	-	(101.668)
Αναληφθέντα δάνεια		2.877.527	175.000.000	2.669.667	175.000.000
Εξόδα έκδοσης ομολογιακού δανείου		-	(1.345.000)	-	(1.345.000)
Εξοφλήσεις δανείων		(20.039.718)	(156.324.054)	(20.039.718)	(155.544.549)
Εξοφλήσεις υποχρεώσεων από χρηματοδοτικές μισθώσεις		(1.373.561)	(344.624)	(1.373.561)	(344.624)
Καθαρές ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες		(64.321.035)	16.884.654	(64.528.895)	17.664.159
Καθαρή αύξηση/(μείωση) στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα		11.359.708	117.562.405	(25.480.755)	107.008.399
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα έναρξης χρήσης		287.567.276	170.014.243	195.373.828	88.365.429
Συναλλαγματικές διαφορές στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα		(8.576)	(9.372)	-	-
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα λήξης της χρήσης		298.918.408	287.567.276	169.893.073	195.373.828
Διαθέσιμα στο ταμείο		4.031.446	2.780.725	3.582.257	2.407.000
Υπόλοιπα αλληλόχρεων λογαριασμών τραπεζών		-	2.780.663	-	-
Καταθέσεις όψεως και προθεσμίας		294.886.962	282.005.888	166.310.816	192.966.828
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα διαθεσίμων		298.918.408	287.567.276	169.893.073	195.373.828

Οι συνοδευτικές σημειώσεις αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι των οικονομικών καταστάσεων

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ JUMBO 2016

A. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΓΙΑ ΤΗ ΧΡΗΣΗ ΠΟΥ ΕΛΗΞΕ ΤΗΝ 30^Η ΙΟΥΝΙΟΥ 2016 ΚΑΙ 2015

(Όλα τα ποσά είναι εκφρασμένα σε ευρώ εκτός από τα στοιχεία μετοχών)

	Ιημερώσεις	Ο ΟΜΙΛΟΣ		Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
		01/07/2015- 30/06/2016	01/07/2014- 30/06/2015	01/07/2015- 30/06/2016	01/07/2014- 30/06/2015
Κύκλος εργασιών	5.1	637.557.328	582.548.135	550.508.516	518.969.929
Κόστος πωληθέντων	5.2	(299.627.183)	(272.843.104)	(298.174.705)	(276.959.890)
Μικτό κέρδος		337.930.145	309.705.031	252.333.811	242.010.038
Λοιπά έσοδα εκμετάλλευσης	5.4	4.285.380	3.995.070	3.335.745	2.819.522
Έξοδα διάθεσης	5.3	(152.676.116)	(146.444.202)	(118.735.683)	(117.580.759)
Έξοδα διαίκησης	5.3	(22.143.733)	(22.883.654)	(16.994.097)	(18.028.074)
Λοιπά έξοδα εκμετάλλευσης	5.4	(6.398.657)	(6.435.592)	(4.929.807)	(4.171.434)
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων		160.997.019	137.936.653	115.009.969	105.049.293
Χρηματοοικονομικά Έξοδα	5.5	(6.459.516)	(7.378.565)	(6.315.869)	(7.261.292)
Χρηματοοικονομικά Έσοδα	5.5	8.348.835	9.047.370	6.173.166	6.584.504
Λοιπά χρηματοοικονομικά αποτελέσματα	5.5	2.245.300	(2.655.040)	2.245.300	(2.655.040)
		4.134.619	(986.235)	2.102.597	(3.331.828)
Κέρδη προ φόρων		165.131.638	136.950.418	117.112.566	101.717.465
Φόρος εισοδήματος	5.6	(43.867.977)	(32.113.054)	(34.655.524)	(27.054.062)
Κέρδη μετά από φόρο εισοδήματος		121.263.661	104.837.364	82.457.042	74.663.403
Κατανεμημένα σε :					
Μετόχους της μητρικής		121.263.661	104.837.364	82.457.042	74.663.403
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		-	-	-	-
Κέρδη ανά μετοχή Βασικά κέρδη ανά μετοχή (€/μετοχή)	5.7	0,8913	0,7705	0,6060	0,5488
Αποτελέσματα προ τόκων, φόρων, επενδυτικών αποτελεσμάτων και αποσβέσεων		183.707.664	159.262.340	130.065.028	120.018.853
Αποτελέσματα προ τόκων, φόρων και επενδυτικών αποτελεσμάτων		160.997.019	137.936.653	115.009.969	105.049.293
Κέρδη προ φόρων		165.131.638	136.950.418	117.112.566	101.717.465
Κέρδη μετά φόρων		121.263.661	104.837.364	82.457.042	74.663.403

Οι συνοδευτικές σημειώσεις αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι των οικονομικών καταστάσεων

Γ. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ

ΓΙΑ ΤΗ ΧΡΗΣΗ ΠΟΥ ΕΛΘΕ ΤΗΝ 30^Η ΙΟΥΝΙΟΥ 2016 ΚΑΙ 30^Η ΙΟΥΝΙΟΥ 2015

(Όλα τα ποσά είναι εκφρασμένα σε ευρώ εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά)

	Σημ.	Ο ΟΜΙΛΟΣ		Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
		30/06/2016	30/06/2015	30/06/2016	30/06/2015
Ενεργητικά					
Μη κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού					
Εισώματες ασηματοποιήσεις	5.8	498.767.593	497.881.150	291.507.063	289.382.423
Επενδύσεις σε ακίνητα	5.9	5.735.551	6.118.721	5.735.551	6.118.721
Επενδύσεις σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις	5.10	-	-	207.087.029	187.087.027
Χρηματοοικονομικά στοιχεία διαθέσιμα προς πώληση	5.11.1	7.876.142	10.377.348	-	-
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	5.12	17.139.164	17.759.078	7.425.092	7.490.272
Μακροπρόθεσμες δεσμευμένες τραπεζικές καταθέσεις	5.17	965.020	952.903	-	-
		530.483.470	533.089.200	511.754.725	490.078.443
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία					
Αποθέματα	5.13	196.780.190	197.792.010	172.023.416	172.697.801
Πελάτες και λοιπές εμπορικές απαιτήσεις	5.14	32.573.115	15.546.511	33.303.033	41.746.395
Λοιπές απαιτήσεις	5.15	44.453.856	33.250.940	43.770.634	28.231.165
Αξόγραφα για εμπορικούς σκοπούς - Παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα	5.11.2	8.156.420	5.911.120	8.156.420	5.911.120
Λοιπά κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού	5.16	2.231.628	5.819.069	657.932	4.922.230
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	5.18	394.732.686	298.918.408	213.433.355	169.893.073
		678.927.895	557.238.058	471.344.791	423.401.784
Σύνολο ενεργητικού		1.209.411.365	1.090.327.258	983.099.516	913.480.227
Ίδια κεφάλαια & υποχρεώσεις					
Ίδια κεφάλαια αποδιδόμενα στους μετόχους της μητρικής					
Μεταχικό κεφάλαιο	5.19.1	119.732.588	161.911.113	119.732.588	161.911.113
Αποθεματικό υπέρ το άρτο	5.19.2	49.995.207	7.702.078	49.995.207	7.702.078
Συναλλαγματικές διαφορές μετατροπής		(1.843.657)	(892.875)	-	-
Λοιπά αποθεματικά	5.19.2	436.804.707	361.636.240	437.804.606	360.764.882
Κέρδη εις νέον		310.901.782	266.851.991	108.902.190	103.037.659
		915.590.627	797.208.547	716.434.591	633.415.732
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		-	-	-	-
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων		915.590.627	797.208.547	716.434.591	633.415.732
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Υποχρεώσεις παραχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	5.20	7.448.903	5.775.652	7.420.844	5.745.038
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	5.21/5.22	144.189.979	143.916.512	144.189.979	143.916.512
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	5.24	5.814.360	12.950.464	29.272	28.472
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	5.25	7.808.046	6.994.412	7.711.532	6.950.916
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων		165.261.288	169.637.040	159.351.627	156.640.938
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Προβλέψεις	5.26	235.540	234.431	216.937	216.937
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	5.27	39.060.184	51.406.028	37.918.855	51.640.474
Τρέχουσες φορολογικές υποχρεώσεις	5.28	51.423.792	40.010.796	41.571.716	33.856.631
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	5.23	180.164	2.877.527	-	2.669.667
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	5.29	37.659.770	28.952.889	27.605.790	35.039.848
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων		128.559.450	123.481.671	107.313.298	123.423.557
Σύνολο υποχρεώσεων		293.820.738	293.118.711	266.664.925	280.064.495
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων		1.209.411.365	1.090.327.258	983.099.516	913.480.227

Οι συνοδευτικές σημειώσεις αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι των οικονομικών καταστάσεων

ΣΤ. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ**ΓΙΑ ΤΗ ΧΡΗΣΗ ΠΟΥ ΕΛΗΞΕ ΤΗΝ 30^Η ΙΟΥΝΙΟΥ 2016 ΚΑΙ 2015**

(Όλα τα ποσά είναι εκφρασμένα σε ευρώ εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά)

Έμμεση Μέθοδος	Σημειώσεις	Ο ΟΜΙΛΟΣ		Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
		30/06/2016	30/6/2015	30/06/2016	30/6/2015
Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες					
Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες	5.30	160.747.852	167.638.537	128.519.925	101.595.436
Τόκοι πληρωθέντες		(6.205.596)	(7.048.438)	(6.067.344)	(6.932.255)
Καταβληθέντες φόροι		(42.832.331)	(31.676.155)	(36.936.956)	(27.968.322)
Καθαρές ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες		111.709.925	128.913.944	85.515.625	66.694.859
Ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες					
Αγορές ενσώματων και άυλων παγίων στοιχείων		(34.687.195)	(59.146.194)	(19.764.980)	(12.132.395)
Εισπράξεις από πωλήσεις ενσώματων και άυλων παγίων στοιχείων		78.498	2.867.696	571.182	2.867.696
Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου θυγατρικής	5.10	-	-	(40.708.463)	(25.000.002)
Επενδύσεις σε χρηματοοικονομικά στοιχεία διαθέσιμα προς πώληση		-	(6.268.188)	-	-
Τόκοι εισπραχθέντες		7.503.173	9.313.485	6.199.864	6.617.982
Καθαρές ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες		(27.105.524)	(53.233.201)	(53.702.397)	(27.646.719)
Ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες					
Μερίσματα πληρωθέντα σε ιδιοκτήτες της μητρικής		-	(45.785.283)	-	(45.785.283)
Αναληφθέντα δάνεια		-	2.877.527	-	2.669.667
Εξοφλήσεις δανείων		(2.697.362)	(20.039.718)	(2.669.667)	(20.039.718)
Εξοφλήσεις υποχρεώσεων από χρηματοδοτικές μισθώσεις		-	(1.373.561)	-	(1.373.561)
Καθαρές ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες		(2.697.362)	(64.321.035)	(2.669.667)	(64.528.895)
Καθαρή αύξηση/(μείωση) στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα		81.907.039	11.359.708	29.143.560	(25.480.755)
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα έναρξης χρήσης		298.918.408	287.567.276	169.893.073	195.373.828
Συναλλαγματικές διαφορές στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα		(489.482)	(8.576)	-	-
Ταμειακά διαθέσιμα απορροφούμενης εταιρείας (Τανοσίριαν)		14.396.721	-	14.396.721	-
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα λήξης της χρήσης		394.732.686	298.918.408	213.433.355	169.893.073
Διαθέσιμα στο ταμείο		2.959.168	4.031.446	2.500.579	3.582.257
Υπόλοιπο αλληλόχρεων λογαριασμών τραπεζών		4.264.832	-	4.264.832	-
Καταθέσεις όψεως και προθεσμίας		387.508.686	294.886.962	206.667.944	166.310.816
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα διαθεσίμων		394.732.686	298.918.408	213.433.355	169.893.073

Οι συνοδευτικές σημειώσεις αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι των οικονομικών καταστάσεων

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ JUMBO 2017

A. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΓΙΑ ΤΗ ΧΡΗΣΗ ΠΟΥ ΕΛΗΞΕ ΤΗΝ 30^Η ΙΟΥΝΙΟΥ 2017 ΚΑΙ 2016

(Όλα τα ποσά είναι εκφρασμένα σε ευρώ εκτός από τα στοιχεία μετοχών)

	Σημειώσεις	Ο ΟΜΙΛΟΣ		Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
		01/07/2016- 30/06/2017	01/07/2015- 30/06/2016	01/07/2016- 30/06/2017	01/07/2015- 30/06/2016
Κύκλος εργασιών	5.1	681.429.945	637.557.328	583.501.179	550.508.516
Κόστος πωληθέντων	5.2	(325.939.641)	(299.627.183)	(327.372.759)	(298.174.705)
Μικτό κέρδος		355.490.305	337.930.145	256.128.420	252.333.811
Λοπά έσοδα εκμετάλλευσης	5.4	4.525.615	4.285.380	3.139.560	3.335.745
Έξοδα διάθεσης	5.3	(160.948.396)	(152.676.116)	(121.027.941)	(118.735.683)
Έξοδα διαίκησης	5.3	(21.554.539)	(22.143.733)	(17.384.710)	(16.994.097)
Λοπά έξοδα εκμετάλλευσης	5.4	(5.695.572)	(6.395.657)	(3.852.851)	(4.929.807)
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων		171.817.413	160.997.019	117.002.478	115.009.969
Χρηματοοικονομικά Έξοδα	5.5	(5.373.990)	(6.459.516)	(5.228.477)	(6.315.869)
Χρηματοοικονομικά Έσοδα	5.5	7.178.866	8.348.835	4.649.046	6.173.166
Λοπά χρηματοοικονομικά αποτελέσματα	5.5	(156.420)	2.245.300	(156.420)	2.245.300
		1.648.456	4.134.619	(735.851)	2.102.597
Κέρδη προ φόρων		173.465.869	165.131.638	116.266.628	117.112.566
Φόρος εισοδήματος	5.6	(42.457.760)	(43.867.977)	(34.205.024)	(34.655.524)
Κέρδη μετά από φόρο εισοδήματος		131.008.109	121.263.661	82.061.605	82.457.042
Κατανεμημένα σε :					
Μετόχους της μητρικής		131.008.109	121.263.661	82.061.605	82.457.042
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		-	-	-	-
Κέρδη ανά μετοχή Βασικά κέρδη ανά μετοχή (€/μετοχή)	5.7	0,9629	0,8913	0,6031	0,6060
Αποτελέσματα προ τόκων, φόρων, επενδυτικών αποτελεσμάτων και αποσβέσεων		194.777.298	183.707.664	132.029.829	130.065.028
Αποτελέσματα προ τόκων, φόρων και επενδυτικών αποτελεσμάτων		171.817.413	160.997.019	117.002.478	115.009.969
Κέρδη προ φόρων		173.465.869	165.131.638	116.266.628	117.112.566
Κέρδη μετά φόρων		131.008.109	121.263.661	82.061.605	82.457.042

Οι συνοδευτικές σημειώσεις αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι των οικονομικών καταστάσεων

Γ. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣΓΙΑ ΤΗ ΧΡΗΣΗ ΠΟΥ ΕΛΘΕ ΤΗΝ 30^Η ΙΟΥΝΙΟΥ 2017 ΚΑΙ 30^Η ΙΟΥΝΙΟΥ 2016

(Όλα τα ποσά είναι εκφρασμένα σε ευρώ εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά)

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

Οι συνοδευτικές σημειώσεις αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι των οικονομικών καταστάσεων

ΣΤ. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝΓΙΑ ΤΗ ΧΡΗΣΗ ΠΟΥ ΕΛΗΞΕ ΤΗΝ 30^Η ΙΟΥΝΙΟΥ 2017 ΚΑΙ 2016

(Όλα τα ποσά είναι εκφρασμένα σε ευρώ εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά)

Εμμεση Μέθοδος	Σημειώσεις	Ο ΟΜΙΛΟΣ		Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
		30/06/2017	30/06/2016	30/06/2017	30/06/2016
Γαμιακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες					
Γαμιακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες	5.30	153.665.292	160.747.852	92.784.632	128.519.925
Γόκοι πληρωθέντες		(5.126.891)	(6.205.596)	(4.983.291)	(6.067.344)
Καταβληθέντες φόροι		(44.666.644)	(42.832.331)	(37.487.508)	(36.936.956)
Καθαρές ταμιακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες		103.871.757	111.709.925	50.313.834	85.515.625
Γαμιακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες					
Αγορές ενσώματων και άυλων παγίων στοιχείων		(37.958.794)	(34.687.195)	(17.641.437)	(19.764.980)
Εισπράξεις από πωλήσεις ενσώματων και άυλων παγίων στοιχείων		1.140.376	78.498	1.140.376	571.182
Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου θυγατρικής	5.10	-	-	-	(40.708.463)
Επενδύσεις σε χρηματοοικονομικά στοιχεία σε εύλογη αξία μέσω αποτελεσμάτων		8.000.000	-	8.000.000	-
Γόκοι εισπραχθέντες		6.482.014	7.503.173	4.732.840	6.199.864
Καθαρές ταμιακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες		(22.336.404)	(27.105.524)	(3.768.221)	(53.702.397)
Γαμιακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες					
Μερίσματα πληρωθέντα σε ιδιοκτήτες της μητρικής		(96.710.085)	-	(96.710.085)	-
Επιστροφή Κεφαλαίου στους μετόχους		(3.315.334)	-	(3.315.334)	-
Προμερίσματα πληρωθέντα σε ιδιοκτήτες της μητρικής		(24.480.972)	-	(24.480.972)	-
Αναληφθέντα δάνεια		14.823.532	-	14.823.532	-
Εξοφλήσεις δανείων		(180.166)	(2.697.362)	-	(2.669.667)
Καθαρές ταμιακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες		(109.863.025)	(2.697.362)	(109.682.859)	(2.669.667)
Καθαρή αύξηση/(μείωση) στα ταμιακά διαθέσιμα και ισοδύναμα		(28.327.672)	81.907.039	(63.137.246)	29.143.560
Γαμιακά διαθέσιμα και ισοδύναμα έναρξης χρήσης		394.732.686	298.918.408	213.433.355	169.893.073
Εναλλαγματικές διαφορές στα ταμιακά διαθέσιμα και ισοδύναμα		(357.560)	(489.482)	-	-
Γαμιακά διαθέσιμα απορροφούμενης εταιρείας (Τανούσιαν)		-	14.396.721	-	14.396.721
Γαμιακά διαθέσιμα και ισοδύναμα λήξης της χρήσης		366.047.454	394.732.686	150.296.109	213.433.355
Διαθέσιμα στο ταμείο		3.148.743	2.959.168	2.541.819	2.500.579
Υπόλοιπο αλληλόχρεων λογαριασμών τραπεζών		-	4.264.832	-	4.264.832
Καταθέσεις όψεως και προθεσμίας		362.898.711	387.508.686	147.754.290	206.667.944
Γαμιακά διαθέσιμα και ισοδύναμα διαθέσιμων		366.047.454	394.732.686	150.296.109	213.433.355

Οι συνοδευτικές σημειώσεις αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι των οικονομικών καταστάσεων

