



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

Διπλωματική Εργασία

**ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΜΕΘΟΔΩΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΑΞΙΑΣ.  
Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΗΣ FIBRAN Δ. ΑΝΑΣΤΑΣΙΑΔΗΣ Α.Ε..**

της

**ΠΑΛΛΑ ΣΟΦΙΑΣ**

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

ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ 2019

Αφιερώνεται στην Οικογένειά μου

## ***ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ***

*Θα ήθελα να ευχαριστήσω τους γονείς μου για την υπομονή και την αμέριστη ψυχολογική και οικονομική υποστήριξή τους καθ' όλα τα χρόνια των προπτυχιακών και μεταπτυχιακών μου σπουδών.*

*Θα ήθελα, επίσης, να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή μου κ. Λιβάνη Ευστράτιο για την προθυμία του να αναλάβει την επίβλεψη της παρούσας διπλωματικής εργασίας, καθώς και για την καθοδήγηση και την υποστήριξή του κατά την εκπόνησή της.*

*Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τους ιδιοκτήτες της εταιρείας FIBRAN Δ. ΑΝΑΣΤΑΣΙΑΔΗΣ Α.Ε. για τη δυνατότητα που μου έδωσαν να παρακολουθήσω το συγκεκριμένο μεταπτυχιακό πρόγραμμα, χρηματοδοτώντας τα απαιτούμενα δίδακτρα, καθώς και τον Διευθυντή Οικονομικών κ. Σταύρο Σαββουλίδη για την ηθική στήριξή του και τις χρήσιμες συμβουλές.*

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η FIBRAN αποτελεί σήμερα έναν όμιλο εταιρειών στον τομέα των μονωτικών υλικών. Με αφετηρία τη Θεσσαλονίκη, το 1974, και κατασκευαστικό χαρακτήρα, έφτασε είκοσι χρόνια αργότερα, να πρωταγωνιστεί στον τομέα της βιομηχανικής παραγωγής. Δραστηριοποιείται σε μονωτικά υλικά κάθε κατηγορίας, όπως πετροβάμβακα και εξηλασμένη πολυστερίνη, με τις διακριτές ονομασίες FIBRANgeo και FIBRANxps αντίστοιχα. Διαθέτει μονάδες παραγωγής σε Ελλάδα και Ευρώπη, όπου και υπάρχουν θυγατρικές του ομίλου.

Η εταιρεία δεν είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο και διατηρεί το προφίλ της οικογενειακής επιχείρησης. Με την παρούσα εργασία επιχειρείται η στρατηγική και χρηματοοικονομική ανάλυση της μητρικής εταιρείας, καθώς και η αποτίμηση της αξίας της μετοχής της, κάτι που δεν έχει αποτελέσει προηγουμένως θέμα έρευνας.

Επίσης, θα πραγματοποιηθεί ανασκόπηση της σχετικής βιβλιογραφία, παρουσίαση της σχετικής θεωρίας και των διαφόρων υποδειγμάτων. Θα ακολουθήσει ανάλυση της εταιρίας, αρχικά στρατηγικής, αλλά και χρηματοοικονομικής, με τη χρήση αριθμοδεικτών. Στη συνέχεια, θα περατωθεί διαδικασία αποτίμησης με τη μέθοδο της προεξόφλησης των ταμειακών ροών. Επιπλέον, θα σχολιαστούν τα αποτελέσματα της και θα προταθούν αντικείμενα περαιτέρω έρευνας. Τέλος, θα παρατεθούν αποτελέσματα ερωτηματολογίου με θέμα «Αποτίμηση Αξίας Επιχείρησης».

Η άντληση των πληροφοριών του θεωρητικού πλαισίου θα γίνει από επιστημονικά έγκυρη βιβλιογραφία και της εταιρείας από τις δημοσιευμένες και ελεγμένες από ορκωτούς ελεγκτές λογιστές οικονομικές καταστάσεις. Θα συμπεριληφθούν σχετικές παραπομπές στη βιβλιογραφία.

## **ABSTRACT**

Nowadays, FIBRAN is a group of companies operating in the field of insulation materials. Established in Thessaloniki in 1977, with a manufacturing character, it was twenty years later that it took the lead in the field of industrial production. FIBRAN is activated on various insulation materials, such as rock wool and extruded polystyrene, under the distinctive names FIBRANgeo and FIBRANxps respectively. It owns production units and subsidiaries in Greece and Europe.

The company is not listed on the Stock Exchange and maintains a family business profile. This paper deals with the strategic and financial analysis of the parent company, as well as the valuation of its share capital, which has not previously been the subject of research.

A review of the relevant literature, a presentation of the relevant theory and various models will also be conducted. Not only a strategic but also a financial analysis of the company via the use of indexes will follow. The valuation process will be completed by using the cash flow discount method, its results will be commented on, and further research will be suggested. Finally, will be presented the results of a questionnaire on "Business Value Evaluation".

The information of the theoretical framework will be extracted from scientifically valid bibliography, while the information regarding the company from published and audited financial statements conducted by auditors. References to the literature will be included.

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

<b>ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....</b>	<b>iv</b>
<b>ABSTRACT.....</b>	<b>v</b>
<b>Πίνακας Περιεχομένων.....</b>	<b>vi</b>
<b>Κατάλογος Πινάκων .....</b>	<b>ix</b>
<b>Κατάλογος Διαγραμμάτων.....</b>	<b>x</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Εισαγωγή.....</b>	<b>1</b>
1.1 Εισαγωγή.....	1
1.2 Μεθοδολογία ανάπτυξη.....	2
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Βιβλιογραφική Ανασκόπηση.....</b>	<b>3</b>
2.1 Ιστορική αναδρομή μεθόδων αποτίμησης.....	3
2.2 Ανασκόπηση βιβλιογραφίας.....	4
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Αξία Επιχείρησης και Αποτίμησης.....</b>	<b>7</b>
3.1 Η αξία της επιχείρησης.....	8
3.1.1 Ορισμός της αξίας της επιχείρησης.....	8
3.1.2 Παράγοντες που επηρεάζουν την αξία της επιχείρησης.....	8
3.1.3 Μέρη που ενδιαφέρονται για την αξία της επιχείρησης.....	9
3.2 Αποτίμησης.....	10
3.2.1 Ορισμός της αποτίμησης.....	10
3.2.2 Λόγοι που οδηγούν στην αποτίμηση.....	11
3.2.3 Βασικές παραδοχές και διαδικασίες αποτίμησης.....	12
3.2.4 Προκαταλήψεις και λάθη γύρω από την αποτίμηση.....	12
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Μέθοδοι Αποτίμησης.....</b>	<b>14</b>
4.1 Εισαγωγικά.....	14
4.2 Κατηγορίες μεθόδων αποτίμησης.....	14
4.2.1 Σχετικά Μοντέλα Αποτίμησης.....	15
4.2.2 Απόλυτα Μοντέλα Αποτίμησης.....	16
4.3 Μέθοδος αποτίμησης προεξοφλημένων ταμειακών ροών .....	17

4.3.1 Παρουσίαση της μεθόδου.....	17
4.3.2 Προεξόφληση ταμειακών ροών.....	18
4.3.3 Ταμειακές ροές.....	19
4.3.4 Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου.....	20
4.3.5 Κόστος ιδίων κεφαλαίων.....	20
4.3.6 Κόστος δανεισμός.....	21
4.3.7 Συντελεστής βήτα.....	21
4.3.8 Υπολειμματική αξία.....	22
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Παρουσίαση της εταιρείας FIBRAN Δ. ΑΝΑΣΤΑΣΙΑΔΗΣ Α.Ε.....</b>	<b>22</b>
5.1 Ιστορική αναδρομή της εταιρείας.....	22
5.2 Φιλοσοφία και θεμελιώδεις αξίες.....	24
5.3 Οργανωτική δομή.....	25
5.4 Μετοχική σύνθεση.....	26
5.5 Θυγατρικές και συμμετοχές.....	27
5.6 Μερισματική πολιτική.....	27
5.7 Στρατηγική πολιτική.....	28
5.8 Περιβάλλον.....	28
5.9 Διαχείριση Χρηματοοικονομικών Κινδύνων.....	29
5.9.1 Αποθέματα.....	31
5.9.2 Πιστώσεις.....	31
5.9.3. Επιτόκια.....	31
5.9.4 Ρευστότητα.....	31
5.9.5 Συνάλλαγμα.....	32
5.9.6 Φορολογική Νομοθεσία.....	32
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: Ανάλυση της εταιρείας FIBRAN Δ. ΑΝΑΣΤΑΣΙΑΔΗΣ Α.Ε.....</b>	<b>32</b>
6.1 Στρατηγική Ανάλυση.....	32
6.2 Παρουσίαση Βασικών Οικονομικών Μεγεθών.....	33
6.3 Χρηματοοικονομική Ανάλυση.....	37
6.3.1 Οριζόντια Ανάλυση.....	37
6.3.2 Κάθετη Ανάλυση.....	42
6.4 Ανάλυση βάσει Αριθμοδεικτών.....	47
6.4.1 Αριθμοδείκτες ρευστότητα.....	48

6.4.2	Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας.....	49
6.4.3	Αριθμοδείκτες δραστηριότητας.....	52
6.4.4	Αριθμοδείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης.....	54
6.4.5	Επενδυτικοί αριθμοδείκτες.....	56
6.5	Εξέταση Ποιότητας Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων.....	57
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: Αποτίμηση της εταιρείας FIBRAN Δ. ΑΝΑΣΤΑΣΙΑΔΗΣ Α.Ε.....</b>		<b>57</b>
7.1	Αποτίμηση βάσει της μεθόδου προεξοφλημένων ταμειακών ροών.....	57
7.1.1	Διαφορές στην αποτίμηση μη εισηγμένης.....	57
7.1.2	Κόστος ιδίων κεφαλαίων.....	58
7.1.3	Κόστος δανεισμός.....	60
7.1.4	Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίων.....	60
7.1.5	Ρυθμός ανάπτυξης.....	61
7.1.6	Προβλεπόμενες ταμειακές ροές.....	61
7.1.7	Αποτίμηση βάσει λειτουργικών ταμειακών ροών.....	63
7.1.8	Αποτίμηση βάσει ελεύθερων ταμειακών ροών.....	63
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8: Ερωτηματολόγιο στο πλαίσιο της Αποτίμησης Αξίας Επιχείρησης.....</b>		<b>64</b>
8.1	Δημογραφικά Στατιστικά.....	64
8.2	Ανάλυση αποτελεσμάτων γύρω από την αποτίμηση και ανάλυση επιχειρήσεων.....	66
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9: Συμπεράσματα.....</b>		<b>69</b>
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....</b>		<b>71</b>
<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ.....</b>		<b>73</b>



## ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1: Ανάλυση συμμετοχικών τίτλων.....	27
Πίνακας 2: Ανάλυση SWOT.....	33
Πίνακας 3: Ισολογισμός της 31/12/2018.....	34
Πίνακας 4: Κατάσταση Αποτελεσμάτων.....	36
Πίνακας 5: Συγκριτικές Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις Ισολογισμούς.....	39
Πίνακας 6: Συγκριτικές Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις Αποτελεσμάτων Χρήσης.....	41
Πίνακας 7: Καταστάσεις Κοινού Μεγέθους Ισολογισμού.....	44
Πίνακας 8: Καταστάσεις Κοινού Μεγέθους Αποτελεσμάτων Χρήσεως.....	46
Πίνακας 9: Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ρευστότητας.....	48
Πίνακας 10: Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας.....	49
Πίνακας 11: ROA (Απόδοση Ενεργητικού).....	50
Πίνακας 12: ROE (Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων).....	50
Πίνακας 13: Αριθμοδείκτης Περιθωρίου Καθαρού Κέρδους.....	51
Πίνακας 14: Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων.....	52
Πίνακας 15: Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού.....	53
Πίνακας 16: Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Παγίων.....	53
Πίνακας 17: Δείκτης Κάλυψης Χρεωστικών Τόκων.....	54
Πίνακας 18: Αριθμοδείκτης Υποχρεώσεων προς Ίδια Κεφάλαια.....	55
Πίνακας 19: Δείκτης Οικονομικής Μόχλευσης.....	55
Πίνακας 20: Αριθμοδείκτης Κερδών ανά Μετοχή.....	56
Πίνακας 21: Απόδοση δεκαετούς Ομολόγου Ελληνικού Δημοσίου.....	59
Πίνακας 22: Μέσο Ποσοστό Ιδίων Κεφαλαίων.....	60
Πίνακας 23: Μέσο Ποσοστό Δανειακών Κεφαλαίων.....	60

## ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Διάγραμμα 1: Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ρευστότητας.....	48
Διάγραμμα 2: Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας.....	49
Διάγραμμα 3: ROA (Απόδοση Ενεργητικού).....	50
Διάγραμμα 4: ROE (Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων).....	50
Διάγραμμα 5: Αριθμοδείκτης Περιθωρίου Καθαρού Κέρδους.....	51
Διάγραμμα 6: Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων.....	52
Διάγραμμα 7: Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού.....	53
Διάγραμμα 8: Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Παγίων.....	53
Διάγραμμα 9: Δείκτης Κάλυψης Χρεωστικών Τόκων.....	54
Διάγραμμα 10: Αριθμοδείκτης Υποχρεώσεων προς Ίδια Κεφάλαια.....	55
Διάγραμμα 11: Δείκτης Οικονομικής Μόχλευσης.....	56
Διάγραμμα 12: Αριθμοδείκτης Κερδών ανά Μετοχή.....	56
Διάγραμμα 13: Αντικείμενο Εργασίας Συμμετεχόντων.....	64
Διάγραμμα 14: Φύλλο Συμμετεχόντων.....	64
Διάγραμμα 15: Επίπεδο Σπουδών Συμμετεχόντων.....	65
Διάγραμμα 16: Είδος Απασχόλησης Συμμετεχόντων.....	65
Διάγραμμα 17: Χρησιμότητα Μεθόδων Αποτίμησης.....	66
Διάγραμμα 18: Σημαντικότητα Μειονεκτημάτων της Μεθόδου Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών.....	67
Διάγραμμα 19: Σημαντικότητα Συντελεστών της Μεθόδου Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών.....	67
Διάγραμμα 20: Εμπιστοσύνη σε Χρηματοοικονομικούς Δείκτες.....	68

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

### 1.1 Εισαγωγή

Η FIBRAN Δ. ΑΝΑΣΤΑΣΙΑΔΗΣ Α.Ε. πρόκειται για μία παγκόσμια ελληνική βιομηχανία με έδρα την Τερπνή Σερρών, γενέτειρα του ιδρυτή κ. Αναστασιάδη Δημήτρη. Ξεκίνησε ως μία ραγδαίως αναπτυσσόμενη startup, φτάνοντας σήμερα να είναι η τρίτη στην Ευρώπη, από πλευρά παραγωγής εξηλασμένης πολυστερίνης. Πλέον, κατέχει ηγετική θέση στο χώρο των μονωτικών υλικών στην ελληνική αγορά και έχει παρουσία 30 χώρες και στις πέντε ηπείρους. Κάνουμε λόγο για μία πολυεθνική εταιρεία με έξι υπερσύγχρονες βιομηχανικές μονάδες παραγωγής κάθε μονωτικού υλικού, όπως εξηλασμένης πολυστερίνης, πετροβάμβακα, διογκωμένης πολυστερίνης, ξηράς δόμησης και γυψοσανίδας. Ο όμιλος αποτελείται από οχτώ θυγατρικές στην Ευρώπη και συγκεκριμένα σε Βουλγαρία, Σλοβενία, Σκόπια, Αλβανία, Σερβία, Ιταλία, Πορτογαλία και Τσεχία.

Σκοπός της εργασίας είναι η ανάλυση και η αποτίμηση της αξίας της εταιρείας. Η FIBRAN Δ. ΑΝΑΣΤΑΣΙΑΔΗΣ Α.Ε. είναι μία μη εισηγμένη εταιρεία, αν και στο παρελθόν είχαν κινηθεί διαδικασίες εισαγωγής. Επομένως, δεν υπάρχει τιμή κεφαλαιαγοράς για να συγκριθεί. Τα συμπεράσματα της ανάλυσης και αποτίμησής της, λοιπόν, έχουν να αποτελέσουν πολύτιμο εργαλείο στη διοίκηση, σε εσωτερικούς αλλά και πιθανούς εξωτερικούς αναλυτές, καθώς η εταιρεία δεν έχει υποβληθεί σε ανάλογη διαδικασία στο παρελθόν.

Το συνεχώς εξελισσόμενο περιβάλλον, ο έντονος ανταγωνισμός, αλλά και οι δυσμενείς και αβέβαιες οικονομικές συνθήκες καθιστούν την ανάλυση και την αποτίμηση κάθε εταιρείας απαραίτητη για τη λήψη ορθών επενδυτικών αποφάσεων και συνεπώς τη συνέχιση της δραστηριότητάς της, την εξασφάλιση της βιωσιμότητάς της και τη βελτίωση των αποδόσεών της. Σίγουρα, λοιπόν, υπάρχουν και θέματα περαιτέρω έρευνας που θα προταθούν έπειτα από την εξαγωγή των συμπερασμάτων της συγκεκριμένης μελέτης περίπτωσης.

Οι πληροφορίες για την ανάλυση και αποτίμηση της FIBRAN Δ. ΑΝΑΣΤΑΣΙΑΔΗΣ Α.Ε. θα αντληθούν από τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις, τις εκθέσεις των ορκωτών ελεγκτών και οποιαδήποτε άλλη διαθέσιμη πηγή. Επίσης, πληροφορίες καταγράφηκαν έπειτα και από συζήτηση με στελέχη της διοίκησης και άτομα του προσωπικού. Στο σημείο αυτό να αναφερθεί ότι για να διασφαλισθεί η ακεραιότητα των προσώπων και να μην προκύψουν δεοντολογικά ζητήματα, οφείλουμε, σύμφωνα με την Κοινοτική οδηγία της Ε.Ε., να προστατέψουμε τα προσωπικά δεδομένα και να κινηθούμε με εμπιστευτικότητα και ανωνυμία.

## **1.2 Μεθοδολογία Ανάπτυξης**

Για την αξιολόγηση των μεθόδων αποτίμησης της αξίας μια επιχείρησης και την αποτίμηση της εταιρίας FIBRAN Δ. ΑΝΑΣΤΑΣΙΑΔΗΣ Α.Ε. θα ακολουθηθούν τα εξής βήματα:

- i. Κεφάλαιο 2: θα γίνει μία σύντομη ιστορική αναδρομή στην εμφάνιση και εξέλιξη των μεθόδων αποτίμησης και μία ανασκόπηση της πρόσφατης ξενόγλωσσας αρθρογραφίας παρουσιάζοντας νέες προτάσεις γύρω από την αποτίμηση.
- ii. Κεφάλαιο 3: θα γίνει ανάλυση της έννοιας της αξίας της επιχείρησης παρουσιάζοντας ορισμούς, παράγοντες που την επηρεάζουν και μέρη που ενδιαφέρονται να γνωρίζουν την αξία της επιχείρησης. Θα συνεχίσουμε με την έννοια της αποτίμησης, τους λόγους που την καθιστούν απαραίτητη και τη διαδικασία που ακολουθείται για την περάτωσή της. Θα κλείσουμε το κεφάλαιο αυτό καταρρίπτοντας μύθους που επικρατούν γύρω από την αποτίμηση και παρουσιάζοντας τα συνηθέστερα λάθη που γίνονται.
- iii. Κεφάλαιο 4: θα γίνει παρουσίαση και ανάλυση των βασικότερων μεθόδων αποτίμησης, κατηγοριοποίησή τους και σχετική σύγκριση. Θα δοθεί ιδιαίτερη έκταση στη μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών
- iv. Κεφάλαιο 5: θα γίνει αναλυτική παρουσίαση της εταιρίας FIBRAN Δ. ΑΝΑΣΤΑΣΙΑΔΗΣ Α.Ε.
- v. Κεφάλαιο 6: θα ακολουθήσει χρηματοοικονομική ανάλυση της εξεταζόμενης εταιρίας και
- vi. Κεφάλαιο 7: αποτίμηση με τη μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών
- vii. Κεφάλαιο 8: η μελέτη περίπτωσης θα ολοκληρωθεί με καταγραφή των τελικών συμπερασμάτων και προτάσεις για περαιτέρω μελέτη και έρευνα.

- viii. Κεφάλαιο 9: η παρούσα διπλωματική εργασία θα κλείσει με ένα ερωτηματολόγιο με θέμα «Αποτίμηση Αξίας Επιχείρησης».

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2**

### **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ**

#### **2.1 Ιστορική αναδρομή μεθόδων αποτίμησης**

Η ιδέα της προεξόφλησης των μελλοντικών ροών παρουσιάζεται για πρώτη φορά από τον J. B. Williams (1983). Στη μελέτη του εξετάζει την εσωτερική αξία της επιχείρησης και τη συσχετίζει με την αγοραία τιμή. Επίσης, δίνει ιδιαίτερη έμφαση στη διαδικασία ορθής πρόβλεψης των μελλοντικών ροών και στη χρήση ορθού συντελεστή υπολογισμού της παρούσας αξίας. Το μοντέλο που πρότεινε εφαρμόστηκε αρχικά στην αποτίμηση επενδύσεων σε ακίνητα, όμως, σύντομα εδραιώθηκε ως η πιο διαδεδομένη μέθοδος αποτίμησης εταιρικής αξίας.

Αυτό οφείλεται και σε μεταγενέστερη ενασχόληση επί του αρχικού υποδείγματος. Ο M. J. Gordon (1959) ορίζει ως χρηματοροή εισόδου τα μελλοντικά κέρδη της επιχείρησης και λαμβάνει υπόψη του το ρυθμό μεταβολής των μερισμάτων.

Επηρεασμένοι από τον M. J. Gordon θα κάνουν την εμφάνισή τους και οι M. H. Miller και F. Modigliani (1961) υποστηρίζοντας πώς ο κίνδυνος της μετοχής εντοπίζεται στα μελλοντικά μερίσματα και στις αναμενόμενες μεταβολές τους. Εναλλακτικά, αποδίδουν αντίστοιχη χρήση και στα αναμενόμενα κέρδη και την αύξηση αυτών. Επίσης, κάνουν λόγο πρώτη φορά στη χρήση του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC) και στις ελεύθερες ταμειακές ροές που οδήγησαν τους B. Stewart και J. Stern (1991) στη μέθοδο της προστιθέμενης αξίας (EVA).

Το 1962 και μετά από την οικονομική κρίση στη Wall Street ο B. Graham και ο D. L. Dodd προσπαθούν να αποδεσμεύσουν την αξία της επιχείρησης από ευμετάβλητους παράγοντες. Για αυτό το λόγο επικεντρώνονται στη δημιουργία κερδών με την αξιοποίηση των περιουσιακών της στοιχείων στη λειτουργική της δραστηριότητα. Συνεχίζει, λοιπόν, να υποστηρίζεται η εσωτερική αξία ως παράγοντας διαμόρφωσης της αξίας της μετοχής

Λίγα χρόνια μετά (1965) ο Fama έρχεται να αμφισβητήσει τις προσπάθειες αποτίμησης της εταιρικής αξίας. Με τη θεωρία του Τυχαίου Περιπάτου υποστηρίζει την αδυναμία εκτίμησης των μελλοντικών ταμειακών ροών, καθώς και την ανεξαρτησία τρέχουσας και ιστορικής απόδοσης με τη χρήση του τεστ γραμμικής συσχέτισης.

Με τη μέθοδο της προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών ασχολήθηκε και συνεχίζει να ασχολείται σε βάθος και ο καθηγητής A. Damodaran. Τις απόψεις του θα αναλύσουμε εκτενέστερα σε επόμενο κεφάλαιο της παρούσας εργασίας.

Τέλος, ενδιαφέρον παρουσιάζει η προσέγγιση των S. Benninga και O. H. Sarig (1997), που κρίνουν απαραίτητη την εξέταση διάφορων μεθόδων αποτίμησης, προκειμένου να καταλήξουμε σε αξιόπιστα συμπεράσματα για την αξία μίας επιχείρησης.

## 2.2 Ανασκόπηση βιβλιογραφίας

Το πρόβλημα του καθορισμού και της μέτρησης της αξίας μίας επιχείρησης αποτελεί σημαντική πρόκληση στη βιβλιογραφία ανά τα χρόνια. Σε αυτό το κεφάλαιο, λοιπόν, παρατίθενται ενδιαφέρουσες απόψεις από την πολύ πρόσφατη αρθρογραφία πάνω στο θέμα της αποτίμησης της εταιρικής αξίας.

Αξίζει να ξεκινήσουμε με την αμφισβήτηση του T. A. Leuhrman<sup>1</sup> για την αποτελεσματικότητα του WACC. Συμφωνεί πως η τυποποιημένη μορφή του το κάνει εύχρηστο, όμως, το προτείνει μόνο για χρήση σε απλές και σχετικά στατικές κεφαλαιακές δομές. Σε περίπλοκες περιπτώσεις, που χαρακτηρίζονται και οι περισσότερο πραγματικές καταστάσεις, απαιτείται προσαρμογή γεγονός που υποκρύπτει μεγάλες πιθανότητες για λάθη. Σε επόμενο άρθρο, λοιπόν, ο Leuhrman<sup>2</sup> προτείνει τη μέθοδο της προσαρμοσμένης παρούσας αξίας. Υποστηρίζει πως λαμβάνει υπόψη της περισσότερους περιορισμούς, σε σύγκριση με το WACC, αποτρέποντας κάποια λάθη. Επίσης, παρέχει περισσότερες πληροφορίες, γεγονός που εξυπηρετεί και το στάδιο της ανάλυσης της επιχείρησης.

Ο M. Durant<sup>3</sup> σε άρθρο του εξετάζει τη μέθοδο της προστιθέμενης αξίας. Καταλήγει πως βοηθάει τόσο στην αποτίμηση όσο και στη μέτρηση της απόδοσης. Ως προς την

---

<sup>1</sup>Leuhrman T. A. (1997), "What's it worth?: A General Manager's Guide to Valuation", May – June 1997 Issue, Harvard Business Review

<sup>2</sup>T. A. Leuhrman (1997), "Using APV: A Better Tool for Valuing Operations", May – June 1997 Issue, Harvard Business Review

<sup>3</sup>Michael W. Durant (1999), "Economic Value Added: The Invisible Hand at Work", CCE, CPA, Credit Research Foundation

αποτίμηση, η αξία επηρεάζεται από τις προσδοκίες του επενδυτή. Ως προς την απόδοση, κατευθύνει τις προτεραιότητες της επιχείρησης προς τη βελτίωση της καθαρής απόδοσης του επενδυσμένου κεφαλαίου και κατ' επέκταση την αύξηση της μετοχικής αξίας.

Σχετικά με το μοντέλο προεξόφλησης των ταμειακών ροών άποψη εκφέρει ο F. Steiger<sup>4</sup>, καταλήγοντας πως τα στοιχεία εισόδου έχουν μεγάλη βαρύτητα στο αποτέλεσμα της εφαρμογής του μοντέλου. Εύκολα, λοιπόν, κάποιος που μπορεί να μεταβάλει αυτές τις τιμές μπορεί να κλονίσει την εγκυρότητα του μοντέλου. Προτείνεται συνδυαστική χρήση μοντέλων αποτίμησης για την εξάλειψη μεμονωμένων ελλείψεων.

Αίσθηση προκαλεί και το υπόδειγμα του Ohlon<sup>5</sup>(1995), που υποστηρίζει τον προσδιορισμό της τιμής της μετοχής μέσω την λογιστικής αξίας και την προεξόφληση των μελλοντικών υπερκερδών. Έρευνες έχουν συμπεράνει την αποτελεσματικότητα του υποδείγματος σε σχέση με τις παραδοσιακές μεθόδους αποτίμησης. Ωστόσο, σίγουρα υπάρχουν περιθώρια περαιτέρω έρευνας γύρω από αυτό.

Πρόταση των M. D. R. Lopez, E. Z. Laserna και M. E. V Corrales<sup>6</sup>είναι η χρήση ποιοτικών έναντι των ποσοτικών μεταβλητών κατά τη διαδικασία αποτίμησης, όπως είναι η υποστήριξη λήψης αποφάσεων για μία επένδυση.

Τη σημαντικότητα ενός μη υλιστικού συστατικού μία επιχείρησης στον προσδιορισμό της αξίας της τονίζει και η E. Ilczuk<sup>7</sup>σε διεθνές συνέδριο το 2017. Ισχυρίζεται και συμπεραίνει πως το ανθρώπινο κεφάλαιο, οι πνευματικοί πόροι και οι γνώσεις αποτελούν ανταγωνιστικό πλεονέκτημα για μία επιχείρηση και συνεπώς η σωστή μέτρησή τους επηρεάζει την αξία της.

Μία διαφορετική προσέγγιση της μεθόδους των πολλαπλασιαστών παρουσιάζεται από το Πανεπιστήμιο του Πόρτο<sup>8</sup>. Η νέα πρόταση έγκειται στη σύγκριση της υπό εξέταση εταιρίας με εταιρίες που βρίσκονται πλησιέστερα ως προς τα οικονομικά και χρηματοοικονομικά τους χαρακτηριστικά, αντί του κριτηρίου του ίδιου κλάδου παραγωγής. Θεωρείται πως επιφέρει βελτίωση των σφαλμάτων που παρατηρούνται στα αποτελέσματα από τη σύγκριση με εταιρίες του ίδιου κλάδου, και αν όχι ιδιαίτερα σημαντική, σίγουρα το αποτέλεσμα δεν παρεκκλίνει από αυτό της εδραιωμένης μεθόδου.

---

<sup>4</sup>Steiger F. (2008), "The Validity of Company Valuation Using Discounted Cash Flow Methods", Seminar Paper

<sup>5</sup>Σπηλιώτη Σ. Ν., Καραθανάση Γ. Σ. (2012), «ΣΠΟΥΔΑΙ», Τόμος 52, Τεύχος 4ο, Πανεπιστήμιο Πειραιώς

<sup>6</sup>Miguel David Rojas López, Esteban Zuluaga Laserna, Maria Elena Valencia Corrales (2014), "Diffuse Inference System for Valuation of Companies", University of Medellin, Colombia

<sup>7</sup>Edyta Ilczuk (2017) Impact of Human Capital on Company's Value, Marie Curie – Skłodowska University, Poland

<sup>8</sup>José Couto, Paula Britom, Antonio Cerqueira (2015), "Employing Valuation Tools for Public and Private Companies. The Food Sector in Greece", 7<sup>th</sup> International Conference, The Economies of Balkan and Eastern Europe Countries in the Changed World.

Σε διεθνές συνέδριο οι Πατέλης Γεώργιος και Grose Chris<sup>9</sup>, παρουσιάζουν συγκριτικά τις πιο διαδεδομένες μεθόδους αποτίμησης και κάνουν εφαρμογή τους με εισηγμένες και μη εταιρείες του τομέα τροφίμων στην Ελλάδα. Η έρευνά τους τους οδηγεί στην προτίμηση των μεθόδων της Προστιθέμενης Αξίας και της Προεξόφλησης των Ταμειακών ροών προς τους μετόχους για την περίπτωση των εισηγμένων και των μεθόδων των Καθαρών Περιουσιακών Στοιχείων και της μεικτής συνυπολογίζοντας φήμη και πελατεία για την περίπτωση των μη εισηγμένων. Επιπλέον, προτείνεται η μέθοδος των πολλαπλασιαστών και στις δύο περιπτώσεις, ενώ ενδιαφέρον για περαιτέρω έρευνα θα είχε η μέθοδος της δημιουργούμενης αξίας από ταμειακές ροές προς τους μετόχους.

Η Katerina Krzikalova<sup>10</sup> σε άρθρο της εξετάζει τη σημασία και τον τρόπο χειρισμού της αναβαλλόμενης φορολογίας στην αποτίμηση και ιδιαίτερα όταν πρόκειται το αποτέλεσμα αυτής να οδηγήσει σε συγχώνευση εταιρειών. Καταλήγει πως θα πρέπει να λογιστικοποιείται, με την έννοια του να συμπεριλαμβάνεται στην επανεκτίμηση της αξίας της εταιρείας που βρίσκεται σε διαπραγματεύσεις συγχώνευσης. Αυτή η ενέργεια δεν επηρεάζει τα φορολογικά της δεδομένα, αλλά οδηγεί στην καλύτερη αποτύπωση της πραγματικής της θέσης και σε ορθότερες αποφάσεις σχετικά με τη συγχώνευσή της.

Από το Πανεπιστήμιο της Πράγας<sup>11</sup> γίνεται μία μελέτη αποτίμησης ασφαλιστικών εταιρειών. Πραγματοποίησαν εφαρμογή διάφορων μεθόδων και κατέληξαν στο συμπέρασμα πως, παρά τις διαφορετικές προσεγγίσεις και τις διάφορες μεταβλητές τις κάθε μεθόδου, το τελικό συμπέρασμα δε διαφοροποιείται έντονα. Σε αυτό, βέβαια, ίσως να βοηθάει η αυστηρή ρύθμιση γύρω από τη λογιστική αντιμετώπιση των γεγονότων στο συγκεκριμένο κλάδο. Επίσης, γίνεται πρόταση για χρήση μέσου όρου των αποτελεσμάτων διάφορων μεθόδων, κάτι που βρίσκει αντίθετες τις κλασικές πρακτικές αποτίμησης και την πλειονότητα των ακαδημαϊκών.

Σε άρθρο πανεπιστημίου της Πολωνίας<sup>12</sup> παρουσιάζεται μελέτη του πώς τα έσοδα επηρεάζουν την κεφαλαιοποίηση στην περίπτωση των εταιρειών που χρησιμοποιούν επιχειρηματικά μοντέλα. Πρόκειται για έναν ραγδαίως εξελισσόμενο κλάδο, οπότε και απαιτούνται ποσοτικές εκτιμήσεις για την ανάλυση της πορείας τους. Το συμπέρασμα της

---

<sup>9</sup>Patelis N. Georgios, Grose Chris (2017), “The Impact of Deferred Tax on Company Valuations in the Case of Mergers”, Technical University of Ostrava

<sup>10</sup>Katerina Krzikalova (2017), “The Impact of Deferred Tax on Company Valuations in the Case of Mergers”, Technical University of Ostrava

<sup>11</sup>Milan Yrdu, Eva Duchackova (2017), “Valuation Standards for Insurance Companies in the Financial Theory”, Prague Economic Papers, University of Economics in Prague

<sup>12</sup>Przemyslaw Pomykalski (2019), “Revenue and Valuation of Companies with Digital Platform Business Models”, Lodz University of Technology, Lodz, Poland



αποτίμησης ορίζει τα έσοδα ως κύρια μεταβλητή αυτής της διαδικασίας. Διαφορές σημειώνονται στις εταιρείες με υψηλή εκτιμηθείσα αξία, γεγονός που καθιστά την ανάλυση των υπολοίπων μεταβλητών, όπως είναι το μέγεθος και τα χαρακτηριστικά μία εταιρείας, εξίσου σημαντικές.

Μία ακόμα μελέτη<sup>13</sup> που έχει ενδιαφέρον να αναφερθεί είναι αυτή σχετικά με τις επιπτώσεις της νομικής προστασίας των μειοψηφούντων μετόχων και της κυριότητας των ταμειακών ροών από τον κύριο μέτοχο στην αποτίμηση των επιχειρήσεων. Αυτό βασίζεται κυρίως στο ότι προστατεύοντας τους εξωτερικούς μετόχους ενισχύονται και οι τρόποι και η προθυμία τους για χρηματοδότηση, καθώς νιώθουν την ασφάλεια πως θα τους επιστραφούν τα επενδυμένα τους κεφάλαια. Πιο απλά, υποστηρίζεται πως η προστασία των μετόχων από την επιχείρηση την επιβραβεύεται με βελτίωση της αξίας της.

Τέλος, σε γαλλικό άρθρο<sup>14</sup> του 2016 μελετάτε ο ρόλος των άυλων στοιχείων στην αποτίμηση των εταιρειών της χώρας. Γίνεται ανάλυση των διεθνών προτύπων χρηματοοικονομικής αναφοράς γύρω από την αντιμετώπιση των άυλων στοιχείων και κατά πόσο επηρεάζουν την απεικόνιση των λογιστικών πληροφοριών, τα κέρδη και τις ταμειακές ροές. Συμπεραίνεται πως οι αποσβέσεις και τα έξοδα απομείωσης των άυλων περιουσιακών στοιχείων δεν επιδρούν τόσο όσο η υπεραξία της αγοραίας τιμές. Επίσης επηρεάζουν περισσότερο τα κέρδη από τις ταμειακές ροές. Γενικότερα, όμως παρατηρείται συνάφεια της πορείας των άυλων στοιχείων με την παλινδρόμηση των αγοραίων αξιών

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

### ΑΞΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΚΑΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ

#### 3.1 Η Αξία της Επιχείρησης

---

<sup>13</sup>Rafael La Porta Florencio Lopez-De-Silanes Andrei Shleifer Robert Vishny (2002), “Investor Protection and Corporate Valuation”, The Journal of the American Finance Association

<sup>14</sup> Bilal Kimouche, Abdenacer Rouabhi (2016), “The impact of intangibles on the value relevance of accounting information: Evidence from French companies”, University of Skikda, University of Setif, web article “Intangible Capital”

### 3.1.1 Ορισμός της αξίας της επιχείρησης

Θα ξεκινήσουμε αυτό το κεφάλαιο με μία φράση του Oscar Wilde: “ Knows the price of everything, but the value of nothing”. Ο Oscar Wilde χαρακτηρίζει κυνικό αυτόν που γνωρίζει την τιμή όλων αλλά την αξία κανενός. Οι δύο έννοιες δεν ταυτίζονται. Τιμή είναι το συμφωνηθέν ποσό μεταξύ πωλητή και αγοραστή έπειτα από διαπραγματεύσεις κατά τη διαδικασία πώλησης, εξαγοράς, μεταβίβασης ή συγχώνευσης.

Η αξία μία επιχείρησης αναφέρεται στη συνολική αξία της επιχείρησης, συνδυάζοντας, δηλαδή το μετοχικό κεφάλαιό της με τις μελλοντικές προσδοκίες για κέρδη, ταμιακές ροές, συνέχιση της δραστηριότητάς και πορεία της απόδοσής της.

Μερικοί ορισμοί που έχουν δοθεί παρουσιάζονται ενδεικτικά παρακάτω:

- Αγοραία ή Δίκαιη Αξία Αγοράς: η τιμή που διαμορφώνεται μεταξύ πωλητή και αγοραστή έπειτα από αποτίμηση ή αξιολόγηση υπό καθεστώς ανοικτής αγοράς.
- Εσωτερική Αξία: η πραγματική αξία της επιχείρησης, η τρέχουσα αξία της συμπεριλαμβανομένων των περιουσιακών της στοιχείων, αλλά και αυτών που δεν μπορούν εύκολα να υπολογιστούν, όπως η φήμη και η πελατεία της.
- Επενδυτική Αξία: το ποσό που θα διέθετε ένας επενδυτής ανάλογα με το σκοπό της επένδυσης και τις προσδοκίες του.
- Ανταλλακτική Αξία: η χρηματική αξία ενός αγαθού συγκριτικά με άλλα αγαθά.
- Ονομαστική Αξία: το μετοχικό κεφάλαιο
- Λογιστική Αξία: το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων
- Χρηματιστηριακή Αξία: η τιμή για τις εισηγμένες όπως είναι διαμορφωμένες στο Χρηματιστήριο

### 3.1.2 Παράγοντες που επηρεάζουν την αξία της επιχείρησης

Η αξία της επιχείρησης μεταβάλλεται, καθώς μεταβάλλεται το εσωτερικό και εξωτερικό της περιβάλλον. Οι παράγοντες, λοιπόν, που επηρεάζουν την αξία της επιχείρησης μπορούν να διακριθούν ευκολονόητα σε εσωτερικούς και εξωτερικούς.

Με τη σειρά τους οι εσωτερικοί παράγοντες χωρίζονται σε λογιστικούς και μη λογιστικούς. Στους λογιστικούς εσωτερικούς παράγοντες εντάσσονται οι δαπάνες, οι φόροι, οι αποσβέσεις και τα λοιπά έξοδα. Στους μη λογιστικούς εσωτερικούς παράγοντες ανήκουν τα μη

μετρήσιμα στοιχεία της επιχείρησης, όπως είναι οι στρατηγική, η οργάνωση, η εμπιστοσύνη των πελατών, η δύναμη της επωνυμίας και η αφοσίωση των εργαζομένων.

Οι εξωτερικοί παράγοντες είναι οι ακόλουθοι τρεις:

- Πληθωρισμός
- Επιτόκια
- Ρευστότητα αγοράς και ρευστότητα μετοχής

Η επίδραση των εξωτερικών παραγόντων είναι ιδιαίτερα σημαντική και εμφανής στις εισηγμένες επιχειρήσεις, καθώς αποτυπώνεται άμεσα, σε καθημερινή βάση, διαμορφώνοντας και τις προσδοκίες των ενδιαφερόμενων. Επίσης συσχετίζονται αλλά δεν επιδρούν με τον ίδιο τρόπο. Για παράδειγμα, αύξηση του πληθωρισμού ή των επιτοκίων προκαλεί μία αντίθετη μεταβολή στην τιμή και την αξία της επιχείρησης και το αντίστροφο. Αντίθετα, μία θετική μεταβολή στη ρευστότητα έχει ως αποτέλεσμα μία επίσης αύξηση στην τιμή και στην αξία της και το αντίστροφο.

### **3.1.3 Μέρη που ενδιαφέρονται για την αξία της επιχείρησης**

Όπως και στην προηγούμενη ενότητα, έτσι και εδώ, μπορούμε να κατηγοριοποιήσουμε τα μέρη που ενδιαφέρονται για την αξία της επιχείρησης σε εσωτερικά και εξωτερικά της επιχείρησης.

Στα εσωτερικά μέρη εντάσσουμε τα ακόλουθα πέντε:

- i. Διοίκηση: σχεδίαση του πλάνου δράσης, σχηματισμός του προϋπολογισμού, λήψη επενδυτικών αποφάσεων
- ii. Μέτοχοι: αξιολόγηση την απόδοση της επένδυσής τους
- iii. Λογιστές: αξιολόγηση και επαναπροσδιορισμός των λογιστικών χειρισμών
- iv. Εσωτερικοί Ελεγκτές: έλεγχος της ανταπόκρισης των ενεργειών τους στην υλοποίηση των στόχων
- v. Εργαζόμενοι: εκτίμηση των αξιώσεών τους για αύξηση μισθού και προοπτικών εξέλιξης

Στα εξωτερικά μέρη ανήκουν τα εξής:

- i. Προμηθευτές: καθορισμός των όρων παροχής πίστωσης
- ii. Πελάτες: αξίωση πιστωτικής μεταχείρισης και δημιουργία σχέσεων εμπιστοσύνης
- iii. Δανειστές: προσδιορισμός των δυνατών όρων δανεισμού
- iv. Δυνητικοί Επενδυτές: αξιολόγηση της αξίας της επιχείρησης που επιθυμούν να επενδύσουν ή και να εξαγοράσουν

- v. Εξωτερικοί Ελεγκτές: εξαγωγή αξιόπιστων και αντικειμενικών αποτελεσμάτων
- vi. Εφορία: υπολογισμός φορολογητέων εσόδων
- vii. Κεφαλαιαγορά: εκτίμηση δυνατότητας εισαγωγής και προσδιορισμός τιμής διαπραγμάτευσης
- viii. Κοινωνία: συνεισφορά στην κοινωνική ευημερία και αξιολόγηση της κοινωνικής ευθύνης της επιχείρησης

## 3.2 Αποτίμηση

### 3.2.1 Ορισμός της αποτίμησης

Μία θεωρία που έρχεται σε αντίθεση με την ανάγκη για αποτίμηση της αξίας είναι η λεγόμενη «θεωρία του μεγαλύτερου ανόητου επενδυτή». Υποστηρίζει ότι η αξία της επιχείρησης είναι αδιάφορη, καθώς θα υπάρχει κάποιο κορόιδο που να θέλει να αγοράσει την επένδυση. Αυτό αποτελεί μία ιδιαίτερα επικίνδυνη θέση, αφού κανείς δεν μπορεί να εγγυηθεί πώς θα βρεθεί ένας τέτοιος επενδυτής τη στιγμή που θα θέλουμε να πουλήσουμε.

Επομένως, λογικά και επικρατεί η θεωρία του ορθού επενδυτή που δεν πληρώνει περισσότερα από όσα αξίζει αυτό που αγοράζει, αναδεικνύοντας και τη σημασία της αποτίμησης.

Αρχικά, η επιχείρηση αξίζει όσο το κεφάλαιο ίδρυσής της. Έπειτα, ανάλογα με την εξέλιξή της και τους κινδύνους που αντιμετωπίζει είτε αυξάνεται είτε μειώνεται. Η αποτίμηση, λοιπόν, καλείται να εκτιμήσει την αξία της επιχείρησης σήμερα, προεξοφλώντας τις μελλοντικές ταμειακές τις ροές. Επομένως, συμπεραίνουμε πως ούτε και η αξία της μετοχής μίας εισηγμένης εταιρίας στο χρηματιστήριο αντικατοπτρίζει στον απόλυτο βαθμό της πραγματική σημερινή της αξία, καθώς δεν συμπεριλαμβάνει τα μελλοντικά επιχειρησιακά πλάνα δράσης της επιχείρησης, ενώ αντίθετα επηρεάζεται και από την προσφορά και τη ζήτηση στην κεφαλαιαγορά.

Καταλήγουμε πως ζητούμενο της αποτίμησης είναι ο έλεγχος για το αν η μετοχή είναι δίκαιη, υποτιμημένη ή υπερτιμημένη ανάλογα με το εάν η εξαγόμενη αξία είναι ίση, μεγαλύτερη ή μικρότερη της χρηματιστηριακής τιμής αντίστοιχα.

Τέλος, ο καθηγητής Damodaran<sup>15</sup> παρομοιάζοντας την επιχείρηση με τον άνθρωπο λέει πως η αποτίμησή της θα πρέπει να παρουσιάζει την πραγματική της «ηλικία», ενσωματώνοντας το τωρινό στάδιο της ζωής της, τις προοπτικές που διαφαίνονται στο μέλλον και φυσικά την ιστορία που έχει ήδη χαράξει. Η αποτίμηση, δηλαδή, θα πρέπει να αποδίδει την αξία της επιχείρησης στο τώρα συνδυάζοντας το παρόν, παρελθόν και μέλλον, καθώς και τους αριθμούς με τα γεγονότα.

### 3.2.2 Λόγοι που οδηγούν στην αποτίμηση

Η σωστή αποτίμηση μίας επιχείρησης, μίας επένδυσης ή και ενός περιουσιακού στοιχείου θεωρείται προϋπόθεση για τη λήψη σωστών και αποτελεσματικών αποφάσεων. Πολλοί έχουν αναφερθεί εκτενέστερα στους λόγους που οδηγούμαστε σε αποτίμηση όπως ο Mayer<sup>16</sup> και ο Fernandez<sup>17</sup>. Ο τελευταίος εξηγεί πολύ απλά πως η αποτίμηση δείχνει στον αγοραστή την υψηλότερη τιμή που αξίζει να πληρώσει και στον πωλητή τη χαμηλότερη συμφέρουσα τιμή για να πουλήσει.

Πιο αναλυτικά η αποτίμηση συμβάλλει στα εξής:

- Επιλογή μετοχών και διαχείριση χαρτοφυλακίου. Διασταυρώνοντας εάν είναι δίκαιη η τιμή που διατίθεται η μετοχή στο κοινό, παίρνουμε αποφάσεις σχετικά με τις θέσεις μας στην κεφαλαιαγορά. Με αυτό τον τρόπο ελέγχουμε, επίσης, την ασφάλεια και την ισορροπία τους χαρτοφυλακίου μας.
- Προσέλκυση Κεφαλαίων. Δίνεται η δυνατότητα στους επενδυτές να συγκρίνουν τις επιλογές τους και να προτιμήσουμε την κατάλληλη για αυτούς επένδυση.
- Αξιολόγηση και επαναπροσδιορισμό επιχειρησιακού πλάνου δράσης και εφαρμοζόμενων πολιτικών
- Επιχειρηματικές αποφάσεις. Διευκολύνει και καθοδηγεί τις διαπραγματεύσεις σε περίπτωση πώλησης, εξαγορά και συγχώνευσης.
- Αξιολόγηση ιδιωτικών επιχειρήσεων. Καθώς δεν υπάρχει οργανωμένη αγορά για τη διαπραγμάτευση της τιμής της μετοχής των μη εισηγμένων, η αποτίμηση βοηθάει στον προσδιορισμό της αξίας μίας ιδιωτικής επιχείρησης.

---

<sup>15</sup>Damodaran A. (2017), “The Value of Stories in Business”, Talks at Google, Presentation on YouTube

<sup>16</sup>Mayer C. (1986), “Corporation Tax, Finance and the Cost of Capital”, The Review of Economic Studies

<sup>17</sup>Fernandez P. (2007), “Company Valuation Methods. The most common errors in Valuations”, Working Paper, IESE Business School, University of Navarra

- Προσδιορισμός των αμοιβών των διοικητικών στελεχών που σχετίζονται με τη δημιουργούμενη αξία.
- Διάυλος επικοινωνίας μεταξύ διοίκησης, μετόχων και αναλυτών, θέτοντας μία κοινή βάση διαλόγου.

### 3.2.3 Βασικές παραδοχές και διαδικασίες αποτίμησης

Η διαδικασία της αποτίμησης της αξίας μίας εταιρείας ξεκινάει πάντα από την ανάλυση της εταιρείας. Πρέπει να είμαστε πλήρως ενημερωμένοι για το περιβάλλον στο οποίο δραστηριοποιείται, τον ανταγωνισμό που αντιμετωπίζει, τη θέση της στην αγορά και το πλάνο δράσης της. Αφού κατανοήσουμε τη στρατηγική της θέση, μελετώντας όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες, κάνουμε πρόβλεψη για την απόδοσή της στο μέλλον. Επίσης, διαλέγουμε προσεκτικά την καταλληλότερη μέθοδο αποτίμησης. Εφαρμόζοντας το μοντέλο περνάμε από την πρόβλεψη στην αποτίμηση.

Το αποτέλεσμα της αποτίμησης διαδραματίζει σημαντικό ρόλο κατά τη λήψη καθοριστικών αποφάσεων, επομένως όλα τα βήματα πρέπει να πραγματοποιούνται με σύνεση και αφιερώνοντας τον απαιτούμενο χρόνο.

### 3.2.4 Προκαταλήψεις και λάθη γύρω από την αποτίμηση

Στην πορεία όλων αυτών των χρόνων και με τη χρήση διάφορων μεθόδων, έχουν δημιουργηθεί διάφοροι μύθοι<sup>18</sup> και προκαταλήψεις<sup>19</sup> γύρω από την αποτίμηση. Ο Damodaran συγκεντρώνει και εξετάζει έξι από αυτούς και είναι οι εξής:

1<sup>ος</sup> Μύθος: Η αποτίμηση εξάγει αντικειμενικά αποτελέσματα από τη στιγμή που χρησιμοποιούνται ποσοτικά μοντέλα. Ωστόσο, μπορεί να μοντέλα να είναι ποσοτικά, όμως τα αριθμητικά στοιχεία που χρησιμοποιούνται εισάγονται από ανθρώπους. Όπου εμπλέκεται ο ανθρώπινος παράγοντας είναι δύσκολο να κάνουμε λόγο για απόλυτη ακρίβεια και αντικειμενικότητα, καθώς μπορεί είτε να έχει υπόνοια για το αναμενόμενο αποτέλεσμα από αυτά που ήδη γνωρίζει για την εξεταζόμενη μονάδα, είτε να εξαρτάται από αυτόν που τον διόρισε να πραγματοποιήσει την αποτίμηση.

<sup>18</sup>Damodaran A. (2012), "Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset", John Wiley & Sons, Canada

<sup>19</sup>Damodaran A., "Introduction to Valuation", Session 1, Presentation on YouTube

2<sup>ος</sup> Μύθος: Το αποτέλεσμα μίας σχολαστικής και υπεύθυνης αποτίμησης της αξίας ισχύει για την επιχείρηση στο διηνεκές. Οι επιχειρήσεις, όμως, είναι ζωντανοί οργανισμοί και επηρεάζονται από τις μεταβολές στο περιβάλλον που δραστηριοποιούνται, οπότε κάθε αλλαγή μπορεί να έχει αντίκτυπο στην αξία της και η αποτίμηση είναι μία διαδικασία που πρέπει να επαναλαμβάνεται για να αντικατοπτρίζει την πραγματικότητα.

3<sup>ος</sup> Μύθος: Μία καλή αποτίμηση εξάγει την ακριβή εκτίμηση της αξίας. Εδώ το λάθος είναι αρκετά ευκολονόητο. Η αποτίμηση σχετίζεται άρρηκτα με τη μελλοντική εκτίμηση, επομένως δεν μπορούμε να είμαστε απόλυτα βέβαιοι για κάτι που δεν έχει ήδη συμβεί.

4<sup>ος</sup> Μύθος: Όσο πιο περίπλοκο είναι το μοντέλο αποτίμησης που επιλέγουμε, τόσο ορθότερο αποτέλεσμα θα έχουμε. Η διαχείριση μεγάλου όγκου πληροφοριών δεν είναι πάντα εύκολη ούτε και απαραίτητη. Πρέπει, λοιπόν, να αξιολογούμε ανάλογα με την υπό αποτίμηση επιχείρηση ποια στοιχεία είναι ουσιώδη και να επικεντρωνόμαστε σε αυτά.

5<sup>ος</sup> Μύθος: Για να κερδίσει κάποιος χρήματα από την ενασχόλησή του με την αποτίμηση θα πρέπει να υποθέτει πως η αγορά είναι αναποτελεσματική. Γεγονός το οποίο δεν ισχύει γιατί πρώτον, μπορεί κανείς να προβεί σε αποτίμηση για να δει που θα τον οδηγήσουν ορισμένες αλλαγές και δεύτερον μεγάλες αποκλίσεις μεταξύ υπολογιζόμενης αξίας και τιμής στην αγορά καταλογίζεται συνήθως σε λάθος της αποτίμησης.

6<sup>ος</sup> Μύθος: Αυτό που έχει σημασία είναι το αποτέλεσμα της αποτίμησης και όχι η διαδικασία περάτωσής της. Σε κάθε μοντέλο αποτίμησης έχει σημασία να γνωρίζουμε τα βήματα που ακολουθήθηκαν και τα στοιχεία που χρησιμοποιήθηκαν.

Όλα τα παραπάνω είναι θέματα που μπορούν να επηρεάσουν το αποτέλεσμα της αποτίμησης. Σε στρέβλωση της υπολογιζόμενης αξίας οδηγεί και μία σειρά από λάθη, με τα οποία έχει ασχοληθεί ο Fernandez<sup>20</sup>. Τα συνηθέστερα αυτών παρατίθενται συνοπτικά παρακάτω:

- Σφάλματα στους υπολογισμούς των μεταβλητών που δομούν το αποτέλεσμα όπως είναι τα : Risk free rate, Beta, Market Risk Premium, Country Risk, WACC
- Σφάλματα κατά τον υπολογισμό ή την πρόβλεψη των αναμενόμενων ταμειακών ροών όπως για παράδειγμα ο λάθος ορισμός (το καθαρό εισόδημα θεωρείται ως ταμειακή ροή) ή υπερβολική αισιοδοξία για τις αναμενόμενες ταμειακές ροές, ή λάθος εκτίμηση όσων αφορά τις εποχιακές επιχειρήσεις

---

<sup>20</sup>Fernandez P. (2007), "Company Valuation Methods. The most common errors in Valuations", Working Paper, IESE Business School, University of Navarra

- Σφάλμα υπολογισμού της υπολειμματικής αξίας
- Ασυνέπειες και εννοιολογικά σφάλματα, δηλαδή, λάθος ερμηνεία και χρήση αριθμοδεικτών – πολλαπλασιαστών ή και λάθος επιλογή ή και εφαρμογή μεθόδου
- Λάθος ερμηνεία της υπολογιζόμενης αξίας. Παράδειγμα μπορεί να αποτελέσει η λανθασμένη ταύτιση της έννοιας της αξίας με αυτή της τιμής και η υπόθεση πως το αποτέλεσμα είναι αποδεκτό από όλους και κατάλληλο για όλο το κοινό.
- Λάθος οργάνωση γύρω από τη διαδικασία της αποτίμησης. Συχνά παρατηρείται να παραλείπεται ένα πρωταρχικό βήμα που είναι ο καθορισμός του λόγου της αποτίμησης. Επίσης, δεν εμπλέκονται πάντα όλα τα απαραίτητα μέλη, αλλά μόνο το τμήμα οικονομικών.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4**

### **ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ**

#### **4.1 Εισαγωγικά**

Κατά τη διάρκεια όλων αυτών των ετών, που η αποτίμηση της αξίας της εταιρείας διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στον επιχειρησιακό και όχι μόνο κόσμο, έχει καταγραφεί μεγάλη βιβλιογραφία. Κάθε περίπτωση μελέτης είναι διαφορετική και απαιτεί την επιλογή της κατάλληλης μεθόδου προκειμένου να επιτύχουμε το όσο το δυνατόν πιο ρεαλιστικό αποτέλεσμα. Πολλές φορές γίνεται και χρήση περισσότερων από μία μεθόδων, είτε για επιβεβαίωση του αποτελέσματος είτε για την προσέγγιση του από διαφορετικές οπτικές.

Μία βασική διάκριση των μεθόδων αποτίμησης είναι σε σχετικές και απόλυτες. Αξίζει, επίσης, να σημειωθούν και η κατηγοριοποίηση των μεθόδων όπως παρατηρούνται από τους καθηγητές A. Damodaran και P. Fernandez χωριστά.

Η μέθοδος της προεξόφλησης των ταμειακών ροών που έχει ήδη αναφερθεί ονομαστικά θα αναλυθεί σε ξεχωριστό υποκεφάλαιο, καθώς παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον και καταλαμβάνει σημαντική θέση στην ιστορία της αποτίμησης της αξίας της εταιρείας.

#### **4.2 Κατηγορίες Μεθόδων Αποτίμησης**



#### 4.2.1 Σχετικά Μοντέλα Αποτίμησης

Τα σχετικά μοντέλα αποτίμησης αποτελούν μία συνηθισμένη έως και παραδοσιακή μέθοδο σύμφωνα με την Γ. Θ. Λαζαρίδη<sup>21</sup>. Επιδιώκουν να προσεγγίσουν μία «εσωτερική» αξία, λαμβάνοντας υπόψη τα στοιχεία της εταιρίας, αντικατοπτρίζοντας, όμως, παράλληλα και τις επιθυμίες και τις πεποιθήσεις της αγοράς. Πρόκειται, δηλαδή, για ένα πάντρεμα στοιχείων της εταιρίας με αγοραία μεγέθη, όπως είναι συνήθως η τιμή της μετοχής. Αναπόφευκτα, λοιπόν, περιλαμβάνει και συγκριτική ανάλυση, προτιμώντας εταιρείες του ίδιου κλάδου, με αντίστοιχους ρυθμούς ανάπτυξης και ταμειακές ροές, χωρίς να αποκλείεται η σύγκριση με την αγορά γενικότερα. Αυτό γίνεται με τη χρήση και ανάλυση πολλαπλασιαστών και αριθμοδεικτών.

Οι κυριότεροι δείκτες που συναντώνται στη βιβλιογραφία είναι οι εξής:

- Τιμή μετοχής / Κέρδη ανά μετοχή (P/E) και κατ' επέκταση ο δείκτης αναμενόμενης ανάπτυξης P.E.G. = Τιμή μετοχής / Κέρδη ανά μετοχή επί Αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης κερδών
- Τιμή μετοχής / Λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων ανά μετοχή (P/BV), ερμηνεύοντας τον παρονομαστή ως αξία αντικατάστασης των περιουσιακών στοιχείων ή και ως εσωτερική αξία της επιχείρησης
- Τιμή μετοχής / Πωλήσεις ανά μετοχή (P/S), ο πιο γνωστός από τους αριθμοδείκτες εσόδων
- Τιμή μετοχής / Κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων (P/EBITDA)

Να σημειωθεί ότι λέγοντας τιμή μετοχής αναφερόμαστε στην τρέχουσα αγοραία τιμή της μετοχής, οπότε και χρησιμοποιούμε τα πιο πρόσφατα διαθέσιμα στοιχεία. Αντιλαμβανόμαστε, βέβαια, πως τα στοιχεία των παρονομαστών αντιστοιχούν σε ιστορικά δεδομένα. Πρόβλημα εντοπίζεται και στη συγκέντρωση των συγκρίσιμων εταιρειών, καθώς και στο γεγονός ότι δε συνυπολογίζονται στο αποτέλεσμα οι δυνατότητες εξέλιξης της εξεταζόμενης εταιρίας.

Τέλος, κατά τον A. Damodaran, οι μέθοδοι σχετικής αποτίμησης προτιμώνται έναντι των απόλυτων όταν εξετάζουμε επενδύσεις μικρού χρονικού ορίζοντα

---

<sup>21</sup>Λαζαρίδης Γ. Θεμιστοκλής (2005), "Αποτίμησης Επιχειρήσεων – Θεωρία – Μεθοδολογία – Πρακτική", Αφοί Κυριακίδη ΑΕ

#### 4.2.2 Απόλυτα Μοντέλα Αποτίμησης

Στα μοντέλα αυτή της κατηγορίας οδηγούμαστε στην αξία της εταιρείας μέσω εκτίμησης και υπολογισμού της παρούσας αξία των μελλοντικών της ροών και με τη χρήση στοιχείων μόνο της επιχείρησης. Έχουν αναπτυχθεί διάφορα μοντέλα τα συνηθέστερα των οποίων είναι τα παρακάτω:

- Προεξόφληση ταμειακών ροών
- Προεξόφληση μερισμάτων: Είναι ο πιο απλός τρόπος αποτίμησης του κεφαλαίου. Όπως σε κάθε περιουσιακό στοιχείο, έτσι και σε αυτή την περίπτωση, η αποτίμηση γίνεται με προεξόφληση των ταμειακών του ροών. Οι ροές στην περίπτωση της μετοχής είναι δύο: τα μερίσματα που λαμβάνουν το διάστημα που τη διατηρούν στην κατοχή του και η τιμή πώλησής της όταν προβούν σε αυτή.
- Αξία των στοιχείων του ενεργητικού: Αποτελεί για μία στατική σκοπιά της αξίας της εταιρείας και αυτό γιατί ουσιαστικά προσδιορίζεται οι αξία των παγίων. Οι δύο βασικές μεταβλητές αυτού του μοντέλου είναι η αξία ρευστοποίησης και το κόστος αντικατάστασης των στοιχείων του ενεργητικού.
- Υπερκερδών: Αναφέρεται στα υπολειπόμενα κέρδη, στη διαφορά, δηλαδή, του κόστους κεφαλαίου από τα καθαρά κέρδη. Η αξία προκύπτει προσθέτοντας στη λογιστική αξία την προστιθέμενη αξία, με τη μορφή της παρούσας αξίας των αναμενόμενων υπερκερδών. Δυνατότητα δημιουργίας υπερκερδών μπορούν να έχουν, για παράδειγμα, εταιρείες που κατέχουν ανταγωνιστικό πλεονέκτημα ή δραστηριοποιούνται σε κλάδο με δυσκολία εισόδου νέων επενδυτών.
- Gordon Growth: Υποθέτει ότι το μέρισμα, επομένως η τιμή, άρα και τα κέρδη της μετοχής αυξάνονται με ένα σταθερό ρυθμό. Αυτό είναι που τη διαχωρίζει από τη μέθοδο της προεξόφλησης των μερισμάτων. Επιπλέον, για να έχει εφαρμογή αυτό το μοντέλο θα πρέπει ο ρυθμός ανάπτυξης του μερίσματος να μην ξεπερνάει την αναμενόμενη απόδοση της μετοχής, διαφορετικά υπάρχουν πολλές πιθανότητες να καταλήξει σε υποτιμημένη μετοχή.
- Υπολειμματικού εισοδήματος: Πρόκειται για την αμοιβή που παράγεται στο τέλος της ζωής της εταιρείας. Και σε αυτή την περίπτωση βασίζομαστε στον υπολογισμό της παρούσας αξίας. Βασική υπόθεση η συνέχιση της δραστηριότητας για τον χρονικό ορίζοντα υπολογισμού.

Κατά τον καθηγητή P. Fernandez<sup>22</sup> οι πλέον χρησιμοποιούμενες μέθοδοι αποτίμησης είναι οι ακόλουθες πέντε:

- i. Βάσει των στοιχείων του ισολογισμού, καθώς τα στοιχεία του ισολογισμού αντικατοπτρίζουν αρκετά ρεαλιστικά της αξία της εταιρείας.
- ii. Βάσει της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσεως ή πιο απλά του εισοδήματος. Λαμβάνει υπόψη του τα κέρδη και τις πωλήσεις ως τα κύρια συστατικά και συνδυάζει σχετικούς δείκτες.
- iii. Μεικτή, περιλαμβάνοντας τη φήμη και την πελατεία. Τα στοιχεία αυτά δεν μπορούν να προσδιοριστούν αριθμητικά, επομένως για τον υπολογισμό της αξίας συνδυάζονται με τα στοιχεία των καταστάσεων και με τα εκτιμώμενα μελλοντικά κέρδη. Ο συγγραφέας αποδοκιμάζει τη συγκεκριμένη μέθοδο κρίνοντάς την ως μη επιστημονική.
- iv. Δημιουργίας αξίας, αξιοποιώντας μεθόδους όπως αυτή της προστιθέμενης οικονομικής αξίας, του οικονομικού κέρδους και της προστιθέμενης ταμειακής αξίας.
- v. Προεξόφληση ταμειακών ροών, θεωρώντας τη την πλέον αποτελεσματική.

Αντίστοιχα ο καθηγητής Damodaran διαχωρίζει τις μεθόδους αποτίμησης στις εξής τέσσερις κατηγορίες:

- i. Αξία των στοιχείων του ενεργητικού.
- ii. Προεξόφληση ταμειακών ροών.
- iii. Σχετική αποτίμηση
- iv. Ενδεχόμενη αποτίμηση απαίτησης

## **4.3 Μέθοδος Αποτίμησης Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών**

### **4.3.1. Παρουσίαση της μεθόδου**

---

<sup>22</sup>Fernandez P. (2002), “Valuation Methods and Shareholder Value Creation”, Academic Press, San Diego, CA  
Fernandez P. (2001), “Valuation Using Multiples: How Do Analysts Reach Their Conclusion”, IESE Business School

Όταν παίρνουμε την απόφαση για μία επένδυση εκτιμάμε και επιθυμούμε να αποδώσει εισροές στο μέλλον. Στην περίπτωση της μεθόδου των προεξοφλημένων ταμειακών ροών, θεωρούμε πως η αξία μιας επένδυσης δεν είναι αυτή που αντιλαμβάνεται ο επενδυτής, αλλά αποτελεί συνάρτηση των αναμενόμενων ταμειακών ροών της.

Συγκεντρώνοντας τα βήματα που πρέπει να ακολουθούνται κατά την αποτίμηση με τη μέθοδο της προεξόφλησης των ταμειακών ροών, σύμφωνα με τον Damodaran<sup>23</sup>, Fernandez και Penman<sup>24</sup> προτείνονται τα εξής:

- i. Ξεκινάμε, όπως και σε κάθε περίπτωση αποτίμησης, με την χρηματοοικονομική και στρατηγική ανάλυση της εταιρείας
- ii. Εκτιμούμε τις μελλοντικές ροές στα αντίστοιχα πλαίσια σε βάθος πέντε με επτά ετών
- iii. Προσδιορίζουμε το μέσο σταθμισμένο κόστος κεφαλαίου (WACC)
- iv. Προεξοφλούμε τις ταμειακές ροές του βήματος (ii) με το επιτόκιο του βήματος (iii) και παίρνουμε της καθαρή παρούσα αξία τους.
- v. Υπολογίζουμε την αξία της εταιρείας

Η μέθοδος που περιγράφουν τα παραπάνω βήματα έχει και πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα. Τα πλεονεκτήματα αυτής:

- Στηρίζεται σε μελλοντικές εκτιμήσεις έναντι παρελθοντικών δεδομένων
- Ενσωματώνει τις εξελίξεις της αγοράς και τις προσδοκίες των επενδυτών
- Δίνει τη δυνατότητα παρακολούθησης και ελέγχου των σταδίων αποτίμησης
- Συνυπολογίζει τις επιπτώσεις της φορολογίας.

Από την άλλη υπάρχουν και τα εξής μειονεκτήματα:

- Υπάρχει το περιθώριο υποκειμενικής αντίληψης
- Χρησιμοποιούνται διαδικασίες που απαιτούν χρόνο και γνώσεις
- Απαιτούνται πολλές πληροφορίες και η έλλειψη στοιχείων οδηγεί σε καθυστερήσεις και επιπλέον αναλύσεις
- Πρέπει να συνδυαστεί με χρηματοοικονομική ανάλυση
- Οδηγεί σε ένα εκτιμώμενο αποτέλεσμα και όχι απαραίτητα πραγματικό.

#### 4.3.2 Προεξόφληση Ταμειακών Ροών

---

<sup>23</sup>Damodaran A. (2006), “Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence”, Stern School of Business

<sup>24</sup>Penman S. H. (2013), “Valuation Models: An Issue of Accounting Theory”, Columbia Business School, Columbia University

Για τον υπολογισμό της παρούσας αξίας, βασικού στοιχείου της μεθόδου προεξόφλησης ταμειακών ροών, ακολουθούμε τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Παρούσα Αξία} = \sum_{i=1}^t \frac{CFt}{(1+r)^t}$$

Όπου:

t: η διάρκεια ζωής του περιουσιακού στοιχείου

CFt: οι ταμειακές ροές σε χρόνο t

R: το προεξοφλητικό επιτόκιο, δηλαδή, ο κίνδυνος των εκτιμώμενων ταμειακών ροών

Στην περίπτωση εφαρμογής του μοντέλου σε ολόκληρη την επιχείρηση, υπολογίζεται η παρούσα αξία των εκτιμώμενων ταμειακών ροών για το σύνολο των δραστηριοτήτων που την απαρτίζουν.

### 4.3.3 Ταμειακές Ροές

Θα διακρίνουμε τις ταμειακές ροές, αρχικά, σε λειτουργικές και ελεύθερες ταμειακές ροές. Η βασική ιδιότητα των λειτουργικών ταμειακών ροών είναι να ανταποκρίνονται στις υποχρεώσεις της εταιρείας προς τρίτους και προς τους μετόχους. Δηλώνουν, δηλαδή πως η επιχείρηση μπορεί να μετατρέψει την κερδοφορία της σε ρευστότητα. Κάνοντας λόγο, λοιπόν, για ταμειακά διαθέσιμα, αντιλαμβανόμαστε τη σημασία των ταμειακών ροών στην αξία της εταιρείας καθώς σύμφωνα με τον Warren Buffet, έναν από τους μεγαλύτερους επενδυτές στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, ο όρος ταμειακά διαθέσιμα δεν καταρτίζεται σύμφωνα με παραδοχές και εκτιμήσεις, επομένως και δεν περιέχει σφάλματα, εξαιρώντας, βεβαίως τις περιπτώσεις απάτης.

Για τον υπολογισμό των λειτουργικών ταμειακών ροών ακολουθείται ο τύπος:

$$OCF = \text{Καθαρό εισόδημα} + \text{Αποσβέσεις} - \text{Μεταβολές στο Κεφάλαιο Κίνησης}$$

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές υπολογίζονται ως το πλεόνασμα των λειτουργικών ταμειακών ροών σε σχέση με τις κεφαλαιακές εκροές. Αποτελούν έναν αξιόπιστο δείκτη απόδοσης μιας επιχείρησης, καθώς αντικατοπτρίζουν την ικανότητα της να δημιουργεί ταμειακά διαθέσιμα, πέραν των απαιτούμενων διακρατηθέντων για τη συνήθη λειτουργία της. Ωστόσο, περιορισμένες ελεύθερες ταμειακές ροές μπορεί να προκύπτουν λόγω υψηλών επενδύσεων της περιόδου. Επομένως, θα πρέπει να εξετάζονται οι συνθήκες και όχι μόνο τον ύψος των ροών για τον προσδιορισμό της δυνατότητας κερδών.

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές διακρίνονται σε ελεύθερες ταμειακές ροές προς την επιχείρηση (Free Cash Flow to the Firm, FCFF) και προς τους μετόχους (Free Cash Flow to Equity, FCFE). Ανάλογα, δηλαδή με τον αποδέκτη των ροών. Οι FCFF αποτελούνται από τις ροές λειτουργικών δραστηριοτήτων μειωμένες κατά τις κεφαλαιουχικές δαπάνες. Για να προκύψουν οι FCFE αφαιρούνται και οι πληρωμές προς τους δανειστές ή αντίστοιχα προστίθενται οι εισπράξεις.

Συνεπώς οι σχέσεις που ισχύουν είναι οι εξής:

FCFF= Καθαρό εισόδημα + Αποσβέσεις – Επενδύσεις σε Πάγιο Κεφάλαιο – Μεταβολές στο Κεφάλαιο Κίνησης

και

FCFE= Καθαρό εισόδημα + Αποσβέσεις – Επενδύσεις σε Πάγιο Κεφάλαιο – Μεταβολές στο Κεφάλαιο Κίνησης + Καθαρός Δανεισμός

#### 4.3.4 Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου

Έχοντας δημιουργηθεί πρόβλεψη ελεύθερων ταμειακών ροών για το χρονικό ορίζοντα που καθορίστηκε, προχωράμε στην προεξόφλησή της με το κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο. Χρησιμοποιείται, λοιπόν, το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου της εταιρείας (WACC, Weighted Average Cost of Capital) που εκφράζει την ελάχιστη απόδοση που απαιτεί ένας επενδυτής προκειμένου να αποκτήσει μετοχή στην εταιρεία. Ευκολονόητα, στόχος είναι η απόδοση τουλάχιστον του κόστους κεφαλαίου επιπλέον ενός ποσού.

$$WACC = r_e * (E / C) + r_d * (1 - T) * (D / C)$$

Όπου:

$r_e$ : το κόστος ιδίων κεφαλαίων

$r_d$ : το κόστος ξένων κεφαλαίων

E :τα ίδια κεφάλαια

D :τα ξένα κεφάλαια

C :το συνολικό παθητικό

T :ο φορολογικός συντελεστής

#### 4.3.5 Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων

Το κόστος ιδίων κεφαλαίων ή μετοχικού κεφαλαίου αποτελεί την αναμενόμενη απόδοση ενός επενδυτή από το μετοχικό κεφάλαιο που καταβάλλει. Η συνηθέστερη και επιστημονικά

τεκμηριωμένη μέθοδος για τον υπολογισμό του ύψους του είναι το υπόδειγμα CAPM (Capital Asset Pricing Model). Το CAPM έχει αναπτυχθεί, μεταξύ άλλων, από τους Fama (1970), Lintner (1965), Mossin (1966) και Sharpe (1964) και έχει καταξιωθεί στη σύγχρονη εφαρμοσμένη χρηματοοικονομική. Είναι ιδιαίτερα ευέλικτο και απλό και έχει ως εξής:

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

Όπου:

$r_f$  : το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου (risk free rate)

$b$  : ο συντελεστής βήτα ή ο συστηματικός κίνδυνος της επιχείρησης

$r_m$  : ο κίνδυνος της αγοράς και

$(r_m - r_f)$ : το επασφάλιστρο κινδύνου

#### 4.3.6 Κόστος Δανεισμού

Το κόστος δανεισμού αφορά το επιτόκιο δανεισμού της εταιρείας. Σχετίζεται άμεσα με την πιστοληπτική της ικανότητα, καθώς ο κίνδυνος αθέτησης επηρεάζει αυξητικά τα επιτόκια. Οι τύποι που χρησιμοποιούνται είναι οι εξής:

$$\text{Κόστος δανεισμού} = \text{Χρηματοοικονομικά Έξοδα} / \text{Σύνολο Δανειακών Κεφαλαίων}$$

Διαφορετικά:

$$\text{Cost of Debt} = r_f + (\text{Country} + \text{Company}) \text{ Default Spread}$$

Όπου Default Spread η διακύμανση των αποδόσεων των ομολόγων μιας χώρας και μιας εταιρείας αντίστοιχα.

#### 4.3.7 Συντελεστής βήτα

Ο συντελεστής βήτα χρησιμοποιείται στον προσδιορισμό του κόστους ιδίων κεφαλαίων. Αποτελεί έναν τρόπο μέτρησης του κινδύνου. Για τον υπολογισμό του εφαρμόζεται απλή γραμμική παλινδρόμηση με εξαρτημένη μεταβλητή, συνήθως, την απόδοση της τιμής της εξεταζόμενης μετοχής και ανεξάρτητη την απόδοση του σχετικού δείκτη. Για καλύτερη αξιοπιστία προτείνεται, από τον καθηγητή Damodaran, η χρήση των betatων εταιρειών του κλάδου, γεγονός που εξυπηρετεί και τις μη εισηγμένες οι οποίες δε διαθέτουν πληροφορίες για την πορεία της μετοχή τους.

### 4.3.8 Υπολειμματική Αξία

Η υπολειμματική αξία αναφέρεται στην αξία που απομένει μετά το πέρας της εκτιμώμενης περιόδου. Όσο μεγαλύτερη είναι αυτή η περίοδος, τόσο μικρότερη η υπολειμματική αξία, ωστόσο, η πρόβλεψη, συνήθως, αφορά μία πενταετία. Η επιχείρηση μπορεί να εξακολουθεί να λειτουργεί και μετά την περίοδο της εκτίμησης οπότε θα πρέπει να προσδιοριστεί η αξία που θα έχει στο τέλος αυτής. Ο υπολογισμός της απαιτεί ακρίβεια, καθώς επηρεάζει την παρούσα αξία της επένδυσης σήμερα, και αποτελεί μία δύσκολη διαδικασία καθώς εμπλέκονται μακροχρόνιοι παράγοντες και αβεβαιότητα.

Ο τύπος που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό της είναι ο εξής:

$$\text{Υπολειμματική Αξία} = \frac{CF_t * g}{r - g}$$

Όπου:

CF<sub>t</sub>: οι ταμειακές ροές του προηγούμενου χρόνου

r: προεξοφλητικό επιτόκιο

g: ρυθμός ανάπτυξης

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

### ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΦΙΜΠΡΑΝ Δ.

### ΑΝΑΣΤΑΣΙΑΔΗΣ Α.Ε.

#### 5.1 Ιστορική Αναδρομή της Εταιρείας

Η FIBRAN ιδρύθηκε το 1974 από τον κ. Δημήτριο Αναστασιάδη, έχοντας όραμα τη δημιουργία μίας παγκόσμιας ελληνικής βιομηχανίας. Ξεκίνησε ως εταιρεία προκατασκευών και η πλήρης αρχική επωνυμία ήταν FIBRAN ΕΦΑΡΜΟΓΕΣ ΠΡΟΚΑΤΑΣΚΕΥΗΣ Δ. ΑΝΑΣΤΑΣΙΑΔΗΣ, από το “fiberglass” και το επώνυμο του ιδρυτή. Αποτελούσε ένα joint venture μεταξύ του κ. Αναστασιάδη και Άγγλων συνεργατών του με γνώση της απαραίτητης τεχνογνωσίας των προκατασκευών. Ανέλαβε οικοδομικά έργα στη Σαουδική Αραβία και συνεργάστηκε με μεγάλες κατασκευαστικές εταιρείες.



Ο κ. Αναστασιάδης συνέχισε την εταιρεία ως κατασκευαστική, έχοντας, όμως, και εμπορική δραστηριότητα στα μονωτικά υλικά πήρε την απόφαση να μεταβεί στη βιομηχανική δραστηριότητα. Η αρχή αυτού του νέου κύκλου σηματοδοτείται από την πρώτη γραμμή παραγωγής εξηλασμένης πολυστερίνης, ενός εξαιρετικού θερμομονωτικού υλικού, το 1995, διεκδικώντας πρωταγωνιστικό ρόλο στο χώρο της παραγωγής μονωτικών υλικών, καθώς η μόνη παραγωγή μονωτικών υλικών τότε αφορούσε το φελιζόλ. Ακολούθησε η δημιουργία δεύτερης και τρίτης γραμμής το 1997 και 1999 αντίστοιχα, σε εκτάσεις δίπλα στις υπάρχουσες εγκαταστάσεις. Το 1999 η εταιρεία αύξησε τα κέρδη προ φόρων της κατά 20.5%, φτάνοντας τα 1,46 δισεκατομμύρια δραχμές και διαμόρφωσε αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων σε 50% και καθαρά κέρδη σε 37%.

Το 1997, επίσης, η εταιρεία στράφηκε προς την ανάπτυξη εξωστρεφούς χαρακτήρα. Έτσι, ξεκίνησε εμπορική επιχείρηση στη Βουλγαρία με συνέταιρο και τοπικό συνεργάτη. Επίσης, συμμετείχε μία venture capital, ένας θεσμικός επενδυτής που θέλησε να στηρίξει την προσπάθεια. Πέντε χρόνια αργότερα, το 2002, η FIBRAN Βουλγαρίας προχώρησε και ως παραγωγική.

Παράλληλα και χωρίς ακόμα να έχει ιδιαίτερη εμπειρία, αλλά με μεγάλο όραμα από τον ιδιοκτήτη, κινήθηκε προς την αγορά της Πορτογαλίας. Με τοπικό συνέταιρο γνώρισε την αγορά, που δεν ήταν και ιδιαίτερα διαφοροποιημένη από την ελληνική, και έκανε την εμφάνισή της και εδώ το 2002 με την παραγωγή εξηλασμένης πολυστερίνης.

Δύο χρόνια αργότερα δήλωσε παρουσία και στη Σλοβενία. Η πρώτη ονομασία της ήταν FIBRAN NORD, καθώς αποτελούσε το πιο βόρειο σημείο που έφτανε ως τότε ο όμιλος. Πλέον το όνομα έχει αλλάξει σε FIBRAN d.o.o..

Μία άλλη κατηγορία μονωτικών υλικών που συμπεριλήφθηκε στη δραστηριότητα της FIBRAN αποτελεί ο πετροβάμβακας, ένα ιδιαίτερα ανθεκτικό θερμομονωτικό υλικό. Η έναρξη της πρώτης γραμμής πετροβάμβακα στην Ελλάδα συμπίπτει χρονικά με την εκκίνηση της γραμμής εξηλασμένης πολυστερίνης στην Πορτογαλία. Το εργοστάσιο πετροβάμβακα ήταν το πρώτο στην Ελλάδα, αλλά και στα Βαλκάνια. Στα πλαίσια αυτής τη νέας προσπάθειας συνεργάστηκε με Ιάπωνες, στο κομμάτι της τεχνολογίας, σημειώνοντας την πρωτοπορία της χρήσης ηλεκτρικού φούρνου.

Η δεύτερη γραμμή πετροβάμβακα χρονολογείται το 2007, μαζί με τις επενδύσεις για δεύτερη γραμμή εξηλασμένης σε Βουλγαρία και Πορτογαλία.

Το 2009 η εταιρεία προχωράει σε οριζόντια επέκταση, στο υλικό της Γυψοσανίδας. Η επένδυση πραγματοποιήθηκε στην Ιταλία, αρχικά σε εμπορικό και στη συνέχεια σε βιομηχανικό επίπεδο.

Σχετικά με το υλικό της διογκωμένης πολυστερίνης, αποτελεί ένα υλικό εμπορίας από τις θυγατρικές της εταιρείας. Αποτελεί ένα εναλλακτικό υλικό εξωτερικής θερμοπρόσοψης που η ζήτηση της αγοράς οδήγησε στην αγορά του.

Το Δεκέμβριος του 1999, η FIBRAN καταθέτει και αίτηση εισαγωγής στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Σύμβουλος έκδοσης είχε οριστεί η HSBC Bank και κύριος ανάδοχος η Εμπορική Τράπεζα.

Με τα πρώτα σημάδια της κρίσης, το 2008, οι χρηματοοικονομικές αποφάσεις της διοίκησης οδήγησαν σε χειρισμούς αποπληρωμής των διαφόρων υποχρεώσεων. Το γεγονός αυτό αποδείχτηκε πεφωτισμένο, καθώς η οικονομική κρίση διαρκεί μέχρι σήμερα, δυσχεραίνοντας συνεχώς τις συνθήκες δανεισμού και την απαιτούμενη ρευστότητα.

Σήμερα η FIBRAN κατέχει ηγετική θέση στην ελληνική αγορά και κατατάσσεται τρίτη από πλευράς παραγωγικότητας εξηλασμένης πολυστερίνης σε ολόκληρη την Ευρώπη. Τα προϊόντα της εταιρίας διανέμονται, είτε μέσω θυγατρικών, είτε μέσω δικτύου εξουσιοδοτημένων συνεργατών και πρακτόρων, σε περισσότερες από τριάντα χώρες και στις πέντε ηπείρους.

## **5.2 Φιλοσοφία και θεμελιώδεις αξίες**

Χωρίς ιδιαίτερη εμπειρία, αλλά με μεγάλο όραμα από τον ιδιοκτήτη, η εταιρεία στράφηκε γρήγορα προς την ανάπτυξη εξωστρεφούς χαρακτήρα. Η εξωστρέφεια είναι ένα από τα χαρακτηριστικά που διατηρεί καθ' όλη την πορεία της. Με αυτόν τον τρόπο γνωρίζει και αφογκράζεται καλύτερα την αγορά και κερδίζει από τον εντοπισμό των εμπορικών κενών. Επίσης, εντοπίζει και αφομοιώνει πιο γρήγορα νέες τεχνολογίες.

Αυτό το χαρακτηριστικό βοήθησε και στην δημιουργία ενός έξυπνα γεωγραφικά διαμορφωμένου δικτύου παραγωγής και εμπορίας. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί το εργοστάσιο της Βουλγαρίας, εγκατεστημένο κοντά στα σύνορα με τη Ρουμανία καλύπτοντας ταυτόχρονα δύο αγορές. Επίσης, ο συνδυασμός της Ελλάδας, με τη Σλοβενία και τη Βουλγαρία, σχηματίζει ένα τρίγωνο ικανό να δηλώσει έντονη παρουσία στη Βαλκανική, καθώς και σε πιο ώριμες αγορές.

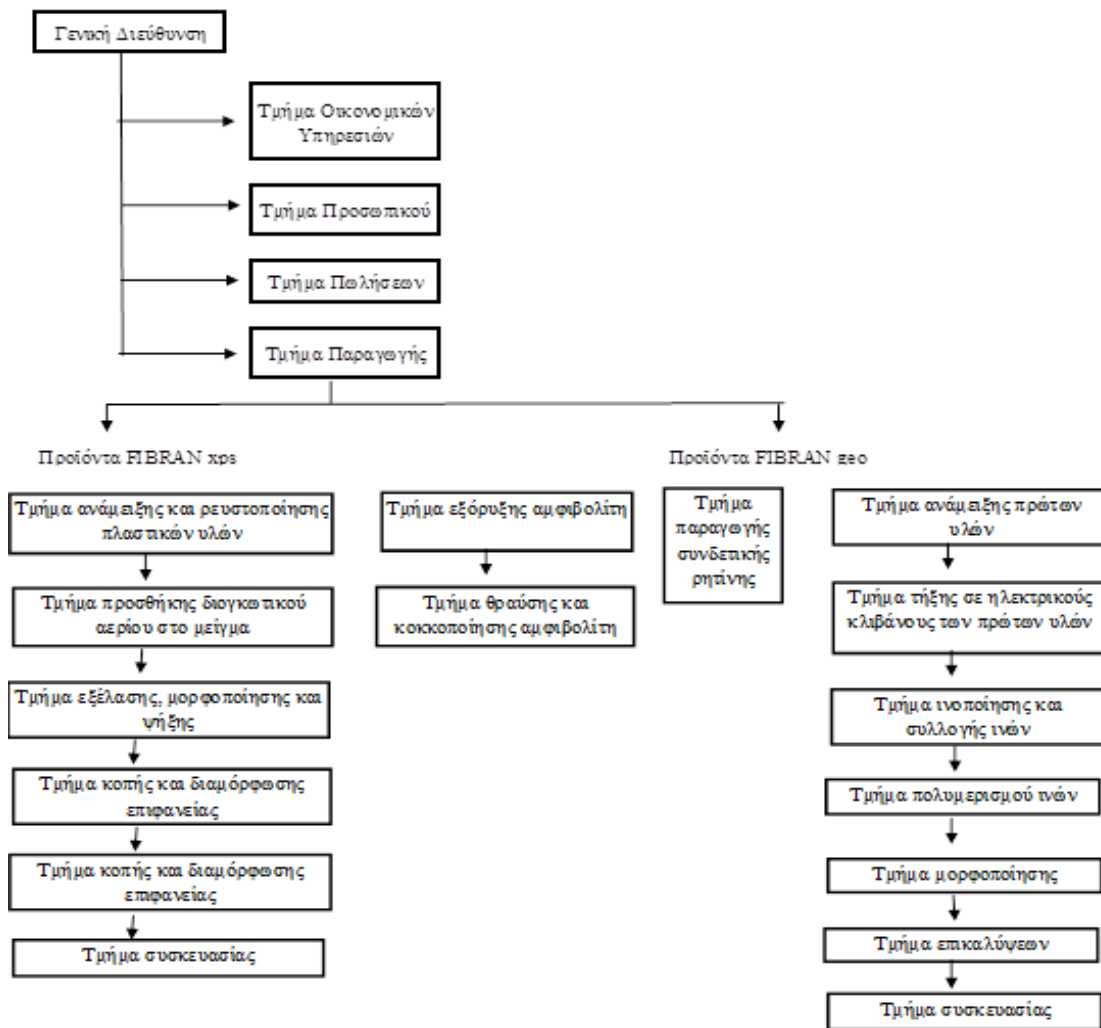
Αυτές οι κινήσεις απαιτούν ρίσκο και επιθετικές πολιτικές. Δίπλα, λοιπόν, στη διοίκηση υπάρχει έμπιστο και αφοσιωμένο προσωπικό. Αυτό φαίνεται εύκολα από το προφίλ οικογενειακής επιχείρησης που έχει. Η στάση της προς τους ανθρώπους της είναι δίκαιη και

υποστηρικτική. Η δικαιοσύνη και η διαφάνεια είναι αξίες που υποστήριξε από την αρχή. Αυτό συνδυάζεται και με την ιδεολογία πώς οι εργαζόμενοι, αλλά και οι πελάτες, δε θα φύγουν αν εσύ δεν τους αφήσεις να φύγουν. Η εταιρεία φροντίζει τις εσωτερικές και τις εξωτερικές της σχέσεις.

Επίσης, η FIBRAN ενθαρρύνει τις νέες ιδέες και τους νέους ανθρώπους. Το επιστημονικό της προσωπικό δεν αποτελεί ιδιαίτερη επένδυση της εταιρείας, ωστόσο, υπάρχουν συνεργασίες με εκπαιδευτικά ιδρύματα και ερευνητικά προγράμματα, καθώς και κίνητρα κινητοποίησης των υπαλλήλων.

Τέλος, ο άνθρωπος βρίσκεται στο κέντρο του ενδιαφέροντος του κ. Αναστασιάδη. Για τον άνθρωπο παράγει, δημιουργεί και εξελίσσεται. Επίσης, θεωρείται ευεργέτης στην γενέτειρά του, Τερπνή Σερρών, τόσο με την προσφορά θέσεων εργασίας στην περιοχή, όσο και με πολλαπλές κοινωνικές δράσεις και δωρεές. Οι πράξεις αυτές κληροδοτούνται πλέον στην εταιρεία του, διατηρώντας τον κοινωνικά ευαισθητοποιημένο χαρακτήρα του ιδρυτή της.

### **5.3 Οργανωτική Δομή**



## 5.4 Μετοχική Σύνθεση

Ο συνολικός αριθμός των μετοχών της FIBRAN ανέρχεται στις 44.617.406,00 μετοχές, ονομαστικής αξίας 0.30€ η κάθε μία.

Το Διοικητικό Συμβούλιο απαρτίζεται από τους εξής:

Αναστασιάδου – Σαββαΐδου Μαρία: Πρόεδρος και Διευθύνον Σύμβουλος

Αναστασιάδης Μιχαήλ: Αντιπρόεδρος

Αναστασιάδης Κωνσταντίνος: Μέλος Διοικητικού Συμβουλίου

Κόντος Μιχαήλ: Μέλος Διοικητικού Συμβουλίου

Ψαρούλης Κωνσταντίνος: Μέλος Διοικητικού Συμβουλίου

Σιώκατας Ευάγγελος: Μέλος Διοικητικού Συμβουλίου

## 5.5 Θυγατρικές και Συμμετοχές

Οι συμμετοχές της εταιρείας παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα:

Πίνακας 1: Ανάλυση συμμετοχικών τίτλων

Επωνυμία	Μορφή	ΓΕΜΗ	Έδρα	Αξία συμμετοχής	
				%	Αξία €
IBERFIBRAN-POLISTIRENO EXTRUDIDO S.A	ΑΕ		Πορτογαλία	64,99%	1.624.523,22
IZOLMAK-FIBRAN	ΕΠΕ		ΠΓΔΜ	51%	206.702,57
FIBRAN BULGARIA AD	ΑΕ		Βουλγαρία	67,00%	2.656.541,09
IZOTEC A.E	ΑΕ	00029390100 0	Άνοιξη Αττικής	100,00%	1.063.337,49
FIBRAN HOLDING ITALIA (FHI) SRL	ΕΠΕ		Ιταλία	100,00%	21.508.000,00
FIBRAN D.O.O.	ΕΠΕ		Σλοβενία	100,00%	7.508.763,14
FIBRAN SERBIA DOO	ΕΠΕ		Σερβία	100,00%	19.032,26
FIBRAN ALBANIA SHPK	ΕΠΕ		Αλβανία	100,00%	5.464,27
Σύνολο					34.592.364,04

## 5.6 Μερισματική Πολιτική

Τοπέντε τοις εκατό των καθαρών κερδών, έτσι όπως έχουν προκύψει αφαιρώντας από τα ακαθάριστα κέρδη που πραγματοποιήθηκαν κάθε έξοδος, κάθε ζημία, κάθε άλλο εταιρικό βάρος και οι αποσβέσεις, παρακρατείται για σχηματισμό τακτικού αποθεματικού. Το ποσό αυτό παύει να απαιτείται εάν έχει καλυφθεί το ένα τρίτο του μετοχικού κεφαλαίου. Όταν μειωθεί αρχίζει και πάλι να εφαρμόζεται η κράτηση.

Επιπλέον, κρατείται το απαιτούμενο ποσό για την καταβολή του πρώτου μερίσματος από έξι τοις εκατό τουλάχιστον του κεφαλαίου που καταβλήθηκε κατά αναλογική εφαρμογή και των διατάξεων του άρθρου 3, παράγραφος 1 και 2 του Α.Ν. 148/1967 (της παραγράφου 2 όπως αυτή συμπληρώθηκε από το άρθρο του Ν.Δ. 34/1968). Το υπόλοιπο διατίθεται, έπειτα από απόφαση της Συνελεύσεως, σαν πρόσθετο μέρισμα ή για τη δημιουργία έκτακτου

αποθεματικού ή σαν αμοιβή του Διοικητικού Συμβουλίου ή μεταφέρεται σε νέα χρήση όπως ο νόμος αυτός ισχύει σήμερα.

## 5.7 Στρατηγική Πολιτική

Η στρατηγική πολιτική της εταιρείας αποβλέπει στη μακροχρόνια βιωσιμότητα και ανάπτυξή της. Παρά τις δυσμενείς οικονομικές, πολιτικές και κοινωνικές συνθήκες της τελευταίας δεκαετίας κατάφερε να διατηρήσει τη θέση της στην αγορά, γεγονός που αποδεικνύεται από τον κύκλο εργασιών της και τα επίπεδα κερδοφορίας της.

## 5.8 Περιβάλλον

Όπως δηλώνει ένα από τα διοικητικά μέλη της εταιρείας: ένα από τα ευτυχέστερα πράγματα στη ζωή μας είναι το να έχουμε μεγάλους ανταγωνιστές. Αυτή είναι η κινητήρια δύναμη που μας ωθεί προς τα πάνω. Η FIBRAN δεν είχε καθόλου εμπειρία στο βιομηχανικό τομέα, όμως, αναγκάστηκε να εξελιχθεί γρήγορα για ανταποκριθεί στις ανάγκες της αγοράς και να γίνει ανταγωνιστική.

Βασικός ανταγωνιστής ήταν από την αρχή τη DOW Chemicals, παγκόσμιος ηγέτης και εφευρέτης της εξηλασμένης. Δίπλα σε αυτό τον παγκόσμιο κολοσσό ήρθε να σταθεί η FIBRAN με την εμφάνισή της στην παραγωγή εξηλασμένης πολυστερίνης. Τα τελευταία χρόνια στην αγορά εισάχθηκε και η ΤΙΚΤΑΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ.

Με την παραγωγή και εμπορία γενικά μονωτικών υλικών ασχολούνται διάφορες εταιρείες όπως: Οι εταιρείες ARTIC Π. ΑΘΑΝΑΣΙΑΔΗΣ ΑΒΕΕ, ISOBAU HELLAS ΑΕ, ΚΟΝΤΙ ΑΒΕΕ και CONTROL AIR BALKAN ΑΒΕΕ, ασχολούνται με την παραγωγή πολυουρεθάνης. Οι εταιρείες ΜΟΝΩΣΤΥΡ ΑΒΕΕ, ΚΑΡΑΓΙΩΡΓΟΣ ΑΕ, ΜΑΡΜΑΡΑ ΠΑΠΑΠΕΤΡΟΥ ΑΕΒΕ, ΜΟΝΩΣΗ-ΣΥΣΚΕΥΑΣΙΑ “ΣΤΥΡΟΠΑΝ” ΑΒΕΕ, ΣΤΥΡΟΠΑΝ ΑΕ, ΜΟΝΩΤΙΚΑ ΒΕΛΕΣΤΙΝΟΥ Γ. ΣΑΡΑΝΤΗΣ & ΣΙΑ ΟΕ, ΠΑΝΜΟΝΩΤΙΚΗ ΑΕ, ΡΙΖΑΚΟΣ Γ.Κ. ΑΒΕΤΕ και ΤΙΚΤΑΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ, παράγουν διογκωμένη πολυστερίνη. Η MAGNOMIN ΑΕ είναι η μοναδική παραγωγική επιχείρηση ξυλομάλλου και τέλος, οι

εταιρείες ΕΣΧΑ ΕΛΛΑΣ ΑΕΒΕ, ΜΠΙΤΟΥΛΑΙΝ ΑΒΕΕ, ΑΦΟΙ ΓΙΑΝΝΙΔΗ “ΕΡΜΗΣ-ΕΡΜΗΧΡΩΜ” ΑΕ και ΒΙΑΣΦΑΛΤ ΑΒΕ, παράγουν ασφαλτικές μεμβράνες<sup>25</sup>.

Με εισαγωγική και εμπορική δραστηριότητα συναντώνται οι εταιρείες: ΒΙΜΕΚΟ ΕΠΕ που ασχολείται με εισαγωγές και εμπόριο δομικών υλικών, χαλυβουργικών υλικών (π.χ. σωλήνες) και θερμομονωτικών πολυουρεθάνης. Επίσης, ασχολείται με την εγκατάσταση προκατασκευασμένων κτιρίων, στα οποία χρησιμοποιείται μέρος των μονωτικών που εισάγει, η ΔΟΜΟΜΑΡΚΕΤ ΑΒΕΕ που ασχολείται κυρίως με το εμπόριο διογκωμένης και εξηλασμένης πολυστερίνης, υαλοβάμβακα, πετροβάμβακα, ξυλομάλλου, επαλειπτικώνστεγανωτικών υλικών (ασφαλτικά, ακριλικά, πολυουρεθανικά, τσιμεντοειδή), αφρώδη μονωτικών υλικών και χρωμάτων. Επιπλέον, πραγματοποιεί εισαγωγές από την Ιταλία σε ασφαλτικές μεμβράνες που φέρουν το εμπορικό σήμα POLYGLASS.

Η εταιρεία ΘΕΡΚΟΜ ΑΕ ασχολείται με τις εισαγωγές και το εμπόριο χρωμάτων, βερνικιών, μονωτικών και δομικών υλικών. Ειδικότερα, εισάγει και εμπορεύεται τα εξής προϊόντα: Αντικραδασμικές - θερμοηχομονωτικές πλάκες φελλού, πετροβάμβακα ROCKWOOL Σουηδίας, υαλοβάμβακα (ISOVER) από τη Γερμανία, υαλοϋφάσματα και υαλοσφαιρίδια, εύκαμπτα μονωτικά υλικά θερμομόνωσης (ARMAFLEX), εξηλασμένη πολυστερόλη (BASF), εξηλασμένη πολυστερίνη (OWENS CORNING), ηχομονωτικά υλικά (CUSTILAN, SALEX Αγγλίας), μεμβράνες κεραμοσκεπών και γεωμεμβράνες (MONARFLEX), χρώματα, βερνίκια και συντηρητικά ξύλου, στεγανωτικά και πρόσμικτα. Επιπλέον, εμπορεύεται ηχοαπορροφητικά φύλλα και πολυουρεθάνη.

Η εταιρεία ΚΟΥΡΤΗΣ Η. & ΣΤ. & ΥΙΟΙ Α.Ε. δραστηριοποιείται στο εμπόριο σιδήρου, μονωτικών και δομικών υλικών. Ειδικότερα, εισάγει και εμπορεύεται τσιμεντοειδή και ακριλικά (INDEX), ασφαλτικά (MC), ασφαλτικές μεμβράνες (ITALIANA MEMBRANE), μεμβράνες PVC, LLDPE και HDPE (CARBOFOL) και πετροβάμβακα (IZOMAT). Επιπλέον, εμπορεύεται σίδηρο, διογκωμένη και εξηλασμένη πολυστερίνη, γυψοσανίδες και υλικά δόμησης. Τα προϊόντα της διατίθενται αποκλειστικά στην εγχώρια αγορά.

Η επιχείρηση ΚΡΙΚΖΩΝΗΣ ΠΙΕΤΡΟΣ Ε. “ISOREN” εισάγει σημαντικές ποσότητες υαλοβάμβακα και πετροβάμβακα από τον οίκο Isocam (Τουρκία) και εξηλασμένης πολυστερίνης (STYRODUR) από τον γερμανικό οίκο Basf.

Η εταιρεία ΝΕΟΤΕΧ ΑΕΒΕ ασχολείται με την παραγωγή, τις εισαγωγές και το εμπόριο χρωμάτων, βερνικιών, επαλειπτικών μονωτικών και άλλων χημικών υλικών

---

<sup>25</sup><https://www.icap.gr/>

(πολυεστερικά, σιλικόνη κ.ά.). Επίσης, πραγματοποιεί εισαγωγές σε εξοπλισμούς τοίχων (υαλοπλέγματα και ίνες πολυπροπυλενίου), σε ασφαλόπανα και ασφαλικά κεραμίδια από τον γαλλικό οίκο Simplast και σε εξηλασμένη πολυστερίνη από τον οίκο Depron της Ολλανδίας.

Η ΝΕΟΤΕΞ Β. ΕΛΛΑΔΟΣ ΑΤΕΕ ασχολείται με την εμπορία ειδικών δομικών υλικών που εισάγονται από χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Συγκεκριμένα, πρόκειται κυρίως για ασφαλικές μεμβράνες από την Ιταλία και την Γαλλία (Pluvitec, Soprema), μεμβράνες κεραμοσκεπών, πολυεστερικά, τσιμεντοειδή, χρώματα, ρητίνες, υαλοπλέγματα και συνθετικές ίνες.

Η κύρια δραστηριότητα της εταιρείας ΠΑΓΟΥΝΗ ΑΕ αφορά την παραγωγή και εμπορία μεταλλικών και δομικών προϊόντων (μεταλλικοί σωλήνες, διαμορφωμένα και επίπεδα ελάσματα), ενώ ασχολείται επίσης με την εισαγωγή και εμπορία θερμομονωτικών πανελών πολουρεθάνης από τον ιταλικό οίκο Lattonedil.

Η ΠΟΛΥΚΕΜ Α.Β.Β.&Β.Ε ασχολείται με τις εισαγωγές, το εμπόριο και τη διανομή μονωτικών υλικών και υλικών δόμησης. Όσον αφορά τα στεγανωτικά υλικά, πραγματοποιεί εισαγωγές σε ασφαλικές μεμβράνες από τον οίκο INDEX - Ιταλίας, μεμβράνες EPDM από τον οίκο FIRESTONE - Βελγίου, καθώς και στεγανωτικά κονιάματα DETTERMANN από τον οίκο HEIDELBERGER - Γερμανίας. Επιπλέον, εισάγει και διανέμει προϊόντα υαλοβάμβακα ISOVER - Ιταλίας και ορυκτοβάμβακα ROCKWOOL - Δανίας. Έχει τη διανομή στην Ελλάδα των προϊόντων εξηλασμένης πολυστερίνης της εταιρείας DOW ΕΛΛΑΣ Α.Ε. Το 1998 η ΠΟΛΥΚΕΜ ΑΕ απορρόφησε τη συγγενή εταιρεία ΚΕ.ΜΥ. ΚΕΝΤΡΟ ΜΟΝΩΤΙΚΩΝ ΥΛΙΚΩΝ Α.Ε. η οποία είχε την ίδια δραστηριότητα με έδρα τη Θεσσαλονίκη.

Τέλος, η εταιρεία ΠΥΡΟΤΕΚ ΕΠΕ δραστηριοποιείται στις εισαγωγές πετροβάμβακα ROCKWOOL - Δανίας, κόλλας για μονώσεις, ελαστικών σωλήνων και ψευδοροφών.

Αντιλαμβανόμεστε, λοιπόν, πως υπάρχει μία μεγάλη γκάμα μονωτικών υλικών. Μεγάλο είναι και το πεδίο εφαρμογής τους και μπορούν να ενταχθούν στον ευρύτερο κλάδο των δομικών υλικών. Η ζήτησή τους, άλλωστε, εξαρτάται από την κατασκευαστική και οικοδομική δραστηριότητα της αγοράς. Συνεπώς, η οικονομική ύφεση και οι αρνητικές επιπτώσεις της στη δημοπράτηση μεγάλων έργων αλλά και στην ιδιωτική οικοδομική δραστηριότητα<sup>26</sup>, επηρέασε και τον κλάδο των μονωτικών υλικών. Ωστόσο, το 2014, ο κλάδος των μονωτικών σημειώνει επανεκκίνηση και το 2016 αύξηση της τάξεως του 16,7%

---

<sup>26</sup><http://www.statistics.gr/>



μετά από εννέα χρόνια, αν και στα αποτελέσματα των κύκλων εργασιών περιλαμβάνεται και η δραστηριότητά τους στο εξωτερικό. Σε τροχιά ανάπτυξης παραμένει το διάστημα 2018-2019, πορεία που ακολουθεί και ο κλάδος των μονωτικών<sup>27</sup>.

## **5.9 Διαχείριση Χρηματοοικονομικών Κινδύνων**

### **5.9.1 Αποθέματα**

Τα παραγόμενα προϊόντα έχουν μεγάλη διάρκεια ζωής, Μεγάλη σημασία, λοιπόν, για την εξασφάλιση της ποιότητας των αποθεμάτων, διαδραματίζει η σωστή αποθήκευσή τους και προστασίας τους έναντι των καιρικών συνθηκών.

### **5.9.2 Πιστώσεις**

Για αποφυγή επισφαλειών η εταιρεία φροντίζει να ελέγχει την πιστοληπτική ικανότητα των πελατών της και ειδικά στην αρχή μίας συνεργασίας. Έτσι διατηρεί σε χαμηλό βαθμό τον πιστωτικό της κίνδυνο.

### **5.9.3 Επιτόκια**

Ο κίνδυνος επιτοκίου σχετίζεται με τον δανεισμό της εταιρείας. Η FIBRAN δεν επιβαρύνεται με δανειακές υποχρεώσεις, την τρέχουσα περίοδο, ούτε έχει εκκρεμείς συναλλαγές αντιστάθμισης κινδύνου επιτοκίων. Ωστόσο, παρακολουθεί τις διακυμάνσεις των επιτοκίων, με σκοπό την ετοιμότητα για αντιμετώπιση του σε περίπτωση ανάγκης εξωτερικής χρηματοδότησης.

### **5.9.4 Ρευστότητα**

Η διαχείριση της ρευστότητας γίνεται από το διοικητικό συμβούλιο με σκοπό την έγκαιρη ανταπόκριση στις υποχρεώσεις της εταιρείας. Εξασφαλίζεται, λοιπόν, η απαραίτητη

---

<sup>27</sup><https://www.icap.gr/>

ρευστότητα είτε με χρηματικά διαθέσιμα, είτε με άντληση εσόδων από τις συμμετοχές ή και με χρήση τραπεζικής πίστωσης.

### **5.9.5 Συναλλαγμα**

Συναλλαγματικός κίνδυνος υφίσταται κατά τη σύναψη συναλλαγών και συνεργασιών σε άλλο νόμισμα. Η FIBRAN συναλλάσσεται με προμηθευτές και πελάτες, τόσο της ζώνης του ευρώ όσο και εκτός αυτής. Επομένως, εκτίθεται σε συναλλαγματικό κίνδυνο, αλλά σε διαχειρίσιμο και ελεγχόμενο βαθμό.

### **5.9.6 Φορολογική Νομοθεσία**

Όπως και οι περισσότερες οικονομικές μονάδες, έτσι και η εξεταζόμενη, επηρεάστηκε από τις αλλαγές στη φορολογία των επιχειρήσεων, τόσο άμεσα με την αύξηση της φορολογικής επιβάρυνσης όσο έμμεσα λόγω της αβεβαιότητας στην προσπάθεια προγραμματισμού των μελλοντικών δράσεών της.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6**

### **ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ FIBRAN**

#### **Δ. ΑΝΑΣΤΑΣΙΑΔΗΣ Α.Ε.**

### **6.1 Στρατηγική Ανάλυση**

Κάθε εταιρεία, πριν την εκκίνησή της, οφείλει να έχει διαμορφώσει τη στρατηγική της. Προσδιορίζει, δηλαδή, το όραμα, τους στόχους και την αποστολή της. Στην προσπάθεια επίτευξης αυτών και με το πέρασμα των χρόνων, οι διάφοροι παράγοντες που επηρεάζουν την δράση της μπορεί να μεταβληθούν. Απαιτείται, λοιπόν, επανεξέταση, αναθεώρηση και επαναπροσδιορισμός ορισμένων αποφάσεων.

Η διαδικασία αυτή επιτυγχάνεται μέσω της στρατηγικής ανάλυσης. Μελετώντας τους εσωτερικούς και εξωτερικούς παράγοντες και γενικότερα την αγορά στην οποία

δραστηριοποιείται η θέση της στην αγορά καθίσταται ξεκάθαρη. Έπειτα έχει και τη δυνατότητα να επαναπροσανατολίσει την αξιοποίηση των πόρων της προς τη βέλτιστη υλοποίηση των στόχων της<sup>28</sup>.

Η SWOT Ανάλυση αποτελεί ένα από τα βασικότερα εργαλεία στρατηγικού σχεδιασμού. Η διαδικασία της έγκειται στον προσδιορισμό των εσωτερικών δυνάμεων και αδυναμιών της επιχείρησης και των ευκαιριών και απειλών που δέχεται από το εξωτερικό της περιβάλλον. Συνηθίζεται να συντάσσεται υπό μορφή πίνακα, όπως παρακάτω:

Πίνακας 2: Ανάλυση SWOT

ΔΥΝΑΜΕΙΣ	ΑΔΥΝΑΜΙΕΣ
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Εξωστρέφεια</li> <li>▪ Ηγετική θέση, αναγνώριση και καλή φήμη</li> <li>▪ Μεγάλη εμπορική θέση</li> <li>▪ Έξυπνα γεωγραφικά τοποθετημένες μονάδες παρουσίας και παραγωγής.</li> <li>▪ Φερεγγυότητα και βραχυπρόθεσμη ρευστότητα της επιχείρησης</li> <li>▪ Αφοσιωμένοι υπάλληλοι</li> <li>▪ Μεγάλη γκάμα προϊόντων</li> <li>▪ Ισχυρή πιστοληπτική ικανότητα</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Προώθηση προϊόντων</li> <li>▪ Ειδικευμένο προσωπικό</li> <li>▪ Οικονομική ανάπτυξη γρηγορότερη της οργανωτικής</li> </ul>
ΕΥΚΑΙΡΙΕΣ	ΑΠΕΙΛΕΣ
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Συνεχής ζήτηση μονωτικών υλικών και νέων προτάσεων</li> <li>▪ Προσθήκη νέων προϊόντων</li> <li>▪ Συμμετοχή σε ερευνητικά προγράμματα, πιθανότητες για καινοτομίες</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Είσοδος νέων ανταγωνιστών στην αγορά</li> <li>▪ Εξάρτηση από εξωτερικούς παράγοντες στη διαδικασία διανομής και διακίνησης των προϊόντων</li> <li>▪ Υψηλό κόστος παραγωγής</li> </ul>

## 6.2 Παρουσίαση Βασικών Οικονομικών Μεγεθών

<sup>28</sup>Montana P. J., Charnov B. H. (2002), “Μάνατζμεντ”, Τρίτη Αμερικάνικη Έκδοση, Εκδόσεις Κλειδάριθμός

Πίνακας 3:Ισολογισμός της 31/12/2018

<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>	<b>31/12/2018</b>	<b>31/12/2017</b>
<b>Μη κυκλοφορούντα στοιχεία</b>		
<b>Ενσώματα πάγια</b>		
Ακίνητα	4.034.916,82	4.342.921,93
Μηχανολογικός εξοπλισμός	1.769.586,44	1.790.237,90
Λοιπός εξοπλισμός	363.054,22	354.920,64
Επενδύσεις σε ακίνητα	2.573.083,14	2.686.185,70
Βιολογικά περιουσιακά στοιχεία		
Λοιπά ενσώματα στοιχεία		
<b>Σύνολο</b>	<b>8.740.640,62</b>	<b>9.174.266,17</b>
<b>Άυλα πάγια στοιχεία</b>		
Δαπάνες ανάπτυξης	1.200,25	1.200,25
Υπεραξία		
Λοιπά άυλα	40.027,58	31.421,09
<b>Σύνολο</b>	<b>41.227,83</b>	<b>32.621,34</b>
Προκαταβολές και μη κυκλοφορούντα στοιχεία υπό κατασκευή	<b>374.643,12</b>	<b>363.198,35</b>
<b>Χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία</b>		
Δάνεια και απαιτήσεις	0,00	0,00
Χρεωστικοί τίτλοι		
Διακρατούμενες έως τη λήξη επενδύσεις		
Συμμετοχές σε θυγατρικές, συγγενείς και κοινοπραξίες	34.592.364,04	34.291.364,04
Λοιποί συμμετοχικοί τίτλοι		
Διαθέσιμα για πώληση		
Στοιχεία προοριζόμενα για αντιστάθμιση		
Λοιπά		
<b>Σύνολο</b>	<b>34.592.364,04</b>	<b>34.291.364,04</b>
Αναβαλλόμενοι φόροι		
<b>Σύνολο μη κυκλοφορούντων</b>	<b>43.748.875,61</b>	<b>43.861.449,90</b>
<b>Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία</b>		
<b>Αποθέματα</b>		
Έτοιμα και ημιτελή προϊόντα	2.409.990,28	2.068.566,46
Εμπορεύματα	1.976.248,26	1.536.937,96
Πρώτες ύλες και υλικά	3.648.748,30	3.138.008,19
Βιολογικά περιουσιακά στοιχεία (Αποθ.)		
Προκαταβολές για κυκλοφορούντα στοιχεία και υπηρεσίες	658.832,02	770.091,86
Λοιπά αποθέματα		
<b>Σύνολο</b>	<b>8.693.818,86</b>	<b>7.513.604,47</b>
<b>Χρηματοοικονομικά στοιχεία</b>		
Εμπορικές απαιτήσεις	30.217.775,51	28.364.388,17
Δουλεωμένα έσοδα περιόδου	45.106,00	0,00
Λοιπές απαιτήσεις	683.309,69	810.023,59
Λοιπά χρηματοοικονομικά στοιχεία	0,00	0,00
Προπληρωμένα έξοδα	90.893,89	29.475,57
Εμπορικό χαρτοφυλάκιο	0,00	0,00
Ταμιακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	3.269.579,61	911.920,80

<b>Σύνολο</b>	<b>34.306.664,70</b>	<b>30.115.808,13</b>
<b>Σύνολο κυκλοφορούντων</b>	<b>43.000.483,56</b>	<b>37.629.412,60</b>
<b>Σύνολο Ενεργητικού</b>	<b>86.749.359,17</b>	<b>81.490.862,50</b>

<b>ΠΑΘΗΤΙΚΟ</b>	<b>31/12/2018</b>	<b>31/12/2017</b>
<b>ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ</b>		
<b>Καταβλημένα κεφάλαια</b>		
Κεφάλαιο	13.385.221,80	13.385.221,80
Υπέρ το άρτιο		
Καταθέσεις ιδιοκτητών		
Ίδιοι τίτλοι		
<b>Σύνολο</b>	<b>13.385.221,80</b>	<b>13.385.221,80</b>
<b>Διαφορές εύλογης αξίας</b>		
Διαφορές αξίας ενσωμάτων παγίων		
Διαφορές αξίας διαθέσιμων για πώληση		
Διαφορές αξίας στοιχείων αντιστάθμισης ταμειακών ροών		
<b>Σύνολο</b>		
<b>Αποθεματικά και αποτελέσματα εις νέο</b>		
Αποθεματικά νόμων ή καταστατικού	17.968.483,15	17.168.263,66
Αφορολόγητα αποθεματικά	40.764.713,89	40.764.713,89
Αποτελέσματα εις νέο	8.828.476,60	5.022.706,39
<b>Σύνολο</b>	<b>67.561.673,64</b>	<b>62.955.683,94</b>
Συναλλαγματικές διαφορές		
<b>Σύνολο καθαρής θέσης</b>	<b>80.946.895,44</b>	<b>76.340.905,74</b>
<b>Προβλέψεις</b>		
Προβλέψεις για παροχές σε εργαζομένους	402.111,65	377.665,46
Λοιπές προβλέψεις		
<b>Σύνολο</b>	<b>402.111,65</b>	<b>377.665,46</b>
<b>Υποχρεώσεις</b>		
<b>Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις</b>		
Μακροπρόθεσμα Δάνεια		
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις		
Κρατικές επιχορηγήσεις		
Αναβαλλόμενοι φόροι- Υποχρέωση		
<b>Σύνολο</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις</b>		
Βραχυπρόθεσμα Τραπεζικά Δάνεια	0,00	0,00
Βραχυπρόθεσμο μέρος μακροπροθέσμων δανείων		
Εμπορικές υποχρεώσεις	2.029.223,25	2.201.405,20
Φόρος εισοδήματος	669.893,12	288.575,32
Λοιποί φόροι και τέλη	111.102,74	99.574,11
Οργανισμοί κοινωνικής ασφάλισης	282.134,59	274.859,94
Λοιπές υποχρεώσεις	1.768.236,56	1.342.915,44

Έξοδα χρήσεως δουλεωμένα	539.761,82	564.961,29
Έσοδα επόμενων χρήσεων		
<b>Σύνολο</b>	<b>5.400.352,08</b>	<b>4.772.291,30</b>
<b>Σύνολο Υποχρεώσεων</b>	<b>5.400.352,08</b>	<b>4.772.291,30</b>
<b>Σύνολο Καθαρής Θέσης, Προβλέψεων και Υποχρεώσεων</b>	<b>86.749.359,17</b>	<b>81.490.862,50</b>

Το σύνολο του Ενεργητικού κατά την 31.12.2018 ανήλθε, σε ποσό ευρώ 86.749.359,17 έναντι ποσού ευρώ 81.490.862,50 κατά την 31.12.2017.

Το σύνολο των Κυκλοφορούντων στοιχείων του Ενεργητικού ανήλθαν κατά την 31.12.2018 σε ποσό ευρώ 43.000.483,56, έναντι ποσού ευρώ 37.629.412,60 κατά την 31.12.2017.

Η Καθαρή Θέση διαμορφώθηκε σε ποσό ευρώ 80.946.895,44κατά την 31.12.2018, έναντι ποσού ευρώ 76.340.905,74κατά την 31.12.2017.

Το Σύνολο των Υποχρεώσεων κατά την 31.12.2018 ανήλθε, σε ποσό ευρώ 5.400.352,08, έναντι ποσού ευρώ 4.772.291,30κατά την 31.12.2017.

Στοιχεία των Αποτελεσμάτων της Εταιρείας

Πίνακας 4: Κατάσταση Αποτελεσμάτων

	<b>31/12/2018</b>	<b>31/12/2017</b>
Κύκλος εργασιών	48.219.719,06	42.030.494,70
Κόστος πωλήσεων	-31.815.749,24	-28.316.957,67
<b>Μικτό Αποτέλεσμα</b>	<b>16.403.969,82</b>	<b>13.713.537,03</b>
Άλλα έσοδα	170.706,75	201.867,54
	<b>16.574.676,57</b>	<b>13.915.404,57</b>
Έξοδα διάθεσης	-8.516.887,67	-7.986.559,22
Έξοδα διοίκησης	-1.105.431,97	-1.056.452,58
Απομειώσεις απαιτήσεων (καθαρό ποσό)	0,00	0,00
Κέρδη & ζημιές από διάθεση παγίων στοιχείων	-370,70	21,08
Κέρδη & ζημιές από επιμέτρηση στην εύλογη αξία	0,00	0,00
Άλλα έξοδα και ζημιές	-122.107,53	-145.897,23
Άλλα κέρδη	44.719,00	34.653,39
<b>Αποτέλεσμα προ φόρων και τόκων</b>	<b>6.874.597,70</b>	<b>4.761.170,01</b>
Έσοδα από συμμετοχές	974.850,00	519.920,00
Πιστωτικοί τόκοι	967,32	14.396,66
Χρεωστικοί τόκοι	-42.388,11	-72.026,43
<b>Αποτέλεσμα προ φόρων</b>	<b>7.808.026,91</b>	<b>5.223.460,24</b>
Φόροι εισοδήματος	-2.202.037,21	-1.532.113,18
<b>Αποτέλεσμα περιόδου μετά από φόρους</b>	<b>5.605.989,70</b>	<b>3.691.347,06</b>

Ο Κύκλος Εργασιών κατά την 31.12.2018 ανήλθε σε ποσό ευρώ 48.219.719,06, έναντι ποσού ευρώ 42.030.494,70κατά την 31.12.2017.

Τα Μικτά Αποτελέσματα διαμορφώθηκαν κατά την 31.12.2018 σε κέρδος ποσού ευρώ 16.403.969,82, έναντι κέρδους ποσού ευρώ 13.713.537,03κατά την 31.11.2017.

Τα Αποτελέσματα προ τόκων και φόρων διαμορφώθηκαν κατά την 31.12.2018 σε κέρδος ποσού ευρώ 6.874.597,70, έναντι κέρδους ποσού ευρώ 4.761.170,01κατά την 31.11.2017.

Τα Καθαρά Αποτελέσματα προ Φόρων Χρήσης ανήλθαν κατά την 31.12.2018 σε κέρδος ποσού ευρώ 7.808.026,91, έναντι κέρδους ποσού ευρώ 5.223.460,24κατά την 31.12.2017.

Τα Καθαρά Αποτελέσματα μετά Φόρων Χρήσης ανήλθαν κατά την 31.12.2018 σε κέρδος ποσού ευρώ 5.605.989,70, έναντι κέρδους ποσού ευρώ 3.691.347,06κατά την 31.12.2017.

### **6.3 Χρηματοοικονομική Ανάλυση**

Η ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων μπορεί να επιτευχθεί με μία σειρά μεθόδων. Οι πιο διαδεδομένες αυτών είναι η οριζόντια ανάλυση, η κάθετη ανάλυση και η ανάλυση βάσει αριθμοδεικτών<sup>29</sup>. Κάθε μέθοδος έχει τις δικές δυσκολίες, πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα, επομένως, συνηθίζεται να χρησιμοποιούνται συνδυαστικά για την καλύτερη κατανόηση της πορείας της εξεταζόμενης οικονομικής μονάδας.

#### **6.3.1 Οριζόντια Ανάλυση**

Η μελέτη των μεταβολών ενός στοιχείου από έτος σε έτος ονομάζεται οριζόντια ανάλυση. Οι καταστάσεις που καταρτίζονται κατά την οριζόντια ανάλυση είναι διάφορες. Οι πιο γνωστές είναι οι Συγκριτικές Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις, καθώς παρουσιάζουν δεδομένα από δύο ή και περισσότερες διαχειριστικές χρήσεις και επιτρέπουν τη σύγκριση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Οι μεταβολές που εξετάζονται μπορούν να εκφραστούν με διάφορους τρόπους.

Στη βιβλιογραφία συναντώνται, επίσης, οι Οριζόντιες Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις Κοινού Μεγέθους. Σε αυτή τη μελέτη ορίζεται ένα έτος ως έτος – βάση και το

---

<sup>29</sup>Λαζαρίδης Γ. Τ., Παπαδόπουλος Δ. Α. (2010), “Επιχειρηματική Ανάλυση και Προσδιορισμός Αξίας”, Θεσσαλονίκη

ποσό κάθε έτους κάθε στοιχείου εκφράζεται συγκριτικά με το ποσό του αντίστοιχου στοιχείου κατά το έτος βάσης. Οι συγκεκριμένες καταστάσεις είναι γνωστές και ως Καταστάσεις Ποσοστών Τάσης. Αν και εξυπηρετούν τη μακροχρόνια χρηματοοικονομική εξέλιξη μία επιχείρησης, δεν προτιμάται ιδιαίτερα για μεμονωμένη ανάλυση, καθώς τα αποτελέσματα που προκύπτουν αφορούν μεταβολές ως προς το επιλεγμένο έτος βάσης.

Για την οριζόντια ανάλυση της FIBRANέχουν καταρτιστεί οι Συγκριτικές Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις. Για τον υπολογισμό των μεταβολών αφαιρέθηκε από το ποσό του στοιχείου που εξετάζεται το ποσό του προηγούμενου έτους, διαιρέθηκε το ποσό του στοιχείου του προηγούμενου έτους, και πολλαπλασιάστηκε με το εκατό.



Πίνακας 5: Συγκριτικές Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις Ισολογισμούς

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	ΑΥΞΟΜΕΙΩΣΕΙΣ			
						2014-2015	2015-2016	2016-2017	2017-2018
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>									
<b>ΜΗ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>						<b>(ποσοστό %)</b>			
<u>Ενσώματα Πάγια</u>	<u>8.670.185,93</u>	<u>7.777.949,37</u>	<u>9.800.345,35</u>	<u>9.174.266,17</u>	<u>8.740.640,62</u>	-10,29	26,00	-6,39	-4,73
Ακίνητα	5.879.034,73	5.321.700,06	4.749.354,70	4.342.921,93	4.034.916,82	-9,48	-10,75	-8,56	-7,09
Μηχανολογικός εξοπλισμός	2.398.395,33	2.135.126,72	1.913.358,34	1.790.237,90	1.769.586,44	-10,98	-10,39	-6,43	-1,15
Λοιπός εξοπλισμός	392.755,87	321.122,59	338.344,05	354.920,64	363.054,22	-18,24	5,36	4,90	2,29
Επενδύσεις σε ακίνητα	0,00	0,00	2.799.288,26	2.686.185,70	2.573.083,14	-	-	-4,04	-4,21
Βιολογικά περιουσιακά στοιχεία									
Λοιπά ενσώματα στοιχεία									
<u>Άυλα πάγια στοιχεία</u>	<u>149.046,11</u>	<u>107.701,55</u>	<u>71.371,50</u>	<u>32.621,34</u>	<u>41.227,83</u>	-27,74	-33,73	-54,29	26,38
Δαπάνες ανάπτυξης	1.200,25	1.200,25	1.200,25	1.200,25	1.200,25	0,00	0,00	0,00	0,00
Υπεραξία									
Λοιπά άυλα	147.845,86	106.501,30	70.171,25	31.421,09	40.027,58	-27,96	-34,11	-55,22	27,39
<u>Προκαταβολές και μη κυκλοφορούντα στοιχεία υπό κατασκευή</u>	<u>1.807.331,08</u>	<u>2.883.543,07</u>	<u>274.392,99</u>	<u>363.198,35</u>	<u>374.643,12</u>	59,55	-90,48	32,36	3,15
<u>Χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία</u>	<u>30.912.620,04</u>	<u>36.419.157,61</u>	<u>35.228.864,04</u>	<u>34.291.364,04</u>	<u>34.592.364,04</u>	17,81	-3,27	-2,66	0,88
Δάνεια και απαιτήσεις	2.121.256,00	2.127.793,57	937.500,00	0,00	0,00	0,31	-55,94	-100,00	-
Χρεωστικοί τίτλοι									
Διακρατούμενες έως τη λήξη επενδύσεις									
Συμμετοχές σε θυγατρικές, συγγενείς και κοινοπραξίες	28.791.364,04	34.291.364,04	34.291.364,04	34.291.364,04	34.592.364,04	19,10	0,00	0,00	0,88
Λοιποί συμμετοχικοί τίτλοι									
Διαθέσιμα για πώληση									
Στοιχεία προοριζόμενα για αντιστάθμιση									
<u>Αναβαλλόμενοι φόροι</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>				
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΜΗ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>41.539.183,16</b>	<b>47.188.351,60</b>	<b>45.374.973,88</b>	<b>43.861.449,90</b>	<b>43.748.875,61</b>	13,60	-3,84	-3,34	-0,26
<b>ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>									
<u>Αποθέματα</u>	<u>5.686.789,29</u>	<u>5.904.202,10</u>	<u>5.771.411,33</u>	<u>7.513.604,47</u>	<u>8.693.818,86</u>	3,82	-2,25	30,19	15,71
Έτοιμα και ημιτελή προϊόντα	2.000.539,16	2.119.019,97	1.769.317,97	2.068.566,46	2.409.990,28	5,92	-16,50	16,91	16,51
Εμπορεύματα	912.052,98	1.116.701,45	1.391.033,70	1.536.937,96	1.976.248,26	22,44	24,57	10,49	28,58
Πρώτες ύλες και υλικά	2.184.279,33	1.901.690,19	2.389.025,21	3.138.008,19	3.648.748,30	-12,94	25,63	31,35	16,28
Βιολογικά περιουσιακά στοιχεία (Αποθ.)									
Προκαταβολές για κυκλοφορούντα στοιχεία και υπηρεσίες	589.917,82	766.790,49	222.034,45	770.091,86	658.832,02	29,98	-71,04	246,83	-14,45
Λοιπά αποθέματα									
<u>Χρηματοοικονομικά στοιχεία</u>	<u>21.478.005,25</u>	<u>20.963.323,98</u>	<u>29.140.554,83</u>	<u>30.115.808,13</u>	<u>34.306.664,70</u>	-2,40	39,01	3,35	13,92
Εμπορικές απαιτήσεις	19.213.866,92	19.100.625,48	25.012.362,00	28.364.388,17	30.217.775,51	-0,59	30,95	13,40	6,53
Δουλεωμένα έσοδα περιόδου	0,00	0,00	621.620,87	0,00	45.106,00	-	-	-100,00	-
Λοιπές απαιτήσεις	507.343,07	497.666,04	1.841.371,66	810.023,59	683.309,69	-1,91	270,00	-56,01	-15,64
Λοιπά χρηματοοικονομικά στοιχεία									
Προπληρωμένα έξοδα	123.078,46	80.575,18	20.850,23	29.475,57	90.893,89	-34,53	-74,12	41,37	208,37
Εμπορικό χαρτοφυλάκιο									
Ταμιακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	1.633.716,80	1.284.457,28	1.644.350,07	911.920,80	3.269.579,61	-21,38	28,02	-44,54	258,54
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>27.164.794,54</b>	<b>26.867.526,08</b>	<b>34.911.966,16</b>	<b>37.629.412,60</b>	<b>43.000.483,56</b>	-1,09	29,94	7,78	14,27
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>68.703.977,70</b>	<b>74.055.877,68</b>	<b>80.286.940,04</b>	<b>81.490.862,50</b>	<b>86.749.359,17</b>	7,79	8,41	1,50	6,45

ΠΑΘΗΤΙΚΟ

<b>ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ</b>									
<u>Καταβλημένα κεφάλαια</u>	<u>9.473.313,30</u>	<u>13.385.221,80</u>	<u>13.385.221,80</u>	<u>13.385.221,80</u>	<u>13.385.221,80</u>	41,29	0,00	0,00	0,00
Κεφάλαιο	9.473.313,30	13.385.221,80	13.385.221,80	13.385.221,80	13.385.221,80	41,29	0,00	0,00	0,00
Υπέρ το άρτιο									
Καταθέσεις ιδιοκτητών									
Ίδιοι τίτλοι									
<u>Διαφορές εύλογης αξίας</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	-	-	-	-
Διαφορές αξίας ενσωμάτων παγίων									
Διαφορές αξίας διαθέσιμων για πώληση									
Διαφορές αξίας στοιχείων αντιστάθμισης ταμειακών ροών									
<u>Αποθεματικά και αποτελέσματα εις νέο</u>	<u>56.075.234,96</u>	<u>55.802.196,93</u>	<u>60.264.336,88</u>	<u>62.955.683,94</u>	<u>67.561.673,64</u>	-0,49	8,00	4,47	7,32
Αποθεματικά νόμων ή καταστατικού	10.138.368,87	11.348.163,50	14.103.695,50	17.168.263,66	17.968.483,15	11,93	24,28	21,73	4,66
Αφορολόγητα αποθεματικά	44.213.764,64	40.764.713,89	40.764.713,89	40.764.713,89	40.764.713,89	-7,80	0,00	0,00	0,00
Αποτελέσματα εις νέο	1.723.101,45	3.689.319,54	5.395.927,49	5.022.706,39	8.828.476,60	114,11	46,26	-6,92	75,77
<u>Συναλλαγματικές διαφορές</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	-	-	-	-
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΗΣ</b>	<b>65.548.548,26</b>	<b>69.187.418,73</b>	<b>73.649.558,68</b>	<b>76.340.905,74</b>	<b>80.946.895,44</b>	5,55	6,45	3,65	6,03
<b>ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ</b>	<u>276.182,02</u>	<u>298.615,01</u>	<u>320.390,94</u>	<u>377.665,46</u>	<u>402.111,65</u>	8,12	7,29	17,88	6,47
Προβλέψεις για παροχές σε εργαζομένους	276.182,02	298.615,01	320.390,94	377.665,46	402.111,65	8,12	7,29	17,88	6,47
Λοιπές προβλέψεις									
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>									
<u>Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	-	-	-	-
Μακροπρόθεσμα Δάνεια									
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις									
Κρατικές επιχορηγήσεις									
Αναβαλλόμενοι φόροι- Υποχρέωση									
<u>Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις</u>	<u>2.879.247,42</u>	<u>4.569.843,94</u>	<u>6.316.990,42</u>	<u>4.772.291,30</u>	<u>5.400.352,08</u>	58,72	38,23	-24,45	13,16
Βραχυπρόθεσμα Τραπεζικά Δάνεια	0,00	1.000.000,00	2.017.640,50	0,00	0,00	-	101,76	-100,00	-
Βραχυπρόθεσμο μέρος μακροπροθέσμων δανείων									
Εμπορικές υποχρεώσεις	2.078.059,29	2.131.275,48	2.030.088,90	2.201.405,20	2.029.223,25	2,56	-4,75	8,44	-7,82
Φόρος εισοδήματος	80.462,03	426.885,05	621.305,54	288.575,32	669.893,12	430,54	45,54	-53,55	132,14
Λοιποί φόροι και τέλη	72.745,83	110.676,83	84.926,77	99.574,11	111.102,74	52,14	-23,27	17,25	11,58
Οργανισμοί κοινωνικής ασφάλισης	198.661,89	218.929,42	241.433,48	274.859,94	282.134,59	10,20	10,28	13,84	2,65
Λοιπές υποχρεώσεις	198.087,42	155.295,65	756.222,00	1.342.915,44	1.768.236,56	-21,60	386,96	77,58	31,67
Έξοδα χρήσεως δουλευμένα	251.230,96	526.781,51	565.373,23	564.961,29	539.761,82	109,68	7,33	-0,07	-4,46
Έσοδα επόμενων χρήσεων									
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>2.879.247,42</b>	<b>4.569.843,94</b>	<b>6.316.990,42</b>	<b>4.772.291,30</b>	<b>5.400.352,08</b>	58,72	38,23	-24,45	13,16
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΗΣ, ΠΡΟΒΛΕΨΕΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>68.703.977,70</b>	<b>74.055.877,68</b>	<b>80.286.940,04</b>	<b>81.490.862,50</b>	<b>86.749.359,17</b>	7,79	8,41	1,50	6,45

Πίνακας 6: Συγκριτικές Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις Αποτελεσμάτων Χρήσης

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ	1/01/2014 - 31/12/2014/01/2015 - 31/12/2015/01/2016 - 31/12/2016/01/2017 - 31/12/2017/01/2018 - 31/12/2018					ΑΥΞΟΜΕΙΩΣΕΙΣ			
	ΚΕΡΑΗ (ΖΗΜΙΕΣ) ΑΠΟ ΤΗ ΣΥΝΗΘΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ [ΚΙΠΤΦ]					2014-2015	2015-2016	2016-2017	2017-2018
						ποσοστό %			
Κύκλος εργασιών	25.356.752,24	29.474.444,13	36.830.345,59	42.030.494,70	48.219.719,06	16,24	24,96	14,12	14,73
Κόστος πωλήσεων	-18.803.895,83	-21.029.078,11	-25.145.247,25	-28.316.957,67	-31.815.749,24	11,83	19,57	12,61	12,36
<b>Μικτό αποτέλεσμα</b>	<b>6.552.856,41</b>	<b>8.445.366,02</b>	<b>11.685.098,34</b>	<b>13.713.537,03</b>	<b>16.403.969,82</b>	28,88	38,36	17,36	19,62
Άλλα έσοδα	202.365,98	146.286,55	146.545,07	201.867,54	170.706,75	-27,71	0,18	37,75	-15,44
	6.755.222,39	8.591.652,57	11.831.643,41	13.915.404,57	16.574.676,57	27,19	37,71	17,61	19,11
Έξοδα διάθεσης	-4.342.999,54	-5.216.962,51	-7.225.826,09	-7.986.559,22	-8.516.887,67	20,12	38,51	10,53	6,64
Έξοδα διοίκησης	-841.248,60	-819.810,07	-910.982,23	-1.056.452,58	-1.105.431,97	-2,55	11,12	15,97	4,64
Απομειώσεις απαιτήσεων (καθαρό ποσό)	-111.206,93	-336.164,11	0,00	0,00	0,00	202,29	-100,00	-	-
Κέρδη & ζημιές από διάθεση παγίων στοιχείων	0,00	0,00	2.111,76	21,08	-370,70	-	-	-99,00	-1858,54
Κέρδη & ζημιές από επιμέτρηση στην εύλογη αξία	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-	-	-	-
Άλλα έξοδα και ζημιές	-603.406,75	-414.855,44	-254.789,24	-145.897,23	-122.107,53	-31,25	-38,58	-42,74	-16,31
Άλλα κέρδη	38.602,45	6.633,58	357.153,99	34.653,39	44.719,00	-82,82	5284,03	-90,30	29,05
<b>ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ, ΤΟΚΩΝ [ΚΙΠΤΦ] - ΕΒΙΤ</b>	<b>894.963,02</b>	<b>1.810.494,02</b>	<b>3.799.311,60</b>	<b>4.761.170,01</b>	<b>6.874.597,70</b>	102,30	109,85	25,32	44,39
Αποσβέσεις	1.070.371,65	1.071.970,59	1.252.526,24	1.123.033,21	1.005.790,41				
<b>ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ, ΤΟΚΩΝ ΚΑΙ ΑΠΟΣΒΕΣΕΩΝ [ΚΙΠΤΦΑ] - ΕΒΙΤΔΑ</b>	<b>1.965.334,67</b>	<b>2.882.464,61</b>	<b>5.051.837,84</b>	<b>5.884.203,22</b>	<b>7.880.388,11</b>	46,67	75,26	16,48	33,92
Έσοδα από συμμετοχές	1.005.000,00	2.487.425,00	2.880.000,81	519.920,00	974.850,00	147,50	15,78	-81,95	87,50
Πιστωτικοί τόκοι	53.795,96	49.236,78	38.529,57	14.396,66	967,32	-8,47	-21,75	-62,63	-93,28
Χρεωστικοί τόκοι	-57.539,46	-85.928,24	-112.147,31	-72.026,43	-42.388,11	49,34	30,51	-35,78	-41,15
<b>ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ</b>	<b>1.896.219,52</b>	<b>4.261.227,56</b>	<b>6.605.694,67</b>	<b>5.223.460,24</b>	<b>7.808.026,91</b>	124,72	55,02	-20,92	49,48
Φόρος εισοδήματος	-370.286,14	-622.357,76	-1.243.554,72	-1.532.113,18	-2.202.037,21	68,07	99,81	23,20	43,73
<b>ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ</b>	<b>1.525.933,38</b>	<b>3.638.869,80</b>	<b>5.362.139,95</b>	<b>3.691.347,06</b>	<b>5.605.989,70</b>	138,47	47,36	-31,16	51,87
<b>ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ</b>									
Βασικά κέρδη (ζημιές) ανά μετοχή	0,03	0,08	0,12	0,08	0,13	138,47	47,36	-31,16	51,87

Ξεκινώντας από το ενεργητικό, παρατηρούμε ότι δεν έχουν σημειωθεί σημαντικές μεταβολές στα πάγια στοιχεία της εταιρείας, καθώς τα ποσοστά όλο και μειώνονται από περίοδο στη περίοδο. Σχετικά με τις απαιτήσεις από δάνεια που είχε χορηγήσει εύκολα βλέπουμε πως γίνεται ολική εξόφλησή τους το 2017. Αξίζει, επίσης, να σημειωθεί, η συνεχώς αυξητική πορεία των διάφορων στοιχείων των αποθεμάτων, πέρα από περιόδους μικρών περιορισμών, τις τάξεως του 2,25% στο σύνολό τους για το 2016.

Για τα στοιχεία του παθητικού επιτυχία αποτελεί ο διπλασιασμός των αποτελεσμάτων εις νέον από το 2014 στο 2015. Επιπλέον, αντιλαμβανόμαστε πως η εταιρεία έκανε χρήση τραπεζικού δανεισμού το 2015 και επιπλέον αντίστοιχου ποσού για το 2016, ενώ αποπληρώνει τις τραπεζικές υποχρεώσεις που έχει δημιουργήσει ήδη κατά το 2017.

Σχετικά με τις καταστάσεις αποτελεσμάτων χρήσης, αυτό που θα πρέπει να επισημάνουμε είναι ο διπλασιασμός των Κερδών προ τόκων και φόρων τόσο κατά την περίοδο 2014-2015, αλλά και την επόμενη. Τα ποσοστά περιορίζονται για τις επόμενες περιόδους, ωστόσο αποδεικνύουν εξίσου ικανοποιητικά αποτελέσματα. Γενικά οι εικόνα των καταστάσεων μαρτυρά μία εξαιρετικά ανοδική πορεία. Τα μόνο στοιχεία που σημειώνουν πτωτικά ποσοστά είναι αυτά που αφορούν έξοδα, ζημίες και πιστωτικούς τόκους.

### **6.3.2 Κάθετη Ανάλυση**

Κατά την κάθετη ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων τα διάφορα στοιχεία των καταστάσεων εκφράζονται ως ποσοστό επί ενός αντίστοιχου συνολικού ποσού. Για την κατάσταση Ισολογισμού συνηθίζεται να λαμβάνεται ως στοιχείο βάσης στο Σύνολο Ενεργητικού και το Σύνολο Παθητικού για τα στοιχεία ενεργητικού και παθητικού αντίστοιχα. Για την ανάλυση των Αποτελεσμάτων Χρήσης επιλέγεται το Σύνολο των Πωλήσεων κάνοντας εύκολα κατανοητό τη συμμετοχή των πωλήσεων στη κάλυψη των διάφορων εξόδων.

Οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις που προκύπτουν κατά την κάθετη ανάλυση ονομάζονται Καταστάσεις Κοινού Μεγέθους<sup>30</sup> και αυτό γιατί ορίζεται ένα στοιχείο των καταστάσεων ως στοιχείο - βάση. Έπειτα, διαιρούμε τα ποσά της ίδιας χρήσης με το ποσό του επιλεγμένου ως βάση στοιχείου και πολλαπλασιάζουμε με το εκατό. Με αυτό τον τρόπο προκύπτουν ποσοστά επί της εκατό που διευκολύνουν τη σύγκριση των στοιχείων μία

---

<sup>30</sup>Λαζαρίδης Γ. Τ., Παπαδόπουλος Δ. Α. (2005), “Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Βασικές Έννοιες Χρηματοοικονομικής, Χρηματοοικονομικός Σχεδιασμός και Διοίκηση Κεφαλαίου Κίνησης”, Τεύχος Α’, Έκδοση Β’, Θεσσαλονίκη

εταιρείας, καθώς παρέχουν στον αναλυτή μία πλήρη εικόνα των μεταβολών σε χρηματικές μονάδες ανά τα έτη.

Με αυτό τον τρόπο καταρτίστηκαν και για την περίπτωση της FIBRAN παρουσιάζοντας τις εξής μεταβολές:

Πίνακας 7: Καταστάσεις Κοινού Μεγέθους Ισολογισμού

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	2014	2015	2016	2017	2018
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>						(ποσοστό %)				
<b>ΜΗ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>										
Ενσώματα Πάγια	8.670.185,93	7.777.949,37	9.800.345,35	9.174.266,17	8.740.640,62	12,62	10,50	12,21	11,26	10,08
Ακίνητα	5.879.034,73	5.321.700,06	4.749.354,70	4.342.921,93	4.034.916,82	8,56	7,19	5,92	5,33	4,65
Μηχανολογικός εξοπλισμός	2.398.395,33	2.135.126,72	1.913.358,34	1.790.237,90	1.769.586,44	3,49	2,88	2,38	2,20	2,04
Λοιπός εξοπλισμός	392.755,87	321.122,59	338.344,05	354.920,64	363.054,22	0,57	0,43	0,42	0,44	0,42
Επενδύσεις σε ακίνητα	0,00	0,00	2.799.288,26	2.686.185,70	2.573.083,14	0,00	0,00	3,49	3,30	2,97
Βιολογικά περιουσιακά στοιχεία						0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Λοιπά ενσώματα στοιχεία						0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Άυλα πάγια στοιχεία	149.046,11	107.701,55	71.371,50	32.621,34	41.227,83	0,22	0,15	0,09	0,04	0,05
Δαπάνες ανάπτυξης	1.200,25	1.200,25	1.200,25	1.200,25	1.200,25	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Υπεραξία						0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Λοιπά άυλα	147.845,86	106.501,30	70.171,25	31.421,09	40.027,58	0,22	0,14	0,09	0,04	0,05
Προκαταβολές και μη κυκλοφορούντα στοιχεία υπό κατασκευή	1.807.331,08	2.883.543,07	274.392,99	363.198,35	374.643,12	2,63	3,89	0,34	0,45	0,43
Χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία	30.912.620,04	36.419.157,61	35.228.864,04	34.291.364,04	34.592.364,04	44,99	49,18	43,88	42,08	39,88
Δάνεια και απαιτήσεις	2.121.256,00	2.127.793,57	937.500,00	0,00	0,00	3,09	2,87	1,17	0,00	0,00
Χρεωστικοί τίτλοι						0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Διακρατούμενες έως τη λήξη επενδύσεις						0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Συμμετοχές σε θυγατρικές, συγγενείς και κοινοπραξίες	28.791.364,04	34.291.364,04	34.291.364,04	34.291.364,04	34.592.364,04	41,91	46,30	42,71	42,08	39,88
Λοιποί συμμετοχικοί τίτλοι						0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Διαθέσιμα για πώληση						0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Στοιχεία προοριζόμενα για αντιστάθμιση						0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Αναβαλλόμενοι φόροι	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΜΗ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>41.539.183,16</b>	<b>47.188.351,60</b>	<b>45.374.973,88</b>	<b>43.861.449,90</b>	<b>43.748.875,61</b>	<b>60,46</b>	<b>63,72</b>	<b>56,52</b>	<b>53,82</b>	<b>50,43</b>
<b>ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>										
Αποθέματα	5.686.789,29	5.904.202,10	5.771.411,33	7.513.604,47	8.693.818,86	8,28	7,97	7,19	9,22	10,02
Έτοιμα και ημιτελή προϊόντα	2.000.539,16	2.119.019,97	1.769.317,97	2.068.566,46	2.409.990,28	2,91	2,86	2,20	2,54	2,78
Εμπορεύματα	912.052,98	1.116.701,45	1.391.033,70	1.536.937,96	1.976.248,26	1,33	1,51	1,73	1,89	2,28
Πρώτες ύλες και υλικά	2.184.279,33	1.901.690,19	2.389.025,21	3.138.008,19	3.648.748,30	3,18	2,57	2,98	3,85	4,21
Βιολογικά περιουσιακά στοιχεία (Αποθ.)						0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Προκαταβολές για κυκλοφορούντα στοιχεία και υπηρεσίες	589.917,82	766.790,49	222.034,45	770.091,86	658.832,02	0,86	1,04	0,28	0,95	0,76
Λοιπά αποθέματα						0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Χρηματοοικονομικά στοιχεία	21.478.005,25	20.963.323,98	29.140.554,83	30.115.808,13	34.306.664,70	31,26	28,31	36,30	36,96	39,55
Εμπορικές απαιτήσεις	19.213.866,92	19.100.625,48	25.012.362,00	28.364.388,17	30.217.775,51	27,97	25,79	31,15	34,81	34,83
Δουλεψμένα έσοδα περιόδου	0,00	0,00	621.620,87	0,00	45.106,00	0,00	0,00	0,77	0,00	0,05
Λοιπές απαιτήσεις	507.343,07	497.666,04	1.841.371,66	810.023,59	683.309,69	0,74	0,67	2,29	0,99	0,79
Λοιπά χρηματοοικονομικά στοιχεία						0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Προπληρωμένα έξοδα	123.078,46	80.575,18	20.850,23	29.475,57	90.893,89	0,18	0,11	0,03	0,04	0,10
Εμπορικό χαρτοφυλάκιο						0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ταμιακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	1.633.716,80	1.284.457,28	1.644.350,07	911.920,80	3.269.579,61	2,38	1,73	2,05	1,12	3,77
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>27.164.794,54</b>	<b>26.867.526,08</b>	<b>34.911.966,16</b>	<b>37.629.412,60</b>	<b>43.000.483,56</b>	<b>39,54</b>	<b>36,28</b>	<b>43,48</b>	<b>46,18</b>	<b>49,57</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>68.703.977,70</b>	<b>74.055.877,68</b>	<b>80.286.940,04</b>	<b>81.490.862,50</b>	<b>86.749.359,17</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

ΠΑΘΗΤΙΚΟ										
<b>ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ</b>										
Καταβλημένα κεφάλαια	9.473.313,30	13.385.221,80	13.385.221,80	13.385.221,80	13.385.221,80	13.385.221,80	13,79	18,07	16,67	16,43
Κεφάλαιο	9.473.313,30	13.385.221,80	13.385.221,80	13.385.221,80	13.385.221,80	13.385.221,80	13,79	18,07	16,67	16,43
Υπέρ το άρτιο							0,00	0,00	0,00	0,00
Καταθέσεις ιδιοκτητών							0,00	0,00	0,00	0,00
Ίδιοι τίτλοι							0,00	0,00	0,00	0,00
<u>Διαφορές εύλογης αξίας</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	0,00	0,00	0,00	0,00
Διαφορές αξίας ενσωμάτων παγίων							0,00	0,00	0,00	0,00
Διαφορές αξίας διαθέσιμων για πώληση							0,00	0,00	0,00	0,00
Διαφορές αξίας στοιχείων αντιστάθμισης ταμειακών ροών							0,00	0,00	0,00	0,00
<u>Αποθεματικά και αποτελέσματα εις νέο</u>	<u>56.075.234,96</u>	<u>55.802.196,93</u>	<u>60.264.336,88</u>	<u>62.955.683,94</u>	<u>67.561.673,64</u>	<u>67.561.673,64</u>	81,62	75,35	75,06	77,25
Αποθεματικά νόμων ή καταστατικού	10.138.368,87	11.348.163,50	14.103.695,50	17.168.263,66	17.968.483,15	17.968.483,15	14,76	15,32	17,57	21,07
Αφορολόγητα αποθεματικά	44.213.764,64	40.764.713,89	40.764.713,89	40.764.713,89	40.764.713,89	40.764.713,89	64,35	55,05	50,77	50,02
Αποτελέσματα εις νέο	1.723.101,45	3.689.319,54	5.395.927,49	5.022.706,39	8.828.476,60	8.828.476,60	2,51	4,98	6,72	6,16
<u>Συναλλαγματικές διαφορές</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΗΣ</b>	<b>65.548.548,26</b>	<b>69.187.418,73</b>	<b>73.649.558,68</b>	<b>76.340.905,74</b>	<b>80.946.895,44</b>	<b>80.946.895,44</b>	95,41	93,43	91,73	93,68
<b>ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ</b>	<b>276.182,02</b>	<b>298.615,01</b>	<b>320.390,94</b>	<b>377.665,46</b>	<b>402.111,65</b>	<b>402.111,65</b>	0,40	0,40	0,40	0,46
Προβλέψεις για παροχές σε εργαζομένους	276.182,02	298.615,01	320.390,94	377.665,46	402.111,65	402.111,65	0,40	0,40	0,40	0,46
Λοιπές προβλέψεις							0,00	0,00	0,00	0,00
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>							0,00	0,00	0,00	0,00
<u>Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	0,00	0,00	0,00	0,00
Μακροπρόθεσμα Δάνεια							0,00	0,00	0,00	0,00
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις							0,00	0,00	0,00	0,00
Κρατικές επιχορηγήσεις							0,00	0,00	0,00	0,00
Αναβαλλόμενοι φόροι- Υποχρέωση							0,00	0,00	0,00	0,00
<u>Βραχυπρόθεσμα Τραπεζικά Δάνεια</u>	<u>2.879.247,42</u>	<u>4.569.843,94</u>	<u>6.316.990,42</u>	<u>4.772.291,30</u>	<u>5.400.352,08</u>	<u>5.400.352,08</u>	4,19	6,17	7,87	5,86
Βραχυπρόθεσμα Τραπεζικά Δάνεια	0,00	1.000.000,00	2.017.640,50	0,00	0,00	0,00	0,00	1,35	2,51	0,00
Βραχυπρόθεσμο μέρος μακροπροθέσμων δανείων							0,00	0,00	0,00	0,00
Εμπορικές υποχρεώσεις	2.078.059,29	2.131.275,48	2.030.088,90	2.201.405,20	2.029.223,25	2.029.223,25	3,02	2,88	2,53	2,70
Φόρος εισοδήματος	80.462,03	426.885,05	621.305,54	288.575,32	669.893,12	669.893,12	0,12	0,58	0,77	0,35
Λοιποί φόροι και τέλη	72.745,83	110.676,83	84.926,77	99.574,11	111.102,74	111.102,74	0,11	0,15	0,11	0,12
Οργανισμοί κοινωνικής ασφάλισης	198.661,89	218.929,42	241.433,48	274.859,94	282.134,59	282.134,59	0,29	0,30	0,30	0,34
Λοιπές υποχρεώσεις	198.087,42	155.295,65	756.222,00	1.342.915,44	1.768.236,56	1.768.236,56	0,29	0,21	0,94	1,65
Έξοδα χρήσεως δουλενμένα	251.230,96	526.781,51	565.373,23	564.961,29	539.761,82	539.761,82	0,37	0,71	0,70	0,69
Έσοδα επόμενων χρήσεων							0,00	0,00	0,00	0,00
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>2.879.247,42</b>	<b>4.569.843,94</b>	<b>6.316.990,42</b>	<b>4.772.291,30</b>	<b>5.400.352,08</b>	<b>5.400.352,08</b>	4,19	6,17	7,87	5,86
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΗΣ, ΠΡΟΒΛΕΨΕΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧ</b>	<b>68.703.977,70</b>	<b>74.055.877,68</b>	<b>80.286.940,04</b>	<b>81.490.862,50</b>	<b>86.749.359,17</b>	<b>86.749.359,17</b>	100,00	100,00	100,00	100,00

Πίνακας 8: Καταστάσεις Κοινού Μεγέθους Αποτελεσμάτων Χρήσεως

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ						2014	2015	2016	2017	2018
/01/2014 - 31/12/201/01/2015 - 31/12/201/01/2016 - 31/12/201/01/2017 - 31/12/201/01/2018 - 31/12/201/01/2019										
ΚΕΡΑΗ (ΖΗΜΙΕΣ) ΑΠΟ ΤΗ ΣΥΝΗΘΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ [ΚΙΠΦ]										
Κύκλος εργασιών	25.356.752,24	29.474.444,13	36.830.345,59	42.030.494,70	48.219.719,06	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Κόστος πωλήσεων	-18.803.895,83	-21.029.078,11	-25.145.247,25	-28.316.957,67	-31.815.749,24	-74,16	-71,35	-68,27	-67,37	-65,98
<b>Μικτό αποτέλεσμα</b>	<b>6.552.856,41</b>	<b>8.445.366,02</b>	<b>11.685.098,34</b>	<b>13.713.537,03</b>	<b>16.403.969,82</b>	25,84	28,65	31,73	32,63	34,02
Άλλα έσοδα	202.365,98	146.286,55	146.545,07	201.867,54	170.706,75	0,80	0,50	0,40	0,48	0,35
	6.755.222,39	8.591.652,57	11.831.643,41	13.915.404,57	16.574.676,57	26,64	29,15	32,12	33,11	34,37
Έξοδα διάθεσης	-4.342.999,54	-5.216.962,51	-7.225.826,09	-7.986.559,22	-8.516.887,67	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Έξοδα διοίκησης	-841.248,60	-819.810,07	-910.982,23	-1.056.452,58	-1.105.431,97	-17,13	-17,70	-19,62	-19,00	-17,66
Απομειώσεις απαιτήσεων (καθαρό ποσό)	-111.206,93	-336.164,11	0,00	0,00	0,00	-3,32	-2,78	-2,47	-2,51	-2,29
Κέρδη & ζημίες από διάθεση παγίων στοιχείων	0,00	0,00	2.111,76	21,08	-370,70	-0,44	-1,14	0,00	0,00	0,00
Κέρδη & ζημίες από επιμέτρηση στην εύλογη αξία	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Άλλα έξοδα και ζημιές	-603.406,75	-414.855,44	-254.789,24	-145.897,23	-122.107,53	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Άλλα κέρδη	38.602,45	6.633,58	357.153,99	34.653,39	44.719,00	-2,38	-1,41	-0,69	-0,35	-0,25
	38.602,45	6.633,58	357.153,99	34.653,39	44.719,00	0,15	0,02	0,97	0,08	0,09
<b>ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ, ΤΟΚΩΝ [ΚΙΠΦ] - EBIT</b>	<b>894.963,02</b>	<b>1.810.494,02</b>	<b>3.799.311,60</b>	<b>4.761.170,01</b>	<b>6.874.597,70</b>	3,53	6,14	10,32	11,33	14,26
Αποσβέσεις	1.070.371,65	1.071.970,59	1.252.526,24	1.123.033,21	1.005.790,41	4,22	3,64	3,40	2,67	2,09
<b>ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ, ΤΟΚΩΝ ΚΑΙ ΑΠΟΣΒΕΣΕΩΝ [ΚΙΠΦΑ] - EBITD</b>	<b>1.965.334,67</b>	<b>2.882.464,61</b>	<b>5.051.837,84</b>	<b>5.884.203,22</b>	<b>7.880.388,11</b>	7,75	9,78	13,72	14,00	16,34
Έσοδα από συμμετοχές	1.005.000,00	2.487.425,00	2.880.000,81	519.920,00	974.850,00		3,96	8,44	7,82	1,24
Πιστωτικοί τόκοι	53.795,96	49.236,78	38.529,57	14.396,66	967,32		0,21	0,17	0,10	0,03
Χρεωστικοί τόκοι	-57.539,46	-85.928,24	-112.147,31	-72.026,43	-42.388,11		-0,23	-0,29	-0,30	-0,17
<b>ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ</b>	<b>1.896.219,52</b>	<b>4.261.227,56</b>	<b>6.605.694,67</b>	<b>5.223.460,24</b>	<b>7.808.026,91</b>	7,48	14,46	17,94	12,43	16,19
Φόρος εισοδήματος	-370.286,14	-622.357,76	-1.243.554,72	-1.532.113,18	-2.202.037,21		-1,46	-2,11	-3,38	-3,65
<b>ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ</b>	<b>1.525.933,38</b>	<b>3.638.869,80</b>	<b>5.362.139,95</b>	<b>3.691.347,06</b>	<b>5.605.989,70</b>	6,02	12,35	14,56	8,78	11,63
<b>ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ</b>										
Βασικά κέρδη (ζημιές) ανά μετοχή	0,03	0,08	0,12	0,08	0,13	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00



Από τις καταστάσεις κοινού μεγέθους του ισολογισμού αντιλαμβανόμαστε ότι τα ενσώματα πάγια αποτελούν ένα σχετικά σταθερό μέρος του συνόλου του ενεργητικού της τάξεως του 10-12%, σε αντίθεση με τα άυλα που αποτελούν, όμως, έτσι και αλλιώς, μηδαμινή επένδυση για την εταιρεία. Η σταθερή αυτή αναλογία χαρακτηρίζει τη σχέση όλων των μεμονωμένων στοιχείων του ενεργητικού σε σχέση με του συνόλου του. Αυτό που θα μπορούσε να εξεταστεί περαιτέρω θα ήταν ίσως η αύξηση των εμπορικών απαιτήσεων έναντι του συνόλου του ενεργητικού.

Αντίστοιχη είναι και η πορεία των στοιχείων του παθητικού. Η απουσία έντονων αυξομειώσεων αντανακλά τη θετικά σταθερή πορεία της επιχείρησης. Οι μεγαλύτερες μεταβολές που σημειώνονται είναι η σταδιακή μείωση του αφορολόγητου αποθεματικού και η μεγαλύτερα ποσοστιαία αύξηση των αποτελεσμάτων εις νέων σε σχέση με το συνολικό παθητικό, με μία στατική εικόνα για το 2016-2017.

Οι καταστάσεις κοινού μεγέθους των αποτελεσμάτων λογίστηκαν με βάση τον κύκλο εργασιών. Παρατηρούμε, λοιπόν, μείωση του κόστους πωληθέντων στο μερίδιο των πωλήσεων. Δεν αυξάνεται, δηλαδή, αναλογικά με την αύξηση των πωλήσεων, επιτρέποντας μεγαλύτερο περιθώριο κέρδους. Γενικότερα, η εικόνα αυτών των καταστάσεων καταδεικνύει, όπως και τα αποτελέσματα των προηγούμενων, τη σταθερή και θετική πορεία της FIBRAN.

#### **6.4 Ανάλυση βάσει αριθμοδεικτών**

Αριθμοδείκτης είναι η σχέση μεταξύ δύο ή περισσότερων στοιχείων των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων. Καταρτίζονται με σκοπό τον προσδιορισμό της πραγματικής θέσεως ή της αποδοτικότητας των διάφορων τμημάτων ή ολόκληρων τομέων οι οποίοι αφορούν μία οικονομική μονάδα και σε τελική ανάλυση της πραγματικής καταστάσεως ολόκληρης της οικονομικής μονάδας ή και γενικότερα του κλάδου στον οποίο ανήκει η μονάδα αυτή.

Η ανάλυση βάσει αριθμοδεικτών αποτελεί μία διαδοδομένη και απλή μέθοδο. Για να είναι χρηστική, όμως, απαιτείται η συγκριτική ανάλυση των αριθμοδεικτών είτε με αντίστοιχους του κλάδου είτε με παρελθοντικά στοιχεία της ίδιας της εταιρείας.

Οι αριθμοδείκτες διακρίνονται σε:

- Αριθμοδείκτες ρευστότητας

- Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας
- Αριθμοδείκτες δραστηριότητας
- Αριθμοδείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης και
- Επενδυτικούς αριθμοδείκτες

#### 6.4.1 Αριθμοδείκτες ρευστότητα

##### Δείκτης Κυκλοφοριακής Ρευστότητας

Ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει το μέτρο ρευστότητας μιας επιχείρησης και το περιθώριο ασφαλείας, ώστε αυτή να είναι σε θέση να ανταποκριθεί στην πληρωμή των καθημερινών απαιτητών υποχρεώσεων. Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης τόσο μεγαλύτερη ρευστότητα έχει η επιχείρηση. Ένας δείκτης κυκλοφοριακής ρευστότητας πάνω από 2 θεωρείται καλή ένδειξη, όμως ένας υπερβολικά υψηλός δείκτης ίσως σημαίνει ότι η επιχείρηση δε χρησιμοποιεί αποδοτικά τις χρηματοδοτικές δυνατότητες που υπάρχουν, με αποτέλεσμα να μην μεγεθύνεται στην αγορά.

$$\text{Κυκλοφοριακή Ρευστότητα} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Πίνακας 9: Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ρευστότητας

Κυκλοφοριακής Ρευστότητας	2014	2015	2016	2017	2018
	9,43	5,88	5,53	7,88	7,96

Διάγραμμα 1: Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ρευστότητας



Ο δείκτης κυμαίνεται γενικά σε υψηλές τιμές. Αυτό οφείλεται κυρίως στο ότι η εταιρεία δε χρηματοδοτείται από κάποιο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα πέρα από τα έτη 2015-6. Φαίνεται, λοιπόν, πως μπορεί εύκολα να καλύψει τις τρέχουσες υποχρεώσεις τις.

### Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας

Ο δείκτης αυτός δείχνει την δυνατότητα της επιχείρησης να εξυπηρετήσει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της ρευστοποιώντας τα αμέσως ρευστοποιήσιμα στοιχεία. Τα αποθέματα αφαιρούνται από το κυκλοφορούν ενεργητικό διότι είναι το στοιχείο του κυκλοφορούντος ενεργητικού με τη μικρότερη ρευστότητα και υπάρχει μεγάλη πιθανότητα να πραγματοποιηθούν ζημιές όταν ρευστοποιηθούν. Όσο μικρότερος είναι ο δείκτης άμεσης ρευστότητας τόσο μεγαλύτερη είναι η έκθεση της επιχείρησης στον κίνδυνο μη αποπληρωμής βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της. Κατά συνέπεια, δείχνει πόσο ευπρόσβλητη είναι η επιχείρηση σε μια πιθανή μεταβολή του οικονομικού περιβάλλοντος στο οποίο λειτουργεί.

$$\text{Άμεση Ρευστότητα} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό} - \text{Αποθέματα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Πίνακας 10: Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας

Άμεση Ρευστότητα	2014	2015	2016	2017	2018
		7,46	4,59	4,61	6,31

Διάγραμμα 2: Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας



Παρατηρούμε ότι και ο δείκτης πραγματικής ρευστότητας λαμβάνει υψηλές τιμές. Η εταιρεία, λοιπόν, μπορεί να ανταποκριθεί στις τρέχουσες υποχρεώσεις τις και μόνο με τα άμεσα ρευστοποιήσιμα στοιχεία της.

### **6.4.2 Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας**

#### ROA (Απόδοση Ενεργητικού)

Η απόδοση του ενεργητικού μιας επιχείρησης αντανακλά την ικανότητα της διοίκησης της να χρησιμοποιεί τους οικονομικούς πόρους της επιχείρησης για να δημιουργεί καθαρά κέρδη. Μετρά δηλαδή την απόδοση όλων των ενδεδυμένων κεφαλαίων (ιδίων και ξένων) μιας

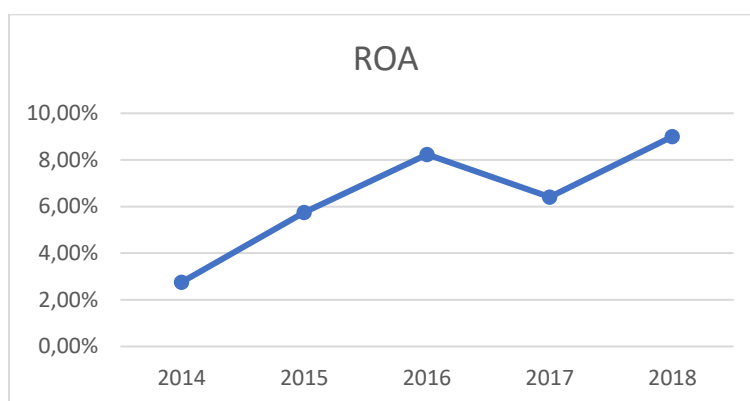
επιχείρησης. Η απόδοση ενεργητικού μιας επιχείρησης εξαρτάται από δύο κυρίως παράγοντες, το περιθώριο καθαρού κέρδους και την κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού.

$$ROA = \frac{\text{Κέρδη προ φόρων}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Πίνακας 11:ROA (Απόδοση Ενεργητικού)

ROA( Απόδοση Ενεργητικού)	2014	2015	2016	2017	2018
	2,76%	5,75%	8,23%	6,34%	9,00%

Διάγραμμα 3:ROA (Απόδοση Ενεργητικού)



### ROE (Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων)

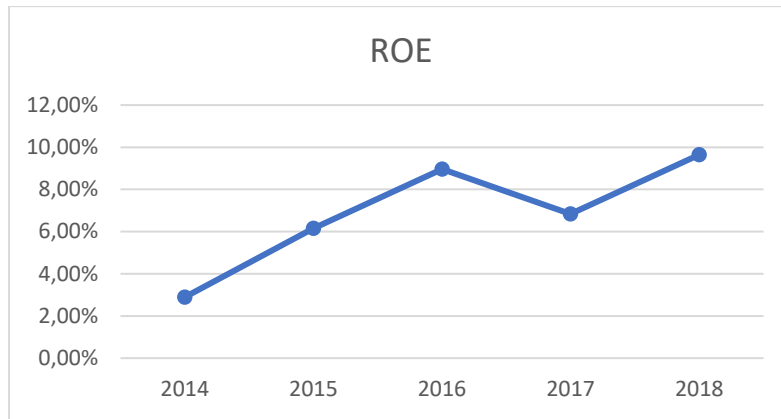
Το μέτρο αυτό δείχνει την αποτελεσματικότητα με την οποία η επιχείρηση χρησιμοποιεί τα κεφάλαια των ιδιοκτητών της, καθώς παρουσιάζει το μέγεθος των κερδών που δημιουργήθηκε από τα κεφάλαια που έχουν επενδύσει οι μέτοχοι. Η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης εξαρτάται από δύο κυρίως παράγοντες, την απόδοση του ενεργητικού και τον πολλαπλασιαστή μόχλευσης ή πολλαπλασιαστή ιδίων κεφαλαίων.

$$ROE = \frac{\text{Κέρδη προ φόρων}}{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}$$

Πίνακας 12:ROE (Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων)

ROE (Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων)	2014	2015	2016	2017	2018
	2,89%	6,16%	8,97%	6,84%	9,65%

Διάγραμμα 4:ROE (Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων)



### Αριθμοδείκτης Περιθωρίου Καθαρού Κέρδους

Αυτός ο αριθμοδείκτης δείχνει την απόδοση που λαμβάνει η επιχείρηση για κάθε ευρώ πωλήσεων. Το περιθώριο καθαρού κέρδους αντανakλά την τιμολογιακή πολιτική της επιχείρησης και την ικανότητά της να ελέγχει τα λειτουργικά της έξοδα, τα χρηματοοικονομικά της έξοδα και τους φόρους της. Εξαρτάται από το είδος του πωλούμενου προϊόντος και από τη στρατηγική που ακολουθεί η επιχείρηση σε σχέση με τον ανταγωνισμό.

$$\text{Περιθώριο Καθαρού Κέρδους} = \frac{\text{Κέρδη μετά φόρων}}{\text{Κύκλος εργασιών}}$$

Πίνακας 13: Αριθμοδείκτης Περιθωρίου Καθαρού Κέρδους

Περιθώριο Καθαρού Κέρδους (μετά φόρων)	2014	2015	2016	2017	2018
		6,02%	12,35%	14,56%	8,78%

Διάγραμμα 5: Αριθμοδείκτης Περιθωρίου Καθαρού Κέρδους



Εύκολα συμπεραίνουμε από τους δύο πρώτους παραπάνω δείκτες πώς η επιχείρηση επιτυγχάνει ικανοποιητικό αποτέλεσμα από τη χρήση των περιουσιακών της στοιχείων και των επενδυμένων κεφαλαίων. Επίσης, τα έσοδα από τη λειτουργική της δραστηριότητα επαρκούν για να τη χαρακτηρίσουν κερδοφόρα. Οι καμπή, άλλωστε, που παρατηρείται το

2017, οφείλεται κυρίως σε μείωση των εσόδων από τις συμμετοχές και όχι σε πτώση των πωλήσεων.

### 6.4.3 Αριθμοδείκτες δραστηριότητας

#### Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων

Ο δείκτης αυτός δείχνει την ταχύτητα με την οποία τα αποθέματα ανακυκλώνονται για να δημιουργήσουν τον συγκεκριμένο όγκο πωλήσεων σε μια λογιστική χρήση. 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.

$$\text{Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων} = \frac{\text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Αποθέματα}}$$

Πίνακας 14: Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων

Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων	2014	2015	2016	2017	2018
	3,31	3,56	4,36	3,77	3,66

Διάγραμμα 6: Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων



#### Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού

Ο δείκτης δείχνει τα έσοδα τα οποία δημιουργεί κάθε ευρώ που έχει επενδυθεί στο ενεργητικό μιας επιχείρησης. Παρουσιάζει δηλαδή πόσο αποτελεσματική είναι η διοίκηση του ενεργητικού μιας επιχείρησης στη δημιουργία πωλήσεων. Ένας υψηλός δείκτης παρέχει μια σημαντική ένδειξη ότι η επιχείρηση προβαίνει σε εντατική χρησιμοποίηση των περιουσιακών στοιχείων προκειμένου να πραγματοποιήσει τις πωλήσεις της. Το αντίθετο σηματοδοτεί ένας χαμηλός δείκτης.

$$\text{Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού} = \frac{\text{Κύκλος Εργασιών}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Πίνακας 15: Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού

Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού	2014	2015	2016	2017	2018
		0,37	0,40	0,46	0,51

Διάγραμμα 7: Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού



#### Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Παγίων

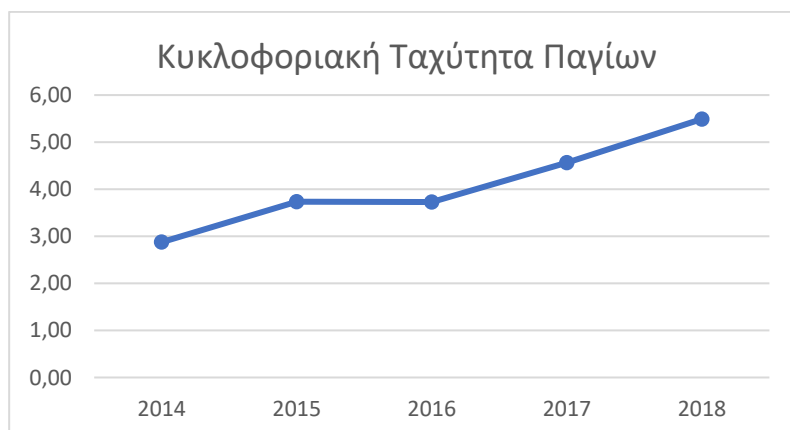
Ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας παγίων εκφράζει τον βαθμό που χρησιμοποιούνται τα πάγια της εταιρείας στη δημιουργία πωλήσεων.

$$\text{Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Παγίων} = \frac{\text{Κύκλος Εργασιών}}{\text{Πάγιο Ενεργητικό}}$$

Πίνακας 16: Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Παγίων

Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Παγίων	2014	2015	2016	2017	2018
		2,88	3,74	3,73	4,57

Διάγραμμα 8: Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Παγίων



Και στους τρεις παραπάνω δείκτες είναι εμφανές ότι η εταιρεία όλο και βελτιώνει την αξιοποίηση των αποθεμάτων, των παγίων και γενικά του ενεργητικού της.

#### 6.4.4 Αριθμοδείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης

##### Δείκτης Κάλυψης Χρεωστικών Τόκων

Ο δείκτης παρουσιάζει πόσες φορές καλύπτονται από τα καθαρά λειτουργικά της έσοδα οι ετήσιοι τόκοι τους οποίους πρέπει να πληρώσει η επιχείρηση. Χαμηλές τιμές του δείκτη δηλώνουν ότι η επιχείρηση βρίσκεται σε επικίνδυνη θέση. Μια μείωση της δραστηριότητας της θα μειώσει τα κέρδη προ τόκων και φόρων και μπορεί να την οδηγήσει σε αδυναμία πληρωμής των χρεωστικών της τόκων και μια πιθανή χρεοκοπία.

$$\text{Δείκτης Κάλυψης Χρεωστικών Τόκων} = \frac{\text{Κέρδη προ τόκων φόρων και αποσβέσεων}}{\text{Χρεωστικοί Τόκοι}}$$

Πίνακας 17: Δείκτης Κάλυψης Χρεωστικών Τόκων

Δείκτης Κάλυψης Τόκων	2014	2015	2016	2017	2018
	34,16	33,55	45,05	81,70	185,91

Διάγραμμα 9: Δείκτης Κάλυψης Χρεωστικών Τόκων



Τα κέρδη εκτοξεύονται στο εξεταζόμενο διάστημα οπότε και η δανειακή κατάσταση της εταιρείας είναι εξαιρετικά περιορισμένη μπροστά στη δυναμικότητά της να επιτυγχάνει κέρδη.

##### Αριθμοδείκτης Υποχρεώσεων προς Ίδια Κεφάλαια

Ο δείκτης είναι μια απλή μετατροπή του δείκτη συνολικής δανειακής επιβάρυνσης. Όσο μικρότερος είναι ο δείκτης τόσο περισσότερα ίδια κεφάλαια υπάρχουν για να ικανοποιηθούν



οι δανειστές σε περίπτωση χρεοκοπίας της επιχείρησης. Βέβαια, οι μέτοχοι προτιμούν υψηλά σχετικά επίπεδα του δείκτη, διότι με αυτό τον τρόπο μεγεθύνονται τα κέρδη τους.

$$\text{Δείκτης Υποχρεώσεων προς Ίδια Κεφάλαια} = \frac{\text{Σύνολο Υποχρεώσεων}}{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}$$

Πίνακας 18:Αριθμοδείκτης Υποχρεώσεων προς Ίδια Κεφάλαια

Υποχρεώσεις/Ίδια Κεφάλαια	2014	2015	2016	2017	2018
		0,04	0,07	0,09	0,06

Διάγραμμα 10:Αριθμοδείκτης Υποχρεώσεων προς Ίδια Κεφάλαια



Ο δείκτης, παρά την ανοδική του τάση, ειδικά για το 2016 που υπάρχει βραχυπρόθεσμος δανεισμός, παραμένει σταθερά πολύ χαμηλότερα της μονάδας, διασφαλίζοντας άριστη πιστοληπτική ικανότητα.

#### Δείκτης Οικονομικής Μόχλευσης

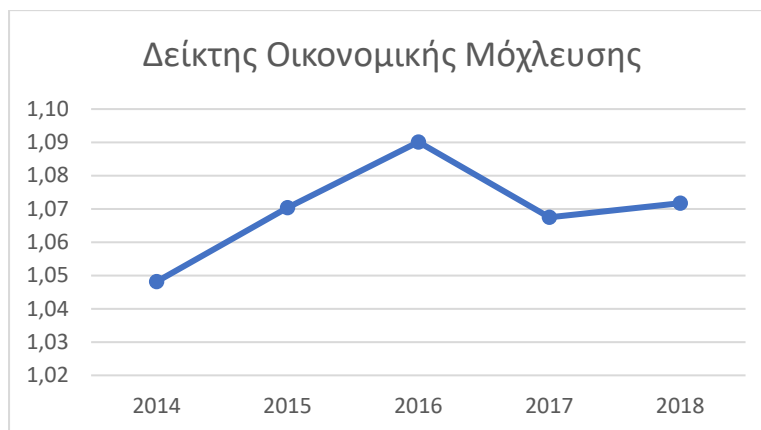
Ο δείκτης μόχλευσης δείχνει τη χρησιμότητα των ξένων κεφαλαίων στην αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων. Θετικές θεωρούνται οι τιμές μεγαλύτερες της μονάδας, ενώ αρνητικές οι μικρότερες αυτής.

$$\text{Δείκτης Οικονομικής Μόχλευσης} = \frac{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}$$

Πίνακας 19:Δείκτης Οικονομικής Μόχλευσης

Δείκτης Οικονομικής Μόχλευσης	2014	2015	2016	2017	2018
		1,05	1,07	1,09	1,08

Διάγραμμα 11:Δείκτης Οικονομικής Μόχλευσης



#### 6.4.5 Επενδυτικοί αριθμοδείκτες

##### Αριθμοδείκτης Κερδών ανά Μετοχή

Αυτός ο δείκτης εκφράζει τα κέρδη που αντιστοιχούν σε κάθε μετοχή και ευκολονόητα επηρεάζεται τόσο από το ύψος των κερδών όσο και από το πλήθος των μετοχών. Επιθυμητές είναι οι θετικές τιμές.

$$\text{Κέρδη ανά Μετοχή} = \frac{\text{Κέρδη μετά φόρων}}{\text{Αριθμός Μετοχών}}$$

Πίνακας 20: Αριθμοδείκτης Κερδών ανά Μετοχή

Κέρδη ανά Μετοχή	2014	2015	2016	2017	2018
	0,048	0,115	0,170	0,117	0,178

Διάγραμμα 12: Αριθμοδείκτης Κερδών ανά Μετοχή



## 6.5 Εξέταση Ποιότητας Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων

Η εταιρική χρήση αρχίζει από την 1<sup>η</sup> Ιανουαρίου και λήγει στις 31<sup>η</sup> Δεκεμβρίου. Το Διοικητικό Συμβούλιο καταρτίζει τις καταστάσεις που υποβάλλει για έγκριση στη Γενική Συνέλευση. Ο Ισολογισμός δημοσιεύεται τουλάχιστον είκοσι ημέρες πριν τη συνεδρίαση της Γενικής Συνέλευσης, σύμφωνα με το άρθρο 44, παράγραφος 10 του Νόμου 2190/1920. Επίσης, πριν την απόφαση της Συνελεύσεως οι καταστάσεις έχουν ελεγχθεί από ορκωτούς ελεγκτές.

Η εταιρεία εφαρμόζει τα ελληνικά λογιστικά πρότυπα, ακολουθεί, συνεπώς νομοθετημένο και αποδεκτό τρόπο τήρηση των λογιστικών βιβλίων και κατάρτιση των καταστάσεών της.

Η εταιρεία δε διαθέτει τμήμα εσωτερικού ελέγχου. Σε αυτή την περίπτωση δεν αμφισβητείται η ακριβής, επαρκής και αξιόπιστη πληροφόρηση των καταστάσεων, ωστόσο δεν παρέχεται κάποια βεβαιότητα σχετικά με την ευθύνη τήρησής τους για αντικατοπτρισμό της αληθινής εικόνας της επιχείρησης, άμεσα από την εταιρεία.

Τέλος, εξωτερικοί ελεγκτές εκδίδουν έκθεση ελέγχου, όπου διατυπώνουν γνώμη επί των οικονομικών καταστάσεων και παραθέτουν τις σχετικές σημειώσεις. Η γνώμη που διαμορφώνεται είναι γνώμη με επιφύλαξη, για το λόγο ότι η εταιρεία δε διενεργεί προβλέψεις.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7**

### **ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ**

### **FIBRAN Δ. ΑΝΑΣΤΑΣΙΑΔΗΣ Α.Ε.**

#### **7.1 Αποτίμηση βάσει της μεθόδου προεξοφλημένων ταμειακών ροών**

##### **7.1.1 Διαφορές στην αποτίμηση μη εισηγμένης**

Κατά την αποτίμηση μίας μη εισηγμένης παρατηρούνται μερικές βασικές διαφορές συγκριτικά με τις εισηγμένες, κυρίως ως προς τις πληροφορίες που απαιτούνται για τον προσδιορισμό των μεταβλητών και παρουσιάζονται παρακάτω:

- Λόγω της μη τήρησης αυστηρών λογιστικών προτύπων υπάρχει η πιθανότητα να υπολείπονται λεπτομέρειες ή διευκρινήσεις για το πώς λογίζονται ορισμένα στοιχεία. Τα κενά και τις ασάφειες καλείται να καλύψει ο αναλυτής με κρίση και κοινή λογική.
- Δεν έχουμε ιστορικά στοιχεία για τη μετοχή, καθώς δε διαπραγματεύεται στην αγορά και δεν καταγράφονται αγοραίες τιμές. Αυτό περιορίζει τα δεδομένα και καθιστά τις εκτιμήσεις για ρευστοποίηση πιο αυστηρές.
- Συνήθως η διοίκηση ταυτίζεται με τους ιδιοκτήτες της εταιρείας και κατ' επέκταση της περιουσίας της γεγονός που μπορεί να επηρεάζει τη μερισματική πολιτική και τα επιχειρησιακά έξοδα.

Στην περίπτωση της FIBRAN, θεωρούμε πώς τα παραπάνω προβλήματα δεν εμφανίζονται ή δε θα επηρεάσουν έντονα το αποτέλεσμα ή πώς μπορούν να ξεπεραστούν με αποδεκτές τακτικές. Οι δε λογιστικές καταστάσεις ελέγχονται από ορκωτούς λογιστές και η κατάρτισή τους χαρακτηρίζεται από αξιοπιστία, κατανοητότητα, συνάφεια, σύνεση, πληρότητα και συγκρισιμότητα.

### 7.1.2 Βήματα διαδικασία αποτίμηση

### 7.1.3 Κόστος ιδίων κεφαλαίων

Στην περίπτωση των μη εισηγμένων εταιρειών το κόστος ιδίων κεφαλαίων αναμένεται να είναι μεγαλύτερο από αυτό των εισηγμένων<sup>31</sup>. Αυτό στηρίζεται όχι τόσο στο ότι η εταιρεία εκτίθεται σε περισσότερο κίνδυνο λόγω της μορφής της, αλλά στο ότι συνήθως οι ιδιοκτήτες είναι λίγοι, αν όχι ένας, και συνεπώς εκτίθενται αναλογικά σε περισσότερο κίνδυνο. Η τιμή που αναμένεται κυμαίνεται μεταξύ 8-10%.

Για τον υπολογισμό του κόστους ιδίων κεφαλαίων ισχύει:

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

Όπου:

$r_f$  :το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου (risk free rate)

$b$  : ο συντελεστής βήτα ή ο συστηματικός κίνδυνος της επιχείρησης

$r_m$  :ο κίνδυνος της αγοράς και

$(r_m - r_f)$ : το επασφάλιστρο κινδύνου

<sup>31</sup>A.Damodaran (2016), “Private Company Valuation”, Session 20, Presentation on YouTube

Το  $R_f$  θεωρείται ότι προσφέρεται από τα ομόλογα ελληνικού δημοσίου διάρκειας αντίστοιχης με της προς αποτίμηση επένδυσης. Συνήθως, όμως, χρησιμοποιείται η απόδοση από το δεκαετές ομόλογο. Για τη FIBRAN ως ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση θα υπολογίσουμε μέση μηνιαία απόδοση του πρώτου εξαμήνου του 2019. Σύμφωνα, λοιπόν, με στοιχεία που αντλήθηκαν από την Τράπεζα της Ελλάδος έχουμε  $R_f = 3,55\%$ :

Πίνακας 21: Απόδοση δεκαετούς Ομολόγου Ελληνικού Δημοσίου

Ημερομηνία (2019)	Μέση Μηνιαία Απόδοση
Ιανουάριος	4,21%
Φεβρουάριος	3,84%
Μάρτιος	3,76%
Απρίλιος	3,42%
Μάιος	3,37%
Ιούνιος	2,67%
<b>Μέση Απόδοση Εξαμήνου</b>	<b>3,55%</b>

Κατά τον υπολογισμό του συντελεστή βήτα συναντάται η σημαντικότερη, ίσως, δυσκολία. Για τη μέτρηση του κινδύνου χρειάζονται ιστορικές τιμές των μετοχής της υπό εξέταση εταιρείας. Οι μετοχές, όμως, των μη εισηγμένων δεν εμπορεύονται στη κεφαλαιαγορά οπότε και δεν μπορούμε να αντλήσουμε τέτοιου είδους πληροφορίες. Προσπαθούμε, λοιπόν, να εκφράσουμε το beta της μη εισηγμένης ως συνάρτηση των beta εταιρειών του κλάδου ή όμορων κλάδου.

Οι εταιρείες που επιλέχθηκαν με βάση τη δραστηριότητά τους είναι οι εξής: ALUMIL, TITAN, ΑΚΡΙΤΑΣ, ΑΦΟΙ ΚΟΡΔΕΛΟΥ, ΒΙΟΧΑΛΚΟ, ΕΛΑΣΤΡΟΝ, ΜΑΘΙΟΣ ΠΥΡΙΜΑΧΑ και ΧΑΛΚΟΡ. Έπειτα από παλινδρόμηση των μηνιαίων λογαριθμικών αποδόσεων των επιλεγμένων εισηγμένων εταιρειών με τις μηνιαίες λογαριθμικές αποδόσεις του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών, προκύπτουν τα μεμονωμένα beta των εταιρειών αυτών ως εξής:

$Beta_{ALUMIL}: 0,64$

$Beta_{TITAN}: 0,65$

$Beta_{ΑΚΡΙΤΑΣ}: 1,21$

$Beta_{ΑΦΟΙ ΚΟΡΔΕΛΟΥ}: 0,30$

$Beta_{ΒΙΟΧΑΛΚΟΡ}: 1,32$

$Beta_{ΕΛΑΣΤΡΟΝ}: 0,87$

$Beta_{ΜΑΘΙΟΣ ΠΥΡΙΜΑΧΑ}: 0,55$

$Beta_{ΧΑΛΚΟΡ}: 1,32$

Υπολογίζοντας τον μέσο όρο των συντελεστών αυτών βήτα προκύπτει το beta για την εξεταζόμενη εταιρεία. Για τη FIBRAN, λοιπόν, έχουμε  $b = 0,86$

Για τον υπολογισμό του επασφάλιστρο κινδύνου θα χρησιμοποιήσουμε κίνδυνο αγορά  $R_m = 9,03\%$ , όπως δίνεται από τον καθηγητή Damodaran για την Ελλάδα.

Επομένως έχουμε:  $r_e = r_f + b * (r_m - r_f) = 3,55\% + 0,86 * (9,03\% - 3,55\%) = 8,26\%$ .

#### 7.1.4 Κόστος δανεισμός

Η FIBRAN την τρέχουσα περίοδο δεν κάνει χρήση ξένων κεφαλαίων. Κατά περιόδους αντλεί χρηματοδότηση από τα διάφορα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα της χώρας. Το επιτόκιο δανεισμού είναι σαφώς πιο ευνοϊκό από το τρέχον της αγοράς και κατά μέσο όρο κυμαίνεται μεταξύ 1-1,5%. Για τους υπολογισμούς, λοιπόν, θα χρησιμοποιηθεί  $r_d = 1,25\%$ .

#### 7.1.5 Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίων

Για τον υπολογισμό του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίων ισχύει:

$$WACC = r_e * (E / (E + D)) + r_d * (1 - T) * (D / (E + D))$$

Όπου:

$r_e$ : το κόστος ιδίων κεφαλαίων

$r_d$ : το κόστος ξένων κεφαλαίων

E :τα ίδια κεφάλαια

D :τα ξένα κεφάλαια

C :το συνολικό παθητικό

T :ο φορολογικός συντελεστής

Για τον υπολογισμό των ποσοστών των ιδίων και ξένων κεφαλαίων θα χρησιμοποιηθεί ένας μέσος όρος των τελευταίων πέντε ετών:

Πίνακας 22: Μέσο Ποσοστό Ιδίων Κεφαλαίων

ΕΤΟΣ	2014	2015	2016	2017	2018
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	65.548.548,26	69.187.418,73	73.649.558,68	76.340.905,74	80.946.895,44
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΑΙ ΞΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	68.427.795,68	73.757.262,67	79.966.549,10	81.113.197,04	86.347.247,52
ΠΟΣΟΣΤΟ	95,79%	93,80%	92,10%	94,12%	93,75%
<b>ΜΕΣΟ ΠΟΣΟΣΤΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>93,91%</b>				

Πίνακας 23: Μέσο Ποσοστό Δανειακών Κεφαλαίων

ΕΤΟΣ	2014	2015	2016	2017	2018
ΣΥΝΟΛΟ ΞΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	2.879.247,42	4.569.843,94	6.316.990,42	4.772.291,30	5.400.352,08
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΑΙ ΞΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	136.855.591,36	147.514.525,34	159.933.098,20	162.226.394,08	172.694.495,04
ΠΟΣΟΣΤΟ	2,10%	3,10%	3,95%	2,94%	3,13%
<b>ΜΕΣΟ ΠΟΣΟΣΤΟ ΞΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>3,04%</b>				

Σχετικά με το φορολογικό συντελεστή θα λάβουμε υπόψη μας το 29% που ισχύει σήμερα. Επομένως, αντικαθιστώντας έχουμε:  $WACC = 8,26\% * 93,91\% + 1,25\% * (1 - 0,29) * 3,04\% = 0,0778$  ή 7,78%.

### 7.1.6 Ρυθμός ανάπτυξης

Ο ρυθμός ανάπτυξης της εταιρείας επηρεάζεται από την ελληνική οικονομική κατάσταση. Ωστόσο, παρατηρώντας το παρελθόν, ρόλο διαδραματίζει και η στρατηγική της ανάλυση και ο τρόπος διαχείρισης των διάφορων κινδύνων. Σύμφωνα με τα παραπάνω, λοιπόν, ο ρυθμός ανάπτυξης της FIBRAN μπορεί να υπολογιστεί στο 3,55% για τα επόμενα πέντε χρόνια και να εκτιμηθεί στο 2% στο διηνεκές.

Σύμφωνα με όλα τα παραπάνω διαμορφώνονται οι παρακάτω υποθέσεις σχετικά με την ανάπτυξη των μεγεθών:

ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E	Μακροχρόνια εκτίμηση
EBIT	3,55%	3,55%	3,55%	3,55%	3,55%	2%
Φόρος εισοδήματος	29%	29%	29%	29%	29%	29%
Επενδύσεις σε Πάγιο Κεφάλαιο	3,55%	3,55%	3,55%	3,55%	3,55%	2%
Αποσβέσεις	3,55%	3,55%	3,55%	3,55%	3,55%	2%
Μεταβολές στο Κεφάλαιο Κίνησης	3,55%	3,55%	3,55%	3,55%	3,55%	2%
Κόστος κεφαλαίου	7,78%	7,78%	7,78%	7,78%	7,78%	7,78%

### 7.1.7 Προβλεπόμενες ταμειακές ροές

Σύμφωνα με τη θεωρητική ανάλυση για τον υπολογισμό των λειτουργικών ταμειακών ροών, σε προηγούμενο κεφάλαιο, ακολουθείται ο τύπος:  $FCFF = \text{Καθαρό εισόδημα} + \text{Αποσβέσεις} -$

Επενδύσεις σε Πάγιο Κεφάλαιο – Μεταβολές στο Κεφάλαιο Κίνησης. Από τις καταστάσεις του 2018 έχουμε:

Καθαρό Εισόδημα	6.874.597,70
Μείον: Φόρος Εισοδήματος	-2.202.037,21
Πλέον: Αποσβέσεις	1.005.790,41
Μείον: Μεταβολές στο Κεφάλαιο Κίνησης	3.186.145,82
Λειτουργικές Ταμειακές Ροές	8.864.496,72
Μείον: Επενδύσεις σε Πάγιο Κεφάλαιο	-881.771,35
Ελεύθερες Ταμειακές Ροές	7.982.725,37

Σύμφωνα με την πρόβλεψη για το ρυθμό ανάπτυξης προκύπτουν και οι εξής ταμειακές ροές για τα έτη 2019-2023:

	2018	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E	Μακροχρόνια εκτίμηση
Καθαρό Εισόδημα	6.874.597,70	7.118.391,11	7.370.830,14	7.632.221,41	7.902.882,37	8.183.141,77	8.346.804,61
Μείον: Φόρος Εισοδήματος	2.202.037,21	2.064.333,42	2.137.540,74	2.213.344,21	2.291.835,89	2.373.111,11	2.420.573,34
Πλέον: Αποσβέσεις	1.005.790,41	1.041.458,69	1.078.391,87	1.116.634,81	1.156.233,96	1.197.237,41	1.221.182,15
Μείον: Μεταβολές στο Κεφάλαιο Κίνησης	3.186.145,82	3.299.135,90	3.416.132,94	3.537.279,04	3.662.721,33	3.792.612,18	3.868.464,42
Λειτουργικές Ταμειακές Ροές	8.864.496,72	9.394.652,27	9.727.814,21	10.072.791,05	10.430.001,77	10.799.880,24	11.015.877,84
Μείον: Επενδύσεις σε Πάγιο Κεφάλαιο	881.771,35	913.041,55	945.420,68	978.948,07	1.013.664,44	1.049.611,96	1.070.604,20
Ελεύθερες Ταμειακές Ροές	7.982.725,37	8.481.610,72	8.782.393,53	9.093.842,97	9.416.337,33	9.750.268,28	9.945.273,64

Παρακάτω υπολογίζεται και η Υπολειμματική Αξία ως εξής:

$$\text{Υπολειμματική Αξία} = \frac{CF_e}{r_e - g_e}$$

Όπου:

CF<sub>e</sub>: μακροχρόνια εκτίμηση ελεύθερων ταμειακών ροών

r<sub>e</sub>: μακροχρόνια εκτίμηση προεξοφλητικού επιτοκίου

g<sub>e</sub>: μακροχρόνια εκτίμηση ρυθμού ανάπτυξης



### 7.1.8 Αποτίμηση βάσει λειτουργικών ταμειακών ροών

	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E	Μακροχρόνια εκτίμηση
Λειτουργικές ταμειακές ροές	9.394.652,27	9.727.814,21	10.072.791,05	10.430.001,77	10.799.880,24	11.015.877,84
Συντελεστή προεξόφλησης	0,927782	0,860779	0,798616	0,740941	0,687432	0,687432
Παρούσα αξία ταμειακών ροών	8.716.188,84	8.373.501,63	8.044.287,57	7.728.016,94	7.424.180,87	
Συσσωρευμένη παρούσα αξία	8.716.188,84	17.089.690,47	25.133.978,04	32.861.994,98	40.286.175,84	
Υπολειμματική αξία						190.456.097,68
Παρούσα αξία υπολειμματικής αξίας						130.925.573,73
Αξία επιχείρησης	171.211.749,58	0,76				
Αριθμός μετοχών	44.617.406,00					
Αξία μετοχής	3,84					

### 7.1.9 Αποτίμηση βάσει ελεύθερων ταμειακών ροών

	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E	Μακροχρόνια εκτίμηση
Ελεύθερες ταμειακές ροές	8.481.610,72	8.782.393,53	9.093.842,97	9.416.337,33	9.750.268,28	9.945.273,64
Συντελεστή προεξόφλησης	0,927782	0,860779	0,798616	0,740941	0,687432	0,687432
Παρούσα αξία ταμειακών ροών	7.869.085,37	7.559.703,02	7.262.484,41	6.976.951,30	6.702.644,25	
Συσσωρευμένη παρούσα αξία	7.869.085,37	15.428.788,39	22.691.272,80	29.668.224,10	36.370.868,35	
Υπολειμματική αξία						171.946.170,39
Παρούσα αξία υπολειμματικής αξίας						118.201.261,52
Αξία επιχείρησης	154.572.129,87	0,76				
Αριθμός μετοχών	44.617.406,00					
Αξία μετοχής	3,46					

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ8

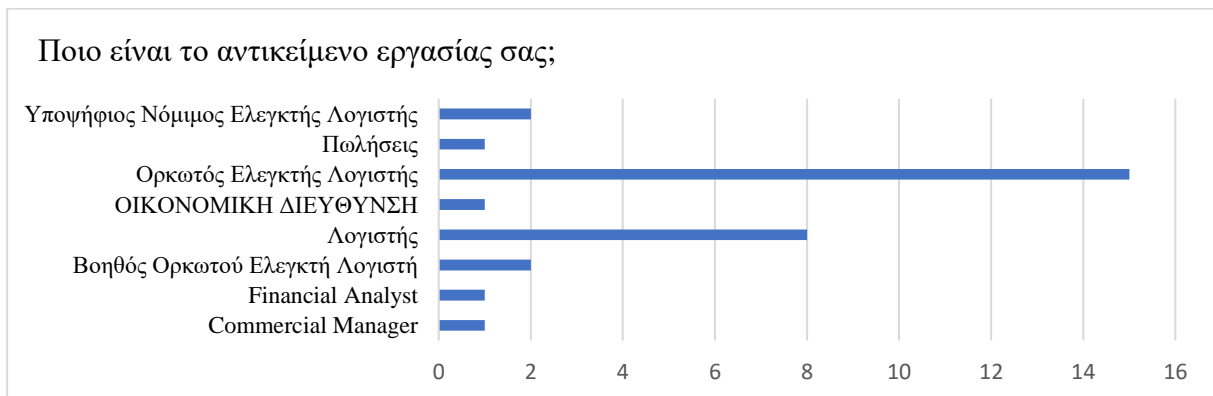
## ΕΡΩΤΗΜΑΤΟΛΟΓΙΟ ΣΤΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

### ΑΞΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

#### 8.1 Δημογραφικά Στατιστικά

Στα πλαίσια της παρούσας διπλωματικής εργασίας, εκπονήθηκε έρευνα σχετική με τις απόψεις και τις προτιμήσεις ανθρώπων που έχουν μελετήσει ή διενεργήσει ανάλυση και αποτίμηση εταιρειών. Η έρευνα πραγματοποιήθηκε μέσω ερωτηματολογίου που στάλθηκε σε στοχευμένο κοινό 37 ατόμων. Όπως βλέπουμε παρακάτω, το μεγαλύτερο μέρος του πληθυσμού που συμμετείχε αποτελείται από ορκωτούς ελεγκτές λογιστές και λογιστές. Ένα μικρό ποσοστό προέρχεται από άτομα διαφορετικών κλάδων, σχετικών ωστόσο των οικονομικών και των επιχειρήσεων γεγονός που προδιαθέτει και για σχετικό γνωστικό υπόβαθρο.

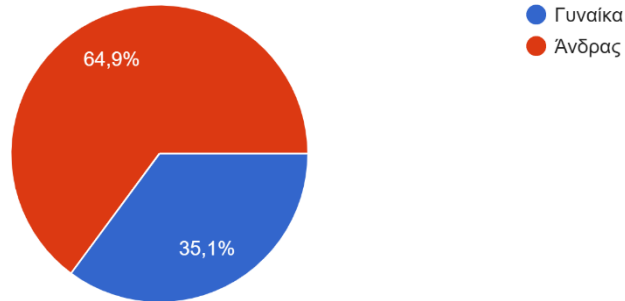
Διάγραμμα 13: Αντικείμενο Εργασίας Συμμετεχόντων



Σύμφωνα με τα υπόλοιπα δημογραφικά στοιχεία που συγκεντρώθηκαν δημιουργήθηκαν και τα κάτωθι διαγράμματα.

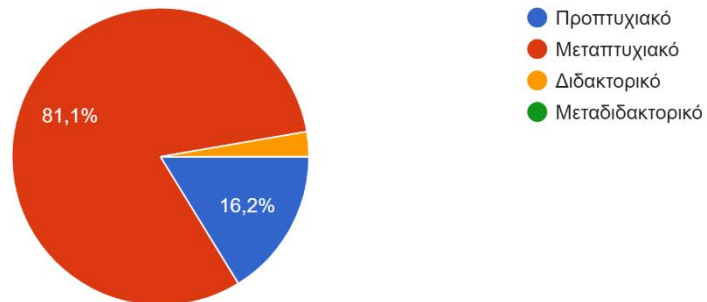
#### Διάγραμμα 14: Φύλλο Συμμετεχόντων

Είστε:  
37 απαντήσεις



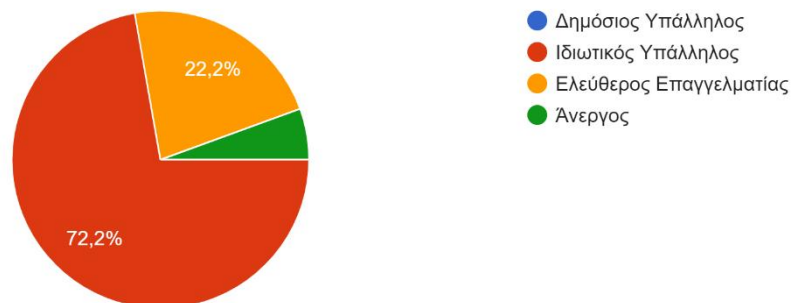
#### Διάγραμμα 15: Επίπεδο Σπουδών Συμμετεχόντων

Επίπεδο σπουδών:  
37 απαντήσεις



#### Διάγραμμα 16: Είδος απασχόλησης συμμετεχόντων

Είδος απασχόλησης:  
36 απαντήσεις

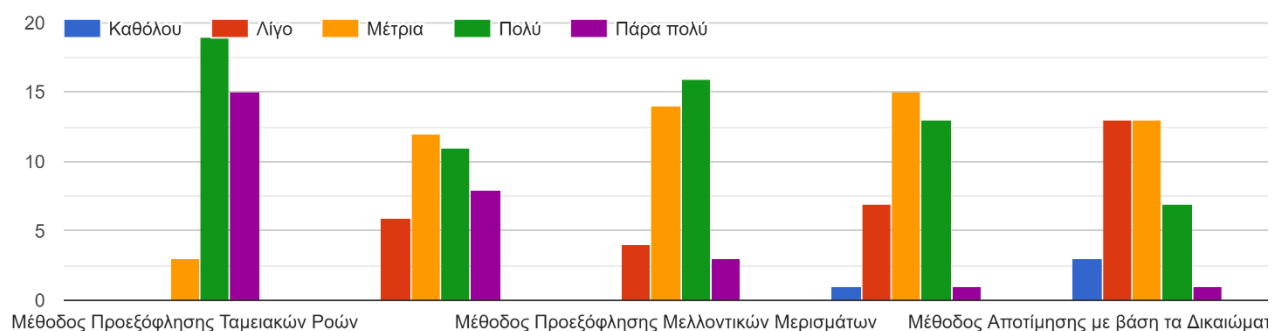


## 8.2 Ανάλυση Αποτελεσμάτων Γύρω από την Αποτίμηση και Ανάλυση Επιχειρήσεων

Η πρώτη ερώτηση που κλήθηκαν να απαντήσουν οι συμμετέχοντες αφορά την εμπιστοσύνη που δείχνουν σε καθεμία από τις εξής πέντε δοσμένες μεθόδους αποτίμησης: Μέθοδος Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών, Μέθοδος Συγκριτικών Στοιχείων ή Πολλαπλασιαστών / Δεικτών Κεφαλαιαγοράς Όμορων Εταιρειών, Μέθοδος Προεξόφλησης Μελλοντικών Μερισμάτων, Αποτίμηση με βάση τον Μέσο Οικονομικό Κύκλο, Μέθοδος Αποτίμησης με βάση τα Δικαιώματα Προαίρεσης. Παρατηρώντας το ραβδόγραμμα που ακολουθεί συμπεραίνουμε ιδιαίτερη προτίμηση στη Μέθοδο Προεξόφλησης των Ταμειακών Ροών, με το μεγαλύτερο ποσοστό να χαρακτηρίζει τη μέθοδο αυτή ως πάρα πολύ σημαντική. Όσο προχωράμε στις μεθόδους τυχαίνει να μειώνεται και η χρησιμότητα των μεθόδων, σύμφωνα με την άποψη των συμμετεχόντων. Τελευταία έρχεται η Μέθοδος Αποτίμησης με βάση τα Δικαιώματα Προαίρεσης, με ποσοστό περίπου 50% να τη θεωρεί ελάχιστα χρήσιμη. Η χρησιμότητα της κάθε μεθόδου μπορεί να θεωρεί πως κρίνεται ως προς το αποτέλεσμα που εξάγει, αλλά και ως προς το εύρος της εφαρμογής της.

Διάγραμμα 17: Χρησιμότητα Μεθόδων Αποτίμησης

Πόσο χρήσιμη θεωρείτε καθεμία από τις παρακάτω μεθόδους αποτίμησης;

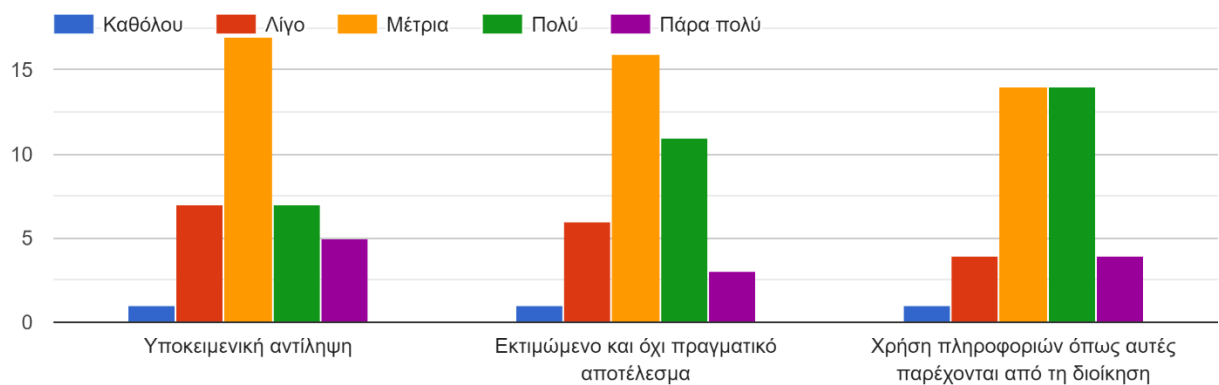


Η δεύτερη ερώτηση αφορά τη σημαντικότητα των μειονεκτημάτων της Μεθόδου Προεξόφληση Ταμειακών Ροών. Μεταξύ την υποκειμενικής αντίληψης, του εκτιμώμενου αποτελέσματος αντί του πραγματικού και της χρήσης πληροφοριών όπως αυτές παρέχονται από τη διοίκηση της επιχείρησης, δεν υπάρχει ιδιαίτερη κλιμάκωση στα αποτελέσματα, ούτε ισχυρή πεποίθηση πως αυτά τα μειονεκτήματα επηρεάζουν σημαντικά το αποτέλεσμα της

μεθόδου. Μεγαλύτερα ποσοστά σημαντικότητας συγκεντρώνει η τελευταία κατηγορία γεγονός που μπορεί να συσχετιστεί με την γενικότερη οικονομική κατάσταση και την καχυποψία που επικρατεί.

Διάγραμμα 18: Σημαντικότητα Μειονεκτημάτων της Μεθόδου Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών

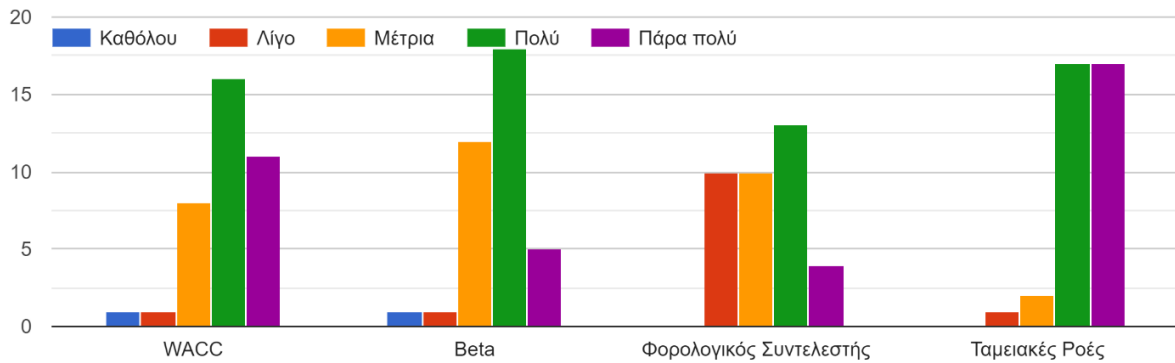
Πόσο σημαντικά θεωρείτε τα παρακάτω μειονεκτήματα της Μεθόδου Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών:



Η Τρίτη ερώτηση αναζητά τη σπουδαιότητα των συντελεστών που χρησιμοποιούνται κατά τον υπολογισμό της αξίας επιχείρησης με τη Μέθοδο της Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών. Ποσοστό σχεδόν 100% θεωρεί τις ταμειακές ροές ως πάρα πολύ σημαντικό συντελεστή. Έπονται το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου και ο συντελεστής βήτα της εταιρείας. Ο φορολογικό συντελεστής κρίθηκε από 50% από λίγο έως πολύ σημαντικός, ίσως για το γεγονός ότι δεν προκύπτει από υπολογισμούς και υποκειμενική κρίση.

## Διάγραμμα 19:Σημαντικότητα Συντελεστών της Μεθόδου Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών

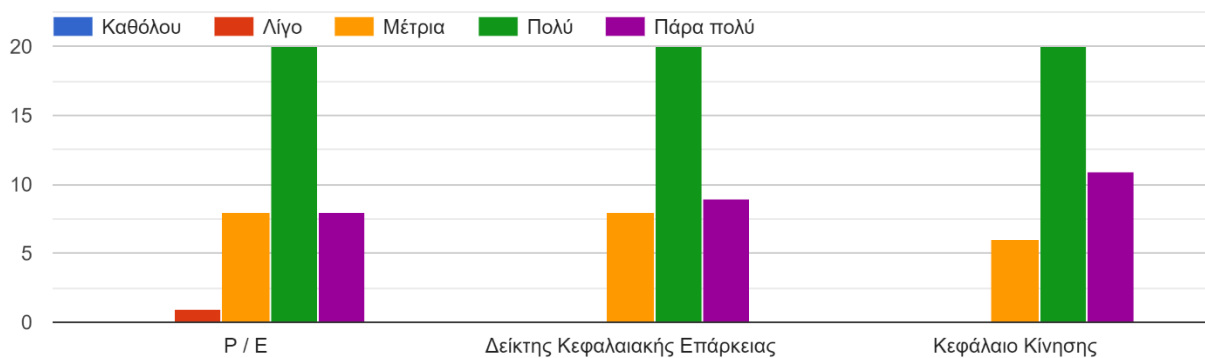
Πόσο σημαντικούς θεωρείτε τους παρακάτω συντελεστές υπολογισμού της Μεθόδου Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών:



Στην τέταρτη και τελευταία ερώτηση ερευνήθηκε η εμπιστοσύνη των διενεργούντων την ανάλυση επιχειρήσεων ως προς τρεις χρηματοοικονομικούς δείκτες. Όπως φαίνεται στο παρακάτω ραβδόγραμμα, οι δείκτες Τιμή προς Κέρδος Μετοχής, Κεφαλαιακής Επάρκειας και Κεφαλαίου Κίνησης έλαβαν την εμπιστοσύνη του μεγαλύτερου ποσοστών των ερωτηθέντων.

## Διάγραμμα 20: Εμπιστοσύνη σε Χρηματοοικονομικούς Δείκτες

Πόσο εμπιστεύεστε τους παρακάτω δείκτες:



## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9**

### **ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ**

Η αποτίμηση αποτελεί μία απαραίτητη διαδικασία στον σύγχρονο οικονομικό κόσμο. Πλέον μπορεί να χρησιμοποιηθεί ένα πλήθος μεθόδων για τον υπολογισμό της αξίας μιας επιχείρησης. Το αποτέλεσμα διαφοροποιείται ανάλογα με την επιλεγόμενη μέθοδο, ωστόσο η διαδικασία είναι πάντα απαιτητική, καθώς απαιτείται όγκος πληροφοριών και κριτική σκέψη. Η πλέον διαδεδομένη μέθοδος αποτίμησης θεωρείται το μοντέλο Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών. Η δυσκολία της συγκεκριμένης μεθόδου έγκειται στις υποθέσεις που απαιτούνται για τους υπολογισμούς κυρίως ως προς την πρόβλεψη των μελλοντικών ταμειακών ροών. Όλοι οι συντελεστές διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο κατά τη διαδικασία της αποτίμησης. για αυτό και οι σχετικές υποθέσεις χρήζουν ιδιαίτερης προσοχής, μελέτης και τεκμηρίωσης.

Η FIBRAN Δ. ΑΝΑΣΤΑΣΙΑΔΗΣ Α.Ε. δραστηριοποιείται στο χώρο των μονωτικών υλικών, κατέχοντας ηγετική θέση. Ο οραματιστής και ιδρυτής της, κ. Δημήτριος Αναστασιάδης της εξασφάλισε μία λαμπρή πορεία και παρά την κατάσταση της ελληνική οικονομίας χαρακτηρίζεται από άριστη βιωσιμότητα και σταθερότητα κάτι που διαπιστώνεται τόσο από τη στρατηγική όσο και τη χρηματοοικονομική ανάλυση της εταιρείας.

Για την αποτίμηση της αξίας της χρησιμοποιήθηκαν δύο παραλλαγές της μεθόδου προεξόφλησης ταμειακών ροών. Η FIBRAN αποτελεί μία μη εισηγμένη εταιρεία, επομένως η διαδικασία εφαρμογής της μεθόδου Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον ως προς τον υπολογισμό των απαραίτητων συντελεστών. Χρησιμοποιώντας τις δημοσιευμένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις και εφαρμόζοντας τα δύο υποδείγματα, τα συμπεράσματα που καταλήξαμε στην παρούσα διπλωματική εργασία είναι ότι η τιμή κυμαίνεται από 3,46 ευρώ έως 3,84 ευρώ για την περίπτωση των ελεύθερων και λειτουργικών ταμειακών ροών αντίστοιχα.

Στα πλαίσια της εργασίας εκπονήθηκε έρευνα μέσω ερωτηματολογίου σχετικά με την ανάλυση και αποτίμηση αξίας επιχείρησης. Το αποτέλεσμα επιβεβαιώνει τον χαρακτηρισμό της μεθόδου προεξόφλησης ταμειακών ροών ως βασική μέθοδο αποτίμησης. Επίσης παρέχει συμπεράσματα σχετικά με τις απόψεις των διενεργούντων την αποτίμηση για τη σπουδαιότητα των μειονεκτημάτων και των συντελεστών γύρω από τη μέθοδο. Τέλος, διασταυρώνεται η αποδοχή ορισμένων χρηματοοικονομικών δεικτών από τους μελετητές.

Ως περαιτέρω μελέτη της παρούσας εργασίας θα ήταν χρήσιμη η εφαρμογή επιπλέον μεθόδων για την αποτίμηση της FIBRAN, καθώς ως μη εισηγμένη δεν υπάρχει κάποιο μέτρο σύγκρισης. Επίσης, θα μπορούσε να συνεχιστεί η έρευνα αυξάνοντας τον πληθυσμό των απαντήσεων, την ανάλυση των ερωτημάτων είτε συμπεριλαμβάνοντας ερωτήματα ειδικά για τις μη εισηγμένες εταιρείες.



## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

Λαζαρίδης Γ., Παπαδόπουλος Δ. (2005), Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Βασικές Έννοιες Χρηματοοικονομικής, Χρηματοοικονομικός Σχεδιασμός και Διοίκηση Κεφαλαίου Κίνησης, Τεύχος Α', Έκδοση Β', Θεσσαλονίκη

Λαζαρίδης Γ., Παπαδόπουλος Δ. (2010), Επιχειρηματική Ανάλυση και Προσδιορισμός Αξίας, Θεσσαλονίκη.

Λαζαρίδης Γ. Θεμιστοκλής (2005), Αποτίμησης Επιχειρήσεων – Θεωρία – Μεθοδολογία – Πρακτική, Αφοί Κυριακίδη ΑΕ.

Βασιλείου Δ., Ηρειώτη Ν. (2008), Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Θεωρία και Πρακτική, Εκδοτικός Οίκος Rosili

Damodaran A. (2011), Applied Corporate Finance, 3<sup>rd</sup> Edition, John Wiley & Sons, Canada.

Damodaran A. (2012), Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, 3<sup>rd</sup> Edition, John Wiley & Sons, Canada.

Damodaran A. (2011), The Little Book of Valuation – How to Value a Company, Pick a Stock and Profit, 1<sup>st</sup> Edition, John Wiley & Sons

Fernandez P. (2013), Valuation Using Multiples. How do Do Analysts Reach their Conclusion?, University of Navarra, IESE Business School.

James A. Hitcher (2011), Financial Valuation: Applications and Models, John Wiley & Sons, Canada.

## **ΕΠΙΣΤΗΜΟΝΙΚΑ ΑΡΘΡΑ**

Leuhrman T. A. (1997), “What’s it worth?:A General Manager’s Guide to Valuation”, May – June 1997 Issue, Harvard Business Review.

T. A. Leuhrman (1997), “Using APV: A Better Tool for Valuing Operations”, May – June 1997 Issue, Harvard Business Review.

Michael W. Durant (1999), “Economic Value Added: The Invisible Hand at Work”, CCE, CPA, Credit Research Foundation.

Steiger F. (2008), “The Validity of Company Valuation Using Discounted Cash Flow Methods”, Seminar Paper.

Σπηλιώτη Σ. Ν., Καραθανάση Γ. Σ. (2012), «ΣΠΟΥΔΑΙ», Τόμος 52, Τεύχος 4ο, Πανεπιστήμιο Πειραιώς.

Miguel David Rojas López, Esteban Zuluaga Laserna, Maria Elena Valencia Corrales (2014), “Diffuse Inference System for Valuation of Companies”, University of Medellin, Colombia.

Edyta Ilczuk (2017) Impact of Human Capital on Company’s Value, Marie Curie – Sklodowska University, Poland.

José Couto, Paula Britom, Antonio Cerqueira (2015), “Employing Valuation Tools for Public and Private Companies. The Food Sector in Greece”, 7<sup>th</sup> International Conference, The Economies of Balkan and Eastern Europe Countries in the Changed World.

Patelis N. Georgios, Grose Chris (2017), “The Impact of Deferred Tax on Company Valuations in the Case of Mergers”, Technical University of Ostrava.

Katerina Krzikalova (2017), “The Impact of Deferred Tax on Company Valuations in the Case of Mergers”, Technical University of Ostrava.

Milan Yrdy, Eva Duchackova (2017), “Valuation Standards for Insurance Companies in the Financial Theory”, Prague Economic Papers, University of Economics in Prague.

Przemyslaw Pomykalski (2019), “Revenue and Valuation of Companies with Digital Platform Business Models”, Lodz University of Technology, Lodz, Poland.

Rafael La Porta Florencio Lopez-De-Silanes Andrei Shleifer Robert Vishny (2002), “Investor Protection and Corporate Valuation”, The Journal of the American Finance Association.

Bilal Kimouche, Abdenacer Rouabhi (2016), “The impact of intangibles on the value relevance of accounting information: Evidence from French companies”, University of Skikda, University of Setif, web article “Intangible Capital”.

Fernandez P. (2007), “Company Valuation Methods. The most common errors in Valuations”, University of Navarra, IESE Business School.

Damodaran A. (2006), “Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence”, Stern School of Business

Damodaran A. (2013), Guide for Choosing the most appropriate DCF Valuation Method

Damodaran A. (2012), Private Company Valuation, New York University, Stern School of Business

Penman S. H. (2013), “Valuation Models: An Issue of Accounting Theory”, Columbia Business School, Columbia University

## **ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ**

Fibran: <https://fibran.gr/>

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

Ελληνική στατιστική υπηρεσία: <http://www.statistics.gr/>

Capital: <https://www.capital.gr/>

Icap: <https://www.icap.gr/>

CfAInstitute: <https://www.cfainstitute.org/>

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ της 31/12/2015

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	Σημ.	31/12/2015	31/12/2014
<b>Μη κυκλοφορούντα στοιχεία</b>			
<b>Ενσώματα πάγια</b>			
Ακίνητα	6.1	5.321.700,06	5.879.034,73
Μηχανολογικός εξοπλισμός	6.1	2.135.126,72	2.398.395,33
Λοιπός εξοπλισμός	6.1	321.122,59	392.755,87
<b>Σύνολο</b>		<b>7.777.949,37</b>	<b>8.670.185,93</b>
<b>Άυλα πάγια στοιχεία</b>			
Δαπάνες ανάπτυξης	6.2	1.200,25	1.200,25
Λοιπά άυλα	6.2	106.501,30	147.845,86
<b>Σύνολο</b>		<b>107.701,55</b>	<b>149.046,11</b>
Προκαταβολές και μη κυκλοφορούντα στοιχεία υπό κατασκευή	6.3	2.883.543,07	1.807.331,08
<b>Χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία</b>			
Δάνεια και απαιτήσεις	7.2.2	2.127.793,57	2.121.256,00
Συμμετοχές σε θυγατρικές, συγγενείς και κοινοπραξίες	7.2.1	34.291.364,04	28.791.364,04
<b>Σύνολο</b>		<b>36.419.157,61</b>	<b>30.912.620,04</b>
<b>Σύνολο μη κυκλοφορούντων</b>		<b>47.188.351,60</b>	<b>41.539.183,16</b>
<b>Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία</b>			
<b>Αποθέματα</b>			
Έτοιμα και ημιτελή προϊόντα		2.119.019,97	2.000.539,16
Εμπορεύματα		1.116.701,45	912.052,98
Πρώτες ύλες και υλικά		1.901.690,19	2.184.279,33
Προκαταβολές για κυκλοφορούντα στοιχεία και υπηρεσίες		766.790,49	589.917,82
<b>Σύνολο</b>		<b>5.904.202,10</b>	<b>5.686.789,29</b>
<b>Χρηματοοικονομικά στοιχεία</b>			
Εμπορικές απαιτήσεις	7.2.3	19.100.625,48	19.213.866,92
Λοιπές απαιτήσεις	7.2.4	497.666,04	507.343,07
Προπληρωμένα έξοδα		80.575,18	123.078,46
Ταμιακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	7.2.5	1.284.457,28	1.633.716,80

<b>Σύνολο</b>	<b>20.963.323,98</b>	<b>21.478.005,25</b>
<b>Σύνολο κυκλοφορούντων</b>	<b>26.867.526,08</b>	<b>27.164.794,54</b>
<b>Σύνολο Ενεργητικού</b>	<b>74.055.877,68</b>	<b>68.703.977,70</b>

<b>ΠΑΘΗΤΙΚΟ</b>	<b>Σημ.</b>	<b>31/12/2015</b>	<b>31/12/2014</b>
<b>ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ</b>			
<b>Καταβλημένα κεφάλαια</b>			
Κεφάλαιο		13.385.221,80	9.473.313,30
<b>Σύνολο</b>		<b>13.385.221,80</b>	<b>9.473.313,30</b>
<b>Αποθεματικά και αποτελέσματα εις νέο</b>			
Αποθεματικά νόμων ή καταστατικού		11.348.163,50	10.138.368,87
Αφορολόγητα αποθεματικά		40.764.713,89	44.213.764,64
Αποτελέσματα εις νέο		3.689.319,54	1.723.101,45
<b>Σύνολο</b>		<b>55.802.196,93</b>	<b>56.075.234,96</b>
<b>Σύνολο καθαρής θέσης</b>		<b>69.187.418,73</b>	<b>65.548.548,26</b>
<b>Προβλέψεις</b>			
Προβλέψεις για παροχές σε εργαζομένους	9.1	298.615,01	276.182,02
<b>Σύνολο</b>		<b>298.615,01</b>	<b>276.182,02</b>
<b>Υποχρεώσεις</b>			
<b>Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις</b>			
Βραχυπρόθεσμα Τραπεζικά Δάνεια	10.1.1	1.000.000,00	0,00
Εμπορικές υποχρεώσεις	10.2.1	2.131.275,48	2.078.059,29
Φόρος εισοδήματος		426.885,05	80.462,03
Λοιποί φόροι και τέλη		110.676,83	72.745,83
Οργανισμοί κοινωνικής ασφάλισης		218.929,42	198.661,89
Λοιπές υποχρεώσεις	10.2.2	155.295,65	198.087,42
Έξοδα χρήσεως δουλευμένα		526.781,51	251.230,96

<b>Σύνολο</b>	<b>4.569.843,94</b>	<b>2.879.247,42</b>
<b>Σύνολο Υποχρεώσεων</b>	<b>4.569.843,94</b>	<b>2.879.247,42</b>
<b>Σύνολο Καθαής Θέσης, Προβλέψεων και Υποχρεώσεων</b>	<b>74.055.877,68</b>	<b>68.703.977,70</b>

### ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ κατά ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ

	Σημ.	31/12/2015	31/12/2014
Κύκλος εργασιών		29.474.444,13	25.356.752,24
Κόστος πωλήσεων		-21.029.078,11	-18.803.895,83
<b>Μικτό Αποτέλεσμα</b>		<b>8.445.366,02</b>	<b>6.552.856,41</b>
Άλλα έσοδα		146.286,55	202.365,98
		<b>8.591.652,57</b>	<b>6.755.222,39</b>
Έξοδα διάθεσης		-5.216.962,51	-4.342.999,54
Έξοδα διοίκησης		-819.810,07	-841.248,60
Απομειώσεις απαιτήσεων (καθαρό ποσό)		-336.164,11	-111.206,93
Κέρδη & ζημίες από διάθεση παγίων στοιχείων		0,00	0,00
Κέρδη & ζημίες από επιμέτρηση στην εύλογη αξία		0,00	0,00
Άλλα έξοδα και ζημίες		-414.855,44	-603.406,75
Άλλα κέρδη		6.633,58	38.602,45
<b>Αποτέλεσμα προ φόρων και τόκων</b>		<b>1.810.494,02</b>	<b>894.963,02</b>
Έσοδα από συμμετοχές		2.487.425,00	1.005.000,00
Πιστωτικοί τόκοι		49.236,78	53.795,96
Χρεωστικοί τόκοι		-85.928,24	-57.539,46
<b>Αποτέλεσμα προ φόρων</b>		<b>4.261.227,56</b>	<b>1.896.219,52</b>
Φόροι εισοδήματος		-622.357,76	-370.286,14
<b>Αποτέλεσμα περιόδου μετά από φόρους</b>		<b>3.638.869,80</b>	<b>1.525.933,38</b>

## ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΜΕΤΑΒΟΛΩΝ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΕΩΣ

	Κεφάλαιο	Αποθεματικά νόμων, κατ/κού& ειδικά	Αφορολόγητα αποθεματικά	Υπόλοιπο Αποτελεσμάτων Εις Νέο	Συνολικά ίδια κεφάλαια
<b>Υπόλοιπα 1/1/2014</b>	<b>9.473.313,30</b>	<b>10.101.918,25</b>	<b>44.213.764,64</b>	<b>233.618,69</b>	<b>64.022.614,88</b>
Εσωτερικές μεταφορές					<b>0,00</b>
Αποτελέσματα περιόδου		36.450,62		1.489.482,76	<b>1.525.933,38</b>
<b>Υπόλοιπο Ιδίων Κεφαλαίων της 31/12/2014</b>	<b>9.473.313,30</b>	<b>10.138.368,87</b>	<b>44.213.764,64</b>	<b>1.723.101,45</b>	<b>65.548.548,26</b>
<b>Υπόλοιπα 1/1/2015</b>	<b>9.473.313,30</b>	<b>10.138.368,87</b>	<b>44.213.764,64</b>	<b>1.723.101,45</b>	<b>65.548.548,26</b>
Μεταβολές στοιχείων στην περίοδο					
- Αύξηση κεφαλαίου με μετρητά	0,67				<b>0,67</b>
- Κεφαλαιοποίηση αποθεματικού	3.911.907,83		-3.911.907,83		<b>0,00</b>
- Διάθεση κερδών χρήσης 2014		1.027.851,14	462.857,08	-1.490.708,22	<b>0,00</b>
Αποτελέσματα περιόδου		181.943,49		3.456.926,31	<b>3.638.869,80</b>
<b>Συνολική μεταβολή Ιδίων Κεφαλαίων περιόδου</b>	<b>3.911.908,50</b>	<b>1.209.794,63</b>	<b>-3.449.050,75</b>	<b>1.966.218,09</b>	<b>3.638.870,47</b>
<b>Υπόλοιπο Ιδίων Κεφαλαίων της 31/12/2015</b>	<b>13.385.221,80</b>	<b>11.348.163,50</b>	<b>40.764.713,89</b>	<b>3.689.319,54</b>	<b>69.187.418,73</b>

## ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΡΟΩΝ (Έμμεση Μέθοδος)

	31/12/2015	31/12/2014
<b><u>Χρηματοροές από λειτουργικές δραστηριότητες</u></b>		
Αποτέλεσμα προ φόρων	4.261.227,56	1.896.219,52
<b>Πλέον ή μείον προσαρμογές για:</b>		
Αποσβέσεις και απομειώσεις ενσώματων και άυλων πάγιων	1.071.970,59	1.070.371,65
Προβλέψεις	22.432,99	-5.200,37
Χρεωστικοί και πιστωτικοί τόκοι (καθαρό ποσό)	-2.450.733,54	-1.001.256,50
<b>Λειτουργικό κέρδος προ μεταβολών του κεφαλαίου κίνησης</b>	<b>2.904.897,60</b>	<b>1.960.134,30</b>
<b>Πλέον ή μείον μεταβολές λογαριασμών κεφαλαίου κίνησης</b>		
Μεταβολή αποθεμάτων	-217.412,81	419.188,58
Μεταβολή απαιτήσεων	-910.790,24	4.115.199,67
Μεταβολή υποχρεώσεων	344.173,50	358.313,23
<b>Μείον:</b>		
Πληρωμές/εισπράξεις για/από χρεωστικούς&πιστωτικούς τόκους	-36.691,46	-3.743,50
Πληρωμές για φόρο εισοδήματος	-275.934,74	-388.902,01

<b>Σύνολο εισροών / (εκροών) από λειτουργικές δραστηριότητες (α)</b>	<b>1.808.241,85</b>	<b>6.460.190,27</b>
<b>Χρηματοροές από επενδυτικές δραστηριότητες</b>		
Πληρωμές (εισπράξεις) για απόκτηση (πώληση) παγίων στοιχείων	-138.389,47	-963.779,09
Πληρωμές για απόκτηση συμμετοχών	-5.500.000,00	-8.000.000,00
Χορηγηθέντα δάνεια (καθαρό)	-6.537,57	774,05
Μερίσματα εισπραχθέντα	2.487.425,00	1.005.000,00
<b>Σύνολο εισροών / (εκροών) από επενδυτικές δραστηριότητες (β)</b>	<b>-3.157.502,04</b>	<b>-7.958.005,04</b>
<b>Χρηματοροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες</b>		
Εισπράξεις (πληρωμές) από αύξηση (μείωση) κεφαλαίου	0,67	
Εισπράξεις (πληρωμές) από δάνεια	1.000.000,00	0,00
Μερίσματα πληρωθέντα		
<b>Σύνολο εισροών / (εκροών) από χρηματοδοτικές δραστηριότητες (γ)</b>	<b>1.000.000,67</b>	<b>0,00</b>
<b>Καθαρή αύξηση / (μείωση) στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα (α) + (β) + (γ)</b>	<b>-349.259,52</b>	<b>-1.497.814,77</b>
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα έναρξης περιόδου</b>	<b>1.633.716,80</b>	<b>3.131.531,57</b>
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα λήξης περιόδου</b>	<b>1.284.457,28</b>	<b>1.633.716,80</b>

## ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ της 31/12/2017

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	Σημ.	31/12/2017	31/12/2016
<b>Μη κυκλοφορούντα στοιχεία</b>			
<b>Ενσώματα πάγια</b>			
Ακίνητα	6.1	4.342.921,93	4.749.354,70
Μηχανολογικός εξοπλισμός	6.1	1.790.237,90	1.913.358,34
Λοιπός εξοπλισμός	6.1	354.920,64	338.344,05
Επενδύσεις σε ακίνητα	6.2	2.686.185,70	2.799.288,26
<b>Σύνολο</b>		<b>9.174.266,17</b>	<b>9.800.345,35</b>
<b>Άυλα πάγια στοιχεία</b>			
Δαπάνες ανάπτυξης	6.3	1.200,25	1.200,25
Λοιπά άυλα	6.3	31.421,09	70.171,25
<b>Σύνολο</b>		<b>32.621,34</b>	<b>71.371,50</b>
Προκαταβολές και μη κυκλοφορούντα στοιχεία υπό κατασκευή	6.4	<b>363.198,35</b>	<b>274.392,99</b>



<b>Χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία</b>			
Δάνεια και απαιτήσεις	7.2.2	0,00	937.500,00
Συμμετοχές σε θυγατρικές, συγγενείς και κοινοπραξίες	7.2.1	34.291.364,04	34.291.364,04
<b>Σύνολο</b>		<b>34.291.364,04</b>	<b>35.228.864,04</b>
<b>Σύνολο μη κυκλοφορούντων</b>			
		<b>43.861.449,90</b>	<b>45.374.973,88</b>
<b>Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία</b>			
<b>Αποθέματα</b>			
Έτοιμα και ημιτελή προϊόντα		2.068.566,46	1.769.317,97
Εμπορεύματα		1.536.937,96	1.391.033,70
Πρώτες ύλες και υλικά		3.138.008,19	2.389.025,21
Προκαταβολές για κυκλοφορούντα στοιχεία και υπηρεσίες		770.091,86	222.034,45
<b>Σύνολο</b>		<b>7.513.604,47</b>	<b>5.771.411,33</b>
<b>Χρηματοοικονομικά στοιχεία</b>			
Εμπορικές απαιτήσεις	7.2.3	28.364.388,17	25.012.362,00
Δουλευμένα έσοδα περιόδου	7.2.4	0,00	621.620,87
Λοιπές απαιτήσεις	7.2.5	810.023,59	1.841.371,66
Προπληρωμένα έξοδα	7.2.6	29.475,57	20.850,23
Ταμιακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	7.2.7	911.920,80	1.644.350,07
<b>Σύνολο</b>		<b>30.115.808,13</b>	<b>29.140.554,83</b>
<b>Σύνολο κυκλοφορούντων</b>			
		<b>37.629.412,60</b>	<b>34.911.966,16</b>
<b>Σύνολο Ενεργητικού</b>			
		<b>81.490.862,50</b>	<b>80.286.940,04</b>

ΠΑΘΗΤΙΚΟ	Σημ.	31/12/2017	31/12/2016
<b>ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ</b>			
<b>Καταβλημένα κεφάλαια</b>			
Κεφάλαιο	8	13.385.221,80	13.385.221,80
<b>Σύνολο</b>		<b>13.385.221,80</b>	<b>13.385.221,80</b>
<b>Αποθεματικά και αποτελέσματα εις νέο</b>			
Αποθεματικά νόμων ή καταστατικού	8	17.168.263,66	14.103.695,50
Αφορολόγητα αποθεματικά	8	40.764.713,89	40.764.713,89
Αποτελέσματα εις νέο	8	5.022.706,39	5.395.927,49
<b>Σύνολο</b>		<b>62.955.683,94</b>	<b>60.264.336,88</b>
<b>Σύνολο καθαρής θέσης</b>			
		<b>76.340.905,74</b>	<b>73.649.558,68</b>

<b>Προβλέψεις</b>			
Προβλέψεις για παραχές σε εργαζομένους	9.1	377.665,46	320.390,94
<b>Σύνολο</b>		<b>377.665,46</b>	<b>320.390,94</b>
<b>Υποχρεώσεις</b>			
<b>Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις</b>			
Βραχυπρόθεσμα Τραπεζικά Δάνεια	10.1.1	0,00	2.017.640,50
Εμπορικές υποχρεώσεις	10.1.2	2.201.405,20	2.030.088,90
Φόρος εισοδήματος		288.575,32	621.305,54
Λοιποί φόροι και τέλη		99.574,11	84.926,77
Οργανισμοί κοινωνικής ασφάλισης		274.859,94	241.433,48
Λοιπές υποχρεώσεις	10.1.3	1.342.915,44	756.222,00
Έξοδα χρήσεως δουλευμένα	10.1.4	564.961,29	565.373,23
<b>Σύνολο</b>		<b>4.772.291,30</b>	<b>6.316.990,42</b>
<b>Σύνολο Υποχρεώσεων</b>		<b>4.772.291,30</b>	<b>6.316.990,42</b>
<b>Σύνολο Καθαρής Θέσης, Προβλέψεων και Υποχρεώσεων</b>		<b>81.490.862,50</b>	<b>80.286.940,04</b>

#### ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ κατά ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ

	Σημ.	31/12/2017	31/12/2016
Κύκλος εργασιών		42.030.494,70	36.830.345,59
Κόστος πωλήσεων		-28.316.957,67	-25.145.247,25
<b>Μικτό Αποτέλεσμα</b>		<b>13.713.537,03</b>	<b>11.685.098,34</b>
Άλλα έσοδα		201.867,54	146.545,07
		<b>13.915.404,57</b>	<b>11.831.643,41</b>
Έξοδα διάθεσης		-7.986.559,22	-7.225.826,09
Έξοδα διοίκησης		-1.056.452,58	-910.982,23
Κέρδη & ζημίες από διάθεση παγίων στοιχείων		21,08	2.111,76
Άλλα έξοδα και ζημίες		-145.897,23	-254.789,24
Άλλα κέρδη		34.653,39	357.153,99
<b>Αποτέλεσμα προ φόρων και τόκων</b>		<b>4.761.170,01</b>	<b>3.799.311,60</b>
Έσοδα από συμμετοχές		519.920,00	2.880.000,81
Πιστωτικοί τόκοι		14.396,66	38.529,57
Χρεωστικοί τόκοι		-72.026,43	-112.147,31

<b>Αποτέλεσμα προ φόρων</b>	<b>5.223.460,24</b>	<b>6.605.694,67</b>
Φόροι εισοδήματος	-1.532.113,18	-1.243.554,72
<b>Αποτέλεσμα περιόδου μετά από φόρους</b>	<b>3.691.347,06</b>	<b>5.362.139,95</b>

### ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΜΕΤΑΒΟΛΩΝ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΕΩΣ

	Κεφάλαιο	Αποθεματικά νόμων, κατ/κού& ειδικά	Αφορολόγητα αποθεματικά	Υπόλοιπο Αποτελεσμάτων Εις Νέο	Συνολικά ίδια κεφάλαια
<b>Υπόλοιπα 1/1/2016</b>	<b>13.385.221,80</b>	<b>11.348.163,50</b>	<b>40.764.713,89</b>	<b>3.689.319,54</b>	<b>69.187.418,73</b>
Μεταβολές στοιχείων στην περίοδο					<b>0,00</b>
Εσωτερικές μεταφορές					<b>0,00</b>
- Κεφαλαιοποίηση αποθεματικού					<b>0,00</b>
- Διάθεση κερδών χρήσης 2015		2.487.425,00		-2.487.425,00	<b>0,00</b>
Διανομές στους φορείς				-900.000,00	<b>-900.000,00</b>
Αποτελέσματα περιόδου		268.107,00		5.094.032,95	<b>5.362.139,95</b>
<b>Συνολική μεταβολή Ιδίων Κεφαλαίων περιόδου</b>	<b>0,00</b>	<b>2.755.532,00</b>	<b>0,00</b>	<b>1.706.607,95</b>	<b>4.462.139,95</b>
<b>Υπόλοιπο Ιδίων Κεφαλαίων της 31/12/2016</b>	<b>13.385.221,80</b>	<b>14.103.695,50</b>	<b>40.764.713,89</b>	<b>5.395.927,49</b>	<b>73.649.558,68</b>
<b>Υπόλοιπα 1/1/2017</b>	<b>13.385.221,80</b>	<b>14.103.695,50</b>	<b>40.764.713,89</b>	<b>5.395.927,49</b>	<b>73.649.558,68</b>
Μεταβολές στοιχείων στην περίοδο					<b>0,00</b>
Εσωτερικές μεταφορές					<b>0,00</b>
- Κεφαλαιοποίηση αποθεματικού					<b>0,00</b>
- Διάθεση κερδών χρήσης 2016		2.880.000,81		-2.880.000,81	<b>0,00</b>
Διανομές στους φορείς				-1.000.000,00	<b>-1.000.000,00</b>
Αποτελέσματα περιόδου		184.567,35		3.506.779,71	<b>3.691.347,06</b>
<b>Συνολική μεταβολή Ιδίων Κεφαλαίων περιόδου</b>	<b>0,00</b>	<b>3.064.568,16</b>	<b>0,00</b>	<b>-373.221,10</b>	<b>2.691.347,06</b>
<b>Υπόλοιπο Ιδίων Κεφαλαίων της 31/12/2017</b>	<b>13.385.221,80</b>	<b>17.168.263,66</b>	<b>40.764.713,89</b>	<b>5.022.706,39</b>	<b>76.340.905,74</b>

## ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΡΟΩΝ (Έμμεση Μέθοδος)

### Κατάσταση Χρηματοροών (Έμμεση Μέθοδος)

	31/12/2017	31/12/2016
<b>Χρηματοροές από λειτουργικές δραστηριότητες</b>		
Αποτέλεσμα προ φόρων	5.223.460,24	6.605.694,67
<b>Πλέον ή μείον προσαρμογές για:</b>		
Αποσβέσεις και απομειώσεις ενσώματων και άυλων πάγιων	1.123.054,29	1.254.638,00
Προβλέψεις	57.274,52	21.775,93
Κέρδη και ζημίες από διάθεση στοιχείων	-21,08	-2.111,76
Κέρδη και ζημίες από επιμέτρηση στοιχείων	0,00	0,00
Χρεωστικοί και πιστωτικοί τόκοι (καθαρό ποσό)	-462.290,23	-2.806.383,07
<b>Λειτουργικό κέρδος προ μεταβολών του κεφαλαίου κίνησης</b>	<b>5.941.477,74</b>	<b>5.073.613,77</b>
<b>Πλέον ή μείον μεταβολές λογαριασμών κεφαλαίου κίνησης</b>		
Μεταβολή αποθεμάτων	-1.742.193,14	132.790,77
Μεταβολή απαιτήσεων	-1.309.987,93	-7.328.027,05
Μεταβολή υποχρεώσεων	253.671,60	535.085,49
<b>Μείον:</b>		
Πληρωμές/εισπράξεις για/από χρεωστικούς&πιστωτικούς τόκους	-57.629,77	-73.617,74
Πληρωμές για φόρο εισοδήματος	-1.864.843,40	-1.049.134,23
<b>Σύνολο εισροών / (εκροών) από λειτουργικές δραστηριότητες (α)</b>	<b>1.220.495,10</b>	<b>-2.709.288,99</b>
<b>Χρηματοροές από επενδυτικές δραστηριότητες</b>		
Πληρωμές για απόκτηση παγίων στοιχείων	-458.204,39	-620.865,30
Εισπράξεις από πώληση παγίων στοιχείων	0,52	2.112,20
Πληρωμές για απόκτηση συμμετοχών	0,00	0,00
Εισπράξεις/πληρωμές από δάνεια θυγατρικών (καθαρό)	951.000,00	1.190.293,57
Μερίσματα εισπραχθέντα	19.920,00	2.380.000,81
<b>Σύνολο εισροών / (εκροών) από επενδυτικές δραστηριότητες (β)</b>	<b>512.716,13</b>	<b>2.951.541,28</b>
<b>Χρηματοροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες</b>		
Εισπράξεις (πληρωμές) από αύξηση (μείωση) κεφαλαίου	0,00	0,00
Εισπράξεις (πληρωμές) από δάνεια	-2.017.640,50	1.017.640,50
Μερίσματα πληρωθέντα	-448.000,00	-900.000,00
<b>Σύνολο εισροών / (εκροών) από χρηματοδοτικές δραστηριότητες (γ)</b>	<b>-2.465.640,50</b>	<b>117.640,50</b>
<b>Καθαρή αύξηση / (μείωση) στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα (α) + (β) + (γ)</b>	<b>-732.429,27</b>	<b>359.892,79</b>
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα έναρξης περιόδου</b>	<b>1.644.350,07</b>	<b>1.284.457,28</b>

## ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ της 31/12/2018

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	Σημ.	31/12/2018	31/12/2017
<b>Μη κυκλοφορούντα στοιχεία</b>			
<b>Ενσώματα πάγια</b>			
Ακίνητα	6.1	4.034.916,82	4.342.921,93
Μηχανολογικός εξοπλισμός	6.1	1.769.586,44	1.790.237,90
Λοιπός εξοπλισμός	6.1	363.054,22	354.920,64
Επενδύσεις σε ακίνητα	6.2	2.573.083,14	2.686.185,70
<b>Σύνολο</b>		<b>8.740.640,62</b>	<b>9.174.266,17</b>
<b>Άυλα πάγια στοιχεία</b>			
Δαπάνες ανάπτυξης	6.3	1.200,25	1.200,25
Λοιπά άυλα	6.3	40.027,58	31.421,09
<b>Σύνολο</b>		<b>41.227,83</b>	<b>32.621,34</b>
Προκαταβολές και μη κυκλοφορούντα στοιχεία υπό κατασκευή	6.4	<b>374.643,12</b>	<b>363.198,35</b>
<b>Χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία</b>			
Συμμετοχές σε θυγατρικές, συγγενείς και κοινοπραξίες	7.2.1	34.592.364,04	34.291.364,04
<b>Σύνολο</b>		<b>34.592.364,04</b>	<b>34.291.364,04</b>
Αναβαλλόμενοι φόροι			
<b>Σύνολο μη κυκλοφορούντων</b>		<b>43.748.875,61</b>	<b>43.861.449,90</b>
<b>Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία</b>			
<b>Αποθέματα</b>			
Έτοιμα και ημιτελή προϊόντα		2.409.990,28	2.068.566,46
Εμπορεύματα		1.976.248,26	1.536.937,96
Πρώτες ύλες και υλικά		3.648.748,30	3.138.008,19
Προκαταβολές για κυκλοφορούντα στοιχεία και υπηρεσίες		658.832,02	770.091,86
<b>Σύνολο</b>		<b>8.693.818,86</b>	<b>7.513.604,47</b>
<b>Χρηματοοικονομικά στοιχεία</b>			
Εμπορικές απαιτήσεις	7.2.2	30.217.775,51	28.364.388,17
Δουλεωμένα έσοδα περιόδου	7.2.3	45.106,00	0,00
Λοιπές απαιτήσεις	7.2.4	683.309,69	810.023,59

Προπληρωμένα έξοδα	7.2.5	90.893,89	29.475,57
Ταμιακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	7.2.6	3.269.579,61	911.920,80
<b>Σύνολο</b>		<b>34.306.664,70</b>	<b>30.115.808,13</b>
<b>Σύνολο κυκλοφορούντων</b>		<b>43.000.483,56</b>	<b>37.629.412,60</b>
<b>Σύνολο Ενεργητικού</b>		<b>86.749.359,17</b>	<b>81.490.862,50</b>

ΠΑΘΗΤΙΚΟ	Σημ.	31/12/2018	31/12/2017
<b>ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ</b>			
<b>Καταβλημένα κεφάλαια</b>			
Κεφάλαιο	8	13.385.221,80	13.385.221,80
<b>Σύνολο</b>		<b>13.385.221,80</b>	<b>13.385.221,80</b>
<b>Αποθεματικά και αποτελέσματα εις νέο</b>			
Αποθεματικά νόμων ή καταστατικού	8	17.968.483,15	17.168.263,66
Αφορολόγητα αποθεματικά	8	40.764.713,89	40.764.713,89
Αποτελέσματα εις νέο	8	8.828.476,60	5.022.706,39
<b>Σύνολο</b>		<b>67.561.673,64</b>	<b>62.955.683,94</b>
<b>Σύνολο καθαρής θέσης</b>		<b>80.946.895,44</b>	<b>76.340.905,74</b>
<b>Προβλέψεις</b>			
Προβλέψεις για παροχές σε εργαζομένους	9.1	402.111,65	377.665,46
<b>Σύνολο</b>		<b>402.111,65</b>	<b>377.665,46</b>
<b>Υποχρεώσεις</b>			
<b>Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις</b>			
Εμπορικές υποχρεώσεις	10.1.2	2.029.223,25	2.201.405,20
Φόρος εισοδήματος		669.893,12	288.575,32
Λοιποί φόροι και τέλη		111.102,74	99.574,11
Οργανισμοί κοινωνικής ασφάλισης		282.134,59	274.859,94
Λοιπές υποχρεώσεις	10.1.3	1.768.236,56	1.342.915,44
Έξοδα χρήσεως δουλευμένα	10.1.4	539.761,82	564.961,29
<b>Σύνολο</b>		<b>5.400.352,08</b>	<b>4.772.291,30</b>
<b>Σύνολο Υποχρεώσεων</b>		<b>5.400.352,08</b>	<b>4.772.291,30</b>
<b>Σύνολο Καθαρής Θέσης, Προβλέψεων και Υποχρεώσεων</b>		<b>86.749.359,17</b>	<b>81.490.862,50</b>

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ κατά ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ

Σημ.	31/12/2018	31/12/2017
Κύκλος εργασιών	48.219.719,06	42.030.494,70
Κόστος πωλήσεων	-31.815.749,24	-28.316.957,67
<b>Μικτό Αποτέλεσμα</b>	<b>16.403.969,82</b>	<b>13.713.537,03</b>
Άλλα έσοδα	170.706,75	201.867,54
	<b>16.574.676,57</b>	<b>13.915.404,57</b>
Έξοδα διάθεσης	-8.516.887,67	-7.986.559,22
Έξοδα διοίκησης	-1.105.431,97	-1.056.452,58
Κέρδη & ζημίες από διάθεση παγίων στοιχείων	-370,70	21,08
Άλλα έξοδα και ζημιές	-122.107,53	-145.897,23
Άλλα κέρδη	44.719,00	34.653,39
<b>Αποτέλεσμα προ φόρων και τόκων</b>	<b>6.874.597,70</b>	<b>4.761.170,01</b>
Έσοδα από συμμετοχές	974.850,00	519.920,00
Πιστωτικοί τόκοι	967,32	14.396,66
Χρεωστικοί τόκοι	-42.388,11	-72.026,43
<b>Αποτέλεσμα προ φόρων</b>	<b>7.808.026,91</b>	<b>5.223.460,24</b>
Φόροι εισοδήματος	-2.202.037,21	-1.532.113,18
<b>Αποτέλεσμα περιόδου μετά από φόρους</b>	<b>5.605.989,70</b>	<b>3.691.347,06</b>

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΜΕΤΑΒΟΛΩΝ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΕΩΣ

	Κεφάλαιο	Αποθεματικά νόμων, κατ/κού& ειδικά	Αφορολόγητ α αποθεματικά	Υπόλοιπο Αποτελεσμάτ ων Εις Νέο	Συνολικά ίδια κεφάλαια
<b>Υπόλοιπα 1/1/2017</b>	<b>13.385.221,80</b>	<b>14.103.695,50</b>	<b>40.764.713,89</b>	<b>5.395.927,49</b>	<b>73.649.558,68</b>
Μεταβολές στοιχείων στην περίοδο					<b>0,00</b>
Εσωτερικές μεταφορές					
- Κεφαλαιοποίηση αποθεματικού					<b>0,00</b>
- Διάθεση κερδών χρήσης 2016		2.880.000,81		-2.880.000,81	<b>0,00</b>

Διανομές στους φορείς				-1.000.000,00	-1.000.000,00
Αποτελέσματα περιόδου		184.567,35		3.506.779,71	3.691.347,06
<b>Συνολική μεταβολή Ιδίων Κεφαλαίων περιόδου</b>	<b>0,00</b>	<b>3.064.568,16</b>	<b>0,00</b>	<b>-373.221,10</b>	<b>2.691.347,06</b>
<b>Υπόλοιπο Ιδίων Κεφαλαίων της 31/12/2017</b>	<b>13.385.221,80</b>	<b>17.168.263,66</b>	<b>40.764.713,89</b>	<b>5.022.706,39</b>	<b>76.340.905,74</b>
<b>Υπόλοιπα 1/1/2018</b>	<b>13.385.221,80</b>	<b>17.168.263,66</b>	<b>40.764.713,89</b>	<b>5.022.706,39</b>	<b>76.340.905,74</b>
Μεταβολές στοιχείων στην περίοδο					<b>0,00</b>
Εσωτερικές μεταφορές					
- Κεφαλαιοποίηση αποθεματικού					<b>0,00</b>
- Διάθεση κερδών χρήσης 2017		519.920,00		-519.920,00	<b>0,00</b>
Διανομές στους φορείς				-1.000.000,00	-1.000.000,00
Αποτελέσματα περιόδου		280.299,49		5.325.690,21	5.605.989,70
<b>Συνολική μεταβολή Ιδίων Κεφαλαίων περιόδου</b>	<b>0,00</b>	<b>800.219,49</b>	<b>0,00</b>	<b>3.805.770,21</b>	<b>4.605.989,70</b>
<b>Υπόλοιπο Ιδίων Κεφαλαίων της 31/12/2018</b>	<b>13.385.221,80</b>	<b>17.968.483,15</b>	<b>40.764.713,89</b>	<b>8.828.476,60</b>	<b>80.946.895,44</b>

### ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΡΟΩΝ (Έμμεση Μέθοδος)

	31/12/2018	31/12/2017
<b>Χρηματοροές από λειτουργικές δραστηριότητες</b>		
Αποτέλεσμα προ φόρων	7.808.026,91	5.223.460,24
<b>Πλέον ή μείον προσαρμογές για:</b>		
Αποσβέσεις και απομειώσεις ενσώματων και άυλων πάγιων	1.005.419,71	1.123.054,29
Προβλέψεις	24.446,19	57.274,52
Κέρδη και ζημίες από διάθεση στοιχείων	370,70	-21,08
Κέρδη και ζημίες από επιμέτρηση στοιχείων	0,00	0,00
Χρεωστικοί και πιστωτικοί τόκοι (καθαρό ποσό)	-933.429,21	-462.290,23
<b>Λειτουργικό κέρδος προ μεταβολών του κεφαλαίου κίνησης</b>	<b>7.904.834,30</b>	<b>5.941.477,74</b>
<b>Πλέον ή μείον μεταβολές λογαριασμών κεφαλαίου κίνησης</b>		
Μεταβολή αποθεμάτων	-1.180.214,39	-1.742.193,14
Μεταβολή απαιτήσεων	-1.844.642,53	-1.309.987,93
Μεταβολή υποχρεώσεων	-161.288,90	253.671,60
<b>Μείον:</b>		
Πληρωμές/εισπράξεις για/από χρεωστικούς&πιστωτικούς τόκους	-41.420,79	-57.629,77



Πληρωμές για φόρο εισοδήματος	-1.820.719,41	-1.864.843,40
<b>Σύνολο εισροών / (εκροών) από λειτουργικές δραστηριότητες (α)</b>	<b>2.856.548,28</b>	<b>1.220.495,10</b>
<b><u>Χρηματοροές από επενδυτικές δραστηριότητες</u></b>		
Πληρωμές για απόκτηση παγίων στοιχείων	-581.142,05	-458.204,39
Εισπράξεις από πώληση παγίων στοιχείων	370,70	0,52
Πληρωμές για απόκτηση συμμετοχών	-301.000,00	0,00
Εισπράξεις/πληρωμές από δάνεια θυγατρικών (καθαρό)	0,00	951.000,00
Μερίσματα εισπραχθέντα	974.850,00	19.920,00
<b>Σύνολο εισροών / (εκροών) από επενδυτικές δραστηριότητες (β)</b>	<b>93.078,65</b>	<b>512.716,13</b>
<b><u>Χρηματοροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες</u></b>		
Εισπράξεις (πληρωμές) από αύξηση (μείωση) κεφαλαίου	0,00	0,00
Εισπράξεις (πληρωμές) από δάνεια	0,00	-2.017.640,50
Μερίσματα πληρωθέντα	-591.968,12	-448.000,00
<b>Σύνολο εισροών / (εκροών) από χρηματοδοτικές δραστηριότητες (γ)</b>	<b>-591.968,12</b>	<b>-2.465.640,50</b>
<b>Καθαρή αύξηση / (μείωση) στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα (α) + (β) + (γ)</b>	<b>2.357.658,81</b>	<b>-732.429,27</b>
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα έναρξης περιόδου</b>	<b>911.920,80</b>	<b>1.644.350,07</b>
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα λήξης περιόδου</b>	<b>3.269.579,61</b>	<b>911.920,80</b>

## ΕΡΩΤΗΜΑΤΟΛΟΓΙΟ

Πόσο χρήσιμη θεωρείτε καθεμία από τις παρακάτω μεθόδους αποτίμησης: \*

	Καθόλου	Λίγο	Μέτρια	Πολύ	Πάρα πολύ
Μέθοδος Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Μέθοδος Συγκριτικών Στοιχείων ή Πολλαπλασιαστών / Δεικτών Κεφαλαιαγοράς όμορων εταιρειών	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Μέθοδος Προεξόφλησης Μελλοντικών Μερισμάτων	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Αποτίμηση με βάση τον Μέσο Οικονομικό Κύκλο	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Μέθοδος Αποτίμησης με βάση τα Δικαιώματα Προαίρεσης	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Πόσο σημαντικούς θεωρείτε τους παρακάτω συντελεστές υπολογισμού της Μεθόδου Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών: \*

	Καθόλου	Λίγο	Μέτρια	Πολύ	Πάρα πολύ
WACC	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Beta	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Φορολογικός Συντελεστής	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Ταμειακές Ροές	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Πόσο σημαντικά θεωρείτε τα παρακάτω μειονεκτήματα της Μεθόδου Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών: \*

	Καθόλου	Λίγο	Μέτρια	Πολύ	Πάρα πολύ
Υποκειμενική αντίληψη	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Εκτιμώμενο και όχι πραγματικό αποτέλεσμα	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Χρήση πληροφοριών όπως αυτές παρέχονται από τη διοίκηση	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Πόσο εμπιστεύεστε τους παρακάτω δείκτες: \*

	Καθόλου	Λίγο	Μέτρια	Πολύ	Πάρα πολύ
P / E	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Κεφάλαιο Κίνησης	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Είστε: \*

- Γυναίκα
- Άνδρας

Επίπεδο σπουδών:

- Προπτυχιακό
- Μεταπτυχιακό
- Διδακτορικό
- Μεταδιδακτορικό

Είδος απασχόλησης:

- Δημόσιος Υπάλληλος
- Ιδιωτικός Υπάλληλος
- Ελεύθερος Επαγγελματίας
- Άνεργος

Ποιο είναι το αντικείμενο εργασίας σας; \*