



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

Διπλωματική Εργασία

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ
ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ

του/της

ΑΙΚΑΤΕΡΙΝΗ ΠΑΝΑΓΙΩΤΙΔΟΥ

Επιβλέπων Καθηγητής: Παπαδόπουλος Συμεών

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

Οκτώβριος 2019

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Η παρούσα διπλωματική εργασία με θέμα «Χρηματοοικονομική Ανάλυση και Αποτίμηση της εταιρίας ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ» εκπονήθηκε στα πλαίσια ολοκλήρωσης του Μεταπτυχιακού Προγράμματος της Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του Πανεπιστημίου Μακεδονίας, βασιζόμενη τόσο σε ελληνική όσο και σε ξένη βιβλιογραφία.

Σε αυτό το στάδιο θα ήθελα να εκφράσω τις πιο θερμές και ειλικρινείς ευχαριστίες στην οικογένεια μου για την ηθική και υλική βοήθεια που μου προσέφεραν σε όλη την διάρκεια των σπουδών μου, τόσο κατά τη διάρκεια των προπτυχιακών όσο και κατά τη διάρκεια των μεταπτυχιακών.

Επίσης, θα ήθελα να ευχαριστήσω όλους τους καθηγητές του Μεταπτυχιακού Προγράμματος για τις πολύτιμες γνώσεις που μου πρόσφεραν καθ' όλη τη διάρκεια των σπουδών μου. Ιδιαίτερα θα ήθελα να εκφράσω τις ευχαριστίες μου προς τον επιβλέποντα καθηγητή μου του Πανεπιστημίου Μακεδονίας κ. Παπαδόπουλο Συμεών για την άριστη συνεργασία που είχαμε κατά την εκπόνηση της παρούσας διπλωματικής εργασίας.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Περίληψη.....	7
Abstract	8
Κεφάλαιο 1 – Εισαγωγή.....	9
1.1 Αντικειμενικός σκοπός και δομή της εργασίας.....	9
1.2 Περιγραφή της εταιρίας ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ.....	9
1.3 Εταιρική οικονομική κατάσταση	11
1.3.1 Κύκλος εργασιών και κερδοφορία	11
1.3.2 Τραπεζικός δανεισμός.....	12
1.4 Κυριότεροι κίνδυνοι και αβεβαιότητες	13
Κεφάλαιο 2 – Επισκόπηση βιβλιογραφίας.....	16
2.1 Η αξία της επιχείρησης και πώς επηρεάζεται	16
2.2 Ιστορική αναδρομή της αποτίμησης	18
2.3 Λόγοι που επιβάλλουν την αποτίμηση.....	19
2.4 Ποιους ενδιαφέρει η αποτίμηση.....	19
2.5 Χαρακτηριστικά στοιχεία εταιρικής αξίας.....	21
Κεφάλαιο 3 – Μοντέλα αποτίμησης εταιρικής αξίας	23
3.1 Εισαγωγή για τις μέθοδοι αποτίμησης εταιρικής αξίας	23
3.2 Κατηγοριοποίηση μεθόδων αποτίμησης εταιρικής αξίας	24
3.2.1 Σχετικά και απόλυτα μοντέλα αποτίμησης	24
3.2.2 Μοντέλα αποτίμησης κατά Damodaran.....	25
3.3 Μέθοδος προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών.....	26
Κεφάλαιο 4 – Ανάλυση περιβάλλοντος της εταιρίας ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ.....	32
4.1 Μοντέλο 5 δυνάμεων του Porter.....	32
4.2 Ανάλυση SWOT.....	33
Κεφάλαιο 5 – Χρηματοοικονομική ανάλυση της εταιρίας ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ	35
5.1 Αριθμοδείκτες κερδοφορίας.....	36
5.1.1 Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας	36
5.1.1.1 Αριθμοδείκτης απόδοσης ενεργητικού	36
5.1.1.2 Αριθμοδείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων	37
5.1.1.3 Αριθμοδείκτης απόδοσης απασχολούμενων κεφαλαίων	39
5.1.2 Αριθμοδείκτες περιθωρίου	40

5.1.2.1 Αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους.....	40
5.1.2.2 Αριθμοδείκτης λειτουργικού περιθωρίου κέρδους	42
5.1.2.3 Αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους	43
5.2 Αριθμοδείκτες ρευστότητας	45
5.2.1 Αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας	45
5.2.2 Αριθμοδείκτης άμεσης ρευστότητας.....	46
5.2.3 Αριθμοδείκτης ταμειακής ρευστότητας	48
5.3 Αριθμοδείκτες δραστηριότητας	49
5.3.1 Αριθμοδείκτης κύκλου εργασιών κεφαλαίων κίνησης	49
5.3.2 Αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων	51
5.3.3 Αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων	52
5.3.4 Αριθμοδείκτης κύκλου εργασιών παγίων	54
5.3.5 Αριθμοδείκτης κύκλου εργασιών αποθεμάτων.....	55
5.4 Πορεία μετοχής	56
Κεφάλαιο 6 – Αποτίμηση της εταιρίας ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ	58
6.1 Υπολογισμός κόστους ιδίων κεφαλαίων.....	58
6.2 Υπολογισμός κόστους δανεισμού	61
6.3 Υπολογισμός του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίων.....	62
6.4 Ρυθμός ανάπτυξης.....	64
6.5 Προβλεπόμενες ταμειακές ροές	65
6.6 Αποτίμηση βάσει ελεύθερων ταμειακών ροών	66
Κεφάλαιο 7 – Συμπεράσματα αποτίμησης.....	68
Βιβλιογραφία.....	70
Παράρτημα.....	72

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1: Παράγοντες προσδιορισμού της πορείας της αξίας των μετοχών.....	17
Πίνακας 2: Πρόσωπα και ομάδες προσώπων που τους ενδιαφέρει η αξία της εταιρίας	20
Πίνακας 3: Ανάλυση SWOT της εταιρίας ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ.....	33
Πίνακας 4: Αριθμοδείκτης απόδοσης ενεργητικού.....	37
Πίνακας 5: Αριθμοδείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων	38
Πίνακας 6: Αριθμοδείκτης απόδοσης απασχολουμένων κεφαλαίων.....	39
Πίνακας 7: Αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους.....	41
Πίνακας 8: Αριθμοδείκτης λειτουργικού περιθωρίου κέρδους.....	43
Πίνακας 9: Αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους.....	44
Πίνακας 10: Αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας.....	45
Πίνακας 11: Αριθμοδείκτης άμεσης ρευστότητας	47
Πίνακας 12: Αριθμοδείκτης ταμειακής ρευστότητας	48
Πίνακας 13: Αριθμοδείκτης κύκλου εργασιών κεφαλαίου κίνησης	50
Πίνακας 14: Αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων	51
Πίνακας 15: Αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων.....	53
Πίνακας 16: Αριθμοδείκτης κύκλου εργασιών παγίων.....	54
Πίνακας 17: Αριθμοδείκτης κύκλου εργασιών ενεργητικού	55
Πίνακας 18: Απόδοση του δεκαετούς ελληνικού ομολόγου.....	59
Πίνακας 19: Εύρεση του μέσου όρου του δεκαετούς ελληνικού ομολόγου.....	59
Πίνακας 20: Μέσο ποσοστό ιδίων κεφαλαίων.....	62
Πίνακας 21: Μέσο ποσοστό δανειακών κεφαλαίων	63
Πίνακας 22: Ρυθμοί ανάπτυξης.....	64
Πίνακας 23: Ελεύθερες ταμειακές ροές για το έτος 2018.....	65
Πίνακας 24: Ελεύθερες ταμειακές ροές	66
Πίνακας 25: Παρούσα αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών	67
Πίνακας 26: Σύνολο αξίας και τιμή μετοχής.....	67

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Διάγραμμα 1: Αριθμοδείκτης απόδοσης ενεργητικού	37
Διάγραμμα 2: Αριθμοδείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων	38
Διάγραμμα 3: Αριθμοδείκτης απόδοσης απασχολούμενων κεφαλαίων	40
Διάγραμμα 4: Αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους	41
Διάγραμμα 5: Αριθμοδείκτης λειτουργικού περιθωρίου κέρδους	43
Διάγραμμα 6: Αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους	44
Διάγραμμα 7: Αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας	46
Διάγραμμα 8: Αριθμοδείκτης άμεσης ρευστότητας.....	47
Διάγραμμα 9: Αριθμοδείκτης ταμειακής ρευστότητας.....	49
Διάγραμμα 10: Αριθμοδείκτης κύκλου εργασιών κεφαλαίου κίνησης.....	50
Διάγραμμα 11: Αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων	52
Διάγραμμα 12: Αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων	53
Διάγραμμα 13: Αριθμοδείκτης κύκλου εργασιών παγίων	54
Διάγραμμα 14: Αριθμοδείκτης κύκλου εργασιών ενεργητικού	55
Διάγραμμα 15: Πορεία μετοχής	57
Διάγραμμα 16: Πορεία απόδοσης του 10ετούς ελληνικού ομολόγου	60
Διάγραμμα 17: Market Risk Premium Greece	61

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Μέσω της παρούσας διπλωματικής εργασίας διεκπεραιώνεται η χρηματοοικονομική ανάλυση και η αποτίμηση της εισηγμένης εταιρίας στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ, κατά την χρονική περίοδο 2014-2018 και 2019-2023 αντίστοιχα.

Στόχος της παρούσας χρηματοοικονομικής ανάλυσης είναι να προσδιοριστούν χρήσιμα συμπεράσματα για την πορεία της συγκεκριμένης εταιρίας κατά την πορεία της ελληνικής οικονομικής κρίσης.

Αναλυτικότερα, για την μελέτη αυτής της περίπτωσης χρησιμοποιήθηκαν οι δημοσιευμένες καταστάσεις της εταιρίας ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ και με την βοήθεια των αριθμοδεικτών προσδιορίζεται η πραγματική θέση και η αποδοτικότητα της εταιρίας καθώς και μετρήσαμε την ρευστότητα και τη κερδοφορία της.

Στην εισαγωγή της εργασίας αυτής παρουσιάζονται θεμελιώδεις έννοιες της χρηματοοικονομικής θεωρίας όπως ο ορισμός της αξίας της επιχείρησης, οι λόγοι αποτίμησης κλπ.

Στο κύριο μέρος της εργασίας γίνεται αναφορά στην θεωρητική προσέγγιση των μεθόδων που χρησιμοποιήθηκαν για την χρηματοοικονομική ανάλυση και παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της ανάλυσης και των αριθμοδεικτών. Επιπρόσθετα στο κύριο μέρος ακολουθούν και τα αποτελέσματα της αποτίμησης σύμφωνα με το Μοντέλο Προεξόφλησης των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών.

Τέλος, αναφέρονται τα συμπεράσματα που προκύπτουν από τα αποτελέσματα της χρηματοοικονομικής ανάλυσης και της αποτίμησης.

ABSTRACT

This thesis includes the financial analysis and valuation of the listed company in the Athens Stock Exchange, EVROFARMA, during the period 2014 - 2018 and 2019 - 2023 respectively.

The purpose of this financial analysis is to identify useful conclusions for the course of the company along the way of this Greek financial crisis.

More specifically, the published financial statements of the company EVROFARMA were used for the study of this case and with the help of ratios determined the actual position and the profitability of this company and we measured its liquidity.

In the introduction of this thesis are presented fundamental concepts of financial theory such as the definition of business value, the reasons for valuation, etc.

In the main part of the thesis is mentioned to the theoretical approach of the methods which are used for the financial analysis and are presented the results of the analysis and the ratios. Also in the main part are presented the results of the valuation in accordance with the Free Cash Flow Discount Model.

In the conclusion, are mentioned the results of the financial analysis and the valuation.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1 Αντικειμενικός σκοπός και δομή της διπλωματικής εργασίας

Η Εταιρία ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ ΑΒΕΕ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΓΑΛΑΚΤΟΣ ιδρύθηκε το 1991 στο Διδυμότειχο Έβρου και ξεκίνησε την βιομηχανική της δραστηριότητα το 1994. Σήμερα διαθέτοντας σχεδόν 25 χρόνια εμπειρίας, συνεχίζει να παράγει τα προϊόντα της, με τις πιο υψηλές προδιαγραφές ποιότητας διατηρώντας και την ελληνική παράδοση. Η εταιρία ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών και είναι μια ανερχόμενη επιχείρηση στο κλάδο της.

Η παρούσα εργασία αφορά την χρηματοοικονομική ανάλυση μέσω των διάφορων αριθμοδεικτών και την αποτίμηση μιας δίκαιης τιμής της μετοχής της ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ μέσω της μεθόδου των προεξοφλημένων ταμειακών ροών. Για την επίτευξη αυτών χρησιμοποιήθηκαν αποκλειστικά και μόνο οι οικονομικές καταστάσεις της εταιρίας ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ και τα ποσά είναι σε χιλιάδες ευρώ.

Η δομή της συγκεκριμένης εργασίας έχει ως εξής. Στο κεφάλαιο ένα παρουσιάζεται ο σκοπός και η δομή της εργασίας καθώς και λίγα λόγια που αφορούν την εταιρία που μελετάμε, ώστε να την γνωρίσουμε καλύτερα. Στο κεφάλαιο 2 γίνεται ανασκόπηση της βιβλιογραφίας πάνω στους χρηματοοικονομικούς όρους της εργασίας. Στο τρίτο κεφάλαιο αναφέρονται οι βασικότεροι μέθοδοι αποτίμησης και της αποτίμησης βάσει προεξοφλημένων ταμειακών ροών, με την οποία θα γίνει η ανάλυση σ' αυτήν την εργασία. Στο τέταρτο κεφάλαιο γίνεται ανάλυση περιβάλλοντος της εταιρίας και στο πέμπτο η χρηματοοικονομική ανάλυση. Στο έκτο κεφάλαιο διεκπεραιώνεται η αποτίμηση της εταιρίας και στο έβδομο κεφάλαιο διατυπώνονται τα συμπεράσματα που προέκυψαν από την μελέτη αυτή.

1.2 Περιγραφή της εταιρίας ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ

Η Εταιρία ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ ΑΒΕΕ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΓΑΛΑΚΤΟΣ με διακριτικό τίτλο "ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ" ιδρύθηκε το 1991 (3506/9-8-91 ΦΕΚ) στο Διδυμότειχο Έβρου και ξεκίνησε

την βιομηχανική της δραστηριότητα το 1994. Η Εταιρία έχει την έδρα της στο Ν. Έβρου στο 3ο χλμ. Αλεξ/πόλης-Συνόρων όπου στεγάζεται η κύρια παραγωγική μονάδα της, το κεντρικό λογιστήριο και όπου καλύπτεται η διάθεση των προϊόντων στον Β. Έβρο. Επίσης, η Εταιρία διαθέτει τρία ακόμα υποκαταστήματα στην Αλεξ/πολη, Ξάνθη και στη Θεσσαλονίκη για την διάθεση των προϊόντων στις αντίστοιχες περιοχές και η ιστοσελίδα της είναι www.enrofarma.gr. Τον Ιούνιο του 2000 η Εταιρία εισήγαγε τις μετοχές της στην Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Ο Όμιλος ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ, (στο εξής Όμιλος) αποτελείται από την μητρική Εταιρία (εφεξής «η Εταιρία») και τη θυγατρική Εταιρία CAMPUS ΑΕ, (στο εξής «η θυγατρική») που εδρεύει στην Μέστη Αλεξανδρούπολης και της οποία η Εταιρία κατέχει το 100% των μετοχών της. Η αξία κτήσεως της συμμετοχής στην θυγατρική ανέρχεται κατά την 31.12.2018 και 31.12.2017 σε ποσό € 2.947 χιλ. ευρώ.

Οι κυρίες δραστηριότητες του Ομίλου είναι η εκμετάλλευση γαλακτοπαραγωγικών ζώων, η παραγωγή και η πώληση γαλακτοκομικών προϊόντων και εμπορία γαλακτοκομικών προϊόντων.

Η φιλοσοφία τους είναι **«Για να προσφέρεις τον καλύτερο εαυτό σου, πρέπει να τον ξεπεράσεις»** και αυτό κάνουν καθημερινά στην ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ. Ξεπερνάνε τον εαυτό τους και φτάνουν σε εμάς με προϊόντα αξεπέραστης γεύσης, ποιότητας και ασφάλειας.

Στις ενοποιημένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις του Ομίλου περιλαμβάνονται, με τη μέθοδο της πλήρους ενοποίησης: η μητρική Εταιρία ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ Α.Β.Ε.Ε. και η θυγατρική της, CAMPUS Α.Ε.. Οι ετήσιες χρηματοοικονομικές καταστάσεις του Ομίλου και της Εταιρίας εγκρίθηκαν από το Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρίας την 24η Απριλίου 2019 και τελούν υπό την έγκριση της επόμενης τακτικής Γενικής Συνέλευσης των μετόχων. **Οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις παρουσιάζονται σε χιλιάδες € (λειτουργικό νόμισμα), που είναι το νόμισμα του πρωτεύοντος οικονομικού περιβάλλοντος στο οποίο δραστηριοποιείται ο Όμιλος.**

1.3 ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ

1.3.1 ΚΥΚΛΟΣ ΕΡΓΑΣΙΩΝ ΚΑΙ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑ

ΕΤΗΣΙΟΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΑΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ 2018: Σε μακροοικονομικό επίπεδο η κατάσταση χαρακτηρίστηκε από τη μικρή αύξηση του Ακαθάριστου Εθνικού Προϊόντος κατά 1,9% περίπου. Και για το 2018 η αύξηση αυτή κυμάνθηκε σε επίπεδο μικρότερο του προϋπολογιζόμενου, ενώ το 4ο τρίμηνο του 2018 χαρακτηρίστηκε από κάμψη επενδύσεων και κατανάλωσης.

Παρά την αύξηση του ΑΕΠ η Ελληνική οικονομία παραμένει καθηλωμένη, η απουσία διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων είναι εμφανής, ενώ η υψηλή φορολογία και η μείωση των πληρωμών του κράτους, δημιουργούν μεν πλεονάσματα αλλά αυτά δεν θέτουν τις βάσεις για πραγματική ανάπτυξη και προσέλκυση επενδύσεων. Το μερίδιο του κράτους στην Ελληνική οικονομία είναι υψηλό και ταυτόχρονα, η Ελληνική οικονομία ουσιαστικά «αποεπενδύει» καθώς οι δαπάνες πάγιου κεφαλαίου είναι μικρότερες από τις αποσβέσεις και τις αποσύρσεις πάγιου εξοπλισμού.

Σε αυτό το περιβάλλον ο οικονομικός απολογισμός του Ομίλου και της Εταιρίας για τη χρήση 2018 χαρακτηρίζεται από τα εξής γεγονότα:

- Την αύξηση του όγκου των πωλήσεων, παρά την αύξηση των εισαγωγών και τη μείωση της κατανάλωσης φρέσκου γάλακτος.
- Τη συνεχιζόμενη αύξηση του ζωικού πληθυσμού των παραγωγικών ζώων της θυγατρικής εταιρίας Campus ως αποτέλεσμα των προηγμένων τεχνικών αναπαραγωγής, φροντίδας, εκτροφής και στέγασης των ζώων αυτών. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η αύξηση προέρχεται κυρίως από γεννήσεις ζώων.
- Την αγορά αγελάδων «Jersey» οι οποίες παράγουν λιγότερη ποσότητα γάλακτος, ωστόσο αυτό είναι καλύτερης ποιότητας με πλουσιότερα λιπαρά και περισσότερη πρωτεΐνη.
- Τη σταδιακή επαναφορά των τιμών γάλακτος σε υψηλότερα επίπεδα.
- Λαμβάνοντας υπόψη τα ανωτέρω, ο οικονομικός απολογισμός της Εταιρίας και του Ομίλου είναι θετικός σημειώνοντας τα εξής:

- Τη σημαντική κερδοφορία για τη θυγατρική εταιρία Campus και της μητρικής Εταιρίας.
- Το σημαντικό EBITDA.
- Τον εξυπηρετούμενο και ταυτόχρονα μειούμενο τραπεζικό δανεισμό.
- Τη συνεχιζόμενη αύξηση στην παραγωγή προϊόντων ιδιωτικής ετικέτας.
- Την πραγματοποίηση νέων επενδύσεων σε μηχανολογικό εξοπλισμό και τεχνικές εγκαταστάσεις, ύψους περίπου 993 χιλ.

Όπως και στις πρόσφατες προηγούμενες χρήσεις, βασική παράμετρος επίτευξης των ανωτέρω στόχων αποτέλεσε η ιδιοπαραγωγή ανωτέρας ποιότητας ελληνικού αγελαδινού γάλακτος από το στάβλο ζώων της θυγατρικής εταιρίας CAMPUS A.E., η οποία απορροφάται εξολοκλήρου από το εργοστάσιο της ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ ΑΒΕΕ στο Διδυμότειχο.

1.3.2 ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΣ ΔΑΝΕΙΣΜΟΣ

Αναφορικά με τα δάνεια τραπεζών, η Εταιρία και ο Όμιλος προχωρούν στην αποπληρωμή τους σε συνεργασία με τις πιστώτριες τράπεζες. Σημειώνεται ότι στη χρήση 2018, η Εταιρία και ο Όμιλος πέραν της καταβολής τόκων αποπλήρωσαν δάνεια € 1.346 χιλ και € 1.574 χιλ. Επιπρόσθετα, στην ίδια χρήση, υπεγράφη συμφωνία επέκτασης της λήξης του κοινοπρακτικού ομολογιακού δανείου της Εταιρίας (αρχικής λήξης του Σεπτεμβρίου 2018) κατά δύο χρόνια, έως το Σεπτέμβριο του 2020. Συνεπώς, κατά την 31η Δεκεμβρίου 2018 το ομολογιακό δάνειο έχει απεικονιστεί ως μακροπρόθεσμο, ενώ κατά την 31η Δεκεμβρίου 2017, είχε απεικονιστεί ως βραχυπρόθεσμο.

Επίσης, η Διοίκηση βρίσκεται σε διαπραγματεύσεις με τον εκκαθαριστή της πρώην Αγροτικής Τράπεζας της Ελλάδος (ΑΤΕ) για την ολοκλήρωση της διαδικασίας αποπληρωμής του δανείου. Ιστορικά η Εταιρία ανταποκρίθηκε στα αιτήματα των εκκαθαριστών της πρώην ΑΤΕ σε σχέση με τη ρύθμιση του δανείου, παρέχοντας στοιχεία για την αξιολόγηση της ικανότητας αποπληρωμής τους, συμπεριλαμβανομένου και επιχειρηματικών σχεδίων ενώ συνολικά τα τελευταία χρόνια κατέβαλε έναντι του δανείου αυτού ποσό περίπου € 700 χιλ. Ειδικότερα στη χρήση 2018, κατ' εντολή της εταιρίας που διαχειρίζεται την εκκαθάριση της πρώην ΑΤΕ, διενεργήθηκε εκτίμηση των ενσώματων πάγιων περιουσιακών στοιχείων της Εταιρίας από ανεξάρτητο εκτιμητή και εκτίμηση της αξίας του δανείου από διεθνή ελεγκτικόλογιστικό οίκο στη βάση επιχειρηματικού σχεδίου που συντάχθηκε για το σκοπό

αυτό. Στα πλαίσια αυτά, αναμένεται ο θετικός διακανονισμός του δανείου με επιμήκυνση της περιόδου αποπληρωμής, στα πλαίσια των προτάσεων των προηγούμενων εκκαθαριστών (ήτοι σταδιακή αποπληρωμή σε ορίζοντα δεκαετίας).

1.4 ΚΥΡΙΟΤΕΡΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΕΣ

Ο Όμιλος δραστηριοποιείται κυρίως στον κλάδο των γαλακτοκομικών προϊόντων και κατά τη διενέργεια των δραστηριοτήτων του για την επίτευξη των σκοπών του εκτίθεται σε διαφόρων ειδών κινδύνους και αβεβαιότητες οι κυριότεροι των οποίων είναι οι κάτωθι:

- **Κίνδυνος από τον Ανταγωνισμό:** Ο κλάδος των γαλακτοκομικών χαρακτηρίζεται από έντονο ανταγωνισμό και μια τάση συγκέντρωσης. Έχοντας αυτό ως δεδομένο δίδεται τεράστια σημασία στην παραγωγή υψηλής ποιότητας προϊόντων, στην οργάνωση ενός άρτια οργανωμένου δικτύου διανομής προϊόντων και μιας καλά οργανωμένης υπηρεσίας εξυπηρέτησης πελατών μετά την πώληση. Η Διοίκηση του Ομίλου πιστεύει ότι μια καλά οργανωμένη μεσαίου μεγέθους οικονομική μονάδα, η οποία διαθέτει και την ανάλογη ευελιξία έχει τη δυνατότητα να ανταποκριθεί στους κινδύνους από τον ανταγωνισμό.
- **Κίνδυνος επιτοκίου:** Ο Όμιλος εκτίθεται σε κίνδυνο ταμειακών ροών επιτοκίου ο οποίος μπορεί να προέλθει από ενδεχόμενη μεταβολή των επιτοκίων των δανείων, τα οποία θα επηρεάσουν θετικά ή αρνητικά τις ταμειακές εκροές που συνδέονται με υποχρεώσεις του Ομίλου. Για να το αντιμετωπίσει, αναλύει την έκθεσή του στη μεταβολή των επιτοκίων σε συνεχή βάση προσπαθώντας να επιτύχει αναχρηματοδότηση με καλύτερους όρους και τρόπους και κάνοντας συνετή διαχείριση των δανείων του. Επιπροσθέτως, στη χρήση 2014 η Διοίκηση σύναψε ένα συμβόλαιο ανταλλαγής επιτοκίου (interestrateswap) για μέρος του κοινοπρακτικού ομολογιακού δανείου το οποίο καλύπτει όλη τη διάρκεια του δανείου και ως εκ τούτου έχει χαρακτηριστεί ως «αποτελεσματικό». Το ανωτέρω συμβόλαιο ανταλλαγής επιτοκίου τερματίστηκε στην κλειόμενη χρήση. Αύξηση ή μείωση του Euribor κατά μια μονάδα αυξάνει ή μειώνει το χρηματοοικονομικό κόστος του Ομίλου και της Εταιρίας κατά € 181 χιλ. και € 163 χιλ. αντίστοιχα (2017: € 196 χιλ. και € 178 χιλ. αντίστοιχα). Ο Όμιλος διαχειρίζεται τις ανάγκες ρευστότητας βάσει προγραμμάτων πληρωμών και εισπράξεων που καταρτίζονται σε εβδομαδιαία και μηνιαία βάση. Συγκεκριμένα υπάρχει προσεκτική παρακολούθηση των χρεών (μακροπροθέσμων και βραχυπροθέσμων υποχρεώσεων) καθώς επίσης και των πληρωμών που

πραγματοποιούνται. Επιπλέον, παρακολουθούνται σε ημερήσια βάση οι εισπράξεις από εμπορικές απαιτήσεις, καθώς και η πιστή τήρηση των συμφωνιών εισπραξης, ειδικά από μεγάλους πελάτες (super markets κλπ) με συμφωνίες εισπράξεων με συγκεκριμένα τιμολόγια πωλήσεων.

- **Πιστωτικός κίνδυνος:** Ο πιστωτικός κίνδυνος προκύπτει κυρίως από πιστώσεις σε πελάτες συμπεριλαμβανομένων των λογαριασμών εισπρακτέων. Το εμπορικό και το οικονομικό τμήμα αξιολογούν την φερεγγυότητα του πελάτη λαμβάνοντας υπ' όψη την χρηματοοικονομική του κατάσταση, την εξυπηρέτηση των τρεχουσών οφειλών του και ορίζουν πιστωτικά όρια τα οποία παρακολουθούνται τακτικά και δεν δύνανται να ξεπεραστούν από έναν μεμονωμένο πελάτη.
- **Κίνδυνος σχετικά με την Ποιότητα και την Ασφάλεια των Τροφίμων:** Η αγορά της πρώτης ύλης, η μεταποίηση, η συσκευασία, το μάρκετινγκ και η πώληση των τροφίμων ενέχουν έναν εγγενή κίνδυνο ως προς την ευθύνη της ποιότητας προϊόντων, της τυχόν ανάκλησής τους και της επακόλουθης δυσμενούς δημοσιότητας. Αρχής γενομένης από την αγορά του γάλακτος κατ' ευθείαν από τον παραγωγό με δικά της μεταφορικά μέσα και την μεταφορά αυτού σε σύντομο χρονικό διάστημα στο εργοστάσιο για έλεγχο και επεξεργασία, η Εταιρία διασφαλίζει την άριστη ποιότητα και φρεσκάδα του γάλακτος και κατ' επέκταση των παραγομένων προϊόντων. Η επεξεργασία του γάλακτος και η παραγωγή των προϊόντων γίνονται σε κλειστά δίκτυα που καθαρίζονται και απολυμαίνονται στο τέλος της κάθε παραγωγικής διαδικασίας. Υπάρχει συνεχής παρακολούθηση και καταγραφή της ποιότητας των παραγομένων καθώς τηρούνται ποιοτικά δεδομένα τα οποία ελέγχονται από τον ποιοτικό έλεγχο σε τακτά χρονικά διαστήματα και μέχρι την λήξη τους. Η συνέχιση της ψυκτικής αλυσίδας είναι από τα κυριότερα σημεία ελέγχου και παρακολουθείται καθημερινά η ψύξη σε όλους τους χώρους και τα οχήματα μεταφοράς της εταιρίας. Η Εταιρία ακολουθώντας αυστηρά και πιστά την πολιτική της στην ποιότητα επιτυγχάνει να προσφέρει στους πελάτες της προϊόντα ποιοτικά και ασφαλή. Τελευταία προέβη σε ασφάλιση αστικής ευθύνης προϊόντος κατόπιν απαίτησης από πελάτη του εξωτερικού και γίνεται διερεύνηση με τις ασφαλιστικές εταιρείες για επέκταση αυτού του είδους ασφάλισης και για την Ελληνική επικράτεια. Σημειώνουμε ότι ειδικά για το αγελαδινό γάλα εφαρμόζεται με τις συνεργαζόμενες φάρμες πιστοποιημένο σύστημα για την διατροφή των αγελάδων αποκλειστικά από μη γενετικά τροποποιημένες τροφές (FREE GMO). Οι παραγωγικές διαδικασίες είναι πιστοποιημένες με το ISO 22000. Επίσης έχουν πιστοποιηθεί και με τα

συστήματα ποιότητας IFS και BRC. Επιπλέον είναι πιστοποιημένη η παραγωγή τυρί φέτα (ποπ) από AGROCERT και για την παραγωγή βιολογικών προϊόντων από BIOHELLAS.

- **Μακροοικονομικός κίνδυνος:** Οι κύριοι μακροοικονομικοί κίνδυνοι στους οποίους εκτίθεται ο Όμιλος είναι η ασθενής οικονομική ανάπτυξη, η επιβολή νέων φόρων που μειώνουν το διαθέσιμο εισόδημα των πολιτών και συρρικνώνουν τις καταναλωτικές δαπάνες και η καθυστέρηση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων της χώρας που έχουν ως συνέπεια την αδυναμία προσέλκυσης επενδύσεων. Οι κύριες δαπάνες του Ομίλου είναι η αγορά των πρώτων και βοηθητικών υλών, υλικών συσκευασίας, αναλωσίμων, καύσιμα, ενέργεια, έξοδα διάθεσης και διοίκησης και οι οποίες λόγω της τρέχουσας συγκυρίας έχουν αυξητικές τάσεις.

Ο Όμιλος εξισορροπεί την κατάσταση με μείωση των διοικητικών εξόδων και αυτών της διάθεσης αναδιοργανώνοντας τα τμήματα και τον μέχρι τώρα τρόπο λειτουργίας τους, με νέες εμπορικές συμφωνίες, κατάργηση βραδέως κινούμενων κωδικών και με επενδυτικές τοποθετήσεις στην παραγωγή για αύξηση αυτής και μείωση του κόστους της. Οι κύριες δαπάνες του Ομίλου είναι η αγορά των πρώτων και βοηθητικών υλών, υλικών συσκευασίας, αναλωσίμων, καύσιμα, ενέργεια, έξοδα διάθεσης και διοίκησης. Ενδεχόμενη σημαντική αύξηση των τιμών πρώτης ύλης δεν θα έχει σημαντική επίπτωση στον Όμιλο καθώς είναι καθετοποιημένος σε μεγάλο βαθμό (ο κύριος όγκος των αγορών γάλακτος της Εταιρίας προέρχεται από τη θυγατρικής της εταιρία Campus A.E). Επίσης η αύξηση της τιμής της πρώτης ύλης θα οδηγήσει σε σταδιακή αύξηση των τιμών πωλήσεων των προϊόντων της Εταιρίας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

2.1 Η αξία της επιχείρησης και πώς επηρεάζεται

Αξία της επιχείρησης ορίζεται το σύνολο της αξίας όλης της επιχείρησης με βάση τις προσδοκίες για κέρδη, ταμειακές ροές κ.ο.κ. και είναι συνδεδεμένη με τη λειτουργία της επιχείρησης και τις μελλοντικές αποδόσεις. Αυτή η προσέγγιση εκλαμβάνει την επιχείρηση ως ένα οργανωμένο σύνολο παραγωγικών συντελεστών που έχει αναπτύξει μία συγκεκριμένη δυναμική. Η εκτίμηση της αξίας της επιχείρησης ως σύνολο είναι η εκτίμηση της αξίας όλων των υποχρεώσεων και απαιτήσεων, όλων των προσδοκώμενων εισροών και εκροών της.

Με την αποτίμηση προσδιορίζεται η αξία της επιχείρησης ή ενός τμήματός της και ως διαδικασία και ως αποτέλεσμα δεν είναι στατική. Ο χρόνος παίζει σημαντικό ρόλο και ο χρόνος διεκπεραίωσης της διαδικασίας της αποτίμησης είναι μία από τις πιο σημαντικές πληροφορίες. Οι μελετητές λαμβάνουν υπόψη τα στοιχεία που είναι διαθέσιμα κατά τη χρονική στιγμή της αποτίμησης. Γενικά, ο χρόνος πρέπει να λαμβάνεται υπόψη διότι τροποποιεί τις αξίες των στοιχείων του ενεργητικού-παθητικού, τους λογαριασμούς των αποτελεσμάτων χρήσεως και των μεθόδων που βασίζονται σε προβλέψεις ταμειακών ροών ή άλλων ροών στο μέλλον.

Τεχνικά, μερικοί εξωτερικοί παράγοντες που επηρεάζουν την αξία της επιχείρησης είναι:

- ο πληθωρισμός,
- η ρευστότητα της αγοράς και της μετοχής της επιχείρησης, και
- τα επιτόκια.

Τα επιτόκια και ο πληθωρισμός παρουσιάζουν σημαντική συσχέτιση μεταξύ τους αλλά πρέπει να παρουσιάζονται ξεχωριστά επειδή έχουν διαφορετική επίδραση στην αξία της επιχείρησης. Σχηματικά, η σχέση μεταξύ των παραπάνω παραγόντων και της πορείας της τιμής των μετοχών και της αξίας των επιχειρήσεων δίνεται στον παρακάτω πίνακα.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1: Παράγοντες προσδιορισμού της πορείας της αξίας των μετοχών – επιχειρήσεων

Παράγοντες	Πορεία παράγοντα	Πορεία τιμών των μετοχών – αξίας επιχείρησης
Πληθωρισμός	↑	↓
	↓	↑
Ρευστότητα	↑	↑
	↓	↓
Επιτόκια	↑	↓
	↓	↑

Πηγή: Λαζαρίδης Θεμιστοκλής, 2017, Αποτίμηση Επιχειρήσεων, Εκδόσεις Gutenberg (Σελίδα: 59)

Εκτός από τους εξωτερικούς παράγοντες, υπάρχουν και πολλοί εσωτερικοί παράγοντες που επηρεάζουν την αξία της επιχείρησης όπως:

- Τρόπος διακυβέρνησης
- Τρόπος διοίκησης
- Διαχείριση στοιχείων κυκλοφορούντος ενεργητικού
- Διαχείριση επενδυτικού σχεδίου
- Διαχείριση χρηματοδότησης-κεφαλαίων κίνησης
- Διαχείριση προϋπολογισμού και ταμειακού προγράμματος
- Διαχείριση κόστους παραγωγής υπηρεσιών-προϊόντων.

Οι παράγοντες αυτοί εστιάζουν στην αποδοτικότητα και στην αποτελεσματικότητα της διοίκησης, τόσο του ανθρώπινου κεφαλαίου, των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού, αλλά και της διασύνδεσης της επιχείρησης με το εξωτερικό της περιβάλλον. Οι παράγοντες αυτοί αποτελούν τον μη συστηματικό κίνδυνο, ο οποίος μπορεί να μειωθεί και να μηδενισθεί. Αυτό με την σειρά του μειώνει τον συντελεστή προεξόφλησης επειδή μειώνει τον συνολικό κίνδυνο από την λειτουργία της επιχείρησης και αυξάνει την αξιοπιστία των χρηματοοικονομικών προβλέψεων και μελετών αποτίμησης. Η ποιότητα της διακυβέρνησης – διοίκησης μπορεί να επιδράσει σημαντικά στην αξία της επιχείρησης. (Λαζαρίδης Θ., 2017)

2.2 Ιστορική αναδρομή της αποτίμησης

Στα τελευταία χρόνια, το τεχνολογικό και το κοινωνικοπολιτικό επίπεδο εξελίσσεται ολοένα και πιο γρήγορα εξαιτίας της ταχύτατης κίνησης πληροφοριών, ανθρώπων, προϊόντων και κεφαλαίων.

Στο οικονομικό επίπεδο, η επένδυση σε πραγματικά ή χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία παίζει μεγάλο ρόλο και γίνεται είτε μέσω της άμεσης επένδυσης (οι μετοχές) , είτε μέσω της έμμεσης (τα αμοιβαία κεφάλαια, επένδυση σε επιχειρήσεις). Επομένως, η ανάγκη προσδιορισμού της πραγματικής αξίας κρίνεται σημαντική και πραγματοποιείται μέσω της πράξης της αποτίμησης.

Η αποτίμηση των επιχειρήσεων εν μέρει είναι τέχνη, αν και από κάποιους προτιμάται ο όρος «κρίση και εν μέρει επιστήμη».(Link, A. N. & Boger, M. B., 1999. The Art and Science of Business Valuation. Σελ.29). Η επιστήμη της αποτίμησης των επιχειρήσεων περιλαμβάνει αρκετές διαστάσεις και μπλέκεται με διάφορα, όπως:

- Την τήρηση των γενικών λογιστικών κανόνων και αρχών και την κατάταξη των γεγονότων που σχετίζονται με την ανάπτυξη της επιχείρησης.
- Τον υπολογισμό αριθμοδεικτών αξιολόγησης και στατιστικών μοντέλων.
- Αντίθετα, η τέχνη της αποτίμησης των επιχειρήσεων ασχολείται με θέματα, όπως:
- Κατανόηση της οικονομικής διάστασης της αποδοτικότητας των παραγωγικών περιουσιακών στοιχείων, σε σύγκριση με την αποσβέσιμη αξία τους, καθώς και της οικονομικής διάστασης που δραστηριοποιείται ο κλάδος που ανήκει η επιχείρηση που εξετάζεται.
- Επιλογή της κατάλληλης μεθόδου της αποτίμησης.
- Κατανόηση των περιορισμών και του οικονομικού περιβάλλοντος για την καλύτερη αξιοποίηση των χρηματοοικονομικών πληροφοριών.
- Όσον αφορά την ιστορική εξέλιξη, η αποτίμηση ξεκίνησε από το 1930 όπου ο John Burr Williams ανέπτυξε μια θεωρία εκτίμησης της αξίας των μετοχών βασισμένη στην προεξόφληση μιας σταθερούς ροής μερισμάτων στο διηνεκές. Έπειτα, ο Fama ανέπτυξε το 1965 τη θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς χωρίζοντας την σε 3 μορφές. Οι μορφές αυτές είναι η ασθενή (weak) , η μέτρια (semi strong) και η ισχυρή (strong) μορφή. Τέλος, ο Damodaran (1998) και Reilly and Brown (2000) έδειξαν μια μεθοδολογία για την εκτίμηση των ελεύθερων ταμειακών ροών. Μ' αυτή τη μέθοδο πραγματοποιήθηκε η εκτίμηση της αξίας

μιας μετοχής της προεξόφλησης των ταμειακών ροών μέσω του κατάλληλου απαιτούμενου προεξοφλητικού επιτοκίου.

2.3 Λόγοι που επιβάλλουν την αποτίμηση

Η αποτίμηση παίζει σημαντικό ρόλο στην εύρεση της αξίας και οι λόγοι που την επιβάλλουν είναι οι εξής:

- Για την προσέλκυση κεφαλαίου
- Για την χρηματοδότηση των εταιρειών
- Για την καλύτερη εταιρική οικονομική διαχείριση
- Για τον προσδιορισμό των αμοιβών των μελών της διοίκησης
- Για τον καλύτερο και ευκολότερο επιχειρηματικό σχεδιασμό
- Για τις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις
- Για την καλύτερη διαχείριση χαρτοφυλακίου

2.4. Ποιους ενδιαφέρει η αποτίμηση;

Στο ερώτημα αυτό η απάντηση είναι απλή. Όλους τους ενδιαφέρει η αποτίμηση, παρ' όλα αυτά η αξία της πληροφορίας για την αξία της επιχείρησης και η οπτική που έχουν για την επιχείρηση και την αξία της δεν είναι ίδια για όλους. Ο κάθε ένας από αυτούς έχει να πάρει εντελώς διαφορετικές αποφάσεις με βάση την πληροφορία αυτή, τα ενδιαφέροντα-συμφέροντα διαφέρουν από τη μία ομάδα στην άλλη, ο χρονικός ορίζοντας της επίδρασης της επιχείρησης σε αυτούς είναι διαφορετικός (σε ορισμένες ομάδες ο ορίζοντας είναι βραχυχρόνιος, ενώ σε άλλες μακροχρόνιος).

Στον παρακάτω πίνακα περιγράφονται οι αποφάσεις για τη λήψη των οποίων πρέπει να ληφθεί υπόψη η αξία της επιχείρησης. Η σημασία που έχει η απόφαση που πρέπει να λάβει η κάθε ομάδα προσδιορίζει και την αξία της αποτίμησης για αυτήν.

Πίνακας 2: Πρόσωπα και ομάδες προσώπων που τους ενδιαφέρει η αξία της εταιρίας

Πρόσωπο, ομάδα προσώπων	Απόφαση
Επιχειρηματίας	Πρέπει να γνωρίζει την πορεία της εταιρίας του και με βάση αυτή να λάβει στρατηγικές αποφάσεις για την ανάπτυξη της ή όχι, για τον δανεισμό της κλπ.
Δανειστές	Προσδιορισμός του επιτοκίου και των άλλων όρων δανεισμού.
Πελάτες	Πιστοποίηση της αξιοπιστίας της εταιρίας και συνέχιση της παροχής των υπηρεσιών ή προϊόντων.
Προμηθευτές	Διαμόρφωση στρατηγικής πίστωσης.
Στελέχη της Εταιρίας	Προσδιορισμός των επιπέδων των μισθών, λήψη στρατηγικών αποφάσεων κλπ.
Εργαζόμενοι	Προσδιορισμός των επιπέδων αύξησης των μισθών, επιδομάτων κλπ.
Υποψήφιοι εργαζόμενοι	Εργασία ή όχι στην εταιρία.
Μέτοχοι	Επένδυση ή όχι στην εταιρία.
Λογιστές – Οικονομική Διεύθυνση	Οι λογιστές θα πρέπει να γνωρίζουν την αξία της επιχείρησης, έτσι ώστε να είναι σε θέση να αναδιαμορφώνουν τις τακτικές και τις πολιτικές της εταιρίας για να αυξήσουν την αξία της.
Εσωτερικοί Ελεγκτές	Προσδιορισμός των στόχων του κάθε τμήματος και μέτρων αξιολόγησής τους.
Εξωτερικοί Ελεγκτές	Ταυτοποίηση των αποτελεσμάτων και των προϋπολογισθέντων στόχων. Προστασία του επενδυτικού κοινού κ.ο.κ.
Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς	Εισαγωγή ή όχι στο χρηματιστήριο, προσδιορισμός της δίκαιης τιμής και απόφαση για την επιβολή προστίμων για την χειραγώγηση της αγοράς.
Σύμβουλοι και Ανάδοχοι Έκδοσης	Προσδιορισμός της αξίας διάθεσης και

	προστασία του επενδυτικού κοινού κλπ.
Δημόσια Οικονομική Υπηρεσία, Φορολογικές και Ελεγκτικές Υπηρεσίες	Προσδιορισμός της φορολογητέας ύλης και της αξίας εκκαθάρισης.
Ευρύτερη Κοινωνία	Προσδιορισμός της κοινωνικής ευθύνης της επιχείρησης, αύξηση του πλούτου.

Πηγή: Λαζαρίδης Θεμιστοκλής, 2017, Αποτίμηση Επιχειρήσεων, Εκδόσεις Gutenberg (Σελίδα: 61-62)

Για όλες τις παραπάνω ομάδες ενδιαφερομένων μερών η αποτίμηση επιχειρήσεων αποτελεί σημαντικό εργαλείο στη διαδικασία λήψης αποφάσεων και διαμορφώνει τη συμπεριφορά τους έναντι της ίδιας της επιχείρησης. Κάθε ομάδα όμως, έχει διαφορετική οπτική, προσδοκίες, συνέργειες και στόχους. Γι' αυτό δεν διαμορφώνουν την ίδια αντίληψη για την αξία της επιχείρησης. (Λαζαρίδης Θ., 2017)

2.5 Χαρακτηριστικά στοιχεία μιας επένδυσης

Με τον όρο επένδυση εννοούμε την επένδυση χρημάτων σε χρηματοοικονομικά υλικά, περιουσιακά στοιχεία και εμπορεύσιμα περιουσιακά στοιχεία ώστε από την χρήση τους να προκύψουν ταμειακές ροές ικανές να αποσβέσουν αυτό το ποσό και με μακροχρόνιο σκοπό το κέρδος από την συγκεκριμένη δραστηριότητα. Τα σημαντικότερα χαρακτηριστικά που αφορούν μια επένδυση είναι ο κίνδυνος που είναι διατεθειμένος ο επενδυτής να αναλάβει, η απόδοση που προσδοθεί, η ρευστότητα, η ασφάλεια, η κάλυψη, η ζήτηση (αγοραστική δύναμη) και τα φορολογικά οφέλη. (Δασκάλου, 1999: Σελίδα 34-36).

- 1) **Κίνδυνος:** Ο κίνδυνος σχετίζεται με την αβεβαιότητα της απόδοσης θα επιφέρει η επένδυση. Είναι ένα από τα κύρια χαρακτηριστικά μιας επένδυσης και όταν υπάρχει μεγάλη πιθανότητα η πραγματική απόδοση να διαφέρει από την προσδοκώμενη τότε ο κίνδυνος είναι υψηλός.
- 2) **Απόδοση:** Η απόδοση αποτελεί σημαντικό χαρακτηριστικό της επένδυσης και αναφέρεται στο αναμενόμενο ποσοστό απόδοσης από μια επένδυση. Επηρεάζει το είδος των επενδύσεων που γίνονται από τον επενδυτή και η απόδοση εξαρτάται από το επίπεδο κινδύνου που είναι διατεθειμένος να αναλάβει ο υποψήφιος επενδυτής.

Όσο μεγαλύτερο κίνδυνο έχει η επένδυσή του τόσο μεγαλύτερη θα είναι η απόδοση του και το αντίστροφο.

- 3) **Ρευστότητα:** Είναι η άμεση ανταλλαγή του περιουσιακού στοιχείου με άλλα αγαθά, υπηρεσίες και άλλα περιουσιακά στοιχεία και κυρίως με χρήμα, το οποίο είναι το πιο συνηθισμένο μέσο ανταλλαγής αγαθών. Μια επένδυση είναι ρευστοποιήσιμη όταν μπορεί εύκολα να πωληθεί ή να είναι εμπορεύσιμη. Συνήθως όταν η ρευστότητα είναι υψηλή, η επένδυση έχει χαμηλή απόδοση δηλαδή η σχέση ρευστοποίησης και απόδοσης είναι αντιστρόφως ανάλογη. Οι επενδυτές επιθυμούν όσο το δυνατόν μεγαλύτερη ρευστοποίηση με τον ελάχιστο κίνδυνο και την μέγιστη απόδοση.
- 4) **Ασφάλεια:** Αφορά την προστασία του αρχικού κεφαλαίου του επενδυτή και του αναμενόμενου ποσοστού απόδοσης. Η ασφάλεια είναι ένα από τα βασικά στοιχεία της επένδυσης και ο επενδυτής προτιμά την ασφάλεια σχετικά με το κεφάλαιο του. Αν ο επενδυτής προτιμά λιγότερο κίνδυνο τίτλων, επιλέγει τα κρατικά ομόλογα. Στην περίπτωση που ο επενδυτής προτιμά υψηλό ποσοστό απόδοσης, θα επιλέξει τους ιδιωτικούς τίτλους και η ασφάλεια αυτών είναι χαμηλή.
- 5) **Κάλυψη:** Είναι από τους βασικούς παράγοντες και επηρεάζει την επένδυση. Κάλυψη σημαίνει η επένδυση μας να είναι ασφαλής από εξωγενείς παράγοντες όπως είναι οι κοινωνικές διαταραχές, κυβερνητικές δεσμεύσεις ή απαράδεκτα επίπεδα φορολογίας. Οι πολύτιμοι λίθοι και ο χρυσός χρησιμοποιούνται για τους σκοπούς αυτούς εδώ και καιρό, διότι συνδυάζουν μικρό όγκο με υψηλή αξία και μπορούν να μεταφερθούν εύκολα. (Αρτίκης, 2008, σελίδα: 43)
- 6) **Ζήτηση (Αγοραστική δύναμη):** Αναφέρεται στην θέση που έχει η επένδυση μας στο ανταγωνιστικό και πολύπλοκο περιβάλλον. Η ζήτηση για το αγαθό είναι ανάλογη της απόδοσης που θα προσκομίσουμε από την επένδυση. Όσο μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς αποκτήσει η επιχείρηση, τόσο μεγαλύτερες ταμειακές ροές θα εισρεύσουν σε αυτήν με αποτέλεσμα η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου να αυξηθεί.
- 7) **Φορολογικά Οφέλη:** Οι φορολογικές παροχές ασχολούνται με το σχεδιασμό ενός προγράμματος επενδύσεων χωρίς να λαμβάνεται υπόψη κάποια κατάσταση που μπορεί να είναι δαπανηρή για τον επενδυτή. Υπάρχουν δύο προβλήματα σχετικά με αυτό και το πρώτο έχει σχέση με το ποσό του εισοδήματος που έχει καταβληθεί από την επένδυση και το δεύτερο είναι η επιβάρυνση του φόρου εισοδήματος κατά το εν λόγω εισόδημα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΜΟΝΤΕΛΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΑΞΙΑΣ

3.1 Εισαγωγή για τις μέθοδοι αποτίμησης εταιρικής αξίας

Για την αποτίμηση μιας επιχείρησης ή ενός περιουσιακού στοιχείου της, υπάρχει ένα ευρύ φάσμα υποδειγμάτων αποτίμησης που μπορούν να χρησιμοποιήσουν οι μελετητές και διαφέρουν τόσο στη βάση υπολογισμού της αξίας, όσο και στη μεθοδολογική προσέγγιση και στην ερμηνεία των αποτελεσμάτων. Οι λόγοι που υπάρχουν αρκετές μέθοδοι είναι επειδή όλες οι επιχειρήσεις δεν βρίσκονται στο ίδιο στάδιο του οικονομικού κύκλου, οι δραστηριότητές τους είναι διαφορετικές και αυτό επηρεάζει το μίγμα των κεφαλαίων τους, τις προοπτικές, την δυναμική τους κλπ. Επίσης, δεν υπάρχουν σε όλες τις επιχειρήσεις οι ίδιες συνθήκες και δεν μπορούν να γίνουν για όλες οι ίδιες παραδοχές.

Ενώ, τα υποδείγματα διαφέρουν αρκετά ως προς τον καθορισμό της αξίας, μπορούν να ταξινομηθούν σε ευρύτερες κατηγορίες βάσει ορισμένων κοινών χαρακτηριστικών. Πολλοί αναλυτές ασχολήθηκαν και έχει αναπτυχθεί μεγάλη βιβλιογραφία σχετικά με τις μεθόδους αποτίμησης.

Σύμφωνα με την βιβλιογραφία του Θ. Λαζαρίδη οι μέθοδοι αποτίμησης που χρησιμοποιούνται περισσότερο είναι οι εξής:

- 1) Η μέθοδος καθαρής περιουσιακής θέσης.
- 2) Οι μέθοδοι των ταμειακών ροών.
- 3) Η μέθοδος των κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών.
- 4) Η μέθοδος της καθαρής περιουσιακής θέσης προσαυξημένης με την κεφαλαιοποιημένη υπερπρόσοδο των τελευταίων ή των επομένων 5 ετών.
- 5) Η μέθοδος της χρηματιστηριακής τιμής.
- 6) Η μέθοδος της συγκριτικής ανάλυσης εισηγμένων εταιριών και χρήσης δεικτών κεφαλαιαγοράς.
- 7) Η μέθοδος των συγκριτικών συναλλαγών.
- 8) Η μέθοδος της προστιθέμενης αξίας.
- 9) Η μέθοδος της αποτίμησης δικαιωμάτων προαίρεσης. (Λαζαρίδης Θεμιστοκλής, 2017, Αποτίμηση Επιχειρήσεων, Εκδόσεις Gutenberg (Σελίδα: 92-93)

Κάθε μέθοδος θα πρέπει να εφαρμόζεται ανάλογα με την ιδιαιτερότητά της κάθε περίπτωσης, ώστε να παίρνουμε τα καλύτερα δυνατά αποτελέσματα. Για παράδειγμα, η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμιακών ροών είναι κατάλληλη για επιχειρήσεις με αυξανόμενα κέρδη. Η μέθοδος της καθαρής περιουσιακής θέσης είναι κατάλληλη για επιχειρήσεις που έχουν διακόψει την λειτουργία τους και οι τιμές που πρέπει να χρησιμοποιούνται είναι τιμές ρευστοποίησης και όχι αντικατάστασης. Επίσης, είναι κατάλληλη για εταιρίες που εμφανίζουν είτε ζημίες ή μικτά κέρδη. Όλες οι μέθοδοι που βασίζονται στα κέρδη μπορούν να εφαρμοστούν σε επιχειρήσεις που η συνέχιση της δραστηριότητας τους είναι δεδομένη.

Στην επόμενη ενότητα, ακολουθούν οι πιο διαδεδομένες κατηγοριοποιήσεις μεθόδων αποτίμησης.

3.2 Κατηγοριοποίηση μεθόδων αποτίμησης

3.2.1 Σχετικά και Απόλυτα Μοντέλα Αποτίμησης

Η πιο διαδεδομένη κατηγοριοποίηση είναι σε σχετικά και απόλυτα μοντέλα αποτίμησης. Τα σχετικά μοντέλα αποτίμησης αξιοποιούν τις προσδοκίες και την γνώμη της αγοράς. Στις περισσότερες φορές, αξιοποιούν ένα θεμελιώδες μέγεθος της επιχείρησης, όπως αυτό διατυπώνεται στις οικονομικές καταστάσεις, σε συνδυασμό με ένα αγοραίο μέγεθος όπως είναι η τιμή της μετοχής. Στόχος τους είναι η σύγκριση βασικών στοιχείων μεταξύ των επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου και αυτό επιτυγχάνεται μέσω της χρήσης και της ανάλυσης διάφορων αριθμοδεικτών και πολλαπλασιαστών. Οι κύριες υποκατηγορίες αυτής της κατηγορίας είναι οι πολλαπλασιαστές τιμής και οι δείκτες ώθησης.

Κατά τον Fernandez, οι πολλαπλασιαστές είναι οι παρακάτω:

- a) Ο δείκτης P/BV (PRICE TO BOOK VALUE) δηλαδή αγοραία τιμή/λογιστική αξία μετοχής.
- b) Ο δείκτης P/E (PRICE TO EARNINGS RATIO) δηλαδή αγοραία τιμή/κέρδη ανά μετοχή.
- c) Ο δείκτης P/CF (PRICE TO CASH FLOW RATIO) δηλαδή αγοραία τιμή/χρηματοδότες.
- d) Ο δείκτης P/S (PRICE TO SALES RATIO) δηλαδή αγοραία τιμή/πώλησης.

e) Ο δείκτης EV/EBITDA (ENTERPRICE VALUE TO EBITBA RATIO) δηλαδή επιχειρηματική αξία του κέρδους προ τόκων και αποσβέσεων. (Fernandez, P. 2001)

Τα απόλυτα μοντέλα αποτίμησης επιδιώκουν να εκτιμήσουν την εσωτερική αξία, χρησιμοποιώντας μόνο τα θεμελιώδη μεγέθη και στοιχεία της επιχείρησης και έπειτα την παρούσα αξία όλων των μελλοντικών προσδοκώμενων ροών. Ανάλογα με το θεμελιώδες μέγεθος που αναλύεται, προκύπτει και το αντίστοιχο μοντέλο αποτίμησης. Συγκεκριμένα, οι πιο διαδεδομένες μέθοδοι αυτής της κατηγορίας είναι:

- Η μέθοδος προεξόφλησης των μερισμάτων (Dividend discount model).
- Η μέθοδος προεξόφλησης των ταμιακών ροών (Discount cash flow model).
- Η μέθοδος υπερκερδών (Residual income valuation model).
- Η μέθοδος της αξίας των στοιχείων του ενεργητικού (Asset – based model).

3.2.2 Μοντέλα Αποτίμησης κατά Damodaran

Σύμφωνα με τον Damodaran υπάρχουν γενικά τρεις προσεγγίσεις αποτίμησης:

- Η Αποτίμηση μέσω Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flow Valuation) με την οποία η αξία ενός περιουσιακού στοιχείου προκύπτει από τις αναμενόμενες ταμειακές ροές του περιουσιακού στοιχείου αυτού.
- Η Σχετική Αποτίμηση (Relative Valuation), με την οποία η αξία ενός περιουσιακού στοιχείου προσδιορίζεται με βάση την τιμολόγηση συγκρίσιμων περιουσιακών στοιχείων σχετικά με μια κοινή μεταβλητή όπως τα κέρδη, οι πωλήσεις, η λογιστική αξία και οι ταμειακές ροές.
- Η Αποτίμηση μέσω των Ενδεχόμενων Αξιώσεων (Contingent Claim Valuation), η οποία χρησιμοποιεί υποδείγματα τιμολόγησης δικαιωμάτων προαίρεσης για να αποτιμήσει τα περιουσιακά στοιχεία τα οποία έχουν χαρακτηριστικά δικαιωμάτων προαίρεσης.

Η ταξινόμηση αυτή βοηθάει τους αναλυτές στην επιλογή καταλληλότερου υποδείγματος για την πραγματοποίηση μιας αποτίμησης και εξηγεί σε ποιες περιπτώσεις τα υποδείγματα έχουν θεμελιώδη σφάλματα στην λογική τους, καθώς και τους λόγους για τους οποίους τα αποτελέσματα που εξάγουν είναι διαφορετικά μεταξύ τους. (Damodaran A., 2012)

Στην σημερινή εποχή, στην εφαρμογή της αποτίμησης, οι μέθοδοι που χρησιμοποιούνται περισσότερο και ανάλογα πάντα με τα χρηματοοικονομικά δεδομένα των επιχειρήσεων και με τα χαρακτηριστικά είναι:

- Η μέθοδος προεξοφλημένων ταμειακών ροών.
- Η μέθοδος της καθαρής περιουσιακής θέσης.
- Η μέθοδος προστιθέμενης οικονομικής αξίας.
- Η συγκριτική ανάλυση.

Πρέπει να δίνεται προσοχή στην πίεση του χρόνου διότι είναι ένας κίνδυνος ο οποίος σε συνδυασμό με την σημερινή οικονομική κρίση διαμορφώνουν τις αξίες των επιχειρήσεων σε επίπεδα κάτω από την πραγματική αξία τους. Επομένως, αυτό που πρέπει να διαπραγματευτούμε περισσότερο είναι ο χρόνος υλοποίησης με συγκεκριμένο σχέδιο δράσης. (Damodaran A., 1996)

Στην παρούσα διπλωματική εργασία θα αναλύσουμε περαιτέρω μόνο τη μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών, η οποία θα χρησιμοποιηθεί και για την αποτίμηση της εταιρίας ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ.

3.3 Μέθοδος προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών (Discounted Cash Flows – DCF)

Ο σκοπός της μεθόδου των Προεξοφλημένων Ταμειακών ροών είναι να υπολογίσει την αξία της επιχείρησης που προκύπτει από την προεξόφληση των μελλοντικών ταμειακών ροών που παράγει μέσω της καθημερινής και συνεχούς λειτουργίας της. Πολλοί αναλυτές της αγοράς θεωρούν τις ταμειακές ροές τη βασικότερη χρηματοοικονομική κατάσταση. Για την εφαρμογή της μεθόδου καταρτίζονται Ισολογισμοί, Καταστάσεις Αποτελεσμάτων Χρήσης και Καταστάσεις Ταμειακών Ροών με βάση τις προβλέψεις διαφόρων μεγεθών (π.χ. πωλήσεων, επενδύσεων κλπ) για την προσεχή πενταετία, όπως αυτές εκτιμήθηκαν από τους αρμόδιους της Εταιρίας.

Τις ταμειακές ροές τις διαχωρίζουμε σε λειτουργικές και ελεύθερες. Οι λειτουργικές ταμειακές ροές (OCF- Operating Cash Flows) είναι τα ρευστά διαθέσιμα που παραμένουν στην εταιρία μετά τη πραγματοποίηση των προβλεπόμενων επενδυτικών πλάνων της. Οι λειτουργικές ταμειακές ροές υπολογίζονται με τον τύπο:

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

Το Κεφάλαιο Κίνησης αποτελεί την κύρια πηγή κεφαλαίων για την ομαλή πορεία των δραστηριοτήτων της εταιρίας και προκύπτει αν από το Κυκλοφορούν Ενεργητικό αφαιρεθούν οι Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις.

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές (FCF – Free Cash Flows) προκύπτουν αν από τις Λειτουργικές Ταμιακές Ροές αφαιρεθούν οι Κεφαλαιουχικές Δαπάνες. Περιλαμβάνουν τις ταμειακές ροές που είναι διαθέσιμες για την ικανοποίηση των μετόχων και των κατόχων τίτλων χρέους της επιχείρησης. Ανάλογα με τη λειτουργική δραστηριότητά της, προς αποτίμηση, υπάρχουν κυρίως δύο προσεγγίσεις: προεξόφληση ελεύθερων ταμειακών ροών προς το σύνολο της Εταιρίας (Free Cash Flows to the Firm) ή προς τους μετόχους (Free Cash Flows to Equity). Ως ελεύθερες ταμειακές ροές προς την εταιρία ορίζονται οι ροές που απομένουν αφού καλυφθούν οι ανάγκες σε κεφάλαια κίνησης, σε επενδύσεις, σε πάγιο εξοπλισμό καθώς και σε χρηματοοικονομικές επενδύσεις και συμμετοχές. Όμως, στην περίπτωση των ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους θα πρέπει να καλυφθούν τα παραπάνω και επιπλέον οι τόκοι και η εξόφληση των δανείων της Εταιρίας.

Επομένως, για τον υπολογισμό των ροών απαιτούνται επιμέρους αναλύσεις τόσο των εσόδων, εξόδων και των κεφαλαιουχικών επενδύσεων όσο και της κεφαλαιακής δομής και των αναγκών σε κεφάλαιο κίνησης της εταιρίας.

- Η ανάλυση εσόδων περιλαμβάνει πρόβλεψη εσόδων από τις πωλήσεις της εταιρίας και λαμβάνονται υπόψη οι εξελίξεις της αγοράς, οι συνθήκες ανταγωνισμού, οι μεταβολές του νομικού πλαισίου λειτουργίας τους κλπ.
- Η ανάλυση κεφαλαιουχικών επενδύσεων περιλαμβάνει επί μέρους αναλύσεις του ελάχιστου απαιτούμενου κεφαλαίου κίνησης, των προϋπολογισθέντων εξόδων για επενδύσεις κεφαλαίου κλπ.
- Η ανάλυση κεφαλαιακής δομής περιλαμβάνει επί μέρους αναλύσεις της παρούσας δομής κεφαλαίου και του κόστους κεφαλαίου, όπως καθορίζεται από το κόστος κάθε επιμέρους στοιχείου του κεφαλαίου (δάνεια, ίδια κεφάλαια κλπ.) και από τους αντίστοιχους παράγοντες συστηματικού και μη συστηματικού κινδύνου.

Με τα αποτελέσματα που προκύπτουν από τις παραπάνω αναλύσεις, πραγματοποιείται πρόβλεψη των ελεύθερων ταμειακών ροών που προκύπτουν από τη λειτουργία της επιχείρησης για το χρονικό ορίζοντα που προκαθορίστηκε και οι οποίες προεξοφλούνται με το κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο. Το προεξοφλητικό αυτό επιτόκιο εκφράζει είτε το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίων της εταιρίας (WACC) στην περίπτωση των ελεύθερων

ταμειακών ροών προς το σύνολο της εταιρίας, είτε το κόστος των ιδίων κεφαλαίων στην περίπτωση των ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους.

Επίσης, υπολογίζεται η παρούσα αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών που ακολουθούν μετά από το τέλος του χρονικού διαστήματος για το οποίο γίνονται οι προβλέψεις (υπολειμματική αξία). Η τελική αξία της εταιρίας προκύπτει από την άθροιση των προεξοφλημένων ταμειακών ροών της περιόδου πρόβλεψης και της υπολειμματικής αξίας της εταιρίας κατά την ημερομηνία αποτίμησης. Η αξία των ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας προκύπτει εάν από την αξία της εταιρίας αφαιρεθεί η αγοραία αξία των υφιστάμενων δανείων της εταιρίας κατά την ημερομηνία αποτίμησης. Ο υπολογισμός της υπολειμματικής αξίας περιλαμβάνει τον προσδιορισμό της ταμειακής ροής που παράγει η εταιρία μετά το τέλος της περιόδου για την οποία γίνονται συγκεκριμένες προβλέψεις και μπορεί να υπολογιστεί με διάφορους τρόπους. Ο καθορισμός του προεξοφλητικού επιτοκίου εξαρτάται από το εάν οι ταμειακές ροές που προεξοφλούνται είναι πριν την εξυπηρέτηση του καθαρού δανεισμού της εταιρίας, οπότε εφαρμόζεται το WACC ή αλλιώς εφαρμόζεται η προεξόφληση με το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου.

Το κόστος αυτό εκτιμήθηκε με το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model - CAPM) βάσει της παρακάτω σχέσης:

$$K_e = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f)$$

Η μέθοδος CAPM είναι από τις πιο διαδεδομένες και επιστημονικά τεκμηριωμένες μεθόδους υπολογισμού προεξοφλητικού επιτοκίου για την αποτίμηση επιχειρήσεων. Για την εκτίμηση του κόστους κεφαλαίου γίνονται ορισμένες παραδοχές σχετικά με την αναμενόμενη απόδοση της επιχείρησης και τους παράγοντες κινδύνου, οι οποίες αναλύονται στη συνέχεια.

- **Απόδοση Άνευ Κινδύνου (Rf):** Ως απόδοση άνευ κινδύνου θεωρείται η ελάχιστη άνευ κινδύνου απόδοση, την οποία θα απαιτούσε ένας λογικός επενδυτής από μία επένδυση σε ευρώ. Την απόδοση αυτή θεωρείται ότι προσφέρουν τα ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου (ΟΕΔ) διάρκειας αντίστοιχης με εκείνη της προς αποτίμηση επένδυσης. Προκειμένου για μια μακροχρόνια επένδυση, όπως είναι η επένδυση σε μετοχές μιας μη εισηγμένης στο χρηματιστήριο εταιρίας, συνήθως επιλέγεται το μετά φόρων σταθερό επιτόκιο έκδοσης του δεκαετούς ΟΕΔ.
- **Προσαύξηση Κινδύνου Κεφαλαιαγοράς (Rm):** Σύμφωνα με την οικονομική θεωρία, ένας επενδυτής που τοποθετεί τα κεφάλαιά του σε μετοχές μιας εταιρίας μπορεί

δικαιολογημένα να απαιτεί μια αυξημένη απόδοση σε σχέση με αυτή των ανωτέρω κρατικών ομολόγων ή άλλης επένδυσης μηδενικού κινδύνου, ως αποζημίωση για το υψηλότερο ρίσκο που αναλαμβάνει. Η ποσοτικοποίηση της διαφοράς αυτής είναι γνωστή ως προσαύξηση κινδύνου κεφαλαιαγοράς (R_m). Η προσαύξηση κινδύνου κεφαλαιαγοράς εξαρτάται από πολλούς παράγοντες, απ' τους οποίους ο σημαντικότερος σχετίζεται με τις αποδόσεις του συνόλου της κεφαλαιαγοράς και τη γενικότερη κατάσταση της οικονομίας.

- **Συντελεστής Κινδύνου β (beta coefficient):** Σε σχέση με την μέτρηση του κινδύνου που αναλαμβάνει ένας επενδυτής, τοποθετώντας τα κεφάλαιά του στις μετοχές μιας Εταιρίας, απαιτείται επιπλέον προσαρμογή στον υπολογισμό του κόστους κεφαλαίου η οποία εκφράζεται από τον συντελεστή βήτα (β). Ο συντελεστής β ενσωματώνει στο κόστος μετοχικού κεφαλαίου παράγοντες κινδύνου που σχετίζονται με τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται μία εταιρία. Ειδικότερα, ο εν λόγω συντελεστής αποτελεί ένα στατιστικό μέτρο ποσοτικής απεικόνισης του κινδύνου μιας επένδυσης σε σχέση με την αγορά στο σύνολό της, καθώς υποδηλώνει την ευαισθησία της απόδοσης μιας συγκεκριμένης μετοχής στις διακυμάνσεις της αγοράς. Αναλυτικότερα, εάν ο συντελεστής β είναι μεγαλύτερος της μονάδας (>1) αποτελεί ένδειξη ότι η επένδυση εμπεριέχει μεγαλύτερο κίνδυνο απ' ότι η αγορά στο σύνολό της, ενώ ο συντελεστής β που είναι μικρότερος της μονάδας (<1) δείχνει το αντίθετο. Δηλαδή, ο μέσος επενδυτής, όταν τοποθετήσει τα κεφάλαιά του στις μετοχές μιας εταιρίας με υψηλότερο κίνδυνο ($\beta > 1$) αναμένει απόδοση μεγαλύτερη από την απόδοση μιας μετοχής με μικρότερο κίνδυνο ($\beta < 1$).

Παρούσα αξία στο Διηγεκές

Όπως προαναφέραμε η τελική αξία μιας επιχείρησης προσδιορίζεται από την παρακάτω σχέση:

Αξία Επιχείρησης = Παρούσα Αξία Μελλοντικών Ταμειακών Ροών + Παρούσα Αξία στο διηγεκές (υπολειμματική αξία)

Η παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών μιας εταιρίας υπολογίζεται κατά την προεξόφληση των ταμειακών ροών μιας συγκεκριμένης χρονικής περιόδου για την οποία υπάρχουν συγκεκριμένες προβλέψεις. Η παρούσα αξία στο διηγεκές εκφράζει το ύψος του

κεφαλαίου το οποίο ένας επενδυτής θα ήταν διατεθειμένος να επενδύσει σε μια εταιρία, προκειμένου να απολαμβάνει το σύνολο των μελλοντικών ταμειακών ροών που θα προκύψουν μετά το πέρας της ανωτέρω περιόδου των προβλέψεων. Ο προσδιορισμός των μελλοντικών αυτών εσόδων προϋποθέτει την εκτίμηση του ρυθμού ανάπτυξης μιας εταιρίας στο διηνεκές, λαμβάνοντας υπόψη τη δυναμική και τις προοπτικές της. Για την περίοδο αυτή, οι αποσβέσεις, οι κεφαλαιουχικές δαπάνες και οι ανάγκες σε κεφάλαια κίνησης της εταιρίας αναπροσαρμόζονται έτσι ώστε να εκφράζουν τα αποτελέσματα που πραγματοποιεί μια εταιρία σε κατάσταση ισορροπίας και ωρίμανσης των εργασιών της.

Οι ταμειακές ροές της περιόδου αυτής, ήτοι μετά το 2018, προεξοφλούνται χρησιμοποιώντας το ίδιο προεξοφλητικό επιτόκιο με αυτό που χρησιμοποιείται κατά την προεξόφληση των ταμειακών ροών της περιόδου των προβλέψεων, προσαρμοσμένο ως προς τον συντελεστή ανάπτυξης της εταιρίας εις το διηνεκές. Η παραδοχή που έγινε για τον ονομαστικό ρυθμό ανάπτυξης των εταιρειών στο διηνεκές είναι 3%.

Με βάση την ανωτέρω μέθοδο προεξοφλητικών ταμειακών ροών προσδιορίζεται η αξία μιας εταιρίας. Όμως, ενδέχεται από τις προς αποτίμηση εταιρείες μερικές να διαθέτουν περιουσιακά στοιχεία όπως χαρτοφυλάκια χρεογράφων, συμμετοχές σε ομοειδείς ή/ και σε άλλες εταιρείες, πλεονάζοντα πάγια ή/ και υποχρεώσεις, καθώς επίσης και σημαντικά επίπεδα διαθεσίμων ή/ και δανεισμού. Σε αυτές τις περιπτώσεις, η πραγματική αξία μιας εταιρίας προκύπτει βάσει των ακόλουθων σχέσεων :

- a) **Αξία Επιχείρησης = Παρούσα Αξία των Μελλοντικών Ταμειακών Ροών (περιόδου προβλέψεων) + Παρούσα Αξία στο Διηνεκές**
- b) **Συνολική Αξία Επιχείρησης = Παρούσα Αξία Συμμετοχών + Πλεόνασμα Πάγια/ Υποχρεώσεις + Αγοραία Αξία Διαθεσίμων / Δανεισμού + Αξία Επιχείρησης**

Κάποια από τα πλεονεκτήματα της μεθόδου είναι:

- Είναι δυνατή η προβολή στο μέλλον των ταμειακών ροών.
- «Καταγράφει» τη δυναμική της επιχείρησης.
- «Καταγράφει» τις προσδοκίες των ενδιαφερόμενων μερών σχετικά με την πορεία της επιχείρησης στο μέλλον.
- Εάν χρησιμοποιηθεί παράλληλα με την ανάλυση αριθμοδεικτών και τη βασική χρηματοοικονομική ανάλυση είναι δυνατόν να δώσει ένα αξιόπιστο αποτέλεσμα.

Αντίθετα, κάποια από τα μειονεκτήματα της μεθόδου είναι:

- Ο χρόνος που απαιτείται για τη διεκπεραίωση είναι αρκετά μεγάλος.

- Η αξιοπιστία της εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την αξιοπιστία των προβλέψεων.
- Απαιτείται η γνώση χρηματοοικονομικών εργαλείων.
- Οι πληροφορίες που απαιτούνται είναι πολλές.
- Η μέθοδος είναι σχετικά πολύπλοκη και απαιτείται μεγάλο στάδιο προετοιμασίας.
(Λαζαρίδης Θεμιστοκλής, 2017)

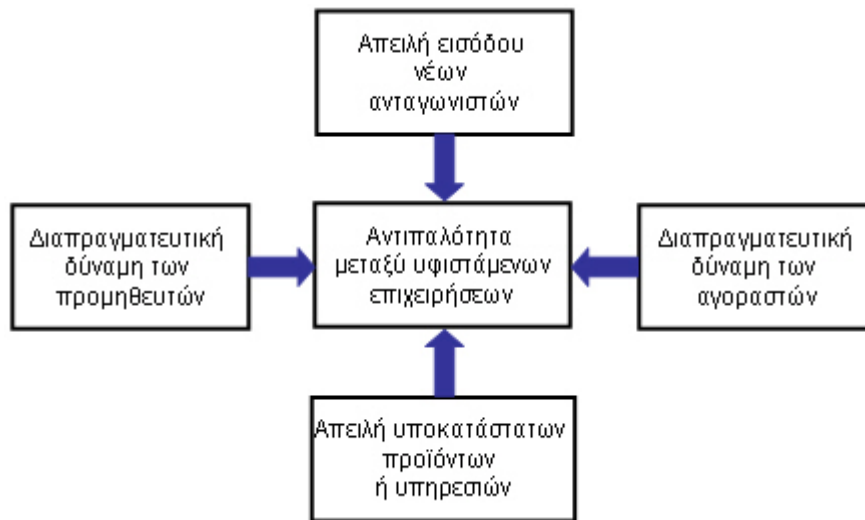
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΑΝΑΛΥΣΗ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝΤΟΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ

4.1 Μοντέλο 5 Δυνάμεων του Porter

Το συγκεκριμένο μοντέλο αποτελεί μια «χαρτογράφηση» του ανταγωνιστικού περιβάλλοντος της επιχείρησης. Αποτελείται από 5 δυνάμεις, οι οποίες φαίνονται στο παρακάτω σχήμα:



Απειλή εισόδου νέων ανταγωνιστών: Η είσοδος στον κλάδο των γαλακτοκομικών προϊόντων δεν είναι εύκολη λόγω της ύπαρξης καθιερωμένων σημάτων με πολύχρονη παρουσία και υψηλή αναγνωρισιμότητα καθώς και την ύπαρξη βαθμού συγκέντρωσης στην αγορά. Ακόμη, μια νεοεισερχόμενη γαλακτοβιομηχανία πρέπει να επενδύσει μεγάλα κεφάλαια για τη δημιουργία των κατάλληλων εγκαταστάσεων και να αναπτύξει το δίκτυο προμηθευτών που απαιτείται.

Διαπραγματευτική δύναμη των προμηθευτών: Η πιο απαραίτητη πρώτη ύλη των γαλακτοβιομηχανιών είναι το γάλα το οποίο οι περισσότερες εταιρίες το προμηθεύονται από διάφορες κτηνοτροφικές μονάδες. Τα περιθώρια διαπραγμάτευσης της τιμής αγοράς του γάλακτος από πλευράς των προμηθευτών είναι μικρή και περιορισμένη καθώς υπάρχει κατακερματισμός και επάρκεια των πηγών προμήθειας στην διεθνή αγορά.

Απειλή υποκατάστατων προϊόντων: Γενικότερα, το γάλα δεν αποτελείται από υποκατάστατα καθώς αποτελεί σταθερή αξία στην καθημερινή διατροφή των ανθρώπων. Ωστόσο, με την ευρύτερη έννοια μπορούμε να θεωρήσουμε υποκατάστατα τα αναπληρώματα που έχουν σαν βάση τα φυτικά λίπη ή τυροκομικά όπως γιαούρτι.

Διαπραγματευτική δύναμη αγοραστών: Την μεγαλύτερη διαπραγματευτική δύναμη την έχουν οι αλυσίδες σούπερ μάρκετ, οι οποίες προμηθεύονται τα προϊόντα αμέσως από τις γαλακτοβιομηχανίες και συμβάλλουν στην αναγνωρισιμότητα του προϊόντος.

Υφιστάμενος Ανταγωνισμός: Είναι έντονη ανταγωνιστική αγορά και χαρακτηρίζεται από υψηλή συγκέντρωση καθώς οι μεγάλες γαλακτοβιομηχανίες ελέγχουν την αγορά.

4.2 Ανάλυση SWOT

Η ανάλυση SWOT (Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats) είναι ένα εργαλείο στρατηγικού σχεδιασμού του μάρκετινγκ και χρησιμοποιείται για την ανάλυση του εσωτερικού και εξωτερικού περιβάλλοντος της επιχείρησης, όταν πρέπει να πάρει απόφαση σχετικά με τους στόχους που έχει θέσει.

Πίνακας 3: Ανάλυση SWOT της εταιρίας EBROΦΑΡΜΑ

<p><u>Δυνάμεις</u></p> <p>Ισχυρή πιστοληπτική ικανότητα</p> <p>Καλή φήμη</p> <p>Εκπαιδευμένοι εργαζόμενοι</p> <p>Άριστη ποιότητα πρώτων υλών, η οποία είναι φρέσκια απόλυτα ελεγχόμενη σε όλη την παραγωγική διαδικασία</p>	<p><u>Αδυναμίες</u></p> <p>Περιορισμένο φάσμα των γαλακτοκομικών και τυροκομικών προϊόντων σε σχέση με τους ανταγωνιστές</p> <p>Υπάρχει μεγάλος αριθμός κτηνοτροφικών μονάδων με αποτέλεσμα μεγάλο κόστος συλλογής και μεταφοράς πρώτης ύλης για τις γαλακτοβιομηχανίες</p>
<p><u>Ευκαιρίες</u></p> <p>Ανάπτυξη νέων προϊόντων κυρίως για τις ομάδες δυνητικών αγοραστών με ιδιαίτερες διατροφικές ανάγκες</p> <p>Αύξηση εξαγωγικής δραστηριότητας</p>	<p><u>Απειλές</u></p> <p>Μείωση της αγοραστικής δύναμης ως αποτέλεσμα της ελληνικής οικονομικής κρίσης</p> <p>Ενδεχόμενη μελλοντική διατροφική κρίση</p>

<p>Υγιεινότερος τρόπος ζωής</p>	<p>προερχόμενη από ασθένειες ή επιδημίες του ζωικού κεφαλαίου, από το οποίο προέρχεται η πρώτη ύλη των γαλακτοκομικών προϊόντων.</p> <p>Μικρή διάρκεια ζωής γαλακτοκομικών προϊόντων</p> <p>Ενδεχόμενες αλλαγές στην Πολιτική και Νομοθεσία όπως αύξηση της φορολογίας οι οποίες μπορούν να προκαλέσουν αύξηση των εξόδων</p>
---------------------------------	---

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ

Με τη βοήθεια των χρηματοοικονομικών καταστάσεων ή αλλιώς των λογιστικών καταστάσεων κάθε επιχείρηση μπορεί να συγκεντρώσει πληροφορίες για την πορεία της επιχείρησης, την οικονομική της κατάσταση και την κερδοφορία της, διευκολύνοντας έτσι τη διαδικασία λήψης αποφάσεων για ένα ευρύ φάσμα ενδιαφερόμενων μερών.

Οι βασικές χρηματοοικονομικές καταστάσεις είναι ο Ισολογισμός και η Κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης και αποτελούν σημαντική πηγή πληροφοριών από τις οποίες η επιχείρηση αναλύει και ερμηνεύει προκειμένου να διαπιστώσει πόσο επικερδής είναι καθώς και για να συνάγει ασφαλή συμπεράσματα για την πορεία της. (Θεμιστοκλής Λαζαρίδης, Γεώργιος Κοντέος, Νικόλαος Σαριαννίδης, 2013)

Οι αριθμοδείκτες που μπορεί ένας αναλυτής να χρησιμοποιήσει είναι πολλοί. Είναι σκόπιμο να καταταγούν σε κατηγορίες ανάλογα με το κύριο χαρακτηριστικό και τον τύπο της δραστηριότητας της επιχείρησης που επιδιώκουν να αναλύσουν. Η ταξινόμηση σε κατηγορίες δεν είναι πάντα η ίδια και υπάρχουν ελαφρώς κάποιες διαφοροποιήσεις ανάμεσα στους συγγραφείς. Μια ενδεικτική ταξινόμηση είναι η παρακάτω:

- Δείκτες Κερδοφορίας (Δείκτες Αποδοτικότητας ή Δείκτες Αποτελέσματος (Profitability Ratios) και Δείκτες Περιθωρίου)
- Δείκτες Ρευστότητας (Liquidity Ratios)
- Δείκτες Μόχλευσης ή Δείκτες Διάρθρωσης Κεφαλαίων και Βιωσιμότητας (Leverage Ratios)
- Δείκτες Δραστηριότητας (Activity Ratios)
- Επενδυτικοί δείκτες (Investment Ratios)

5.1 Δείκτες κερδοφορίας

Αξιολογούν την ικανότητα της επιχείρησης να παράγει κέρδη. Μετράνε το πόσο αποτελεσματικά μια επιχείρηση χρησιμοποιεί τα περιουσιακά στοιχεία της και διαχειρίζεται τις λειτουργίες της σε όρους κερδοφορίας. Επίσης, καταδεικνύουν το κόστος λειτουργίας της επιχείρησης και τις δαπάνες για συγκεκριμένες κατηγορίες εξόδων. Οι δείκτες κερδοφορίας χωρίζονται σε δείκτες αποδοτικότητας και δείκτες περιθωρίου. (Σουμπενιώτης Δημήτριος, Ταμπακούδης Ιωάννης, 2017)

5.1.1 Δείκτες Αποδοτικότητας ή Δείκτες Αποτελέσματος (Profitability Ratios)

Μετρούν την αποδοτικότητα μιας επιχείρησης, τη δυναμικότητα των κερδών της και την ικανότητα της διοίκησής της. Με άλλα λόγια οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας μετρούν το βαθμό επιτυχίας ή αποτυχίας μιας επιχειρήσεως σε δεδομένη χρονική περίοδο. (Λαζαρίδης Θεμιστοκλής, Κοντέος Γεώργιος, Σαριαννίδης Νικόλαος, 2013)

5.1.1.1 Αριθμοδείκτης Απόδοσης Ενεργητικού (Return On Assets – ROA)

Ο αριθμοδείκτης αυτός απεικονίζει την αποτελεσματικότητα της επιχείρησης αναφορικά με τη χρησιμοποίηση των περιουσιακών στοιχείων για τη δημιουργία κερδών. Μετράει πόσες νομισματικές μονάδες σε κέρδη παράγει η επιχείρηση για κάθε μία που επενδύεται στο ενεργητικό. Είναι επιθυμητό ο δείκτης να κυμαίνεται σε όσο το δυνατόν υψηλότερα επίπεδα, καθώς καταδεικνύεται αποτελεσματική διαχείριση των περιουσιακών στοιχείων και υψηλή κερδοφορία. (Σουμπενιώτης Δημήτριος, Ταμπακούδης Ιωάννης, 2017)

Ταυτόχρονα, σε συνδυασμό με τις πωλήσεις, δείχνει το ύψος των καθαρών κερδών, το οποίο με την σειρά του επιδρά την αποδοτικότητα των κεφαλαίων την επιχείρησης (ιδίων και συνολικών). (Ευθύμογλου Π, 2009)

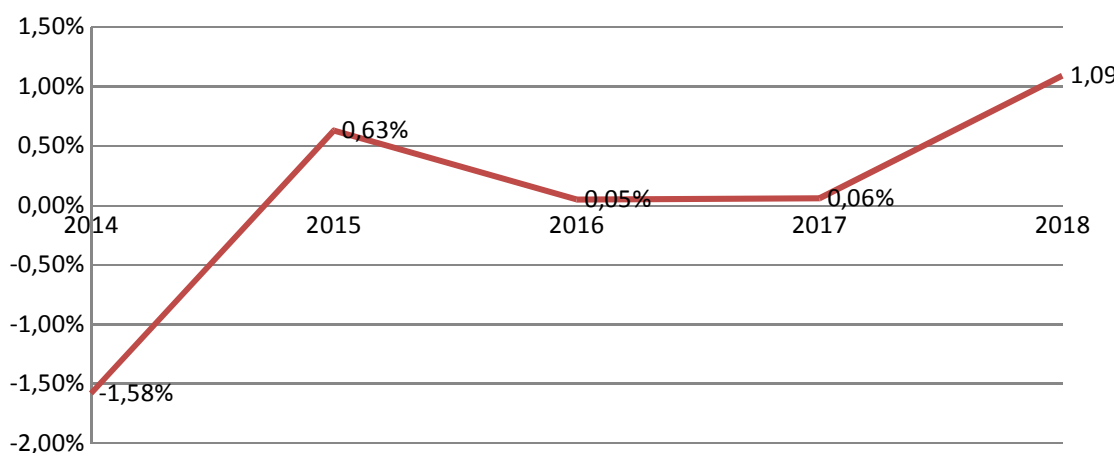
Ο δείκτης απόδοσης ενεργητικού προκύπτει από το παρακάτω τύπο:

Αριθμοδείκτης απόδοσης ενεργητικού = (Κέρδη μετά φόρων ÷ Σύνολο Ενεργητικού)*100

Πίνακας 4: Αριθμοδείκτης Απόδοσης Ενεργητικού

Αριθμοδείκτης	2014	2015	2016	2017	2018
Απόδοσης Ενεργητικού	-1,58%	0,63%	0,05%	0,06%	1,09%

Αριθμοδείκτης Απόδοσης Ενεργητικού



Διάγραμμα 1: Αριθμοδείκτης Απόδοσης Ενεργητικού

Παρατηρούμε ότι οι τιμές δεν ακολουθούν την ίδια πορεία (συνεχή αύξηση ή μείωση). Αρχικά, το 2014 η τιμή του δείκτη δεν ήταν ικανοποιητική και συγκεκριμένα ήταν αρνητική λόγω της ζημίας στα καθαρά κέρδη που είχε εκείνη την χρονιά. Ωστόσο, ενώ το 2015 αυξήθηκε η τιμή του, το 2016 μειώθηκε επειδή μειώθηκαν πάλι τα καθαρά κέρδη από 233 χιλιάδες σε 20 χιλιάδες ευρώ. Έπειτα, το έτος 2018 ο δείκτης φτάνει την τιμή 1,09% και φαίνεται πως χρησιμοποιεί πιο αποτελεσματικά τα στοιχεία του ενεργητικού της από τις υπόλοιπες χρονιές για να παράγει κέρδη, τα οποία ήταν ίσα με 397 χιλιάδες ευρώ.

5.1.1.2 Αριθμοδείκτης Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων (Return On Equity - ROE)

Ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης μετράει την ικανότητα της επιχείρησης να παράγει κέρδη από τα χρήματα που επενδύουν οι μέτοχοι. Δηλαδή, μετράει πόσες νομισματικές μονάδες σε

κέρδη παράγει η επιχείρηση για κάθε μία που επενδύεται από τους μετόχους. Ο δείκτης δείχνει την οικονομική ανταμοιβή των μετόχων για τα κεφάλαια που επενδύουν και το ρίσκο που αναλαμβάνουν. Ο συγκεκριμένος δείκτης είναι ιδιαίτερα σημαντικός για τους υφιστάμενους και τους πιθανούς μετόχους, καθώς καταδεικνύει το βαθμό αποτελεσματικής διαχείρισης των χρημάτων τους από την επιχείρηση. (Σουμπενιώτης Δημήτριος, Ταμπακούδης Ιωάννης, 2017)

Επίσης, ο δείκτης αυτός είναι επιθυμητό να κυμαίνεται σε υψηλά επίπεδα, καθώς καταδεικνύει αποτελεσματική αξιοποίηση των χρημάτων των μετόχων και υψηλή κερδοφορία. Συνήθως, οι επενδυτές αναζητούν εταιρείες με υψηλή και αυξανόμενη απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE).

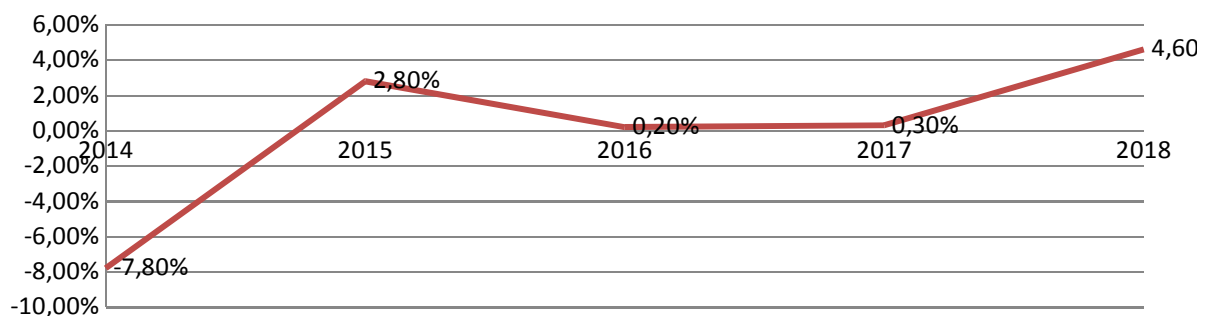
Ο δείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων προκύπτει από το παρακάτω τύπο:

$$\text{Αριθμοδείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων} = (\text{Κέρδη μετά φόρων} \div \text{Ίδια κεφάλαια}) * 100$$

Πίνακας 5: Αριθμοδείκτης Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων

Αριθμοδείκτης	2014	2015	2016	2017	2018
Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων	-7,8%	2,8%	0,2%	0,3%	4,6%

Αριθμοδείκτης Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων



Διάγραμμα 2: Αριθμοδείκτης Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων

Από την τιμή -7,80% που είχε το 2014 λόγω της ζημίας που είχε, αυξήθηκε και έφτασε την τιμή 2,80%. Τις επόμενες δύο χρονιές είχε μια μείωση, ωστόσο το 2018, η τιμή του δείκτη αυξήθηκε πάλι με αποτέλεσμα η τιμή να φτάσει 4,60%.

5.1.1.3 Αριθμοδείκτης Απόδοσης Απασχολούμενων Κεφαλαίων (Return On Capital Employed – ROCE)

Είναι ένας από τους πολλούς δείκτες κερδοφορίας που χρησιμοποιούνται για την αξιολόγηση της απόδοσης μιας επιχείρησης. Έχει σχεδιαστεί για να δείξει πόσο αποτελεσματικά αξιοποιεί μια εταιρία το διαθέσιμο κεφάλαιο της, εξετάζοντας το καθαρό κέρδος που παράγεται σε σχέση με κάθε ευρώ κεφαλαίου που χρησιμοποιεί/απασχολεί η εταιρία.

Ο δείκτης δείχνει την επίδραση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης στην εταιρική κερδοφορία και επιτρέπει την καλύτερη και πιο σφαιρική αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας της επιχείρησης να δημιουργεί κέρδη λαμβάνοντας υπόψη και τις δύο βασικές πηγές άντλησης χρηματοδότησης. Είναι συμπληρωματικός του δείκτη απόδοσης ιδίων κεφαλαίων, καθώς προσθέτει το χρέος μακροπρόθεσμης διάρκειας στα ίδια κεφάλαια, αντανακλώντας το σύνολο των διαθέσιμων κεφαλαίων.

Είναι προτιμότερο η τιμή του αριθμοδείκτη αυτού να κυμαίνεται σε υψηλά επίπεδα και σε κάθε περίπτωση ο δείκτης πρέπει να είναι μεγαλύτερος από το κόστος δανειακών κεφαλαίων. Σε αντίθετη περίπτωση, η χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων της επιχείρησης με έκδοση νέου χρέους θα συνεπάγεται μείωση των κερδών της. (Σουμπενιώτης Δημήτριος, Ταμπακούδης Ιωάννης, 2017)

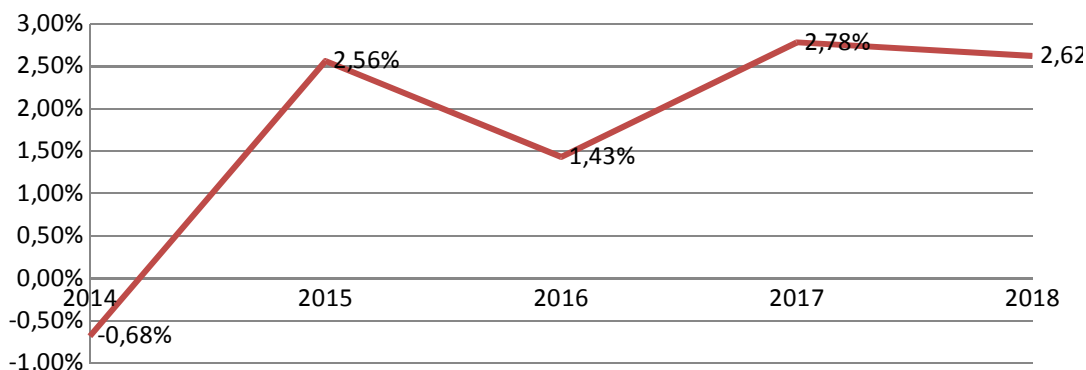
Ο δείκτης απόδοσης απασχολούμενων κεφαλαίων προκύπτει από το παρακάτω τύπο:

$$\text{Αριθμοδείκτης απόδοσης απασχολούμενων κεφαλαίων} = (\text{Κέρδη προ φόρων} \div \text{Απασχολούμενα κεφάλαια}) * 100$$

Πίνακας 6: Αριθμοδείκτης απόδοσης απασχολούμενων κεφαλαίων

Αριθμοδείκτης	2014	2015	2016	2017	2018
απόδοσης απασχολούμενω ν κεφαλαίων	-0,68%	2,56%	1,43%	2,78%	2,62%

Αριθμοδείκτης Απόδοσης Απασχολούμενων Κεφαλαίων



Διάγραμμα 3: Αριθμοδείκτης απόδοσης απασχολούμενων κεφαλαίων

Ο δείκτης απόδοσης απασχολούμενων κεφαλαίων είναι χαμηλός και αρνητικός το έτος 2014 και ίσος με -0,68% αφού τα κέρδη προ φόρων ήταν αρνητικά. Έπειτα, αυξάνεται ο δείκτης και αυτό ίσως οφείλεται στην αύξηση των κερδών τα οποία από -181 χιλιάδες ανήλθαν σε 651 χιλιάδες ευρώ. Το 2016, υπάρχει μείωση στα κέρδη προ φόρων και επηρεάζει την τιμή του δείκτη αυτού με αποτέλεσμα την μείωση κατά 1,13%. Το απασχολούμενο κεφάλαιο μειώνεται το 2017, διότι μειώθηκαν σημαντικά οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις της εταιρίας με αποτέλεσμα την αύξηση του δείκτη από 1,43% σε 2,78%. Τέλος, το 2018 αυξήθηκαν οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις και αυτό επηρέασε την τιμή του δείκτη αρνητικά και έφτασε στην τιμή 2,62%.

5.1.2 Δείκτες περιθωρίου

5.1.2.1 Αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους (Gross Profit Margin)

Ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει την πρόσθετη αξία που δημιουργείται από την παραγωγική δραστηριότητα της επιχείρησης. Δηλαδή προσδιορίζει το πόσο κερδοφόρα η επιχείρηση πουλάει τα αποθέματα ή τα εμπορεύματά της. Φανερώνει το ποσοστό των πωλήσεων που απομένει έπειτα από την αφαίρεση του κόστους παραγωγής, το οποίο θα απαιτηθεί για την κάλυψη των λειτουργικών και λοιπών εξόδων. Ο συγκεκριμένος δείκτης είναι πολύ σημαντικός διότι παρέχει ένα μέτρο αξιολόγησης της αποτελεσματικότητας μιας επιχείρησης

να διαχειρίζεται τους συντελεστές παραγωγής και να ελέγχει τα διάφορα κόστη που συνεπάγεται η παραγωγική διαδικασία.

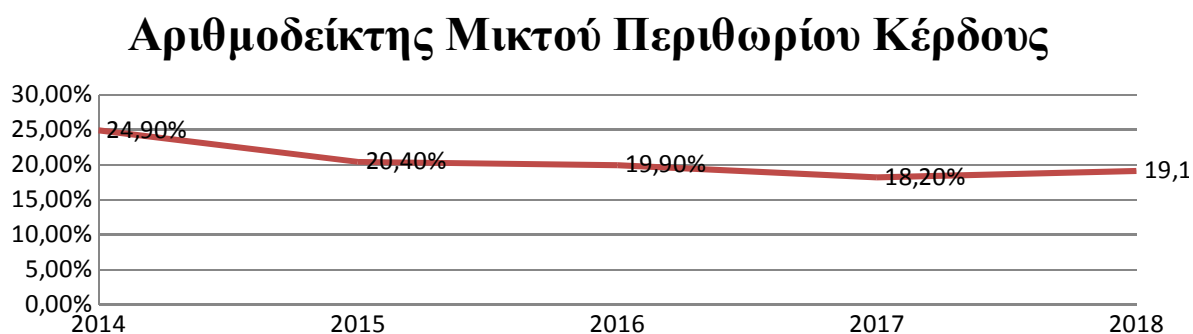
Όσο πιο υψηλός είναι ο δείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους, τόσο μεγαλύτερα είναι τα μικτά κέρδη και η αποδοτικότητα της επιχείρησης.

Ο δείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους προκύπτει από το παρακάτω τύπο:

Αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους = (Μικτά κέρδη χρήσης ÷ καθαρές πωλήσεις)*100

Πίνακας 7: Αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους

Αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους	2014	2015	2016	2017	2018
	24,9%	20,4%	19,9%	18,2%	19,1%



Διάγραμμα 4: Αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους

Γενικότερα, ο δείκτης κυμαίνεται σε ικανοποιητικό επίπεδο. Ωστόσο η εταιρία ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ θα πρέπει να προσπαθήσει να μειώσει το κόστος πωληθέντων διότι τα μικτά κέρδη είναι χαμηλά. Ακόμη, για να αυξήσει τον συγκεκριμένο δείκτη μπορεί να προβεί και σε κινήσεις όπως είναι:

- Αύξηση μεριδίου αγοράς μέσω στρατηγικών ανάπτυξης, επιχειρηματικών συμμαχιών, εξαγορών και συγχωνεύσεων.
- Διαφοροποίηση των προϊόντων.
- Αύξηση των τιμών πώλησης με παράλληλη διατήρηση του επιπέδου ζήτησης.
- Βελτίωση της παραγωγικότητας στις γραμμές παραγωγής.
- Κλείσιμο γραμμών προϊόντων με χαμηλό περιθώριο κέρδους.
- Αναθεώρηση του χαρτοφυλακίου προϊόντων, αυξάνοντας το ποσοστό αυτών με υψηλότερα περιθώρια κέρδους.
- Αύξηση του όγκου παραγωγής με σκοπό τη δημιουργία οικονομιών κλίμακας.
- Αναβάθμιση της ποιότητας παραγωγής. (Σουμπενιώτης Δημήτριος, Ταμπακούδης Ιωάννης, 2017)

5.1.2.2 Αριθμοδείκτης λειτουργικού περιθωρίου κέρδους (Operating Profit Margin)

Ο αριθμοδείκτης αυτός φανερώνει τα κέρδη που δημιουργεί η επιχείρηση από τη λειτουργία της και αποτελεί ένδειξη του βαθμού αποδοτικότητάς της. Επικεντρώνεται στα κέρδη που απορρέουν από τη βασική επιχειρηματική δραστηριότητα, λαμβάνοντας υπόψη όλα τα άμεσα και έμμεσα έξοδα που αυτή συνεπάγεται. Δείχνει το ποσοστό των πωλήσεων που απομένει για να καλυφθούν τα μη λειτουργικά έξοδα.

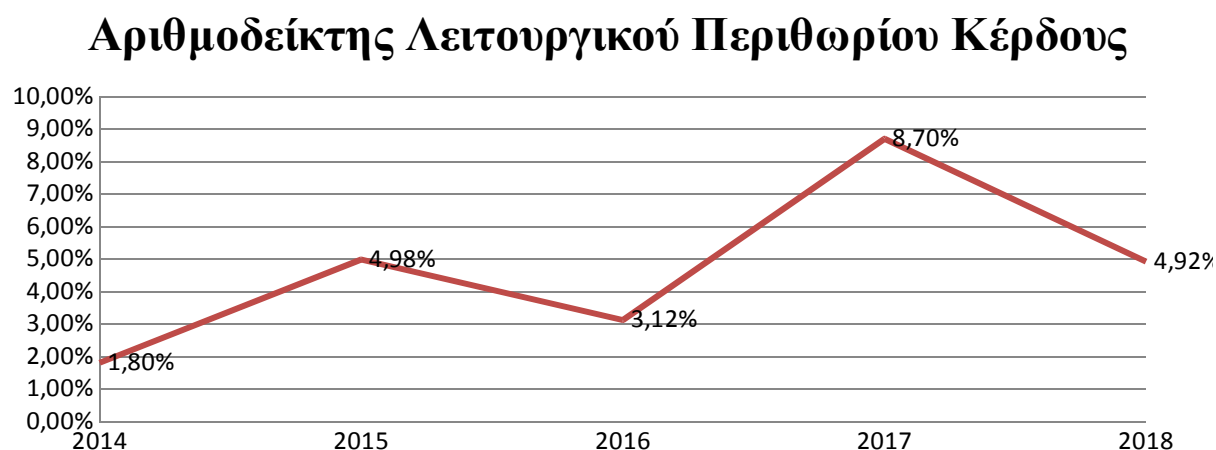
Όπως και ο δείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους, έτσι και ο δείκτης λειτουργικού περιθωρίου κέρδους είναι καλύτερα να βρίσκεται σε όσο το δυνατόν υψηλότερα επίπεδα. Οι υψηλές τιμές του δείκτη δηλώνουν ότι η επιχείρηση έχει την ικανότητα να παράγει κέρδη, να απορροφά αυξήσεις στο κόστος παραγωγής και να καλύπτει τις δανειακές της υποχρεώσεις.

Ο δείκτης λειτουργικού περιθωρίου κέρδους προκύπτει από το παρακάτω τύπο:

$$\text{Αριθμοδείκτης λειτουργικού περιθωρίου κέρδους} = (\text{Λειτουργικά κέρδη} \div \text{πωλήσεις}) * 100$$

Πίνακας 8: Αριθμοδείκτης λειτουργικού περιθωρίου κέρδους

Αριθμοδείκτης	2014	2015	2016	2017	2018
λειτουργικού περιθωρίου κέρδους	1,80%	4,98%	3,12%	8,70%	4,92%



Διάγραμμα 5: Αριθμοδείκτης λειτουργικού περιθωρίου κέρδους

Ο δείκτης κυμαίνεται σε ικανοποιητικά επίπεδα τις χρονιές 2015 και 2017 όπου και το 2017 είχε σημειώσει την μέγιστη τιμή του (8,70%). Αντίθετα, το έτος 2018 μειώθηκε και έφτασε στη τιμή 4,92% και αυτό ίσως οφείλεται στα χαμηλά λειτουργικά της κέρδη.

5.1.2.3 Αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους (Net Profit Margin or Return on Sales)

Ο αριθμοδείκτης αυτός, γνωστός και ως καθαρό περιθώριο κέρδους, προσδιορίζει το κέρδος από τις λειτουργικές δραστηριότητες, δηλαδή το ποσοστό κέρδους που απομένει στην επιχείρηση μετά την αφαίρεση από τις καθαρές πωλήσεις του κόστους πωληθέντων και των λοιπών εξόδων.

Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης τόσο πιο επικερδής είναι η επιχείρηση και καταδεικνύει την ικανότητα της επιχείρησης αφενός να πουλάει σε υψηλές τιμές και αφετέρου να ασκεί καλό έλεγχο του κόστους.

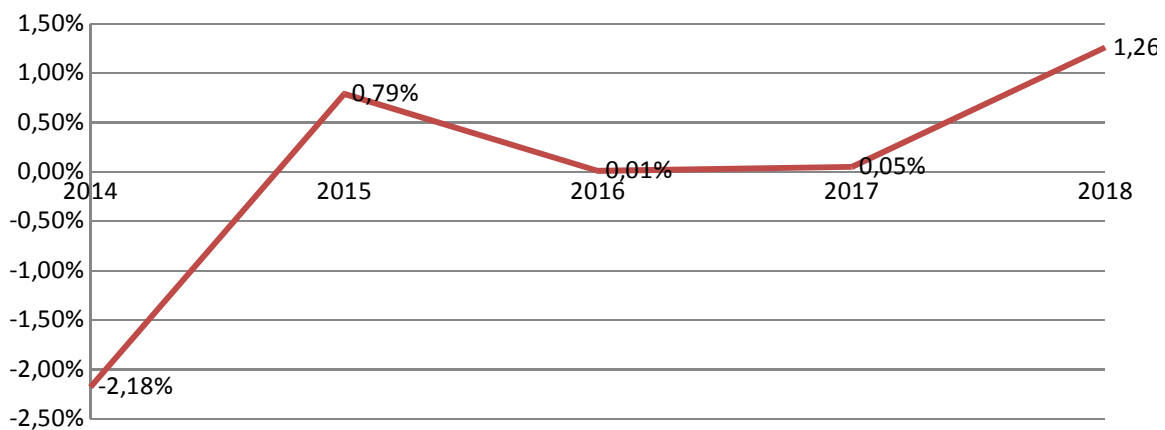
Ο δείκτης καθαρού κέρδους προκύπτει από το παρακάτω τύπο:

Αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους = (Καθαρά κέρδη χρήσης ÷ Καθαρές πωλήσεις)*100

Πίνακας 9: Αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους

Αριθμοδείκτης	2014	2015	2016	2017	2018
Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους	-2,18%	0,79%	0,01%	0,05%	1,26%

Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους



Διάγραμμα 6: Αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους

Το έτος 2014 υπήρχε ζημία με αποτέλεσμα ο δείκτης να είναι χαμηλός και αρνητικός. Το 2015 τα καθαρά κέρδη και οι πωλήσεις αυξήθηκαν και ο δείκτης από την τιμή -2,18% ανήλθε σε 0,79%. Ωστόσο, το έτος 2016 και 2017 τα καθαρά κέρδη μειώθηκαν αρκετά σε σχέση με το 2015 και αυτό είχε ως συνέπεια ο δείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους να φτάσει στις τιμές 0,01% και 0,05% αντίστοιχα. Τέλος, το 2018 αυξήθηκαν τα καθαρά κέρδη και οι πωλήσεις με αποτέλεσμα η τιμή του δείκτη να αυξηθεί κατά 1,21%.

5.2 Αριθμοδείκτες ρευστότητας (Liquidity Ratios)

Οι δείκτες αυτοί χρησιμοποιούνται για τον προσδιορισμό τόσο της βραχυχρόνιας οικονομικής κατάστασης μιας επιχειρήσεως, όσο και της ικανότητάς της να ανταποκριθεί στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. (Θεμιστοκλής Λαζαρίδης, Γεώργιος Κοντέος, Νικόλαος Σαριαννίδης, 2013)

5.2.1 Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας (Current Ratio)

Ο δείκτης αυτός φανερώνει το βαθμό στον οποίο οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις καλύπτονται από τα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού. Γενικά, οι επιχειρήσεις θα πρέπει να διατηρούν το δείκτη τουλάχιστον στα επίπεδα της μονάδας, έτσι ώστε το σύνολο του κυκλοφορούντος ενεργητικού να μπορεί να καλύψει όλες τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. (Σουμπενιώτης Δημήτριος, Ταμπακούδης Ιωάννης, 2017)

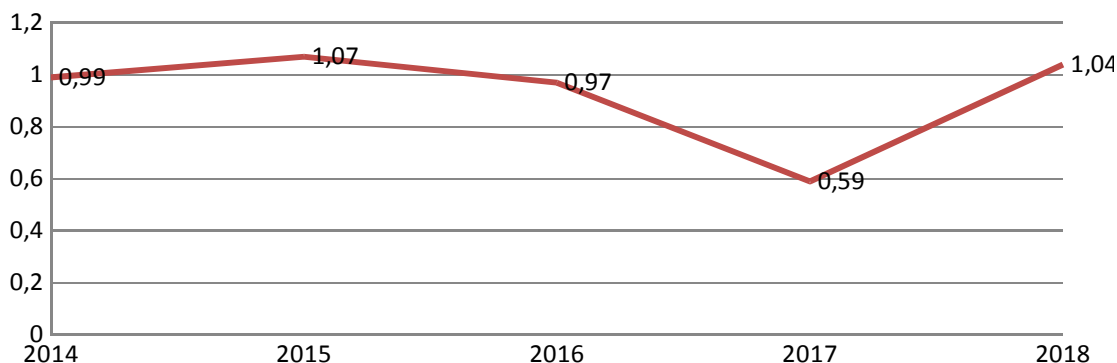
Ο δείκτης γενικής ρευστότητας προκύπτει από τον παρακάτω τύπο:

Αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας = Κυκλοφορούν Ενεργητικό ÷ Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις

Πίνακας 10: Αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας

Αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας	2014	2015	2016	2017	2018
	0,99	1,07	0,97	0,59	1,04

Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας



Διάγραμμα 7: Αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας

Ο δείκτης γενικής ρευστότητας είναι σχεδόν ικανοποιητικός. Σε όλα τα έτη (2014-2018) η τιμή είναι κοντά στην μονάδα και αυτό σημαίνει ότι καλύπτει ικανοποιητικά τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της από τα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού.

5.2.2. Αριθμοδείκτης άμεσης ρευστότητας

Ο αριθμοδείκτης άμεσης ρευστότητας (Quick or Acid Ratio) παρέχει μια ακριβή ένδειξη της ικανότητας, ικανοποίησης των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων. Περιλαμβάνει όλα τα στοιχεία τα οποία μετατρέπονται εύκολα και γρήγορα σε ρευστά και σε αντίθεση με τον αριθμοδείκτη γενικής ρευστότητας αγνοεί όλα εκείνα τα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού τα οποία δεν μετατρέπονται εύκολα σε μετρητά. (Νιάρχος Νικήτας, 2007)

Ο αριθμοδείκτης αυτός δεν πρέπει να περιλαμβάνει τα αποθέματα επειδή απαιτείται αρκετό χρονικό διάστημα μέχρι την πώλησή τους, τις πρώτες και βοηθητικές ύλες επειδή δεν γνωρίζουμε εάν θα μετατραπούν γρήγορα σε έτοιμα προϊόντα, τις προκαταβολές επειδή χρειάζονται κάποιο χρονικό διάστημα για να μετατραπούν σε χρήμα και τις αμφίβολης είσπραξης απαιτήσεις δηλαδή τις επισφαλείς.

Ο δείκτης της άμεσης ρευστότητας είναι πιο αυστηρός δείκτης σε σχέση με τον αριθμοδείκτη γενικής ρευστότητας καθώς περιλαμβάνει μόνο εκείνα τα κυκλοφορούντα στοιχεία που είναι εύκολο να μετατραπούν σε μετρητά. Γενικότερα, η τιμή του δείκτη θεωρείται ικανοποιητική εάν είναι ίση ή λίγο μικρότερη με τη μονάδα, καθώς αυτό σημαίνει ότι η επιχείρηση μπορεί να ανταποκριθεί στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της

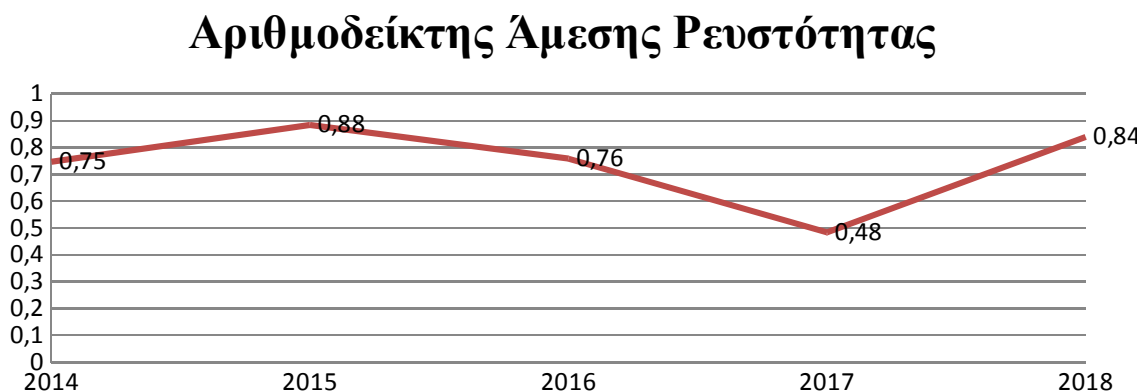
χρησιμοποιώντας τα ρευστά και τα άμεσα ρευστοποιήσιμα στοιχεία της. Ωστόσο, εάν οι τιμές είναι μεγαλύτερες της μονάδας τότε είναι καλύτερο καθώς καταδεικνύουν φερεγγυότητα. Αντίθετα, χαμηλές τιμές του δείκτη αυτού πιθανώς να δηλώνουν υψηλό ρίσκο και αβεβαιότητα κάλυψης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.

Ο δείκτης άμεσης ρευστότητας προκύπτει από το παρακάτω τύπο:

Αριθμοδείκτης άμεσης ρευστότητας = (Κυκλοφορούν Ενεργητικό – Αποθέματα) ÷ Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις

Πίνακας 11: Αριθμοδείκτης άμεσης ρευστότητας

Αριθμοδείκτης ς άμεσης ρευστότητας	2014	2015	2016	2017	2018
	0,747	0,884	0,759	0,484	0,840



Διάγραμμα 8: Αριθμοδείκτης άμεσης ρευστότητας

Όπως φαίνεται στο διάγραμμα, η τιμή του δείκτη άμεσης ρευστότητας είναι μη ικανοποιητικός αφού όλες οι τιμές είναι κάτω της μονάδας. Ειδικά την χρονιά 2017 η τιμή έφτασε στις 0,484 μονάδες και αυτό πιθανόν να συνέβη επειδή αυξήθηκαν κατά περίπου 10500 χιλιάδες ευρώ. Την μεγαλύτερη τιμή από τα έτη που εξετάζουμε στην παρούσα εργασία την είχε το έτος 2015 όπου και οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις είχαν την χαμηλότερη τιμή από τα υπόλοιπα έτη.

5.2.3 Αριθμοδείκτης Ταμειακής Ρευστότητας

Ο αριθμοδείκτης ταμειακής ρευστότητας (Cash Ratio) εκφράζει την ικανότητα μιας επιχείρησης να εξοφλήσει τις τρέχουσες και τις ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις χρησιμοποιώντας μόνο τα μετρητά που έχει στη διάθεσή της και θεωρείται ικανοποιητικός όταν κυμαίνεται από 35% έως και 45%. (Νιάρχος Νικήτας (2004)

Ο δείκτης αυτός λέγεται επίσης δείκτης διαθεσίμων και είναι ο πιο αυστηρός και συντηρητικός δείκτης ρευστότητας και οι επιχειρήσεις καλούνται να εμφανίζουν έναν δείκτη που δεν θα επιτρέψει την αμφισβήτηση της ρευστότητας τους και ταυτόχρονα δεν θα δημιουργεί την εντύπωση της αποτελεσματικής λειτουργίας τους. Υψηλές τιμές του δείκτη είναι επιθυμητές από προμηθευτές και δανειστές, καθώς δείχνει ότι η εταιρία έχει θετική ένδειξη για το επίπεδο ρευστότητας της. Το γεγονός αυτό ενισχύει τη διαπραγματευτική δύναμη της, με αποτέλεσμα να επιτυγχάνει καλύτερους όρους στις συμφωνίες με τους προμηθευτές και τους δανειστές της. Εταιρείες με υψηλό δείκτη ταμειακής ρευστότητας αποτελούν πιθανούς στόχους συγχωνεύσεων-εξαγορών, καθώς οι αγοραστές έχουν ως σκοπό να εκμεταλλευτούν τα ρευστά διαθέσιμα και να χρηματοδοτήσουν τις δικές τους επιχειρηματικές δραστηριότητες. Αντίθετα, χαμηλές τιμές του δείκτη μπορεί να προκαλούν αμφιβολίες σχετικά με την ικανότητα της επιχείρησης να δημιουργεί λειτουργικές ταμειακές ροές και να εισπράττει τις απαιτήσεις από τους πελάτες της, με αποτέλεσμα να καθίσταται επισφαλής η δυνατότητα αποπληρωμής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών της.

Ο δείκτης διαθεσίμων για να είναι ικανοποιητικός πρέπει να είναι κοντά στο 0,5. (Σουμπενιώτης Δημήτριος, Ταμπακούδης Ιωάννης, 2015, Εκδόσεις NAMATA, Χρηματοοικονομική Ανάλυση, 1^η έκδοση, Σελίδα: 354)

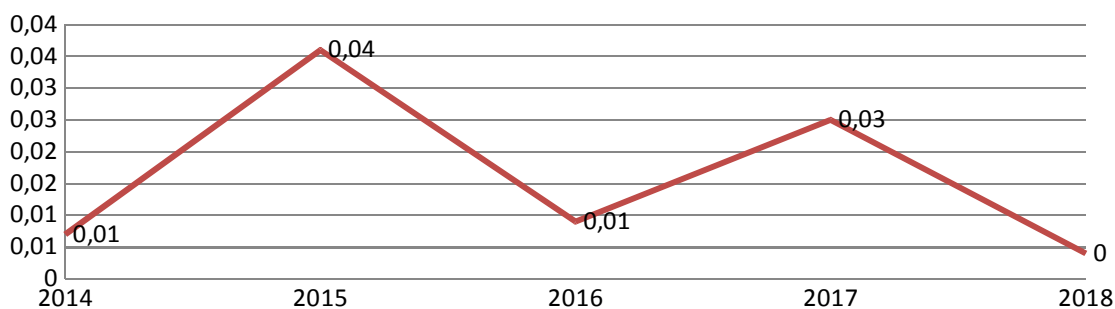
Ο δείκτης ταμειακής ρευστότητας προκύπτει από το παρακάτω τύπο:

Αριθμοδείκτης ταμειακής ρευστότητας = Διαθέσιμα ÷ Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις

Πίνακας 12: Αριθμοδείκτης ταμειακής ρευστότητας

Αριθμοδείκτης	2014	2015	2016	2017	2018
ταμειακής ρευστότητας	0,007	0,036	0,009	0,025	0,004

Αριθμοδείκτης Ταμειακής Ρευστότητας



Διάγραμμα 9: Αριθμοδείκτης ταμειακής ρευστότητας

Γενικότερα, ο δείκτης ταμειακής ρευστότητας δεν είναι καθόλου ικανοποιητικός και αυτό μπορεί να συμβαίνει επειδή τα διαθέσιμα της εταιρίας είναι πολύ χαμηλά σε σχέση με τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Αυτό δείχνει ότι η εταιρία ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ πιθανόν να αδυνατεί να καλύψει τις τρέχουσες και τις ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις της με τα διαθέσιμα μετρητά που έχει στη διάθεσή της.

5.3 Αριθμοδείκτες δραστηριότητας (Activity Ratios)

Χρησιμοποιούνται προκειμένου να αξιολογηθεί η ικανότητα της επιχείρησης να δημιουργεί έσοδα από την αξιοποίηση των περιουσιακών της στοιχείων, δηλαδή δείχνει το πόσο αποτελεσματικά και αποδοτικά χρησιμοποιούνται τα κυκλοφορούντα και μη κυκλοφορούντα στοιχεία του ενεργητικού από την επιχείρηση για τη δημιουργία εσόδων από την παροχή υπηρεσιών και τις πωλήσεις προϊόντων. (Σουμπενιώτης Δημήτριος, Ταμπακούδης Ιωάννης, 2017)

5.3.1 Αριθμοδείκτης Κύκλου Εργασιών Κεφαλαίου Κίνησης

Ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης επικεντρώνεται στη σχέση μεταξύ των χρημάτων που δεσμεύονται για το κεφάλαιο κίνησης και των εσόδων από τις πωλήσεις. Παρέχει πληροφόρηση σχετικά με το πόσο αποτελεσματικά χρησιμοποιεί η επιχείρηση το κεφάλαιο κίνησης για να δημιουργεί πωλήσεις. Επίσης, δεδομένου ότι το επίπεδο ρευστότητας

εξαρτάται σε σημαντικό βαθμό από το ύψος των πωλήσεων της, ο δείκτης αυτός προσδιορίζει την ικανότητα της επιχείρησης να λειτουργεί βραχυπρόθεσμα χωρίς να χρειάζεται εξωτερική χρηματοδότηση.

Ένας χαμηλός δείκτης μπορεί να οφείλεται στις υψηλές απαιτήσεις και αποθέματα με αποτέλεσμα να αυξάνει τις επισφάλειες των πελατών και να οδηγεί σε απαξίωση των αποθεμάτων. Επίσης, μπορεί να οφείλεται σε χαμηλές τιμές βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων το οποίο φανερώνει την αναποτελεσματική αξιοποίηση της δυνατότητας πίστωσης από τους προμηθευτές. Αντίθετα, ένας υψηλός δείκτης κύκλου εργασιών κεφαλαίου κίνησης σε σχέση με το μέσο όρο του κλάδου φανερώνει την αποτελεσματική διαχείριση του κυκλοφορούν ενεργητικού και των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων για την πραγματοποίηση πωλήσεων. Ωστόσο, πολύ υψηλές τιμές ενδεχομένως να μειώνουν την πιστοληπτική ικανότητά της επιχείρησης. (Σουμπενιώτης Δημήτριος, Ταμπακούδης Ιωάννης, 2017)

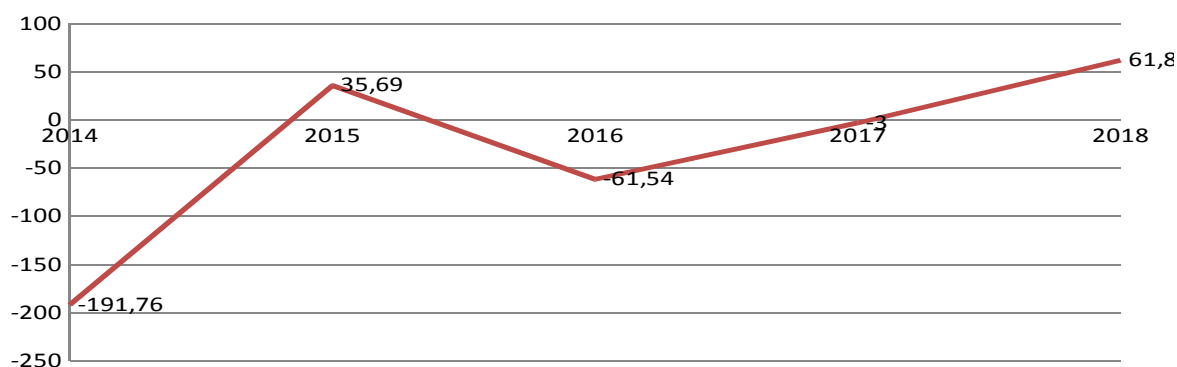
Ο δείκτης κύκλου εργασιών κεφαλαίου κίνησης προκύπτει από το παρακάτω τύπο:

Αριθμοδείκτης κύκλου εργασιών κεφαλαίου κίνησης = Πωλήσεις ÷ Καθαρό κεφάλαιο κίνησης

Πίνακας 13: Αριθμοδείκτης κύκλου εργασιών κεφαλαίου κίνησης

Αριθμοδείκτης	2014	2015	2016	2017	2018
κύκλου εργασιών κεφαλαίου κίνησης	-191,76	35,69	-61,54	-3,004	61,89

Αριθμοδείκτης Κύκλου Εργασιών Κεφαλαίου Κίνησης



Διάγραμμα 10: Αριθμοδείκτης κύκλου εργασιών κεφαλαίου κίνησης

Οι αρνητικές τιμές που είχε ο δείκτης στις χρονιές 2014, 2016 και 2017 οφείλεται στο γεγονός ότι τις χρονιές εκείνες το κεφάλαιο κίνησης δεν ήταν αρκετό ώστε να καλύψει και να ανταποκριθεί στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Ωστόσο το 2018, η τιμή του δείκτη έχει την τιμή 61,89 καθώς η επιχείρηση κατάφερε να μειώσει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της κατά περίπου 40%.

5.3.2 Αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων

Ο δείκτης αυτός δείχνει πόσες φορές, κατά μέσο όρο, εισπράττονται κατά τη διάρκεια της λογιστικής χρήσεως οι απαιτήσεις της επιχείρησης. Επίσης, ο αριθμοδείκτης ταχύτητας είσπραξης απαιτήσεων παρέχει ένδειξη του βαθμού ποιότητας και του βαθμού ρευστότητας των απαιτήσεων μιας επιχείρησης, καθώς και του χρονικού διαστήματος που απαιτείται για την αποπληρωμή των δανείων από τους πελάτες στην επιχείρηση.

Γενικά, υψηλές τιμές του δείκτη Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Απαιτήσεων είναι καλύτερες και για την επίτευξη αυτών η επιχείρηση θα πρέπει να εφαρμόζει περιοριστική πιστωτική πολιτική, να διατηρεί πελάτες υψηλής πιστωτικής διαβάθμισης και να παρακολουθεί στενά την πορεία των εισπράξεων. Αντίθετα, χαμηλές τιμές του δείκτη μπορούν να προκύψουν από αναποτελεσματική πιστωτική πολιτική και πελάτες με μειωμένη οικονομική δυνατότητα.

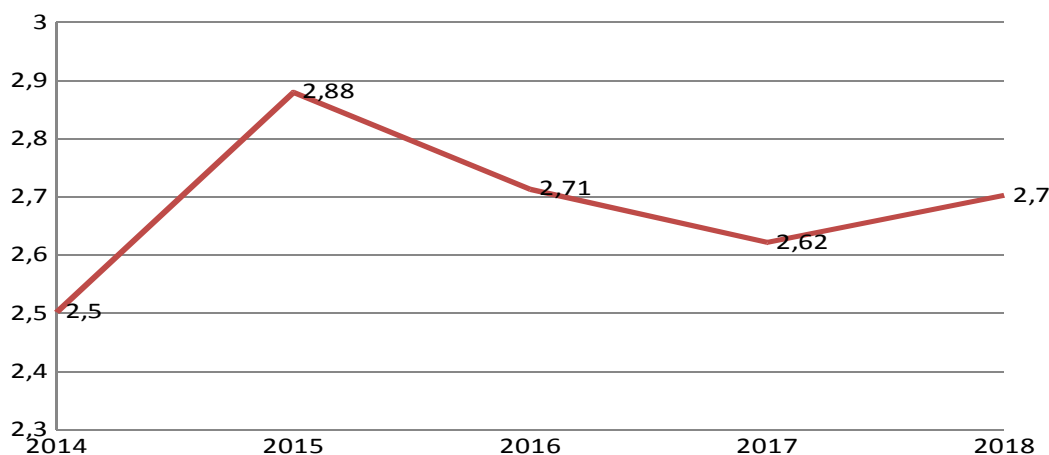
Ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων προκύπτει από το παρακάτω τύπο:

Αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων = Καθαρές πωλήσεις ÷ Μέσο ύψος απαιτήσεων

Πίνακας 14: Αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων

Αριθμοδείκτης	2014	2015	2016	2017	2018
κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων	2,502	2,880	2,713	2,622	2,703

Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Απαιτή



Διάγραμμα 11: Αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων

Όπως βλέπουμε στο διάγραμμα, η εταιρία ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ εισπράττει κατά μέσο όρο τις απαιτήσεις της από τους πελάτες της περίπου 2,6 φορές το έτος ή κάθε 140 μέρες. Με άλλα λόγια, όταν η εταιρία πραγματοποιεί μια πώληση με πίστωση, ρευστοποιεί την απαίτησή της έπειτα από περίπου 4,5 μήνες.

5.3.3 Αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων

Ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων είναι ένας δείκτης που μετράει πόσες φορές στη διάρκεια μιας περιόδου ο μέσος όρος αποθεμάτων πωλήθηκε. Φανερώνει την ικανότητα της επιχείρησης να διαχειρίζεται αποτελεσματικά τα αποθέματά της.

Γενικότερα, υψηλές τιμές του δείκτη είναι προτιμότερες καθώς έτσι δεσμεύονται λιγότεροι πόροι σε δραστηριότητες που δεν δημιουργούν αξία. Σε περίπτωση, που οι τιμές είναι χαμηλές οι επιχειρήσεις για την βελτίωση του δείκτη μπορούν να εφαρμόσουν την μέθοδο just in time σύστημα παραγωγής όπου η παροχή προϊόντων γίνονται από το επόμενο στάδιο της παραγωγικής δραστηριότητας.

Ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων προκύπτει από το παρακάτω τύπο:

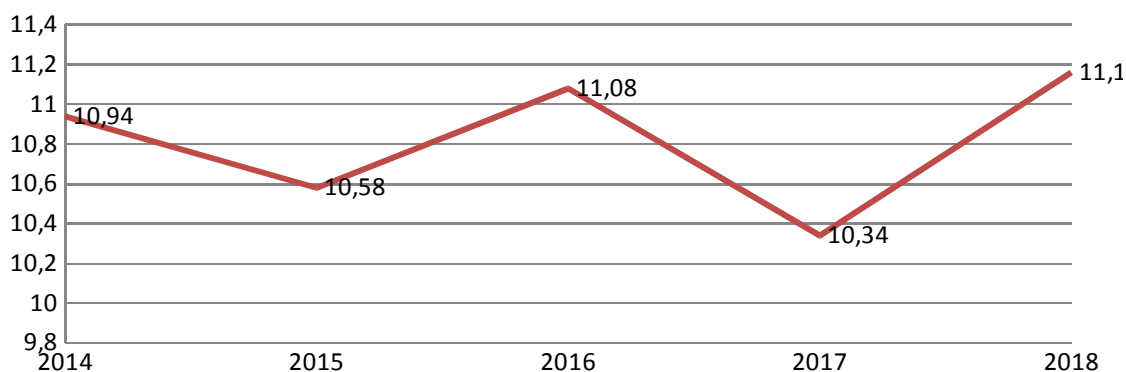
Αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων = Πωλήσεις ÷ Μέσο Ύψος Αποθεμάτων

Το μέσο ύψος των αποθεμάτων υπολογίζεται εάν αθροιστούν τα αποθέματα στην αρχή του έτους με το απόθεμα στο τέλος του έτους και διαιρεθεί το άθροισμα αυτό διά δύο. Εδώ χρησιμοποιείται το μέσο ύψος των αποθεμάτων και όχι το σύνολο των αποθεμάτων καθώς τα αποθέματα αντιστοιχούν σε μια συγκεκριμένη και μόνο χρονική περίοδο.

Πίνακας 15: Αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων

Αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων	2014	2015	2016	2017	2018
	10,94	10,58	11,08	10,34	11,16

Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων



Διάγραμμα 12: Αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων

Ο συγκεκριμένος δείκτης δεν ακολουθεί μια συνεχή πορεία. Την ανώτερη τιμή από τις χρονιές που μελετούμε την παίρνει το έτος 2018 όπου έφτασε στο 11,16, γεγονός που σημαίνει ότι τα προϊόντα που βρίσκονταν στα αποθέματα της εταιρίας ανακυκλώθηκαν μέσα στο 2019 κατά μέσο όρο 11,16 φορές.

5.3.4 Αριθμοδείκτης κύκλου εργασιών παγίων

Ο δείκτης αυτός δείχνει τον βαθμό στον οποίο τα πάγια περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης χρησιμοποιούνται αποτελεσματικά και αποδοτικά ώστε να δημιουργούνται έσοδα. Μετράει πόσες νομισματικές μονάδες από πωλήσεις εισρέουν στην επιχείρηση για κάθε μία που επενδύεται σε πάγιο ενεργητικό.

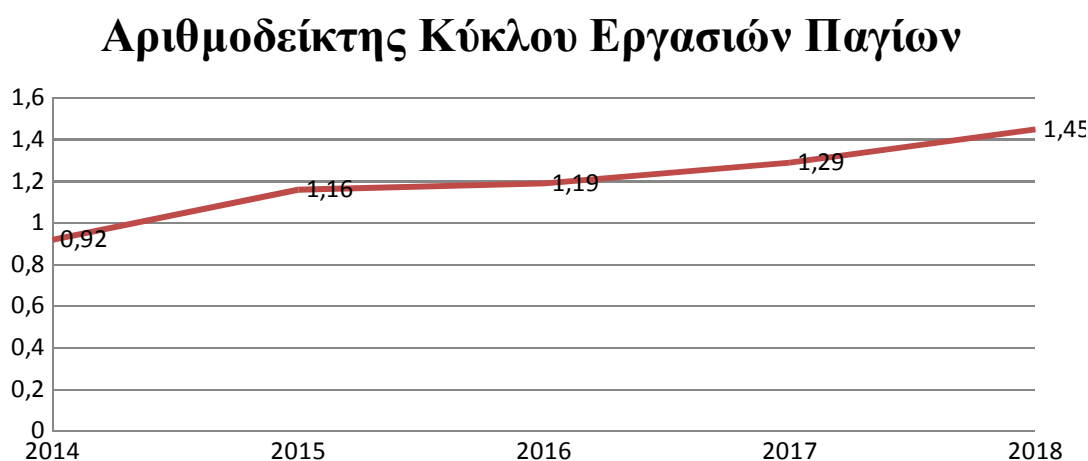
Είναι προτιμότερο, οι τιμές του συγκεκριμένου δείκτη να είναι υψηλές επειδή δείχνει ότι η επιχείρηση δεσμεύει λιγότερα χρήματα σε πάγια στοιχεία για κάθε νομισματική μονάδα πωλήσεων. Αντιθέτως, χαμηλές τιμές του δείκτη δηλώνουν υπερεπένδυση και συσσώρευση παγίων στοιχείων, αναποτελεσματική προώθηση πωλήσεων και ανάγκη επαναπροσδιορισμού του χαρτοφυλακίου προϊόντων. (Σουμπενιώτης Δημήτριος, Ταμπακούδης Ιωάννης, 2017)

Ο δείκτης κύκλου εργασιών παγίων προκύπτει από το παρακάτω τύπο:

Αριθμοδείκτης κύκλου εργασιών παγίων = Πωλήσεις ÷ Πάγιο Ενεργητικό

Πίνακας 16: Αριθμοδείκτης κύκλου εργασιών παγίων

Αριθμοδείκτης	2014	2015	2016	2017	2018
κύκλου εργασιών παγίων	0,92	1,16	1,19	1,29	1,45



Διάγραμμα 13: Αριθμοδείκτης κύκλου εργασιών παγίων

Ο δείκτης είναι χαμηλός, παρ' όλα αυτά υπάρχει μια συνεχή αύξηση με αποτέλεσμα το έτος 2018 να φτάσει στην τιμή 1,45. Δηλαδή, δημιουργεί έσοδα ίσα με 1,45 για κάθε 1 που επενδύεται σε πάγια στοιχεία.

5.3.5 Αριθμοδείκτης Κύκλου Εργασιών Ενεργητικού

Ο δείκτης αυτός φανερώνει την αποτελεσματικότητα της επιχείρησης αναφορικά με τη χρησιμοποίηση του συνόλου των στοιχείων ενεργητικού για τη δημιουργία πωλήσεων. Μετράει πόσες νομισματικές μονάδες από πωλήσεις εισρέουν στην επιχείρηση για κάθε μία που επενδύεται στο ενεργητικό.

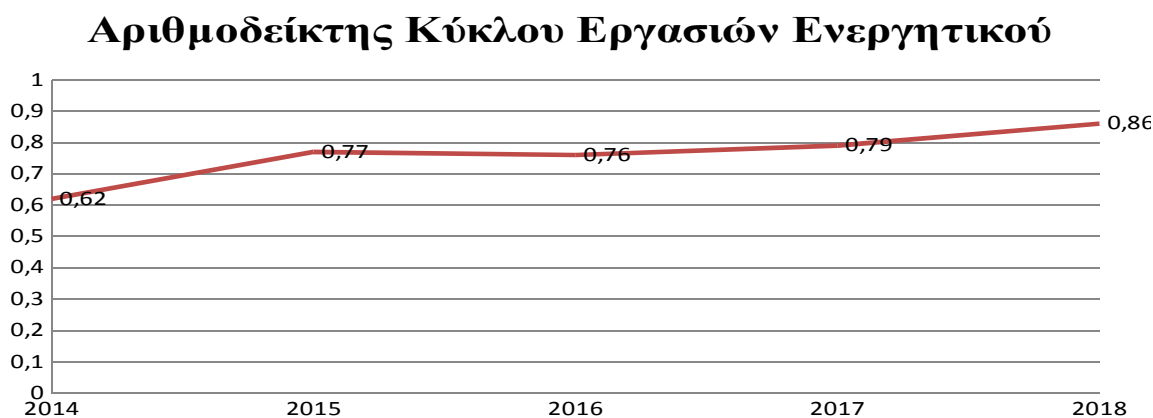
Υψηλές τιμές του δείκτη Κύκλου Εργασιών Ενεργητικού καταδεικνύουν αποτελεσματική διαχείριση του ενεργητικού, καθώς οι πόροι που δεσμεύονται για τη δημιουργία πωλήσεων είναι λίγοι.

Ο δείκτης κύκλου εργασιών ενεργητικού προκύπτει από το παρακάτω τύπο:

$$\text{Αριθμοδείκτης κύκλου εργασιών ενεργητικού} = \text{Πωλήσεις} \div \text{Ενεργητικό}$$

Πίνακας 17: Αριθμοδείκτης κύκλου εργασιών ενεργητικού

Αριθμοδείκτης	2014	2015	2016	2017	2018
κύκλου εργασιών ενεργητικού	0,62	0,77	0,76	0,79	0,86



Διάγραμμα 14: Αριθμοδείκτης κύκλου εργασιών ενεργητικού

Ο συγκεκριμένος δείκτης έχει ανοδική πορεία όπου το 2018 παίρνει την τιμή 0,86 αλλά γενικά κυμαίνεται σε χαμηλά επίπεδα, πράγμα που σημαίνει ότι η διαχείριση του Ενεργητικού της επιχείρησης για τη δημιουργία πωλήσεων είναι μέτρια.

5.4 ΠΟΡΕΙΑ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ

Η χρηματιστηριακή τιμή μιας μετοχής είναι η τιμή η οποία διαμορφώνεται στο χρηματιστήριο και επηρεάζεται από πλήθος παραγόντων όπως από τις προοπτικές της εταιρίας να πραγματοποιήσει κέρδη σε βραχυπρόθεσμη, μεσοπρόθεσμη και μακροπρόθεσμη βάση, από την μερισματική πολιτική της και από την γενική εικόνα που επικρατεί στη χρηματιστηριακή αγορά και η οποία αναμένεται να επικρατήσει και στο μέλλον.

Η αγορά του χρηματιστηρίου στην ουσία απεικονίζει τις προσδοκίες των επενδυτών σχετικά με την πορεία των εισηγμένων εταιριών και τις εξελίξεις στην οικονομία και την πολιτική. Όταν οι προσδοκίες και οι πληροφορίες των επενδυτών είναι «καλές», οι τιμές των μετοχών αντιδρούν θετικά, ενώ όταν οι πληροφορίες που έχουν στην διάθεσή τους οι επενδυτές είναι «κακές» οι τιμές των μετοχών αντιδρούν αρνητικά. Έτσι, οι τιμές των μετοχών μεταβάλλονται σε καθημερινή βάση. Γεγονότα τα οποία διαμορφώνουν τις προσδοκίες των επενδυτών είναι για παράδειγμα τα νέα των εταιριών, η οικονομική κατάσταση της χώρας, το φορολογικό πλαίσιο, οι εξελίξεις στην πολιτική σκηνή, οι μεταβολές των επιτοκίων, οι μεταβολές του πληθωρισμού, η οργάνωση του Χρηματιστηρίου, η ψυχολογία των επενδυτών, η παιδεία και η πληροφόρηση του κοινού, καθώς και διάφορα διεθνή γεγονότα.

Οι τιμές των μετόχων στο Χρηματιστήριο προσδιορίζονται βάσει του νόμου της προσφοράς και της ζήτησης. Έτσι, αν η ζήτηση για μια μετοχή αυξηθεί περισσότερο από την προσφορά, η τιμή της μετοχής θα αυξηθεί, ενώ αν η προσφορά της μετοχής αυξηθεί περισσότερο από τη ζήτηση, η τιμή της θα υποχωρήσει. Η προσφορά και η ζήτηση καθορίζονται από διάφορους παράγοντες, σε γενικές γραμμές όμως στηρίζονται στις αναμενόμενες αποδόσεις των εισηγμένων εταιριών. Ωστόσο, δεν είναι λίγες οι περιπτώσεις όπου οι τιμές των μετοχών μεταβάλλονται χωρίς να υπάρχει κάποιος ιδιαίτερος λόγος και αυτό ίσως οφείλεται στην εσωτερική πληροφόρηση ή σε στημένα παιχνίδια, τα οποία αποτελούν αξιόποινες πράξεις. (Νούλας Αθανάσιος, 2006)

Το παρακάτω διάγραμμα αντιπαραθέτει την πορεία της μετοχής ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ μ' αυτήν του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών κατά την περίοδο 2014-2019.



Διάγραμμα 15: Πορεία μετοχής

Πηγή: Ναυτεμπορική

Παρατηρούμε αρχικά ότι η μετοχή ακολουθεί μια καθοδική τάση στις αρχές του 2015, και αμέσως μετά έχει μια ανοδική πορεία μέχρι το έτος 2016. Κατά το έτος 2016, οι τιμές της μετοχής ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ κυμαίνονται κοντά στις τιμές του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χ.Α.Α. Στις 11/03/2016 παίρνει την χαμηλότερη τιμή της ίση με 0,13 € και έπειτα από το έτος 2017 ακολουθεί άνοδο μέχρι 01/06/2019 όπου έχει την μεγαλύτερη τιμή ίση με 1,14 €. Στην τελευταία φάση του διαγράμματος, φαίνεται ότι μια μικρή υποχώρηση της μετοχής κατά το τελευταίο τετράμηνο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ

Τα βασικά στάδια που θα ακολουθήσουμε στην συγκεκριμένη εργασία για την αποτίμηση της εταιρίας είναι τα παρακάτω:

- 1) Υπολογισμός του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC) για τον προσδιορισμό του κατάλληλου ποσοστού προεξόφλησης στο διάστημα της πρόβλεψης. Δηλαδή, θα υπολογίσουμε το κόστος των ιδίων κεφαλαίων και το κόστος των δανειακών κεφαλαίων.
- 2) Υπολογισμός των προβλεπόμενων ταμειακών ροών για την περίοδο 2019-2023.
- 3) Αποτίμηση βάσει λειτουργικών ροών.
- 4) Αποτίμηση βάσει ελεύθερων ροών.
- 5) Υπολογισμός της προβλεπόμενης τιμής της μετοχής.

6.1 Υπολογισμός κόστους ιδίων κεφαλαίων

Ο τύπος για να υπολογισθεί το κόστος ιδίων κεφαλαίων είναι ο τύπος του CAPM , δηλαδή

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

Όπου:

- R_e είναι το ελάχιστο απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης μιας μετοχής,
- R_f (Risk free rate) είναι το επιτόκιο που δεν περιλαμβάνει κίνδυνο. Όπως αναφέραμε πιο πριν, ως τιμή του θα πάρουμε την μέση απόδοση του 10ετούς διάρκειας που έχει εκδώσει το Ελληνικό Δημόσιο, για το τελευταίο τρίμηνο του έτους 2019.
- β (Beta) είναι η παλινδρόμηση της μορφής $R_j = a + b + R_m$. Στην παρούσα διπλωματική εργασία το beta έχει υπολογισθεί από διεθνείς οίκους ανάλυσης.
- R_m (Risk market) αποτελεί την αναμενόμενη απόδοση της αγοράς.

Συγκεκριμένα, για την εταιρία ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ θα στηριχτούμε στην απόδοση του δεκαετούς ομολόγου του ελληνικού δημοσίου και ειδικότερα τη μέση 3μηνιαία απόδοσή του για ελάχιστο απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης. Έτσι έχουμε:

Πίνακας 18: Απόδοση του δεκαετούς ομολόγου για το έτος 2019

Ημερομηνία	Τελευταία	Άνοιγμα	Ψηλό	Χαμηλό	Άλλ.%
Ιανουάριος 2019	3,883	4,402	4,411	3,868	-11,39%
Φεβρουάριος 2019	3,658	3,871	4,019	3,651	-5,79%
Μάρτιος 2019	3,734	3,666	3,985	3,601	2,08%
Απρίλιος 2019	3,377	3,734	3,743	3,266	-9,56%
Μάιος 2019	2,904	3,368	3,576	2,903	-14,01%
Ιούνιος 2019	2,462	2,909	2,970	2,395	-15,22%
Ιούλιος 2019	2,045	2,485	2,495	1,938	-16,94%
Αύγουστος 2019	1,589	2,023	2,191	1,543	-22,30%
Σεπτέμβριος 2019	1,376	1,648	1,718	1,308	-13,40%
Οκτώβριος 2019	1,207	1,349	1,502	1,202	-12,25%

Πηγή: www.investing.com

Πίνακας 19: Εύρεση του μέσου όρου του δεκαετούς ελληνικού ομολόγου

Μέγιστη	4,411
Ελάχιστη	1,202
Διαφορά	3,208
Μέσος Όρος	2,26
Άλλ.%	-72,444

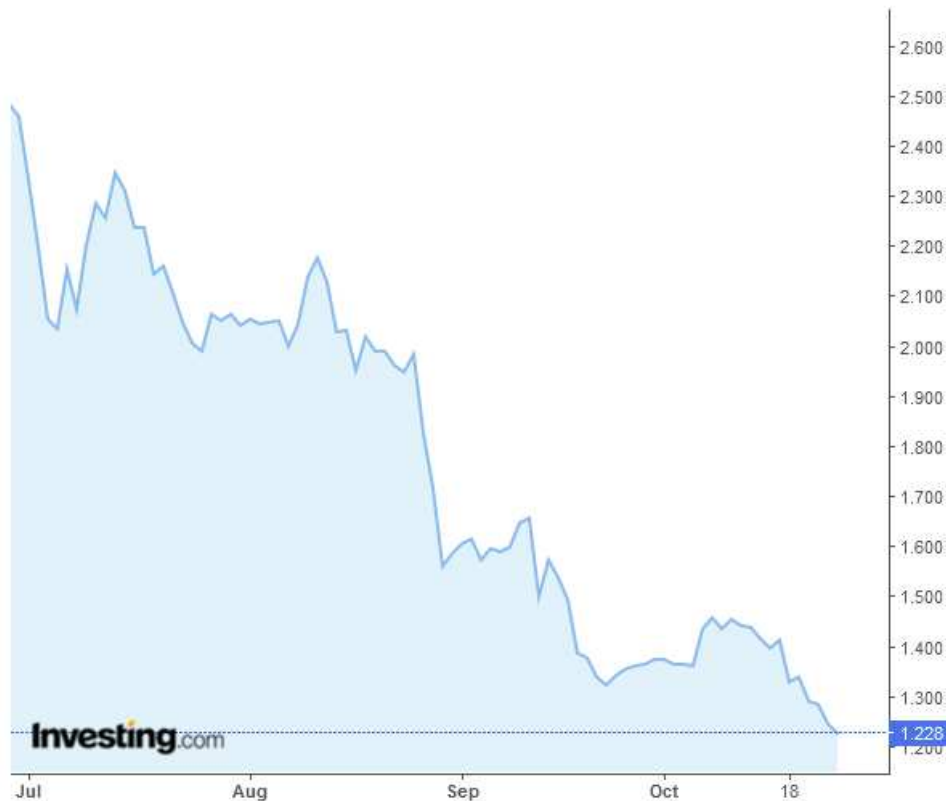
Πηγή: www.investing.com

Άρα ο μέσος όρος των αποδόσεων κλεισίματος διαμορφώνεται σε 2,26 και έτσι θα έχουμε $R_f = 2,26 \%$.

Η πορεία της απόδοσης του ελληνικού ομολόγου δεκαετούς διάρκειας παρουσιάζεται παρακάτω διάγραμμα:

Published on Investing.com, 26/Oct/2019 - 16:50:07 GMT, Powered by TradingView.

Ελλάδα 10 ετών, Ελλάδα, Αθήνα:GR10YT=RR, D



Διάγραμμα 16: Πορεία της απόδοσης του 10ετούς ελληνικού ομολόγου

Πηγή: www.investing.com

Υπολογισμός Beta

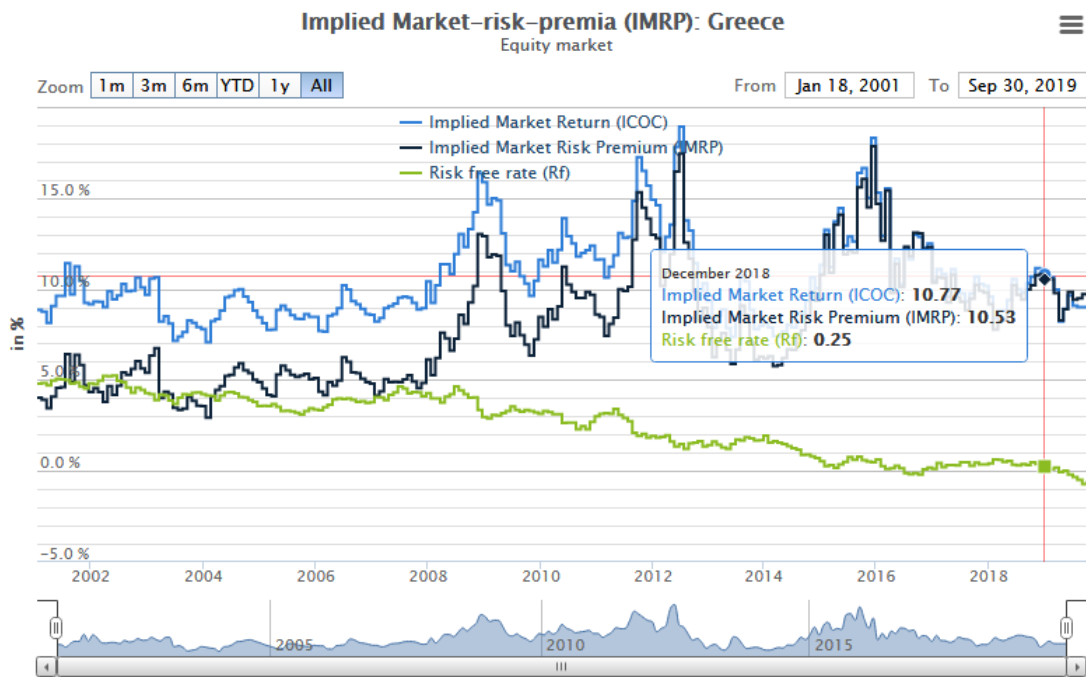
Το beta της εταιρίας δηλαδή ο συστηματικός της κίνδυνος, μετρά την μεταβλητότητα της μετοχής της σε σχέση με τις αποδόσεις της αγοράς. Προκειμένου να πάρουμε πληροφορίες για τη διαμόρφωση του συντελεστή beta της εταιρίας ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ χρησιμοποιήθηκε η ιστοσελίδα της Yahoo Finance.

Επομένως, εφαρμόσαμε $\beta = 0,64$. Θετικός συντελεστής beta σημαίνει ότι η απόδοση της επένδυσης κινείται όπως αυτή της αγοράς δηλαδή η συσχέτιση των αποδόσεων είναι θετική. Ειδικότερα, αν ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών αυξηθεί κατά 10%,

τότε η απόδοση της μετοχής θα αυξηθεί 6,4%.

(<https://markets.ft.com/data/equities/tearsheet/summary?s=EVROF:ATH>)

Το Market Risk Premium της ελληνικής αγοράς ανέρχεται σε ποσοστό 10,53 και έτσι έχουμε: $R_m - R_f = 10,53\%$.



Διάγραμμα 17: Market Risk Premium Greece

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

Με βάση τα προαναφερθέντα δεδομένα, το κόστος κεφαλαίου θα ισούται με:

$$R_e = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f) = 2,26 + 0,64 \cdot 10,53 = 9\%$$

6.2 Υπολογισμός Κόστους Δανεισμού ή Δανειακών Κεφαλαίων (Υποχρεώσεων)

Για τον υπολογισμό του κόστους των δανειακών κεφαλαίων, το οποίο είναι το κόστος με το οποίο μία εταιρία δανείζεται από τους πιστωτές της ώστε να ανταπεξέλθει στις υποχρεώσεις της, θα χρησιμοποιήσουμε τον ακόλουθο τύπο. Τα δεδομένα λαμβάνονται από τις δημοσιευμένες καταστάσεις της εταιρίας ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ για το 2018.

$$\text{Κόστος Δανεισμού} = \frac{\text{Χρηματοοικονομικά Έξοδα}}{\text{Σύνολο Δανειακών Υποχρεώσεων}}$$

Το Σύνολο Δανειακών Υποχρεώσεων αποτελείται από τις Μακροπρόθεσμες και τις Βραχυπρόθεσμες Δανειακές Υποχρεώσεις. Για το έτος 2018 έχουμε:

$$\text{Σύνολο Δανειακών Υποχρεώσεων} = 9130 + 6538 = 15668$$

$$\text{Επομένως, Κόστος Δανεισμού} = 755/15668 = 0,0482 \text{ ή } 4,82\%$$

(t): Είναι ο φορολογικός συντελεστής που επιβαρύνει τα κέρδη της επιχείρησης. Ως τιμή του θα πάρουμε το 29% καθώς πρέπει να λάβουμε υπόψη και την εξέλιξη του στο μέλλον. Θεωρούμε λοιπόν το 29% είναι μια ασφαλής επιλογή.

6.3 Υπολογισμός του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίων (WACC)

Πίνακας 20: Μέσο ποσοστό ιδίων κεφαλαίων

ΕΤΟΣ	2014	2015	2016	2017	2018
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	8060	8293	8313	8334	8674
Σύνολο Ιδίων και Δανειακών Κεφαλαίων	40031	37182	36299	36830	36375
Ποσοστό	20,13%	22,30%	22,90%	22,63%	23,85%
Μέσο Ποσοστό Ιδίων Κεφαλαίων	22,36%				

Ποσά σε χιλιάδες ευρώ

Πηγή: Ίδια υπολογισμένα

Πίνακας 21: Μέσο ποσοστό δανειακών κεφαλαίων

ΕΤΟΣ	2014	2015	2016	2017	2018
Σύνολο Δανειακών Κεφαλαίων	31971	28889	27986	28496	27701
Σύνολο Ιδίων και Δανειακών Κεφαλαίων	40031	37182	36299	36830	36375
Ποσοστό	79,87%	77,70%	77,10%	77,37%	76,15%
Μέσο Ποσοστό Δανειακών Κεφαλαίων	77,64%				

Ποσά σε χιλιάδες ευρώ

Πηγή: Ίδια υπολογισμένα

Αφού συγκεντρώθηκαν όλα τα απαραίτητα στοιχεία μπορεί να υπολογιστεί το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC) της εταιρίας ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ, ο οποίος είναι ο ελάχιστος συντελεστής απόδοσης τον οποίο πρέπει να εξασφαλίζει η εταιρία από την τοποθέτηση των στοιχείων του ενεργητικού της ανάμεσα σε άλλες εναλλακτικές επενδύσεις, ώστε να ικανοποιεί τις απαιτήσεις των επενδυτών της. Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου χρησιμοποιείται για να μεταφέρουμε τις αναμενόμενες μελλοντικές ταμειακές ροές στην παρούσα αξία τους.

Ο τύπος για τον υπολογισμό του WACC είναι:

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

Όπου:

r_c : Κόστος ιδίων κεφαλαίων

r_d : Κόστος δανειακών κεφαλαίων

E: Ίδια κεφάλαια

D: Δανειακά κεφάλαια

t: Ποσοστό φόρου

Με αντικατάσταση των παραπάνω δεδομένων στον τύπο έχουμε:

$$WACC = 0,09 * 0,2236 + 0,0482 * 0,7764 * (1-0,29) = 5\%$$

6.4 Ρυθμός Ανάπτυξης

Για τον υπολογισμό των ελεύθερων ταμειακών ροών της ανωτέρω ανάλυσης ο ρυθμός ανάπτυξης για τα έτη 2019-2023, σύμφωνα με την ανάλυση των αριθμοδεικτών και με την εκτίμησή μας, θα έχει ως εξής για τα κατωτέρω μεγέθη:

Περιθώριο EBIT: Αυξάνεται για τα επόμενα 5 έτη με ρυθμό 3% και μετά το 2023 με ρυθμό 2%. Ο συντελεστής φορολογίας θεωρούμε ότι παραμένει σταθερός για όλα τα έτη στο 29%. Οι Αποσβέσεις Παγίων Στοιχείων, Κεφαλαιουχικών Δαπανών και Μεταβολής του Κεφαλαίου Κίνησης θα αυξάνονται τα επόμενα 5 έτη με ρυθμό 3% και με 2% μετά το 2023 στο διηνεκές.

Στο παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται αναλυτικά οι υποθέσεις για την ανάπτυξη αυτών των μεγεθών:

Πίνακας 22: Ρυθμοί Ανάπτυξης

	2019	2020	2021	2022	2023	Διηνεκές
EBIT	3%	3%	3%	3%	3%	2%
Φόρος Εισοδήματος	29%	29%	29%	29%	29%	29%
Μεταβολή στο Κεφάλαιο Κίνησης	3%	3%	3%	3%	3%	2%
Κεφαλαιουχικές Δαπάνες	3%	3%	3%	3%	3%	2%
Αποσβέσεις Πάγιων Στοιχείων	3%	3%	3%	3%	3%	2%
WACC	5%	5%	5%	5%	5%	5%

6.5 Προβλεπόμενες Ταμειακές Ροές

Για τον υπολογισμό των προβλεπόμενων ταμειακών ροών, θα χρησιμοποιήσουμε τον παρακάτω τύπο:

$$\text{FCFF} = \text{EBIT} * (1-T) + \text{Αποσβέσεις} - \text{Κεφαλαιουχικές Δαπάνες} - \text{Μεταβολή Κεφαλαίου Κίνησης}$$

Αντικαθιστώντας τις αντίστοιχες τιμές στην παραπάνω σχέση έχουμε τα παρακάτω αριθμητικά αποτελέσματα για το έτος 2018:

Πίνακας 23: Ελεύθερες Ταμειακές Ροές για το έτος 2018

EBIT	578
Επί: (1 - Φόρος Εισοδήματος)	0,71
Πλέον: Αποσβέσεις	1239
Μείον: Κεφαλαιουχικές Δαπάνες	993
Μείον: Μεταβολή στο Κ.Κ.	(-156)
Ελεύθερες Ταμειακές Ροές (FCFF)	812

Ποσά σε χιλιάδες ευρώ

Πηγή: Ίδια υπολογισμένα

Σύμφωνα με την πρόβλεψη για τον ετήσιο ρυθμό αύξησης των ταμειακών ροών καταλήγουμε στα παρακάτω αποτελέσματα για τα έτη 2019-2023:

Πίνακας 24: Ελεύθερες Ταμειακές Ροές

	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	Διηλεκέ ς
EBIT	578	595	613	632	651	670	
Μείον: Φόρος Εισοδήματος	0,71	0,71	0,71	0,71	0,71	0,71	
Πλέον: Αποσβέσεις	1239	1276	1314	1354	1395	1436	
Μείον: Κεφαλαιουχικές Δαπάνες	993	1023	1053	1085	1118	1151	
Μείον: Μεταβολή στο Κ.Κ.	-156	-161	-166	-170	-176	-181	
Ελεύθερες Ταμειακές Ροές (FCFF)	812	837	862	888	914	942	

Ποσά σε χιλιάδες ευρώ

Πηγή: Ίδια υπολογισμένα

6.6 Αποτίμηση βάσει ελεύθερων ταμειακών ροών

Για τον υπολογισμό της Υπολειμματικής Αξίας θα χρησιμοποιήσουμε τον παρακάτω τύπο:

Υπολειμματική Αξία (Terminal Value) = $CF_n * (1+g_n) / (k-g_n) = (CF_{n+1}) / (k - g_n)$ όπου,

CF: Ταμειακές ροές και συγκεκριμένα ελεύθερες (FCFF),

k: Το προεξοφλητικό επιτόκιο, δηλαδή το WACC που ισούται με 5%

g: Ένα συνεχές ποσοστό αύξησης των ταμειακών ροών και θα υποθέσουμε ότι ισούται με 2% (growth rate).

Υπολειμματική Αξία (Terminal Value) = $942 * (1 + 0,02) / (0,5 - 0,02) = 32020$

Πίνακας 25: Παρούσα Αξία των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών

	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	Διημε κές	Συνολική Παρούσα Αξία
Ελεύθερες Ταμειακές Ροές (FCFF)	812	837	862	888	914	942		
Συντελεστής προεξόφλησ ης	1	0,95	0,91	0,86	0,82	0,78	0,78	1
Υπολειμματι κή Αξία							32020	
Παρούσα Αξία	812	795	784	763	750	735	24976	29615

Ποσά σε χιλιάδες ευρώ

Πηγή: Ίδια υπολογισμένα

Πίνακας 26: Σύνολο Αξίας και Τιμή Μετοχής

Παρούσα Αξία σε χιλ. €	29615
Μείον: Συνολικός Δανεισμός	15668
Πλέον: Ταμειακά Διαθέσιμα	533
Σύνολο Αξίας σε χιλ. €	14480,12
Αριθμός Μετοχών	13673200
Τιμή Ανά Μετοχή	1,06

Ποσά σε χιλιάδες ευρώ

Πηγή: Ίδια υπολογισμένα

Καταλήγουμε ότι η τιμή μιας μετοχής της εταιρίας ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ είναι 1,06 €.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Η αποτίμηση θεωρείται πλέον απαραίτητο εργαλείο σε κάθε χρηματοοικονομική δραστηριότητα και γι' αυτό υπάρχουν αναρίθμητα εργαλεία και υποδείγματα γι' αυτή την πράξη. Κάθε μέθοδος είναι κατάλληλη για διαφορετική περίπτωση και κάθε μία από αυτές θα μας δώσει διαφορετικό αποτέλεσμα. Στην πράξη αποδεικνύεται ότι είναι μια επίπονη και χρονοβόρα διαδικασία με υποκειμενικά στοιχεία τα οποία πηγάζουν κυρίως από τον αναλυτή ο οποίος έχει πρόσβαση μόνο στις δημοσιευμένες καταστάσεις και όχι σε εσωτερική και αντικειμενικότερη πληροφόρηση. Η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών είναι η πιο διαδεδομένη μέθοδος που εφαρμόζεται από τους αναλυτές και η κυριότερη αδυναμία της είναι ότι βασίζεται από την φύση της σε ορισμένες υποθέσεις που είναι απαραίτητες για την πρόβλεψη των μελλοντικών ταμειακών ροών. Ο σχεδιασμός των υποθέσεων δηλαδή είναι ένας σημαντικός παράγοντας για την χρήση της μεθόδου αυτής.

Η εταιρία ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ δραστηριοποιείται από το έτος 1991 και κατά την διαδικασία της χρηματοοικονομικής ανάλυσης διαπιστώθηκε η μεγάλη επιρροή της ασταθούς κατάστασης της ελληνικής οικονομίας στους δείκτες. Δηλαδή, οι μεταβολές της ελληνικής οικονομίας μεταβάλλουν και τους απαραίτητους δείκτες της αποτίμησης. Παρ' όλα αυτές τις αλλαγές και τις οικονομικές εξελίξεις στην Ελλάδα η εταιρία κατάφερε να αντέξει και να βελτιώσει τα αποτελέσματα της.

Αναλυτικότερα από την μελέτη των αριθμοδεικτών, η απόδοση του ενεργητικού είχε την καλύτερη τιμή το έτος 2018, δηλαδή χρησιμοποιεί αποτελεσματικότερα τα στοιχεία του ενεργητικού της για να πραγματοποιήσει κέρδη. Όπως συμβαίνει και με τον δείκτη απόδοσης ιδίων κεφαλαίων που δείχνει ότι αξιοποιεί τα χρήματα των μετόχων το 2018. Η επιχείρηση πρέπει να μειώσει το κόστος πωληθέντων της ώστε να αυξήσει περισσότερο τα μικτά κέρδη της. Τα καθαρά κέρδη της αυξήθηκαν το 2018 και οι δείκτες ρευστότητας κυμαίνονται σε ικανοποιητικά επίπεδα που σημαίνει ότι καλύπτει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της από τα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού. Ωστόσο, ο δείκτης διαθεσίμων δείχνει ότι η εταιρία αδυνατεί να καλύψει τις υποχρεώσεις της με τα διαθέσιμα μετρητά της και γενικότερα η εταιρία θα πρέπει να καλυτερέψει την διαχείριση του ενεργητικού της ώστε να δημιουργεί περισσότερες πωλήσεις.

Για την αποτίμηση της δίκαιης αξίας της μετοχής χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών στις ελεύθερες ταμειακές ροές. Για την εξαγωγή αποτελεσμάτων έγινε χρήση των δημοσιευμένων καταστάσεων από την ιστοσελίδα της εταιρίας EBROΦΑΡΜΑ λαμβάνοντας υπόψη τυχόν μεταγενέστερες αναμορφώσεις μεγεθών.

Στα αποτελέσματα της παρούσας διπλωματικής εργασίας προέκυψε ότι η τιμή είναι ίση με 1,06 € με την μέθοδο αποτίμησης ελεύθερων ταμειακών ροών όπως αυτή αναλύθηκε στο κεφάλαιο 6. Η τιμή της μετοχής την μέρα της αποτίμησης στις 8/11/2019 έκλεισε στα 0,9220 €. Η τιμή της μετοχής είναι υποτιμημένη σύμφωνα με την αποτίμηση των ελεύθερων ταμειακών ροών της εταιρίας, καθώς είναι χαμηλότερη της τρέχουσας. Η τελική πορεία της μετοχής EBROΦΑΡΜΑ εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από το ευρύτερο κλίμα που υπάρχει στην ελληνική αγορά.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική Βιβλιογραφία

1. Βασιλείου Δημήτριος, Ηρειώτης Νικόλαος, (2008), Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Εκδόσεις Οίκος ROSILI
2. Γκίκα Αθήνα, Παπαδάκη Ι., Σιουγλέ Γεωργία,(2010), Αρχές Χρηματοοικονομικής των Επιχειρήσεων, Αθήνα, Εκδόσεις UTOPIA ΕΠΕ
3. Ευθύμογλου Π, 2009, Θέματα Χρηματοοικονομικής Διοίκησης, Τεύχος Α': Χρηματοοικονομική Επιχειρήσεων, Πειραιάς
4. Λαζαρίδης Θεμιστοκλής, (2005), Αποτίμηση Επιχειρήσεων, Θεσσαλονίκη, Εκδοτικός Οίκος Αδελφών Κυριακίδη Α.Ε.
5. Λαζαρίδης Θεμιστοκλής, (2017), Αποτίμηση Επιχειρήσεων, Εκδόσεις Gutenberg
6. Λαζαρίδης Θεμιστοκλής, Κοντέος Γεώργιος, Σαριαννίδης Νικόλαος, (2013), Σύγχρονη Χρηματοοικονομική Ανάλυση, 1^η Έκδοση
7. Λαζαρίδης, Γ., Παπαδόπουλος, Δ., (2005) Χρηματοοικονομική Διοίκηση Ανάλυση Περιπτώσεων Χρηματοοικονομικής Διοίκησης, Εκδόσεις Λαζαρίδης - Παπαδόπουλος, Θεσσαλονίκη
8. Λαζαρίδης, Ι., Παπαδόπουλος, Δ., (2010), Επιχειρηματική Ανάλυση και Προσδιορισμός Αξίας, Εκδόσεις Πανεπιστημίου Μακεδονίας, Θεσσαλονίκη.
9. Νιάρχος Νικήτας (2004), Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων, 7η έκδοση, Εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα.
10. Νούλας Αθανάσιος, (2006), Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου, Θεσσαλονίκη
11. Νούλας Αθανάσιος, (2015), Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Επενδυτικές αποφάσεις, Θεσσαλονίκη, Αυτοέκδοση
12. Σουμπενιώτης Δημήτριος, Ταμπακούδης Ιωάννης, (2015), Χρηματοοικονομική Ανάλυση, Εκδόσεις NAMATA, 1^η έκδοση, Σελίδα: 354
13. Σουμπενιώτης Δημήτριος, Ταμπακούδης Ιωάννης, (2017), Σύγχρονη Χρηματοοικονομική Ανάλυση & Επενδύσεις, Εκδόσεις NAMATA, 1^η έκδοση
14. Σφαρνάς Αλέξανδρος, (1993), Αποτίμηση Επιχειρήσεων, Αθήνα, Εκδόσεις Γαλαίος

Ξένη Βιβλιογραφία

1. Damodaran Aswath, (2012), Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, 3rd edition, Canada, John Wiley & Sons, Inc.
2. Damodaran Aswath, (2010), The Dark Side of Valuation, New Jersey, Pearson Education
3. Fernandez, P., (2001), Valuation Using Multiples: How Do Analysts Reach Their Conclusions, University of Navarra -IESE Business School.

Ηλεκτρονικές Πηγές

<http://www.capital.gr>

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

<https://gr.investing.com/rates-bonds/greece-10-year-bond-yield-streaming-chart>

www.bloomberg.com

www.evrofarma.gr

www.naftemporiki.gr

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Κατάσταση οικονομικής θέσης της 31^η Δεκεμβρίου 2014

(Ποσά σε χιλ. Ευρώ)		Όμιλος		Εταιρεία	
	Σημ.	31.12.2014	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2013
Περιουσιακά στοιχεία					
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία					
Ενοίκια σε ακίνητα	11	27.684	29.311	21.603	22.879
Λοιπά άλλα περιουσιακά στοιχεία		357	267	357	267
Επενδύσεις σε ακίνητα	11.1	929	940	929	940
Βιολογικά περιουσιακά στοιχεία	12	3.252	3.082	-	-
Συμμετοχές σε θυγατρικές εταιρείες	1	7	7	2.953	2.953
Μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	14	37	37	32	32
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις		924	954	924	1.148
Σύνολο μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων		33.190	34.608	26.798	28.219
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία					
Αποθέματα	13	3.710	2.276	3.247	1.877
Βιολογικά περιουσιακά στοιχεία	12	405	65	-	-
Πελάτες και λοιπές απαιτήσεις	14	9.858	9.585	9.886	10.402
Ταμιακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	15	106	80	100	72
Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων		14.079	12.006	13.233	12.351
Σύνολο περιουσιακών στοιχείων		47.269	46.614	40.031	40.570
Ίδια κεφάλαια και υποχρεώσεις					
Ίδια κεφάλαια αποδιδόμενα στους ιδιοκτήτες της μητρικής					
Μιστογικά κεφάλαια	16	12.032	12.032	12.032	12.032
Υπέρ το όριο	16	935	935	935	935
Αποθεματικά	16	903	1.142	820	1.059
Απομείωματα εις νέον		(4.604)	(4.470)	(5.727)	(5.334)
Ίδια κεφάλαια αποδιδόμενα στους ιδιοκτήτες της μητρικής		9.266	9.639	8.060	8.692
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων		9.266	9.639	8.060	8.692
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Μακροπρόθεσμα δάνεια	17	15.840	14.099	13.954	14.099
Επιχορηγήσεις	19	6.403	6.299	4.284	4.108
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις χρημ. μίσθωσης		180	198	180	198
Προβλέψεις για παροχές σε εργαζομένους	20	93	80	93	80
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις		373	-	-	-
Παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα	17	98	-	98	-
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων		22.987	20,676	18,609	18,485
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	18	8,005	7,142	6,689	6,503
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	17	6,744	8,991	6,481	6,799
Βραχυπρόθεσμες προβλέψεις		206	105	131	30
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις χρημ. μίσθωσης	14	61	61	61	61
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων		15,016	16,299	13,362	13,393
Σύνολο υποχρεώσεων		38,003	36,975	31,971	31,878
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων		47,269	46,614	40,031	40,570

Κατάσταση οικονομικής θέσης της 31^η Δεκεμβρίου 2015

(Ποσ. σε χιλ. Ευρώ)	Σημ.	Όμιλος		Εταιρεία	
		31.12.2015	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2014
Περιουσιακά στοιχεία					
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία					
Ενσώματες ακινητοποιήσεις	11	25.987	27.684	20.122	21.603
Λοιπά άυλα περιουσιακά στοιχεία		321	357	321	357
Επενδύσεις σε ακίνητα	11,1	660	929	660	929
Βεβαημένα περιουσιακά στοιχεία	12	3.078	3.252	-	-
Ευμεταχείριση θυγατρικές εταιρείες		7	7	2.953	2.953
Μικροπρόθεσμες αποτήσεις	14	26	37	21	32
Δαβάζια προς πώληση χρηματοοικονομικά στοιχεία	23,1	111	-	-	-
Αναβολόμενες φορολογικές αποτήσεις	9	598	924	598	924
Σύνολο μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων		30.778	33.180	24.686	28.798
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία					
Αποθήματα	13	2.568	3.710	2.162	3.247
Βεβαημένα περιουσιακά στοιχεία	12	358	409	-	-
Πιλάτες και λοιπές αποτήσεις	14	10.088	9.858	9.938	9.886
Τομιακά δαβάζια και σσθώνια	15	454	106	417	100
Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων		13.868	14.079	12.617	13.233
Σύνολο περιουσιακών στοιχείων		44.646	47.259	37.303	40.031
Ίδια κεφάλαια και υποχρεώσεις					
Ίδια κεφάλαια αποδιδόμενα στους ιδιοκτήτες της μητρικής					
Μετοχικό κεφάλαιο	16	12.032	12.032	12.032	12.032
Υπέρ το όλο	16	936	936	936	936
Αποθιματικά	16	1.096	903	1.019	820
Αποπλήρωμα εις νέον		(4.270)	(4.624)	(5.693)	(5.727)
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων		9.794	9.268	8.296	8.060
Μικροπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Μικροπρόθεσμα δάνεια	17	14.502	15.840	12.896	13.954
Επικρατήσεις	19	6.195	6.403	4.148	4.284
Μικροπρόθεσμες υποχρεώσεις χρημ. μίσθωσης		-	180	-	180
Προβλέψεις για παροχές σε τεταθμηνούς	20	68	93	68	93
Αναβολόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	9	566	373	-	-
Παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα	17	102	98	102	98
Σύνολο μικροπρόθεσμων υποχρεώσεων		21.423	22.897	17.114	18.899
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις		5.731	8.005	4.872	6.689
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	17	7.121	6.744	6.656	6.481
Βραχυπρόθεσμες προβλέψεις φόρος εισοδήματος		262	206	187	131
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις χρημ. μίσθωσης	22	-	61	-	61
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων		13.114	15.016	11.715	13.362
Σύνολο υποχρεώσεων		34.537	38.003	28.829	31.971
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων		44.646	47.259	37.303	40.031

Κατάσταση οικονομικής θέσης της 31^η Δεκεμβρίου 2016

Ποσά σε χιλ. Ευρώ		Όμιλος		Εταιρεία	
		Σχημ.	31.12.2016	31.12.2015	31.12.2016
Παρουσιακά στοιχεία					
Μη κολοφορούμενα παρουσιακά στοιχεία					
	11	24,492	23,987	18,986	20,122
Ενσώματες ακινητοποιήσεις		274	321	274	321
Λοιπά όπλα παρουσιακά στοιχεία	11.1	650	650	650	650
Επιπλώσεις σε κίνητρα	12	3,290	3,078	-	-
Βιολογικά παρουσιακά στοιχεία		7	7	2,953	2,953
Συμμετοχές σε θυγατρικές εταιρείες	14	29	26	21	21
Μικροπρόθεσμος απαιτήσεως	23	84	111	-	-
Διαθέσιμα προς πώληση χρηματοοικονομικά στοιχεία	9	272	598	272	598
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις					
Σύνολο μη κολοφορούμενων παρουσιακών στοιχείων		29,098	30,778	23,156	24,665
Κολοφορούμενα παρουσιακά στοιχεία					
Αποθέματα	13	3,403	2,668	2,824	2,162
Βιολογικά παρουσιακά στοιχεία	12	374	358	-	-
Πελάτες και λοιπές απαιτήσεις	14	10,726	10,088	10,185	9,938
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	15	152	454	134	417
Σύνολο κολοφορούμενων παρουσιακών στοιχείων		14,655	13,568	13,143	12,517
Σύνολο παρουσιακών στοιχείων		43,753	44,346	36,299	37,182
Ίδια κεφάλαια και υποχρεώσεις					
Ίδια κεφάλαια αποδιδόμενα στους ιδιοκτήτες της μητρικής					
Μετοχικά κεφάλαια	16	12,032	12,032	12,032	12,032
Υπέρ το άρτιο	16	935	935	935	935
Αποθεματικά	16	1,110	1,096	1,035	1,019
Αποτέλεσμα εις νέον		(3,876)	(4,270)	(3,689)	(3,693)
Ίδια κεφάλαια αποδιδόμενα στους ιδιοκτήτες της μητρικής		10,201	9,793	8,313	8,293
Σύνολο Ίδιων κεφαλαίων		10,201	9,793	8,313	8,293
Μικροπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Μικροπρόθεσμο δάνεια	17	11,376	14,502	9,979	12,856
Επιχορηγήσεις	19	6,076	6,195	4,101	4,148
Προβλέψεις για παροχές σε εργαζομένους	20	47	68	47	68
Λοιπές προβλέψεις		262	-	187	-
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	9	638	556	-	-
Παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα	17	80	102	80	102
Σύνολο μικροπρόθεσμων υποχρεώσεων		18,479	21,423	14,394	17,174
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	18	5,953	5,731	5,175	4,872
Βραχυπρόθεσμο δάνεια	17	9,028	7,121	8,417	6,656
Βραχυπρόθεσμες προβλέψεις		-	262	-	187
Φόρος εισοδήματος		92	16	-	-
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων		15,073	13,130	13,592	11,715
Σύνολο υποχρεώσεων		33,552	34,553	27,986	28,889
Σύνολο ίδιων κεφαλαίων και υποχρεώσεων		43,753	44,346	36,299	37,182

Κατάσταση οικονομικής θέσης της 31^η Δεκεμβρίου 2017

(Ποσά σε χιλ. Ευρώ)		Όμιλος		Εταιρείες	
	Σημ.	31.12.2017	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2016
Παρουσιακά στοιχεία					
Μη κυκλοφορούντα παρουσιακά στοιχεία					
Ενσώματες ακινητοποιήσεις	11	23.938	24.492	18.508	18.986
Λοιπά εύλητα παρουσιακά στοιχεία		240	274	240	274
Επενδύσεις σε ακίνητα	11,1	650	650	650	650
Βιολογικά παρουσιακά στοιχεία	12	3.523	3.290	-	-
Συμμετοχές σε θυγατρικές εταιρείες		7	7	2.953	2.953
Μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	14	30	29	22	21
Διαθέσιμα προς πώληση χρηματοοικονομικά στοιχεία	23	61	84	-	-
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	9	-	272	-	272
Σύνολο μη κυκλοφορούντων παρουσιακών στοιχείων		28.469	29.098	22.373	23.156
Κυκλοφορούντα παρουσιακά στοιχεία					
Αποθέματα	13	3.209	3.403	2.790	2.824
Βιολογικά παρουσιακά στοιχεία	12	324	374	-	-
Πελάτες και λοιπές απαιτήσεις	14	12.274	10.726	11.068	10.185
Ταμιακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	15	819	152	599	134
Σύνολο κυκλοφορούντων παρουσιακών στοιχείων		16.626	14.655	14.457	13.143
Σύνολο παρουσιακών στοιχείων		45.095	43.753	36.830	36.299
Ιδια κεφάλαια και υποχρεώσεις					
Ιδια κεφάλαια αποδιδόμενα στους ιδιοκτήτες της μητρικής					
Μετοχικό κεφάλαιο	16	12.032	12.032	12.032	12.032
Υπέρ το έργο	16	935	935	935	935
Αποθεματικά	16	1.144	1.110	1.065	1.035
Αποτέλεσμα εις νέον		(3.383)	(3.876)	(5.698)	(5.689)
Ιδια κεφάλαια αποδιδόμενα στους ιδιοκτήτες της μητρικής		10.728	10.201	8.334	8.313
Σύνολο Ιδίων κεφαλαίων		10.728	10.201	8.334	8.313
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Μακροπρόθεσμα δάνεια	17	1.347	11.376	164	9.979
Επιχορηγήσεις	19	3.824	6.076	3.922	4.101
Προβλέψεις για παροχές σε εργαζομένους	20	70	47	70	47
Λοιπές προβλέψεις		187	262	112	187
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	9	788	638	70	-
Παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα	17	37	80	37	80
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων		6.253	18.479	4.375	14.394
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	18	8.466	3.953	7.271	3.173
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	17	17.583	9.028	16.850	8.417
Φόρος εισοδήματος		65	92	-	-
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων		26.114	15.073	24.121	13.592
Σύνολο υποχρεώσεων		34.367	33.552	28.496	27.986
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων		45.095	43.753	36.830	36.299

Κατάσταση οικονομικής θέσης της 31^η Δεκεμβρίου 2018

<i>(Ποσά σε χιλ. Ευρώ)</i>	Σημ.	Ομίλος		Εταιρεία	
		31.12.2018	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2017
Περιουσιακά στοιχεία					
Μη κινόφοροίντα περιουσιακά στοιχεία					
Ενοίκιασες ακινήτοποιήσεις	11	23.559	23.958	17.706	18.508
Λοιπά όια περιουσιακά στοιχεία		202	240	202	240
Επενδύσεις σε ακίνητα	11,1	650	650	650	650
Βιολογικά περιουσιακά στοιχεία	12	3.873	3.523	-	-
Συμμετοχές σε θυγατρικές εταιρείες		7	7	2.953	2.953
Συμμετοχές σε συγγενείς εταιρείες		1	-	-	-
Μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	14	30	30	22	22
Λοιποί συμμετοχικοί τίτλοι	23	17	61	-	-
Αναβλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	9	-	-	-	-
Σύνολο μη κινόφοροίντων περιουσιακέν στοιχείων		28.339	28.469	21.533	22.373
Κινόφοροίντα περιουσιακά στοιχεία					
Αποθεματα	13	3.143	3.209	2.791	2.790
Βιολογικά περιουσιακά στοιχεία	12	182	324	-	-
Πελάτες και λοιπές απαιτήσεις	14	12.013	12.274	11.518	11.068
Ταμιακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	15	554	819	533	599
Σύνολο κινόφοροίντων περιουσιακέν στοιχείων		15.892	16.626	14.842	14.457
Σύνολο περιουσιακέν στοιχείων		44.231	45.095	36.375	36.830
Ίδια κεφάλαια και υποχρεώσεις					
Ίδια κεφάλαια στο διδόμενα στους ιδιοκτήτες της μητρικής					
Μετοχικό κεφάλαιο	16	12.032	12.032	12.032	12.032
Υπέρ το όριο	16	935	935	935	935
Αποθεματικά	16	1.239	1.144	1.091	1.065
Αποτελέσματα εις νέον		(2.551)	(3.383)	(5.384)	(5.698)
Ίδια κεφάλαια στο διδόμενα στους ιδιοκτήτες της μητρικής		11.655	10.728	8.674	8.334
Σύνολο Ίδιέν κεφάλαιων		11.655	10.728	8.674	8.334
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Μακροπρόθεσμα δάνεια	17	9.942	1.347	9.130	164
Επιχορηγήσεις	19	5.602	5.824	3.773	3.922
Προβλέψεις για πασχές σε εργαζόμενους	20	111	70	111	70
Λοιπές προβλέψεις		187	187	112	112
Αναβλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	9	953	788	236	70
Παράσχηα χρηματοοικονομικά μέσα	17	-	37	-	37
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων		16.795	8.253	13.362	4.375
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	18	8.357	8.466	7.798	7.271
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	17	7.414	17.583	6.538	16.850
Φ όρος εισδήματος		10	65	3	-
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων		15.781	26.114	14.339	24.121
Σύνολο υποχρεώσεων		32.576	34.367	27.701	28.496
Σύνολο ίδιέν κεφάλαιων και υποχρεώσεων		44.231	45.095	36.375	36.830