



ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ ΚΑΙ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ (ΠΜΣ ΣΤΗΝ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ
ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ)

Διπλωματική Εργασία

**ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΗΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
<<ΤΙΤΑΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ>>**

του/της

ΜΑΡΙΑΣ Γ. ΓΙΟΥΜΙΔΟΥ

Επιβλέπων Καθηγητής: Παπαδόπουλος Συμεών

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

Οκτώβριος 2019

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα διπλωματική εργασία μελετά και αναλύει την εταιρία παραγωγής τσιμέντων, Τιτάν, μία εταιρία η οποία ιδρύθηκε το 1902 και μέσα σε αυτά τα χρόνια κατάφερε να μετατραπεί σε μία από τις ισχυρότερες, αν όχι η ισχυρότερη εταιρία στον κλάδο. Σημαντικό είναι επίσης να αναφερθεί πως έχει σπουδαία παρουσία στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Η εργασία αυτή έχει ως κύριο σκοπό την προσπάθεια αποτίμησης της αξίας της εταιρίας και κατά συνέπεια την εύρεση της πραγματικής τιμής της μετοχής της στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Η μέθοδος που εφαρμόστηκε για την αποτίμηση της εταιρίας είναι αυτή των Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών. Επιπλέον χρησιμοποιήθηκαν και άλλοι σημαντικοί αριθμοδείκτες με σκοπό τον προσδιορισμό της πραγματικής θέσης και της αποδοτικότητας της εργασίας.

Για την εφαρμογή των δεικτών αυτών χρησιμοποιήθηκαν τα χρηματοοικονομικά στοιχεία της εταιρίας τα οποία αντλήθηκαν από τις οικονομικές της καταστάσεις.

ABSTRACT

The purpose of the current thesis is to study and analyze the cement company, Titan, a company founded in 1902 and over the years managed to become one of the strongest, if not the most powerful in the industry. It's also really important to note that it has a significant presence on Athens Stock Market.

The main purpose of this thesis is to try to evaluate the value of the company and consequently find the real value of its share on the Athens Stock Exchange. The method used for the valuation of the company is the method of Discounted Cash Flows. In addition, other important indicators were used to determine the actual position and efficiency of the work.

The financial statements of the company that were derived from its financial statements were used to apply these indices.

Πίνακας Περιεχομένων

Ευχαριστίες.....	i
Πίνακας περιεχομένων.....	ii
Πίνακες και Διαγράμματα.....	iii
Κεφάλαιο 1 : Εισαγωγή.....	1
Κεφάλαιο 2 : Αποτίμηση.....	1
2.1 : Ορισμός της αποτίμησης της αξίας της επιχείρησης.....	1
2.2 : Παράγοντες που επηρεάζουν την αξία της επιχείρησης.....	3
2.3 : Ανθρώπινες ομάδες που ενδιαφέρονται για την αξία της επιχείρησης.....	6
2.4 : Ορισμός αποτίμησης.....	7
2.5 : Λόγοι αποτίμησης.....	8
2.6 : Διαδικασία αποτίμησης.....	8
2.7 : Επιδιωκόμενοι στόχοι της αποτίμησης.....	9
Κεφάλαιο 3 : Μέθοδοι αποτίμησης.....	10
3.1 : Εισαγωγικά για τις μεθόδους αποτίμησης.....	10
3.2 : Κατηγοριοποίηση μεθόδων αποτίμησης.....	12
Κεφάλαιο 4 : Μέθοδοι προεξόφλησης ταμειακών ροών.....	13
4.1 : Γενικά για τη μέθοδο ταμειακών ροών.....	13
4.2 : Γενικές παραδοχές.....	17
4.3 : Πλεονεκτήματα-Μειονεκτήματα μεθόδου.....	17
4.4 : Προεξόφληση ταμειακών ροών.....	18
4.5 : Ταμειακές ροές και διάκριση τους.....	19
4.6 : Μέσο σταθμικό κόστος WACC.....	23
4.7 : Υπολειμματική αξία.....	25
4.8 : Το προεξοφλητικό επιτόκιο.....	25
4.9 : Το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (CAPM).....	26
Κεφάλαιο 5 : Η εταιρία Τιτάν.....	28
5.1 : Προφίλ εταιρίας.....	28
5.2 : Ιστορική αναδρομή.....	28
5.3 : Κυρίαρχος στόχος εταιρίας.....	31

5.4 : Κύριες δραστηριότητες ομίλου.....	31
Κεφάλαιο 6 : Μετοχική σύνθεση και πορεία μετοχής.....	32
Κεφάλαιο 7 : Ανάλυση της εταιρίας Τιτάν Α.Ε βάσει αριθμοδεικτών.....	34
7.1 : Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας.....	36
7.2 : Αριθμοδείκτης της Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων.....	37
7.3 : Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Συνολικού Ενεργητικού.....	38
7.4 : Αριθμοδείκτης Περιθωρίου Καθαρού Κέρδους.....	39
7.5 : Αριθμοδείκτης Ξένα προς Ίδια Κεφάλαια.....	40
7.6 : Αριθμοδείκτης Μερισματικής Απόδοσης.....	41
7.7 : Αριθμοδείκτης Εσωτερικής Αξίας Μετοχής.....	42
7.8 : Αποτίμηση εταιρίας Τιτάν βάσει ταμειακών ροών.....	42
7.8.1 : Το Κόστος των Ιδίων Κεφαλαίων.....	42
7.8.2 : Το Κόστος των Ξένων Κεφαλαίων.....	44
7.8.3 : Τελικός υπολογισμός WACC.....	46
7.8.4 : Προσδιορισμός των ταμειακών ροών.....	47
7.8.5 : Προβλεπόμενες ταμειακές ροές.....	47
7.8.6 : Αποτίμηση βάσει λειτουργικών ροών.....	48
7.8.7 : Αποτίμηση βάσει ελεύθερων ροών.....	49
Συμπεράσματα.....	50
Βιβλιογραφικές παραπομπές.....	52
Ξενόγλωσση βιβλιογραφία.....	52
Ελληνική βιβλιογραφία.....	53
Βιβλιογραφία.....	54
Διαδίκτυο.....	55
Προσάρτημα.....	56

Πίνακες και διαγράμματα

Πίνακας 1 : Παράγοντες προσδιορισμού της πορείας αξίας των μετοχών.....	5
Πίνακας 2 : Υπολογισμός ταμειακών ροών συνολικού κεφαλαίου.....	21
Πίνακας 3 : Υπολογισμός ταμειακών ροών μετοχικού κεφαλαίου.....	22
Πίνακας 4 : Υπολογισμός ελεύθερων ταμειακών ροών.....	23
Πίνακας 5 : Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας.....	36
Πίνακας 6 : Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων.....	37
Πίνακας 7 : Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Συνολικού Ενεργητικού.....	38
Πίνακας 8 : Αριθμοδείκτης Περιθωρίου Καθαρού Κέρδους.....	39
Πίνακας 9 : Αριθμοδείκτης Ξένα προς Ίδια Κεφάλαια.....	40
Πίνακας 10 : Αριθμοδείκτης Μερισματικής Απόδοσης.....	41
Πίνακας 11 : Αριθμοδείκτης Εσωτερικής Αξίας Μετοχής.....	42
Πίνακας 12 : Μέσο Ποσοστό Ξένων Κεφαλαίων Τιτάν Α.Ε.....	45
Πίνακας 13 : Μέσο Ποσοστό Ιδίων Κεφαλαίων.....	46
Πίνακας 14 : Προβλεπόμενες ταμειακές ροές.....	48
Πίνακας 15 : Υπολογισμός χρέους εταιρίας.....	48
Πίνακας 16 : Αποτίμηση βάσει ελεύθερων ροών.....	49
Διάγραμμα 1 : Πορεία μετοχής Τιτάν Α.Ε.....	33
Διάγραμμα 2 : Πορεία μετοχής Τιτάν σε σύγκριση με τον Γενικό Δείκτη.....	34

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

1.1 Εισαγωγή

Η Α.Ε Τσιμέντων Τιτάν είναι μία πολυεθνική εταιρία παραγωγής τσιμέντων με έδρα την Αθήνα. Ιδρύθηκε το 1902 στην Ελευσίνα και 10 χρόνια αργότερα εισήχθη στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Διαθέτει 14 εργοστάσια εκ των οποίων 3 βρίσκονται στην Ελλάδα και τα υπόλοιπα σε ΗΠΑ, Νοτιοανατολική Ευρώπη (Βουλγαρία, Σερβία, Αλβανία, Κόσοβο, ΠΓΔΜ) και Ανατολική Μεσόγειο (Τουρκία και Αίγυπτο).

Αξίζει να αναφερθεί πως η εταιρία συμμετέχει ενεργά σε Ελληνικές, αλλά και διεθνείς πρωτοβουλίες για την Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη και τη Βιώσιμη Ανάπτυξη και είναι μέλος των CSR Europe, WBSCD και CSI.

Κύριος σκοπός της εργασίας είναι να αποτιμηθεί ορθά η εταιρία Τιτάν, έτσι ώστε να εξαχθούν σημαντικά συμπεράσματα για την αποδοτικότητα της. Τα συμπεράσματα αυτά με την σειρά τους θα έχουν ως αποτέλεσμα να καταλήξουμε στο εάν η εταιρία είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη.

Γενικά, η προσπάθεια αναγνώρισης της πραγματικής αξίας μίας εταιρίας ή και γενικότερα μίας οποιασδήποτε επένδυσης βοηθάει στο να αποκτηθούν σημαντικές πληροφορίες σχετικά με την επένδυση καθώς και στον τρόπο με τον οποίο θα παρθούν μελλοντικές αποφάσεις για την διαχείριση του χαρτοφυλακίου από επίδοξους επενδυτές.

(Πηγή : διαδικτυακός τόπος Τιτάν Α.Ε)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ

2.1 Ορισμός της Αποτίμησης Αξίας της Επιχείρησης

Μία επιχείρηση είναι μία επένδυση και ως επένδυση αφορά στην δέσμευση ενός κεφαλαίου με σκοπό την εξασφάλιση κέρδους. Μία επιχείρηση θεωρείται ότι δημιουργεί αξία όταν οι αποδόσεις της είναι μεγαλύτερες από το κόστος των κεφαλαίων που χρησιμοποιεί. (Γκίκας,

Παπαδάκη & Σιουγλέ, 2010). Επίσης, σημαντικό είναι πως η αξία μιας επιχείρησης σχετίζεται με την ικανότητά της να παράγει, τώρα και στο μέλλον, καθαρό κέρδος/εισόδημα για τους μετόχους της και είναι συνδεδεμένη με τη λειτουργία της επιχείρησης και τις μελλοντικές της αποδόσεις. (Λαζαρίδης, 2005).

Όπως είναι λογικό η έννοια της λέξης αξία αποτελείται από ένα μεγάλο εύρος ερμηνειών. Πολλές προσπάθειες έχουν γίνει με το πέρασμα των ετών έτσι ώστε να αποτυπωθεί ένας και μόνος ορισμός που να αντιπροσωπεύει σε μεγάλο βαθμό το περιεχόμενο της λέξης. Παρόλα αυτά όπως είναι εύκολα αντιληπτό όλες απέτυχαν. Παρακάτω θα προσπαθήσουμε να αναφέρουμε κάποιους από τους πιο διαδεδομένους.

1. Αγοραία αξία (fair market value) : Με τον όρο αγοραία αξία εννοούμε την τιμή (αξία) η οποία εκφράζεται σε ρευστά ισοδύναμα.

Στα ρευστά ισοδύναμα μία περιουσία αλλάζει χέρια μεταξύ ενός πωλητή και ενός αγοραστή. Η αλλαγή αυτή της ιδιοκτησίας πραγματοποιείται σε καθεστώς ανοικτής αγοράς, χωρίς καμία πίεση να πουλήσουν ή να αγοράσουν και έχουν και οι δύο γνώση των σχετικών διαδικασιών.

2. Επενδυτική αξία (Investment value) : Με τον όρο αυτό εννοούμε πως η αξία της επιχείρησης προσδιορίζεται από έναν επενδυτή και διαμορφώνεται ανάλογα με τις ατομικές επιχειρηματικές του προσδοκίες και απαιτήσεις.

3. Πραγματική (εσωτερική) αξία (Intrinsic value) : Θεωρείται μία αξία η οποία βασίζεται στη θεμελιώδη ανάλυση. Είναι η πραγματική (εσωτερική) αξία μίας επιχείρησης ή ενός αξιόγραφου βασισμένη σε εκτιμήσεις και υπολογισμούς που έχουν γίνει λαμβάνοντας υπόψη όλα τα δεδομένα που αφορούν την επιχείρηση.

4. Δίκαιη αξία (fair value) : Θεωρείται η αξία η οποία χρησιμοποιείται σε υποθέσεις διαφορών και αμφισβητήσεων μεταξύ ιδιωτών και κρατικής αξίας ή μεταξύ ιδιωτών και η οποία χρησιμοποιείται στα δικαστήρια.

5. Δίκαιη αξία (εύλογη αξία) (fair value) : Με τον όρο αυτό εννοούμε την αξία η οποία θα μπορούσε να αποκτηθεί για ένα περιουσιακό στοιχείο ή να πληρωθεί μία υποχρέωση . Οι αξίες αυτές είναι κυρίως αυτές που χρησιμοποιούνται στις οικονομικές καταστάσεις όταν αυτές καθορίζονται σύμφωνα με την λογιστική της εύλογης αξίας.

Επομένως όπως μπορούμε να καταλάβουμε με τον όρο αποτίμηση της αξίας μίας επιχείρησης εννοούμε την εκτίμηση της πραγματικής αξίας μίας επιχείρησης η οποία βασίζεται αφενός σε δεδομένα που σχετίζονται με την επιχείρηση, αφετέρου στις πιθανές μελλοντικές απολαβές που θα έχουν οι φορείς της.

2.2 Παράγοντες που Επηρεάζουν την Αξία της Επιχείρησης

Η ικανότητα της επιχείρησης να παράγει κέρδος/εισόδημα, τώρα και στο μέλλον, επηρεάζεται από πολλούς εσωτερικούς και εξωτερικούς παράγοντες. Επειδή η επιχείρηση λειτουργεί μέσα σε ένα συνεχώς μεταβαλλόμενο περιβάλλον, η ικανότητά της να παράγει κέρδος/εισόδημα είναι στενά συνδεδεμένη με τους παρακάτω παράγοντες.

Αρχικά θα αναφερθούμε στους εσωτερικούς και έπειτα στους εξωτερικούς παράγοντες που επηρεάζουν την αξία της. Σημαντικό είναι να αναφερθεί πως οι παράγοντες αυτοί είναι μη ποσοτικοί. Ως εσωτερικοί παράγοντες μπορούν να θεωρηθούν:

- I. Οι άνθρωποι της
 - Η προσωπική επιρροή/τεχνογνωσία/δίκτυο και επιχειρηματική διαίσθηση των στελεχών μίας επιχείρησης στην ίδια την επιχείρηση.
- II. Οι δομές και τα συστήματα της
 - Μία επιχείρηση η οποία θέλει να εξελίσσεται συνεχώς και να παράγει κέρδη οφείλει να χρησιμοποιεί υπερσύγχρονα συστήματα και να ενημερώνεται συνεχώς.
- III. Οι διαδικασίες και ο τρόπος οργάνωσης της
 - Οποιαδήποτε αλλαγή ή διαταραχή του τρόπου οργάνωσης μίας επιχείρησης μπορεί να επιφέρει όπως έχει αποδειχθεί και ιστορικά εντυπωσιακές αλλαγές, είτε αυτές είναι θετικές είτε αρνητικές για την επιχείρηση.
- IV. Η στρατηγική που έχει αποφασίσει ότι θα ακολουθήσει και τα σχέδια της για το μέλλον.
 - Μία μελλοντική επένδυση/επέκταση/δραστηριότητα μπορεί να επιφέρει σημαντικές αλλαγές τόσο στην επιχείρηση όσο και στην αξία της.
- V. Τα απορρέοντα από αυτά πελατολόγιο, έσοδα και κέρδη και η διανομή τους.
 - Ο παράγοντας αυτός επηρεάζει κυρίως τους επενδυτές της επιχείρησης. Συνεπώς, αποτελεί θέμα μεγάλου ενδιαφέροντος το πόσο συχνά και σε τι ποσοστό επί των συνολικών κερδών γίνεται η διανομή των μερισμάτων. Αυτή αφορά κυρίως επιχειρήσεις οι οποίες δεν είναι εισηγμένες, αφού στην περίπτωση αυτή ο κάθε επενδυτής θα μπορούσε ανά πάσα στιγμή να ρευστοποιήσει τις μετοχές του. (Σφαρνάς 1993).
- VI. Η τοποθέτηση της εταιρίας στην αγορά και το δίκτυο πωλήσεων της.

- Η φήμη, η επιτυχία και η διαφήμιση της εταιρίας στην αγορά αποτελούν βασικά στοιχεία τα οποία συνεισφέρουν στο να προωθηθεί η εταιρία σε νέες δραστηριότητες ακόμα και αν δεν σχετίζονται με την αρχική της δραστηριότητα,

Στην συνέχεια ως εξωτερικούς παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν την αξία μιας επιχείρησης μπορούν να θεωρηθούν :

- I. Το μέγεθος και οι προοπτικές του κλάδου.
- II. Ο αριθμός και η δύναμη των ανταγωνιστών και
- III. Το μακροοικονομικό περιβάλλον.

Όλοι οι παραπάνω παράγοντες διαμορφώνουν την ικανότητα της να παράγει κέρδη/έσοδα ή αλλιώς την ικανότητα της να δημιουργεί αξία.

Όπως μπορούμε να καταλάβουμε οι παραπάνω παράγοντες μεταβάλλονται συνήθως με τον χρόνο, έτσι είναι σαφές πως η αξία μίας επιχείρησης στο χρόνο είναι πολύ πιθανό να μεταβληθεί.

Επίσης σημαντικό είναι να αναφερθεί πως η αλλαγή των παραγόντων αυτών μπορεί να επιφέρει είτε θετικά είτε αρνητικά αποτελέσματα στην ικανότητα της να παράγει κέρδη και αποδόσεις στους μετόχους της.

Τα παραπάνω εξηγούν γιατί μία επιχείρηση ενώ δεν έχει κέρδη ή ακόμα και στην περίπτωση που έχει ζημιές, μπορεί παρόλα αυτά να έχει σημαντική αξία αφού κάποιιοι από τους παραπάνω παράγοντες που διαμορφώνουν και επηρεάζουν την αξία της εξακολουθούν να υπάρχουν και να διασφαλίζουν τις προοπτικές για την μελλοντική πορεία της επιχείρησης.

Στη συνέχεια θα αναφερθούν οι εξωτερικοί ποσοτικοί παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν σε σημαντικό βαθμό την αξία της επιχείρησης. Αυτοί είναι :

1. Ο πληθωρισμός
2. Η ρευστότητα της αγοράς και της μετοχής της επιχείρησης και
3. Τα επιτόκια

(Πηγή : Λαζαρίδης Γ. Θεμιστοκλής, 2005, Αποτίμηση επιχειρήσεων-Θεωρία-Μεθοδολογία-Πρακτική, Αφοί Κυριακίδη ΑΕ)

Ο πληθωρισμός και τα επιτόκια αν και παρουσιάζουν συσχέτιση, μία πιθανή μεταβολή τους μπορεί να επηρεάσει με διαφορετικό τρόπο την πορεία της μετοχής και ως αποτέλεσμα και την αξία της επιχείρησης. Τα επιτόκια μπορούν να επηρεάσουν τα κέρδη της εταιρίας και έτσι την τιμή της μετοχής με τρεις διαφορετικούς τρόπους.

Αρχικά, τα επιτόκια παράγουν τόκους οι οποίοι αποτελούν μέρος του συνολικού κόστους της εταιρίας, στη συνέχεια επηρεάζουν την οικονομική δραστηριότητα που και αυτή

με την σειρά της επηρεάζει τα κέρδη της εταιρίας. Τέλος, η επίδραση των επιτοκίων στις τιμές των μετοχών προκύπτει από την επίπτωση που έχουν τα πρώτα στην αγορά μεταξύ μετοχών και ομολόγων.

Παρόλα αυτά κοινό χαρακτηριστικό και των τριών αυτών παραγόντων είναι πως καθορίζουν σε σημαντικό βαθμό τις προσδοκίες των ενδιαφερόμενων μερών.

Σημαντικό είναι να αναφερθεί και να αναλυθεί εν τάχει ένα από τα πιο σημαντικά επιτόκια, το προεξοφλητικό επιτόκιο.

Πρόκειται για το επιτόκιο που χρησιμοποιείται για την προεξόφληση ταμειακών ροών. Το επιτόκιο αυτό οφείλει να αντανακλά τον κίνδυνο που περιέχει κάθε επενδυτική δραστηριότητα. Συνήθως χρησιμοποιείται ένα επιτόκιο βάσης (όπως τα επιτόκια που καθορίζονται από την τράπεζα της Ελλάδος ή παλαιότερα όπως καθορίζονταν από την απόδοση του 10ετούς κρατικού ομολόγου). Ωστόσο, το τελικό ύψος του προεξοφλητικού επιτοκίου υπολογίζεται υποκειμενικά και μπορεί να αναπροσαρμοστεί ώστε να ενσωματώσει χαρακτηριστικά του κλάδου ή τη γενικότερη οικονομική συγκυρία.

Η επίδραση των ανωτέρω παραγόντων (πληθωρισμός- ρευστότητα της αγοράς- επιτόκια) στην τιμή της μετοχής και στην αξία της επιχείρησης παρουσιάζεται αναλυτικά στον παρακάτω πίνακα.

Πίνακας 1: Παράγοντες προσδιορισμού της πορείας αξίας των μετοχών.

ΠΑΡΑΓΟΝΤΑΣ	ΠΟΡΕΙΑ ΠΑΡΑΓΟΝΤΑ	ΠΟΡΕΙΑ ΤΙΜΩΝ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ-ΑΞΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ
ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ	↑ (ή ↓)	↓ (ή ↑)
ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ	↑ (ή ↓)	↑ (ή ↓)
ΕΠΙΤΟΚΙΑ	↑ (ή ↓)	↓ (ή ↑)

(Πηγή : Fisher and Stanley, 1981, Relative shocks, Relative Price Variability and Inflation, Brookings Papers on Economic Activity2)

2.3 Ανθρώπινες Ομάδες που Ενδιαφέρονται για την Αξία της Επιχείρησης

Όπως είναι λογικό η αξία της επιχείρησης είναι ένα σημαντικό στοιχείο για όσους έχουν άμεσο ή έμμεσο συμφέρον από αυτή, καθώς παίζει πολύ σημαντικό ρόλο στη διαδικασία λήψης αποφάσεων. Ωστόσο το ενδιαφέρον τους πηγάζει από διαφορετικές αιτίες και προσεγγίσεις και η κάθε κατηγορία ενδιαφερόμενων έχει τα δικά της κριτήρια προσδιορισμού της αξίας. Τα πρόσωπα τα οποία ενδιαφέρονται για την αξία της επιχείρησης είναι κυρίως:

- Επιχειρηματίας και διοίκηση της εταιρίας : βάσει της αξίας της θα σχεδιάσουν τις στρατηγικές που θα ακολουθήσουν για μελλοντικές επενδύσεις-συγχωνεύσεις-εξαγορές
- Δανειστές : σχεδιάζουν αν θα δανείσουν, τους όρους με τους οποίους θα γίνει ο δανεισμός καθώς και τις εγγυήσεις οι οποίες θα ζητηθούν
- Προμηθευτές : χρησιμοποιούν την πληροφόρηση που προκύπτει έτσι ώστε να καθορίσουν την πιστωτική πολιτική που θα υιοθετήσουν
- Πελάτες : ενδιαφέρονται για την δημιουργία αισθήματος αξιοπιστίας έτσι ώστε να συνεχίσουν να επιλέγουν την επιχείρηση για τις αγορές τους
- Εργαζόμενοι : ενδιαφέρον για την αξία της εταιρίας έτσι ώστε να διαπραγματευτούν αυξήσεις στο μισθό τους και επιπλέον πακέτα αποδοχών
- Μέτοχοι και επενδυτές : προσδιορισμός της αξίας της επιχείρησης για την εκτίμηση της επένδυσής τους
- Λογιστές και οικονομική διεύθυνση : υπεύθυνοι για στρατηγικοοικονομικές αποφάσεις για την αύξηση της αξίας της επιχείρησης
- Εσωτερικοί ελεγκτές : υπεύθυνοι για την αξιολόγηση κάθε τμήματος βάσει της αξίας του
- Εξωτερικοί ελεγκτές : υπεύθυνοι για τον έλεγχο των αποτελεσμάτων σε σχέση με τους στόχους και για την προστασία των επενδυτών
- Εφορία : προσδιορισμός φορολογίας
- Ευρύτερη κοινωνία : για τον προσδιορισμό της κοινωνικής ευθύνης
- Επιτροπή κεφαλαιαγοράς : αποφασίζει αν θα εισαχθεί ή όχι στο Χ.Α και ποια θα είναι η τιμή διαπραγμάτευσης

2.4 Ορισμός Αποτίμησης

Όταν αναφερόμαστε στην αποτίμηση των επιχειρήσεων, μιλάμε για μία διαδικασία μέσα από την οποία γίνεται ευρέως γνωστή η τελική αξία της κάθε επιχείρησης. Κατά καιρούς υπάρχουν πολλές απόψεις σχετικά με την διαδικασία της αποτίμησης, οι απόψεις αυτές αρκετές φορές διαφωνούν για το εάν η αποτίμηση είναι μία τεχνική ή πρόκειται για επιστήμη.

Η πιο κοινή παραδοχή είναι πως η αποτίμηση των επιχειρήσεων είναι εν μέρει τέχνη, αν και από κάποιους προτιμάται ο όρος << κρίση και εν μέρει επιστήμη >>. (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 καταπιάνεται με διάφορα, όπως:

- Την τήρηση των γενικών λογιστικών κανόνων και αρχών καθώς και την παρουσίαση των χρηματοοικονομικών δεδομένων μιας επιχείρησης.
- Κατάταξη των γεγονότων που σχετίζονται με την ιστορική ανάπτυξη της επιχείρησης.
- Προβολή των προηγούμενων γεγονότων σε μελλοντικές περιόδους.
- Υπολογισμό διαφόρων αριθμοδεικτών αξιολόγησης και στατιστικών μοντέλων.

Από την άλλη μεριά η τέχνη της αποτίμησης των επιχειρήσεων πραγματεύεται με έννοιες όπως:

- Κατανόηση της οικονομικής διάστασης της αποδοτικότητας των παραγωγικών περιουσιακών στοιχείων σε σύγκριση με την αποσβέσιμη αξία τους.
- Κατανόηση της οικονομικής διάστασης του κλάδου που δραστηριοποιείται η επιχείρηση που αξιολογείται.
- Επιλογή της κατάλληλης μεθόδου αποτίμησης ή της στατιστικής μεθόδου ανάλογα βέβαια την περίπτωση.
- Κατανόηση των περιορισμών και των ιδιοτήτων της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης των συγκρινόμενων επιχειρήσεων.
- Κατανόηση του οικονομικού περιβάλλοντος για την καλύτερη αξιοποίηση των χρηματοοικονομικών πληροφοριών.

2.5 Λόγοι αποτίμησης

Όπως μπορούμε πολύ εύκολα να κατανοήσουμε η διαδικασία της αποτίμησης είναι μία πολύ σημαντική διαδικασία όπως επίσης και οι λόγοι για τους οποίους πραγματοποιείται. Παρακάτω θα αναφερθούν κάποιοι από αυτούς τους λόγους σύμφωνα με τον Meyer (Meyer, 1986).

Στους λόγους αυτούς συγκαταλέγονται:

- Η προσέλκυση κεφαλαίου
- Η διαδικασία του επιχειρηματικού σχεδιασμού και του πλάνου δράσης
- Ο προσδιορισμός των αμοιβών των μελών του ΔΣ και των ανωτέρων στελεχών
- Σε περιπτώσεις που ο επιχειρηματίας θέλει να πουλήσει την επιχείρησή του και έτσι χρειάζεται να προσδιορίσει την αξία της μέσω μίας έγκυρης διαδικασίας ώστε να διασφαλίσει πως το τίμημα της πώλησης θα είναι δίκαιο για όλα τα μέλη της επιχείρησης

2.6 Διαδικασία Αποτίμησης

Σύμφωνα με τους Penman (Penman, 2001) και Palepu, Healy και Bernard (Palepu, Healy & Bernard 2000) για τη διαδικασία της αποτίμησης της εταιρίας, οι αναλυτές θα πρέπει να ακολουθούν τα παρακάτω βήματα:

- i. Στρατηγική ανάλυση της επιχείρησης, επιχειρηματικό πλάνο δράσης και μελέτη του ανταγωνισμού
- ii. Ανάλυση των διαθέσιμων πληροφοριών
- iii. Μέτρηση και πρόβλεψη εσόδων και εξόδων των επιδόσεων της εταιρίας
- iv. Μετατροπή των προβλέψεων σε αποτίμηση
- v. Επιλογή της κατάλληλης μεθόδου αποτίμησης και της κατάλληλης επενδυτικής πρότασης

Οι παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν την αποτίμηση μιας εταιρίας μπορούν να κατηγοριοποιηθούν σε εσωτερικούς και εξωτερικούς.

Οι εσωτερικοί παράγοντες είναι πιο συγκεκριμένοι και συνήθως αφορούν λογιστικούς και μη παράγοντες. Στους λογιστικούς παράγοντες ανήκουν οι επενδυτικές αποφάσεις, οι φόροι, και τα έξοδα που σχετίζονται με την ανασυγκρότηση και την αναδιοργάνωση της

εταιρίας. Γι αυτό και μπορούμε να καταλήξουμε στο ασφαλές συμπέρασμα πως οι λογιστικοί παράγοντες συνήθως μειώνουν την αξία της εταιρίας. Από την άλλη μεριά στους μη λογιστικούς παράγοντες ανήκουν η πίστη των καταναλωτών και των υπαλλήλων, η οργανωτική δομή της εταιρίας, καθώς και οι αξίες της.

Οι εξωτερικοί παράγοντες περιλαμβάνουν την πολιτική σταθερότητα, το ρίσκο των επενδύσεων, τις τεχνολογικές εξελίξεις, τη γενικότερη οικονομική κατάσταση, τη νομοθεσία και το κοινωνικοπολιτικό περιβάλλον. (Dagilien, Kovalion, Macerinskas & Simanavicien, 2006).

Τέλος σημαντικό είναι να αναφερθεί πως όπως είναι λογικό η διαδικασία της αποτίμησης διαπνέεται σε σημαντικό βαθμό από την υποκειμενικότητα , γι αυτό λοιπόν απαιτείται ιδιαίτερη προσοχή και χρήση πολλών παραμέτρων καθώς μία λάθος πρόβλεψη μπορεί να επιφέρει ζημιά στην επιχείρηση.

2.7 Επιδιωκόμενοι Στόχοι της Αποτίμησης

Οι στόχοι οι οποίοι θα πρέπει να εκπληρώνονται μετά το πέρας της διαδικασίας της αποτίμησης είναι οι εξής :

- Η πληροφόρηση για την επιχείρηση θα πρέπει να είναι όσο τον δυνατόν περισσότερο εύχρηστη
- Οι πληροφορίες που προσφέρονται θα πρέπει να βασίζονται σε αληθινά και έγκυρα στοιχεία
- Ο εκτιμήσεις θα πρέπει να έχουν λογική βάση και τέλος,
- Όπου υπάρχουν περιορισμοί ή μη βάσιμα στοιχεία θα πρέπει να αναφέρονται με σαφήνεια

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

3.1 Εισαγωγικά για τις Μεθόδους Αποτίμησης

Όπως ήδη αναφέραμε η αποτίμηση αποτελεί ένα πολύ σημαντικό εργαλείο της χρηματοοικονομικής ανάλυσης καθώς μέσω αυτής καθορίζεται η αξία της επιχείρησης.

Το 1930 έγινε για πρώτη φορά αναφορά σε έννοιες όπως η παρούσα αξία και το κόστος κεφαλαίου από τον I.Fisher. Στις έννοιες αυτές βασίζονται όλες οι σύγχρονοι μέθοδοι προεξοφλητικών χρηματοροών.

Οι πιο διαδεδομένες μέθοδοι αποτίμησης που χρησιμοποιούνται μέχρι σήμερα είναι οι εξής :

- Η μέθοδος καθαρής περιουσιακής θέσης : χρησιμοποιείται κυρίως όταν γίνεται διακοπή των εργασιών ή όταν πραγματοποιούνται μικρά κέρδη ή έσοδα
- Η μέθοδος των ταμειακών ροών : όταν τα κέρδη είναι αυξημένα
- Η μέθοδος των κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών : κυρίως χρησιμοποιείται όταν τα κέρδη της εταιρίας είναι σταθερά
- Η μέθοδος της καθαρής περιουσιακής θέσης, προσαυξημένης με την κεφαλαιοποιημένη υπερπρόσοδο των τελευταίων ή των επόμενων πέντε ετών, η οποία χρησιμοποιείται κυρίως σε επιχειρήσεις με μεγάλη καθαρή περιουσιακή θέση
- Η μέθοδος της συγκριτικής ανάλυσης των εισηγμένων επιχειρήσεων και χρήσης δεικτών κεφαλαιαγοράς η οποία χρησιμοποιείται όταν υπάρχουν ίδιες ομοειδής επιχειρήσεις
- Η μέθοδος προεξοφλημένων ταμειακών ροών :
Σύμφωνα με αυτή τη μέθοδο η αξία ενός περιουσιακού στοιχείου είναι η παρούσα αξία των αναμενόμενων ταμειακών ροών του περιουσιακού στοιχείου. Στα πλεονεκτήματα της μεθόδου αξίζει να αναφερθεί πως αν η αποτίμηση γίνει σωστά η επιχείρηση τότε είναι λιγότερο εκτεθειμένη στις διαθέσεις και στις προβλέψεις της αγοράς και ότι μπορεί κάποιος να αντιληφθεί πολύ καλύτερα τα υποκειμενικά χαρακτηριστικά της επιχείρησης.
- Η μέθοδος των συγκριτικών συναλλαγών για ομοειδής και άμεσα συγκρίσιμες επιχειρήσεις

- Η μέθοδος της χρηματιστηριακής τιμής ή TRS : προτιμάται κυρίως όταν η εταιρία είναι εισηγμένη και δεν παρουσιάζονται σχετικά μεγάλες διακυμάνσεις στην τιμή της και επομένως μπορεί να θεωρηθεί ότι η αγορά έχει προεξοφλήσει όλες τις υποχρεώσεις και τις καταστάσεις που πρόκειται ή μπορούν να επηρεάσουν την οικονομική της κατάσταση
- Η μέθοδος της προστιθέμενης αξίας: χρησιμοποιείται κυρίως όταν υπάρχει κερδοφορία τα τελευταία πέντε χρόνια
- Η μέθοδος των προεξοφλημένων μερισμάτων, P/E, TRS: όταν η επιχείρηση παράγει και διανέμει σταθερά ή αυξανόμενα μερίσματα στους μετόχους της ή όταν η εισηγμένη στο χρηματιστήριο επιχείρηση παράγει σταθερές υπεραξίες στην κεφαλαιαγορά
- Η μέθοδος option pricing model:
Η αξία της επιχείρησης υπολογίζεται μέσω της χρήσης παραγώγων. Στα πλεονεκτήματα της μεθόδου συγκαταλέγεται το γεγονός ότι μας επιτρέπει να εκτιμήσουμε περιουσιακά στοιχεία που προηγουμένως δεν θα είχαμε την δυνατότητα να το κάνουμε

Παρόλα αυτά και ενώ όλες οι μέθοδοι θεωρούνται αποτελεσματικές κάποιες από αυτές έχουν μεγαλύτερη βαρύτητα ανάλογα την περίπτωση.

Ως κύριες μεθόδους μπορούμε να θεωρήσουμε :

- 1) Την μέθοδο της καθαρής περιουσιακής θέσης
- 2) Των προεξοφλημένων ταμειακών ροών
- 3) Της καθαρής περιουσιακής θέσης προσαυξημένη με την υπερπρόσοδο των τελευταίων πέντε ετών και
- 4) Η μέθοδος της προστιθέμενης αξίας

Από την άλλη μεριά ως δευτερεύουσες μεθόδους μπορούμε να θεωρήσουμε :

- 1) Την μέθοδο των κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών
- 2) Της χρηματιστηριακής τιμής προεξόφλησης μερισμάτων, P/E, TRS και
- 3) Των συγκριτικών συναλλαγών

(Πηγή: Λαζαρίδης Θ. (2005) : Αποτίμηση επιχειρήσεων : Θεωρία- Μεθοδολογία- Πρακτική)

Αξίζει να αναφερθεί πως όπως είναι λογικό δεν είναι όλες οι μέθοδοι κατάλληλες για όλες τις περιπτώσεις αποτίμησης. Πολύ σημαντικό είναι να εφαρμόζεται η κατάλληλη μέθοδος ανάλογα την ιδιαιτερότητα κάθε περίπτωσης.

Κύριος σκοπός της αποτίμησης είναι ο προσδιορισμός μίας συγκεκριμένης τιμής της αξίας της επιχείρησης και έτσι η εξαγωγή μίας τιμής μετοχής. Αυτό μπορεί να οδηγήσει σε τρία διαφορετικά συμπεράσματα:

- 1) Η αγοραία αξία της μετοχής να βρίσκεται σε χαμηλότερο επίπεδο από την υπολογιζόμενη και άρα έτσι να έχουμε υποτιμημένη μετοχή
- 2) Η αγοραία αξία να βρίσκεται σε χαμηλότερο επίπεδο από την υπολογιζόμενη και έτσι να έχουμε υπερτιμημένη μετοχή και τέλος,
- 3) Η αγοραία αξία της μετοχής να είναι στα ίδια επίπεδα με την υπολογιζόμενη και άρα έτσι να έχουμε δίκαιη τιμή.

3.2 Κατηγοριοποίηση Μεθόδων Αποτίμησης

Ο βασικός διαχωρισμός που υπάρχει στη διεθνή βιβλιογραφία σχετικά με τις μεθόδους αποτίμησης κινείται ανάμεσα στα απόλυτα και στα σχετικά.

Τα σχετικά μοντέλα αξιοποιούν κυρίως τις προσδοκίες της αγοράς. Σε πολλές περιπτώσεις αξιοποιούν ένα σημαντικό μέγεθος της επιχείρησης, όπως αυτό αποτυπώνεται στις οικονομικές της καταστάσεις σε συνδυασμό με ένα αγοραίο μέγεθος, όπως είναι η τιμή της μετοχής. Βασικός στόχος των σχετικών μοντέλων αποτίμησης είναι η σύγκριση στοιχείων μεταξύ επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου, πράγμα που επιτυγχάνεται με τη χρήση και την ανάλυση αριθμοδεικτών και πολλαπλασιαστών.

Στη κατηγορία των σχετικών μοντέλων αποτίμησης ανήκουν:

- Ο δείκτης P/E, (αγοραία τιμή/κέρδη ανά μετοχή) ο οποίος συγκρίνει την τρέχουσα τιμή προς τα κέρδη και αντανakλά την προσδοκία ανάπτυξης των κερδών (Λαζαρίδης και Παπαδόπουλος, 2010)
- Ο δείκτης P/BV, (αγοραία τιμή/λογιστική αξία μετοχής). Συχνά χρησιμοποιείται για την αποτίμηση χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Είναι επίσης γνωστός και ως πολλαπλασιαστής της λογιστικής αξίας διότι εκφράζει το μέγεθος κατά το οποίο πρέπει να πολλαπλασιαστεί η λογιστική αξία ώστε να μας δώσει τη τιμή της μετοχής.
- Ο δείκτης P/S, (αγοραία τιμή/πωλήσεις. Ο δείκτης αυτός είναι αρκετά σημαντικός μέτρο καθώς για τις πωλήσεις μπορούμε να αντλήσουμε πληροφορίες από τους

λογαριασμούς αποτελεσμάτων χρήσης και είναι εύκολα προσβάσιμες σε όλα τα ενδιαφερόμενα μέλη.

- Ο δείκτης P/CF, (αγοραία τιμή/χρηματοδότες)
- Ο δείκτης επιχειρηματικής αξίας του κέρδους προ τόκων και φόρων.

Τα απόλυτα μοντέλα από την άλλη μεριά προσπαθούν να υπολογίσουν την πραγματική εσωτερική αξία της επιχείρησης χρησιμοποιώντας θεμελιώδη μεγέθη της και έτσι ανάλογα το θεμελιώδες μέγεθος που αναλύεται προκύπτει και το αντίστοιχο μοντέλο αποτίμησης. Μπορούν να περιέχουν δηλαδή μία εκτίμηση της αξίας η οποία συγκρίνεται με την αξία ενός άλλου περιουσιακού στοιχείου. Η μέθοδος των συγκρίσεων έχει το πλεονέκτημα να θεωρείται απλή. Αξιοποιώντας τις προσδοκίες της αγοράς.

Στην κατηγορία των απόλυτων μοντέλων αποτίμησης ανήκουν οι εξής μέθοδοι :

- Η μέθοδος προεξόφλησης των μερισμάτων
- Προεξόφλησης των ταμειακών ροών
- Των υπερκερδών και τέλος,
- Η μέθοδος της αξίας των στοιχείων του ενεργητικού

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΜΕΘΟΔΟΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

4.1 Γενικά για την Μέθοδο Προεξόφλησης των Ταμειακών Ροών

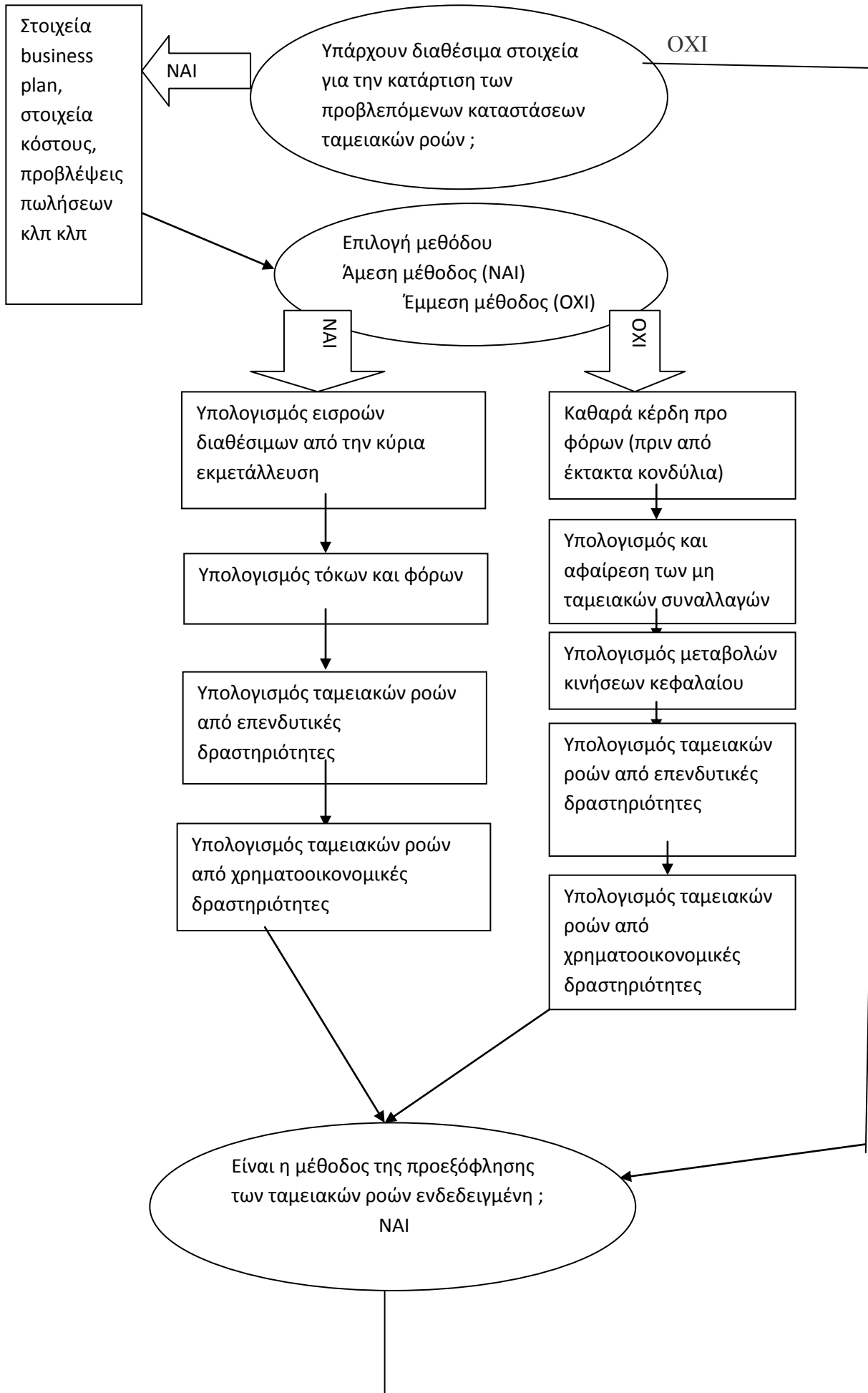
Η αποτίμηση της επιχείρησης με την μέθοδο της προεξόφλησης των ταμειακών ροών θεωρείται σχεδόν η πιο διαδεδομένη μετά από αυτή της προεξόφλησης μερισμάτων. Η κύρια διαφορά τους είναι πως η πρώτη μέθοδος είναι εφαρμόσιμη σε όλες τις περιπτώσεις ενώ η δεύτερη δεν έχει εφαρμογή στην περίπτωση που η επιχείρηση δεν πληρώνει μερίσματα ή αυτά δεν εμφανίζουν κανονικότητα σε βάθος χρόνου. (Damodaran 2011).

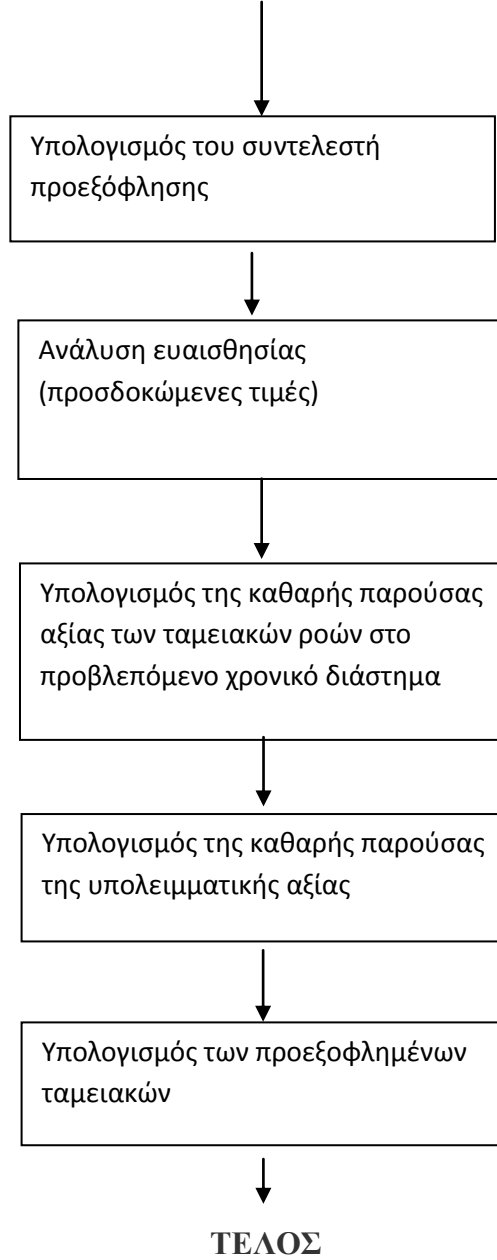
Στη μέθοδο αυτή η αξία της επιχείρησης είναι ίση με την παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών ταμειακών ροών σε βάθος 5-7 ετών συν την παρούσα αξία της υπολειμματικής αξίας της επιχείρησης στο πέρας αυτών των ετών (Damodaran A. (2011) Applied Corporate Finance, 3rd edition). Αυτές οι ταμειακές ροές προεξοφλούνται χρησιμοποιώντας ένα ποσοστό που αντιπροσωπεύει τον κίνδυνο. Η τιμή κάθε περιουσιακού

στοιχείου είναι η παρούσα αξία της προσδοκώμενης χρηματικής ροής που δημιουργεί το στοιχείο (Elton J.E Gruber J.M, Brown J.S & Goetzmann N.W (2010) Modern Portfolio Theory and Investment Analysis).

Παρακάτω θα παρουσιαστεί ένα διάγραμμα με το οποίο θα προσπαθήσουμε να εξηγήσουμε πως λειτουργεί η μέθοδος της προεξόφλησης των ταμειακών ροών.

ΑΡΧΗ





4.2 Γενικές Παραδοχές

Οι μέθοδοι των ταμειακών ροών στηρίζονται στις εξής παραδοχές (Λαζαρίδης 2005):

- Επιχείρηση δεν είναι μόνο τα πάγια στοιχεία ενεργητικού, αλλά και η άλλοι παραγωγικοί συντελεστές. Η λογιστική αξία των παγίων δεν μπορεί να συμπεριλάβει τα συγκριτικά πλεονεκτήματα, τις ευκαιρίες, την δυναμικότητα, επιχειρηματικότητα και τέλος την οργάνωση και λειτουργία της ίδιας της επιχείρησης
- Η επιχείρηση αξίζει όσο αξίζουν οι προεξοφλημένες καθαρές ταμειακές ροές (πλεονάσματα)
- Οι καταστάσεις των ταμειακών ροών δίνουν περισσότερες και καλύτερες ποιοτικά πληροφορίες απ' ό,τι οι υπόλοιπες. Ιδιαίτερα για τον μέτοχο, η κατάσταση των ταμειακών ροών είναι πολύ σημαντική καθώς πρέπει να ελέγχει την διοίκηση και να εξασφαλίζει ότι θα έχει εισόδημα από την εταιρία
- Είναι δυνατός ο υπολογισμός ενός ή περισσοτέρων ή συνδυασμός συντελεστών προεξόφλησης
- Είναι δυνατή η πρόβλεψη των ταμειακών ροών με την προβολή και εκτίμηση των λογιστικών και οικονομικών γεγονότων στο μέλλον, με βάση συγκεκριμένες και καλά ορισμένες υποθέσεις.

4.3 Πλεονεκτήματα – Μειονεκτήματα Μεθόδου

Όπως είναι λογικό και η μέθοδος αυτή έχει τόσο τα θετικά όσο και τα αρνητικά της.

Θα ξεκινήσουμε με τα θετικά της τα οποία μπορούν να θεωρηθούν:

- Στηρίζεται στις αναμενόμενες αποδόσεις και όχι στις αποδόσεις προηγούμενων ετών
- Λαμβάνει υπόψη την φορολογία η οποία σε πολλές περιπτώσεις μπορεί να αλλοιώσει την απόδοση της επιχείρησης καθώς και την κατάσταση της αγοράς και την ενσωματώνει στο προεξοφλητικό επιτόκιο
- Καταγράφει την δυναμικότητα της επιχείρησης όπως επίσης και τις προσδοκίες των ενδιαφερόμενων μερών σχετικά με την πορεία της επιχείρησης στο μέλλον και τέλος
- Εάν συνδυαστεί παράλληλα με την ανάλυση των αριθμοδεικτών και την βασική χρηματοοικονομική ανάλυση είναι σχεδόν σίγουρο πως θα δώσει ένα αρκετά αξιόπιστο αποτέλεσμα

Στη συνέχεια στα αρνητικά αυτής της μεθόδου θα μπορούσαμε να συμπεριλάβουμε :

- Ο χρόνος που απαιτείται για την πραγματοποίηση της
- Η άριστη γνώση χρηματοοικονομικών μοντέλων
- Η σύνταξη μελλοντικών ταμειακών μοντέλων επιβάλλει την υιοθέτηση αρκετών παραδοχών και υποθέσεων με αποτέλεσμα να υπάρχει κίνδυνος να αμφισβητηθεί το αποτέλεσμα της μεθόδου εάν δεν εφαρμοσθούν οι βασικές λογιστικές αρχές
- Απαιτείται μεγάλο στάδιο προετοιμασίας καθώς πρόκειται για μία αρκετά περίπλοκη μέθοδο
- Είναι πιθανό η επιχείρηση να επηρεάσει άμεσα τα ταμειακά πλεονάσματα μειώνοντας δραστικά τις επενδυτικές της δραστηριότητες και πολλαπλασιάζοντας τις χρηματοοικονομικές της δραστηριότητες

4.4 Προεξόφληση Ταμειακών Ροών (Τύπος)

Για την μέθοδο της προεξόφλησης ταμειακών ροών χρησιμοποιείται ο παρακάτω τύπος :

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

Όπου:

V: η αξία του παγίου

n: η διάρκεια ωφέλιμης ζωής παγίου

CF_t: οι ταμειακές ροές της περιόδου t

r: το προεξοφλητικό επιτόκιο

Για τον υπολογισμό της αξίας των προεξοφλημένων ταμειακών ροών μίας επιχειρηματικής μονάδας θα πρέπει πρώτα να υπολογίσουμε :

- 1) Τις προσδοκώμενες ταμειακές ροές που θα προκύψουν από το ενεργητικό της επιχείρησης

- 2) Το ποσοστό με το οποίο οι ταμειακές ροές των παγίων θα προεξοφληθούν στο παρόν
- 3) Τη διάρκεια ζωής του περιουσιακού στοιχείου (n)
- 4) Την παρούσα αξία των προσδοκώμενων ταμειακών ροών που προέρχονται από τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης και τέλος,
- 5) Την εκτιμώμενη αξία της επιχείρησης αφαιρώντας όπως είναι λογικό τυχόν χρέη και δάνεια

Σημαντικό είναι να αναφερθεί πως η επιχειρηματική μονάδα αποτελείται από πάγια περιουσιακά στοιχεία του ενεργητικού αλλά και από άλλους παραγωγικούς συντελεστές διότι η λογιστική αξία των παγίων δεν είναι δυνατόν να συμπεριλάβει συγκριτικά πλεονεκτήματα και ευκαιρίες, δυναμικότητα καθώς και την οργάνωση και λειτουργία της.

Επίσης η αξία της εταιρίας είναι ίση με το πλεόνασμα των ταμειακών ροών της, δηλαδή τις ταμειακές της ροές οι οποίες έχουν προεξοφληθεί. Έτσι σημαντικό είναι να υπάρχει η δυνατότητα να υπολογιστούν ένας ή περισσότεροι συντελεστές προεξόφλησης.

Τέλος, υπάρχει η δυνατότητα με την μέθοδο προεξόφλησης ταμειακών ροών να προβλεφθούν ταμειακές ροές με την εκτίμηση χρηματοοικονομικών και λογιστικών γεγονότων της εταιρίας στο μέλλον.

4.5 Ταμειακές Ροές και Διάκριση τους

Η κατάσταση ταμειακών ροών (ΚΤΡ) που αποτελεί πλέον αναπόσπαστο κομμάτι των οικονομικών καταστάσεων είναι η μόνη (από τις υπόλοιπες γνωστές οικονομικές καταστάσεις) οικονομική κατάσταση που δεν συντάσσεται με βάση την αρχή του δεδουλευμένου αλλά με βάση το ταμείο. Το γεγονός αυτό έχει ως συνέπεια η ΚΤΡ να είναι περισσότερο προσιτή και κατανοητή σε χρήστες που δεν διαθέτουν ιδιαίτερες τεχνικές γνώσεις.

Στο πέρασμα του χρόνου οι πληροφορίες που παρέχονται από την ΚΤΡ αξιοποιούνται από όλο και μεγαλύτερο αριθμό ατόμων και έχουν αποτελέσει την βάση για την ανάπτυξη ειδικών μοντέλων εκτίμησης και προβλέψεων της αποδοτικότητας των οικονομικών μονάδων.

Η άμεση και η έμμεση μέθοδος παρουσίασης των ταμειακών ροών προβλέπουν την διάκριση των ταμειακών ροών σε τρεις ομάδες :

- I. Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες
- II. Ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες
- III. Ταμειακές ροές από χρηματοοικονομικές δραστηριότητες

Αρχικά θα εξηγήσουμε εν τάχει τον τρόπο λειτουργίας της άμεσης και έμμεσης μεθόδου.

Οι δύο μέθοδοι διαφέρουν μόνο πως προς την παρουσίαση των ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες, ενώ ο τρόπος παρουσίασης των ταμειακών ροών από επενδυτικές και χρηματοοικονομικές δραστηριότητες είναι ίδιος και στις δύο μεθόδους.

Στην άμεση μέθοδο παρουσιάζονται ομαδοποιημένα οι λειτουργικές διαδικασίες και εισπράξεις ενώ αντίστοιχη πληροφορία δεν δύναται στην έμμεση. Οι χρήστες των οικονομικών καταστάσεων που υποστηρίζουν αυτόν τον τρόπο παρουσίασης των λειτουργικών ταμειακών ροών εκτιμούν πως μέσω της παρουσίασης αυτής αποκαλύπτεται η ικανότητα της επιχείρησης να δημιουργεί ικανοποιητικές ταμειακές ροές από την λειτουργία της που θα της επιτρέψουν να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις τόσο προς τους μετόχους όσο και σε τρίτους της καθώς και να επενδύσει για να αυξήσει την λειτουργική της δραστηριότητα.

Από την άλλη μεριά η έμμεση μέθοδος παρουσίασης των λειτουργικών ταμειακών ροών εστιάζει στην ανάδειξη της διαφοράς μεταξύ των καθαρών αποτελεσμάτων προ φόρων και των καθαρών ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες. Οι χρήστες που υποστηρίζουν αυτόν τον τρόπο παρουσίασης θεωρούν πως η μέθοδος αυτή παρέχει την δυνατότητα σύνδεσης της ΚΤΡ, των αποτελεσμάτων χρήσεως και του ισολογισμού.

Στη συνέχεια και αφού εξηγήθηκαν η άμεση και η έμμεση μέθοδος θα αναλύσουμε τις κατηγορίες των ταμειακών ροών (λειτουργικές και ελεύθερες ταμειακές ροές)

- **Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες**

Πρόκειται για ταμειακές ροές οι οποίες είναι στην πράξη τα ρευστά διαθέσιμα που θα συνεχίσουν να ανήκουν στην επιχείρηση μετά την πραγματοποίηση των προβλεπόμενων πλάνων της. Με την χρήση των λειτουργικών ταμειακών ροών γίνεται έλεγχος της ποιότητας των κερδών της επιχείρησης.

Οι λειτουργικές ροές υπολογίζονται με τη χρήση του παρακάτω τύπου:

$$OCF = \text{Λειτουργικά Κέρδη} - \text{Αποσβέσεις} - \text{Φόροι και Αλλαγές στο Κεφάλαιο Κίνησης} = \\ EBIT (1 - t) + \text{Αλλαγές στο Κεφάλαιο Κίνησης}$$

Το Κεφάλαιο Κίνησης μπορούμε να το υπολογίσουμε εάν από το Κυκλοφορούν Ενεργητικό αφαιρέσουμε τις Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις. Το κεφάλαιο αυτό θεωρείται ως

η κύρια πηγή κεφαλαίων για την ομαλή λειτουργία της εταιρίας και βοηθάει παράλληλα στη μελέτη της ρευστότητας.

- **Ελεύθερες ταμειακές ροές ή αλλιώς (Free cash flows / FCF)**

Τις ελεύθερες ταμειακές ροές μπορούμε να τις υπολογίσουμε πολύ εύκολα εάν αφαιρέσουμε από τις λειτουργικές το ποσό που διατίθεται για κεφαλαιουχικές δαπάνες έτσι ώστε,

$$FFC = OCF - CAPEX$$

Σημαντικό πλεονέκτημα τους είναι πως περιλαμβάνουν το σύνολο των ταμειακών ροών που είναι διαθέσιμες για τους μετόχους και για τους κατόχους τίτλων χρέους της επιχείρησης. Επίσης, στις ελεύθερες ταμειακές ροές γίνεται διαχωρισμός με βάση τον τελικό αποδέκτη των ροών αυτών και έτσι έχουμε : τις ελεύθερες ταμειακές ροές συνολικού κεφαλαίου (Free Cash Flow to Capital or Firm – FCFF) και τις ελεύθερες ταμειακές ροές μετοχικού κεφαλαίου Free Cash Flow to Equity – FCFE).

Παρακάτω θα δούμε πως υπολογίζεται κάθε είδος.

TAMEΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (FCFF)

Είναι το άθροισμα των ταμειακών ροών όσων έχουν απαίτηση από την επιχείρηση μεταξύ των οποίων είναι οι μέτοχοι, οι ομολογιούχοι και οι κάτοχοι προνομιούχων μετοχών και έτσι έχουμε :

Πίνακας 2: Υπολογισμός ταμειακών ροών συνολικού κεφαλαίου

TAMEΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ
Λειτουργικές Ταμειακές Ροές	Προεξόφληση με την προβλεπόμενη απόδοση Ενεργητικού (πριν τους φόρους)
Μείον	
Πραγματικοί φόροι (Φορολογικός συντελεστής x (καθαρά κέρδη προ τόκων και φόρων-τόκοι))	

Ή αλλιώς, $FCFF = EBIT * (1 - T) + \text{Αποσβέσεις} - \text{Μεταβολή στο Κεφάλαιο Κίνησης} - \text{Επενδύσεις σε Πάγιο Κεφάλαιο}$.

Σε αυτή την περίπτωση η αξία της επιχείρησης εκτιμάται ως η παρούσα αξία των μελλοντικών FCFF προεξοφλημένα με το σταθμισμένο μέσο κόστος του κεφαλαίου WACC.

ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (FCFE)

Είναι οι ταμειακές ροές που είναι διαθέσιμες στους μετόχους κοινών μετοχών μετά από την καταβολή λειτουργικών εξόδων, των τόκων, των βασικών πληρωμών σε κεφάλαιο κίνησης και σε κεφαλαιουχικά έξοδα και έτσι ισχύει ότι:

Πίνακας 3: Υπολογισμός ταμειακών ροών μετοχικού κεφαλαίου

ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗ
Λειτουργικές Ταμειακές Ροές	Προεξόφληση με την προβλεπόμενη απόδοση του Μετοχικού Κεφαλαίου (k_e)
Μείον	
Πραγματικοί Φόροι (Φορολογικός συντελεστής x (καθαρά κέρδη προ τόκων και φόρων – τόκοι))	
Τόκοι	
Πληρωμές δανείων	
Αυξήσεις κεφαλαίου	

Ή αλλιώς $FCFE = \text{Καθαρά Κέρδη} + \text{Αποσβέσεις} - \text{Κεφαλαιουχικές Δαπάνες} - \text{Μεταβολή Κεφαλαίου Κίνησης} + \text{Καθαρό χρέος}$

Για τον υπολογισμό της αξίας της επιχείρησης με βάση τις FCFE, αυτές προεξοφλούνται με το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων, ώστε :

$$Equity\ value = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFE_t}{(1+r)^t}$$

ΕΛΕΥΘΕΡΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ

Γενικά για τις ελεύθερες ταμειακές ροές ισχύει:

Πίνακας 4: Υπολογισμός ελεύθερων ταμειακών ροών

ΕΛΕΥΘΕΡΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ	ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ
Λειτουργικές Ταμειακές Ροές	Προεξόφληση με το μέσο κόστος κεφαλαίου – WACC (πριν από φόρους)
Μείον	
Πραγματικοί Φόροι (Φορολογικός συντελεστής x (καθαρά κέρδη προ τόκων και φόρων – τόκοι))	

Όπως μπορούμε πολύ εύκολα να κατανοήσουμε και θα δούμε παρακάτω υπάρχουν διαφορές ανάμεσα στις δύο αυτές προσεγγίσεις και αυτό επιβεβαιώνεται και από τους τύπους που χρησιμοποιούνται σε κάθε μία από τις δύο περιπτώσεις.

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

$$Equity\ value = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFE_t}{(1+r)^t}$$

FCFF: Free Cash Flow for Firm

FCFE: Free Cash Flow for Equity

(Πηγή: The Principles of Valuation of Merges and Takeovers AOL-Time Warner Analysis, (April, 2015))

4.6 Μέσο Σταθμικό Κόστος WACC

Πιο πάνω αναφερθήκαμε στο μέσο σταθμικό κόστος WACC ή αλλιώς Weighted Average Cost of Capital. Το κόστος αυτό σύμφωνα με τα πλαίσια της αξιολόγησης των επενδύσεων αναφέρεται στην αμοιβή που απαιτείται από επενδυτές ή δανειστές ώστε να πειστούν για την παροχή χρηματοδότησης για μία επένδυση.

Στόχος κάθε υγιούς εταιρίας είναι η συνεχόμενη παραγωγή κερδών έτσι ώστε η τιμή των μετοχών της να συνεχίσει να έχει ανοδική πορεία, γι αυτό τον λόγο κάθε χρήση κεφαλαίου πρέπει να επιστρέφει το κόστος του κεφαλαίου αυτού και ιδανικά ένα ποσό μεγαλύτερο από το κόστος του κεφαλαίου αυτού.

Το WACC είναι ο σταθμισμένος μέσος όρος των μετά φόρων απαιτούμενων ποσοστών απόδοσης για το χρέος και τα ίδια κεφάλαια, όπου οι σταθμίσεις είναι οι αναλογίες της συνολικής αξίας της αγοράς της επιχείρησης από κάθε πηγή, το χρέος και τα ίδια κεφάλαια. Μία επιχείρηση μπορεί να αντλήσει κεφάλαια για την χρηματοδότηση των επενδύσεων της από τις εξής πηγές:

- Διάθεση μετοχών
- Ομολογιακό δανεισμό
- Παρακρατημένα κέρδη – Αποθεματικό

Ο υπολογισμός του κόστους των κεφαλαίων οδηγεί στον υπολογισμό του σταθμικού μέσου κόστους κεφαλαίου, που χρησιμοποιείται σαν προεξοφλητικό επιτόκιο για τις αναμενόμενες ταμειακές ροές της επένδυσης.

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

Ο τύπος που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό του μέσου σταθμικού κόστους είναι ο εξής:

$$WACC = w_d r_d (1 - T) + w_p r_p + w_s (r_s \text{ ή } r_e)$$

όπου,

r_d : το κόστος των δανειακών κεφαλαίων

r_p : το κόστος των προνομιούχων κεφαλαίων

r_s : το κόστος των παρακρατηθέντων κερδών

r_e : το κόστος των νεοεκδιδόμενων κοινών μετοχών

w_d w_p w_s : τα ποσοστά συμμετοχής των δανειακών κεφαλαίων, των προνομιούχων μετοχών και των κοινών μετοχών στο σύνολο των μακροπρόθεσμων κεφαλαίων που έχει σαν στόχο η επιχείρηση

T: ο συντελεστής φορολόγησης της επιχείρησης

4.7 Υπολειμματική Αξία

Με τον όρο υπολειμματική αξία εννοούμε την αξία της εταιρίας που μένει μετά την χρονική περίοδο την οποία έχουν γίνει οι προβλέψεις. Η υπολειμματική αξία φθίνει όσο μεγαλώνει το χρονικό αυτό διάστημα. Το χρονικό αυτό διάστημα προσδιορίζεται μεταξύ 5 και 7 ετών. Είναι αυτονόητο βέβαια πως και μετά το διάστημα πρόβλεψης η εταιρία θα συνεχίσει να λειτουργεί και να έχει ταμειακές ροές. Επομένως είναι λογικό πως η υπολειμματική αξία αποτελεί μεγάλο μέρος της αξίας της επιχείρησης και έτσι έπρεπε να συμπεριληφθεί σε αυτή.

Την υπολειμματική αξία την υπολογίζουμε με τη χρήση της ταμειακής ροής του τελευταίου έτους πρόβλεψης συναρτήσει ενός ρυθμού αύξησης της για τα μελλοντικά έτη. Πιο συγκεκριμένα, ο τύπος ο οποίος χρησιμοποιείται είναι ο εξής:

$$\text{Υπολειμματική αξία} = \frac{(CF_{t+1})}{(r-g)} = \frac{(CF_t \times g)}{(r-g)}$$

Η σημασία του κάθε όρου είναι η εξής :

CF (Cash Flows) : Ταμειακή ροή

t : Το τελευταίο έτος της πρόβλεψης

g : Το ποσοστό της αύξησης της υπολειμματικής αξίας

r : Το προεξοφλητικό επιτόκιο

4.8 Το Προεξοφλητικό Επιτόκιο

Παραπάνω αναφέρθηκε το προεξοφλητικό επιτόκιο r ή αλλιώς ο συντελεστής προεξόφλησης των αναμενόμενων ταμειακών ροών.

Ως συντελεστής αυτός ορίζεται η απαιτούμενη απόδοση από την συγκεκριμένη επένδυση. Η απόδοση αυτή εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τον κίνδυνο που αναλαμβάνει ο επενδυτής για την επένδυση αυτή. Η σωστή εκτίμηση του έχει καθοριστική σημασία στον υπολογισμό της τιμής της μετοχής όπως και στη διαδικασία της αποτίμησης καθώς επηρεάζει τους υπολογισμούς.

Σημαντικό είναι να αναφερθεί πως όσο μεγαλύτερος ο κίνδυνος της επένδυσης τόσο μεγαλύτερο απαιτείται να είναι το προεξοφλητικό επιτόκιο, αποζημιώνοντας τον έτσι για τον κίνδυνο που αναλαμβάνει. Έτσι, από την άλλη μεριά εάν πρόκειται για επένδυση μικρού κινδύνου τότε μπορεί να δεχθεί και μικρότερο συντελεστή προεξόφλησης. Η σχέση του

επιτοκίου με την τελική αξία είναι αντιστρόφως ανάλογη. Ένα υψηλό επιτόκιο υποδεικνύει μείωση της τωρινής παρούσας αξίας ενώ το αντίστροφο ισχύει στη περίπτωση ενός χαμηλού επιτοκίου.

Η μέθοδος που επικρατεί για τον υπολογισμό του ποσοστού προεξόφλησης είναι με αυτή του Σταθμικού Μέσου Κόστους Κεφαλαίου (weighted average cost of capital- WACC).

4.9 Το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model- CAPM)

Στο πλαίσιο του καθορισμού του κόστους κεφαλαίου για τη χρήση ιδίων κεφαλαίων μίας εταιρίας μέσω παρακρατημένων ή αδιανέμητων κερδών χρησιμοποιείται μεταξύ άλλων το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model- CAPM), το οποίο δείχνει τον τρόπο με τον οποίο η αγορά αποτιμά τα διάφορα περιουσιακά στοιχεία

Η σημαντικότερη συνέπεια του υποδείγματος είναι ότι συνδέει την αναμενόμενη απόδοση ενός περιουσιακού στοιχείου με ένα μέγεθος κινδύνου του περιουσιακού στοιχείου γνωστού ως συντελεστή βήτα (beta coefficient), ο οποίος εκφράζει τον κίνδυνο της συνδιακύμανσης με το χαρτοφυλάκιο αγοράς.

Η αξία του Υποδείγματος Αποτίμησης Περιουσιακών στοιχείων έγκειται στο γεγονός πως είναι πολύ από στη χρήση του και προσφέρει ισχυρές προβλέψεις για τον τρόπο μέτρησης του κινδύνου και τη σχέση του με την αναμενόμενη απόδοση.

Οι βασικές υποθέσεις σύμφωνα με τις οποίες ισχύει το υπόδειγμα αυτό είναι οι εξής :

- Οι επενδυτές επιχειρούν να μεγιστοποιήσουν τη χρησιμότητα τους και έτσι επιλέγουν μεταξύ χαρτοφυλακίων με κριτήρια τον κίνδυνο και την αναμενόμενη απόδοση.
- Όλοι οι επενδυτές μπορούν να δανείζουν και να δανείζονται χωρίς περιορισμούς κεφάλαια στο επιτόκιο χωρίς κίνδυνο της αγοράς.
- Όλοι οι επενδυτές έχουν τις ίδιες εκτιμήσεις για τις αναμενόμενες αποδόσεις, διακυμάνσεις και συνδιακυμάνσεις μεταξύ των αποδόσεων των μετοχών και άρα υπάρχει ομοιογένεια στις προσδοκίες τους.
- Δεν υπάρχει κόστος συναλλαγών, τα χρεόγραφα είναι πλήρως και άμεσα ρευστοποιήσιμα και τα περιουσιακά στοιχεία είναι πλήρως διαιρετά.
- Δεν υπάρχει φορολογία.

- Οι τιμές δίνονται εξωγενώς σε όλους και κανείς ατομικά ή σε ομάδες δεν μπορεί να τις επηρεάσει.
- Οι ποιότητες των περιουσιακών στοιχείων είναι προσδιορισμένες, και τέλος
- Ο πληθωρισμός θεωρείται μηδενικός ενώ τα επιτόκια και οι κεφαλαιαγορές βρίσκονται σε ισορροπία.

Ο τύπος που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό του υποδείγματος Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων είναι ο εξής:

$$R_s = R_f + \beta(E_{RM} - R_f)$$

Όπου,

R_s : η απαιτούμενη απόδοση του χρεογράφου

R_f : η απόδοση του χρεογράφου χωρίς κίνδυνο

R_m : η αναμενόμενη απόδοση όλης της αγοράς

β^1 : ο συντελεστής βήτα της μετοχής

$E_{RM} - R_f$: το πριμ του κινδύνου της αγοράς

Beta=1

Ένας συντελεστής beta ίσος με την μονάδα δεν σημαίνει απαραίτητα ότι η απόδοση ενός χρεογράφου θα έχει την ίδια μεταβλητότητα με τις αποδόσεις της αγοράς. Μπορεί η απόδοση του χρεογράφου να μεταβάλλεται στο διπλάσιο σε σχέση με την αγορά (beta=2) αλλά η συσχέτιση με αυτή να είναι 0,5 ($2 \cdot 0,5 = 1$).

Beta > 1

Η απόδοση του χρεογράφου είναι περισσότερο μεταβλητή από αυτή της αγοράς και ότι η συσχέτιση τους είναι θετική. Αυτές οι επενδύσεις είναι συνήθως στενά συνδεδεμένες με την αγορά και επηρεάζονται έντονα από αυτή.

Beta < 1

¹ Ο συντελεστής βήτα της μετοχής μετρά την ευαισθησία που παρουσιάζει η απόδοση της μετοχής σε συνάρτηση των μεταβολών της απόδοσης του δείκτη της αγοράς. Ο υπολογισμός του beta γίνεται μέσω της ανάλυσης της παλινδρόμησης ανάμεσα στην απόδοση μίας επένδυσης και κάποιου χρηματιστηριακού ή άλλου δείκτη της αγοράς για μία συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Η κλίση της γραμμής παλινδρόμησης των προηγούμενων αποδόσεων της μετοχής επί των προηγούμενων αποδόσεων ενός δείκτη χρηματιστηρίου είναι το βήτα.

Εμφανίζεται είτε γιατί η απόδοση της επένδυσης είναι μικρής μεταβλητότητας είτε γιατί οι αποδόσεις των δύο έχουν μικρή συσχέτιση μεταξύ τους.

Beta = 0

Η συσχέτιση των αποδόσεων είναι μηδέν, άρα κινούνται ανεξάρτητα. Σε περιβάλλον με μηδενικό πληθωρισμό και θετική απόδοση στην ουσία ο επενδυτής έχει θετικές ταμειακές ροές ανεξαρτήτως κίνησης της αγοράς.

Beta < 0

Αρνητικό βήτα σημαίνει πως η απόδοση της επένδυσης κινείται αντίθετα από αυτή της αγοράς.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 Η ΕΤΑΙΡΙΑ ΤΙΤΑΝ ΑΕ

5.1 Προφίλ Εταιρίας

Η **Α.Ε. Τσιμέντων ΤΙΤΑΝ** είναι πολυεθνική παραγωγός τσιμέντου και άλλων δομικών υλικών με έδρα την Αθήνα. Ιδρύθηκε το 1902 και εισήχθηκε στο Χρηματιστήριο_Αθηνών 10 χρόνια αργότερα, το 1912. Διαθέτει 14 εργοστάσια παραγωγής τσιμέντου, εκ των οποίων 3 βρίσκονται στην Ελλάδα, 2 στις ΗΠΑ (Βιρτζίνια και Φλόριντα), 5 στη Νοτιοανατολική Ευρώπη (Βουλγαρία, Σερβία, Αλβανία, Κόσσοβο και ΠΓΔΜ) και 3 στην Ανατολική Μεσόγειο (Αίγυπτο και Τουρκία). Επιπλέον διαθέτει 25 σταθμούς διακίνησης, 123 μονάδες έτοιμου σκυροδέματος, 64 λατομεία, 3 μονάδες άλεσης, 9 μονάδες παραγωγής τσιμεντόλιθων, 9 μονάδες επεξεργασίας ιπτάμενης τέφρας, 1 μονάδα παραγωγής ξηρών κονιαμάτων και 1 μονάδα παραγωγής απορριματογενούς δευτερογενούς καυσίμου. Συνολικά αποτελείται από 268 λειτουργικές μονάδες και απασχολεί 5.365 εργαζομένους.

5.2 Ιστορική Αναδρομή

1902 Ιδρύεται ο ΤΙΤΑΝ και ξεκινά η λειτουργία του εργοστασίου του στην Ελευσίνα, που είναι και η πρώτη ελληνική μονάδα παραγωγής τσιμέντου.

1911 Η επιχείρηση μετατρέπεται σε Ανώνυμη Εταιρία με την επωνυμία «Α.Ε. Τσιμέντων ΤΙΤΑΝ».

1912 Η Εταιρία εισάγεται στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

1922 Οι εργαζόμενοι του TITAN ασφαλίζονται για εργατικά ατυχήματα, μία πρωτοποριακή για τα δεδομένα της εποχής απόφαση. 1924 Ηλεκτροδοτείται το εργοστάσιο Ελευσίνας, με ιδιοπαραγωγή ρεύματος.

1933 Ο TITAN προβαίνει στις πρώτες εξαγωγές τσιμέντου, με προορισμό τη Βραζιλία.

1934 Δύο δεκαετίες πριν από τη νομοθέτησή του, καθιερώνεται το δώρο Χριστουγέννων για τους εργαζόμενους. Αντίστοιχα, το 1938 καθιερώνεται το δώρο Πάσχα.

1937 Ανακαινίζεται το εργοστάσιο Ελευσίνας και εγκαθίστανται νέοι περιστροφικοί κλίβανοι.

1939 Κατά τη διάρκεια του Β΄ Παγκοσμίου Πολέμου, οι εξαγωγές της εταιρίας αναστέλλονται, με αποτέλεσμα να αναχαιτιστεί η διεθνής επέκτασή της. Παράλληλα, όμως, εδραιώνεται η επιχειρηματική δραστηριότητά της στην Ελλάδα. Η εξαγωγική δραστηριότητα του Τιτάνα επανέρχεται στα τέλη της δεκαετίας του '40 δίνοντας νέα ώθηση στην παραγωγή του εργοστασίου Ελευσίνας. Το 1957 οι εξαγωγές αντιπροσωπεύουν το 52% των πωλήσεων του Τιτάνα και το 50%, περίπου, των συνολικών ελληνικών εξαγωγών τσιμέντου.

1951 Ξεκινά η παραγωγή και διάθεση λευκού τσιμέντου, τόσο για την Ελλάδα όσο και για το εξωτερικό.

1960 Δημιουργείται θέση Ιατρού Εργασίας στο εργοστάσιο της Ελευσίνας και προγραμματίζονται περιοδικές εξετάσεις για το προσωπικό. Παράλληλα με την ανάπτυξή του, ο TITAN λαμβάνει μέτρα για την προστασία του περιβάλλοντος και εγκαθιστά τα πρώτα, στην Ελλάδα, φιλικά προς το περιβάλλον ηλεκτροστατικά φίλτρα.

1962 Εγκαινιάζεται η δεύτερη μονάδα παραγωγής τσιμέντου της Εταιρίας, στην Ευκαρπία Θεσσαλονίκης.

1964 Εισάγεται, για πρώτη φορά στην Ελλάδα, ο θεσμός της Κοινωνικής Λειτουργού σε όλα τα εργοστάσια.

1967 Δημιουργείται η Τράπεζα Αίματος του Τιτάνα, με εθελοντική αιμοδοσία των εργαζομένων.

1968 Ξεκινά η παραγωγή στην τρίτη μονάδα παραγωγής τσιμέντου της εταιρίας, στο Δρέπανο Αχαΐας. Το 1971 προστίθεται νέα μονάδα στο εργοστάσιο, επιτυγχάνοντας τριπλασιασμό της παραγωγής.

1976 Τίθεται σε λειτουργία η τέταρτη μονάδα παραγωγής τσιμέντου, στο Καμάρι Βοιωτίας.

1976 Ο TITAN δημιουργεί πρώτος, 10 χρόνια πριν από τη δημιουργία του σχετικού νομικού πλαισίου, τον θεσμό των Επιτροπών Εργαζομένων για Μέτρα Πρόληψης Ατυχημάτων στα

εργοστάσιά του. Ταυτόχρονα, θεσπίζει Έπαθλα Ασφαλούς Εργασίας στο προσωπικό για εργασία χωρίς ατύχημα.

1978 Ιδρύεται η INTERMPIETON Δομικά Υλικά Α.Ε. με αντικείμενο την παραγωγή, τη διακίνηση και την εμπορία σκυροδέματος.

1979 Ξεκινά μια περίοδος επέκτασης του Ομίλου, ο οποίος διαθέτει σήμερα εργοστάσια παραγωγής τσιμέντου σε 10 χώρες. Πιο πρόσφατη, η απόκτηση συμμετοχής στη βραζιλιάνικη τσιμεντοβιομηχανία Companhia Industrial de Cimento Apodi (2016).

1985 Πραγματοποιούνται, για πρώτη φορά, εξαγωγές στις ΗΠΑ.

1991 Δίνεται έμφαση στην καθετοποίηση δραστηριοτήτων, με επενδύσεις σε λατομεία αδρανών υλικών και μονάδες σκυροδέματος.

1997 Παράγονται τα έτοιμα ξηρά κονιάματα «INTERMIX», στην Ελλάδα.

2000 Ο TITAN γίνεται ιδρυτικό μέλος του Ελληνικού Δικτύου Επιχειρήσεων για την Κοινωνική Συνοχή, που αργότερα μετονομάστηκε CSR Hellas.

Το 2005, η Εταιρία γίνεται μέλος του Ευρωπαϊκού Δικτύου Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης (CSR Europe).

2002 100 Χρόνια TITAN. Η επέτειος εορτάζεται με σειρά εκδηλώσεων ανά την Ελλάδα, με θέμα την Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη. Ο TITAN είναι η πρώτη ελληνική Εταιρία που υπογράφει το Οικουμενικό Σύμφωνο του ΟΗΕ (UNGC), ενώ το 2017 ανανέωσε τη δέσμευσή του σε αυτό.

2003 Ο Όμιλος TITAN αποτελεί βασικό μέλος της Πρωτοβουλίας για τη Βιώσιμη Ανάπτυξη στον Κλάδο Τσιμέντου (CSI) του Παγκόσμιου Επιχειρηματικού Συμβουλίου για τη Βιώσιμη Ανάπτυξη (WBCSD) από το 2003. Το 2008, ο TITAN γίνεται ιδρυτικό μέλος του Συμβουλίου του ΣΕΒ για τη Βιώσιμη Ανάπτυξη (SEV BCSD). Τίθεται σε λειτουργία η νέα, υπερσύγχρονη γραμμή παραγωγής, στο εργοστάσιο στην Ευκαρπία Θεσσαλονίκης.

2012 Η Α.Ε. Τσιμέντων TITAN γιορτάζει τα 100 χρόνια από την εισαγωγή της μετοχής της Εταιρίας στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

2014 Υπογράφεται από τον Τιτάνα η Χάρτα για μια Βιώσιμη Ελλάδα, στο πλαίσιο της Πρωτοβουλίας για τη βιώσιμη ανάπτυξη στην Ελλάδα «Sustainable Greece 2020».

2015 Ο Όμιλος TITAN υπογράφει το Ευρωπαϊκό Σύμφωνο για τη Νεολαία (European Pact for Youth), τις αρχές του οποίου υιοθέτησε, επισφραγίζοντας τις δράσεις που πραγματοποιεί για τους νέους.

(Πηγή: Διαδικτυακός τόπος www.emea.gr)

5.3 Κυρίαρχος Στόχος Εταιρίας

Κυρίαρχος στόχος της εταιρίας TITAN ΑΕ είναι να αναπτυχθεί ως διεθνής και καθιερωμένος παραγωγός τσιμέντου, συνδυάζοντας το επιχειρηματικό πνεύμα και τη λειτουργική αποτελεσματικότητα με σεβασμό στον άνθρωπο, την κοινωνία και το περιβάλλον και γι αυτό το λόγο εστιάζει σε τέσσερις στρατηγικές προτεραιότητες οι οποίες είναι :

- Γεωγραφική διαφοροποίηση: Ενισχύει την επιχειρηματική θέση με εξαγορές και επενδύσεις σε νέες μονάδες παραγωγής, σε νέες ελκυστικές αγορές, με στόχο να διαφοροποιήσει τις πηγές εσόδων και να περιορίσει την εξάρτηση από λίγες αγορές.
- Καθετοποίηση δραστηριοτήτων: Διευρύνει την επιχειρηματική δράση και σε άλλους παραγωγικούς τομείς στην αλυσίδα προϊόντων τσιμέντου, με σκοπό την καλύτερη εξυπηρέτηση των πελατών και την αξιοποίηση νέων ευκαιριών κερδοφορίας.
- Συνεχής βελτίωση ανταγωνιστικότητας: Εφαρμόζει νέες αποτελεσματικές μεθόδους για τη μείωση του κόστους και τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας σε όλες τις επιχειρηματικές δραστηριότητες.
- Έμφαση στο ανθρώπινο δυναμικό και την Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη: Φροντίζει και αναπτύσσει τους ανθρώπους και βελτιώνει συνεχώς τις καλές σχέσεις με όλους τους εσωτερικούς και εξωτερικούς συμμετόχους , με γνώμονα, πάντα, τον αμοιβαίο σεβασμό και την κατανόηση.

5.4 Κύριες Δραστηριότητες Ομίλου

Οι κύριες δραστηριότητες της εταιρίας επικεντρώνονται κυρίως στα προϊόντα της, στη έρευνα και ανάπτυξη και στα έργα ανά τον κόσμο.

Όσον αφορά τα προϊόντα προωθεί συστηματικά νέα με βελτιωμένη ποιότητα και αντοχή, όπως το ProAsh®, καθώς επίσης και μεθόδους και υλικά που διευκολύνουν τις κατασκευές ή συμβάλλουν στη μείωση των περιβαλλοντικών επιπτώσεων.

Οι δραστηριότητες της Έρευνας & Ανάπτυξης περιλαμβάνουν την παρακολούθηση, ένταξη και εφαρμογή στον Όμιλο των διεθνών τάσεων για τη μείωση του περιβαλλοντικού αποτυπώματος, με ιδιαίτερη έμφαση στις εκπομπές διοξειδίου του άνθρακα, τόσο μέσα από βελτιώσεις στην παραγωγική διαδικασία, όσο και μέσω της ανάπτυξης προϊόντων χαμηλού αποτυπώματος άνθρακα. Η Διεύθυνση Έρευνας Ποιότητας (ΔΕΠ) υπάγεται στην Τεχνική

Διεύθυνση Ομίλου με έδρα το εργοστάσιό μας στο Καμάρι Βοιωτίας, κοντά στην Αθήνα. Η ΔΕΠ αποτελείται από το Αναλυτικό Εργαστήριο, το Εργαστήριο Τεχνολογίας Σκυροδέματος, το Εργαστήριο Καυσίμων και το Εργαστήριο Κονιαμάτων.

Τέλος, όσον αφορά τα έργα ανά τον κόσμο ο όμιλος προσπαθεί τα προϊόντα και οι υπηρεσίες του να χρησιμοποιούνται και να επιλέγονται σε διάφορα κατασκευαστικά έργα σε όλο τον κόσμο. Μερικά έργα που έχουν χρησιμοποιηθεί προϊόντα της εταιρίας είναι : Γέφυρα Ρίου Αντιρρίου, Ελλάδα, Εθνική οδός BAR-BOLJARE, Μαυροβούνιο, Νέο Μουσείο Ακρόπολης, Ελλάδα.

(Πηγή: διαδικτυακός τόπος Τιτάν Α.Ε)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΣΥΝΘΕΣΗ ΚΑΙ ΠΟΡΕΙΑ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ

Οι μετοχές της εταιρίας διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο Euronext Βρυξελλών, στο Χρηματιστήριο Αθηνών και στο Euronext Παρισίων. Συγκεκριμένα, από τις 23.07.19 και 9 το πρωί ώρα Βρυξελλών, 78.668.627 κοινές ονομαστικές μετοχές ξεκίνησαν να διαπραγματεύονται υπό το σύμβολο TITC (TITAN CEMENT INTERNATIONAL SA), ενώ η διαπραγμάτευσή τους στην αγορά αξιών του Χρηματιστηρίου Αθηνών υπό το ίδιο σύμβολο ξεκίνησε στις 10.30 π.μ. ώρα Ελλάδος. Η τιμή εκκίνησης της διαπραγμάτευσης διαμορφώθηκε σε 19,24 ευρώ/μετοχή και με το πέρας της συνεδρίασης στις Βρυξέλλες, είχε καταγράψει άνοδο κατά 1,35% σε 19,5 ευρώ/μετοχή. Αξίζει να αναφερθεί πως είναι η πρώτη φορά που επιχειρείται τριπλή διαπραγμάτευση για εταιρία εισηγμένη στο Χ.Α. Το μετοχικό κεφάλαιο ανέρχεται σε 1.513.528.476 διαιρούμενο σε 77.063.568 μετοχές ονομαστικής αξίας € 3,45 η κάθε μία.

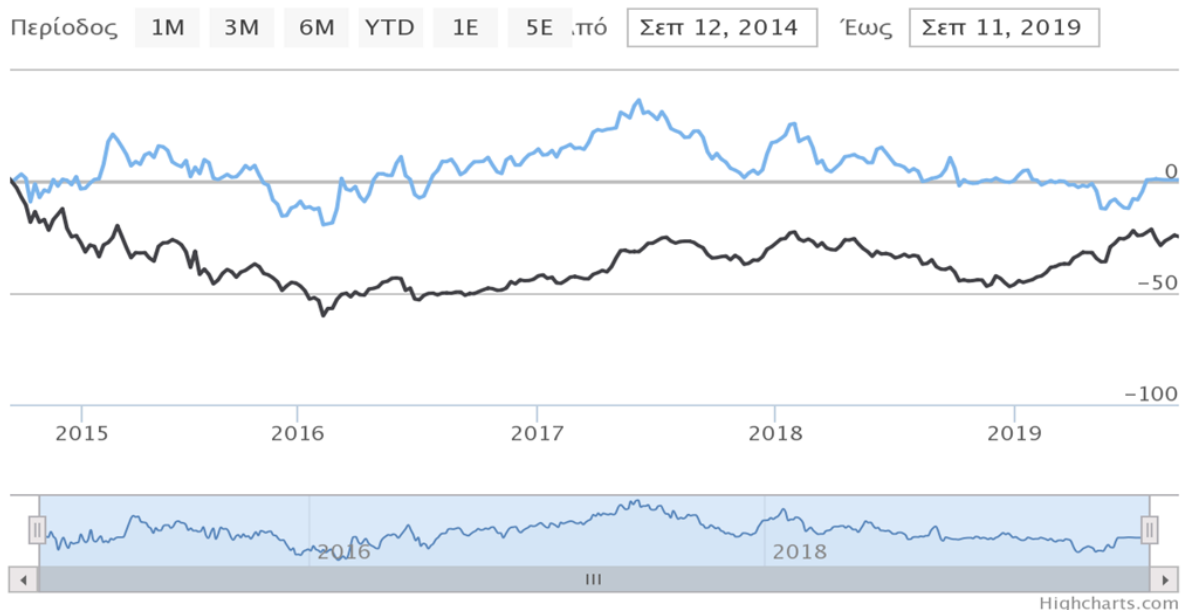


Διάγραμμα 1: Πορεία μετοχής Τιτάν

Πηγή: <https://www.naftemporiki.gr/finance/quote/titk.ath/titan-anon-etairia-tsimento?tab=4>

Από το παραπάνω διάγραμμα διαπιστώνουμε πως η τιμή της μετοχής κινούταν ανοδικά από τις 15 Ιουλίου έως και 19 Ιουλίου και στη συνέχεια έως και 12 Σεπτεμβρίου παρέμεινε στάσιμη με τιμή κλεισίματος τα € 19,64. Η τιμή κλεισίματος της μετοχής στις 28.06.19 διαμορφώθηκε στα €17,16 παρουσιάζοντας μείωση 11,4 % σε σχέση με τις 31.12.18 όπου η τιμή κλεισίματος είχε διαμορφωθεί στα € 19,38.

Στο διάγραμμα που ακολουθεί παρουσιάζεται η πορεία της μετοχής του ομίλου ΤΙΤΑΝ σε σχέση με τον Γενικό Δείκτη Τιμών του Χ.Α για το διάστημα 2015-2019 όπως δημιουργήθηκε από τον ηλεκτρονικό ιστότοπο της Ναυτεμπορικής.



Διάγραμμα 2: Πορεία μετοχής Τιτάν σε σχέση με τον Γενικό Δείκτη

Πηγή : <https://www.naftemporiki.gr/finance/quote/titk.ath/titan-anon-etairia-tsimento?tab=5>

Όπως μπορεί κανείς να παρατηρήσει η μετοχή του ομίλου ακολουθεί στενά την πορεία και τις αυξομειώσεις του Γενικού Δείκτη. Αυτό είναι λογικό καθώς οι εξελίξεις των τελευταίων ετών στο πολιτικοοικονομικό προσκήνιο της Ελλάδας δεν είναι δυνατόν να μην αφήσουν ανεπηρέαστο το τοπίο του χρηματοοικονομικού περιβάλλοντος τόσο του ομίλου όσο και το γενικότερο. Παρατηρείται μία καθοδική πορεία από τα μέσα του 2018 και μετά η οποία όμως δίνει σημάδια ελαφριάς σταθεροποίησης στο τρέχον έτος.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΤΙΤΑΝ ΒΑΣΕΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ

Οι αριθμοδείκτες είναι από τα πιο σημαντικά μεγέθη τα οποία πρέπει να υπολογίζονται συνεχώς από τις επιχειρήσεις. Σκοπός τους είναι να τις τροφοδοτούν με σημαντικές πληροφορίες βοηθώντας τις έτσι να αναλύουν και να εκτιμούν τη ν παρούσα κατάσταση. Οι πιο βασικοί αριθμοδείκτες εντάσσονται στις παρακάτω κατηγορίες:

- Αριθμοδείκτες ρευστότητας
- Αριθμοδείκτες δραστηριότητας

- Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας
- Αριθμοδείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης
- Επενδυτικοί αριθμοδείκτες

Βασικό είναι οι αριθμοδείκτες να εξετάζονται με προσοχή καθώς αν και είναι εύκολος ο υπολογισμός τους, συχνά η λάθος ερμηνεία τους μπορεί να οδηγήσει όπως είναι φυσικό σε λάθος συμπεράσματα.

Οι ωφέλειες οι οποίες προκύπτουν από την χρήση τους συνοψίζονται παρακάτω:

- Τα αποτελέσματα που προκύπτουν μπορούν να συγκριθούν με τα αποτελέσματα προηγούμενων χρόνων, βοηθώντας έτσι στην καλύτερη ανάλυση των βασικών μεγεθών της εταιρίας.
- Μπορούν να συγκριθούν με ομοειδής δείκτες άλλων εταιριών που δραστηριοποιούνται στον ίδιο τομέα.
- Τα αποτελέσματα των αριθμοδεικτών μπορούν να συγκριθούν με τις μέσες τιμές του κλάδου στον οποίο ανήκει η εταιρία.

Για τον υπολογισμό τους τα οικονομικά μεγέθη λαμβάνονται από τις εξής καταστάσεις :

- Τον ισολογισμό
- Τον λογαριασμό γενικής εκμετάλλευσης
- Τον λογαριασμό αποτελεσμάτων χρήσης
- Τους λογαριασμούς γενικής λογιστικής
- Τους λογαριασμούς αναλυτικής λογιστικής
- Τα λογιστικά και εξωλογιστικά έντυπα και στατιστικά στοιχεία της επιχείρησης (Gill & Chatton, 1990)

7.1 Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας

$$\text{Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό-Αποθέματα}}{\text{Βραχυπ.Υποχρεώσεις-Προκατ.Πελατών}}$$

Πίνακας 5: Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας

$2015: \frac{150.301 - 70.682}{60.708 - 45.701} = 5,30$	$2016: \frac{144.878 - 57.768}{92.979 - 44.439} = 1,78$
$2017: \frac{162.582 - 65.410}{59.281 - 50.981} = 11,71$	$2018: \frac{138.773 - 67.674}{69.015 - 61.449} = 9,4$

Πηγή: Οικονομικές καταστάσεις Τιτάν Α.Ε

Ο δείκτης αυτός δείχνει την δυνατότητα της επιχείρησης να εξυπηρετεί τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της ρευστοποιώντας τα αμέσως ρευστοποιημένα στοιχεία. Αφαιρούνται τα αποθέματα διότι αφενός παρουσιάζουν μεταξύ των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων την μικρότερη ρευστότητα, αφετέρου από την ρευστοποίηση των αποθεμάτων είναι πολύ πιθανό να προκύψει ζημιά. Τιμή του δείκτη > 1 κρίνεται ικανοποιητική. Όπως παρατηρούμε και στον παραπάνω πίνακα η Τιτάν Α.Ε τα έτη 2015 και 2017 έχει καταφέρει να αυξήσει την τιμή του δείκτη βελτιώνοντας με αυτό τον τρόπο την ρευστότητα του. Από την άλλη μεριά, τα έτη 2016 και 2018 παρουσιάζεται μείωση του δείκτη και συνεπώς και της ρευστότητας, γεγονός που σχετίζεται άμεσα με την αύξηση των αποθεμάτων.

7.2 Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων

$$\text{Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων} = \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Αποθέματα}}$$

Πίνακας 6: Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων

$2015: \frac{273.193}{70.682} = 3,86$	$2016: \frac{262.475}{57.768} = 4,53$
$2017: \frac{233.805}{65.410} = 3,56$	$2018: \frac{229.038}{67.674} = 3,37$

Πηγή: Οικονομικές καταστάσεις Τιτάν Α.Ε

Ο δείκτης αυτός απεικονίζει πόσες φορές τον χρόνο τα αποθέματα μετατρέπονται σε πωλήσεις. Χρησιμοποιείται για την αξιολόγηση της ρευστότητας και της πιστοληπτικής και δανειοληπτικής ικανότητας της επιχείρησης. Η διαχρονική αξιολόγηση του δείκτη συμβάλλει στην αξιολόγηση της θέσης της επιχείρησης στην αγορά. Όταν ο δείκτης αυτός λαμβάνει υψηλές τιμές υποδηλώνει ότι η επιχείρηση λειτουργεί πιο αποτελεσματικά. Όσον αφορά την Τιτάν Α.Ε παρατηρούμε πως από το 2015 στο 2018 κατάφερε να μειώσει τα αποθέματα της (από 70.682 σε 67.674) και έτσι για το 2018, η τιμή 3,37 σημαίνει ότι μετέτρεψε 3 φορές τα αποθέματα της σε πωλήσεις.

7.3 Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Συνολικού Ενεργητικού (ROA)

$$\text{Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Συνολικού Ενεργητικού} = \frac{\text{ΚΚΜΦ}}{\text{Συνολικό Ενεργητικό}} * 100$$

Πίνακας 7: Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Συνολικού Ενεργητικού

$2015: \frac{60.142}{1.249.026} = 0,047$	$2016: \frac{16.819}{1.267.237} = 0,012$
$2017: \frac{13.391}{1.214.858} = 0,010$	$2018: \frac{33.347}{1.117.049} = 0,030$

Πηγή: Οικονομικές καταστάσεις Τιτάν Α.Ε

Ο δείκτης αυτός μετρά την απόδοση των συνολικών περιουσιακών στοιχείων μίας επιχείρησης. Είναι ένα είδος αξιολόγησης της ικανότητας της επιχείρησης να χρησιμοποιεί παραγωγικά τους πόρους της για την πραγματοποίηση κερδών. Όσο μεγαλύτερες τιμές λαμβάνει ο δείκτης τόσο πιο αποδοτική και δυναμική εμφανίζεται η επιχείρηση. Πρωταρχικός στόχος κάθε επιχείρησης είναι να γίνονται επενδύσεις και να είναι ικανοποιητική η απόδοση των επενδύμενων κεφαλαίων. Η αποδοτικότητα ενεργητικού παρέχει σε μία εταιρία την απαραίτητη υποδομή για να προσφέρει ικανοποιητική απόδοση κεφαλαίου (Walsh, 2004). Όσον αφορά την εταιρία Τιτάν το 2015 υπήρξε μία καλή χρονιά καθώς τα καθαρά αποδιδόμενα κέρδη στους ιδιοκτήτες ήταν 60.142. Παρόλα αυτά σε όλες τις χρονιές ο δείκτης ROA παρουσιάζει θετικό πρόσημο, πράγμα που σημαίνει πως δεν είχαμε ζημιές.

7.4 Αριθμοδείκτης Περιθωρίου Καθαρού Κέρδους

$$\text{Αριθμοδείκτης Περιθωρίου Καθαρού Κέρδους} = \frac{\text{ΚΚΠΦ}}{\text{Κύκλος Εργασιών}} * 100$$

Πίνακας 8: Αριθμοδείκτης Περιθωρίου Καθαρού Κέρδους

$2015: \frac{63.619}{273.193} * 100 = 23,3\%$	$2016: \frac{22.706}{262.475} * 100 = 8,6\%$
$2017: \frac{11.881}{233.805} * 100 = 5,07\%$	$2018: \frac{35.061}{229.038} * 100 = 15,2\%$

Πηγή: Οικονομικές καταστάσεις Τιτάν Α.Ε

Ο αριθμοδείκτης αυτός προσδιορίζει το κέρδος από τις λειτουργικές δραστηριότητες της εταιρίας, δηλαδή το ποσοστό κέρδους που μένει στην επιχείρηση μετά την αφαίρεση από τις καθαρές πωλήσεις του κόστους πωληθέντων και των λοιπών εξόδων. Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης τόσο πιο επικερδής είναι η επιχείρηση. Από τον παραπάνω πίνακα βλέπουμε πως από το έτος 2016 έως και το έτος 2017 ο δείκτης παρουσιάζει πτώση ενώ από το έτος 2018 αρχίζει και ανακάμπτει και φτάνει στο 15,2%.

7.5 Αριθμοδείκτης Ξένα προς Ίδια Κεφάλαια

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

Πίνακας 9 : Αριθμοδείκτης Ξένα προς Ίδια Κεφάλαια

$2015: \frac{388.482}{860.544} = 0,44$	$2016: \frac{439.968}{827.269} = 0,52$
$2017: \frac{470.726}{744.132} = 0,62$	$2018: \frac{397.387}{719.662} = 0,54$

Πηγή : Οικονομικές καταστάσεις Τιτάν Α.Ε

Ο αριθμοδείκτης μετρά τις συνολικές υποχρεώσεις ως ποσοστό των ιδίων κεφαλαίων. Σε αντίθεση με τους προηγούμενους δείκτες όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης τόσο πιο υπερχρεωμένη είναι η επιχείρηση. Χρησιμοποιείται κυρίως από τους δανειστές της επιχείρησης για να εκτιμήσουν τον βαθμό ασφαλείας που τους εξασφαλίζουν τα Ίδια Κεφάλαια αλλά και από την ίδια την διοίκηση για να εξετάσουν το επίπεδο της μόχλευσης.

Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης τόσο μεγαλύτερη η μόχλευση και ταυτόχρονα τόσο πιο περιορισμένη η πιστοληπτική ικανότητα της επιχείρησης. Σκοπός του δείκτη είναι να μετρήσει το μείγμα των κεφαλαίων στον ισολογισμό, συγκρίνοντας τα κεφάλαια που καταβλήθηκαν από τους ιδιοκτήτες σε σχέση με αυτά που δανείστηκε η επιχείρηση (Walsh, 2004). Το έτος 2016 και 2017 ο δείκτης αυξάνεται ενώ το έτος 2018 αρχίζει και ξανά μειώνεται. Αυτό υποδηλώνει υψηλό δανεισμό για την εταιρία τα έτη 2016 και 2017.

7.6 Αριθμοδείκτης Μερισματικής Απόδοσης

$$\text{Μερισματική Απόδοση} = \frac{\text{Μέρισμα Ανά Μετοχή}}{\text{Χρηματιστηριακή Τιμή Μετοχής}}$$

Πίνακας 10: Αριθμοδείκτης Μερισματικής Απόδοσης

$2015: \frac{0,3}{17,61} = 0,016$	$2016: \frac{0,1}{22,3} = 0,0045$
$2017: \frac{0,05}{22,9} = 0,0022$	$2018: \frac{0,15}{19,38} = 0,0076$

Πηγή: Οικονομικές καταστάσεις Τιτάν Α.Ε

Η μερισματική απόδοση δείχνει την απόδοση που λαμβάνουν οι επενδυτές από τα μερίσματα των μετοχών στις οποίες έχουν επενδύσει τα κεφάλαια τους. Όσο μεγαλύτερη είναι η μερισματική απόδοση τόσο πιο ελκυστική θεωρείται η επιχείρηση για τους επενδυτές. Το 2016 και 2017 παρατηρούμε ότι η μερισματική απόδοση μειώνεται, ενώ από το 2018 αρχίζει ξανά και αυξάνεται. Θεωρείται ένας από τους πιο σημαντικούς δείκτες καθώς παρέχει στη διοίκηση της επιχείρησης μία πληροφόρηση για το τι πιστεύουν οι επενδυτές για την επίδοση της επιχείρησης.

7.7 Αριθμοδείκτης Εσωτερικής Αξίας Μετοχής

$$\text{Αριθμοδείκτης Εσωτερικής Αξίας Μετοχής} = \frac{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}{\text{Αριθμός Μετοχών}}$$

Πίνακας 11: Αριθμοδείκτης Εσωτερικής Αξίας Μετοχής

$2015: \frac{388.482}{77.063.568} = 0,0050$	$2016: \frac{439.968}{77.063.568} = 0,0057$
$2017: \frac{470.726}{77.063.568} = 0,0061$	$2018: \frac{397.387}{77.063.568} = 0,0051$

Πηγή: Οικονομικές καταστάσεις Τιτάν Α.Ε

Ο συγκεκριμένος δείκτης μας βοηθάει να κατανοήσουμε αν μία μετοχή είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη. Μέσω αυτού του δείκτη μπορούμε να βρούμε ποιο είναι το κατώτατο επίπεδο που μπορεί να φτάσει η αξία της μετοχής. Η αξία των περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης αναφέρεται σε τιμές ιστορικές οι οποίες δεν ανταποκρίνονται στις τρέχουσες τιμές των περιουσιακών στοιχείων. Στη συνολική αξία της επιχείρησης δεν περιλαμβάνονται μόνο τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης αλλά και τα άυλα, όπως η φήμη και η πελατεία.

7.8 Αποτίμηση εταιρίας Τιτάν βάσει Ταμειακών Ροών

Στις επόμενες ενότητες θα γίνει η προσπάθεια αποτίμησης της <<δίκαιης τιμής>> της μετοχής Τιτάν με την μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών.

7.8.1 Το κόστος των Ιδίων Κεφαλαίων

Ένα από τα σημαντικότερα στοιχεία του WACC είναι το κόστος των ιδίων κεφαλαίων. Για τον υπολογισμό του κόστους των ιδίων κεφαλαίων θα εφαρμοστεί ο τύπος του CAPM:

$$r_e = R_f + \beta[R_m - R_f]$$

Ακίνδυνο επιτόκιο ή επιτόκιο μηδενικού κινδύνου (R_f) είναι το επιτόκιο το οποίο μπορεί να επιτευχθεί επενδύοντας σε οικονομικά προϊόντα που δεν εμπεριέχουν καθόλου κίνδυνο. Παρόλα αυτά, στη πράξη καμία επένδυση δεν θεωρείται εντελώς ακίνδυνη. Γι αυτό το λόγο έχει επικρατήσει να θεωρούνται ακίνδυνες επενδύσεις τα κρατικά ομόλογα, καθώς η πιθανότητα να χρεοκοπήσει μία χώρα είναι αρκετά μικρή. Ουσιαστικά αποτελεί το ελάχιστο επιτόκιο της βάσης της αγοράς.

Ένα ομόλογο είναι ένα χρεόγραφο, για το οποίο ο εκδότης έχει την υποχρέωση να καταβάλει, στη λήξη της σύμβασης, την ονομαστική αξία αυτού και στην περίπτωση των ομολόγων με κουπόνι, σε τακτά προκαθορισμένα διαστήματα ποσό χρημάτων/τόκους. Άλλοι όροι μπορούν επίσης να συνδεθούν με την έκδοση ομολόγου, όπως η υποχρέωση για τον εκδότη να παρέχει ορισμένες πληροφορίες στον κάτοχο ομολόγων ή άλλοι περιορισμοί στη συμπεριφορά του εκδότη. Τα ομόλογα εκδίδονται γενικώς για ένα καθορισμένης διάρκειας χρονικό διάστημα (η λεγόμενη *ωριμότητα*), μεγαλύτερο του ενός έτους.

Ο δανεισμός μέσω ομολόγων για τα κράτη είναι μία συνηθισμένη πρακτική. Το φυσικό ή νομικό πρόσωπο που αγοράζει το ομόλογο επί της ουσίας δανείζει στο Δημόσιο το ανάλογο ποσό και το Δημόσιο αναλαμβάνει την υποχρέωση να καταβάλει στον κομιστή το συμφωνημένο ποσό, σε προκαθορισμένη χρονική στιγμή.

Τα κρατικά ομόλογα μεταβιβάζονται ελεύθερα, αποτελώντας αντικείμενο εκμετάλλευσης στις οργανωμένες αγορές. Όσον αφορά την Ευρωπαϊκή Ένωση, η απόδοση των δεκαετών ομολόγων που εκδίδονται από το Γερμανικό Δημόσιο έχει καθιερωθεί σαν σημείο αναφοράς για τα δεκαετή ομόλογα των υπολοίπων χωρών.

Για παράδειγμα, στο κλείσιμο της αγοράς στις 07/12/16 η απόδοση του 10-ετούς ομολόγου του Γερμανικού Δημοσίου διαμορφώθηκε στο 0,35% ενώ η απόδοση του 10-ετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου στο 6,68%. Η διαφορά άγγιξε το 6,33%.

(Πηγή: <http://www.hba.gr/epitokia/omologa.asp>)

Η διαφορά της απόδοσης αυτής αντιπροσωπεύει τη διαφορά στο κόστος δανεισμού του Δημοσίου της Ελλάδας, σε σχέση με το κόστος δανεισμού του Γερμανικού Δημοσίου.

Σύμφωνα με την ιστοσελίδα reuters.com ο συντελεστής beta της μετοχής Τιτάν Α.Ε είναι 0,85. Ο συντελεστής beta όπως προαναφέρθηκε είναι ένας δείκτης που περιγράφει τη σχέση της μεταβλητότητας ενός χρεογράφου με τη μεταβλητότητα της αγοράς. Μία υψηλή τιμή του συντελεστή beta συνεπάγεται ότι η απόδοση της μετοχής επηρεάζεται από την

απόδοση της αγοράς, και η μετοχή θεωρείται θετική. Το 0,85 της μετοχής Τιτάν Α.Ε σημαίνει ότι η μετοχή της εταιρίας είναι αμυντική (<1).

Ο συντελεστής beta της μετοχής Τιτάν Α.Ε είναι 0,85 , το επιτόκιο των επενδύσεων χωρίς κίνδυνο είναι $R_f=2.66\%$ (μέσος όρος τελευταίου τριμήνου) και η μέση απόδοση της αγοράς που εκτιμάται βάσει της μέσης απόδοσης του Γενικού Δείκτη Τιμών της αγοράς είναι $R_m=9,63\%$ (σύμφωνα με την επίσημη ιστοσελίδα market-risk-premia.com).

Επομένως, με όσα προαναφέρθηκαν σε αυτή την ενότητα, το Κόστος των Ιδίων Κεφαλαίων της εταιρίας, σύμφωνα με το CAPM θα είναι :

$$\text{Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων} = R_f + b * (R_m - R_f) = 0,0266 + 0,85(0,0963) = 0,1084 \text{ ή } 10,84\%$$

7.8.2 Το κόστος των Ξένων Κεφαλαίων

Το κόστος Ξένων Κεφαλαίων αφορά το κόστος με το οποίο δανείζεται μία επιχείρηση από τους πιστωτές προκειμένου να ανταποκριθεί στις τρέχουσες υποχρεώσεις της.

Αναφορικά με τον υπολογισμό του Κόστους Ξένων Κεφαλαίων της εταιρίας Τιτάν Α.Ε θα ήταν καλό να λάβουμε υπόψη πως η εταιρία πέρασε ένα διάστημα κατά το οποίο δανειζόταν με αρκετά υψηλά επιτόκια. Παρόλα αυτά από το 2014 και μετά άρχισε η αποκλιμάκωση των επιτοκίων μεσο-μακροπρόθεσμου δανεισμού. Πιο συγκεκριμένα:

- Το 2014, εξέδωσε ομολογίες συνολικού ποσού 300 εκατ. ευρώ με τοκομερίδιο 4,25% και λήξη το 2019
- Το 2016 εξέδωσε ομολογίες συνολικού ποσού 300 εκατ. ευρώ με τοκομερίδιο 3,5% και λήξη το 2021
- Το Νοέμβριο του 2017 δανείστηκε με έκδοση ομολόγου συνολικής ονομαστικής αξίας 250 εκατ. ευρώ και ετήσιο επιτόκιο 2,375%.

Όπως είναι λογικό το σχετικά υψηλό κόστος δανεισμού της εταιρίας οφειλόταν στο υψηλό κόστος δανεισμού του κράτους αλλά και των Ελληνικών επιχειρήσεων γενικότερα. Ακόμα ένας λόγος που δεν φαίνεται καθαρά η μείωση του κόστους δανεισμού είναι επειδή το κόστος του μακροχρόνιου δανεισμού καθυστερεί να δείξει την τάση για το κόστος δανεισμού της επιχείρησης , επειδή βασίζεται σε ομολογίες ή συμφωνίες δανεισμού κατά βάση με σταθερό επιτόκιο το οποίο διαμορφώνεται για αρκετά έτη.

Το κόστος των δανειακών υποχρεώσεων είναι το πηλίκο των χρηματιστηριακών εξόδων προς το σύνολο των δανειακών υποχρεώσεων όπως προκύπτουν από τις

δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις της εταιρίας (για τη χρήση που έληξε στις 31/12/2018).

Σημαντικό για τον υπολογισμό του Κόστους Δανειακών Κεφαλαίων είναι να συμπεριλάβουμε το δάνειο της εταιρίας Τιτάν για το έτος 2018, της τάξεως των 150 εκ €.

$$\text{Κόστος Δανειακών Κεφαλαίων} = \frac{\text{Χρηματοοικονομικά Έξοδα}}{\text{Σύνολο Δανειακών Υποχρεώσεων}} = \frac{15.054}{442.388} = 0,034 \text{ ή } 3,4\%$$

Επίσης σημαντικό είναι να αναφερθεί πως η εταιρία διαθέτει τις παρακάτω δανειακές συμβάσεις με τη θυγατρική εταιρία του Ομίλου Titan Global Finance PLC:

- Ανακυκλούμενη γραμμή πίστωσης € 180,0 εκατ. (έτος λήξης : 2022, επιτόκιο : κυμαινόμενο, υπόλοιπο € 35,3 εκατ.)
- Δανειακή σύμβαση € 150,0 εκατ. (έτος λήξης : 2021, επιτόκιο : σταθερό)
- Δανειακή σύμβαση € 110,2 εκατ. (έτος λήξης : 2024, επιτόκιο : σταθερό)

Για τον υπολογισμό του wacc θα χρειαστεί να προσδιορίσουμε και την κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρίας, δηλαδή το μέσο ποσοστό των ξένων και των ιδίων κεφαλαίων. Η κεφαλαιακή διάρθρωση φανερώνει και τον τρόπο χρηματοδότησης των δραστηριοτήτων της εταιρίας.

$$\text{Μέσο ποσοστό Ξένων Κεφαλαίων} = \frac{\text{Σύνολο Υποχρεώσεων}}{\text{Σύνολο Παθητικού}}$$

$$\text{Μέσο ποσοστό Ιδίων Κεφαλαίων} = \frac{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}{\text{Σύνολο Παθητικού}}$$

Πίνακας 12: Μέσο ποσοστό Ξένων Κεφαλαίων Τιτάν Α.Ε

	2014	2015	2016	2017	2018
Σύνολο Υποχρεώσεων	416.957	388.482	439.968	470.726	397.387
Σύνολο Παθητικού	1.240.258	1.249.026	1.267.237	1.214.858	1.117.049
Ποσοστό	33,6%	31,1%	34,7%	38,7%	35,5%

Πηγή: Οικονομικές καταστάσεις Τιτάν Α.Ε

Το μέσο ποσοστό των ξένων κεφαλαίων είναι 34,72%.

Πίνακας 13: Μέσο Ποσοστό Ιδίων Κεφαλαίων

	2014	2015	2016	2017	2018
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	823.301	860.544	827.269	744.132	719.662
Σύνολο Παθητικού	1.240.258	1.249.026	1.267.237	1.214.858	1.117.049
Ποσοστό	66,3%	68,8%	65,2%	61,2%	64,4%

Πηγή: Οικονομικές καταστάσεις Τιτάν Α.Ε

Το μέσο ποσοστό των ιδίων κεφαλαίων είναι 65,18%.

7.8.3 Τελικός Υπολογισμός WACC

Με βάση την ανάλυση που προηγήθηκε προκύπτουν τα παρακάτω δεδομένα :

Φορολογικός συντελεστής : 29%

Κόστος Ξένων Κεφαλαίων : 3,4%

Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων : 10,84%

Μέσο ποσοστό Ιδίων Κεφαλαίων : 65,1%

Μέσο ποσοστό Ξένων Κεφαλαίων : 34,7%

Εφαρμόζοντας τον τύπο για το WACC προκύπτει ότι:

$$WACC = (\text{Ποσοστό Ι.Κ} * \text{Κόστος Ιδίων}) + ((\text{Ποσοστό Ξ.Κ} * \text{Κόστος Ξένων}) * (1-\phi)) = (0,651 * 0,1084) + ((0,347 * 0,034) * (1-0,29)) = 0,07893 \text{ ή } 7,89\%$$

Επομένως το μέσο σταθμικό κόστος WACC ισούται με 7,89% και θεωρείται προεξοφλητικό επιτόκιο στην αποτίμηση των ταμειακών ροών.

7.8.4 Προσδιορισμός των Ταμειακών Ροών

Για τον υπολογισμό των ελεύθερων ταμειακών ροών θα χρησιμοποιηθούν οι παρακάτω σχέσεις:

$$FCFF = NI + Dep + Int(1 - Tax\ rate) - FCInv - WCInv \quad (1)$$

NI: $(EBITDA - Dep - Int) * (1 - Tax\ rate)$

Όπου ισχύει ότι :

NI: καθαρό εισόδημα (Net Income)

Dep: αποσβέσεις (depreciation)

Int: χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα

Tax rate: φορολογικός συντελεστής

FCInv: επενδύσεις σε πάγια περιουσιακά στοιχεία

WCInv: επενδύσεις σε κεφάλαιο κίνησης

Net Borrowing: καθαρός δανεισμός

Ο υπολογισμός του FCFF για το έτος 2018 είναι ο εξής :

7.8.5 Προβλεπόμενες Ταμειακές Ροές

Βάσει εκτιμήσεων, η αύξηση των λειτουργικών ροών στην επόμενη χρήση υπολογίζεται στο 3% (λόγω του ότι ακολουθεί τους ρυθμούς αύξησης του Ελληνικού ΑΕΠ) και οι κεφαλαιουχικές επενδύσεις στο επίπεδο των 21.754 χιλ. ευρώ. Όσον αφορά την εξέλιξη των ταμειακών ροών ο πίνακας 14 δείχνει τις εξελίξεις τους στην επόμενη πενταετία. Ο ρυθμός αύξησης των λειτουργικών ροών αναμένεται να είναι σταθερός $g=3\%$ έως το έτος 2022 και μετά σταθερός στο 2%.

Πίνακας 14 : Προβλεπόμενες Ταμειακές Ροές

	2018	2019	2020	2021	2022
Λειτουργικές ροές	102.102	105.165,06	108.320,01	111.569,61	114.916,69

7.8.6 Αποτίμηση βάσει Λειτουργικών Ροών

Γίνεται η αποτίμηση βάσει λειτουργικών ροών της συνολικής αξίας της εταιρίας.

$$FirmValue = \frac{FCFF_1}{WACC - g} = \frac{105.165,06}{0,07893 - 0,03} = 2.149.296,14$$

Όπου $FCFF_1$ είναι η λειτουργική ροή του 2019, g ο ρυθμός αύξησης 3% και WACC το προεξοφλητικό επιτόκιο, δηλαδή 7,89%.

Έτσι υπολογίζεται και η αξία του μετοχικού κεφαλαίου.

$$EquityValue = FirmValue - Debt = 2.149.296,14 - 428.681 = 1.720.615,14$$

Το Debt για το έτος 2018 υπολογίζεται ως εξής :

Πίνακας 15: Υπολογισμός χρέους εταιρίας

	Ποσά σε χιλιάδες €
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	442.388
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	3
Δανεισμός έτους 2018	442.391
(-) Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα λήξης χρήσεως	13.710
Καθαρός συνολικός δανεισμός	428.681

7.8.7 Αποτίμηση βάσει Ελεύθερων Ροών

Ο πίνακας 16 δείχνει τον υπολογισμό της αξίας της μετοχής βάσει των εκτιμώμενων ελεύθερων ροών. Πιο αναλυτικά:

Πίνακας 16: Αποτίμηση βάσει Ελεύθερων Ροών

Ποσά σε χιλ €	2018	2019	2020	2021	2022	Μέλλον
FCFF	102.102	105.165,06	108.320,01	111.569,61	114.916,61	1.989.055,1
WACC	0,789	0,789	0,789	0,789	0,789	0,789
Συντελεστής ΠΑ	0,9250	0,8570	0,7930	0,7344	0,6799	0,6799
Παρούσα αξία FCFF	94.444,35	90.126,45	85.897,76	81.936,72	78.131,85	1.352.358
Αξία Εταιρίας						1.782.895,63

Αξία μελλοντικών FCFF για το έτος 2022:

$$FCFF_{2023} / (ΜΣΚΚ-g) = 117.215,02 / (0,789-0,02) = 1.989.055,1$$

Η αξία της εταιρίας όπως είδαμε και παραπάνω υπολογίζεται στα 1.782.895,63 ευρώ. Ο συνολικός δανεισμός για το έτος 2018 είναι 428.681 ευρώ. Συνεπώς η καθαρή αξία της εταιρίας ισούται με:

$$\begin{aligned} \text{Καθαρή αξία της εταιρίας} &= \text{Αξία της εταιρίας} - \text{Καθαρός δανεισμός έτους 2018} \\ &= 1.782.895,63 - 428.681 = 1.354.214,63 \end{aligned}$$

Σύμφωνα με τον δικτυακό τόπο naftemporiki.gr, οι μετοχές της εταιρίας για το έτος 2018 ανήλθαν σε 77.063.568 ή ισοδύναμα 77.063,6 χιλιάδες μετοχές. Συνεπώς:

$$\text{Καθαρή αξία ανά μετοχή TITAN} = 1.354.214,63 / 77.063,6 = 17,57$$

Η εκτίμηση της αξίας της εταιρίας TITAN ανά μετοχή σε κυκλοφορία μέσω της αποτίμησης των FCFF ισούται με 17,57. Η αξία αυτή είναι θεωρητική καθώς προκύπτει από το θεωρητικό μοντέλο. Για να αξιολογηθεί η αξία αυτή, συγκρίνεται με την τρέχουσα τιμή κάθε μετοχής που διαπραγματεύεται στη χρηματιστηριακή αγορά. Έτσι, στις 6/11/2019 η

τιμή ανά μετοχή για τον TITAN στο XAA βρέθηκε ίση με €18,2 (Δικτυακός τόπος naftemporiki.gr). Βάσει όλων αυτών η μετοχή της εταιρίας θεωρητικά έχει ποσοστιαία απόκλιση της τάξης του:

Ποσοστιαία διαφορά θεωρητικής και πραγματικής αξίας ανά μετοχή =

$$((17,57-18,2)/18,2)*100= -3,46 \%$$

Οπότε η τιμή της μετοχής θεωρείται υπερτιμημένη, που σημαίνει ότι διαπραγματεύεται με υπεραξία.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η εταιρία TITAN είναι μία επιχείρηση που λειτουργεί εύρυθμα και ικανοποιητικά αναφορικά με το χρηματοοικονομικό τομέα και παρουσιάζει χρηματοοικονομικά μεγέθη και αποτελέσματα καλύτερα από τον μέσο όρο του Ελληνικού κλάδου παραγωγής τσιμέντων από τον οποίο δείχνει να επηρεάζεται όσον αφορά τη λειτουργία της. Η TITAN διακρίνεται πολύ καλή βραχυπρόθεσμη λειτουργία, όπως και την πολύ καλή επίδοση της. Είναι μία από τις λίγες Ελληνικές επιχειρήσεις με αναγνωρισμένη δυναμική πορεία σε αγορές του εξωτερικού, ενώ στα πλαίσια της κουλτούρας του εξελίσσεται με γνώμονα τη γεωγραφική διαφοροποίηση, τη καθετοποίηση των δραστηριοτήτων και τη συνεχή βελτίωση της ανταγωνιστικότητας.

Οι τρέχουσες πολιτικές και οικονομικές εξελίξεις στην Ελλάδα φέρουν αρκετές προκλήσεις για τις Ελληνικές επιχειρήσεις, οι οποίες τα τελευταία χρόνια αγωνίζονται σκληρά για να ανταπεξέλθουν στις οικονομικές συνθήκες. Όπως όλοι οι κλάδοι, έτσι και αυτός της τσιμεντοβιομηχανίας βιώνει αρκετά προβλήματα. Παρόλα αυτά η εταιρία TITAN κατάφερε να αντέξει και να βελτιώσει τα αποτελέσματά της, καταλαμβάνοντας σήμερα το μεγαλύτερο μερίδιο της αγοράς στη χώρα, αποτελώντας έτσι τον ηγέτη της Ελληνικής τσιμεντοβιομηχανίας.

Η παρούσα εργασία μας έκανε να καταλήξουμε στο συμπέρασμα πως η εταιρία TITAN χαρακτηρίζεται από εξαιρετικά δυναμικό υφιστάμενο ανταγωνισμό.

Η χρηματοοικονομική ανάλυση για τα έτη 2015-2018 έδειξε πως η τρέχουσα αρνητική εικόνα της Ελληνικής οικονομίας επηρεάζει σε χαμηλό βαθμό την πορεία της εταιρίας. Ειδικότερα, η αξία του Ενεργητικού δείχνει να συρρικνώνεται έως το τέλος της υπό μελέτης περιόδου, με τις Απαιτήσεις και τα Διαθέσιμα να μειώνονται έως το 2016, ενώ τα

Αποθέματα μειώνονται το 2016 και στη συνέχεια έως και το 2018 αυξάνονται. Επίσης η εικόνα των στοιχείων του Παθητικού φέρει διάφορες αυξομειώσεις, υποδηλώνοντας πως η εταιρία δεν ήταν σε θέση να διατηρήσει μία σταθερή δομή στη κεφαλαιακή της διάρθρωση.

Η ανάλυση αριθμοδεικτών έδειξε πως αναφορικά με την ρευστότητα, η εταιρία βασίζεται σημαντικά στη χρήση Αποθεμάτων για να αποκτήσει ρευστότητα και έτσι να καλύψει τις οφειλές της. Η εταιρία TITAN ανανεώνει συχνά τα Αποθέματα, ενώ η εισπρακτική τακτική των Απαιτήσεων δείχνει να είναι αποτελεσματική καθώς εισπράττει τακτικά οφειλές από τρίτους. Όσον αφορά την Αποδοτικότητα, η εταιρία δείχνει μία καλή εικόνα με τους δείκτες να αυξάνονται διαχρονικά. Τέλος, αξίζει να αναφερθεί πως η εταιρία φαίνεται να κάνει περισσότερο χρήση των Ιδίων Κεφαλαίων της και πιο περιορισμένα να προβαίνει σε λήψη δανείου για την κάλυψη των αναγκών της.

Στην εργασία αυτή, για την αποτίμηση επιλέχθηκε η αποτίμηση με τη μέθοδο των Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών. Η μέθοδος αυτή επιλέχθηκε λόγω των σημαντικών πλεονεκτημάτων της έναντι άλλων μεθόδων. Εν κατακλείδι, τα συμπεράσματα στα οποία καταλήξαμε με τη χρήση της μεθόδου είναι πως η Καθαρή Αξία ανά μετοχή της εταιρίας είναι 17,57 ενώ η τιμή που διαπραγματεύεται στο ΧΑΑ είναι 18,2. Καταλήγουμε έτσι στο συμπέρασμα πως η μετοχή της εταιρίας TITAN είναι υπεριτιμημένη.

Βιβλιογραφικές Παραπομπές

Ξενογλώσση βιβλιογραφία

A.N. & Boger, M.B. , 1999. The Art and Science of Business Valuation, pp 29

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

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

Dagilien, Kovaliov, Macerinskas & Simanavicien, 2006

Elton J.E Gruber J.M, Brown J.S & Goetzmann N.W (2010) Modern Portfolio Theory and Investment Analysis

Fisher and Stanley, 1981, Relative shocks, Relative Price Variability and Inflation, Brookings Papers on Economic Activity²

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

Palepu, k., Healey, P., & Bernard, V. (2004). Business analysis and evaluation. 2nd edition. Southwestern Publishing

Palepu, k., Healey, P., & Bernard, V. (2004). Business analysis and Evaluation- Using Financial Statements, 3rd edition. Southwestern Publishing

Penman, S. (2001). Financial Statement Analysis and Security Valuation. New York: McGraw-Hill International Edition

The Principles of Valuation of Merges and Takeovers AOL-Time Warner Analysis, (April, 2015

Walsh, C. (2004). Αριθμοδείκτες και Management, 4^η έκδοση, Μετάφραση Παπαϊωάννου Τρισευγένη. Εκδόσεις Πατάκη

Ελληνική βιβλιογραφία

Γκίκας, Δ., Παπαδάκη, Α., & Σιουγλέ, Γ. (2010). Ανάλυση & Αποτίμηση επιχειρήσεων. Αθήνα: Εκδόσεις Γ. Μπένου

Λαζαρίδης Γ. Θεμιστοκλής, 2005, Αποτίμηση επιχειρήσεων-Θεωρία-Μεθοδολογία-Πρακτική, Αφοί Κυριακίδη ΑΕ)

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

Λαζαρίδης Θ. (2005) : Αποτίμηση επιχειρήσεων: Θεωρία- Μεθοδολογία- Πρακτική

Σφαρνάς, Α. (1993). Αποτίμηση Επιχειρήσεων. Αθήνα: ΕΥΤΥΧΙΑ ΣΠ. ΓΑΛΛΙΟΥ ΚΑΙ ΣΙΑ Ε.Ε

Βιβλιογραφία

Akan, O., Allen, R. S., Helms, M.M., & Spralls III, S. A, (2006), Critical tactics for implementing Porter's generic strategies, *Journal of Business Strategy*, 27, pp 43-53

Halik, J., (2012), The application of PEST analysis based on EBRD and IBRD methodology, *Central European Business Review*

Oliver, C., (1997), Sustainable competitive advantage: Combining institutional and resource-based reviews, *Strategic management journal*

Διαδίκτυο

<http://www.titan.gr/el/titan-group/>

<http://www.orykta.gr/ekmetalleusi-emploutismos/metallourgikes-diergasies/81-elliniki-tsimentobiomihania>

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

<https://www.investing.com/equities/titan-cement-ratios>

https://www.huffingtonpost.com/kristi-lowe/establishment-blues_b_12623152.html

<http://www.hba.gr/epitokia/omologa.asp>

<https://www.naftemporiki.gr/finance/quote/titk.ath/titan-anon-etairia-tsimento?tab=4>

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

<http://www.emea.gr>

ΠΡΟΣΑΡΤΗΜΑ

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

(ποσά σε χιλιάδες €)	Όμιλος		Εταιρία	
	Για το έτος που έληξε την 31/12		Για το έτος που έληξε την 31/12	
	2015	2014	2015	2014
Ταμειακές Ροές Λειτουργικών Δραστηριοτήτων				
Εισροές διαθεσίμων από την κύρια εκμετάλλευση	237.641	174.278	29.357	27.494
Καταβεβλημένοι φόροι εισοδήματος	-18.128	-20.946	-798	-180
Σύνολο εισροών από λειτουργικές δραστηριότητες (α)	219.513	153.332	28.559	27.314
Ταμειακές Ροές Επενδυτικών Δραστηριοτήτων				
Αγορά ενσώματων ακινητοποιήσεων	-172.588	-81.536	-16.543	-13.472
Αγορά ασώματων ακινητοποιήσεων	-888	-566	-101	-335
Εισπράξεις από πωλήσεις ενσώματων και επενδυτικών παγίων	1.305	181	356	183
Μερίσματα εισπραχθέντα	2.218	1.404	55.012	112.000
Απόκτηση θυγατρικών εταιριών	-	-2.741	-	-
Συμμετοχή σε ίδρυση συγγενούς εταιρίας	-400	-71	-	-
Μείωση μετοχικού κεφαλαίου θυγατρικών	-	-	1.180	392.950
Καθαρές πληρωμές για την απόκτηση επενδυτικών τίτλων	-1.836	-	-1.836	-
Τόκοι εισπραχθέντες	1.767	2.148	52	110
Σύνολο (εκροών)/εισορών από επενδυτικές δραστηριότητες (β)	-170.422	-81.181	38.120	491.436
Σύνολο ταμειακών ροών μετά από τις επενδυτικές δραστηριότητες (α)+(β)	49.091	72.151	66.679	518.750
Ταμειακές Ροές Χρηματοοικονομικών Δραστηριοτήτων				
Εισπραξη από την μη ελέγχουσα συμμετοχή λόγω ίδρυσης θυγατρικής εταιρίας	35	-	-	-
Εισπράξεις από πώληση ιδίων μετοχών	638	566	638	566
Εισπράξεις κρατικών επιχορηγήσεων	227	891	-	-
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα καταβεβλημένα	-56.318	-58.732	-22.441	-44.135
Παραγραφέντα μερίσματα υπέρ Ελληνικού Δημοσίου	-36	-67	-36	-67
Μερίσματα και αποθεματικά πληρωθέντα σε μετόχους	-25.316	-8.438	-25.316	-8.438
Μερίσματα πληρωθέντα σε μη ελέγχουσες συμμετοχές	-5.635	-11.267	-	-
Απόκτηση μη ελέγχουσας συμ/χής	-10.591	-	-	-
Εισπράξεις από εκδοθέντα / αναληφθέντα δάνεια	396.812	1.057.652	93.421	177.900
Εξοφλήσεις δανείων	-370.366	-1.098.747	-121.862	-636.327
Σύνολο εκροών από χρηματοοικονομικές δραστηριότητες (γ)	-70.550	-118.142	-75.596	-510.501
Καθαρή (μείωση)/αύξηση στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα (α)+(β)+(γ)	-21.459	-45.991	-8.917	8.249
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα έναρξης χρήσης	142.946	184.257	16.971	8.780
Επίδραση συναλλαγματικών διαφορών	246	4.680	572	-58
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα λήξης χρήσης	121.733	142.946	8.626	16.971

Όμιλος ΠΤΑΝ Σύνοψη Ενιαίου Ετήσιου Απολογισμού 2015

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

(ποσά σε χιλιάδες €)	Όμιλος		Εταιρία	
	Για το έτος που έληξε την 31/12		Για το έτος που έληξε την 31/12	
	2015	2014	2015	2014
Κύκλος εργασιών	1.397.818	1.158.414	273.193	263.969
Κόστος πωλήσεων	-1.039.425	-863.906	-202.442	-208.026
Μεικτά κέρδη προ αποσβέσεων και απομειώσεων	358.393	294.508	70.751	55.943
Άλλα έσοδα εκμετάλλευσης	9.508	15.237	16.651	10.463
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	-114.169	-100.927	-37.048	-35.372
Έξοδα λειτουργίας διάθεσης	-21.236	-18.466	-128	-133
Άλλα έξοδα εκμετάλλευσης	-16.074	-8.761	-6.458	-284
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων, αποσβέσεων και απομειώσεων	216.422	181.591	43.768	30.617
Αποσβέσεις που αναλογούν στο κόστος πωλήσεων	-107.442	-98.681	-12.285	-12.161
Αποσβέσεις που αναλογούν στα έξοδα διοικητικής λειτουργίας και διάθεσης	-6.208	-6.768	-1.256	-1.296
(Απομειώσεις)/αντιστροφή απομειώσεων ενσώματων και ασώματων ακινητοποιήσεων που αναλογούν στο κόστος πωλήσεων	-17.045	414	-	753
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων	85.727	76.556	30.227	17.913
Έσοδα συμμετοχών και χρεογράφων	1.565	-	55.246	112.000
Έξοδα συμμετοχών και χρεογράφων	-2.805	-1.609	-	-5.211
Έσοδα χρηματοοικονομικής λειτουργίας	1.767	2.148	52	110
Έξοδα χρηματοοικονομικής λειτουργίας	-67.360	-66.275	-23.383	-43.365
Κέρδη από συναλλαγματικές διαφορές	17.435	31.056	1.477	1.679
Συμμετοχή στα κέρδη συγγενών εταιριών και κοινοπραξιών	5.815	4.945	-	-
Κέρδη προ φόρων	42.144	46.821	63.619	83.126
(Μειών)/πλέον: Φόρος εισοδήματος	-6.848	-11.104	-3.477	8.598
Κέρδη μετά από φόρους	35.296	35.717	60.142	91.724
Τα καθαρά κέρδη αναλογούν σε :				
Μετόχους της Εταιρίας	33.754	30.947		
Μη ελέγχουσες συμμετοχές	1.542	4.770		
	35.296	35.717		
Κέρδη μετά από φόρους ανά μετοχή - βασικά (σε €)	0,4126	0,3790		
Κέρδη μετά από φόρους ανά μετοχή - προσαρμοσμένα (σε €)	0,4103	0,3767		

 Για να δείτε ή να κατεβάσετε τις πλήρεις Ετήσιες Οικονομικές Καταστάσεις μας για το έτος που έληξε στις 31 Δεκεμβρίου 2015 επισκεφθείτε την ιστοσελίδα integratedreport2015.financial.titan.gr

Όμιλος TITAN Σύνοψη Ενιαίου Ετήσιου Απολογισμού 2015

Κατάσταση Αποτελεσμάτων

(ποσά σε χιλιάδες €)	Όμιλος		Εταιρία	
	Για το έτος που έληξε την 31/12		Για το έτος που έληξε την 31/12	
	2016	2015	2016	2015
Κύκλος εργασιών	1.509,153	1.397,818	262,475	273,193
Κόστος πωλήσεων	-1.072,139	-1.039,425	-199,836	-202,442
Μικτά κέρδη προ αποσβέσεων και απομειώσεων	437.014	358.393	62.639	70.751
Άλλα έσοδα εκμετάλλευσης	8,972	9,508	15,470	16,651
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	-122,108	-114,169	-43,276	-37,048
Έξοδα λειτουργίας διάθεσης	-21,628	-21,236	-271	-128
Άλλα έξοδα εκμετάλλευσης	-23,651	-16,074	-4,476	-6,458
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων, αποσβέσεων και απομειώσεων	278.599	216.422	30.086	43.768
Αποσβέσεις που αναλογούν στο κόστος πωλήσεων	-109,421	-107,442	-13,572	-12,285
Αποσβέσεις που αναλογούν στα έξοδα διοικητικής λειτουργίας και διάθεσης	-6,872	-6,208	-1,181	-1,256
Απομειώσεις ενσώματων και ασώματων ακινήτων που αναλογούν στο κόστος πωλήσεων	-10,814	-17,045	-	-
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων	151.492	85.727	15.333	30.227
Έσοδα συμμετοχών και χρεογράφων	1,926	1,565	29,379	55,246
Έξοδα συμμετοχών και χρεογράφων	-	-2,805	-	-
Έσοδα χρηματοοικονομικής λειτουργίας	2,900	1,767	24	52
Έξοδα χρηματοοικονομικής λειτουργίας	-67,303	-67,360	-22,333	-23,383
(Ζημιές)/κέρδη από συναλλαγματικές διαφορές	-25,982	17,435	303	1,477
Συμμετοχή στα κέρδη συγγενών εταιριών και κοινοπραξιών	492	5,815	-	-
Κέρδη προ φόρων	63.525	42.144	22.706	63.619
Πλέον/(μείον): Φόρος εισοδήματος	63,805	-6,848	-5,887	-3,477
Κέρδη μετά από φόρους	127.330	35.296	16.819	60.142
Τα καθαρά κέρδη αναλογούν σε :				
Μετόχους της Εταιρίας	127,444	33,754		
Μη ελέγχουσες συμμετοχές	-114	1,542		
	127,330	35,296		
Κέρδη μετά από φόρους ανά μετοχή - βασικά (σε €)	1,5612	0,4126		
Κέρδη μετά από φόρους ανά μετοχή - προσαρμοσμένα (σε €)	1,5521	0,4103		



Για να δείτε ή να κατεβάσετε τις πλήρεις Ετήσιες Οικονομικές Καταστάσεις μας για το έτος που έληξε στις 31 Δεκεμβρίου 2016, επισκεφθείτε την ιστοσελίδα integratedreport2016.titan.gr

Όμιλος TITAN Σύνοψη Ενιαίας Ετήσιας Έκθεσης Απολογισμού 2016

Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης

(ποσά σε χιλιάδες €)	Ομίλος		Εταιρία	
	Για το έτος που έληξε την 31/12		Για το έτος που έληξε την 31/12	
	2016	2015	2016	2015
Ενεργητικό				
Ενσώματες ακινητοποιήσεις	1.573.235	1.805.720	242.777	237.424
Επενδυτικά ακίνητα	9.820	9.548	9.126	9.461
Ασώματες ακινητοποιήσεις	375.116	456.342	4.458	3.612
Συμμετοχές σε θυγατρικές	-	-	862.657	844.762
Συμμετοχές σε συγγενείς εταιρίες και κοινοπραξίες	170.803	82.508	-	-
Παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα	1.386	-	-	-
Διαθέσιμα προς πώληση χρηματοοικονομικά στοιχεία	1.065	1.209	122	172
Λοπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	12.638	14.830	3.219	3.063
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	20.971	806	-	-
Σύνολο μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	2.165.034	2.370.963	1.122.359	1.098.494
Αποθέματα	248.924	286.793	57.768	70.682
Απαιτήσεις και προπληρωμές	196.108	167.148	75.892	68.387
Παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα	1	-	-	-
Διαθέσιμα προς πώληση χρηματοοικονομικά στοιχεία	-	2.110	-	2.109
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	179.710	121.733	11.218	8.626
Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	624.743	577.784	144.878	149.804
Σύνολο Ενεργητικού	2.789.777	2.948.747	1.267.237	1.248.298

Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης (συνέχεια)

(ποσά σε χιλιάδες €)	Όμιλος		Εταιρία	
	Για το έτος που έληξε την 31/12		Για το έτος που έληξε την 31/12	
	2016	2015	2016	2015
Ίδια Κεφάλαια και Υποχρεώσεις				
Μετοχικό κεφάλαιο (84.632.528 μετοχές των € 4,00)	338.530	338.530	338.530	338.530
Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο	22.826	22.826	22.826	22.826
Δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών	2.978	1.807	2.978	1.807
Ίδιες μετοχές	-101.453	-79.077	-101.453	-79.077
Λοιπά αποθεματικά	839.364	1.017.304	538.403	519.750
Κέρδη εις νέο	374.106	285.504	25.985	56.708
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων που αναλογούν σε μετόχους της μητρικής Εταιρίας	1.476.351	1.586.894	827.269	860.544
Μη ελέγχουσες συμμετοχές	76.465	118.391	-	-
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων (α)	1.552.816	1.705.285	827.269	860.544
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	710.965	716.766	310.678	300.712
Παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα	-	924	-	-
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	56.597	163.786	12.438	7.518
Υποχρεώσεις συνταξιοδοτικών παροχών	33.961	31.018	15.870	13.087
Προβλέψεις	22.498	21.481	4.215	2.221
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	5.952	6.572	3.788	4.005
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	829.973	940.547	346.989	327.543
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	129.499	26.313	42.442	9.324
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	266.584	265.308	44.439	45.204
Υποχρεώσεις από φόρο εισοδήματος	3.754	4.959	-	-
Προβλέψεις	7.151	6.335	6.098	5.683
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	406.988	302.915	92.979	60.211
Σύνολο υποχρεώσεων (β)	1.236.961	1.243.462	439.968	387.754
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων και Υποχρεώσεων (α+β)	2.789.777	2.948.747	1.267.237	1.248.298

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ

(ποσά σε χιλιάδες €)	Όμιλος		Εταιρία	
	Για το έτος που έληξε την 31/12		Για το έτος που έληξε την 31/12	
	2015	2014	2015	2014
Ενεργητικό				
Ενσώματες ακινητοποιήσεις	1.807.709	1.677.262	239.413	236.468
Επενδυτικά ακίνητα	9.548	9.267	9.461	9.908
Ασώματες ακινητοποιήσεις	454.584	441.808	1.854	1.973
Συμμετοχές σε θυγατρικές	-	-	844.762	845.807
Συμμετοχές σε συγγενείς εταιρίες και κοινοπραξίες	82.508	86.533	-	-
Διαθέσιμα προς πώληση χρηματοοικονομικά στοιχεία	1.209	1.406	172	111
Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	14.830	16.204	3.063	2.960
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	806	2.517	-	-
Σύνολο μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	2.371.194	2.235.017	1.098.725	1.097.227
Αποθέματα	286.793	275.774	70.682	72.830
Απαιτήσεις και προπληρωμές	167.645	157.449	68.884	53.169
Διαθέσιμα προς πώληση χρηματοοικονομικά στοιχεία	2.110	63	2.109	61
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	121.733	142.946	8.626	16.971
Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	578.281	576.232	150.301	143.031
Σύνολο Ενεργητικού	2.949.475	2.811.249	1.249.026	1.240.258
Ίδια Κεφάλαια και Υποχρεώσεις				
Μετοχικό κεφάλαιο (84.632.528 μετοχές των € 4,00)	338.530	338.530	338.530	338.530
Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο	22.826	22.826	22.826	22.826
Δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών	1.807	1.620	1.807	1.620
Ίδιες μετοχές	-79.077	-83.633	-79.077	-83.633
Λοιπά αποθεματικά	1.017.304	939.525	519.750	496.236
Κέρδη εις νέο	285.504	288.137	56.708	47.722
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων που αναλογούν σε μετόχους της μητρικής Εταιρίας	1.586.894	1.507.005	860.544	823.301
Μη ελέγχουσες συμμετοχές	118.391	120.590	-	-
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων (α)	1.705.285	1.627.595	860.544	823.301
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	716.766	634.195	300.712	336.694
Παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα	924	2.438	-	-
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	163.786	184.085	7.518	3.365
Υποχρεώσεις συνταξιοδοτικών παραχών	31.018	31.727	13.087	14.029
Προβλέψεις	21.481	15.922	2.221	2.293
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	6.803	30.053	4.236	4.446
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	940.778	898.420	327.774	360.827
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	26.313	49.522	9.324	95
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	265.805	220.462	45.701	52.425
Παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα	-	127	-	-
Υποχρεώσεις από φόρο εισοδήματος	4.959	10.987	-	-
Προβλέψεις	6.335	4.136	5.683	3.610
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	303.412	285.234	60.708	56.130
Σύνολο υποχρεώσεων (β)	1.244.190	1.183.654	388.482	416.957
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων και Υποχρεώσεων (α+β)	2.949.475	2.811.249	1.249.026	1.240.258

Όμιλος ΤΙΤΑΝ Σύνοψη Εξαίσιου Ετήσιου Απολογισμού 2015

Κατάσταση Ταμειακών Ροών

(ποσά σε χιλιάδες €)	Όμιλος		Εταιρία	
	Για το έτος που έληξε την 31/12		Για το έτος που έληξε την 31/12	
	2016	2015	2016	2015
Ταμειακές Ροές Λειτουργικών Δραστηριοτήτων				
Εισροές διαθεσίμων από την κύρια εκμετάλλευση	275.283	237.641	41.840	29.357
Καταβληθέντοι φόροι εισοδήματος	-6.065	-18.128	-326	-798
Σύνολο εισροών από λειτουργικές δραστηριότητες (α)	269.218	219.513	41.514	28.559
Ταμειακές Ροές Επενδυτικών Δραστηριοτήτων				
Πληρωμές για την απόκτηση ενσώματων ακινητοποιήσεων	-148.294	-172.465	-20.115	-16.420
Πληρωμές για την απόκτηση ασώματων ακινητοποιήσεων	-2.262	-1.011	-1.080	-224
Εισπράξεις από πωλήσεις ενσώματων και ασώματων ακινητοποιήσεων και επενδυτικών παγίων	1.024	1.305	220	356
Μερίσματα εισπραχθέντα	5.266	2.218	28.579	55.012
Πληρωμές για την απόκτηση θυγατρικών εταιριών	-11.781	-	-	-
Πληρωμές για την συμμετοχή σε ίδρυση συγγενούς εταιρίας και κοινοπραξίας	-84.953	-400	-	-
(Αύξηση)/μείωση μετοχικού κεφαλαίου θυγατρικών	-	-	-18.000	1.180
Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου σε συγγενείς εταιρίες και κοινοπραξίες	-2.234	-	-	-
Καθαρές εισπράξεις/(πληρωμές) λόγω πωλήσεων/(αγορών) επενδυτικών τίτλων	2.128	-1.836	2.128	-1.836
Τόκοι εισπραχθέντες	1.059	1.767	24	52
Σύνολο (εκροών)/εισροών από επενδυτικές δραστηριότητες (β)	-240.047	-170.422	-8.244	38.120
Σύνολο ταμειακών ροών μετά από τις επενδυτικές δραστηριότητες (α)+(β)	29.171	49.091	33.270	66.679
Ταμειακές Ροές Χρηματοοικονομικών Δραστηριοτήτων				
Εισπραξη από την μη ελέγχουσα συμμετοχή λόγω ίδρυσης θυγατρικής εταιρίας	-	35	-	-
Πληρωμές για την απόκτηση ιδίων μετοχών	-25.193	-	-25.193	-
Εισπράξεις από την πώληση ιδίων μετοχών	436	638	436	638
Εισπράξεις κρατικών επιχορηγήσεων	-	227	-	-
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα καταβληθέντα	-64.713	-56.318	-23.774	-22.441
Παραγραφθέντα μερίσματα υπέρ Ελληνικού Δημοσίου	-24	-36	-24	-36
Μερίσματα και αποθεματικά πληρωθέντα σε μετόχους	-25.243	-25.316	-25.243	-25.316
Μερίσματα πληρωθέντα σε μη ελέγχουσες συμμετοχές	-5.281	-5.635	-	-
Απόκτηση μη ελέγχουσας σύμμιξης	-	-10.591	-	-
Εισπράξεις από εκδοθέντα / αναληφθέντα δάνεια	674.505	396.812	220.601	93.421
Εξοφλήσεις δανείων	-511.820	-370.366	-177.906	-121.862
Σύνολο εισροών/(εκροών) από χρηματοοικονομικές δραστηριότητες (γ)	42.667	-70.550	-31.103	-75.596
Καθαρή αύξηση/(μείωση) στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα (α)+(β)+(γ)	71.838	-21.459	2.167	-8.917
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα έναρξης χρήσης	121.733	142.946	8.626	16.971
Επίδραση συναλλαγματικών διαφορών	-13.861	246	425	572
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα λήξης χρήσης	179.710	121.733	11.218	8.626

Κατάσταση Αποτελεσμάτων

(ποσά σε χιλιάδες €)

	Όμιλος		Εταιρία		
	Για το έτος που έληξε την 31/12		Για το έτος που έληξε την 31/12		
Σημ.	2017	2016	2017	2016	
Κύκλος εργασιών	3	1.505.803	1.509.153	233.805	262.475
Κόστος πωλήσεων	5	-1.070.349	-1.072.139	-182.851	-199.836
Μικτά κέρδη προ αποσβέσεων και απομειώσεων		435.454	437.014	50.954	62.639
Άλλα έσοδα εκμετάλλευσης	4	10.631	8.972	15.847	15.470
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	5	-125.459	-122.108	-44.526	-43.276
Έξοδα λειτουργίας διάθεσης	5	-22.570	-21.628	-253	-271
Άλλα έξοδα εκμετάλλευσης	4	-24.615	-23.651	-7.218	-4.476
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων, αποσβέσεων και απομειώσεων		273.441	278.599	14.804	30.086
Αποσβέσεις που αναλογούν στο κόστος πωλήσεων	11,13,27	-106.209	-109.421	-14.445	-13.572
Αποσβέσεις που αναλογούν στα έξοδα διοικητικής λειτουργίας και διάθεσης	11,13,27	-6.085	-6.872	-1.272	-1.181
Απομειώσεις ενσώματων και ασώματων ακινητοποιήσεων που αναλογούν στο κόστος πωλήσεων	11,13	-4.135	-10.814	-2.150	-
Κέρδη/(ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων		157.012	151.492	-3.043	15.333
Έσοδα συμμετοχών και χρεογράφων		162	1.926	34.377	29.379
Έξοδα συμμετοχών και χρεογράφων		-	-	-178	-
Έσοδα χρηματοοικονομικής λειτουργίας	6.i	899	2.900	2	24
Έξοδα χρηματοοικονομικής λειτουργίας	6.ii	-65.033	-67.303	-16.161	-22.333
(Ζημιές)/κέρδη από συναλλαγματικές διαφορές	6.iii	-22.326	-25.982	-3.096	303
Συμμετοχή στις (ζημιές)/κέρδη συγγενών εταιριών και κοινοπρασιών	15	-7.488	492	-	-
Κέρδη προ φόρων		63.226	63.525	11.881	22.706
(Μείον)/πλέον: Φόρος εισοδήματος	8	-18.929	63.805	1.510	-5.887
Κέρδη μετά από φόρους		44.297	127.330	13.391	16.819
Τα καθαρά κέρδη αναλογούν σε :					
Μετόχους της Εταιρίας		42.680	127.444		
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		1.617	-114		
		44.297	127.330		
Κέρδη μετά από φόρους ανά μετοχή - βασικά (σε €)	9	0,5292	1,5612		
Κέρδη μετά από φόρους ανά μετοχή - προσαρμοσμένα (σε €)	9	0,5256	1,5521		

Οι βασικές οικονομικές καταστάσεις θα πρέπει να διαβάζονται σε συνδυασμό με τις συνοδευτικές σημειώσεις.

Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης

(ποσά σε χιλιάδες €)

	Σημ.	Όμιλος		Εταιρία	
		31/12/2017	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2016
Ενεργητικό					
Ενσώματες ακινητοποιήσεις	11	1.466.046	1.573.235	252.944	242.777
Επενδυτικά ακίνητα	12	12.130	9.820	8.937	9.126
Ασώματες ακινητοποιήσεις	13	345.971	375.116	8.093	4.458
Συμμετοχές σε θυγατρικές	14	-	-	778.805	862.657
Συμμετοχές σε συγγενείς εταιρίες και κοινοπραξίες	15	160.904	170.803	-	-
Παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα	33,34	1.434	1.386	-	-
Διαθέσιμα προς πώληση χρηματοοικονομικά στοιχεία	16	517	1.065	122	122
Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	17	11.442	12.638	3.375	3.219
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	18	2.926	20.971	-	-
Σύνολο μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων		2.001.370	2.165.034	1.052.276	1.122.359
Αποθέματα	19	258.204	248.924	65.410	57.768
Απαιτήσεις και προπληρωμές	20	179.634	196.108	67.849	75.892
Παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα	33,34	2.012	1	-	-
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	21	154.247	179.710	29.323	11.218
Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων		594.097	624.743	162.582	144.878
Σύνολο Ενεργητικού		2.595.467	2.789.777	1.214.858	1.267.237
Ίδια Κεφάλαια και Υποχρεώσεις					
Μετοχικό κεφάλαιο 84.632.528 μετοχές των €3,00 (2016:€4,00)	22	253.897	338.530	253.897	338.530
Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο	22	22.826	22.826	22.826	22.826
Δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών	22	3.003	2.978	3.003	2.978
Ίδιες μετοχές	22	-105.384	-101.453	-105.384	-101.453
Λοιπά αποθεματικά	23	723.716	839.364	540.288	538.403
Κέρδη εις γένο		409.155	374.106	29.502	25.985
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων που αναλογούν σε μετόχους της μητρικής Εταιρίας		1.307.213	1.476.351	744.132	827.269
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		62.459	76.465	-	-
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων (α)		1.369.672	1.552.816	744.132	827.269
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	24	820.382	710.965	379.218	310.678
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	18	39.644	56.597	6.078	12.438
Υποχρεώσεις συνταξιοδοτικών παροχών	25	32.440	33.961	15.410	15.870
Προβλέψεις	26	30.172	22.498	6.944	4.215
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	27	6.711	5.952	3.795	3.788
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων		929.349	829.973	411.445	346.989
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	24	56.825	129.499	32	42.442
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	28	228.433	266.584	50.981	44.439
Υποχρεώσεις από φόρο εισοδήματος		2.630	3.754	-	-
Προβλέψεις	26	8.558	7.151	8.268	6.098
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων		296.446	406.988	59.281	92.979
Σύνολο υποχρεώσεων (β)		1.225.795	1.236.961	470.726	439.968
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων και Υποχρεώσεων (α+β)		2.595.467	2.789.777	1.214.858	1.267.237

Οι βασικές οικονομικές καταστάσεις θα πρέπει να διαβάζονται σε συνδυασμό με τις συνοδευτικές σημειώσεις.

Κατάσταση Ταμειακών Ροών

(ποσά σε χιλιάδες €)

Σημ.	Όμιλος		Εταιρία	
	Για το έτος που έληξε την 31/12		Για το έτος που έληξε την 31/12	
	2017	2016	2017	2016
Ταμειακές Ροές Λειτουργικών Δραστηριοτήτων				
Εισροές διαθεσίμων από την κύρια εκμετάλλευση	240.453	275.283	29.259	41.840
Καταβεβλημένοι φόροι εισοδήματος	-14.359	-6.065	-3.422	-326
Σύνολο εισροών από λειτουργικές δραστηριότητες (α)	226.094	269.218	25.837	41.514
Ταμειακές Ροές Επενδυτικών Δραστηριοτήτων				
Πληρωμές για την απόκτηση ενσώματων ακινήτων	-119.950	-148.294	-27.924	-20.115
Πληρωμές για την απόκτηση ασώματων ακινήτων	-2.568	-2.262	-2.930	-1.080
Εισπράξεις από πωλήσεις ενσώματων και ασώματων ακινήτων και επενδυτικών παγίων	1.467	1.024	95	220
Μερίσματα εισπραχθέντα	4.686	5.266	30.458	28.579
Πληρωμές για την απόκτηση θυγατρικών εταιριών	-	-11.781	-	-
Πληρωμές για την συμμετοχή σε ίδρυση συγγενούς εταιρίας και κοινοπραξίας	-21.106	-84.953	-	-
Μείωση/(αύξηση) μετοχικού κεφαλαίου θυγατρικών	-	-	84.133	-18.000
Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου σε συγγενείς εταιρίες και κοινοπραξίες	-28.678	-2.234	-	-
Καθαρές (πληρωμές)/εισπράξεις λόγω (αγορών)/πωλήσεων επενδυτικών τίτλων	-29	2.128	-	2.128
Τόκοι εισπραχθέντες	854	1.059	2	24
Σύνολο (εκροών)/εισροών από επενδυτικές δραστηριότητες (β)	-145.324	-240.047	83.834	-8.244
Σύνολο ταμειακών ροών μετά από τις επενδυτικές δραστηριότητες (α)+(β)	60.770	29.171	109.671	33.270
Ταμειακές Ροές Χρηματοοικονομικών Δραστηριοτήτων				
Εισπράξη από την μη ελέγχουσα συμμετοχή λόγω ίδρυσης θυγατρικής εταιρίας	807	-	-	-
Πληρωμές λόγω μείωσης μετοχικού κεφαλαίου Μητρικής Εταιρίας	-84.136	-	-84.136	-
Πληρωμές για την απόκτηση ιδίων μετοχών	-4.951	-25.193	-4.951	-25.193
Εισπράξεις από την πώληση ιδίων μετοχών	398	436	398	436
Εισπράξεις κρατικών επιχορηγήσεων	209	-	208	-
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα καταβεβλημένα	-60.183	-64.713	-22.591	-23.774
Μερίσματα και αποθεματικά πληρωθέντα σε μετόχους	-8.438	-25.243	-8.438	-25.243
Παραγραφέντα μερίσματα υπέρ Ελληνικού Δημοσίου	-23	-24	-23	-24
Μερίσματα πληρωθέντα σε μη ελέγχουσες συμμετοχές	-3.868	-5.281	-	-
Εισπράξεις από εκδοθέντα / ανάληφθέντα δάνεια	691.159	674.505	122.645	220.601
Εξοφλήσεις δανείων	-613.538	-511.820	-94.266	-177.906
Σύνολο (εκροών)/εισροών από χρηματοοικονομικές δραστηριότητες (γ)	-82.564	42.667	-91.154	-31.103
Καθαρή (μείωση)/αύξηση στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα (α)+(β)+(γ)	-21.794	71.838	18.517	2.167
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα έναρξης χρήσης	179.710	121.733	11.218	8.626
Επίδραση συναλλαγματικών διαφορών	-3.669	-13.861	-412	425
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα λήξης χρήσης	152.347	179.710	29.323	11.218

Οι βασικές οικονομικές καταστάσεις θα πρέπει να διαβάζονται σε συνδυασμό με τις συνοδευτικές σημειώσεις.

Κατάσταση Αποτελεσμάτων

(Ποσά σε χιλιάδες €)

	Όμιλος		Εταιρία		
	Για το έτος που έληξε την 31/12	2017*	Για το έτος που έληξε την 31/12	2017*	
Ετημ.	2018	2017*	2018	2017*	
Κύκλος εργασιών	3	1.490.097	1.505.803	229.038	233.805
Κόστος πωλήσεων	5	-1.089.489	-1.070.349	-192.728	-182.851
Μικτά κέρδη προ αποσβέσεων και απομειώσεων		400.608	435.454	36.310	50.954
Άλλα έσοδα εκμετάλλευσης	4	15.405	10.631	37.177	15.847
Εξοδα διοικητικής λειτουργίας	5	-124.975	-125.459	-41.395	-44.526
Εξοδα λειτουργίας διάθεσης	5	-22.287	-22.570	-256	-253
Καθαρές ζημιές απομείωσης χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων	20	-1.160	-	-	-
Άλλα έξοδα εκμετάλλευσης	4	-7.850	-24.615	-4.603	-7.218
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων, αποσβέσεων και απομειώσεων		259.741	273.441	27.233	14.804
Αποσβέσεις που αναλογούν στο κόστος πωλήσεων	11,13,26	-109.497	-106.209	-14.086	-14.445
Αποσβέσεις που αναλογούν στα έξοδα διοικητικής λειτουργίας και διάθεσης	11,13,26	-5.012	-6.085	-1.966	-1.272
Απομειώσεις ενσώματων και ασώματων ακινητοποιήσεων που αναλογούν στο κόστος πωλήσεων	11,13	-1.288	-4.135	-	-2.150
Κέρδη/(ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων		143.944	157.012	11.181	-3.063
Έσοδα συμμετοχών και χρεογράφων		55	162	38.490	34.377
Ζημιές λόγω απόκτησης ελέγχου σε κοινοπραξία	29	-3.075	-	-	-
Ζημιές συμμετοχών και χρεογράφων		-123	-	-1.161	-178
Έσοδα χρηματοοικονομικής λειτουργίας	6i	1.917	899	378	2
Εξοδα χρηματοοικονομικής λειτουργίας	6i	-65.734	-65.033	-15.054	-16.161
Κέρδη/(ζημιές) από συναλλαγματικές διαφορές	6ii	9.319	-22.326	1.227	-3.096
Συμμετοχή στις ζημιές συγγενών εταιρικών και κοινοπραξιών	15	-3.741	-7.488	-	-
Κέρδη προ φόρων		82.562	63.226	35.061	11.881
(Μείον)/πλέον: Φόρος εισοδήματος	8	-26.578	-18.929	-1.714	1.510
Κέρδη μετά από φόρους		55.984	44.297	33.347	13.391
Τα καθαρά κέρδη αναλογούν σε :					
Μετόχους της Εταιρίας		53.847	42.680		
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		2.137	1.617		
		55.984	44.297		
Κέρδη μετά από φόρους ανά μετοχή - βασικά (σε €)	9	0,6706	0,5292		
Κέρδη μετά από φόρους ανά μετοχή - προσαρμοσμένα (σε €)	9	0,6653	0,5256		

* Τα ΔΛΠΑ 9 και 15 εφαρμόστηκαν αναγνώριζοντας τη συνολική επίδρασή τους στον λογαριασμό «Υπόλοιπα κερδών εις νέον, χωρίς την αναπροσαρμογή των συγκριτικών ποσών του 2017 (σημ. 1).

Οι βασικές οικονομικές καταστάσεις θα πρέπει να διαβάζονται σε συνδυασμό με τις συναδελφικές σημειώσεις.

Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης

(ποσά σε χιλιάδες €)

	Σημ.	Όμιλος		Εταιρία	
		31/12/2018	31/12/2017 *	31/12/2018	31/12/2017*
Ενεργητικό					
Ενσώματες ακινητοποιήσεις	11	1.647.892	1.466.046	249.294	252.944
Επενδυτικά ακίνητα	12	12.202	12.130	8.743	8.937
Ασώματες ακινητοποιήσεις	13	405.221	345.971	11.107	8.093
Συμμετοχές σε θυγατρικές	14	-	-	701.037	778.805
Συμμετοχές σε συγγενείς εταιρίες και καινοπραξίες	15	117.567	160.904	4.800	-
Παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα	33.34	94	1.434	-	-
Διαθέσιμα προς πώληση χρηματοοικονομικά στοιχεία	16	-	517	-	122
Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	17	13.096	11.442	3.295	3.375
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	18	8.715	2.926	-	-
Σύνολο μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων		2.204.787	2.001.370	978.276	1.052.276
Αποθέματα	19	286.561	258.204	67.674	65.410
Απαιτήσεις και προπληρωμές	20	206.786	179.634	57.389	67.849
Παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα	33.34	796	2.012	-	-
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	21	171.000	154.247	13.710	29.323
Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων		665.143	594.097	138.773	162.582
Σύνολο Ενεργητικού		2.869.930	2.595.467	1.117.049	1.214.858
Ίδια Κεφάλαια και Υποχρεώσεις					
Μετοχικό κεφάλαιο 84.632.528 μετοχές των €3,45 (2017: €3,00)	22	291.982	253.897	291.982	253.897
Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο	22	22.826	22.826	22.826	22.826
Δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών	22	3.742	3.003	3.742	3.003
Ίδιες μετοχές	22	-112.884	-105.384	-112.884	-105.384
Λοιπά αποθεματικά	23	738.487	723.716	457.357	540.288
Κέρδη εις νέο		449.980	409.155	56.639	29.502
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων που αναλογούν σε μετόχους της μητρικής Εταιρίας		1.394.133	1.307.213	719.662	744.132
Μη ελέγχουσες συμμετοχές	15.3	77.157	62.459	-	-
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων (α)		1.471.290	1.369.672	719.662	744.132
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	32	745.222	820.382	292.385	379.218
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	18	94.414	39.644	7.362	6.078
Υποχρεώσεις συνταξιοδοτικών παραχών	24	32.741	32.440	16.946	15.410
Προβλέψεις	25	28.373	30.172	7.781	6.944
Μακροπρόθεσμες συμβατικές υποχρεώσεις		18	-	-	-
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	26	5.669	6.711	3.898	3.795
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων		906.437	929.349	328.372	411.445
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	32	197.637	56.825	3	32
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	27	265.203	228.433	61.449	50.981
Βραχυπρόθεσμες συμβατικές υποχρεώσεις	27	15.944	-	1.697	-
Παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα	34	2	-	-	-
Υποχρεώσεις από φόρο εισοδήματος		1.651	2.630	-	-
Προβλέψεις	25	11.766	8.558	5.866	8.268
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων		492.203	296.446	69.015	59.281
Σύνολο υποχρεώσεων (β)		1.398.640	1.225.795	397.387	470.726
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων και Υποχρεώσεων (α+β)		2.869.930	2.595.467	1.117.049	1.214.858

* Για ΔΧ.Π. 9 και 15 εφαρμόστηκαν αναγνώριοντας τη συνολική επίρασή τους στον λογαριασμό κτηλολόγιο κερών εις νέοι, χωρίς την αναπροσαρμογή των συγκριτικών ποσών του 2017 (σημ. 1).

Κατάσταση Ταμειακών Ροών

(ποσά σε χιλιάδες €)

Σημ.	Όμιλος		Εταιρία	
	Για το έτος που έληξε την 31/12		Για το έτος που έληξε την 31/12	
	2018	2017*	2018	2017*
Ταμειακές Ροές Λειτουργικών Δραστηριοτήτων				
Εισροές διαθεσίμων από την κύρια εκμετάλλευση				
Καταβεβλημένοι φόροι εισοδήματος	-9.198	-14.359	-1.289	-3.422
Σύνολο εισροών από λειτουργικές δραστηριότητες (α)	261.280	226.094	21.754	25.837
Ταμειακές Ροές Επενδυτικών Δραστηριοτήτων				
Πληρωμές για την απόκτηση ενσώματων ακινητοποιήσεων	11.12 -102.118	-119.950	-12.256	-27.924
Πληρωμές για την απόκτηση ασώματων ακινητοποιήσεων	13 -16.394	-2.568	-4.023	-2.930
Εισπράξεις από πωλήσεις ενσώματων και ασώματων ακινητοποιήσεων και επενδυτικών παγίων	28 1.850	1.467	18.709	95
Μερίσματα εισπραχθέντα	2.649	4.686	38.490	30.458
Πληρωμές για την απόκτηση θυγατρικών εταιριών και κοινοπραξιών	29 -24.037	-21.106	-	-
Διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα που αποκτήθηκαν κατά την εξαγορά θυγατρικής	29 7.369	-	-	-
Εισπράξεις από την πώληση κοινοπραξιών	15 4.610	-	-	-
Μείωση μετοχικού κεφαλαίου θυγατρικών	-	-	77.485	84.133
Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου σε συγγενείς εταιρίες και κοινοπραξίες	-15.015	-28.678	-	-
Καθαρές πληρωμές λόγω αγορών επενδυτικών τίτλων	-	-29	-	-
Τόκοι εισπραχθέντες	1.855	854	241	2
Σύνολο (εκροών)/εισροών από επενδυτικές δραστηριότητες (β)	-139.231	-165.324	118.646	83.834
Σύνολο ταμειακών ροών μετά από τις επενδυτικές δραστηριότητες (α)+(β)	122.049	60.770	140.400	109.671
Ταμειακές Ροές Χρηματοοικονομικών Δραστηριοτήτων				
Εισπραξη από την μη ελέγχουσα συμμετοχή λόγω αύξησης μετοχικού κεφαλαίου/ίδρυσης θυγατρικής εταιρίας	2.123	807	-	-
Απόκτηση μη ελέγχουσας συμμετοχής	-63	-	-	-
Πληρωμές λόγω μείωσης μετοχικού κεφαλαίου Μητρικής Εταιρίας	10.22 -42.138	-84.136	-42.138	-84.136
Πληρωμές για την απόκτηση ιδίων μετοχών	22 -8.614	-4.951	-8.614	-4.951
Εισπράξεις από την πώληση ιδίων μετοχών	22 439	398	439	398
Εισπράξεις κρατικών επιχορηγήσεων	276	209	276	208
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα καταβεβλημένα	32 -61.620	-60.183	-12.989	-22.591
Μερίσματα και αποθεματικά πληρωθέντα σε μετόχους	-4.225	-8.438	-4.225	-8.438
Παραγραφθέντα μερίσματα υπέρ Ελληνικού Δημοσίου	-	-23	-	-23
Μερίσματα πληρωθέντα σε μη ελέγχουσες συμμετοχές	-3.927	-3.868	-	-
Εισπράξεις από εκδοθέντα / αναληφθέντα δάνεια	32 313.789	691.159	52.500	122.645
Εξοφλήσεις δανείων	32 -304.427	-613.538	-141.425	-94.266
Σύνολο εκροών από χρηματοοικονομικές δραστηριότητες (γ)	-108.387	-82.564	-156.176	-91.154
Καθαρή αύξηση/(μείωση) στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα (α)+(β)+(γ)	13.662	-21.794	-15.776	18.517
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα έναρξης χρήσης	21 154.247	179.710	29.323	11.218
Επίδραση συναλλαγματικών διαφορών	3.091	-3.669	163	-412
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα λήξης χρήσης	171.000	154.247	13.710	29.323

* Για ΔΧΠΑ 9 και 15 εφαρμόστηκαν αναγνώριζοντας τη συνολική επίδρασή τους στον λογαριασμό κέρδων ως νέος, χωρίς την αντιστάθμιση των συγκριτικών ποσών του 2017 (σημ. 1).

Οι βασικές οικονομικές καταστάσεις θα πρέπει να διαβάζονται σε συνδυασμό με τις συνοδευτικές σημειώσεις.

Κατάσταση Συνολικού Εισοδήματος

(ποσά σε χιλιάδες €)

Σημ.	Όμιλος		Εταιρία	
	Για το έτος που έληξε την 31/12		Για το έτος που έληξε την 31/12	
	2018	2017*	2018	2017*
Κέρδη χρήσης	55.984	44.297	33.347	13.391
Λοιπά συνολικά εισοδήματα/(ζημιές):				
Λοιπά συνολικά εισοδήματα/(ζημιές) που μεταφέρονται στα αποτελέσματα σε μεταγενέστερες περιόδους:				
Επίδραση ισοτιμιών από την μετατροπή οικονομικών καταστάσεων θυγατρικών εταιριών σε ξένο νόμισμα	15.356	-110.229	-	-
Συναλλαγματικές διαφορές για συναλλαγές που έχουν χαρακτηριστεί ως μέρος της καθαρής επένδυσης σε θυγατρική εταιρία που δραστηριοποιείται στα εξωτερικά Φόρος εισοδήματος που αναλογεί	2.918	-8.753	-	-
	-657	1.969	-	-
	2.261	-6.784	-	-
Ζημιές από αποτίμηση στην εύλογη αξία των διαθεσίμων προς πώληση χρηματοοικονομικών στοιχείων	-	-577	-	-
	-	-577	-	-
Καθαρά λοιπά συνολικά εισοδήματα/(ζημιές) που μεταφέρονται στα αποτελέσματα σε μεταγενέστερες περιόδους:	17.617	-117.590	-	-
Στοιχεία που δεν μεταφέρονται στα αποτελέσματα σε μεταγενέστερες περιόδους:				
Αναπροσαρμογή περιουσιακών στοιχείων	12 160	252	-	150
Φόρος εισοδήματος που αναλογεί	18 -	-73	-	-43
Επίπτωση λόγω αλλαγής φορολογικού συντελεστή	18 142	-	142	-
	302	179	142	107
Επανεκτίμηση ζημιών από προγράμματα καθορισμένων παραγών	24 -1.607	-112	-1.391	-589
Φόρος εισοδήματος που αναλογεί	18 356	-182	288	170
	-1.251	-294	-1.103	-419
Συμμετοχή στα λοιπά συνολικά εισοδήματα/(ζημιές) συγγενών εταιριών και κοινοπραξιών	3	-6	-	-
Φόρος εισοδήματος που αναλογεί	-	1	-	-
	3	-5	-	-
Καθαρές λοιπές συνολικές ζημιές που δεν μεταφέρονται στα αποτελέσματα σε μεταγενέστερες περιόδους:	-946	-120	-961	-312
Λοιπά συνολικά εισοδήματα/(ζημιές) μετά από φόρους	16.671	-117.710	-961	-312
Σύνολο συγκεντρωτικών εισοδημάτων/(ζημιών) μετά από φόρους	72.655	-73.413	32.386	13.079
Αναλογούν σε:				
Μετόχους της Εταιρίας	62.686	-70.161		
Μη ελέγχουσες συμμετοχές	9.969	-3.252		
	72.655	-73.413		

* Τα ΔΧΠΑ 9 και 15 εφαρμόστηκαν αναγνωρίζοντας τη συνολική επίδρασή τους στον λογαριασμό «Υπόλοιπο κερδών ης νέου, χωρίς την αναπροσαρμογή των συγκριτικών ποσών του 2017 (σημ. 1).

Οι βασικές οικονομικές καταστάσεις θα πρέπει να διαβάζονται σε συνδυασμό με τις συνοδευτικές σημειώσεις.