



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

Διπλωματική Εργασία

ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΜΕΘΟΔΩΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΤΗΣ COCA –
COLA 3Ε ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Β.Ε.Ε

του

ΓΕΩΡΓΙΟΥ ΠΑΠΑΝΙΚΟΛΑΟΥ

Επιβλέπων Καθηγητής: κ. Ζαπράνης Αχιλλέας

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

Νοέμβριος 2021

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Στην παρούσα εργασία πρόκειται να διενεργηθεί η αποτίμηση της Coca –Cola 3E Ελλάδος Α.Β.Ε.Ε. Αρχικά δίνεται μια γενική ιδέα αναφορικά τόσο με την ευρύτερη έννοια της αξίας, όσο και την έννοια της αποτίμησης, έτσι ώστε να υπάρξει μια ομαλή μετάβαση στην μετέπειτα ανάλυση. Έπειτα, στην παρουσίαση ορισμένων εκ των κυριότερων μεθόδων αξιολόγησης, γίνεται προσπάθεια να αποτυπωθεί όσο καλύτερα γίνεται ο γενικότερος τρόπος χρήσης της κάθε μίας από αυτές. Σκοπός είναι να αποτυπωθεί όσο καλύτερα γίνεται ο λόγος και ο τρόπος με τον οποίο χρησιμοποιείται η κάθε μέθοδος. Στη συνέχεια παρουσιάζεται η Coca –Cola 3E Ελλάδος Α.Β.Ε.Ε και διενεργείται η χρηματοοικονομική ανάλυση της εταιρείας. Τέλος, η εργασία ολοκληρώνεται με την αποτίμηση της εταιρείας με τρεις διαφορετικές μεθόδους αποτίμησης, καθώς και τη σύγκριση των μεθόδων που έχουν διενεργηθεί.

Για την εκπόνηση αυτής της Διπλωματικής Εργασίας απαιτήθηκαν σκληρή δουλειά και πολλές θυσίες σε προσωπικό επίπεδο. Ωστόσο, δε θα είχε ποτέ ολοκληρωθεί, χωρίς τη συμβολή των ακόλουθων ατόμων, τα οποία νιώθω την ανάγκη να ευχαριστήσω από καρδιάς.

Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέποντα καθηγητή της εργασίας, κ. Ζαπράνη Αχιλλέα, ο οποίος μου εμπιστεύτηκε την ανάθεση ενός τόσο ενδιαφέροντος θέματος. Τίποτα δε θα μπορούσε να επιτευχθεί χωρίς την υπομονή, τη συνεργασία, και την καθοδήγησή του σε όλα τα στάδια της εκπόνησης της Διπλωματικής Εργασίας.

Αισθάνομαι επίσης την ανάγκη να ευχαριστήσω όλους τους φίλους μου για την υπομονή που επέδειξαν και την συμπαράστασή τους, καθώς και συγκεκριμένα την Μπακάλη Διονυσία η οποία με τις συμβουλές της, ήταν πάντα δίπλα μου έως τώρα, όπου και όποτε χρειάστηκε.

Ολοκληρώνοντας τις ευχαριστίες, δε θα μπορούσα να παραλείψω να ευχαριστήσω ολόψυχα τους γονείς μου για τη στήριξη, την υπομονή, την κατανόηση και την ενθάρρυνση που απλόχερα μου χάρισαν, καθ' όλη τη διάρκεια των σπουδών και της εκπόνησης της Διπλωματικής μου Εργασίας.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΠΡΟΛΟΓΟΣ.....	ii
ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ	iii
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ.....	v
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ.....	vi
1. Η ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ.....	1
1.1 Η Έννοια Της Αξίας.....	1
1.2 Έννοια Και Σκοπός Της Αποτίμησης.....	2
1.3 Στάδια Αποτίμησης	3
2. ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ.....	5
2.1 Η Μέθοδος Της Λογιστικής Αξίας (Book Value).....	6
2.2 Η Μέθοδος Της Αναπροσαρμοσμένης Λογιστικής Αξίας (Adjusted Book Value).....	7
2.3 Η Μέθοδος Της Αξίας Ρευστοποίησης (Liquidation Value).....	8
2.4 Η Μέθοδος Της Πραγματική Αξίας (Substantial Value)	9
2.5 Η Μέθοδος Της Περιόδου Επανείσπραξης (Payback Period).....	10
2.6 Η Μέθοδος Της Καθαρής Παρούσας Αξίας (NPV).....	10
2.7 Η Μέθοδος Του Εσωτερικού Ποσοστού Απόδοσης (IRR).....	12
2.8 Η Μέθοδος Της Προεξόφλησης Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (FCFF)	12
2.8.1 Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC).....	13
2.8.2 Μοντέλο Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (CAPM).....	14
2.9 Η Μέθοδος Της Κεφαλαιοποίησης Των Οργανικών Εσόδων.....	15
2.10 Η Μέθοδος Της Υπερπροσόδου Της Επόμενης 5ετίας.....	15
3. ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΗΣ COCA-COLA 3E.....	16
3.1 Βασικά Στοιχεία	16
3.2 Ιστορική Αναδρομή.....	18
3.3 Κοινωνικό Και Οικονομικό Αποτύπωμα Της Εταιρείας.....	18
3.4 Παράγοντες Χρηματοοικονομικού Κινδύνου	21
3.4.1 Συναλλαγματικός Κίνδυνος.....	21
3.4.2 Κίνδυνος Διακύμανσης Επιτοκίων.....	22
3.4.3 Πιστωτικός Κίνδυνος	23
3.4.4 Κίνδυνος Ρευστότητας	23
3.4.5 Κίνδυνος Κεφαλαίου.....	24
4. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ COCA-COLA 3 EPSILON.....	25

4.1.	Ανάλυση Της Ποσοστιαίας Συνθέσεως Ενεργητικού Και Παθητικού	27
4.2.	Αριθμοδείκτες	30
4.2.1.	Αριθμοδείκτες Ρευστότητας.....	31
4.2.2.	Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας.....	35
4.2.3.	Δείκτες Περιθωρίου Κέρδους.....	37
4.2.4.	Αριθμοδείκτες Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ή Δραστηριότητας (Efficiency Ratios)	39
4.2.5.	Αριθμοδείκτες Οικονομικής Διάρθρωσης.....	42
5.	ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ COCA-COLA 3 EPSILON.....	47
5.1.	Αποτίμηση Με Τη Μέθοδο Προεξόφλησης Ελεύθερων Ταμειακών Ροών	47
5.1.1.	Υπολογισμός Του WACC	47
5.1.2.	Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων.....	47
5.1.3.	Κόστος Ξένων Κεφαλαίων.....	48
5.1.4.	Προβλεπόμενες Ταμειακές Ροές	49
5.2.	Αποτίμηση Με Τη Μέθοδο Κεφαλαιοποίησης Των Οργανικών Εσόδων	51
5.3.	Αποτίμηση Με Τη Μέθοδο Υπερπροσόδου Της Επόμενης 5ετίας.....	52
6.	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	54
	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΠΑΡΑΠΟΜΠΕΣ	58
	ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	61

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1: Κύριες Μέθοδοι Αποτίμησης	6
Πίνακας 2: Ισολογισμός Εταιρείας Χ σε εκ. €	7
Πίνακας 3: Αναπροσαρμοσμένος Ισολογισμός Εταιρείας Χ σε εκ. €.....	8
Πίνακας 4: Μη Προεξοφλημένες Ροές για Τόκους και Κεφάλαιο.....	24
Πίνακας 5: Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων Πλέον Καθαρού Ποσού Δανεισμού	25
Πίνακας 6: Κάθετη Ανάλυση Οικονομικής Θέσης.....	29
Πίνακας 7: Αριθμοδείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης και Βιωσιμότητας της Coca - Cola 3E για τα Έτη 2018 - 2020	45
Πίνακας 8: Μέσο Ποσοστό Ιδίων Κεφαλαίων κατά τα έτη 2016 - 2020.....	48
Πίνακας 9: Μέσο Ποσοστό Ξένων Κεφαλαίων κατά τα έτη 2016 - 2020	49
Πίνακας 10: Υπολογισμός Ελεύθερων Ταμειακών Ροών της Εταιρείας	50
Πίνακας 11: Υπολογισμός Παρούσας Αξίας Μελλοντικών Κερδών της Εταιρείας.....	52
Πίνακας 12: Υπολογισμός Υπερπροσόδου της Επόμενης 5ετίας της Εταιρείας	53
Πίνακας 13: Αξία Εταιρείας / Μέθοδο Αποτίμησης.....	55
Πίνακας 14: Τελική Αξία Εταιρείας Υπολογισμένη Με Μέσο Όρο.....	56
Πίνακας 15: Τελική Αξία Εταιρείας Υπολογισμένη Με Στάθμιση.....	56

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Διάγραμμα 1: Μετοχική Σύνθεση της Coca - Cola 3E	17
Διάγραμμα 2: Μερίδιο Κύκλου Εργασιών και Απασχόλησης της Coca-Cola 3E στον Κλάδο Παραγωγής Αναψυκτικών το έτος 2016	19
Διάγραμμα 3: Μερίδιο Απασχόλησης της Coca-Cola 3E στον Κλάδο Παραγωγής Αναψυκτικών το έτος 2016.....	20
Διάγραμμα 4: Καθαρές Πωλήσεις της Coca-Cola 3E για τα Έτη 2018 - 2020.....	27
Διάγραμμα 5: Λειτουργικά Κέρδη Και Κέρδη Προ Φόρων της Coca - Cola 3E για τα Έτη 2018 - 2020	28
Διάγραμμα 6: Αριθμοδείκτες Ρευστότητας της Coca - Cola 3E για τα Έτη 2018-2020.....	34
Διάγραμμα 7: Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας της Coca - Cola 3E για τα Έτη 2018 - 2020.....	36
Διάγραμμα 8: Αριθμοδείκτες Περιθωρίου Κέρδους της Coca-Cola 3E για τα Έτη 2018 - 2020	38
Διάγραμμα 9: Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας της Coca - Cola 3E για τα Έτη 2018 – 2020	41
Διάγραμμα 10: Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων της Coca - Cola 3E για τα Έτη 2018 - 2020	42
Διάγραμμα 11: Αριθμοδείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης και Βιωσιμότητας της Coca - Cola 3E για τα Έτη 2018 - 2020	45
Διάγραμμα 12: Αναλογία Ξένων προς Ιδίων Κεφαλαίων της Coca - Cola 3E για τα Έτη 2018 - 2020.....	46
Διάγραμμα 13: Αριθμοδείκτης Κάλυψης Τόκων της Coca - Cola 3E για τα Έτη 2018 - 2020.....	46

1. Η ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

1.1 Η Έννοια Της Αξίας

Η χρονική αξία του χρήματος είναι μία από τις σπουδαιότερες έννοιες στη χρηματοοικονομική επιστήμη. Η ιδέα είναι ότι μια χρηματική μονάδα που εισπράττεται σήμερα έχει μεγαλύτερη αξία από τη χρηματική μονάδα που θα εισπραχθεί σε κάποιο χρονικό σημείο στο μέλλον. Σημαντικοί λόγοι που μειώνουν προοδευτικά την αξία του χρήματος με την πάροδο του χρόνου είναι οι ακόλουθοι:

- Ο πληθωρισμός (inflation)¹
- Ο κίνδυνος (risk)²
- Η προτίμηση για ρευστότητα (liquidity)³
- Τα επιτόκια (interests) (Groppelli and Nikbakht, 2007, Νούλας, 2020) [21,12]

Τι γίνεται ωστόσο με την αξία μιας επιχείρησης και πως μπορεί αυτή να υπολογιστεί;

Η αξία της επιχείρησης υπολογίζεται με βάση τις προσδοκίες για κέρδη, ταμειακές ροές κ.ο.κ. και είναι άμεσα συνδεδεμένη με τη λειτουργία της και τις μελλοντικές αποδόσεις. Η διαδικασία που στοχεύει στον προσδιορισμό της αξίας της επιχείρησης ονομάζεται αποτίμηση και περιλαμβάνει την έκφραση σε χρηματικές μονάδες των στοιχείων του Ενεργητικού και του Παθητικού. (Γκίνογλου, Ταχυνάκη & Μωυσή, 2005) [2].

Ένα σύνηθες λάθος που γίνεται από ορισμένους όταν ζητείται η αποτίμηση μιας επιχείρησης είναι η σύνδεση των όρων της αξίας (value) και της τιμής (price), δύο όρων μεταξύ των οποίων υπάρχει σημαντική διαφορά. Για παράδειγμα, έστω ότι μία τεχνολογικά ανεπτυγμένη, ξένη επιχείρηση επιθυμεί να αγοράσει μία, καλής φήμης στην τοπική αγορά, επιχείρηση με σκοπό να εισέλθει σε αυτή την αγορά

¹ Πληθωρισμός εμφανίζεται όταν υπάρχει γενικευμένη αύξηση των τιμών των αγαθών και των υπηρεσιών, και όχι μόνο συγκεκριμένων πραγμάτων. Αυτό σημαίνει πως η αγοραστική δύναμη του καταναλωτή μειώνεται, καθώς με την πάροδο του χρόνου, με το ίδιο χρηματικό ποσό μπορεί να αγοράσει όλο και λιγότερα αγαθά [40]

² Καθώς με τη πάροδο του χρόνου μεγαλώνει ο κίνδυνος, δηλαδή η αβεβαιότητα για το μέλλον, προκαλείται μείωση της αξίας του χρήματος

³ Ρευστότητα είναι η ευκολία με την οποία μπορούν να μετατραπούν τα πάγια στοιχεία σε χρήμα. Τα μετρητά, οι κρατικές ομολογίες και τα άλλα εμπορεύσιμα χρεόγραφα αυξάνουν τη ρευστότητα μιας επιχείρησης, ενώ τα πάγια περιουσιακά στοιχεία δε θεωρούνται εύκολα ρευστοποιήσιμα

χρησιμοποιώντας το εμπορικό της σήμα. Σε αυτή την περίπτωση, ο αγοραστής θα αποτιμήσει την αξία μόνο του σήματος της τοπικής επιχείρησης και όχι του εργοστασίου, των μηχανημάτων κτλ, καθώς αυτά που ο ίδιος έχει ήδη στην κατοχή του είναι περισσότερο τεχνολογικά προηγμένα. Ωστόσο, ο πωλητής θα δώσει μια υψηλή αξία στα ενσώματα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης, καθώς αυτά είναι που μπορούν να καταστήσουν ικανή τη συνέχιση της παραγωγής. Από την πλευρά του αγοραστή, βασικός στόχος είναι να καθοριστεί η μέγιστη αξία που πρέπει να πληρωθεί για την εταιρεία που επιθυμεί να αγοράσει. Από την άλλη, για την πλευρά του πωλητή, στόχος είναι να καθοριστεί η ελάχιστη αξία που θα πρέπει να αποδεχθεί ως αντάλλαγμα. Αυτές είναι οι δύο απόψεις που έρχονται αντιμέτωπες σε μια διαπραγμάτευση έως ότου συμφωνηθεί η τιμή, η οποία ως συνήθως βρίσκεται κάπου μεταξύ των δύο αρχικών εκτιμήσεων. Τέλος, η αξία μιας επιχείρησης όχι μόνο υπάρχει η πιθανότητα να μην αποτιμάται το ίδιο μεταξύ ενός πιθανού αγοραστή και του πωλητή, αλλά είναι πολύ πιθανό να είναι διαφορετική και μεταξύ δύο πιθανών αγοραστών. (Fernández, 2019) [20]

1.2 Έννοια Και Σκοπός Της Αποτίμησης

Η αποτίμηση επιχειρήσεων είναι ένα σύνολο διαδικασιών, αναλύσεων και εκτιμήσεων που οδηγούν στην εκτίμηση της αξίας της εταιρείας σε νομισματικές μονάδες για τη συγκεκριμένη στιγμή. (Miles, 1984) [25] Η σύγχρονη πραγματικότητα της οικονομίας στην παγκοσμιοποιημένη αγορά καθιστά την αποτίμηση των επιχειρήσεων θεμελιώδους σημασίας, καθώς η διαχείριση της εταιρικής χρηματοδότησης συμβάλει στη μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης. Η αποτίμηση των επιχειρήσεων είναι η διαδικασία εκτίμησης της τιμής των περιουσιακών στοιχείων (πάγιων και κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων, καθώς και διαφορετικών άυλων περιουσιακών στοιχείων και χαρακτηριστικών) και των οφελών που επιτυγχάνονται λόγω της αποτελεσματικής διαχείρισής τους. (Nita 2007) [28]

Ορισμένοι από τους σκοπούς για τους οποίους χρησιμοποιείται η αποτίμηση είναι:

1. *Η εξαγορά / πώληση εταιρειών.* Για τον αγοραστή, η αποτίμηση θα καθορίσει τη μέγιστη αξία που πρέπει να πληρωθεί για την εταιρεία που επιθυμεί να αγοράσει. Μια άλλη αποτίμηση, για την πλευρά του πωλητή, θα καθορίσει την ελάχιστη τιμή που θα πρέπει να αποδεχθεί για να πουλήσει

2. *Η σύγκριση της αξίας των μετοχών των εισηγμένων εταιρειών στο χρηματιστήριο.* Οι αποτιμήσεις των εισηγμένων εταιρειών χρησιμοποιούνται για τη σύγκριση της αξίας που λαμβάνει η τιμή της μετοχής στο χρηματιστήριο και για να αποφασιστεί εάν ο κάτοχος της μετοχής θα πουλήσει, θα αγοράσει ή δε θα προβεί σε καμία απολύτως ενέργεια. Οι αποτιμήσεις πολλών εταιρειών χρησιμοποιούνται για να αποφασίσουν τους τίτλους στους οποίους θα πρέπει να επικεντρωθεί το χαρτοφυλάκιο. Χρησιμοποιούνται επίσης για να κάνουν συγκρίσεις μεταξύ εταιρειών.
3. *Οι δημόσιες προσφορές.* Η αποτίμηση χρησιμοποιείται για να δικαιολογήσει την τιμή στην οποία προσφέρονται οι μετοχές στο κοινό
4. *Οι κληρονομίες και οι διαθήκες.* Η αποτίμηση χρησιμοποιείται για τη σύγκριση της αξίας των μετοχών με εκείνη των άλλων περιουσιακών στοιχείων
5. *Η αποζημίωση των στελεχών μιας επιχείρησης με βάση την πραγματική τους αξία.* Η αποτίμηση μιας εταιρείας ή μιας επιχειρηματικής μονάδας είναι θεμελιώδης για την ποσοτικοποίηση της αξίας που αποδίδεται στα υπό αξιολόγηση στελέχη
6. *Οι στρατηγικές αποφάσεις για τη συνέχιση της ύπαρξης της εταιρείας.* Η αποτίμηση μιας εταιρείας ή μιας επιχειρηματικής μονάδας είναι το απαραίτητο βήμα που χρειάζεται να γίνει πριν την πώληση/αγορά/συγχώνευση/ανάπτυξη μιας επιχείρησης ή πριν τη λήψη της απόφασης να συνεχίσει κάποιος σε μια επιχείρηση.
7. *Ο στρατηγικός σχεδιασμός.* Η αποτίμηση της εταιρείας και των διαφόρων επιχειρηματικών μονάδων είναι θεμελιώδης για να αποφασιστούν ποια προϊόντα/επιχειρηματικές γραμμές/χώρες/πελάτες φέρουν κέρδος και αξίζει να διατηρηθούν και ποια προτείνεται να εγκαταλειφθούν. (Damodaran, 2010, Fernández, 2019) [16,20]

1.3 Στάδια Αποτίμησης

Για την αποτίμηση μιας επιχείρησης ακολουθούνται τα παρακάτω πέντε στάδια:

- Ανάλυση Επιχείρησης
- Λογιστική και Χρηματοοικονομική Ανάλυση
- Προβλέψεις και Ανάλυση των Προοπτικών
- Αποτίμηση

- Επενδυτική Απόφαση

Συγκεκριμένα, η ανάλυση της επιχείρησης αφορά την κατανόηση της εταιρείας, την καταγραφή των ειδικών χαρακτηριστικών της και τη στρατηγική της ανάλυση⁴. Έπειτα ακολουθεί η λογιστική και χρηματοοικονομική ανάλυση στην οποία περιλαμβάνεται η ανασκόπηση των λογιστικών μεθόδων και παραδοχών στις οποίες βασίζονται οι λογιστικές καταστάσεις. Η χρηματοοικονομική ανάλυση χρησιμοποιεί αριθμοδείκτες και διάφορους δείκτες ταμειακών ροών, οι οποίοι σχετίζονται άμεσα με διάφορες δραστηριότητες της εταιρείας και δείχνουν την οικονομική αυτάρκεια της εταιρείας. Οι χρησιμότεροι εκ των δεικτών αυτών αναλύονται εκτενώς σε παρακάτω κεφάλαιο της εργασίας.

Το επόμενο στάδιο περιλαμβάνει τις προβλέψεις και την ανάλυση των προοπτικών και χαρακτηρίζεται ως το σημαντικότερο από τα πέντε επειδή παίζει καθοριστικό ρόλο στο τελικό στάδιο της αξιολόγησης. Η πρόβλεψη βασίζεται στην κατανόηση της στρατηγικής θέσης, στην ανάλυση του επιχειρηματικού σχεδίου και στη διάρθρωση της αγοράς και επιβεβαιώνεται από τον αντίστοιχο αναλυτή. Στο προτελευταίο στάδιο περιλαμβάνεται η αποτίμηση. Σε αυτό το σημείο πρόκειται να επιλεγούν το/τα καταλληλότερο/α μοντέλο/α αποτίμησης σύμφωνα με τα ειδικά χαρακτηριστικά της εταιρείας και κατόπιν ακολουθεί η εφαρμογή αυτών των μοντέλων, στόχος των οποίων είναι ο προσδιορισμός της αξίας της επιχείρησης. Στο τελικό στάδιο της αποτίμησης περιλαμβάνεται η επενδυτική απόφαση. Μετά την ολοκλήρωση της εφαρμογής του/των μοντέλου/ων αποτίμησης τα εμπλεκόμενα μέρη καλούνται να εξηγήσουν τα αποτελέσματα. Η αξιολόγηση των αποτελεσμάτων σε συνδυασμό με την υποκειμενική κρίση των αναλυτών της εταιρείας διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στις αποφάσεις διαχείρισης ή επενδύσεων.⁵ (Damodaran, 2010, Petit & Ferris, 2013)

[16,31]

⁴ Η στρατηγική ανάλυση περιλαμβάνει ανάλυση ανταγωνισμού και στρατηγικής της εταιρείας και ανάλυση επιχειρησιακών τμημάτων

⁵ Για τη λήψη των συγκεκριμένων αποφάσεων λαμβάνονται σοβαρά υπόψη οι 4 παράγοντες που είδαμε ότι επηρεάζουν την αξία (πληθωρισμός, κίνδυνος, ρευστότητα, επιτόκια)

2. ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Η αποτίμηση των επιχειρήσεων είναι μια σύνθετη διαδικασία που απαιτεί την εφαρμογή της τεράστιας γνώσης πολλών επιστημονικών πεδίων και υπάρχουν πολλά επιστημονικά και πρακτικά προβλήματα που σχετίζονται με αυτό. (Maczynska, 2005, Miciula, Kadlubeck, & Stepien, 2020) [22,24] Παρά το γεγονός ότι έχουν γίνει προσπάθειες τυποποίησης της διαδικασίας αποτίμησης, εξακολουθούν να υπάρχουν πολλά άλυτα προβλήματα ή αμφιλεγόμενες λύσεις που έχουν υιοθετηθεί. Οι μέθοδοι αποτίμησης των επιχειρήσεων και των οργανωμένων μερών τους δεν έχουν ρυθμιστεί νομικά ως αυστηρά δεσμευτικές. (Mohnen, & Hall, 2013) [27] Επίσης, δεν υπάρχει κλειστό και συμπληρωματικό σύνολο κανόνων που να ισχύει για αυτή τη διαδικασία. Η έλλειψη ενιαίων ρυθμίσεων οφείλεται κυρίως στο γεγονός ότι δεν είναι δυνατή η πλήρης κωδικοποίηση μιας διαδικασίας που μπορεί να σχετίζεται με οντότητες που έχουν διαφορετικές ιδιαιτερότητες, νομικές μορφές, περιουσιακά στοιχεία ή δομές ιδιοκτησίας. Ωστόσο, υπάρχουν πρότυπα που επιτρέπουν τη μερική διάρθρωσή της αποτίμησης. Ως εκ τούτου, σε πολλές χώρες του κόσμου, εδώ και πολλά χρόνια, υπάρχουν πρότυπα για την αποτίμηση των επιχειρήσεων. (Ngo, 2013, Miciula, Kadlubeck, & Stepien, 2020) [29,24] Αφορούν τη μεθοδολογία αποτίμησης και το εύρος της τεχνογνωσίας που πρέπει να έχει ο εκτιμητής. Αναπτύχθηκαν από επαγγελματικές οργανώσεις που περιλαμβάνουν ειδικούς στην αντιμετώπιση των αποτιμήσεων. Οι ειδικοί δεσμεύονται από κωδικοποιημένες διαδικασίες και πρότυπα συμπεριφοράς, τα οποία εγγυώνται τη συγκρισιμότητα των αποτιμήσεων και την ευκολία της επαλήθευσής τους. Μια τέτοια κατάσταση συμβάλλει στην ασφάλεια των επιχειρηματικών συναλλαγών. (Miciula, Kadlubeck, & Stepien, 2020) [24]

Η ανάγκη για αποτίμηση των επιχειρήσεων προκύπτει από την οικονομική ανάπτυξη. Μαζί με την παγκοσμιοποίηση της οικονομίας, η οποία συνοδεύεται από έντονη ροή κεφαλαίων σε έναν αυξανόμενο αριθμό χωρών, η αποτίμηση καθίσταται απαραίτητη για την πώληση, την ιδιωτικοποίηση, τις συγχωνεύσεις και εξαγορές ή τη δημιουργία κοινών επιχειρήσεων και πολλές άλλες διαδικασίες που σχετίζονται με επιχειρήσεις και έχουν αναφερθεί και προηγουμένως. (Stryjakiewicz, Meczynski, & Stachowiak, 2014) [34]

Οι μέθοδοι που έχουν επινοηθεί και εφαρμόζονται για την εκτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης είναι αρκετές. Σε παγκόσμιο επίπεδο δεν έχει υπάρξει μέθοδος γενικής

αποδοχής. Παρακάτω (Πίνακας 1) παρουσιάζονται οι κυριότερες μέθοδοι αποτίμησης, μερικές από τις οποίες πρόκειται να αναλυθούν εκτενέστερα στην παρούσα εργασία.

Πίνακας 1: Κύριες Μέθοδοι Αποτίμησης

ΚΥΡΙΕΣ ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ					
Balance Sheet	Income Statement	Mixed (Goodwill)	Discounting Cash Flow	Value Creation	Options
Book Value	Multiples	Classic	Equity Cash Flow	EVA	Black and Scholes
Adjusted Book Value	PER	Union of European	Free Cash Flow	Economic Profit	Investment Option
Liquidation Value	Sales	Accounting Experts	Capital Cash Flow	Cash Value Added	Expand the Project
Substantial Value	P/EBITDA	Abbreviated Income	Debt Tax Shield	CFROI	Delay the Investment
	Other Multiples	Others			Alternative Uses

Πηγή: Fernandez P., (2002), “Valuation Methods and Shareholder Value Creation”, Academic Press [19]

Από τις παραπάνω μεθόδους επιλέγεται να αναλυθούν αφενός οι μέθοδοι που βασίζονται σε λογιστικά δεδομένα και αφετέρου ορισμένες από αυτές που θεωρούνται πιο διαδεδομένες, όπως η μέθοδος της καθαρής παρούσας αξίας, του εσωτερικού ποσοστού απόδοσης και της προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών.

2.1.Η Μέθοδος Της Λογιστικής Αξίας (Book Value)

Η λογιστική αξία μιας εταιρείας, ή η καθαρή της θέση, είναι η αξία της καθαρής θέσης των μετόχων που αναφέρεται στον ισολογισμό (κεφάλαιο και αποθεματικά). Αυτή η ποσότητα είναι επίσης η διαφορά μεταξύ του συνόλου του ενεργητικού και του παθητικού.

Ας υποθέσουμε ότι ο ισολογισμός της εταιρείας X είναι αυτός που φαίνεται στον παρακάτω πίνακα (Πίνακας 2).

Πίνακας 2: Ισολογισμός Εταιρείας X σε εκ. €

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ		ΠΑΘΗΤΙΚΟ	
Μετρητά	10	Λογαριασμοί	80
Λογαριασμοί	20	Πληρωτέοι	
Εισπρακτέοι		Βραχυπρόθεσμες	20
Αποθέματα	90	Υποχρεώσεις	
Πάγια	200	Μακροπρόθεσμες	60
Σύνολο	320	Υποχρεώσεις	
Ενεργητικού		Ίδια Κεφάλαια	160
		Σύνολο	320
		Υποχρεώσεων	

Η λογιστική αξία της εταιρείας μπορεί να υπολογιστεί ως η διαφορά μεταξύ των συνολικών περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων, οπότε προκύπτει ο παρακάτω τύπος: (Fernández, 2019) [20]

$$\text{Λογιστική Αξία} = \text{Σύνολο Ενεργητικού} - \text{Υποχρεώσεις}$$

αντικαθιστώντας στον τύπο τα ποσά του παραδείγματος, έχουμε:

$$\text{Λογιστική Αξία} = 320 - (80+20+60) = 160\text{εκ. €}$$

Οπότε, σύμφωνα με τη συγκεκριμένη μέθοδο αποτίμησης προκύπτει ότι η λογιστική αξία της συγκεκριμένης εταιρείας ανέρχεται σε 160εκ. €

2.2. Η Μέθοδος Της Αναπροσαρμοσμένης Λογιστικής Αξίας (Adjusted Book Value)

Η μέθοδος της αναπροσαρμοσμένης λογιστικής αξίας προκύπτει όταν οι αξίες των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων ταιριάζουν με την αγοραία αξία τους. Με τη μέθοδο αυτή επιδιώκεται να ξεπεραστούν οι ελλείψεις που μπορεί να εμφανιστούν όταν εφαρμόζονται καθαρά λογιστικά κριτήρια στην αποτίμηση. (Copeland, Koller & Murrin, 2000, Fernández, 2019) [15,20]

Συνεχίζοντας το παράδειγμα του Πίνακα 1, παρακάτω πρόκειται να αναλυθούν μεμονωμένα ορισμένα στοιχεία του ισολογισμού, έτσι ώστε αυτά να προσαρμοστούν στην κατά προσέγγιση αγοραία αξία τους. Για παράδειγμα, εάν θεωρήσουμε ότι:

- Οι λογαριασμοί εισπρακτέοι συμπεριλαμβάνουν 3εκ. επισφαλείς απαιτήσεις, τότε αυτή η τιμή θα πρέπει να αναπροσαρμοστεί στα 23εκ..

- Στα αποθέματα γίνεται προεξόφληση των απαρχαιωμένων, άχρηστων στοιχείων και επανεκτίμηση των υπολοίπων στην αγοραία αξία τους, τότε η αναπροσαρμοσμένη τιμή τους θα πρέπει να είναι στα 100εκ.
- Τα πάγια περιουσιακά στοιχεία (γη, κτήρια και μηχανήματα) έχουν αξία 250εκ. σύμφωνα με την εκτίμηση ενός ειδικού εμπειρογνώμονα
- Η λογιστική αξία των πληρωτέων λογαριασμών, τα δάνεια των τραπεζών και μακροπρόθεσμου δανεισμού είναι ίσα με την αγοραία αξία τους (Fernández, 2019) [20]

Οπότε, ο αναπροσαρμοσμένος ισολογισμός προκύπτει όπως απεικονίζεται στον παρακάτω πίνακα (Πίνακας 3)

Πίνακας 3: Αναπροσαρμοσμένος Ισολογισμός Εταιρείας X σε εκ. €

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ		ΠΑΘΗΤΙΚΟ	
Μετρητά	10	Λογαριασμοί	80
		Πληρωτέοι	
Λογαριασμοί	23	Βραχυπρόθεσμες	20
Εισπρακτέοι		Υποχρεώσεις	
Αποθέματα	100	Μακροπρόθεσμες	60
		Υποχρεώσεις	
Πάγια	250	Ίδια Κεφάλαια	223
Σύνολο	383	Σύνολο	383
Ενεργητικού		Υποχρεώσεων	

Η αναπροσαρμοσμένη λογιστική αξία υπολογίζεται ακριβώς με τον ίδιο τύπο όπως και η λογιστική αξία. Οπότε, για το συγκεκριμένο παράδειγμα προκύπτει ότι η αναπροσαρμοσμένη λογιστική αξία ισούται με 223εκ.€.

$$\text{Αναπροσαρμοσμένη Λογιστική Αξία} = 383 - (80+20+60) = 223\text{εκ. €}$$

Ένα ακόμα ενδιαφέρον στοιχείο είναι πως σε αυτή την περίπτωση, η αναπροσαρμοσμένη λογιστική αξία υπερβαίνει της λογιστικής αξίας κατά 63εκ. €

2.3.Η Μέθοδος Της Αξίας Ρευστοποίησης (Liquidation Value)

Αξία ρευστοποίησης είναι η αξία της εταιρείας εάν ρευστοποιηθεί, δηλαδή εάν πωληθούν τα περιουσιακά της στοιχεία και εξοφληθούν τα χρέη της. Η αξία ρευστοποίησης υπολογίζεται αφαιρώντας τα έξοδα εκκαθάρισης της επιχείρησης από την προσαρμοσμένη καθαρή της θέση. (Fernández, 2019) [20]

Πρέπει να τονιστεί ότι το κόστος πώλησης πρέπει να αφαιρείται όταν αποτιμώνται μεμονωμένα ακίνητα. Εάν η εκκαθάριση διαρκεί για μεγάλο χρονικό διάστημα, τα έσοδα και τα έξοδα πρέπει να προεξοφλούνται. Τα χρέη πρέπει να αφαιρούνται σε όλα τα παράπλευρα κόστη (προμήθειες πρόωρης εξόφλησης, έξοδα διακανονισμού κ.λπ.). Πρέπει να δοθεί έμφαση στο ρόλο των παραδοχών αποτίμησης, κυρίως εάν η απόφαση για την αποτίμηση γίνεται υπό πίεση χρόνου ή εάν δεν υπάρχει ένας χρονικός περιορισμός. Το επίπεδο των εσόδων από την εκκαθάριση επηρεάζεται σε μεγάλο βαθμό από τις συνθήκες της πώλησης. (Mandl & Rabel, 1997, Poborsky, 2015) [23,32]

Προφανώς, η χρησιμότητα αυτής της μεθόδου περιορίζεται σε μια εξαιρετικά συγκεκριμένη κατάσταση, δηλαδή όταν η εταιρεία αγοράζεται με σκοπό τη ρευστοποίησή της σε μεταγενέστερη ημερομηνία. Ωστόσο, αντιπροσωπεύει πάντα την ελάχιστη αξία της εταιρείας, καθώς η αξία μιας επιχείρησης, με την προϋπόθεση ότι συνεχίζει να λειτουργεί, είναι μεγαλύτερη από την αξία ρευστοποίησής της. (Fernández, 2019) [20]

2.4.Η Μέθοδος Της Πραγματική Αξίας (Substantial Value)

Η μέθοδος της πραγματικής αξίας αντιπροσωπεύει την επένδυση που πρέπει να γίνει για να σχηματιστεί μια εταιρεία στην οποία υπάρχουν πανομοιότυπες συνθήκες με αυτές της εταιρείας που αποτιμάται. Επιπλέον, μπορεί να οριστεί ως η αξία αντικατάστασης των περιουσιακών στοιχείων, με την προϋπόθεση όμως ότι η εταιρεία συνεχίζει να λειτουργεί κανονικά. Θα πρέπει να σημειωθεί πως στη μέθοδο της πραγματικής αξίας δεν περιλαμβάνονται τα περιουσιακά στοιχεία που δεν χρησιμοποιούνται για τις δραστηριότητες της εταιρείας. Οι τύποι της πραγματικής αξίας συνήθως είναι οι παρακάτω:

- **Ακαθάριστη πραγματική αξία**, δηλαδή η αξία του περιουσιακού στοιχείου σε αγοραία τιμή.
- **Καθαρή πραγματική αξία** ή διορθωμένα καθαρά περιουσιακά στοιχεία, η οποία είναι η ακαθάριστη ουσιαστική αξία μείον τις υποχρεώσεις. Είναι επίσης γνωστή ως αναπροσαρμοσμένη καθαρή θέση ή αναπροσαρμοσμένη λογιστική αξία, η οποία έχει αναλυθεί στην παράγραφο 2.2 της παρούσας εργασίας.

- **Μειωμένη ακαθάριστη πραγματική αξία**, η οποία είναι η ακαθάριστη ουσιαστική αξία που μειώνεται μόνο κατά την αξία του χωρίς κόστος χρέους. (Copeland, Koller & Murrin, 2000, Fernández, 2019) [15,20]

2.5.Η Μέθοδος Της Περιόδου Επανείσπραξης (Payback Period)

Η μέθοδος της περιόδου επανείσπραξης (Payback Period) αφορά την περίοδο κατά την οποία η εταιρεία μπορεί να επανακτήσει το κεφάλαιο που έχει επενδυθεί για την πραγματοποίηση μιας επένδυσης. (Νούλας, 2020) [12]

Η περίοδος επανείσπραξης είναι ένας σημαντικός υπολογισμός όχι μόνο για την προβολή των ταμειακών ροών, των πληρωμών τόκων και άλλων τεχνικών διαχείρισης αξίας για την επένδυση, αλλά και για την προβολή της επιρροής του έργου στη διαχείριση περιουσιακών στοιχείων και την κερδοφορία ολόκληρης της εταιρείας. Η συγκεκριμένη περίοδος υπολογίζεται διαιρώντας το αρχικό κόστος επένδυσης (Initial Investment) με την ετήσια καθαρή ταμειακή ροή (Net Annual Cash Flows) και δίνει τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Payback Period} = \frac{\text{Initial Investment}}{\text{Net Annual Cash Flows}}$$

Όταν συγκρίνονται δύο ή περισσότερα προγράμματα, θα πρέπει να προτιμώνται εκείνα που έχουν τη μικρότερη περίοδο επανείσπραξης. Τα προγράμματα, όμως, που γίνονται αποδεκτά πρέπει να ανταποκρίνονται και στην περίοδο επανείσπραξης που έχει ορίσει η εκάστοτε εταιρεία ως επιθυμητή, και η οποία περίοδος θα πρέπει να είναι εκ των προτέρων καθορισμένη. (Groppelli & Nikbakht, 2007) [21]

2.6.Η Μέθοδος Της Καθαρής Παρούσας Αξίας (NPV⁶)

Η προσέγγιση της καθαρής παρούσας αξίας βασίζεται στις αξίες της αγοράς, λαμβάνοντας υπόψη τη διαχρονική αξία του χρήματος και υπολογίζεται αφαιρώντας τις αρχικές επενδεδυμένες δαπάνες από την παρούσα αξία των μελλοντικών καθαρών ταμειακών ροών, όπως φαίνεται στον παρακάτω τύπο: (Modesti, 2007, Groppelli & Nikbakht, 2007) [26,21]

⁶ Net Present Value

$$\mathbf{NPV} = \mathbf{PV} - \mathbf{I}$$

Όπου :

\mathbf{PV} = η παρούσα αξία και

\mathbf{I} = οι αρχικές επενδεδυμένες δαπάνες

Έστω λοιπόν $\mathbf{CF}_1, \mathbf{CF}_2, \dots, \mathbf{CF}_n$ οι ταμειακές ροές ενός έργου το οποίο είναι να πληρωθεί ή να ληφθεί σε χρόνο $t = 1, 2, \dots, n$ και έστω i το κόστος ευκαιρίας των ιδίων κεφαλαίων. Υπολογίζοντας ότι: (Modesti, 2007) [26]

$$\mathbf{PV} = \sum_{t=1}^n \frac{\mathbf{R}_t}{(1+i)^t}$$

Όπου :

\mathbf{R}_t = η καθαρή ταμειακή ροή⁷ στο τέλος του έτους t

i = η ελάχιστη απόδοση που απαιτεί η επιχείρηση από την επένδυση

n = ο αριθμός των ετών για τα οποία υπολογίζεται η επένδυση να έχει καθαρές ταμειακές ροές

Τότε, αντικαθιστώντας στον αρχικό τύπο της καθαρής παρούσας αξίας έχουμε:

$$\mathbf{NPV} = \sum_{t=1}^n \frac{\mathbf{R}_t}{(1+i)^t} - \mathbf{I}$$

Το κριτήριο απόφασης στηρίζεται στην τιμή της \mathbf{NPV} . Εξ ορισμού, η καθαρή παρούσα αξία ενός αποδεκτού προγράμματος είναι είτε μηδέν, είτε θετική, ενώ κρίνεται απορριπτέα μια αρνητική καθαρή παρούσα αξία. Συγκεκριμένα:

- εάν $\mathbf{NPV} = \mathbf{0}$, τότε η επένδυση γίνεται οριακά δεκτή καθώς η καθαρή θέση της επιχείρησης δε μεταβάλλεται και η απόδοσή της ισούται με την ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση που έχει οριστεί από την επιχείρηση.
- εάν $\mathbf{NPV} > \mathbf{0}$, τότε η επένδυση γίνεται δεκτή καθώς το όφελος της επένδυσης είναι μεγαλύτερο από το κόστος και η απόδοσή της είναι μεγαλύτερη από την ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση που έχει οριστεί από την επιχείρηση.
- εάν $\mathbf{NPV} < \mathbf{0}$, τότε η επένδυση απορρίπτεται καθώς το όφελος της επένδυσης είναι μικρότερο από το κόστος και η απόδοσή της είναι μικρότερη από την

⁷ Η καθαρή ταμειακή ροή υπολογίζεται αφαιρώντας την ταμειακή εκροή της επιχείρησης από την ταμειακή της εισροή

ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση που έχει οριστεί από την επιχείρηση.
(Νούλας, 2020, Groppelli & Nikbakht, 2007) [12,21]

2.7.Η Μέθοδος Του Εσωτερικού Ποσοστού Απόδοσης (IRR⁸)

Η μέθοδος του εσωτερικού ποσοστού απόδοσης (IRR) είναι ένα δημοφιλές μέτρο που χρησιμοποιείται στον προϋπολογισμό επενδύσεων, αφορά το δείκτη αποδοτικότητας και στην ουσία είναι η απόδοση που έχει η εκάστοτε επένδυση. Εξ' ορισμού, η IRR είναι ένα προεξοφλητικό επιτόκιο που καθιστά την παρούσα αξία των ταμειακών ροών ίση με την αρχική επένδυση. Πιο απλά, μπορεί να ειπωθεί πως η IRR είναι ένα προεξοφλητικό επιτόκιο που μηδενίζει την NPV. Η σχέση με την οποία υπολογίζεται το IRR είναι η εξής:

$$I = \sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1 + IRR)^t}$$

Η παραπάνω σχέση υποθέτει ότι όλες οι ταμειακές ροές που εισπράττονται επενδύονται και πάλι με επιτόκιο ίσο με το IRR.

Όταν ένα πρόγραμμα πέσει κάτω από κάποιο όριο απορρίπτεται, και αυτό το ποσοστό ονομάζεται συντελεστής απόρριψης (cutoff rate), ελάχιστο όριο απόδοσης ή απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης. Ο συντελεστής απόρριψης ορίζεται από την εκάστοτε επιχείρηση. Έστω, για παράδειγμα, ότι ορίζουμε με c το κόστος κεφαλαίων μιας επιχείρησης (ή την ελάχιστη απόδοση που απαιτεί από μια επένδυση). Εάν:

- **IRR > c**, τότε η επένδυση γίνεται δεκτή
- **IRR < c**, τότε η επένδυση απορρίπτεται (Νούλας, 2020, Groppelli & Nikbakht, 2007) [12,21]

2.8.Η Μέθοδος Της Προεξόφλησης Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (FCFF⁹)

Ένας απλός ορισμός της αξίας μιας επιχείρησης είναι ίσος με την ατελείωτη ροή των ελεύθερων ταμειακών ροών που προεξοφλούνται από το WACC. Ωστόσο, πολλά εξαρτώνται από την εκτιμώμενη ανάπτυξη της εταιρείας και από το αν αυτή η ανάπτυξη θα είναι σταθερή

⁸ Internal Rate of Return. Επίσης, η συγκεκριμένη μέθοδος είναι γνωστή ως «εσωτερικός βαθμός απόδοσης», «εσωτερικός συντελεστής απόδοσης» και «εσωτερική αποδοτικότητα»

⁹ Free Cash Flow to the Firm

Η ελεύθερη ταμειακή ροή προκύπτει από τα κέρδη προ τόκων και φόρων (EBIT¹⁰). Ο πληρωτέος φόρος επί του EBIT πρέπει να υπολογίζεται απευθείας. Αυτό μας δίνει το καθαρό εισόδημα χωρίς να αφαιρούμε τις πληρωμές τόκων, στο οποίο πρέπει να προσθέσουμε την απόσβεση της περιόδου γιατί δεν είναι πληρωμή αλλά απλώς λογιστική εγγραφή. Πρέπει επίσης να εξετάσουμε τα χρηματικά ποσά που θα διατεθούν σε νέες επενδύσεις σε πάγια στοιχεία ενεργητικού και νέες απαιτήσεις κεφαλαίου κίνησης, καθώς αυτά τα ποσά πρέπει να αφαιρεθούν για να υπολογιστεί η ελεύθερη ταμειακή ροή.

Για να υπολογίσουμε τις ελεύθερες ταμειακές ροές, πρέπει να αγνοήσουμε τη χρηματοδότηση για τις δραστηριότητες της εταιρείας και να επικεντρωθούμε στην οικονομική απόδοση των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας μετά από φόρους, λαμβανομένων υπόψη σε κάθε περίοδο τις επενδύσεις που απαιτούνται για την συνέχιση της ύπαρξης της επιχείρησης. (Fernández, 2019) [20]

2.8.1. Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC¹¹)

Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC) αντανακλά το κόστος όλων των πηγών κεφαλαίων, ξένων και ιδίων σε μακροπρόθεσμη βάση. Το WACC μιας εταιρείας υπολογίζεται σε μετά φόρου βάση, σταθμίζοντας το κόστος κάθε πηγής των κεφαλαίων της με την αναλογία της συνολικής αγοραίας αξίας της εταιρείας.

Συγκεκριμένα, το WACC είναι το μέσο σταθμικό κόστος κάθε νέου ευρώ που αποκτάται από την εταιρεία. Είναι δηλαδή ο ελάχιστος συντελεστής απόδοσης τον οποίο πρέπει να εξασφαλίζει η επιχείρηση από την τοποθέτηση των στοιχείων του ενεργητικού της ανάμεσα σε εναλλακτικές επενδύσεις, ώστε να ικανοποιεί τις απαιτήσεις των επενδυτών της. Η προσέγγιση του WACC γίνεται με βάση το γεγονός ότι τα σχέδια των ενεργών επιχειρήσεων είναι ταυτοχρόνως χρηματοδοτούμενα και από τα δάνεια και από τα ίδια κεφάλαια.

Ουσιαστικά, υπολογίζοντας το WACC τελικός στόχος θεωρείται η εύρεση της σχετικής σημασίας που έχει κάθε πηγή εξωτερικής χρηματοδότησης στη διάρθρωση του κεφαλαίου της επιχείρησης. Με άλλα λόγια, οι σταθμικοί συντελεστές θα δείξουν πόσο συμβάλει κάθε στοιχείο στη συνολική αξία της κεφαλαιακής διάρθρωσης της επιχείρησης. (Νούλας, 2020, Groppelli & Nikbakht, 2007) [12,21]

¹⁰ Earnings Before Interests and Tax

¹¹ Weighted Average Cost of Capital

2.8.2. Μοντέλο Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (CAPM¹²)

Το μοντέλο αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (CAPM) είναι μια από τις θεμελιώδεις και πιο σημαντικές έννοιες στη σύγχρονη χρηματοοικονομική. Σχετίζεται στενά με τη θεωρία χαρτοφυλακίου και βρίσκει εφαρμογή στη διαχείριση κινδύνου χαρτοφυλακίου, στη μέτρηση της απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων, στην αποτίμηση τίτλων κ.λπ. Θα μπορούσε να ειπωθεί πως η ανάπτυξη του CAPM είναι μια από τις πιο επιτυχημένες προσπάθειες να απλοποιηθεί η διαδικασία υπολογισμού του κινδύνου, καθώς συσχετίζει τους προβλεπόμενους μη διαφοροποιήσιμους κινδύνους με τις αναμενόμενες αποδόσεις ενός προγράμματος. (Zabarankin, Pavlikov & Uryasev., 2013, Groppelli & Nikbakht, 2007) [38,21]

Το μοντέλο CAPM ξεκινά διαιρώντας τον κίνδυνο σε δύο βασικές συνιστώσες:

- τον διαφοροποιήσιμο κίνδυνο
- τον μη διαφοροποιήσιμο κίνδυνο

Για να υπολογιστεί το κόστος ιδίων κεφαλαίων που θα χρειαστεί στον τύπο υπολογισμού του WACC, πρέπει να χρησιμοποιηθεί το CAPM που φέρει την παρακάτω μορφή:

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

Όπου:

$E(r)$ = Κόστος των Ιδίων Κεφαλαίων

R_f = Ένα ακίνδυνο επιτόκιο

β = Ο συντελεστής βήτα (beta)

$(R_m - R_f)$ = Το Risk-Premium της αγοράς

Βρίσκοντας το βαθμό ευαισθησίας των αποδόσεων μιας μετοχής σε σχέση με τις αποδόσεις της αγοράς, μπορεί να καθοριστεί και ο βαθμός κινδύνου μιας μετοχής.

Για αυτό τον τρόπο χρησιμοποιείται ο δείκτης β (beta), ο οποίος όταν:

- είναι ίσος με μονάδα, δεν πρόκειται να επηρεάσει τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου άλλα ούτε και να αυξήσει τις απολαβές του

¹² Capital Asset Pricing Model

- είναι μεγαλύτερος της μονάδας, φανερώνει ένα επιθετικό στοιχείο, το οποίο παρόλο που θα αυξήσει το ρίσκο εάν περιληφθεί σε ένα χαρτοφυλάκιο, θα έχει μεγάλα οφέλη εάν η αγορά κινείται θετικά.
- είναι μικρότερος της μονάδας, φανερώνει ένα αμυντικό στοιχείο, το οποίο χαρακτηρίζεται μικρού ρίσκου αλλά και χαμηλών περιθωρίων κέρδους εάν περιληφθεί σε ένα χαρτοφυλάκιο

Συνοψίζοντας, το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων αναφέρει ότι ένας επενδυτής απαιτεί η αναμενόμενη απόδοση ενός περιουσιακού στοιχείου με κίνδυνο να είναι ίση με την απόδοση ενός στοιχείου χωρίς κίνδυνο πλέον μιας ανταμοιβής για τον συστηματικό κίνδυνο που αναλαμβάνει με την αγορά του συγκεκριμένου περιουσιακού στοιχείου. Η ανταμοιβή αυτή είναι μεγαλύτερη όσο μεγαλύτερος είναι ο συστηματικός κίνδυνος που έχει το περιουσιακό στοιχείο. (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2009) [1]

2.9. Η Μέθοδος Της Κεφαλαιοποίησης Των Οργανικών Εσόδων

Με τη μέθοδο της κεφαλαιοποίησης των οργανικών εσόδων προσδιορίζεται η αξία μιας επιχείρησης υπολογίζοντας την αξία των αναμενόμενων κερδών της, με βάση τα τρέχοντα κέρδη και την αναμενόμενη μελλοντική απόδοση. Αυτή η μέθοδος επιτυγχάνεται με την εύρεση της καθαρής παρούσας αξίας των αναμενόμενων μελλοντικών κερδών ή των ταμειακών ροών και τη διαίρεσή τους με το επιτόκιο κεφαλαιοποίησης. Πρόκειται για μια προσέγγιση αποτίμησης εισοδήματος που καθορίζει την αξία μιας επιχείρησης εξετάζοντας την τρέχουσα ταμειακή ροή, το ετήσιο ποσοστό απόδοσης και την αναμενόμενη αξία της επιχείρησης.

2.10. Η Μέθοδος Της Υπερπροσόδου Της Επόμενης 5ετίας

Η μέθοδος της υπερπροσόδου της επόμενης 5ετίας είναι μια μέθοδος αποτίμησης, όπου η αξία της επιχείρησης υπολογίζεται ως το άθροισμα της καθαρής περιουσιακής θέσης της επιχείρησης και της παρούσας αξίας της υπερπροσόδου της. Η παρούσα αξία της υπερπροσόδου υπολογίζεται ως εξής: (Λαζαρίδης, 2005) [7]

1. Υπολογίζονται τα αναμενόμενα οργανικά κέρδη των επόμενων 5 ετών.
2. Υπολογίζεται το απασχολούμενο κεφάλαιο της επιχείρησης αφαιρώντας από το ενεργητικό όλα τα μη λειτουργικά στοιχεία.

3. Υπολογίζεται για κάθε χρόνο ο τόκος του απασχολούμενου κεφαλαίου και ονομάζεται κανονική πρόσοδος.
4. Από το οργανικό κέρδος κάθε χρόνου αφαιρείται η κανονική πρόσοδος του ίδιου χρόνου και προκύπτει η υπερπρόσοδος.
5. Βρίσκεται ο μέσος όρος των αναμενόμενων υπερπροσόδων των επόμενων πέντε ετών.
6. Υπολογίζεται η παρούσα αξία των υπερπροσόδων με συντελεστή προεξόφλησης το επιτόκιο, αυξημένο ανάλογα με τον κίνδυνο της επιχείρησης. Ο τύπος που υπολογίζει την Παρούσα Αξία Υπερπροσόδων είναι ο εξής:

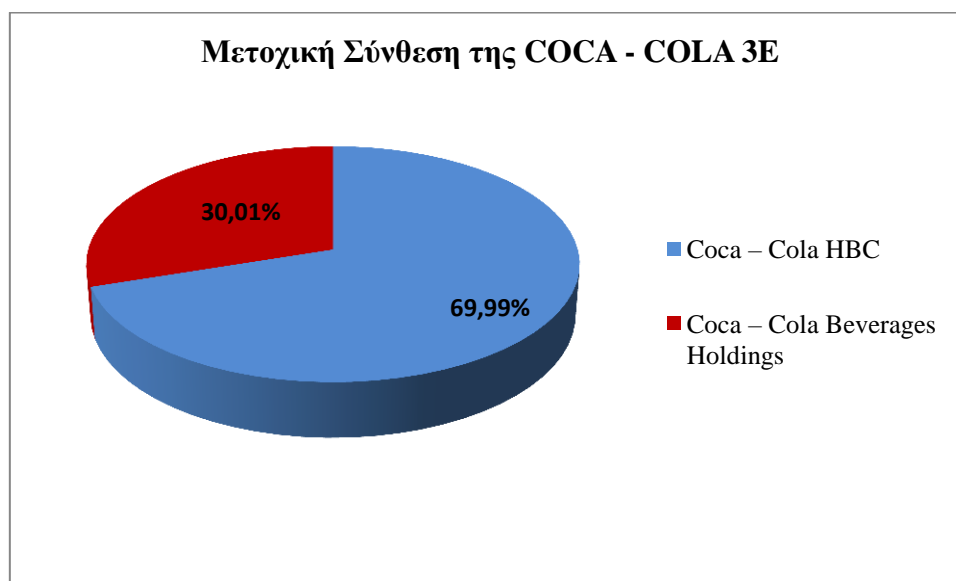
$$\text{Υπεραξία Εταιρίας} = \frac{\text{Μέσος Όρος Υπερπροσόδων}}{\text{Συντελεστής Προεξόφλησης}}$$

3. ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΗΣ COCA-COLA 3E

3.1. Βασικά Στοιχεία

Η Coca – Cola 3E Ελλάδος Α.Β.Ε.Ε. (Coca – Cola 3E) είναι ανώνυμη βιομηχανική και εμπορική εταιρεία που ιδρύθηκε στην Ελλάδα και έχει έδρα το Μαρούσι Αττικής. Η εταιρεία ιδρύθηκε ως AMITA Α.Ε. και στη συνέχεια μετονομάστηκε σε ΕΛΧΥΜ Α.Ε. Το 2012, κατόπιν της απόσχισης με απορρόφηση του κλάδου παραγωγής και εμπορίας (διανομή και πώληση) από την Coca – Cola Ελληνική Εταιρεία Εμφιάλωσης Α.Ε., η οποία εγκρίθηκε στις 31.07.2012 με την απόφαση ΕΜ – 18753/2012 των αρμόδιων ρυθμιστικών αρχών, η εταιρεία μετονομάστηκε σε Coca – Cola 3E Ελλάδος Α.Β.Ε.Ε. Το 69,99% των μετοχών της ανήκει στην μονοπρόσωπη ελληνική εταιρεία περιορισμένης ευθύνης Coca – Cola HBC Υπηρεσίες Διοικητικής Υποστήριξης Μονοπρόσωπη Εταιρεία Περιορισμένης Ευθύνης και το 30,01% των μετοχών της ανήκει στην Coca – Cola Beverages Holdings II Β.Υ, σε συνέχεια της από 15.05.2015 απόφασης της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων (Διάγραμμα 1). Τόσο η Coca – Cola HBC Υπηρεσίες Διοικητικής Υποστήριξης Μονοπρόσωπη Εταιρεία Περιορισμένης Ευθύνης, όσο και η Coca – Cola Beverages Holdings II Β.Υ είναι 100% θυγατρικές της μητρικής εταιρείας του ομίλου Coca-Cola HBC AG

(Coca-Cola HBC), οι μετοχές της οποίας διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο του Λονδίνου και δευτερευόντως στο Χρηματιστήριο Αθηνών. [39]



Διάγραμμα 1: Μετοχική Σύνθεση της Coca - Cola 3E

Η Coca – Cola 3E δραστηριοποιείται κυρίως στην παραγωγή, πώληση και διανομή αναψυκτικών ποτών στην Ελλάδα με βάση συμφωνία εμφιάλωσης με την The Coca – Cola Company. Με 51 χρόνια συνεχούς παρουσίας στην ελληνική αγορά θεωρείται η κορυφαία εταιρεία μη αλκοολούχων ποτών στην Ελλάδα, η 7^η μεγαλύτερη βιομηχανική επιχείρηση της χώρας και μία από τις 30 ταχύτερα αναπτυσσόμενες εταιρείες στην Ελλάδα.

Οι τρεις εγκαταστάσεις παραγωγής της εταιρείας στην Ελλάδα, το Σχηματάρι Mega-Plant και τα εργοστάσια εμφιάλωσης στο Ηράκλειο Κρήτης και στο Αίγιο, συμβάλουν στην παραγωγή και διανομή ενός μεγάλου χαρτοφυλακίου προϊόντων. Σε αυτά περιλαμβάνονται προϊόντα μιας σειράς κατηγοριών με εμπορικά σήματα της The Coca-Cola Company, όπως αναψυκτικά (Coca-Cola, Sprite, Fanta, Schweppes), το παγωμένο τσάι FUZETEΑ, η σειρά φυτικών ροφημάτων AdeZ και ο καφές Costa Coffee, αλλά και προϊόντικές μάρκες που ανήκουν στον Όμιλο Coca-Cola HBC, όπως αυτές των χυμών Amita και Frulite και του Φυσικού Μεταλλικού Νερού ΑΥΡΑ. Αποτελεί επίσης τον επίσημο διανομέα στην Ελλάδα των chips TSAKIRIS, των ενεργειακών ποτών Monster, αλλά και των αλκοολούχων ποτών των οίκων Edrington, Brown-Forman, του Gruppo Campari και Ισιδώρου Αρβανίτου. [41]

3.2.Ιστορική Αναδρομή

Η Coca – Cola 3E μετρά περισσότερα από 50 χρόνια ιστορίας στην Ελλάδα, με το 1969 να αποτελεί την χρονιά που εμφιαλώνεται για πρώτη φορά η Coca-Cola στην Ελλάδα. Παρακάτω παρουσιάζονται οι μεγαλύτερες και σημαντικότερες στιγμές της δραστηριότητας της εταιρείας, στην Ελλάδα.

- 1969: Η Coca - Cola εμφιαλώνεται για πρώτη φορά στην Ελλάδα
- 1980: Οι Fanta και Sprite ξεκινούν να παράγονται στη χώρα μας
- 1983: Εισάγεται στην αγορά η Amita, ο πρώτος συσκευασμένος 100% φυσικός χυμός στην Ελλάδα
- 1986: Η Coca – cola Light έρχεται στη Ελλάδα
- 1989: Λανσάρεται το φυσικό μεταλλικό νερό ΑΥΡΑ και οι νεανικοί χυμοί Amita Motion & Frulite
- 2002: Η Sprite Zero ξεκινά το παγκόσμιο ταξίδι της από την Ελλάδα
- 2006: Διενεργείται η πρώτη ημέρα θετικής ενέργειας από την Amita Motion
- 2007: Η Coca – Cola Zero έρχεται στην αγορά της Ελλάδος
- 2012: Η SCHWEPPEES έρχεται στην Ελλάδα
- 2016: Ολοκληρώνεται το μεγαλύτερο ελληνικό εργοστάσιο αναψυκτικών και χυμών με μία επένδυση ύψους 24 εκ. €
- 2017: Γίνεται στην Ελλάδα η παγκόσμια πρώτη εμφάνιση της Coca – Cola Stevia, μιας Coca – Cola χωρίς θερμίδες και με γλυκαντικό από το φυτό στέβια.
- 2017: Το πρόγραμμα Youth Empowered για την απασχολησιμότητα βοηθά χιλιάδες νέους να μείνουν και να δημιουργήσουν το μέλλον τους στην Ελλάδα
- 2019: Στο Κέντρο Διανομής Βορείου Ελλάδος, στη Θεσσαλονίκη, για τη διαχείριση των παραγγελιών χρησιμοποιείται τεχνολογία augmented reality [42]

3.3.Κοινωνικό Και Οικονομικό Αποτύπωμα Της Εταιρείας

Οι δραστηριότητές της εταιρείας έχουν σημαντικό κοινωνικοοικονομικό αποτύπωμα, με συμβολή στην απασχόληση και στην οικονομία, δημιουργώντας άμεσα και έμμεσα το 47,3% του κύκλου εργασιών του τομέα των αναψυκτικών στην Ελλάδα.

Η εταιρεία αποτελεί βασικό πυλώνα του εγχώριου κλάδου μεταποίησης μη αλκοολούχων ποτών. Το 2018, ο κύκλος εργασιών της Coca-Cola 3E υπολογίζεται

ότι διαμορφώθηκε στα €481 εκατ. Με βάση τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία για τον κλάδο παραγωγής αναψυκτικών για το 2016 (€870,5 εκατ. κύκλος εργασιών), το μερίδιο της Coca-Cola 3E στον κύκλο εργασιών υπολογίζεται σε 47,3% (Διάγραμμα 2).



Διάγραμμα 2: Μερίδιο Κύκλου Εργασιών και Απασχόλησης της Coca-Cola 3E στον Κλάδο Παραγωγής Αναψυκτικών το έτος 2016

Σε όρους απασχόλησης, η Coca-Cola 3E απασχολεί περίπου 1,5 χιλ. άτομα. Καθώς, σύμφωνα με τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία από το μητρώο επιχειρήσεων για το 2016, στον κλάδο αναψυκτικών απασχολούνται περίπου 3,4 χιλ. άτομα, το μερίδιο της Coca-Cola 3E υπολογίζεται σε 43,7% στο σύνολο της απασχόλησης του κλάδου (Διάγραμμα 3). Παράλληλα, στο σύνολο του κλάδου αλκοολούχων ποτών και αναψυκτικών (όπου ο κύκλος εργασιών το 2016 ανήλθε σε €1.859 εκατ. και η απασχόληση σε 8,8 χιλ. άτομα) το μερίδιο της Coca-Cola 3E διαμορφώθηκε σε 22,2% και 17% αντίστοιχα.



Διάγραμμα 3: Μεριδίο Απασχόλησης της Coca-Cola 3E στον Κλάδο Παραγωγής Αναψυκτικών το έτος 2016

Η άμεση και έμμεση οικονομική επίδραση από τη δραστηριότητα που δημιουργείται στο σύνολο της αλυσίδας αξίας της εταιρείας εκτιμάται περίπου στο €1,1 δισεκ. το 2018 σε όρους Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος (ΑΕΠ)¹³, μέγεθος που αντιστοιχεί στο 0,6% του ΑΕΠ της χώρας το 2018.

Η Ακαθάριστη Προστιθέμενη Αξία (ΑΠΑ)¹⁴ που δημιουργείται άμεσα από τη δραστηριότητα της εταιρείας εκτιμάται σε €188 εκατ. (€170 εκατ. από την λειτουργία της και €18 εκατ. από το επενδυτικό της πρόγραμμα), ενώ στους εμπορικούς συνεργάτες για τη διανομή των προϊόντων στον τελικό καταναλωτή, η ΑΠΑ ανέρχεται σε €278 εκατ. Η έμμεση επίδραση σε άμεσους και έμμεσους προμηθευτές εκτιμάται σε €368 εκατ. σε όρους ΑΠΑ, υποδεικνύοντας τις συνεργασίες που διενεργούνται με εγχώριους προμηθευτές. Αθροιστικά, η άμεση και έμμεση επίδραση σε όρους προστιθέμενης αξίας υπολογίζεται σε €834 εκατ. Επιπλέον, το 23,3% της επίδρασης στο ΑΕΠ αντιστοιχεί σε έσοδα του κράτους από τον Φόρο Προστιθέμενης Αξίας (ΦΠΑ) και τον Ειδικό Φόρο Κατανάλωσης (ΕΦΚ) στα προϊόντα της εταιρείας

¹³ Το ΑΕΠ είναι το πιο ευρέως διαδεδομένο μέτρο οικονομικής δραστηριότητας μιας οικονομίας. Από την πλευρά της παραγωγής, προσδιορίζεται ως το άθροισμα της ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας των κλάδων συν τους φόρους (μείον τις επιδοτήσεις) επί των προϊόντων (όπως ΦΠΑ και ΕΦΚ) στο σύνολο της οικονομίας

¹⁴ Η ΑΠΑ μιας δραστηριότητας ισούται με την αξία παραγωγής της μείον τις δαπάνες για ενδιάμεση ανάλωση προϊόντων και υπηρεσιών που εισέρχονται στην παραγωγική διαδικασία. Αναλύεται σε μισθολογική δαπάνη, φόροι επί της παραγωγής και μεικτό λειτουργικό πλεόνασμα (κέρδη και αποσβέσεις)

(€254 εκ.). Συνεπώς, για κάθε ευρώ ΑΠΑ που προκύπτει από την δραστηριότητα της εταιρείας δημιουργούνται άλλα 5 ευρώ ΑΕΠ στο σύνολο της οικονομίας. (Μελέτη Κοινωνικού και Οικονομικού Αποτυπώματος, 2019) [9]

3.4. Παράγοντες Χρηματοοικονομικού Κινδύνου

Οι δραστηριότητες της εταιρείας την εκθέτουν σε ποικίλους χρηματοοικονομικούς κινδύνους, όπως :

- τον κίνδυνο αγοράς¹⁵ (συμπεριλαμβανομένου του συναλλαγματικού κινδύνου και του κινδύνου διακύμανσης επιτοκίων)
- τον πιστωτικό κίνδυνο
- τον κίνδυνο ρευστότητας
- τον κίνδυνο κεφαλαίου

Το πρόγραμμα διαχείρισης κινδύνου της εταιρείας εστιάζει στην αστάθεια των χρηματοοικονομικών αγορών και επιδιώκει να ελαχιστοποιήσει τα πιθανά δυσμενή επακόλουθα στις ταμειακές ροές της. Για την αντιστάθμιση των κινδύνων η εταιρεία κάνει χρήση παράγωγων χρηματοοικονομικών μέσων για να αντισταθμίσει τους προαναφερθέντες κινδύνους.

3.4.1. Συναλλαγματικός Κίνδυνος

Η εταιρεία εκτίθεται σε κίνδυνο από διακυμάνσεις συναλλαγματικών ισοτιμιών αναφορικά με μελλοντικές εμπορικές συναλλαγές, αναγνωρισμένα νομισματικά περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις που πραγματοποιούνται σε διαφορετικά νομίσματα από το λειτουργικό νόμισμα. Για αυτό τον λόγο η εταιρεία συνάπτει συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί πράξεων συναλλάγματος προκειμένου να αντισταθμίσει μέρος του συναλλαγματικού κινδύνου. Η πλειοψηφία των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί πράξεων συναλλάγματος έχουν ημερομηνίες λήξης μικρότερες του έτους κατά τη λήξη της χρήσης και ως εκ τούτου τα κέρδη ή οι ζημιές από τις πράξεις αυτές θα μεταφερθούν από το αποθεματικό αντιστάθμισης στα αποτελέσματα χρήσης σε διάφορες ημερομηνίες κατά την επόμενη χρήση.

¹⁵ Είναι ο κίνδυνος μείωσης της αξίας μιας επένδυσης εξαιτίας αλλαγών στους παράγοντες που διαμορφώνουν την αξία της αγοράς. Ο κίνδυνος αγοράς είναι ο κίνδυνος ζημίας που προκύπτει από τυχόν αρνητικές μεταβολές των οικονομικών δεικτών και των τιμών, όπως είναι τα επιτόκια, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες και οι τιμές των μετοχών και των αγαθών

Πολιτική της εταιρείας είναι να διαχειρίζεται το συναλλαγματικό κίνδυνο έναντι στο λειτουργικό της νόμισμα. Για τη διαχείριση του συναλλαγματικού κινδύνου που προέρχεται από μελλοντικές εμπορικές συναλλαγές και από αναγνωρισμένες απαιτήσεις και υποχρεώσεις, η εταιρεία χρησιμοποιεί συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί πράξεων συναλλάγματος, οι συναλλαγές των οποίων πραγματοποιούνται από το τμήμα διαχείρισης διαθεσίμων και χρηματοοικονομικών κινδύνων του ομίλου. Ο συναλλαγματικός κίνδυνος προκύπτει όταν μελλοντικές εμπορικές συναλλαγές ή αναγνωρισμένες απαιτήσεις ή υποχρεώσεις είναι εκφρασμένες σε νόμισμα διαφορετικό από το λειτουργικό νόμισμα της οντότητας. Η πολιτική διαχείρισης κινδύνου του τμήματος διαχείρισης διαθεσίμων και χρηματοοικονομικών κινδύνων του ομίλου είναι να αντισταθμίζει από 25% έως και 80% των αναμενόμενων χρηματικών ροών των σημαντικών συναλλαγών σε κάθε ξένο νόμισμα στους επόμενους δώδεκα μήνες. Η εταιρεία προσδιορίζει τα σχετικά συμβόλαια με το τμήμα διαχείρισης διαθεσίμων και χρηματοοικονομικών κινδύνων του ομίλου ως μέσα αντιστάθμισης εύλογης αξίας ή αντιστάθμισης ταμειακών ροών.

Δεν υπάρχουν σημαντικά κέρδη ή ζημιές από συναλλαγματικές ισοτιμίες για τα έτη 2019 και 2020. (Ετήσια Οικονομική Έκθεση, 2020) [5]

3.4.2. Κίνδυνος Διακύμανσης Επιτοκίων

Ο κίνδυνος της εταιρείας σε διακυμάνσεις των επιτοκίων σχετίζεται με τον μακροπρόθεσμο δανεισμό. Δάνεια με κυμαινόμενο επιτόκιο εκθέτουν της ταμειακές ροές της εταιρείας σε κίνδυνο από τις διακυμάνσεις των επιτοκίων. Την 31^η Δεκεμβρίου δεν υπήρχαν δάνεια για την εταιρεία, ενώ κατά τη διάρκεια χρήσης του 2019 τα δάνεια της εταιρείας με κυμαινόμενο επιτόκιο ήταν σε ευρώ.

Παρακάτω παρατίθεται μια ανάλυση ευαισθησίας έχοντας λάβει υπόψη την έκθεση στον κίνδυνο επιτοκίων, που προέρχεται από υποχρεώσεις με κυμαινόμενο επιτόκιο. Η ανάλυση βασίζεται σε μία αύξηση ή μείωση των επιτοκίων κατά 100 μονάδες βάσης. Η διοίκηση θεωρεί ότι αυτή η μεταβολή στα επιτόκια αντιπροσωπεύει τις εκτιμήσεις της για πιθανές διακυμάνσεις στα επιτόκια.

Εάν τα επιτόκια ήταν αυξημένα κατά 100 μονάδες βάσης και όλες οι λοιπές μεταβλητές παρέμεναν σταθερές, το κέρδος της εταιρείας για το έτος που έληξε την 31^η Δεκεμβρίου 2020 θα μειωνόταν κατά €0,4 εκατ. (2019: €0,6εκατ). Εάν τα επιτόκια ήταν μειωμένα κατά 100 μονάδες βάσης και όλες οι λοιπές μεταβλητές

παρέμεναν σταθερές, το κέρδος της εταιρείας για το έτος που έληξε την 31^η Δεκεμβρίου 2020 θα αυξανόταν κατά €0,3 εκατ. (2019: €0,5εκατ). (Ετήσια Οικονομική Έκθεση, 2020) [5]

3.4.3. Πιστωτικός Κίνδυνος

Ο μέγιστος πιστωτικός κίνδυνος που αντιμετωπίζει η εταιρεία, στην περίπτωση που τα αντισυμβαλλόμενα μέρη αποτύχουν να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους την 31^η Δεκεμβρίου 2020 αναφορικά με κάθε κατηγορία χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, είναι η λογιστική αξία των περιουσιακών αυτών στοιχείων, όπως εμφανίζεται στον ισολογισμό. Όταν παρέχεται πίστωση στους πελάτες, η πιστοληπτική τους ικανότητα εκτιμάται συνήθως μέσω εξωτερικών συνεργατών και ιστορικής εμπειρίας, με αποτέλεσμα τα πιστωτικά όρια να ορίζονται αναλόγως.

Αναφορικά με τα παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα, πιστωτικός κίνδυνος προκύπτει από την ενδεχόμενη αδυναμία των αντισυμβαλλόμενων μερών να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις που προκύπτουν από τα σχετικά συμβόλαια ή συμφωνίες. Ο μέγιστος πιστωτικός κίνδυνος της εταιρείας για κάθε παράγωγο χρηματοοικονομικό μέσο είναι η λογιστική αξία του παραγώγου. Η εταιρεία δεν έχει σημαντικής αξίας παράγωγα χρηματοοικονομικά στοιχεία. (Ετήσια Οικονομική Έκθεση, 2020) [5]

3.4.4. Κίνδυνος Ρευστότητας

Η εταιρεία διαχειρίζεται ενεργά τον κίνδυνο ρευστότητας, προκειμένου να διασφαλίσει την επάρκεια διαθεσίμων προς κάλυψη των βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων δεσμεύσεών της. Για τη διαχείριση του συγκεκριμένου κινδύνου η εταιρεία προχωρά σε τραπεζικές υπεραναλήψεις και τραπεζικές διευκολύνσεις, οι οποίες μπορεί να είναι δεσμευμένες και μη.

Την τελική ευθύνη για τη διαχείριση ρευστότητας την έχει το Διοικητικό Συμβούλιο, το οποίο έχει δημιουργήσει ένα κατάλληλο πλαίσιο διαχείρισης ρευστότητας για την εξασφάλιση των βραχυπρόθεσμων, μεσοπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων αναγκών χρηματοδότησης της εταιρείας και των λοιπών αναγκών διαχείρισης ρευστότητας. Για τη διαχείριση του κινδύνου ρευστότητας η εταιρεία φροντίζει να υπάρχουν επαρκή αποθεματικά, τραπεζικά και δανειοληπτικά μέσα, διαθέσιμες τραπεζικές διευκολύνσεις, πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές και παρακολουθεί συστηματικά τόσο τις προβλεπόμενες, όσο και τις πραγματικές ταμειακές ροές.

Ο πίνακας που ακολουθεί (Πίνακας 4) αναλύει τις συμβατικές λήξεις των χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων της εταιρείας και περιλαμβάνει μη προεξοφλημένες ροές για τόκους και κεφάλαιο, με την παραδοχή ότι το επιτόκιο παραμένει σταθερό από την 31^η Δεκεμβρίου 2020. (Ετήσια Οικονομική Έκθεση, 2020) [5]

Πίνακας 4: Μη Προεξοφλημένες Ροές για Τόκους και Κεφάλαιο

	€ εκατ. μέχρι 1 έτος	€ εκατ. μεταξύ 1 -2 έτη	€ εκατ. μεταξύ 2 -5 έτη	€ εκατ. 5+ έτη
Δάνεια και τόκοι	0	0	0	0
Εμπορικές και λοιπές υποχρεώσεις	69,8	0	0	0
Την 31η Δεκεμβρίου 2020	69,8	0	0	0
Δάνεια και τόκοι	2,1	1,6	4,8	46,8
Εμπορικές και λοιπές υποχρεώσεις	77,3	0	0	0
Την 31η Δεκεμβρίου 2019	79,4	1,6	4,8	46,8

Πηγή: (Ετήσια Οικονομική Έκθεση Coca - Cola 3E Ελλάδος Α.Β.Ε.Ε., Δεκέμβριος 2020) [5]

3.4.5. Κίνδυνος Κεφαλαίου

Οι στόχοι της εταιρείας κατά τη διαχείριση του κεφαλαίου είναι να διασφαλίσει τη δυνατότητά της να συνεχίσει τη δραστηριότητα της και να διατηρήσει την ιδανική κεφαλαιακή διάρθρωση, για να μειωθεί το κόστος κεφαλαίου.

Προκειμένου να διατηρηθεί ή να προσαρμοστεί η κεφαλαιακή διάρθρωση, η εταιρεία μπορεί να αυξήσει ή να μειώσει τον δανεισμό, να εκδώσει μετοχές, να προσαρμόσει το ποσό των μερισμάτων στους μετόχους ή να επιστρέψει κεφάλαιο στους μετόχους.

Η εταιρεία παρακολουθεί το κεφάλαιο με βάση τον δείκτη χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται ως το καθαρό ποσό δανεισμού προς το σύνολο του κεφαλαίου. Το συνολικό κεφάλαιο υπολογίζεται ως το «Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων» όπως εμφανίζεται στον ισολογισμό πλέον του καθαρού ποσού δανεισμού. (Πίνακας 5) Ο δείκτης αυτός την 31^η Δεκεμβρίου 2020 και 2019 είχε ως ακολούθως: (Ετήσια Οικονομική Έκθεση, 2020) [5]

Πίνακας 5: Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων Πλέον Καθαρού Ποσού Δανεισμού

	2020	2019
	€ εκατ.	€ εκατ.
Σύνολο Δανειακών Υποχρεώσεων	0	45,6
Μείον: Καθαρά Χρηματικά Διαθέσιμα	(19,6)	(26,9)
Καθαρό Ποσό Δανεισμού	(19,6)	18,7
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	155,3	152,7
Σύνολο Κεφαλαίου	133,7	171,4
Δείκτης Καθαρού Δανεισμού Προς Ίδια Κεφάλαια	-15%	11%

Πηγή: (Ετήσια Οικονομική Έκθεση Coca - Cola 3E Ελλάδος Α.Β.Ε.Ε., Δεκέμβριος 2020) [5]

4. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ COCA-COLA 3 EPSILON

Οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις εμφανίζουν τόσο τις πηγές, από τις οποίες έχουν αντληθεί τα κεφάλαια των επιχειρήσεων και τις επενδύσεις στις οποίες έχουν χρησιμοποιηθεί τα κεφάλαια αυτά, όσο και τα οικονομικά αποτελέσματα, που πέτυχε η επιχείρηση αυτή κατά την διάρκεια μιας χρονικής περιόδου, συνήθως ενός έτους. Η δημοσίευση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων μέσω του τύπου αποσκοπεί στην ενημέρωση κάθε ενδιαφερόμενου για την πορεία της επιχείρησης. Τα στοιχεία και οι πληροφορίες που μπορούν να αντληθούν από τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις, αξιολογούνται από διάφορες ομάδες ατόμων, που ενδιαφέρονται για την οικονομική απόδοση και τον συνεπαγόμενο κίνδυνο της εξεταζόμενης επιχείρησης. Στις ομάδες αυτές περιλαμβάνονται τα διοικητικά στελέχη και γενικότερα η διοίκηση της επιχείρησης, οι οποίοι θα στηριχθούν σε αυτά για να αξιολογήσουν την απόδοση της επιχείρησης και να λάβουν αποφάσεις για τον προγραμματισμό της περαιτέρω δράσης της. Εκτός από την διοίκηση ενδιαφέρονται συνήθως και οι τράπεζες οι οποίες χορηγούν δάνεια προς αυτήν, βραχυπρόθεσμα ή μακροπρόθεσμα, καθώς τις αφορά η ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις υποχρεώσεις της. (Τσακλάγκανος Α., 1997) [14]

Άλλοι ενδιαφερόμενοι είναι οι κάτοχοι μετοχών ή ομολογιών ή οι υποψήφιοι αγοραστές τέτοιων τίτλων, οι οποίοι αποβλέπουν στην εξασφάλιση των χρημάτων τους, αλλά και σε όσο το δυνατόν μεγαλύτερη απόδοση των τίτλων που κατέχουν ή πρόκειται να αγοράσουν, οι προμηθευτές που συναλλάσσονται με την επιχείρηση και

χορηγούν εμπορικές πιστώσεις προς αυτή, το δημόσιο με τις διάφορες υπηρεσίες που παρακολουθεί τις δραστηριότητες των επιχειρήσεων, ασκεί τη φορολογική πολιτική, ελέγχει τη λειτουργία τους, συγκεντρώνει πληροφορίες για την άσκηση της κατάλληλης οικονομικής και κοινωνικής πολιτικής. Οι συνδικαλιστικές ενώσεις των εργαζομένων, διάφορα επιμελητήρια, ανταγωνιστικές επιχειρήσεις, τα χρηματιστήρια, τα χρηματιστικά γραφεία, οι εταιρείες των ελεγκτών-λογιστών και οι εταιρείες συμβούλων.

Η πλήρη χρησιμοποίηση των οικονομικών καταστάσεων και η άντληση όλων των πληροφοριών που περιέχουν προϋποθέτει κάτι πολύ περισσότερο από μια απλή ανάγνωση. Προϋποθέτει τη χρησιμοποίηση συγκεκριμένης μεθοδολογίας και μέσω ανάλυσης, με τη βοήθεια των οποίων είναι δυνατόν να εξαχθούν και άλλες πολλές σημαντικές και εξαιρετικά χρήσιμες πληροφορίες. (Τσακλάγκανος Α., 1997) [14] Το σύνολο των ενεργειών που ακολουθούνται για την εξαγωγή των πληροφοριών αυτών αποδίδει ο πολύ συχνά αναφερόμενος όρος ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Αναλυτικότερα με τον όρο αυτό νοείται μια σειρά ενεργειών, που αποβλέπουν στη μελέτη, επεξεργασία και αξιοποίηση των στοιχείων για την εξαγωγή όσο το δυνατόν περισσότερων και ορθότερων πληροφοριών, κατάλληλων για τη διαμόρφωση γνώμης και τελικά τη λήψη αποφάσεων.

Ο ρόλος της λογιστικής, από τεχνικής απόψεως, τελειώνει με την κατάρτιση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Από το σημείο όμως αυτό και μετά αρχίζει ένας άλλος, πιο σπουδαίος ρόλος, ο οποίος αναφέρεται στην διερεύνηση, ερμηνεία και αξιολόγηση των στοιχείων των λογιστικών αυτών καταστάσεων. Οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις παρέχουν πληροφορίες που μπορούν να βοηθήσουν τους ενδιαφερόμενους για τις επιχειρηματικές μονάδες να λάβουν σωστές αποφάσεις. Αποτελούν ως εκ τούτου, σημαντική πηγή πληροφοριών. Η πραγματική, όμως, εικόνα μιας επιχείρησης δίνεται σε συνδυασμό και με άλλες συμπληρωματικές πληροφορίες που περιλαμβάνονται στους ετήσιους απολογισμούς που καταρτίζουν οι επιχειρήσεις, καθώς και σε άλλα εξωλογιστικά δεδομένα. Για το λόγο αυτό οι σημειώσεις που συνοδεύουν τις λογιστικές καταστάσεις αποτελούν αναπόσπαστο μέρος αυτών και πρέπει να μελετώνται προσεκτικά κατά την ανάλυση και αξιολόγηση των δεδομένων μιας επιχειρηματικής μονάδας. (Νιάρχος, 2004) [11]

Έτσι, η πλέον σημαντική πηγή πληροφοριών για τη δραστηριότητα μιας επιχείρησης είναι οι βασικές λογιστικές καταστάσεις, οι οποίες ως γνωστόν είναι ο ισολογισμός

και η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως. Εκεί, εμφανίζονται τα περιουσιακά στοιχεία, οι πηγές προελεύσεως των κεφαλαίων της, καθώς και τα οικονομικά αποτελέσματα από τις δραστηριότητές της. Οι παραπάνω όμως λογιστικές καταστάσεις από μόνες τους δεν καλύπτουν πλήρως το έργο του αναλυτή εξαιτίας των παρακάτω:

- τα στοιχεία που περιλαμβάνονται είναι πολύ συνοπτικά και ανομοιόμορφα καταταγμένα, δεδομένου ότι, για την κατάρτιση τους, δεν υπάρχει ένας ενιαίος τύπος υποχρεωτικός για όλες τις επιχειρήσεις,
- ο χρόνος που συνήθως μεσολαβεί από το τέλος της χρήσεως, στην οποία αναφέρονται, μέχρις ότου δημοσιευθούν και γίνουν γνωστές στο ευρύ κοινό είναι αρκετά μακρύς.

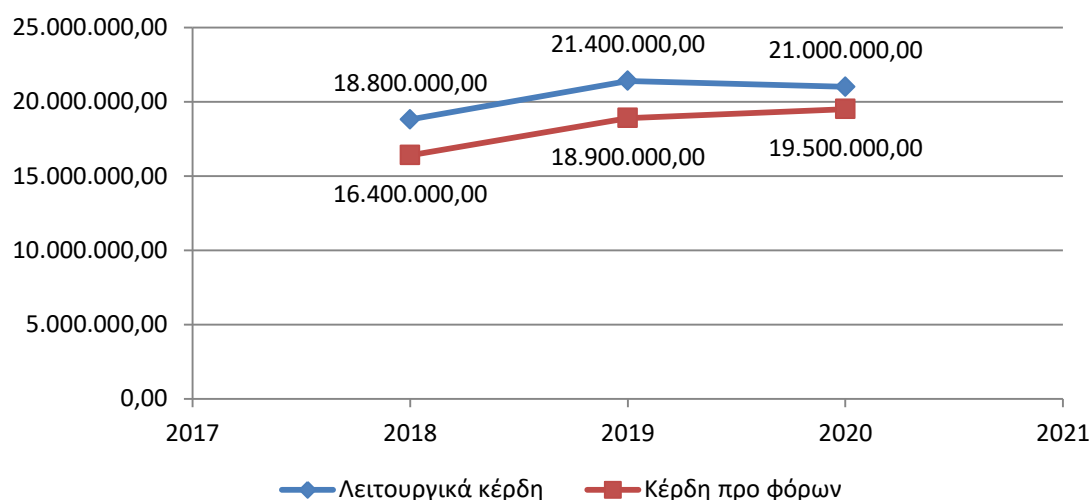
Για την αντιμετώπιση των παραπάνω μειονεκτημάτων χρησιμοποιείται η χρηματοοικονομική ανάλυση η οποία ασχολείται με τον υπολογισμό των κατάλληλων μεγεθών και σχέσεων που είναι σημαντικές και χρήσιμες για τη λήψη οικονομικής φύσεως αποφάσεων. Έτσι μπορεί να λεχθεί ότι με την ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων επιτελείται μια σημαντική λειτουργία μετατροπής πολυποίκιλων στοιχείων, από απλούς αριθμούς σε χρήσιμες πληροφορίες, που σπάνια προσφέρονται αυτούσιες. (Μπέης, 2007) [10]

4.1.Ανάλυση Της Ποσοστιαίας Συνθέσεως Ενεργητικού Και Παθητικού



Διάγραμμα 4: Καθαρές Πωλήσεις της Coca-Cola 3E για τα Έτη 2018 - 2020

Οι καθαρές πωλήσεις στην εξεταζόμενη τριετία παρουσιάζουν πτωτική τάση και ειδικά το 2020 εμφανίζουν μείωση της τάξης του 15,63% σε σχέση με το 2019. (Διάγραμμα 4) Δεν πρέπει να ξεχνιέται ότι στις αρχές του 2020 σημειώθηκε σε παγκόσμιο επίπεδο η εξάπλωση του κορωνοϊού, η οποία επηρέασε την προσφορά και τη ζήτηση στην παγκόσμια οικονομία, συμπεριλαμβανομένης της Ελλάδας.



Διάγραμμα 5: Λειτουργικά Κέρδη Και Κέρδη Προ Φόρων της Coca - Cola 3E για τα Έτη 2018 - 2020

Τα λειτουργικά κέρδη μεταξύ των ετών 2018 και 2019 εμφανίζουν αύξηση κατά 13,83% ενώ το 2020 παρατηρείται μια μικρή μείωση τους κατά 1,87%. Εν αντιθέσει, τα κέρδη προ φόρων βλέπουμε ότι συνεχώς αυξάνονται. (Διάγραμμα 5)

Στον πίνακα 6 παρουσιάζεται η κάθετη ανάλυση της Εταιρείας «Coca-Cola 3E Ελλάδος Α.Β.Ε.Ε.».

Πίνακας 6: Κάθετη Ανάλυση Οικονομικής Θέσης

	2018	2019	2020
<u>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</u>			
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	154.300.000,00€ 51%	164.500.000,00€ 54%	156.400.000,00€ 62%
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	150.200.000,00€ 46%	139.800.000,00€ 49%	97.100.000,00€ 38%
Σύνολο Ενεργητικού	304.300.000,00€ 100%	304.500.000,00€ 100%	253.500.000,00€ 100%
<u>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΚΑΙ ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ</u>			
Ίδια Κεφάλαια	140.200.000,00€ 46%	152.700.000,00€ 50%	153.200.000,00€ 60%
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	71.600.000,00€ 24%	69.500.000,00€ 23%	25.000.000,00€ 10%
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	92.700.000,00€ 30%	82.100.000,00€ 27%	75.300.000,00€ 30%
Σύνολο Παθητικού	304.300.000,00€ 100%	304.500.000,00€ 100%	253.500.000,00€ 100%

Το σύνολο του ενεργητικού ανήλθε στα ίδια σχεδόν επίπεδα για τα έτη 2018 και 2019 ενώ το 2020 παρουσιάζει σημαντική μείωση της τάξης του 16,75%, η οποία προήλθε κυρίως από την μείωση των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης. Τα ίδια κεφάλαια διαμορφώθηκαν σε 152.700.000,00€ το 2019, σημειώνοντας αύξηση 8,92% έναντι του προηγούμενου έτους. Σημαντική μείωση παρουσίασαν οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις, οι οποίες από 69.500.000,00€ το 2019 διαμορφώθηκαν σε 25.000.000€ το 2020. Το σύνολο του μακροπρόθεσμου δανείου που υπήρχε την 31 Δεκεμβρίου του 2019 από συνδεδεμένες εταιρίες και πιο συγκεκριμένα από την Coca-Cola HBC Finance B.V., Εταιρεία του ομίλου, αποπληρώθηκε πλήρως μέσα στη χρήση παρότι η ημερομηνία αποπληρωμής βάσει σύμβασης ήταν η 1^η Οκτωβρίου του 2024.

4.2.Αριθμοδείκτες

Είναι σχέσεις ή λόγοι μεταξύ διαφόρων ποσοτήτων ή οικονομικών μεγεθών της επιχείρησης και αποσκοπούν να προσδιορίσουν τη θέση της επιχείρησης ή των διάφορων τομέων και κλάδων αυτής και να παρουσιάσουν έτσι την πραγματική κατάσταση της επιχείρησης. Οι αριθμοδείκτες βασίζονται σε στοιχεία λογιστικά ή στατιστικά και αναφέρονται επομένως στο παρελθόν. Η ανάλυση της καταστάσεως μιας επιχείρησης με τους αριθμοδείκτες είναι ανάλυση του παρελθόντος. (Μπέης, 2007) [10] Πολλές φορές όμως, όταν έχουμε στοιχεία για το μέλλον, όπως τις προβλέψεις των πωλήσεων, τον προγραμματισμό της παραγωγής, τους προβλεπόμενους ισολογισμούς και λογαριασμούς αποτελεσμάτων χρήσεως καταρτίζουμε αριθμοδείκτες και για το μέλλον. Πολλές φορές προσπαθούμε να προβλέψουμε το μελλοντικό μέσο όρο των αριθμοδεικτών. Όπως έχουν γίνει τελευταία μελέτες για την πρόβλεψη πτωχεύσεων που χρησιμοποιούν σαν βάση την εξέλιξη και τάση των διάφορων αριθμοδεικτών. Οι αριθμοδείκτες επομένως αποτελούν χρήσιμο εργαλείο και υπολογιστικό μέσο που υποβοηθά στην ανάλυση και εκτίμηση των διαφόρων προτάσεων και εναλλακτικών λύσεων και στην λήψη των ορθών επιχειρηματικών αποφάσεων. (Μαλινδρέτου, 1998, Νιάρχος, 2004) [8,11] Με την χρήση των αριθμοδεικτών μπορούμε να προσδιορίσουμε το βαθμό της παραγωγικότητας και αποδοτικότητας των διάφορων τομέων και κλάδων της επιχείρησης, με απώτερο σκοπό την ορθολογικότερη χρησιμοποίηση των διαφόρων μέσων, πόρων και συντελεστών της παραγωγής της επιχείρησης. (Μπέης, 2007) [10] Η ορθολογική όμως χρησιμοποίηση των συντελεστών της παραγωγής προϋποθέτει ορθολογική διοίκηση των επιχειρήσεων, χρησιμοποίηση μοντέρνων μεθόδων και τεχνικού εξοπλισμού στη διοίκηση, υψηλά μορφωμένο, εκπαιδευμένο και ειδικευμένο ανθρώπινο δυναμικό και προπαντός διευθυντές στην επιχείρηση. Η χρησιμοποίηση των αριθμοδεικτών θα δώσει τη δυνατότητα για την αξιοποίηση του κατάλληλου λογιστικού και στατιστικού υλικού των επιχειρήσεων από ανθρώπους όχι μόνο μέσα στην επιχείρηση αλλά και από ανθρώπους εκτός αυτής, όπως από οικονομικούς αναλυτές, χρηματιστές, επενδυτές ή ακόμη και απλώς ερευνητές επιχειρηματικών προβλημάτων. Τα περισσότερα όμως στοιχεία για την κατάρτιση των αριθμοδεικτών προέρχονται από τους δημοσιευμένους ισολογισμούς των επιχειρήσεων και των λογαριασμών αποτελεσμάτων χρήσεως. Σε άλλες χώρες, οι επιχειρήσεις υποχρεούνται να δημοσιεύσουν και την κατάσταση πηγών και

διαθέσεως κεφαλαίου (ή κατάσταση μεταβολών της περιουσιακής καταστάσεως) της επιχείρησης, οπότε περισσότερα στοιχεία είναι διαθέσιμα στους ενδιαφερόμενους. (Μαλινδρέτου, 1998). [8]

Οι αριθμοδείκτες που καταρτίζονται σε μια επιχείρηση, είναι πολύ χρήσιμοι και απαραίτητοι, γιατί βοηθούν στην ανάλυση, τη διάγνωση και εκτίμηση της παρούσης καταστάσεως και των συνθηκών της επιχείρησης, αποκτούν όμως μεγαλύτερη ωφέλεια και σπουδαιότητα όταν:

- Συγκρίνονται με προηγούμενα χρόνια. Έτσι ανακαλύπτουμε πραγματικά τις μεταβολές και την τάση των διαφόρων μεγεθών στην επιχείρηση.
- Συγκρίνονται με ομοειδείς δείκτες άλλων συναγωνιστικών επιχειρήσεων στους οποίους καταρτίζουμε βάση των δημοσιευμένων στοιχείων των επιχειρήσεων αυτών.
- Συγκρίνονται με τους μέσους δείκτες του κλάδου, στον οποίο ανήκει η επιχείρηση. (Μπέης, 2007) [10]

Υπάρχουν πάρα πολλοί αριθμοδείκτες και υπάρχει η δυνατότητα να καταρτιστούν ακόμα περισσότεροι. Ο καταρτισμός των αριθμοδεικτών εξαρτάται από την εκάστοτε εταιρεία, το πρόβλημα που εξετάζει καθένας να αντιμετωπίσει, καθώς επίσης και από τα διαθέσιμα στοιχεία.

Οι αριθμοδείκτες μπορούν να ταξινομηθούν σε διάφορες κατηγορίες ανάλογα με το κριτήριο που χρησιμοποιείται και τον τύπο της επιχειρηματικής δραστηριότητας που αναφέρεται, αλλά και ανάλογα με την ανάλυση και έρευνα που επιχειρούνται.

4.2.1. Αριθμοδείκτες Ρευστότητας

Οι αριθμοδείκτες που χρησιμοποιούνται περισσότερο για τον προσδιορισμό της βραχυχρόνιας οικονομικής θέσης μιας επιχείρησης και της ικανότητάς της να ανταποκρίνεται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της είναι οι εξής:

- Αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας
- Αριθμοδείκτης άμεσης ρευστότητας
- Αριθμοδείκτης ταμειακής ρευστότητας

Ένας από τους σκοπούς της χρηματοοικονομικής ανάλυσης είναι ο προσδιορισμός της ικανότητας μιας επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις τρέχουσες υποχρεώσεις της. Αυτό απαιτεί την ύπαρξη επαρκούς ρευστότητας η οποία επιτυγχάνεται μέσω της

καθημερινής μετατροπής των αποθεμάτων της σε πωλήσεις, των πωλήσεων σε απαιτήσεις και των απαιτήσεων σε μετρητά. (Ευθυμόγλου & Λαζαρίδης, 2000) [6]

Η ύπαρξη ρευστότητας σε μια επιχείρηση έχει επίδραση στα κέρδη της, διότι αν τα κυκλοφορικά της στοιχεία μετατρέπονται εύκολα σε μετρητά ή αν δεν υπάρχουν επαρκή ρευστά διαθέσιμα, τότε η επιχείρηση δεν θα είναι σε θέση να πληρώσει τις υποχρεώσεις της. Έτσι, η μη εκπλήρωση των υποχρεώσεων της θα έχει σαν αποτέλεσμα τη δυσφήμιση της, τη μείωση της εμπιστοσύνης των συναλλασσόμενων με αυτή και πιθανώς την κήρυξη της σε κατάσταση πτώχευσης. Οι περισσότερες επιχειρήσεις φροντίζουν να διατηρούν πλεόνασμα κυκλοφοριακών στοιχείων ανάλογα προς τις τρέχουσες υποχρεώσεις τους, ώστε να μπορούν να τις εξοφλούν κανονικά. Οι αριθμοδείκτες ρευστότητας αναφέρονται στο μέγεθος και στις σχέσεις των βραχύχρονων υποχρεώσεων και των κυκλοφοριακών στοιχείων μιας επιχείρησης, τα οποία αποτελούν τις πηγές κάλυψης αυτών των υποχρεώσεων. Η οικονομική κατάσταση μιας επιχείρησης μπορεί να θεωρηθεί καλή μόνον αν αυτή έχει επαρκή ρευστότητα. Έτσι οι αριθμοδείκτες ρευστότητας προορίζονται να δώσουν την εικόνα της τρέχουσας οικονομικής κατάστασης ενδιαφέρει τόσο τη διοίκηση της όσο και τους εκτός αυτής πιστωτές και μέτοχους της. Έτσι, η μελέτη για τον υπολογισμό των κεφαλαίων κινήσεως ενδιαφέρει όλους όσους σχετίζονται, κατά οποιονδήποτε τρόπο, με την επιχείρηση, αφενός με γιατί συνδέονται με τις καθημερινές λειτουργίες της αφετέρου δε, γιατί η ανεπάρκεια κεφαλαίων κινήσεως, η κακή διαχείριση τους αποτελεί μια από τις σπουδαιότερες αιτίες πτωχεύσεως. Ειδικά όμως, ο υπολογισμός των αριθμοδεικτών ρευστότητας αποτελεί πολύτιμη βοήθεια για τη διοίκηση της, διότι της επιτρέπει να ελέγξει κατά ποιο τρόπο απασχολούνται μέσα στην επιχείρηση τα κεφάλαια κινήσεως της. Έτσι είναι δυνατόν να δοθούν απαντήσεις στα ερωτήματα που σχετίζονται με τη δυνατότητα της επιχείρησης να ανταποκριθεί στις τρέχουσες υποχρεώσεις της. Τέλος, η παρακολούθηση των αριθμοδεικτών ρευστότητας, διαχρονικά παρέχει τη δυνατότητα να διαπιστωθεί αν υπάρχει βελτίωση ή όχι της τρέχουσας οικονομικής κατάστασης της επιχείρησης. (Ευθυμόγλου & Λαζαρίδης, 2000) [6]

Για να θεωρηθεί ότι μια επιχείρηση βρίσκεται σε καλή οικονομική κατάσταση, από απόψεως κεφαλαίων κινήσεως, θα πρέπει να πληροί τις παρακάτω προϋποθέσεις:

- Να μπορεί να ανταποκρίνεται στις καθημερινές απαιτήσεις των βραχυχρόνιων δανειστών της και να είναι σε θέση να εξοφλεί τις ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις της.
- Να μπορεί να εκτελεί απρόσκοπτα τις εργασίες της και να μπορεί να εκμεταλλευτεί τυχόν παρουσιαζόμενες ευκαιρίες.
- Να μπορεί να ανταποκρίνεται στην εξόφληση των απαιτήσεων τόκων και μερισμάτων των μετόχων της.

Καλή οικονομική κατάσταση υπάρχει όταν οι τρέχουσες δραστηριότητες της, πέρα από τη χρησιμοποίηση των κυκλοφοριακών στοιχείων, χρηματοδοτούνται από τους βραχυχρόνιους πιστωτές.

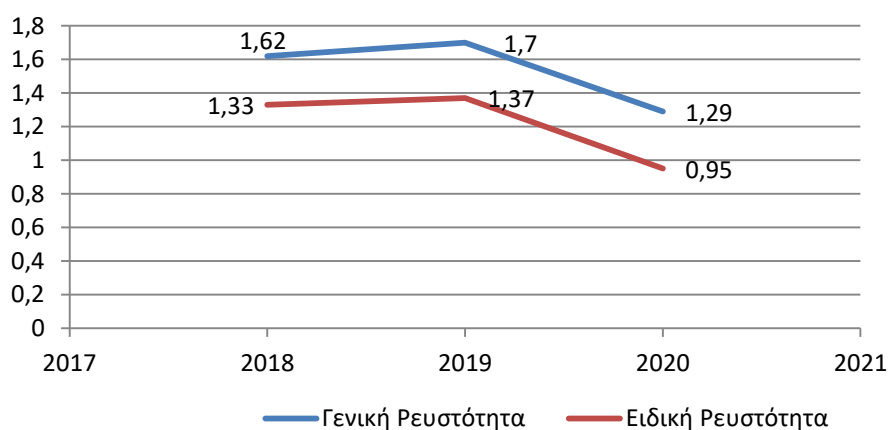
$$\text{❖ Γενική Ρευστότητα} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Ο αριθμοδείκτης αυτός απεικονίζει τη γενική ρευστότητα (α' βαθμός ρευστότητας), της οικονομικής μονάδας. Το βασικό χαρακτηριστικό του αριθμοδείκτη γενικής ρευστότητας είναι η μέτρηση της σχέσεως των κυκλοφορούντων έναντι των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Όπως είναι εμφανές η σχέση αυτή δείχνει το βαθμό κατά τον οποίο η επιχείρηση μπορεί να αντιμετωπίσει τις τρέχουσες ή ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις της με χρήση των διαθεσίμων και των λοιπών κυκλοφοριακών περιουσιακών στοιχείων της. Επίσης, ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας δεν δείχνει μόνο το μέτρο της ρευστότητας μιας επιχείρησης, αλλά και το περιθώριο ασφαλείας, που διατηρεί η διοίκησή της, για να είναι σε θέση να αντιμετωπίσει μια κάποια ανεπιθύμητη εξέλιξη στη ροή των κεφαλαίων κινήσεως. (Νιάρχος, 2004) [11]
 Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας τόσο καλύτερη, από πλευράς ρευστότητας, είναι η θέση της επιχείρησης. Γενικά ένας αριθμοδείκτης γύρω στο 1,5 με 2, μπορεί πολλές φορές, να θεωρηθεί ικανοποιητικός για μια βιομηχανία ή εμπορική επιχείρηση. (Μπέης, 2007) [10]

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

Ο αριθμοδείκτης αυτός απεικονίζει την ειδική ρευστότητα (β' βαθμός ρευστότητας), της οικονομικής μονάδας. Εκφράζει την ικανότητα της επιχείρησης να

ανταποκρίνεται στις υποχρεώσεις, χωρίς να προσφεύγει στα αποθέματα της. Δείχνει πόσες φορές καλύπτονται οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις μιας επιχείρησης από τα ταχέως ρευστοποιήσιμα περιουσιακά της στοιχεία. Ένας αριθμοδείκτης άμεσης ρευστότητας γύρω στη μονάδα θεωρείται ικανοποιητικός. Αντίθετα, ένας αριθμοδείκτης μικρότερος της μονάδας δείχνει ότι τα αμέσως ρευστοποιήσιμα στοιχεία της επιχείρησης είναι ανεπαρκή για να καλύψουν τις τρέχουσες υποχρεώσεις της, με αποτέλεσμα η επιχείρηση να εξαρτάται από τις μελλοντικές της πωλήσεις προκειμένου να εξασφαλίσει επαρκή ρευστότητα. Θα πρέπει να σημειωθεί, ότι μια διαφορά μεταξύ των αριθμοδεικτών γενικής και άμεσης ρευστότητας αποτελεί ένδειξη ότι υπάρχουν αυξημένα αποθέματα.



Διάγραμμα 6: Αριθμοδείκτες Ρευστότητας της Coca - Cola 3E για τα Έτη 2018-2020

Στο παραπάνω διάγραμμα (Διάγραμμα 6) γίνεται εμφανές πως τόσο ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας όσο και ο αριθμοδείκτης ειδικής ρευστότητας, το έτος 2019 αυξάνονται ελαφρώς και μετά, δηλαδή το 2020, μειώνονται. Συγκεκριμένα, ο δείκτης γενικής ρευστότητας κατά τα δύο πρώτα εξεταζόμενα χρόνια είναι μεγαλύτερος του 1,5, ενώ το 2020 μειώνεται στο 1,29. Συνεπώς, η βραχυπρόθεσμη φερεγγυότητα της επιχείρησης θεωρείται οριακά ικανοποιητική. Όσον αφορά το δείκτη ειδικής ρευστότητας ενώ τα δύο πρώτα χρόνια κυμαίνεται πάνω από τη μονάδα, κατά το 2020 είναι οριακά μικρότερος της μονάδας (0,95) άρα δεν θεωρείται ικανοποιητικός και άρα αποτελεί ένδειξη ότι τα αμέσως ρευστοποιήσιμα στοιχεία της επιχείρησης είναι ανεπαρκή για να καλύψουν τις τρέχουσες υποχρεώσεις της.

4.2.2. Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας

Η ανάλυση της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης έχει πολύ μεγάλη σημασία για την επιχείρηση λόγω του ότι όλες οι επιχειρήσεις έχουν σαν σκοπό το κέρδος. Για αυτό δίνουν μεγάλη σημασία στο πόσο αποδοτική υπήρξε αυτή από απόψεως κερδών και ποιες είναι οι προοπτικές της για το μέλλον.

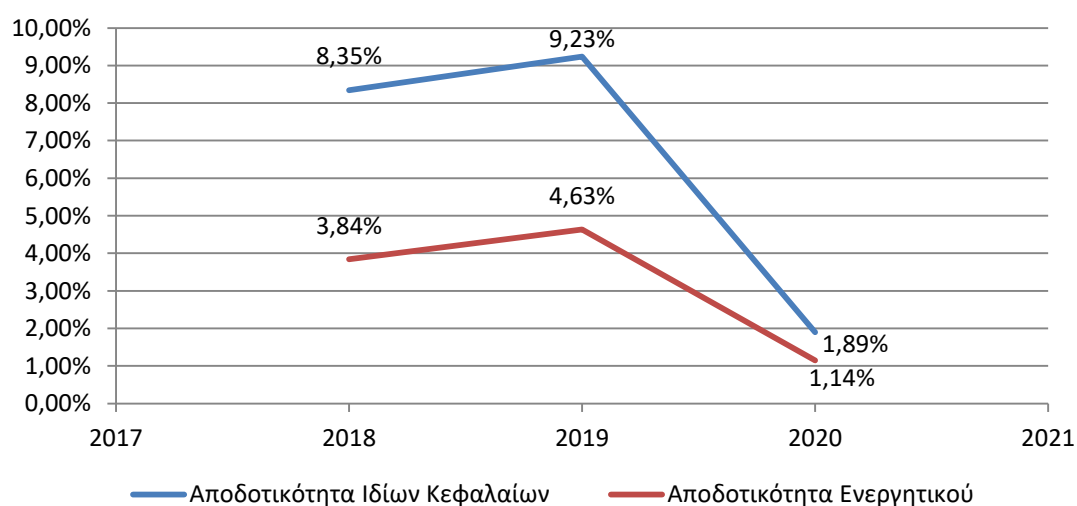
Αποδοτικότητα είναι η «αποτελεσματικότητα» του κεφαλαίου, νοούμενη ως σχέση του κέρδους μιας περιόδου λογισμού προς το απασχοληθέν κεφάλαιο. Η αποδοτικότητα εκφράζει την ικανότητα της επιχείρησης να δημιουργεί κέρδη μέσω των πάσης φύσεως κεφαλαίων που έχουν επενδυθεί σε αυτήν από τους μετόχους. Είναι η ικανότητα της επιχείρησης να δημιουργεί κέρδη. Σημαίνει δηλαδή, την δυνατότητα της για την διατήρηση και την επαύξηση της καθαρής θέσεως της. Η αποδοτικότητα ανήκει στις σχέσεις μεταξύ των επιτευχθέντων αποτελεσμάτων και των χρησιμοποιηθέντων μέσων και σαν αριθμοδείκτης στο μεν επιτευχθέν αποτέλεσμα αντικατοπτρίζεται το κέρδος, στα δε χρησιμοποιηθέντα μέσα αντικατοπτρίζονται τα επενδυθέντα κεφάλαια.

$$\text{❖ Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

Ο αριθμοδείκτης αυτός απεικονίζει την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων της οικονομικής μονάδας. Η αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων είναι η σύγκριση των κερδών προς τα υπό της επιχείρησης δεσμευμένα ίδια κεφάλαια. Δείχνει σε ποσοστά το μέγεθος της γονιμότητας του ιδίου κεφαλαίου. Είναι δηλαδή το επιτόκιο του ετήσιου τοκισμού του κεφαλαίου. Ο συντελεστής αποδόσεως τον οποίο η επιχείρηση είναι ικανή να κερδίζει επί του συνολικού ιδίου κεφαλαίου είναι μεγάλης σημασίας για τους μετόχους, την διοίκηση της επιχείρησης, ακόμη και για τους μελλοντικούς μετόχους. Η επιθυμητή τάση του δείκτη είναι ανοδική, που σημαίνει διαχρονική αύξηση της αποδοτικότητας.

$$\text{❖ Αποδοτικότητα Ενεργητικού} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Ο αριθμοδείκτης της αποδοτικότητας του ενεργητικού είναι ένα σημαντικό εργαλείο για τη λήψη αποφάσεων σχετικά με τη δέσμευση ή όχι κεφαλαίων από την ίδια την επιχείρηση. Επίσης δύνεται η δυνατότητα, μέσω του συγκεκριμένου αριθμοδείκτη να ελεγχθεί η αποτελεσματικότητα της διοίκησης (μάνατζμεντ). Όσο μεγαλύτερη είναι τιμή που παίρνει ο δείκτης Αποδοτικότητας του Ενεργητικού, τόσο πιο εντατική και αποτελεσματική είναι η χρησιμοποίηση όλων των περιουσιακών στοιχείων της εν λόγω επιχείρησης. Επιδιώκεται, επομένως, η μεγιστοποίηση της τιμής του δείκτη. Χαμηλή τιμή του δείκτη πιθανόν να σημαίνει υποαπασχόληση περιουσιακών στοιχείων του ενεργητικού, χαμηλό περιθώριο κέρδους στις πωλήσεις κ.ά. (Dickerson et al., 1995) [17]



Διάγραμμα 7: Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας της Coca - Cola 3E για τα Έτη 2018 - 2020

Όπως γίνεται αντιληπτό στο διάγραμμα 7 οι αριθμοδείκτες απόδοσης αρχικά αυξάνονται και το 2020 παρουσιάζουν μεγάλη πτώση. Συγκεκριμένα, η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων αυξήθηκε αρχικά από 8,35% το 2018 στο 9,23% το 2019 και στη συνέχεια σημείωσε αισθητή πτώση το έτος 2020 στο επίπεδο του 1,89%. Αντίστοιχα κινήθηκε και ο δείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού που από 3,84% που ήταν το 2018 ανέβηκε στο 4,63% το 2019 και το 2020 πέφτει στο 1,14%. Η σημαντική μείωση των δεικτών το 2020 οφείλεται στην μεγάλη μείωση των κερδών.

4.2.3. Δείκτες Περιθωρίου Κέρδους

$$\diamond \text{ Περιθώριο Μικτού Κέρδους} = \frac{\text{Μικτό Κέρδος}}{\text{Πωλήσεις}}$$

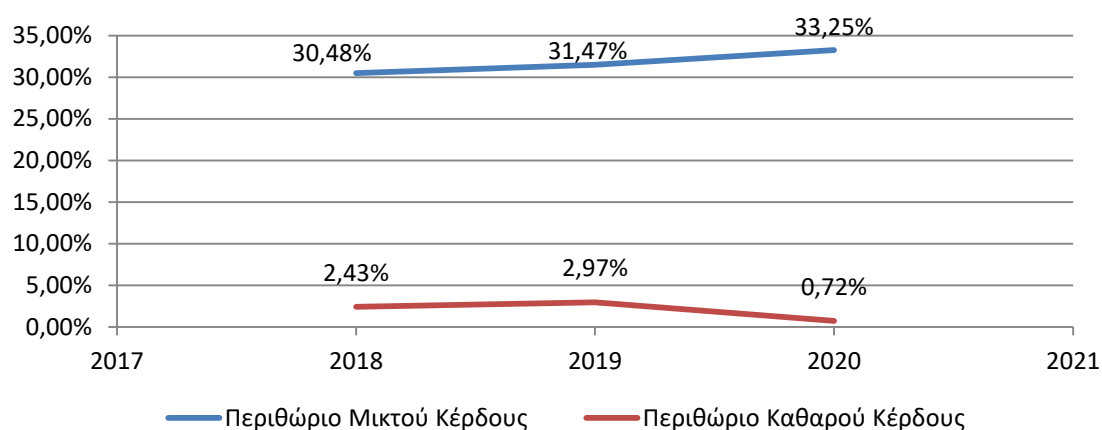
Ο δείκτης δείχνει τη λειτουργική αποτελεσματικότητα της επιχείρησης και την πολιτική τιμών που ακολουθεί. Για να θεωρηθεί επιτυχημένη μία επιχείρηση θα πρέπει να έχει αρκετά ψηλό ποσοστό μικτού κέρδους που να της επιτρέπει να καλύπτει τα έξοδα της και συγχρόνως να της αφήνει ένα ικανοποιητικό καθαρό κέρδος σε σχέση με τις πωλήσεις και τα ίδια κεφάλαια που απασχολεί. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης μικτού κέρδους τόσο καλύτερη, από απόψεως κερδών, είναι η θέση της επιχείρησης, διότι μπορεί να αντιμετωπίσει χωρίς δυσκολία αύξηση του κόστους των πωλουμένων προϊόντων της.

Ένας ψηλός αριθμοδείκτης δείχνει την ικανότητα της διοίκησης μιας επιχείρησης να επιτυγχάνει φθηνές αγορές και να πουλά σε ψηλές τιμές. Αντίθετα, ένας χαμηλός δείκτης δείχνει μία όχι καλή πολιτική της διοίκησης στον τομέα αγορών και πωλήσεων ή μπορεί να παρέχει ένδειξη ότι η επιχείρηση έχει κάνει επενδύσεις που δεν δικαιολογούνται από τον όγκο των πωλήσεών της με αποτέλεσμα να έχει αυξημένο κόστος παραγωγής των προϊόντων της.

$$\diamond \text{ Περιθώριο Καθαρού Κέρδους} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Πωλήσεις}}$$

Ο δείκτης του Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους μετρά την αποτελεσματικότητα του κύκλου εργασιών και δηλώνει το ποσοστό κέρδους επί των πωλήσεων που πραγματοποίησε η επιχείρηση. Ο δείκτης αυτός αντικατοπτρίζει την αποτελεσματικότητα των λειτουργιών -της διαχείρισης και της τιμολογιακής πολιτικής που ακολουθήθηκε. Αντανακλά, δηλαδή, τις προσπάθειες της διαχείρισης για τον έλεγχο του κόστους, την αποδοχή των προϊόντων από την αγορά, την αποτελεσματικότητα της λειτουργίας του συστήματος εμπορίας και διάθεσης (marketing) και των πωλήσεων και τη συνολική φήμη της επιχείρησης. (Penson & Lins, 1980, Downey & Trocke, 1981, Παπαδόπουλος, 1986, Dickerson et al, 1995, Weston & Brigham, 1997) [30, 18, 13, 17, 36]

Μια ενδεχομένως ανοδική πορεία του δείκτη Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους είναι άκρως ενθαρρυντική για την πορεία της μονάδας, καθόσον αποτελεί ένδειξη ορθολογικής άσκησης τιμολογιακής πολιτικής, σωστής κοστολόγησης και οργανωμένης διαχείρισης. Αντίθετα, χαμηλή τιμή του δείκτη πιθανόν υποδηλώνει χαμηλή τιμή διάθεσης των προϊόντων της μονάδας ή ύπαρξη υψηλού κόστους παραγωγής και διάθεσης αυτών ή, ακόμα, συνδυασμό και των δύο. (Παπαδόπουλος, 1986· Weston & Brigham, 1997) [13 ,36]



Διάγραμμα 8: Αριθμοδείκτες Περιθωρίου Κέρδους της Coca-Cola 3E για τα Έτη 2018 - 2020

Όπως φαίνεται (Διάγραμμα 8), το ποσοστό του μικτού κέρδους παρουσιάζει έστω και μικρή αυξητική πορεία κατά την διάρκεια της τριετίας. Το γεγονός αυτό είναι θετικό για την επιχείρηση λόγω του ότι η επιχείρηση μπορεί να καλύψει τα λειτουργικά και άλλα έξοδα με τα μικτά κέρδη της και κατ' επέκταση να επιτύχει ικανοποιητικό εισόδημα. Όσον αφορά τον δείκτη καθαρού περιθωρίου κέρδους, το 2019 εμφανίζει μια μικρή αύξηση σε σχέση με το 2018, ωστόσο το 2020 πέφτει και μάλιστα αρκετά, γεγονός που οφείλεται στον τριπλασιασμό σχεδόν του φόρου εισοδήματος. Εντός του έτους 2019, ολοκληρώθηκε ο έλεγχος διασυνοριακών ενδοομιλικών συναλλαγών από τις Ελληνικές φορολογικές αρχές, των χρήσεων που έληξαν στις 31 Δεκεμβρίου 2013, 31 Δεκεμβρίου 2014 και 31 Δεκεμβρίου 2015 με κοινοποίηση φορολογικών διαφορών. Εντός του έτους 2020, ολοκληρώθηκε ο μερικός έλεγχος φόρου εισοδήματος για τα έτη 2016 – 2018 περί ορθής μεταφοράς ζημίας προηγούμενων χρήσεων σε συνέχεια των πορισμάτων του ελέγχου διασυνοριακών ενδοομιλικών συναλλαγών για τα έτη 2013 – 2015. Στην εταιρεία καταλογίστηκαν για καταβολή το

ποσό των €4,0 εκατ. (κεφάλαιο και τόκοι). Ως αποτέλεσμα, η εταιρεία επιβάρυνε τα αποτελέσματα της χρήσης 2020 με πρόσθετο φόρο εισοδήματος ύψους €4,0 εκατ.

4.2.4. Αριθμοδείκτες Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ή Δραστηριότητας (Efficiency Ratios)

Οι δείκτες κυκλοφοριακής ταχύτητας αποτυπώνουν το βαθμό στον οποίο μια επιχείρηση χρησιμοποιεί τα διαθέσιμα της για την επίτευξη προσδιορισμένου στόχου πωλήσεων. (Snodgrass & Wallace, 1980, Παπαδόπουλος, 1986, Weston & Brigham, 1997) [33,13,36] Με άλλα λόγια, δείχνουν τη διαχειριστική ικανότητά της, σε σχέση με την αποτελεσματική χρησιμοποίηση των πόρων που ελέγχει. (Penson & Lins, 1980, Yli-Olli & Virtanen, 1989) [30,35]

Με τους δείκτες κυκλοφοριακής ταχύτητας μπορεί να καθοριστεί πόσο γρήγορα ορισμένα στοιχεία του ενεργητικού μετατρέπονται σε μετρητά, γεγονός που τους κάνει να συνδέονται στενά και με τους δείκτες ρευστότητας. (Παπαδόπουλος, 1986) [13]. Έτσι μια επιχείρηση είναι επικερδής όσο πιο υψηλοί είναι οι δείκτες κυκλοφοριακής ταχύτητας και απαιτείται μικρότερη επένδυση για να επιτευχθούν οι πωλήσεις της. Οι δείκτες της κατηγορίας αυτής προϋποθέτουν την ύπαρξη κάποιας σχετικής ισορροπίας μεταξύ των πωλήσεων και των στοιχείων του ενεργητικού. (Weston & Brigham, 1997) [36]

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

Ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει την σχέση του κύκλου εργασιών και του συνολικού ενεργητικού και κατά επέκταση την αποτελεσματικότητα της επιχείρησης να χρησιμοποιεί στοιχεία του ενεργητικού και να επιτυγχάνει ορισμένο όγκο πωλήσεων. Για την εύρεση του δείκτη συσχετίζονται οι πωλήσεις με το πραγματικό απασχολούμενο ενεργητικό και έτσι εκφράζεται ο βαθμός χρησιμοποίησης του ενεργητικού της επιχείρησης σε σχέση με τις πωλήσεις της. Η αξιοπιστία του δείκτη είναι μεγαλύτερη όταν συσχετίζεται με αντίστοιχους αριθμοδείκτες προηγούμενων χρήσεων. Ένας υψηλός αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού σημαίνει ότι η επιχείρηση χρησιμοποιεί εντατικά τα περιουσιακά της στοιχεία προκειμένου να πραγματοποιεί τις πωλήσεις της. Αντίθετα όταν είναι χαμηλός ο

δείκτης αποτελεί ένδειξη μη εντατικής χρησιμοποίησης των περιουσιακών της στοιχείων, οπότε θα πρέπει είτε να αυξήσει το βαθμό χρησιμοποίησης αυτών, είτε να προβεί σε ρευστοποίηση μέρους των περιουσιακών της στοιχείων. Με άλλα λόγια, ο δείκτης αυτός δείχνει αν υπάρχει ή όχι υπερεπένδυση κεφαλαίων στην επιχείρηση σε σχέση με το ύψος των πωλήσεων που πραγματοποιεί.

$$\text{❖ Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Κυκλοφορούντος Ενεργητικού} = \frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}$$

Ο δείκτης δηλώνει πόσο αποτελεσματικά λειτούργησε η επιχείρηση, στη διαχειριστική χρήση που εξετάζεται, σε σχέση με τα κυκλοφοριακά στοιχεία της (Dickerson et al., 1995) [17] Η κυκλοφοριακή ταχύτητα του κυκλοφορούντος ενεργητικού εκφράζει το βαθμό της «συνεισφοράς» των στοιχείων του κυκλοφορούντος της επιχείρησης, στο ύψος των πωλήσεων που πραγματοποιούνται. Μια υψηλή τιμή του δείκτη σημαίνει ότι η επιχείρηση επιτυγχάνει αυξημένες πωλήσεις με ένα σχετικά μικρό ύψος από τα στοιχεία του κυκλοφορούντος.

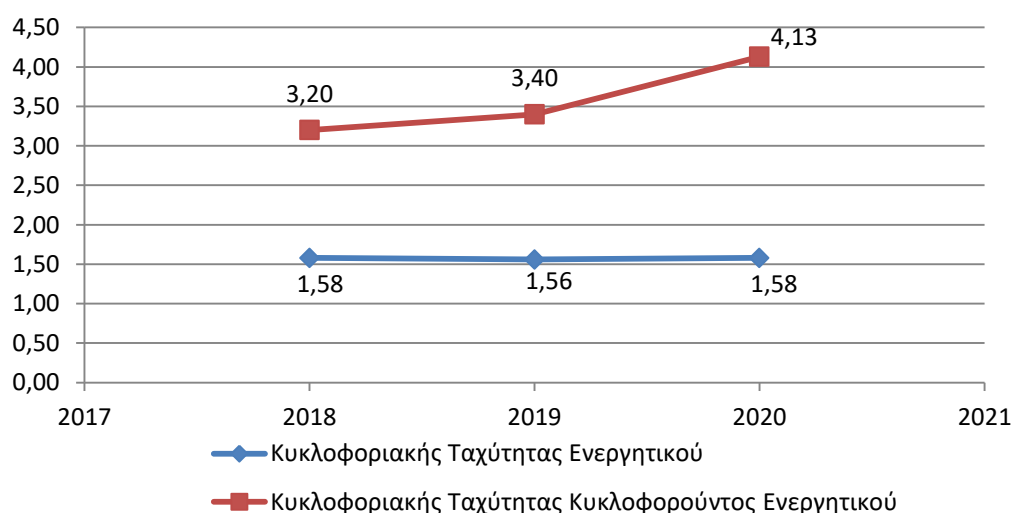
$$\text{❖ Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων} = \frac{\text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Μ.Ο. Αποθεμάτων}}$$

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων δείχνει το ρυθμό κατά τον οποίο τα αποθέματα μετατρέπονται σε εισπρακτέους λογαριασμούς μέσω των πωλήσεων. Ο δείκτης αυτός μετρά το μέσο ρυθμό ταχύτητας με τον οποίο πωλούνται τα αποθέματα προϊόντων και ουσιαστικά αποτελεί ένδειξη της αποτελεσματικότητας του προγράμματος ελέγχου και διαχείρισης των αποθεμάτων. (Downey & Trocke, 1981, Παπαδόπουλος, 1986, Dickerson et al., 1995) [18, 13, 17] Όσο μεγαλύτερες είναι οι τιμές του δείκτη Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων, τόσο καλύτερα η επιχείρηση διαχειρίζεται τα αποθέματα της. Ο αριθμοδείκτης είναι σημαντικός, καθόσον δίνει πληροφορίες για την ποσότητα των αποθεμάτων που έχουν, άμεσα, οικονομική σημασία. (Weston & Brigham, 1997) [36]

Ο δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων είναι προτιμότερο να παίρνει υψηλές τιμές (μεγαλύτερες της μονάδας), οι οποίες αποτελούν, συνήθως, ένδειξη επιτυχούς διαχείρισης των αποθεμάτων και συνεπάγονται μείωση του ανά μονάδα

κόστους λειτουργίας και, ως εκ τούτου, βελτίωση του καθαρού κέρδους της επιχείρησης. (Snodagrass & Wallace, 1980, Παπαδόπουλος, 1986) [33, 13]

Αντίθετα, χαμηλή τιμή του δείκτη Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων δείχνει ότι η επιχείρηση έχει στη διάθεση της επιπλέον ποσότητες αποθεμάτων, από τις άμεσα απαραίτητες. Το υψηλό επίπεδο αποθεμάτων συνοδεύεται από περισσότερα έξοδα διατήρησης τους και πιθανόν από απώλειες της αξίας τους, λόγω αλλοιώσεων ή μεταβολών της ζήτησης ή των τιμών διάθεσης των τελικών προϊόντων. Χαμηλή τιμή του δείκτη είναι, επίσης, δυνατόν να υποδηλώνει α) υπερβολική δέσμευση κεφαλαίων σε σχέση με τις πωλήσεις που πραγματοποιούνται, β) διατήρηση έτοιμων προϊόντων στη μονάδα προσδοκώντας υψηλότερες τιμές πώλησης, γ) διατήρηση κάποιων «στοιχείων» των αποθεμάτων σε μεγαλύτερες ποσότητες από τις απολύτως απαραίτητες, κ.ά. (Παπαδόπουλος, 1986) [13]

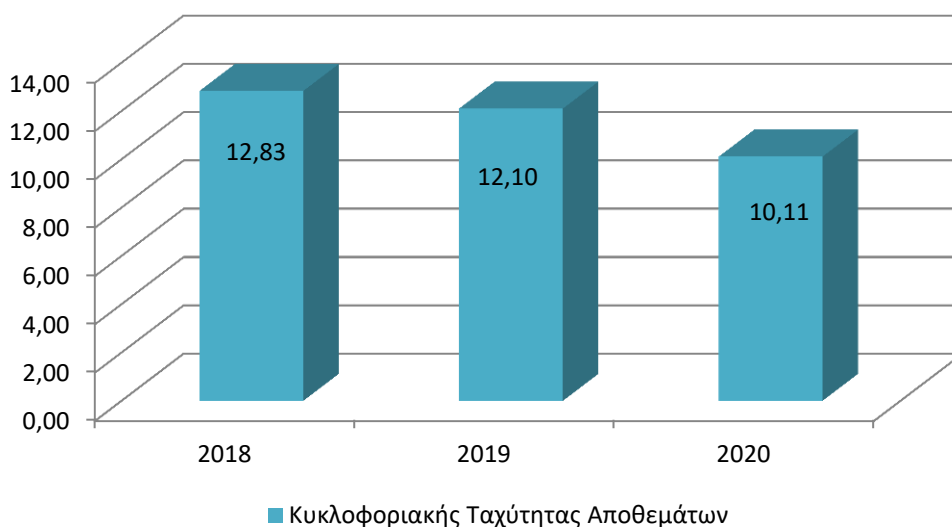


Διάγραμμα 9: Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας της Coca - Cola 3E για τα Έτη 2018 – 2020

Στην εταιρεία «Coca-Cola 3E Ελλάδος Α.Β.Ε.Ε.» ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας του ενεργητικού κυμαίνεται γύρω στο 1,58, δηλαδή το ενεργητικό χρησιμοποιήθηκε περίπου 1,58 φορές για να επιτευχθούν οι πωλήσεις, καθ' όλη τη διάρκεια της τριετίας. Επίσης, από τον δείκτη της κυκλοφοριακής ταχύτητας του κυκλοφορούντος ενεργητικού πληροφορούμαστε ότι το 2018 το σύνολο των στοιχείων του κυκλοφορούντος επανακτήθηκαν μέσω των πωλήσεων 3,20 φορές. Αντίστοιχα το ποσό αυτό αυξάνεται σε 3,40 το 2019 και σε 4,13 τα 2020

αντανακλώντας την προσπάθεια της εταιρείας αύξησης της χρησιμοποίησης των κυκλοφορούν στοιχείων για την πραγματοποίηση αυξανόμενου όγκου πωλήσεων.

(Διάγραμμα 9)



Διάγραμμα 10: Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων της Coca - Cola 3E για τα Έτη 2018 - 2020

Ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων αν και κινείται πτωτικά κατά τη διάρκεια των τριών εξεταζόμενων ετών, ωστόσο έχει υψηλές τιμές (μεγαλύτερες της μονάδας), ένδειξη επιτυχούς διαχείρισης των αποθεμάτων. (Διάγραμμα 10)

4.2.5. Αριθμοδείκτες Οικονομικής Διάρθρωσης

Η ανάλυση της χρηματοοικονομικής διάρθρωσης γίνεται βάσει των δεικτών συνολικών υποχρεώσεων προς ίδια κεφάλαια, κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών, που δείχνει πόσες φορές τα κέρδη προ φόρου και τόκων καλύπτουν τις χρηματοοικονομικές δαπάνες της επιχείρησης, και του δείκτη βραχυπρόθεσμου τραπεζικού δανεισμού προς ίδια κεφάλαια, που εκφράζει το βραχυπρόθεσμο τραπεζικό δανεισμό ως ποσοστό των ιδίων κεφαλαίων.

$$\text{❖ Δείκτης συνολικής δανειακής επιβάρυνσης} = \frac{\text{Σύνολο Δανειακών Υποχρεώσεων}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Ο δείκτης αυτός δείχνει το ποσοστό των συνολικά επενδυμένων κεφαλαίων σε στοιχεία του ενεργητικού, που προήλθαν από τους πιστωτές της επιχείρησης, δηλαδή δείχνει το ποσοστό του συνόλου του ενεργητικού πάνω στο οποίο οι πιστωτές έχουν οποιασδήποτε μορφής απαιτήσεις. Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται διαιρώντας το σύνολο των δανειακών υποχρεώσεων, δηλαδή το σύνολο των βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων με το σύνολο του ενεργητικού ή το σύνολο των επενδυμένων κεφαλαίων.

Από πλευράς πιστωτών της επιχείρησης, όσο χαμηλότερος είναι ο δείκτης αυτός τόσο μεγαλύτερη είναι η εξασφάλισή τους έναντι ζημιών, που τυχόν θα υποστούν σε περίπτωση αποτυχίας της επιχείρησης και ρευστοποίησης των στοιχείων του ενεργητικού της. Όταν ο δείκτης αυτός βρίσκεται σε ψηλό επίπεδο, πράγμα που σημαίνει ότι τα δανειακά κεφάλαια αποτελούν ένα μεγάλο μέρος των συνολικών επενδυμένων κεφαλαίων, υπάρχει κίνδυνος οι ιδιοκτήτες της επιχείρησης να παρασυρθούν και να προβούν σε μη ορθολογικές επενδυτικές δραστηριότητες που πιθανόν να ζημιώσουν την επιχείρηση. Στη περίπτωση αυτή η συμμετοχή των ιδιοκτητών της επιχείρησης στις ζημίες θα είναι σχετικά πολύ μικρή, επειδή τα ίδια κεφάλαια αποτελούν ένα πολύ μικρό μέρος των συνολικών επενδυμένων κεφαλαίων.

$$\diamond \text{ Αριθμοδείκτης Καθαρής Θέσης προς Υποχρεώσεις} = \frac{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}{\text{Σύνολο Δανειακών Υποχρεώσεων}}$$

Σε συνδυασμό με το δείκτη δανειακής επιβάρυνσης χρησιμοποιείται και ο δείκτης καθαρής θέσης προς υποχρεώσεις. Ο δείκτης αυτός αποτυπώνει τη σχέση των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης προς τις δανειακές υποχρεώσεις. Οι τιμές τις οποίες μπορεί να πάρει ο δείκτης είναι μεγαλύτερες, ίσες ή μικρότερες από τη μονάδα. Προτιμώνται τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης να είναι τουλάχιστον ίσα προς τα ξένα δηλαδή να υπάρχει μια σχέση ένα προς ένα.

$$\diamond \text{ Σχέση Ξένων προς Ίδια Κεφάλαια} = \frac{\text{Σύνολο Υποχρεώσεων}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

Ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει την δανειακή επιβάρυνση της επιχείρησης. Γίνεται δεκτό ότι η σχέση αυτή είναι ικανοποιητική για μια επιχείρηση, όταν κυμαίνεται ανάμεσα στο 0,50 έως 0,75. Αυτό σημαίνει ότι στην δυσμενέστερη περίπτωση για την επιχείρηση, το ξένο κεφάλαιο πρέπει να είναι μικρότερο από το ίδιο κεφάλαιο, όχι μόνο για να μπορεί η επιχείρηση να κινείται με περισσότερη άνεση από άποψη χρηματοδοτήσεως, αλλά και για να είναι σε θέση, όταν χρειαστεί χρήματα, να βρει πρόθυμους δανειστές.

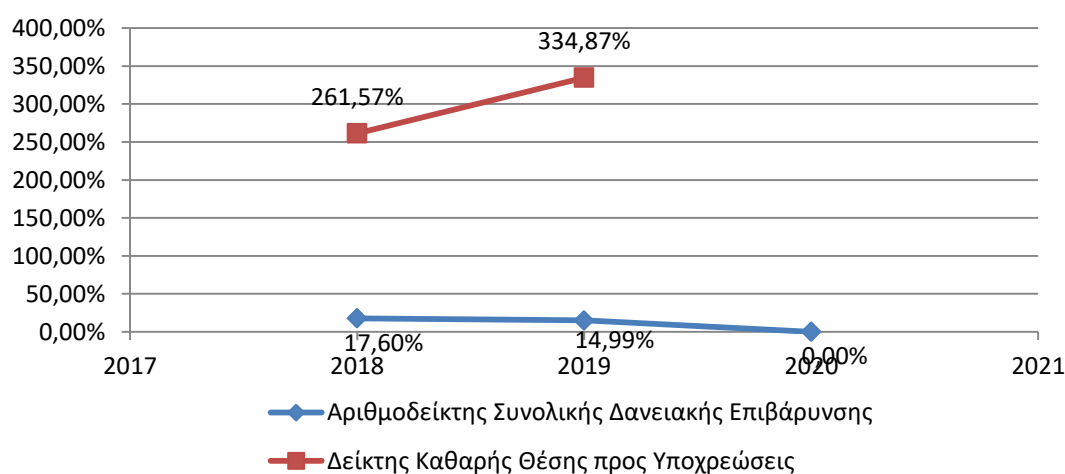
$$\text{❖ Αριθμοδείκτης Κάλυψης Τόκων} = \frac{\text{Κέρδη προ φόρων και τόκων}}{\text{Χρεωστικοί τόκοι}}$$

Ο δείκτης αυτός αποτελεί ένδειξη χρηματοοικονομικής ευρωστίας μιας επιχείρησης, δείχνοντας την ευχέρεια που έχει να πληρώσει τους ετήσιους τόκους των χρεών της από τα κέρδη της. Ουσιαστικά μετρά το βαθμό στον οποίο τα κέρδη της επιχείρησης μπορούν να μειωθούν, χωρίς δυσάρεστα οικονομικά επακόλουθα για την ίδια. (Snodgrass & Wallace, 1980· Παπαδόπουλος, 1986 Dickerson et al., 1995 Weston & Brigham, 1997) [33,13,17,36] Είναι ένας σημαντικός δείκτης που πληροφορεί, κυρίως, τους πιστωτές για τη φερεγγυότητα της επιχείρησης. (Dickerson et al., 1995) [17]

Όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του δείκτη, τόσο ισχυρότερη είναι η δυνατότητα της επιχείρησης να εξοφλήσει τις χρηματοοικονομικές της υποχρεώσεις. (Snodgrass & Wallace, 1980) [33] Αναλυτικότερα, όταν η τιμή του δείκτη είναι μικρότερη της μονάδας δηλώνει αδυναμία εξόφλησης των τόκων, όταν είναι ίση με τη μονάδα δηλώνει ότι τα κέρδη καλύπτουν επακριβώς τους τόκους και, τέλος, όταν είναι μεγαλύτερη από τη μονάδα δείχνει ευχέρεια να καλύψει τους ετήσιους τόκους.

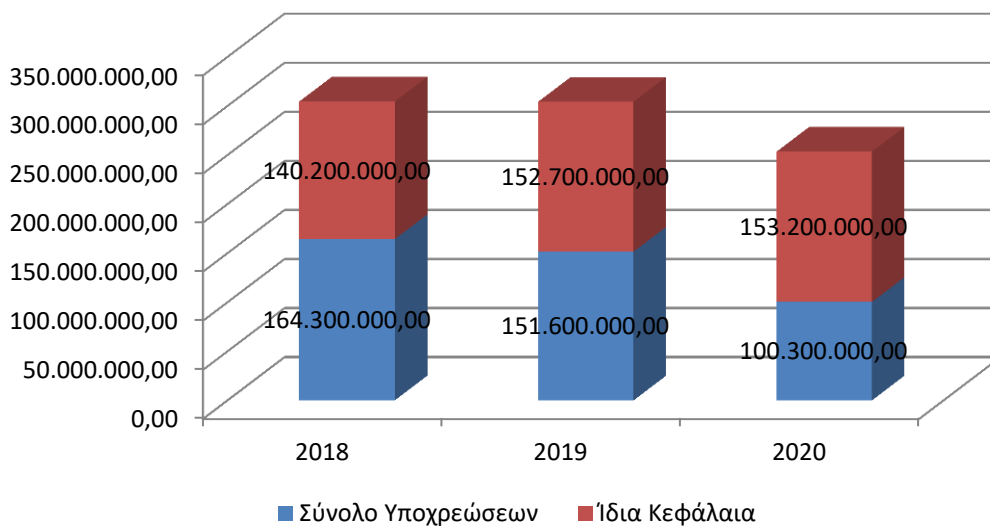
Πίνακας 7: Αριθμοδείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης και Βιωσιμότητας της Coca - Cola 3E για τα Έτη 2018 - 2020

	2018	2019	2020
Αριθμοδείκτης Συνολικής Δανειακής Επιβάρυνσης	17,60%	14,99%	0,00%
Δείκτης Καθαρής Θέσης προς Υποχρεώσεις	261,57%	334,87%	
Αριθμοδείκτης Ξένων προς Ίδια Κεφάλαια	1,17	0,99	0,65
Δείκτης Κάλυψης Τόκων	7,83	8,56	14



Διάγραμμα 11: Αριθμοδείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης και Βιωσιμότητας της Coca - Cola 3E για τα Έτη 2018 - 2020

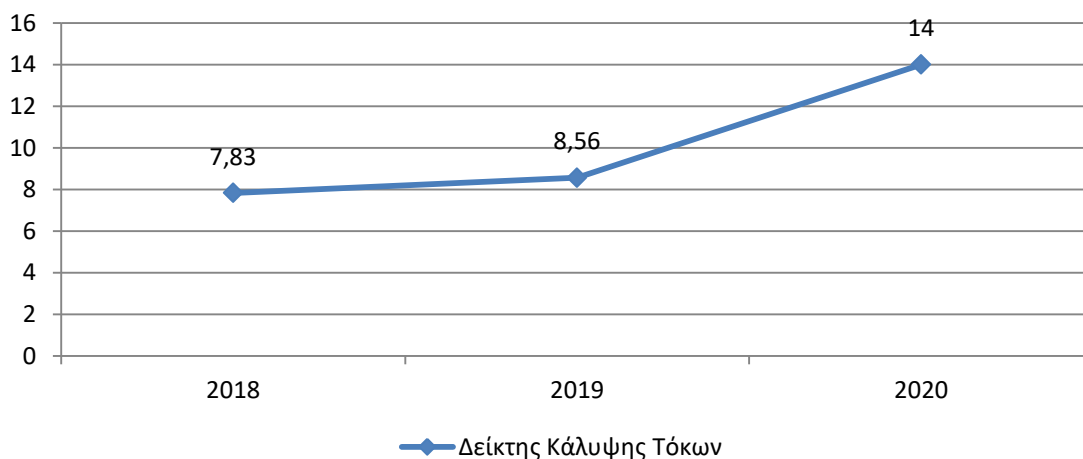
Όπως φαίνεται, ο δείκτης συνολικής δανειακής επιβάρυνσης κινείται πτωτικά και μάλιστα το 2020 μηδενίζει, καθόσον το 2019 η εταιρεία αποπλήρωσε πλήρως το σύνολο του μακροπρόθεσμου δανείου που υπήρχε από συνδεδεμένες εταιρίες και πιο συγκεκριμένα από την Coca-Cola HBC Finance B.V. Επιπλέον, ο αριθμοδείκτης καθαρής θέσης προς υποχρεώσεις παρουσιάζει ανοδική πορεία, από 261,57% που ήταν το 2018 ανέβηκε στο 334,87% το 2019 και το 2020 που πλέον δεν υφίστανται δανειακές υποχρεώσεις δεν υπολογίζεται. (Πίνακας 7, Διάγραμμα 11)



Διάγραμμα 12: Αναλογία Ξένων προς Ιδίων Κεφαλαίων της Coca - Cola 3E για τα Έτη 2018 - 2020

Η αναλογία ξένου προς ίδιου κεφαλαίου τα δύο πρώτα εξεταζόμενα χρόνια, δεν εμφανίζεται ικανοποιητική, καθώς το πρώτο υπερτερεί του δευτέρου. Η εικόνα διαφοροποιείται σημαντικά το 2020, που βλέπουμε σημαντική βελτίωση της αναλογίας ξένου προς ίδια κεφάλαια και συγκεκριμένα η σχέση αυτή κυμαίνεται στο 0,65. (Διάγραμμα 12)

Δείκτης Κάλυψης Τόκων



Διάγραμμα 13: Αριθμοδείκτης Κάλυψης Τόκων της Coca - Cola 3E για τα Έτη 2018 - 2020

Η τιμή του δείκτη, είναι υψηλή και ακολουθεί ανοδική πορεία στη διάρκεια της τριετίας, που δείχνει ότι η εταιρεία έχει ευχέρεια να καλύψει τους ετήσιους τόκους. (Διάγραμμα 13)

5. ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ COCA-COLA 3 EPSILON

5.1.Αποτίμηση Με Τη Μέθοδο Προεξόφλησης Ελεύθερων Ταμειακών Ροών

5.1.1. Υπολογισμός Του WACC

Όπως έχει προαναφερθεί, το WACC είναι ένας σταθμισμένος μέσος όρος ανάμεσα στα ίδια και στα ξένα κεφάλαια μετά φόρων. Συγκεκριμένα, το WACC δίνεται από τον παρακάτω τύπο:

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

Όπου:

E = αξία ιδίων κεφαλαίων

r_e = κόστος ιδίων κεφαλαίων

D = αξία δανειακών κεφαλαίων

r_d = κόστος δανειακών κεφαλαίων

φ = ποσοστό φορολογίας

5.1.2. Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων

Για τον υπολογισμό του κόστους των ιδίων κεφαλαίων θα χρειαστεί να κάνουμε χρήση του CAPM, αντικαθιστώντας τον παρακάτω τύπο.:

$$\mathbf{R(e)} = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

Όπου:

R_f = η απόδοση μηδενικού (άνευ) κινδύνου

β = ο συντελεστής κινδύνου β (beta coefficient)

$(R_m - R_f)$ = η προσαύξηση κινδύνου κεφαλαιαγοράς (risk premium)

Συγκεκριμένα, για τον υπολογισμό της απόδοσης μηδενικού κινδύνου (R_f) θα στηριχτούμε στην απόδοση του δεκαετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου, καθώς έχει επικρατήσει πως τα κρατικά ομόλογα είναι απαλλαγμένα από κινδύνους. Το δεκαετές κρατικό ελληνικό ομόλογο έχει επιτόκιο 0,80%¹⁶. Ο συντελεστής β της εταιρείας, στις 15/10/2021 ανέρχεται στο 1,13¹⁷. Η τιμή του β είναι πάνω από τη μονάδα, συνεπώς μπορούμε να πούμε ότι η μετοχή είναι επιθετική. Τέλος, το Risk-Premium της ελληνικής αγοράς είναι $R_m - R_f = 13,55\%$ ¹⁸.

Αντικαθιστώντας στον παραπάνω τύπο έχουμε:

$$R(e) = 0,80\% + 1,13 * 13,55\% = 16,11\%$$

Πίνακας 8: Μέσο Ποσοστό Ιδίων Κεφαλαίων κατά τα έτη 2016 - 2020

ΜΕΣΟ ΠΟΣΟΣΤΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ					
	2016	2017	2018	2019	2020
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	124,8	129,1	140,2	152,7	153,2
Σύνολο Παθητικού	285,3	306,3	304,5	304,3	304,3
Ποσοστό σε %	43,74%	42,15%	46,04%	50,18%	50,35%

Οπότε, από τον παραπάνω πίνακα (Πίνακας 8) προκύπτει ότι το μέσο ποσοστό ιδίων κεφαλαίων για την περίοδο 2016 – 2020 είναι ίσο με **46,49%** (ποσά σε εκ. €)

5.1.3. Κόστος Ξένων Κεφαλαίων

Για τον υπολογισμό του κόστους ξένων κεφαλαίων θα πρέπει να υπενθυμίσουμε πως είναι το ποσοστό με το οποίο η εταιρεία δανείζεται. Χρησιμοποιώντας τα δεδομένα από τις οικονομικές καταστάσεις του 2019 θα ακολουθήσουμε τον παρακάτω τύπο:

¹⁶<https://www.bankofgreece.gr/statistika/xrhmatopistwtikes-agores/titloi-ellhnikoy-dhmosioy?year=2021&order=asc&page=1>

¹⁷<https://finance.yahoo.com/quote/EEE.AT?p=EEE.AT>

¹⁸<http://www.market-risk-premia.com/gr.htm>

$$r_d = \frac{\text{χρεωστικοί τόκοι}}{\text{δανειακά κεφάλαια}} \Rightarrow r_d = \frac{2.500.000}{49.100.000} = 5,09\%$$

Επιπρόσθετα, χρήζει μεγάλη σημασίας ο υπολογισμός του μέσου ποσοστού των δανειακών κεφαλαίων:

Πίνακας 9: Μέσο Ποσοστό Ξένων Κεφαλαίων κατά τα έτη 2016 - 2020

ΜΕΣΟ ΠΟΣΟΣΤΟ ΔΑΝΕΙΑΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ					
	2016	2017	2018	2019	2020
Σύνολο Υποχρεώσεων	160,5	177,2	164,3	151,6	100,3
Σύνολο Παθητικού	285,3	306,3	304,5	304,3	304,3
Ποσοστό σε %	56,26%	57,85%	53,96%	49,82%	32,96%

Οπότε, από τον παραπάνω πίνακα (Πίνακας 9) προκύπτει ότι το μέσο ποσοστό ξένων κεφαλαίων για την περίοδο 2016 – 2020 είναι ίσο με **50,17%** (ποσά σε εκ. €)

Άρα το WACC είναι ίσο με:

$$\begin{aligned} \text{WACC} &= r_e \frac{E}{E + D} + r_d \frac{D}{E + D} (1 - \varphi) \\ &= 0,1611 * \frac{0,4649}{0,4649 + 0,5017} + 0,0509 * \frac{0,5017}{0,4649 + 0,5017} \\ &* (1 - 0,24) = \mathbf{0,0976 \text{ ή } 9,76\%} \end{aligned}$$

5.1.4. Προβλεπόμενες Ταμειακές Ροές

Για να είμαστε σε θέση να υπολογίσουμε τις προβλεπόμενες ταμειακές ροές της εταιρείας θα χρησιμοποιήσουμε τον εξής τύπο:

$$\text{FCFF} = \text{καθαρά κέρδη} + \text{αποσβέσεις} + \text{τόκοι} * (1 - \text{φόροι}) - \text{επενδύσεις παγίων} - \text{επενδύσεις κεφαλαίου κίνησης}$$

Για το έτος 2020 έχουμε:

$$\begin{aligned} \text{FCFF}_{2020} &= 2.900.000,00 + 15.100.000,00 + 1.500.000,00(1-0,24) - \\ &11.400.000,00 - ((97.100.000,00 - 75.300.000,00) - (139.800.000,00 - \\ &82.100.000,00)) \\ \text{FCFF}_{2020} &= \mathbf{43.640.000,00} \end{aligned}$$

Συνεπώς, οι ελεύθερες ταμειακές ροές για τη χρήση του 2020 ανέρχονται σε **43.640.000,00 €**

Προκειμένου να υπολογίσουμε τις προβλεπόμενες ταμειακές ροές είναι απαραίτητο να γνωρίζουμε τον ρυθμό ανάπτυξης g τόσο για τα 5 πρώτα χρόνια όσο και στο διηνεκές. Εκτός από το 2020 που η εταιρεία παρουσιάζει πτώση των πωλήσεων, μην ξεχνάμε και τις ιδιάζουσες συνθήκες που επικρατούν λόγω πανδημίας, η διοίκηση πιστεύει πως οι ταμειακές ροές θα αυξηθούν με ένα σταθερό ρυθμό για τα επόμενα 5 χρόνια. Με βάση τη μέχρι τώρα ανάλυση υποθέτουμε ότι οι χρηματοροές της θα αυξηθούν με ένα ρυθμό της τάξεως του 5% για τα 5 πρώτα χρόνια, ενώ για το υπολογισμό της υπολειμματικής αξίας πέραν της 5ετίας η ίδια η εταιρεία υποθέτει πως θα είναι 1,5%. Επομένως, καταλήγουμε στον παρακάτω πίνακα ελεύθερων ταμειακών ροών (Πίνακας 10).

Πίνακας 10: Υπολογισμός Ελεύθερων Ταμειακών Ροών της Εταιρείας

ΕΛΕΥΘΕΡΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΠΡΟΣ ΤΗΝ ΕΤΑΙΡΕΙΑ					
	2021	2022	2023	2024	2025
Καθαρά Κέρδη	3.045.000,00	3.197.250,00	3.357.112,50	3.524.968,13	3.701.216,53
+ Αποσβέσεις	15.855.000,00	16.647.750,00	17.480.137,50	18.354.144,38	19.271.851,59
+ Τόκοι *(1-φ)	1.197.000,00	1.256.850,00	1.319.692,50	1.385.677,13	1.454.960,98
- Επενδύσεις Παγίων	11.970.000,00	12.568.500,00	13.196.925,00	13.856.771,25	14.549.609,81
-Μεταβολή στο Κεφάλαιο Κίνησης	-37.695.000,00	-39.579.750,00	-41.558.737,50	-43.636.674,38	-45.818.508,09
FCFF	45.822.000,00	48.113.100,00	50.518.755,00	53.044.692,75	55.696.927,39

Για τον υπολογισμό της υπολειμματικής αξίας θα χρησιμοποιήσουμε τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Υπολειμματική Αξία} = \frac{CF_{t+1}}{WACC - g}$$

Όπου:

CF_{t+1} = η χρηματοροή το έτος 2025

g = (Growth Rate) ο ρυθμός ανάπτυξης πέραν της 5ετίας που έχει υπολογίσει η εταιρεία

και συνεπώς έχουμε:

$$\text{Υπολειμματική Αξία} = \frac{55.696.927,39 * 1,015}{0,09758 - 0,015} = 684.599.707,07$$

Για την εύρεση της αξία της εταιρείας θα γίνει χρήση του ακόλουθου τύπου:

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

Οπότε, αντικαθιστώντας στον παραπάνω τύπο έχουμε:

$$\begin{aligned} \text{Firm Value} &= \frac{45.822.000,00}{(1 + 0,09758)^1} + \frac{48.113.100,00}{(1 + 0,09758)^2} + \frac{50.518.755,00}{(1 + 0,09758)^3} \\ &+ \frac{53.044.692,75}{(1 + 0,09758)^4} + \frac{55.696.927,39}{(1 + 0,09758)^5} + \frac{684.599.707,07}{(1 + 0,09758)^5} \\ &= \mathbf{622.180.807,01\text{€}} \end{aligned}$$

5.2.Αποτίμηση Με Τη Μέθοδο Κεφαλαιοποίησης Των Οργανικών Εσόδων

Στη μέθοδο κεφαλαιοποιημένων οργανικών εσόδων κεφαλαιοποιούνται τα πιθανολογούμενα ετήσια μελλοντικά οργανικά κέρδη των επόμενων πέντε ετών με το τρέχον επιτόκιο. Οι βασικές παραδοχές είναι ότι λαμβάνεται:

- Ως συντελεστής κεφαλαιοποίησης το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC = 9,76%), το οποίο υπολογίζεται από το τύπο $1/(1+WACC)$
- Φορολογικός συντελεστής ίσος με 24%.
- Ετήσια πρόβλεψη αύξησης κερδών ίση με 5%

Στον παρακάτω πίνακα υπολογίζετε η συνολική παρούσα αξία σύμφωνα με τις παραπάνω παραδοχές η οποία ανέρχεται σε 65.002.984,65€.

Πίνακας 11: Υπολογισμός Παρούσας Αξίας Μελλοντικών Κερδών της Εταιρείας

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΠΑΡΟΥΣΑΣ ΑΞΙΑΣ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΩΝ ΚΕΡΔΩΝ					
	2021	2022	2023	2024	2025
Κέρδη προ Φόρων	20.475.000,00	21.498.750,00	22.573.687,50	23.702.371,88	24.887.490,47
Κέρδη μετά Φόρων	15.561.000,00	16.339.050,00	17.156.002,50	18.013.802,63	18.914.492,76
Συντελεστής Προεξόφλησης	91,11%	83,01%	75,63%	68,91%	62,78%
Παρούσα Αξία Μελλοντικών Κερδών	14.177.589,40	13.563.025,72	12.975.101,86	12.412.663,06	11.874.604,61
Συνολική Παρούσα Αξία Κερδών 5ετίας					65.002.984,65

Η συνολική αξία της επιχείρησης ισούται με το άθροισμα της συνολικής παρούσας αξίας των μελλοντικών κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών συν την υπολειμματική αξία στο διηνεκές. Για την εύρεση της υπολειμματικής αξίας γίνεται διαίρεση των οργανικών κερδών του 2025 με το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (9,76%) και για τον υπολογισμό της παρούσας αξίας της υπολειμματικής αξίας προεξοφλώντας την υπολειμματική αξία με το συντελεστή του αντίστοιχου έτους (2025).

$$\text{Υπολειμματική Αξία} = \frac{18.914.492,76}{0,09758} = 193.841.157,18$$

$$\text{Παρούσα Αξία Υπολειμματικής Αξίας} = 193.841.157,18 * 62,78\% = 121.694.360,38\text{€}$$

$$\begin{aligned} \text{Συνολική Αξία Εταιρείας} &= \text{Συνολική παρούσα αξία μελλοντικών κερδών} + \\ \text{Παρούσα αξία υπολειμματικής αξίας} &= 65.002.984,65 + 121.694.360,38 = \\ &= \mathbf{186.697.345,03\text{€}} \end{aligned}$$

5.3.Αποτίμηση Με Τη Μέθοδο Υπερπροσόδου Της Επόμενης 5ετίας

Η μέθοδος της υπερπροσόδου είναι μια μέθοδος αποτίμησης επιχειρήσεων όπου η αξία της επιχείρησης υπολογίζεται ως το άθροισμα της καθαρής θέσης της επιχείρησης και της Παρούσας Αξίας της Υπερπροσόδου (Π.Α.Υ.) της εταιρίας.

Για την εύρεση της υπερπροσόδου ακολουθήθηκαν τα παρακάτω βήματα:

1. Αύξηση των οργανικών κερδών για τα επόμενα έτη 5%.
2. Σαν απασχολούμενο κεφάλαιο της επιχείρησης λαμβάνεται το σύνολο των Ιδίων Κεφαλαίων της COCA – COLA 3E ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Β.Ε.Ε στις 31/12/2020 ποσού 153.200.000,00€.
3. Ως τόκο απασχολούμενου κεφαλαίου χρησιμοποιήθηκε το Ομολόγου Ελληνικού Δημοσίου δεκαετούς διάρκειας (0,80%) το οποίο ονομάζεται κανονική πρόσοδος και προκύπτει από τον τύπο.

$$\text{Κανονική Πρόσοδος} = \text{Ίδια Κεφάλαια} * r_f = 153.200.000,00 * 0,0080 = 1.225.600,00$$

4. Από το οργανικό κέρδος κάθε χρόνου αφαιρέθηκε η κανονική πρόσοδος του ίδιου χρόνου και προέκυψε η υπερπρόσοδος.

Ο παρακάτω πίνακας αποτυπώνει τη διαδικασία που ακολουθήθηκε για την εύρεση της υπερπροσόδου.

Πίνακας 12: Υπολογισμός Υπερπροσόδου της Επόμενης 5ετίας της Εταιρείας

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΥΠΕΡΠΡΟΣΟΔΟΥ					
	2021	2022	2023	2024	2025
Κέρδη μετά φόρων	15.561.000,00	16.339.050,00	17.156.002,50	18.013.802,63	18.914.492,76
Μείον: Κανονική Πρόσοδο	1.225.600,00	1.225.600,00	1.225.600,00	1.225.600,00	1.225.600,00
Υπερπρόσοδος	14.335.400,00	15.113.450,00	15.930.402,50	16.788.202,63	17.688.892,76
Συνολική Υπερπρόσοδος					79.856.347,88
Μέσος Όρος Υπερπροσόδων					15.971.269,576

Η τιμή της Π.Α.Υ της εταιρίας προκύπτει προεξοφλώντας το μέσο όρο των αναμενόμενων υπερπροσόδων των επόμενων πέντε ετών. Ως συντελεστή προεξόφλησης έγινε χρήση του WACC (9,76%).

Ο τύπος που υπολογίζει την Υπεραξία είναι ο εξής:

$$\text{Παρούσα Αξία Υπερπροσόδου} = \frac{\text{Μέσος όρος υπερπροσόδων}}{\text{WACC}}$$

$$\text{Παρούσα Αξία Υπερπροσόδου} = \frac{15.971.269,576}{0,097577} = 163.678.160,24$$

Η συνολική αξία της εταιρίας προκύπτει από το άθροισμα της Π.Α.Υ και της καθαρής θέσης της εταιρίας και ανέρχεται στις 316.878.160,24€

$$\text{Συνολική Αξία Εταιρείας} = 163.678.160,24 + 153.200.000,00 = \mathbf{316.878.160,24€}$$

6. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στην παρούσα εργασία επιχειρήθηκε να αποτιμηθεί η Coca – Cola 3E Ελλάδος Α.Β.Ε.Ε χρησιμοποιώντας 3 διαφορετικές μεθόδους αποτίμησης: την προεξόφληση ελεύθερων ταμειακών ροών, την κεφαλαιοποίηση οργανικών εσόδων και την υπερπρόσοδο της επόμενης 5ετίας. Θα πρέπει να διευκρινιστεί πως παρόλο που εξετάζεται η κάθε μέθοδος αποτίμησης από τη δίκη της σκοπιά, η κοινή συνισταμένη και των τριών είναι πως η εταιρεία εκτιμάται με βάση τα μελλοντικά της κέρδη. Άλλωστε, σε μια αγοραπωλησία μιας επιχείρησης, ο αγοραστής ενδιαφέρεται για τα μελλοντικά και όχι για τα παρελθόντα κέρδη της επιχείρησης.

Αρχικά, η χρηματοοικονομική ανάλυση που πραγματοποιήθηκε στο τέταρτο κεφάλαιο, απεικονίζει την πλήρη εικόνα της εταιρείας και την ηγετική θέση που κατέχει στον κλάδο της μεταποίησης των μη αλκοολούχων ποτών. Αξίζει να παρατηρηθούν οι αριθμοδείκτες της επιχείρησης για το έτος 2020 και να συγκριθούν με τα προηγούμενα χρόνια. Να σημειωθεί πως το 2020 είναι το έτος κατά το οποίο η πανδημία είχε σημαντική επίδραση στην παγκόσμια και φυσικά στην ελληνική οικονομία, η οποία εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τους κλάδους του τουρισμού και της εστίασης και οι οποίοι επλήγησαν σημαντικά. Φυσικά από τη στιγμή που οι συνεργάτες της Coca – Cola 3E βρίσκονται στους 2 προαναφερθέντες κλάδους δε θα μπορούσε και η εταιρεία να μείνει ανεπηρέαστη.

Αξίζει να σημειωθεί πως σε αυτή τη δύσκολη συγκυρία ο δείκτης γενικής ρευστότητας για το 2020 έχει μειωθεί στο 1,29, με αποτέλεσμα η βραχυπρόθεσμη φερεγγυότητα της επιχείρησης να θεωρείται οριακά ικανοποιητική, ενώ ο δείκτης edικής ρευστότητας δε θεωρείται ικανοποιητικός αφού έχει πέσει κάτω από τη μονάδα (0,95). Ακόμη θα πρέπει να αναφερθεί η μεγάλη μείωση που γίνεται αισθητή

στους αριθμοδείκτες απόδοσης. Συγκεκριμένα, ο δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων πέφτει από το 9,23% στο οποίο βρίσκεται το 2019 στο 1,89% για το 2020, ενώ και ο δείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού από 4,63% το 2019 πέφτει στο 1,14%. Η σημαντική μείωση των δεικτών το 2020 προφανώς οφείλεται στην μεγάλη μείωση των κερδών που έχει υποστεί η εταιρεία λόγω της πανδημίας, ωστόσο είναι σημαντικό να σημειωθεί πως η Coca – Cola 3E Ελλάδος Α.Β.Ε.Ε μπορεί και αντιμετωπίζει αυτές τις συνθήκες έχοντας αποπληρώσει πλήρως το σύνολο του μακροπρόθεσμου δανείου που είχε λάβει από την Coca-Cola HBC Finance. Επίσης, για να έχουμε μια ολοκληρωμένη εικόνα για την πορεία της εταιρείας το 2020 θα πρέπει να δούμε και πως κινήθηκε ο κλάδος το συγκεκριμένο έτος.

Συνεχίζοντας με την αποτίμηση της Coca – Cola 3E Ελλάδος Α.Β.Ε.Ε, στην παρούσα εργασία διενεργούνται οι μέθοδοι αποτίμησης που προαναφέρθηκαν στην πρώτη παράγραφο των συμπερασμάτων και των οποίων τα αποτελέσματα παρουσιάζονται συγκεντρωτικά στον παρακάτω πίνακα (Πίνακας 13). Ρίχνοντας απλά μια ματιά στον πίνακα όπου αποτυπώνεται η αξία της εταιρείας ανάλογα με τη μέθοδο αποτίμησης, γίνεται αντιληπτό ότι υπάρχουν μεγάλες διαφορές μεταξύ τους.

Πίνακας 13:Αξία Εταιρείας / Μέθοδο Αποτίμησης

ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ	ΑΞΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ
Προεξόφληση Ελεύθερων Ταμειακών Ροών	622.180.807,01€
Κεφαλαιοποίηση Οργανικών Εσόδων	186.697.345,03€
Υπερπρόσδοδος Επόμενης 5ετίας	316.878.160,24€

Σε περίπτωση που στόχος είναι να καταλήξουμε σε μια τελική αξία της επιχείρησης, αυτή θα μπορούσε να βρεθεί είτε:

- θεωρώντας ότι και οι τρεις μέθοδοι έχουν την ίδια βαρύτητα και υπολογίζοντας το μέσο όρο των αξιών τους. (Πίνακας 14) Στην περίπτωση αυτή η αξία της εταιρείας εκτιμάται σε 375.252.104,09€
- πολλαπλασιάζοντας την αξία της εταιρείας που έχει βρεθεί από κάθε μέθοδο με ένα συντελεστή βαρύτητας (βάρος) και προσθέτοντας τις σταθμισμένες αξίες που έχουν βρεθεί. (Πίνακας 15) Ένας τρόπος με τον οποίο θα μπορούσαν να οριστούν τα βάρη στις μεθόδους αποτίμησης είναι ανάλογα με το πόσο σημαντική θεωρείται η κάθε μία από τις μεθόδους.

Πίνακας 144: Τελική Αξία Εταιρείας Υπολογισμένη Με Μέσο Όρο

ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ	ΑΞΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ
Προεξόφληση Ελεύθερων Ταμειακών Ροών	622.180.807,01€
Κεφαλαιοποίηση Οργανικών Εσόδων	186.697.345,03€
Υπερπρόσοδος Επόμενης 5ετίας	316.878.160,24€
Μέσος Όρος Αξίας Εταιρείας	375.252.104,09€

Πίνακας 155: Τελική Αξία Εταιρείας Υπολογισμένη Με Στάθμιση

ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ	ΑΞΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ	ΣΥΝ/ΣΤΗΣ	ΜΕ ΣΤΑΘΜΙΣΗ
Προεξόφληση Ελεύθερων Ταμειακών Ροών	622.180.807,01€	55%	342.199.443,86€
Κεφαλαιοποίηση Οργανικών Εσόδων	186.697.345,03€	25%	46.674.336,26€
Υπερπρόσοδος Επόμενης 5ετίας	316.878.160,24€	20%	63.375.632,05€
Τελική Αξίας Εταιρείας	375.252.104,09€	100%	452.249.412,16€

Ωστόσο, πριν οριστούν τα βάρη θα πρέπει να γνωρίζουμε τα θετικά και τα αρνητικά της κάθε μεθόδου. Για παράδειγμα, η μέθοδος της προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών είναι απαλλαγμένη από τις επενδύσεις και τις αποσβέσεις οπότε δίνει μια σχετικά ρεαλιστική εκτίμηση των χρηματοροών της εταιρείας σε σχέση με τη μέθοδο της κεφαλαιοποίησης οργανικών εσόδων που τα συμπεριλαμβάνουν. Επιπλέον, παρόλο που και οι δύο μέθοδοι χρησιμοποιούν τον ίδιο συντελεστή προεξόφλησης, εκτιμούν διαφορετικά την αξία της εταιρείας, καθώς η μία μέθοδος (FCFF) αποτιμά την επιχείρηση με βάση τα ταμειακά πλεονάσματα ενώ η άλλη με βάση τα οργανικά κέρδη.

Από την άλλη, ένα σημαντικό πλεονέκτημα της μεθόδου της υπερπροσόδου είναι ότι λαμβάνει υπόψη το σύγχρονο επιχειρηματικό περιβάλλον. Ωστόσο, η εξαίρεση των τόκων των δανειακών κεφαλαίων στον προσδιορισμό των οργανικών κερδών αφενός διευκολύνει τους υπολογισμούς, αφετέρου όμως αγνοεί έναν ουσιώδη παράγοντα κεφαλαιακής διάρθρωσης της επιχείρησης. Μάλιστα σε ορισμένες περιπτώσεις αυτό έχει ως αποτέλεσμα τα οργανικά κέρδη να μην απεικονίζουν την πραγματική εικόνα της επιχείρησης κατά κύριο λόγο όταν για την εξυπηρέτηση των δανείων απαιτείται η εκταμίευση μεγάλων ταμειακών εκροών. Κατά συνέπεια στις προαναφερθείσες περιπτώσεις η εκτίμηση της αξίας της οικονομικής μονάδος με τη μέθοδο της υπερπροσόδου δεν θεωρείται αντιπροσωπευτική και ακριβής. Παράλληλα για τις

επιχειρήσεις οι οποίες στηρίζουν την επενδυτική τους δραστηριότητα κυρίως σε δανειακά κεφάλαια, η εφαρμογή της μεθόδου αυτής δεν κρίνεται η πλέον αρμόζουσα.

Για όλους τους παραπάνω λόγους, καθώς και επειδή η μέθοδος των ελεύθερων ταμειακών ροών είναι η πιο συχνά χρησιμοποιούμενη μέθοδος, ορίστηκε συντελεστής βαρύτητας 55% στην προεξόφληση ελεύθερων ταμειακών ροών (FCFF), 25% στην κεφαλαιοποίηση οργανικών εσόδων και 20% στην υπερπρόσοδο της επόμενης 5ετίας. Έχοντας πολλαπλασιάσει την αξία της εταιρείας που έχει υπολογιστεί από κάθε μέθοδο με τους παραπάνω συντελεστές βαρύτητας, τότε καταλήγουμε ότι η τελική / «δίκαιη» αξία που θεωρείται ότι αντανακλά στην Coca – Cola 3E Ελλάδος Α.Β.Ε.Ε. είναι ίση με 452.249.412,16€

Κλείνοντας, όπως θα πρέπει να έχει γίνει κατανοητό έως τώρα υπάρχει πληθώρα μεθόδων αποτίμησης και τρόπων υπολογισμού της αξίας μια επιχείρησης. Το σημαντικότερο στην λήψη της τελικής αξίας της εταιρείας είναι να αποσαφηνιστεί η προσέγγιση η οποία μας ενδιαφέρει να ακολουθήσουμε και να γνωρίζουμε τη μέθοδο αποτίμησης που μπορεί να μας δώσει αποτελέσματα με βάση αυτή την προσέγγιση. Η αποτίμηση θα πρέπει να εφαρμόζεται από όλες τις επιχειρήσεις, ανεξαρτήτου μεγέθους. Επηρεάζει σε μεγάλο βαθμό τις μελλοντικές αποφάσεις των επενδυτών και προσφέρει αξιόπιστη πληροφόρηση για την ανάπτυξη της επιχείρησης στα ενδιαφερόμενα μέλη της.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΠΑΡΑΠΟΜΠΕΣ

1. Βασιλείου Δ. & Ηρειώτης Ν. (2009), “Ανάλυση Επενδύσεων και Διαχείριση Χαρτοφυλακίου”, Αθήνα, Εκδόσεις Rosili
2. Γκίνογλου Δ., Ταχυνάκης Π. & Μωυσή Σ. (2005), “Γενική Χρηματοοικονομική Λογιστική”, Αθήνα, Εκδόσεις Rosili
3. Ετήσια Οικονομική Έκθεση Coca - Cola 3Ε Ελλάδος Α.Β.Ε.Ε., Δεκέμβριος 2018
4. Ετήσια Οικονομική Έκθεση Coca - Cola 3Ε Ελλάδος Α.Β.Ε.Ε., Δεκέμβριος 2019
5. Ετήσια Οικονομική Έκθεση Coca - Cola 3Ε Ελλάδος Α.Β.Ε.Ε., Δεκέμβριος 2020
6. Ευθυμόγλου Π. & Λαζαρίδης Ι. (2000), “Χρηματοοικονομική ανάλυση λογιστικών καταστάσεων”, Πειραιάς
7. Λαζαρίδης Θ. (2005), “Αποτίμηση Επιχειρήσεων, Θεωρία - Μεθοδολογία – Πρακτική”, Αθήνα, Οίκος Αδελφών Κυριακίδη
8. Μαλινδρέτου Β. (1998). Χρηματοοικονομική Ανάλυση – Επενδύσεις». Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση Α.Ε.Β.Ε.
9. Μελέτη του Κοινωνικού και Οικονομικού Αποτυπώματος της Δραστηριότητας της Coca – Cola 3Ε Ελλάδος Α.Β.Ε.Ε στην Ελλάδα το 2018, Ιούνιος 2019
10. Μπέης Ι. (2007), “Ανάλυση Ισολογισμών με δείκτες για τη λήψη αποφάσεων”, Αθήνα: Εκδόσεις: Επίκεντρο.
11. Νιάρχος Ν., (2004). Χρηματοοικονομική ανάλυση λογιστικών καταστάσεων Αθήνα: Εκδόσεις Α. Σταμούλης
12. Νούλας Α. (2020), “Χρηματοοικονομική Διοίκηση”, Αθήνα, Εκδόσεις Τζιόλα
13. Παπαδόπουλος Δ. (1986), “Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων της Επιχείρησης, Τόμοι Α’ & Β’”, Θεσσαλονίκη, Εκδόσεις Παρατηρητής
14. Τσακλάγκανος Α. (1997), “Οικονομική των επιχειρήσεων”, Θεσσαλονίκη : Εκδόσεις Αφων Κυριακίδη Α.Ε.
15. Copeland, T., T. Koller, J. Murrin (2000), Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. 3rd ed. New York: Wiley.

16. Damodaran, A. (2010), “Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Assets”, 3rd Edition, John Wiley and Sons Ltd, Usa.
17. Dickerson B., Camprey B. and Brigham, E., (1995). Introduction to Financial management. The Dryden press, Harcourt Brace & Co., Orlando, USA., 4th edition
18. Downey W. & Trocke K. (1981), “Agribusiness management”, International Student Edition, Mc Graw-Hill Kogakusha, Ltd
19. Fernandez P., (2002), “Valuation Methods and Shareholder Value Creation”, Academic Press
20. Fernández, P. (2019), “Company Valuation Methods”, IESE Business School, University of Navarra
21. GropPELLI A. A. & NIKBAKHT E. (2007), “Χρηματοοικονομική”, 3η Έκδοση, Αθήνα, Εκδόσεις Κλειδάριθμος
22. Maczynska, E. (2005), “Valuation of Companies”, The Association of Accountants in Poland: Warsaw, Poland
23. Mandl, G. & Rabel, K. (1997): Unternehmensbewertung. Wien, Frankfurt, UEBERREUTER
24. Miciula, I, Kadlubeck, M & Stepien, P. (2020), “Modern Methods of Business Valuation – Case Study and New Concepts”, MDPI
25. Miles, R.C. (1984), Basis Business Appraisal; John Wiley & Sons: New York, NY, USA, ISBN 978-047188559
26. Modesti, P. (2007), “EVA and NPV: Some Comparative Remarks”, Faculty of Economics, University of Parma
27. Mohnen, P. & Hall, B, (2013), H. Innovation and productivity: An update. Eurasian Bus. Rev.
28. Nita, B. (2007), “Methods of Measurement and Development of Enterprises”; Polish Economic Publishing House: Warsaw, Poland, ISBN 978-83-7655-632-8.
29. Ngo, L.V., (2013), A. “Innovation and business success: The mediating role of customer participation”, O’cass, , J. Bus. Res. 2013
30. Penson, J. & Lins D. (1980), “Agricultural Finance” Prntice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, New Jersey.

31. Petit, B. & Ferris, K. (2013), “Valuation for Mergers And Acquisitions”, 2η επιμ., New Jersey: Pearson Education, Inc.
32. Poborsky F. (2015), “Fundamentals of the Liquidation Method of Business Valuation”, ACFA
33. Snodgrass M & Wallace L. (1980), “Agriculture, Economics and Resource Management”. Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, New Jersey, 2nd edition
34. Stryjakiewicz, T.; Meczynski, M. & Stachowiak, K., (2014), “Role of creative industries in the post-socialist urban transformation”, Quaest. Geogr.
35. Yli-Olli P., and Virtanen I., (1989). On the long-term stability and cross-country invariance of financial ratio pattern's. European Journal of Operational Research 3911
36. Weston J. & Brigham E. (1997), “Βασικές Αρχές της Χρηματοοικονομικής Διαχείρισης και Πολιτικής”, Τόμος Α, Ελληνική Μετάφραση Εκδόσεις Παπαζήση
37. Wollny, C. (2010): Der objektivierte Unternehmenswert. Herne, NWB, 2010.
38. Zabarankin M, Pavlikov K. & Uryasev S. (2013), “Capital Asset Pricing Model (CAPM) with drawdown measure”
39. 2020 Οικονομικές Διαστάσεις 2020.pdf.downloadasset.pdf
40. <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/hicp/html/index.el.html>
41. <https://gr.coca-colahellenic.com/gr/about-us/our-vision,-strategy-and-purpose>
42. <https://gr.coca-colahellenic.com/gr/about-us/history>

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ



Ετήσια Έκθεση 2018
Coca-Cola 3E Ελλάδα Α.Β.Ε.Ε.

Ισολογισμός

	Σημείωση	Την 31 Δεκεμβρίου	
		2018 € εκατ.	2017 € εκατ.
Ενεργητικό			
Άυλα περιουσιακά στοιχεία.....	3	7,5	7,5
Ενσώματα πάγια στοιχεία.....	4	129,2	129,8
Λοιπά χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία	5	0,1	0,1
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις.....	7	15,4	23,3
Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία.....	8	2,1	3,0
Σύνολο μη κυκλοφορούντων περιουσιακών.....		154,3	163,7
Αποθέματα.....	9	26,5	25,6
Εμπορικές απαιτήσεις.....	10	78,2	72,0
Λοιπές απαιτήσεις.....	11	29,5	24,4
Χρηματικά διαθέσιμα.....	12	16,0	20,6
Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων.....		150,2	142,6
Σύνολο ενεργητικού.....		304,5	306,3
Υποχρεώσεις			
Εμπορικές και λοιπές υποχρεώσεις.....	13	92,7	106,1
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.....		92,7	106,1
Μακροπρόθεσμα δάνεια από συνδεδεμένες εταιρείες.....	14	53,6	53,6
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις.....	15	18,0	17,5
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων.....		71,6	71,1
Σύνολο υποχρεώσεων.....		164,3	177,2
Ίδια κεφάλαια			
Μετοχικό κεφάλαιο.....	16	41,2	41,2
Αποθεματικό υπέρ το άρτιο.....	16	61,5	61,5
Λοιπά αποθεματικά.....	17	163,2	164,1
Αποτελέσματα εις νέον.....		(125,7)	(137,7)
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων.....		140,2	129,1
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων.....		304,5	306,3

Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης

	Σημείωση	Για τη χρήση που έληξε την 31 Δεκεμβρίου	
		2018 € εκατ.	2017 € εκατ.
Καθαρές πωλήσεις.....		480,7	456,9
Κόστος πωληθέντων.....		(334,2)	(315,4)
Μεικτά κέρδη.....		146,5	141,5
Λειτουργικά έξοδα.....	18	(127,0)	(126,0)
Έξοδα αναδιάρθρωσης.....	19	(0,7)	(0,6)
Λειτουργικά κέρδη.....		18,8	14,9
Καθαρά χρηματοοικονομικά έξοδα.....	20	(2,4)	(2,4)
Κέρδη προ φόρων.....		16,4	12,5
Φόροι	21	(4,7)	(8,3)
Κέρδη μετά φόρων.....		11,7	4,2

Ισολογισμός

	Σημείωση	Την 31 Δεκεμβρίου	
		2019 € εκατ.	2018 € εκατ.
Ενεργητικό			
Άυλα περιουσιακά στοιχεία.....	3	7,5	7,5
Ενσώματα πάγια στοιχεία.....	4	130,8	129,2
Λοιπά χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία	5	0,1	0,1
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις.....	7	23,7	15,4
Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία.....	8	2,4	2,1
Σύνολο μη κυκλοφορούντων περιουσιακών.....		164,5	154,3
Αποθέματα.....	9	27,3	26,5
Εμπορικές απαιτήσεις.....	10	68,4	78,2
Λοιπές απαιτήσεις.....	11	17,2	29,5
Χρηματικά διαθέσιμα.....	12	26,9	16,0
Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων.....		139,8	150,2
Σύνολο ενεργητικού.....		304,3	304,5
Υποχρεώσεις			
Εμπορικές και λοιπές υποχρεώσεις.....	13	80,5	92,7
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις από μισθώσεις*.....	16	1,6	0,0
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.....		82,1	92,7
Μακροπρόθεσμα δάνεια από συνδεδεμένες εταιρείες.....	14	45,6	53,6
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις.....	15	20,8	18,0
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις από μισθώσεις.....	16	3,1	0,0
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων.....		69,5	71,6
Σύνολο υποχρεώσεων.....		151,6	164,3
Ίδια κεφάλαια			
Μετοχικό κεφάλαιο.....	17	41,2	41,2
Αποθεματικό υπέρ το άρτιο.....	17	61,5	61,5
Λοιπά αποθεματικά.....	18	163,6	163,2
Αποτελέσματα εις νέον.....		(113,6)	(125,7)
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων.....		152,7	140,2
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων.....		304,3	304,5

Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης

Σημείωση	Για τη χρήση που έληξε την 31 Δεκεμβρίου	
	2019 € εκατ.	2018 € εκατ.
Καθαρές πωλήσεις.....	475,0	480,7
Κόστος πωληθέντων.....	(325,5)	(334,2)
Μεικτά κέρδη.....	149,5	146,5
Λειτουργικά έξοδα.....	19 (127,9)	(127,0)
Έξοδα αναδιάρθρωσης.....	20 (0,2)	(0,7)
Λειτουργικά κέρδη.....	21,4	18,8
Καθαρά χρηματοοικονομικά έξοδα.....	21 (2,5)	(2,4)
Κέρδη προ φόρων.....	18,9	16,4
Φόροι	22 (4,8)	(4,7)
Κέρδη μετά φόρων.....	14,1	11,7

Ισολογισμός

Σημείωση	Την 31 Δεκεμβρίου		
	2020 € εκατ.	2019 € εκατ.	
Ενεργητικό			
Άυλα περιουσιακά στοιχεία.....	3	7,5	7,5
Ενσώματα πάγια στοιχεία.....	4	124,7	130,8
Λοιπά χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία	5	0,1	0,1
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις.....	7	18,8	23,7
Δάνεια και λοιπές απαιτήσεις.....	26	4,0	0,0
Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία.....	8	1,4	2,4
Σύνολο μη κυκλοφορούντων περιουσιακών.....		156,4	164,5
Αποθέματα.....	9	25,6	27,3
Εμπορικές απαιτήσεις.....	10	36,5	68,4
Λοιπές απαιτήσεις.....	11	15,3	17,2
Χρηματικά διαθέσιμα.....	12	19,6	26,9
Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων.....		97,1	139,8
Σύνολο ενεργητικού.....		253,5	304,3
Υποχρεώσεις			
Εμπορικές και λοιπές υποχρεώσεις.....	13	73,7	80,5
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις από μισθώσεις.....	16	1,6	1,6
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.....		75,3	82,1
Μακροπρόθεσμα δάνεια από συνδεδεμένες εταιρείες.....	14	—	45,6
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις.....	15	23,4	20,8
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις από μισθώσεις.....	16	1,6	3,1
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων.....		25,0	69,5
Σύνολο υποχρεώσεων.....		100,3	151,6
Ίδια κεφάλαια			
Μετοχικό κεφάλαιο.....	17	41,2	41,2
Αποθεματικό υπέρ το άρτιο.....	17	61,5	61,5
Λοιπά αποθεματικά.....	18	163,8	163,6
Αποτελέσματα εις νέον.....		(113,3)	(113,6)
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων.....		153,2	152,7
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων.....		253,5	304,3

Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης

	Σημείωση	Για τη χρήση που έληξε την 31 Δεκεμβρίου	
		2020 € εκατ.	2019 € εκατ.
Καθαρές πωλήσεις.....		400,6	475,0
Κόστος πωληθέντων.....		(267,4)	(325,5)
Μεικτά κέρδη.....		133,2	149,5
Λειτουργικά έξοδα.....	19	(110,2)	(127,9)
Έξοδα αναδιάρθρωσης.....	20	(2,0)	(0,2)
Λειτουργικά κέρδη.....		21,0	21,4
Καθαρά χρηματοοικονομικά έξοδα.....	21	(1,5)	(2,5)
Κέρδη προ φόρων.....		19,5	18,9
Φόροι	22	(16,6)	(4,8)
Κέρδη μετά φόρων.....		2,9	14,1