



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

Διπλωματική Εργασία

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΜΕΛΕΤΗ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΤΗΣ
ΑΛΕΥΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ

της

ΠΑΠΑΕΥΓΕΝΙΑΔΟΥ ΜΑΓΔΑΛΗΝΗΣ

Επιβλέπων Καθηγητής: Νούλας Αθανάσιος

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

Φεβρουάριος 2022

Ευχαριστίες

Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον Καθηγητή του τμήματος Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής και επιβλέποντα καθηγητή μου, κύριο Νούλα Αθανάσιο, ο οποίος αναθέτοντάς μου το συγκεκριμένο θέμα, μου έδωσε την ευκαιρία να ασχοληθώ με ένα εξαιρετικά ενδιαφέρον αντικείμενο. Επιπλέον, καθ' όλη τη διάρκεια εκπόνησης της συγκεκριμένης εργασίας, μου παρείχε πολύτιμη βοήθεια και καθοδήγηση απαντώντας άμεσα σε όλα τα ερωτήματα και τις απορίες μου.

Επίσης, θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένειά μου για την υπομονή και την αμέριστη ηθική τους υποστήριξη καθ' όλη τη διάρκεια της φοίτησής μου.

Abstract

This thesis attempts to develop both a theoretical and an empirical approach to the field of valuation. For this reason, it is divided into two parts:

The first part of the thesis tries to clarify the concept of value and the factors that affect it, as well as to present the truths and misinterpretations that exist around the subject of valuation. Also, the purposes of the valuation are examined, as well as the interested parties, so that the reader obtains a more complete view of the topic. Finally, the main methods of valuation are presented, based on modern bibliography, and also the application steps, the suitability, the advantages and disadvantages of each one are analyzed.

The second part of the thesis concerns the empirical study of valuation for three companies in the Greek flour industry. After a brief report on the industry sector, a presentation of the three companies is given (history, field of activity, shareholding structure), together with their financial data for the years 2015-2020, including calculation and comparison of their financial indicators. The value of the first two companies is then estimated using the Discounted Free Cash Flow to Firm (DCF) method. As for the third company of the study, taking into consideration its financial situation, it becomes clear that there is no need to estimate its value. Finally, after completing the valuation of the two companies, a number of questions arise, regarding the efficiency of the process, which we attempt to answer in the last chapter. In conclusion, additional suggestions are made concerning a most effective application of this valuation method.

Περίληψη

Η παρούσα διπλωματική εργασία επιχειρεί να αναπτύξει τόσο μία θεωρητική, όσο και μία εμπειρική προσέγγιση του πεδίου της αποτίμησης. Για το λόγο αυτό και χωρίζεται σε δύο μέρη:

Το πρώτο μέρος της εργασίας προσπαθεί να αποσαφηνίσει την έννοια της αξίας και ποιοι παράγοντες την επηρεάζουν, όπως επίσης να παρουσιάσει τις αλήθειες και τις παρερμηνείες που υπάρχουν γύρω από το θέμα της αποτίμησης. Επίσης, εξετάζονται οι σκοποί της αποτίμησης, καθώς και τα ενδιαφερόμενα μέρη, ώστε ο αναγνώστης να αποκτήσει μία πιο ολοκληρωμένη εικόνα. Τέλος, παρουσιάζονται οι βασικότερες μέθοδοι αποτίμησης της βιβλιογραφίας και αναλύονται τα βήματα εφαρμογής, η καταλληλότητα, τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα της καθεμίας από αυτές.

Το δεύτερο μέρος της εργασίας αφορά την εμπειρική μελέτη εκτίμησης της αξίας, διενεργώντας αποτίμηση σε τρεις επιχειρήσεις του κλάδου της αλευροβιομηχανίας. Μετά από μία σύντομη αναφορά στον κλάδο, γίνεται μία παρουσίαση των τριών επιχειρήσεων (ιστορικό, πεδίο δραστηριότητας, μετοχική σύνθεση), καθώς και των οικονομικών τους στοιχείων για τα έτη 2015-2020, με υπολογισμό αριθμοδεικτών και μεταξύ τους σύγκριση. Κατόπιν παρατίθεται η εκτίμηση της αξίας των δύο από τις τρεις επιχειρήσεις χρησιμοποιώντας τη μέθοδο των Προεξοφλημένων Ελεύθερων Ταμειακών Ροών στην Επιχείρηση (DCF). Για την τρίτη επιχείρηση, όπως θα δούμε λαμβάνοντας υπ' όψιν την οικονομική της ανάλυση, γίνεται σαφές ότι δεν υφίσταται ανάγκη εκτίμησης της αξίας της. Συμπερασματικά, από την εκτίμηση της αξίας των δύο επιχειρήσεων, προκύπτουν ορισμένα ερωτήματα σχετικά με το αποτέλεσμα της διαδικασίας, τα οποία επιχειρούμε να απαντήσουμε στο τελευταίο κεφάλαιο και ταυτόχρονα θέτουμε κάποιες προτάσεις σχετικά με την αποτελεσματικότερη εφαρμογή της μεθόδου αποτίμησης που χρησιμοποιήθηκε.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Ευχαριστίες	ii
Abstract	iii
Περίληψη	iv
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ	viii
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΓΡΑΦΗΜΑΤΩΝ	ix
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ	1
1.1 Η Αποτίμηση	1
1.2 Αντικειμενικός Σκοπός της Εργασίας	2
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ	4
2.1 Έννοια της Αξίας – Αξία της Επιχείρησης	4
2.2 Ενδιαφερόμενα Μέρη	5
2.3 Πεδία Εφαρμογής και Αντικειμενικοί Σκοποί Αποτίμησης	6
2.4 Ερωτήματα και Προβληματισμοί Κατά την Αποτίμηση	7
2.5 Μύθοι και Αλήθειες Σχετικά με την Αποτίμηση	9
2.5.1 Μύθοι Σχετικά με την Αποτίμηση	9
2.5.2 Αλήθειες Σχετικά με την Αποτίμηση	11
2.6 Διαδικασία Αποτίμησης	12
2.7 Επισκόπηση των Μεθόδων Αποτίμησης	12
2.7.1 Μέθοδος της Αναμορφωμένης Καθαρής Περιουσιακής Θέσης	13
2.7.2 Μέθοδος της Προεξόφλησης των Ταμειακών Ροών	13
2.7.3 Μέθοδος της Υπερπροσόδου	13
2.7.4 Μέθοδος της Προστιθέμενης Οικονομικής Αξίας	14
2.7.5 Μέθοδος των Κεφαλαιοποιημένων Οργανικών Κερδών	14
2.7.6 Χρηματιστηριακές Μέθοδοι	14
2.7.7 Μέθοδος της Συγκριτικής Ανάλυσης Εισηγμένων Εταιριών και Χρήσης Δεικτών Κεφαλαιαγοράς	15
2.8 Κόστος Κεφαλαίου	15
2.8.1 Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων	16
2.8.2 Κόστος Ξένων Κεφαλαίων	17
2.8.3 Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (Weighted Average Cost of Capital - WACC)	18
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ΜΕΘΟΔΟΙ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ ΑΞΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ	20
3.1 Η Μέθοδος της Αναμορφωμένης Καθαρής Περιουσιακής Θέσης	20
3.1.1 Εφαρμογή της Μεθόδου	21

3.1.2 Περίπτωση Επιχείρησης υπό Εκκαθάριση.....	22
3.1.3 Πλεονεκτήματα της Μεθόδου.....	22
3.1.4 Μειονεκτήματα της Μεθόδου.....	22
3.1.5 Καταλληλότητα της Μεθόδου.....	23
3.2 Η Μέθοδος της Προεξόφλησης των Ταμειακών Ροών.....	23
3.2.1 Η Κατάσταση Ταμειακών Ροών.....	23
3.2.2 Εφαρμογή της Μεθόδου.....	24
3.3 Η Μέθοδος της Υπερπροσόδου.....	28
3.3.1 Εφαρμογή της Μεθόδου.....	28
3.4 Η Μέθοδος της Προστιθέμενης Οικονομικής Αξίας.....	29
3.4.1 Εφαρμογή της Μεθόδου.....	30
3.4.2 Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα της Μεθόδου.....	31
3.5 Η Μέθοδος των Κεφαλαιοποιημένων Οργανικών Κερδών.....	31
3.5.1 Εφαρμογή της Μεθόδου.....	32
3.5.2 Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα.....	32
3.6 Χρηματιστηριακές Μέθοδοι.....	33
3.6.1 Η Μέθοδος της Χρηματιστηριακής Τιμής.....	33
3.6.1.1 Εφαρμογή της Μεθόδου.....	34
3.6.2 Η Μέθοδος της Προεξόφλησης των Μελλοντικών Μερισμάτων.....	34
3.6.2.1 Εφαρμογή της Μεθόδου.....	35
3.6.3 Η Μέθοδος των Πολλαπλασιαστών.....	36
3.6.3.1. Εφαρμογή της Μεθόδου.....	36
3.6.3.2 Ομοειδείς Επιχειρήσεις.....	37
3.6.3.3 Σημαντικότεροι Πολλαπλασιαστές Αποτίμησης Επιχειρήσεων.....	37
3.6.3.4 Σωστή Χρήση των Πολλαπλασιαστών.....	39
3.6.4 Η Μέθοδος της Συνολικής Απόδοσης Μετόχου (Total Return to Shareholder - TRS)	40
3.6.5 Η Μέθοδος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.....	41
3.6.6 Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα των Χρηματιστηριακών Μεθόδων.....	41
3.7 Η Μέθοδος της Συγκριτικής Ανάλυσης Εισηγμένων Εταιριών και Χρήσης Δεικτών Κεφαλαιαγοράς.....	42
3.7.1 Εφαρμογή της Μεθόδου.....	42
3.7.2 Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα.....	43
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΠΡΟΣ ΜΕΛΕΤΗ.....	44

4.1 Ο Κλάδος της Αλευροβιομηχανίας	44
4.2 Η Εταιρία «Μύλοι Λούλη Α.Ε.».....	45
4.2.1 Ιστορική Αναδρομή.....	45
4.2.2 Μετοχική Σύνθεση – Πορεία Μετοχής	47
4.2.3 Θυγατρικές Εταιρίες – Όμιλος Λούλη	48
4.2.4 Δραστηριότητα – Προϊόντα	49
4.2.5 Οικονομική Επισκόπηση των Τελευταίων Ετών	50
4.3 Η Εταιρία «Μύλοι Κεπενού Α.Β.Ε.Ε.».....	56
4.3.1 Ιστορική Αναδρομή.....	56
4.3.2 Μετοχική Σύνθεση – Πορεία Μετοχής	57
4.3.3 Δραστηριότητα – Προϊόντα	57
4.3.4 Οικονομική Επισκόπηση των Τελευταίων Ετών	58
4.4 Η Εταιρία «Κυλινδρόμυλοι Κ. Σαραντόπουλος Α.Ε.»	64
4.4.1 Ιστορική Αναδρομή.....	64
4.4.2 Μετοχική Σύνθεση – Πορεία Μετοχής	64
4.4.3 Θυγατρικές Εταιρίες.....	65
4.4.4 Δραστηριότητα – Προϊόντα	65
4.4.5 Οικονομική Επισκόπηση των Τελευταίων Ετών	66
4.5 Σύγκριση Οικονομικών Στοιχείων των Τριών Εταιριών	72
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΑΞΙΑΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ	77
5.1 Εκτίμηση Αξίας της Εταιρίας «Μύλοι Λούλη Α.Ε.».....	79
5.2 Εκτίμηση Αξίας της Εταιρίας «Μύλοι Κεπενού Α.Β.Ε.Ε.»	83
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ, ΣΧΟΛΙΑ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ.....	88
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	91

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 4.1	Στοιχεία εισαγωγών-εξαγωγών της περιόδου 2016/2017 (ICAP: κλαδική μελέτη αλευροβιομηχανίας 2019)	45
Πίνακας 4.2	Καταστάσεις Οικονομικής Θέσης Ετών 2015-2020 (στοιχεία από https://www.loulismills.gr/)	51
Πίνακας 4.3	Καταστάσεις Συνολικών Εσόδων Ετών 2015-2020 (στοιχεία από https://www.loulismills.gr/)	52
Πίνακας 4.4	Καταστάσεις Ταμειακών Ροών Ετών 2015-2020 (στοιχεία από https://www.loulismills.gr/)	53
Πίνακας 4.5	Αριθμοδείκτες Ετών 2015-2020 (εκτιμήσεις της συγγραφέως με στοιχεία από https://www.loulismills.gr/)	55
Πίνακας 4.6	Καταστάσεις Χρηματοοικονομικής Θέσης Ετών 2015-2020 (στοιχεία από https://kerenos.gr/el/)	59
Πίνακας 4.7	Καταστάσεις Συνολικών Εσόδων Ετών 2015-2020 (στοιχεία από https://kerenos.gr/el/)	60
Πίνακας 4.8	Καταστάσεις Ταμειακών Ροών ετών 2015-2020 (στοιχεία από https://kerenos.gr/el/)	61
Πίνακας 4.9	Αριθμοδείκτες Ετών 2015-2020 "Μύλοι Κεπενού Α.Β.Ε.Ε." (εκτιμήσεις της συγγραφέως με στοιχεία από https://kerenos.gr/el/)	63
Πίνακας 4.10	Καταστάσεις Χρηματοοικονομικής Θέσης Ετών 2015-2020 "Κυλινδρόμυλοι Κ.Σαραντόπουλος Α.Ε." (στοιχεία από https://ksarantopoulos.gr/)	67
Πίνακας 4.11	Καταστάσεις Συνολικών Εσόδων Ετών 2015-2020 "Κυλινδρόμυλοι Κ.Σαραντόπουλος Α.Ε." (στοιχεία από https://ksarantopoulos.gr/)	68
Πίνακας 4.12	Καταστάσεις Ταμειακών Ροών Ετών 2015-2020 "Κυλινδρόμυλοι Κ.Σαραντόπουλος Α.Ε.", Άμεση μέθοδος (στοιχεία από https://ksarantopoulos.gr/)	69
Πίνακας 4.13	Αριθμοδείκτες ετών 2015-2020 "Κυλινδρόμυλοι Κ. Σαραντόπουλος Α.Ε." (εκτιμήσεις της συγγραφέως με στοιχεία από https://ksarantopoulos.gr/)	71
Πίνακας 4.14	Μέσοι όροι Αριθμοδεικτών ετών 2015-2020 των τριών επιχειρήσεων (εκτιμήσεις της συγγραφέως)	73
Πίνακας 5.1	Οικονομικοί δείκτες πενταετίας 2015-2019, Μύλοι Λούλη Α.Ε. (https://www.loulismills.gr/ και εκτιμήσεις της συγγραφέως)	79
Πίνακας 5.2	Πρόβλεψη μεγεθών πενταετίας 2020-2024, Μύλοι Λούλη Α.Ε. (εκτιμήσεις της συγγραφέως)	80
Πίνακας 5.3	Κόστος ξένων κεφαλαίων, Μύλοι Λούλη Α.Ε. (https://www.loulismills.gr/ και εκτιμήσεις της συγγραφέως)	81
Πίνακας 5.4	Δεδομένα υπολογισμού μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC) (https://www.loulismills.gr/ και εκτιμήσεις της συγγραφέως)	81
Πίνακας 5.5	Δεδομένα υπολογισμού ανάπτυξης g (https://www.loulismills.gr/ και εκτιμήσεις της συγγραφέως)	82
Πίνακας 5.6	Δεδομένα υπολογισμού πραγματικής αξίας μετοχής Μύλοι Λούλη Α.Ε. (εκτιμήσεις της συγγραφέως)	83
Πίνακας 5.7	Οικονομικοί δείκτες πενταετίας 2015-2019, Μύλοι Κεπενού Α.Β.Ε.Ε. (https://kerenos.gr και εκτιμήσεις της συγγραφέως)	83

Πίνακας 5.8	Πρόβλεψη μεγεθών πενταετίας 2020-2024, Μύλοι Κεπενού Α.Β.Ε.Ε. (εκτιμήσεις της συγγραφέως)	84
Πίνακας 5.9	Δεδομένα υπολογισμού ρυθμού ανάπτυξης g (https://kerenos.gr και εκτιμήσεις της συγγραφέως)	85
Πίνακας 5.10	Δεδομένα υπολογισμού απόδοσης μερισμάτων (https://kerenos.gr και εκτιμήσεις της συγγραφέως)	86
Πίνακας 5.11	Κόστος ξένων κεφαλαίων, Μύλοι Κεπενού Α.Β.Ε.Ε. (https://kerenos.gr και εκτιμήσεις της συγγραφέως)	86
Πίνακας 5.12	Δεδομένα υπολογισμού μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC), Μύλοι Κεπενού Α.Β.Ε.Ε. (https://kerenos.gr και εκτιμήσεις της συγγραφέως)	86
Πίνακας 5.13	Δεδομένα υπολογισμού πραγματικής αξίας μετοχής Μύλοι Κεπενού Α.Β.Ε.Ε. (εκτιμήσεις της συγγραφέως)	87

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΓΡΑΦΗΜΑΤΩΝ

Γράφημα 4.1	Διάγραμμα τιμών μετοχής «Μύλοι Λούλη Α.Ε.» 01/01/2017-31/12/2021 (πηγή: https://www.capital.gr/)	48
Γράφημα 4.2	Διάγραμμα τιμών μετοχής «Μύλοι Κεπενού Α.Β.Ε.Ε.» 01/01/2017-31/12/2021 (πηγή: https://www.capital.gr/)	57
Γράφημα 4.3	Διάγραμμα τιμών μετοχής «Κυλινδρόμυλοι Κ. Σαραντόπουλος Α.Ε.» 01/01/2017-31/12/2021 (πηγή: https://www.capital.gr/)	65

1^ο ΜΕΡΟΣ

ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1 Η Αποτίμηση

Η αποτίμηση μιας επιχείρησης, δηλαδή η εκτίμηση της τρέχουσας αξίας της, ίσως να θεωρείται από κάποιους μία δύσκολη και αφηρημένη διαδικασία. Η αλήθεια για την αποτίμηση είναι ότι πρόκειται για ένα πεδίο της Χρηματοοικονομικής, όπου ο κάθε αναλυτής μπορεί ελεύθερα να επιλέξει ανάμεσα σε διάφορες μεθόδους και παραλλαγές και, κάνοντας αρκετές υποθέσεις, να καταλήξει στο αποτέλεσμα της εκτίμησής του. Όσοι αναλυτές και να εκτιμήσουν την αξία της ίδιας επιχείρησης, τόσα διαφορετικά αποτελέσματα είναι πιθανό να προκύψουν από τις εκτιμήσεις τους. Ωστόσο, υπάρχουν κάποιες βασικές αρχές που πρέπει να ακολουθούνται σε κάθε αποτίμηση, ώστε το αποτέλεσμά της να καταστεί χρήσιμο στους ενδιαφερόμενους και όσο το δυνατόν πιο αντικειμενικό.

Όσον αφορά την εκτέλεση της διαδικασίας αποτίμησης, ο αναλυτής καλείται αρχικά να επιλέξει την καταλληλότερη μέθοδο, ώστε να προσεγγίσει όσο το δυνατόν περισσότερο την πραγματική αξία της επιχείρησης. Εύλογα τίθεται το ερώτημα ποια είναι η καταλληλότερη μέθοδος και με ποια κριτήρια επιλέγεται. Η απάντηση βέβαια δεν είναι απλή. Για την επιλογή της μεθόδου ο αναλυτής πρέπει αρχικά να μελετήσει την υπό εξέταση επιχείρηση, όχι μόνο τα θεμελιώδη μεγέθη της, αλλά και τα «ποιοτικά» χαρακτηριστικά της, ώστε να σχηματίσει μια ολοκληρωμένη εικόνα γι' αυτήν. Σημαντικό ρόλο στην επιλογή της μεθόδου παίζει επίσης και ο βαθμός διαθέσιμων πληροφοριών, καθώς και ο σκοπός της αποτίμησης.

Αλλά και αφού γίνει η επιλογή της μεθόδου, η δουλειά του αναλυτή δεν τελειώνει εδώ. Συνήθως το μεγαλύτερο μέρος της διαδικασίας αποτίμησης βασίζεται σε υποθέσεις και προβλέψεις που γίνονται από τον ίδιο. Εδώ λοιπόν ο αναλυτής καλείται να αξιολογήσει σωστά τα δεδομένα που έχει στη διάθεσή του και με βάση την προσωπική του κρίση να ορίσει τις παραμέτρους της μελέτης του. Εξίσου σημαντικό για την επιτυχία της αποτίμησης είναι ο αναλυτής να αποφύγει να επηρεαστεί θετικά ή αρνητικά απέναντι στην επιχείρηση.

Αυτό συνήθως συμβαίνει στις περιπτώσεις όπου ο αναλυτής έχει εκ των προτέρων μία σχηματισμένη εντύπωση για την επιχείρηση. Θα πρέπει λοιπόν να αποστασιοποιηθεί όσο το δυνατόν περισσότερο και να αντιμετωπίσει την περίπτωση σα να μην είχε λάβει μέχρι τότε οποιαδήποτε άλλη πληροφόρηση.

Ολοκληρώνοντας τη διαδικασία αποτίμησης και φτάνοντας στο τελικό συμπέρασμα, είναι κατ' αρχάς σημαντικό το αποτέλεσμά της να έχει χρησιμότητα για τα ενδιαφερόμενα μέρη, να τους δίνει δηλαδή επαρκή πληροφόρηση ώστε να πάρουν τις σωστές αποφάσεις. Όσον αφορά το στόχο της αποτίμησης, δηλαδή την εκτίμηση της πραγματικής αξίας μιας επιχείρησης, προφανώς και θεωρείται ότι αυτό έχει επιτευχθεί στο βαθμό που η διαδικασία έχει εκτελεστεί σωστά και με μεθοδικότητα. Ωστόσο, δε θα πρέπει να παραβλέπονται δύο γεγονότα: αφενός ότι το αποτέλεσμα της αποτίμησης βασίζεται σε υποθέσεις και υποκειμενικές εκτιμήσεις και αφετέρου ότι στο μεσοδιάστημα μέχρι την ολοκλήρωσή της τα δεδομένα της επιχείρησης και του περιβάλλοντός της αλλάζουν συνεχώς. Είναι βέβαιο λοιπόν ότι το αποτέλεσμα της αποτίμησης δε θα αντικατοπτρίζει επακριβώς την πραγματική αξία της επιχείρησης.

1.2 Αντικειμενικός Σκοπός της Εργασίας

Αντικειμενικός σκοπός της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι να παρουσιαστεί όσο το δυνατόν πληρέστερα τόσο το θεωρητικό, όσο και το πρακτικό μέρος του πεδίου της αποτίμησης, ώστε ο αναγνώστης να μπορέσει να γνωρίσει αρχικά τις σχετικές έννοιες, το σκοπό και τις μεθόδους της αποτίμησης, και κατόπιν την ίδια τη διαδικασία αποτίμησης μέσα από την πρακτική εφαρμογή της μεθόδου της προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών. Η μέθοδος αυτή, όπως θα εξηγηθεί και στα επόμενα κεφάλαια, βασίζεται στην πρόβλεψη των ταμειακών ροών που θα δημιουργηθούν από την επιχείρηση μέχρι και το πέρας της δραστηριότητάς της και ορίζει ως πραγματική αξία της επιχείρησης το σύνολο αυτών (δηλ. των ταμειακών ροών), προεξοφλημένο στο σήμερα.

Στο πρώτο μέρος της εργασίας αναλύεται η έννοια της αξίας και ποιοι είναι οι παράγοντες που την επηρεάζουν, ποια είναι τα ενδιαφερόμενα μέρη, ποια τα πεδία εφαρμογής και οι σκοποί μιας αποτίμησης, ποια ερωτήματα θα μπορούσαν να προκύψουν κατά την αποτίμηση, καθώς και οι μύθοι και οι αλήθειες γύρω από την αποτίμηση. Περαιτέρω, παρουσιάζονται οι κυριότερες μέθοδοι αποτίμησης που απαντώνται στη

σύγχρονη βιβλιογραφία και εξηγείται ο τρόπος εφαρμογής τους, τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματά τους.

Το δεύτερο μέρος της εργασίας παρουσιάζει την περίπτωση αποτίμησης επιχειρήσεων ενός κλάδου (αλευροβιομηχανία) χρησιμοποιώντας τη μέθοδο της προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών. Αρχικά γίνεται μία παρουσίαση τριών επιχειρήσεων, ώστε να γίνουν γνωστές πληροφορίες σχετικά με την ιστορία τους, το πεδίο δραστηριοτήτων τους και τέλος τα οικονομικά τους δεδομένα. Παρουσιάζονται επίσης και διάφοροι αριθμοδείκτες των επιχειρήσεων, ώστε να είναι δυνατή η αξιολόγηση της οικονομικής τους κατάστασης και η μεταξύ τους σύγκριση. Κατόπιν ακολουθεί η διαδικασία εκτίμησης της αξίας τους με τη συγκεκριμένη μέθοδο που αναφέραμε παραπάνω, όπου παρουσιάζονται τα βήματα της μεθόδου και εξηγείται ο τρόπος υπολογισμού σε καθένα από αυτά. Σε αυτό το σημείο θα δούμε ότι η διαδικασία της αποτίμησης δεν μπορεί να εφαρμοστεί όταν μία επιχείρηση δεν είναι σε θέση να παράγει θετικές ταμειακές ροές, με άλλα λόγια δεν έχει νόημα να εκτιμήσουμε την αξία μιας επιχείρησης με πολύ μικρές πιθανότητες συνέχισης της δραστηριότητάς της. Θα δούμε επίσης ότι ολοκληρώνοντας την εκτίμηση της αξίας των επιχειρήσεων προκύπτουν κάποιες εύλογες απορίες, στις οποίες επιχειρείται να δοθούν απαντήσεις και περαιτέρω να αποτελέσουν έρεισμα για τη μελλοντική βελτίωση της διαδικασίας αποτίμησης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

2.1 Έννοια της Αξίας – Αξία της Επιχείρησης

Η έννοια της αξίας μπορεί να οριστεί ως η τιμή που κάποιος είναι πρόθυμος να πληρώσει για ένα προϊόν, μία υπηρεσία, ένα περιουσιακό στοιχείο κλπ. Όλα τα οικονομικά αγαθά έχουν κάποια αξία, για να την προσδιορίσουμε όμως είναι σημαντικό να γνωρίζουμε τις πηγές δημιουργίας της. Όσον αφορά μία επιχείρηση, η αξία της θα λέγαμε ότι αποτιμάται σύμφωνα με τα αναμενόμενα κέρδη ή/και τις καθαρές ταμειακές ροές που η επιχείρηση μπορεί να παράγει σήμερα και στο μέλλον.

Ωστόσο, για τον προσδιορισμό της αξίας μιας επιχείρησης, ο αναλυτής θα πρέπει κατ' αρχάς να βασιστεί σε πραγματικά στοιχεία και ρεαλιστικές εκτιμήσεις και όχι στις προσδοκίες που τυχόν μπορεί να έχει για την πορεία της επιχείρησης. Η προσέγγισή του θα πρέπει να γίνει με προσοχή και λαμβάνοντας υπ' όψιν όλα τα επιμέρους στοιχεία. Τα στοιχεία αυτά δεν είναι αποκλειστικά και μόνο οικονομικοί παράγοντες. Πέραν αυτών, υπάρχουν και οι μη οικονομικοί παράγοντες, οι οποίοι δεν μπορούν να επιμετρηθούν, αλλά συμβάλλουν στη δημιουργία επιπλέον αξίας για την επιχείρηση. Τέτοιοι παράγοντες είναι τα προϊόντα της επιχείρησης, το ανθρώπινο δυναμικό, το management, τα άυλα στοιχεία, η φήμη και πελατεία, η τοποθεσία, η καινοτομία, η έρευνα και ανάπτυξη κλπ. Η δημιουργία αξίας βασίζεται στον κανόνα ότι η απόδοση μιας επένδυσης ή ενός κεφαλαίου είναι υψηλότερη από το αντίστοιχο κόστος. Για παράδειγμα, η σημερινή άνοδος της χρηματιστηριακής αξίας μιας μετοχής δεν είναι απόδειξη αύξησης της αξίας μιας επιχείρησης. Η εκτίμηση όμως ότι η επιχείρηση θα παράγει συνολικά θετική απόδοση για όλο το χρονικό ορίζοντα δραστηριότητάς της δημιουργεί αύξηση της αξίας της σήμερα. Μάλιστα η ύπαρξη μακροχρόνιου στρατηγικού πλάνου ενισχύει τη δημιουργία αξίας.

Υπάρχουν πραγματικά πολλές και διάφορες μέθοδοι για την αποτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης. Οι προσεγγίσεις όμως που χρησιμοποιούνται σε όλες είναι δύο: της εσωτερικής και της σχετικής αποτίμησης. Η εσωτερική αποτίμηση βασίζεται στις ταμειακές ροές που αναμένεται να παράγει η επιχείρηση σε όλο το χρονικό ορίζοντα δραστηριότητάς της. Η σχετική αποτίμηση βασίζεται στην τρέχουσα τιμή που αποτιμά η αγορά για παρόμοια αγαθά (επιχειρήσεις). Και οι δύο προσεγγίσεις είναι χρήσιμες, καθώς εξετάζουν το ίδιο ζήτημα με διαφορετική οπτική.

Ο χρόνος είναι ένας πολύ βασικός παράγοντας που σχετίζεται με την αξία. Για την αποτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης είναι ευνόητο ότι χρησιμοποιούνται τα πιο πρόσφατα οικονομικά στοιχεία, ωστόσο αυτά απεικονίζουν τα δεδομένα σε μία χρονική στιγμή. Ειδικά, εφόσον απαιτείται και κάποιο χρονικό διάστημα για την ολοκλήρωση της αποτίμησης, είναι λογικό ότι το αποτέλεσμα της πιθανόν να μην αντικατοπτρίζει 100% την πραγματική αξία της τη στιγμή εκείνη. Επομένως, το αποτέλεσμα μιας μελέτης αποτίμησης ισχύει θα λέγαμε για ορισμένο χρονικό διάστημα και όσο δεν υπάρχουν μεγάλες μεταβολές στο εσωτερικό και εξωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης. Παράγοντες, οι οποίοι επηρεάζουν ενεργά την αξία μιας επιχείρησης μέσα και έξω από αυτήν είναι αρχικά μακροοικονομικά μεγέθη, όπως ο πληθωρισμός, η ρευστότητα της αγοράς και τα επιτόκια, αλλά και εσωτερικοί παράγοντες, όπως η ικανότητα της διοίκησης, η αποτελεσματική διαχείριση και ο προγραμματισμός. Όπως αναφέραμε παραπάνω, επιχειρήσεις που δίνουν έμφαση στη μακροχρόνια ανάπτυξή τους και θέτουν μακροπρόθεσμους στόχους, συνήθως επιτυγχάνουν αύξηση της αξίας τους. Οι επιχειρήσεις αυτές τείνουν να έχουν μεγαλύτερη αποδοτικότητα και αποτελεσματικότητα, γιατί επενδύουν περισσότερο στην έρευνα και ανάπτυξη, στην καινοτομία, σε νέες παραγωγικές μεθόδους, σε πολιτικές φιλικές προς το περιβάλλον και προγράμματα βιωσιμότητας κλπ., με αποτέλεσμα αφενός να μειώνεται ο λεγόμενος μη συστημικός κίνδυνος (άρα και το προεξοφλητικό επιτόκιο), αφετέρου οι επιχειρήσεις αυτές να θεωρούνται περισσότερο αξιόπιστες και σταθερές.

2.2 Ενδιαφερόμενα Μέρη

Στο ερώτημα ποιους ενδιαφέρει η αξία μιας επιχείρησης, θεωρητικά θα μπορούσαμε να απαντήσουμε ότι για την αξία της επιχείρησης ενδιαφέρονται όλα τα μέρη που σχετίζονται με αυτήν και για διαφορετικούς λόγους το καθένα. Συνοπτικά, τα συνήθη ενδιαφερόμενα μέρη είναι οι μέτοχοι, η διοίκηση και το οικονομικό επιτελείο, οι τράπεζες, το δημόσιο (εφορία), οι ελεγκτές της, οι υποψήφιοι αγοραστές της, οι πελάτες και οι προμηθευτές. Το κάθε μέρος έχει διαφορετικές προσδοκίες και απαιτήσεις από την επιχείρηση. Ταυτόχρονα, δεν έχουν όλα τα μέρη την ίδια πρόσβαση σε πληροφόρηση σχετική με την επιχείρηση. Αφενός για αυτό το λόγο και αφετέρου γιατί έχουν διαφορετικό σκοπό, ο καθένας τους χρησιμοποιεί διαφορετικά εργαλεία αποτίμησης και εμβαθύνει περισσότερο ή λιγότερο στον ακριβή προσδιορισμό της αξίας της. Για παράδειγμα, ένας υποψήφιος αγοραστής σίγουρα θα αναλύσει διεξοδικά όλα τα οικονομικά και μη στοιχεία, θα κάνει έρευνα για να ανακαλύψει

όσο το δυνατόν περισσότερες νέες πληροφορίες και θα αφιερώσει πολύ περισσότερο χρόνο από άλλα ενδιαφερόμενα μέρη για την εύρεση της αξίας της επιχείρησης, καθώς το αποτέλεσμα της ανάλυσης θα καθορίσει εάν πρόκειται ή όχι για μία επένδυση που αξίζει.

2.3 Πεδία Εφαρμογής και Αντικειμενικοί Σκοποί Αποτίμησης

Η αποτίμηση επιχειρήσεων έχει ένα ευρύ φάσμα εφαρμογής. Τα κυριότερα πεδία εφαρμογής της είναι η διαχείριση χαρτοφυλακίου, οι εξαγορές και συγχωνεύσεις και η εταιρική οικονομική διαχείριση.

A. Διαχείριση χαρτοφυλακίου: Ο ρόλος της αποτίμησης στη διαχείριση χαρτοφυλακίου είναι σημαντικός για έναν επενδυτή, καθώς γίνεται εργαλείο λήψης αποφάσεων σχετικά με τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου του. Βέβαια, ο βαθμός στον οποίο ο επενδυτής θα χρησιμοποιήσει την αποτίμηση, αλλά και ποια προσέγγισή της θα επιλέξει, εξαρτάται από το χαρακτήρα του ως επενδυτή. Για παράδειγμα, για έναν επενδυτή που θέλει να κάνει επενδύσεις με μακροχρόνιο ορίζοντα, ο προσδιορισμός της αξίας μιας επιχείρησης τον βοηθάει να εντοπίσει εάν η μετοχή της είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη και να κινηθεί ανάλογα.

B. Εξαγορές και συγχωνεύσεις: Στις περιπτώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων, τόσο η εταιρία-αγοραστής, όσο και η εταιρία-πωλητής θέλουν να γνωρίζουν την πραγματική αξία της επιχείρησης που τίθεται υπό διαπραγμάτευση, ώστε να ορίσει η κάθε πλευρά το αποδεκτό εύρος τιμών για την πραγματοποίηση της συναλλαγής.

Γ. Εταιρική οικονομική διαχείριση: Όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, σκοπός της επιχείρησης είναι η αύξηση της αξίας της. Επομένως οι στρατηγικές αποφάσεις και οι οικονομικές πολιτικές που ακολουθεί η επιχείρηση θα πρέπει να συμβαδίζουν με αυτό το στόχο. Με άλλα λόγια, η επιχείρηση πρέπει να γνωρίζει ποιοι παράγοντες οδηγούν στην αύξηση της αξίας της ή ποιες ενέργειες την αποδυναμώνουν, ούτως ώστε να προωθήσει τους πρώτους και να τους εντάξει στη στρατηγική της, ή να αποφύγει τις δεύτερες, καθώς δεν προσφέρουν κάποιο όφελος.

Ο σκοπός της αποτίμησης λοιπόν είναι να μας δώσει μία εικόνα της συνολικής αξίας της επιχείρησης, αποτιμώντας την αξία της στο σήμερα και εκτιμώντας τις μελλοντικές της επιδόσεις. Σημαντικό ρόλο σε αυτό το κομμάτι παίζει τόσο η ανάλυση των οικονομικών στοιχείων της εταιρίας, όσο και η στρατηγική ανάλυση, η οποία εξετάζει το εξωτερικό και εσωτερικό της περιβάλλον.

2.4 Ερωτήματα και Προβληματισμοί Κατά την Αποτίμηση

Για να μπορέσει ο αναλυτής να προχωρήσει στη διαδικασία της αποτίμησης θα πρέπει κατ' αρχάς να είναι σε θέση:

- Να αναλύει τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης και να αξιολογεί τη σύσταση των ταμειακών της ροών.
- Να αποτιμήσει τα στοιχεία του Ισολογισμού της.
- Να εκτιμήσει τη μελλοντική της κατάσταση Αποτελεσμάτων, καθώς και τα μελλοντικά μεγέθη του Ισολογισμού της.
- Να υπολογίσει σωστά το συντελεστή προεξόφλησης (προεξοφλητικό επιτόκιο). Ως συντελεστής προεξόφλησης συνήθως χρησιμοποιείται το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου.

Ωστόσο, πριν και κατά τη διαδικασία της αποτίμησης προκύπτουν διάφορα ερωτήματα και προβληματισμοί, τα οποία ο αναλυτής καλείται να απαντήσει προκειμένου να φτάσει στο σωστό αποτέλεσμα. Κάποιοι βασικοί προβληματισμοί που μπορούμε να σχολιάσουμε είναι οι παρακάτω:

1. Κατά πόσον ο μελετητής μπορεί να στηριχθεί στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις της εταιρίας για τη διεκπεραίωση της αποτίμησης και αν μπορεί να έχει εμπιστοσύνη ότι οι πληροφορίες που δημοσιεύονται είναι ακριβείς:

Σύμφωνα με τους κανόνες της λογιστικής, οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις μιας επιχείρησης πρέπει να απεικονίζουν τα οικονομικά γεγονότα με σωστό και αντικειμενικό τρόπο. Δεν είναι όμως λίγες οι φορές που έχουν έρθει στη δημοσιότητα ιδιαίτερα σοβαρές περιπτώσεις αλλοίωσής τους με σκοπό συνήθως την ωφέλεια των διοικητικών στελεχών, είτε το άμεσο κέρδος, είτε την αύξηση της φήμης της εταιρίας. Στην καθημερινότητα η πρακτική της λεγόμενης «δημιουργικής λογιστικής» μπορεί να υφίσταται έστω και σε μικρό βαθμό σε πολλές επιχειρήσεις. Παρότι βέβαια τα λογιστικά πρότυπα που ακολουθούνται από τις επιχειρήσεις εξελίσσονται και εμπλουτίζονται με όλο και περισσότερες τυποποιήσεις, ο μελετητής θα πρέπει πάντα να εξετάζει οποιαδήποτε οικονομική κατάσταση με κριτική σκέψη και πάντα συνδυαστικά με άλλες διαθέσιμες καταστάσεις. Επιπλέον, πολύ χρήσιμα στη μελέτη είναι τόσο το προσάρτημα, όσο και η Έκθεση Διαχείρισης, μέσα από τα οποία μπορεί να πληροφορηθεί διάφορα γεγονότα, που βοηθούν στην κατανόηση και ερμηνεία των οικονομικών στοιχείων. Επίσης, ειδικά σε μεγάλες εταιρίες, υφίσταται τόσο ο

εσωτερικός έλεγχος (από το αρμόδιο τμήμα), όσο και ο εξωτερικός έλεγχος που διενεργείται από ορκωτούς ελεγκτές. Το γεγονός αυτό διασφαλίζει σε μεγάλο βαθμό ότι έχουν τηρηθεί οι κανόνες σύνταξης των οικονομικών καταστάσεων και ότι έχουν εξαλειφθεί ενδεχόμενες παρατυπίες.

2. Εάν υπάρχει κάποια κοινώς αποδεκτή μεθοδολογία και ποιο στοιχείο παίζει τον πιο σημαντικό ρόλο κατά την αποτίμηση.

Εδώ εξαρτάται ποιο είναι το ενδιαφερόμενο μέρος για την αξία της επιχείρησης. Για παράδειγμα ένας προμηθευτής με έναν υποψήφιο αγοραστή δεν έχουν την ίδια οπτική απέναντι στην επιχείρηση και ούτε βασίζονται στα ίδια οικονομικά στοιχεία. Ο προμηθευτής ενδιαφέρεται κυρίως για τη φερεγγυότητα και τη σταθερότητα του πελάτη του, ενώ ο υποψήφιος αγοραστής θέλει να προσδιορίσει ένα δίκαιο τίμημα για την εξαγορά της. Σαφέστατα και ο δεύτερος θα ερευνήσει σε βάθος και θα αφιερώσει πολύ περισσότερο χρόνο για να καταλήξει με όσο το δυνατόν μεγαλύτερη ακρίβεια στην πραγματική αξία της επιχείρησης. Ο προμηθευτής δεν το έχει ανάγκη αυτό. Επομένως θα ακολουθήσουν διαφορετική μεθοδολογία και θα δώσουν διαφορετική βαρύτητα στα δεδομένα που διαθέτουν.

3. Πόση βαρύτητα έχει η σημερινή αξία της επιχείρησης και πόσο σημαντικό ρόλο παίζει η μελλοντική της εξέλιξη.

Αρχικά, μπορούμε να πούμε ότι ο βαθμός στον οποίο θα επηρεάσει το αποτέλεσμα της αποτίμησης η παρούσα ή η μελλοντική αξία της επιχείρησης εξαρτάται από τη μέθοδο που θα χρησιμοποιήσουμε. Υπάρχουν μέθοδοι που στηρίζονται αποκλειστικά σε ιστορικά στοιχεία για τον υπολογισμό της αξίας της επιχείρησης. Ωστόσο, στο παραπάνω ερώτημα, εύλογα θα απαντήσουμε ότι έχουν πολύ μεγάλη σημασία οι προσδοκίες για το μέλλον της επιχείρησης, οι οποίες βασισμένες στις σημερινές διαθέσιμες πληροφορίες μεταφράζονται σε οικονομικές προβλέψεις. Μιλάμε για την ικανότητα δημιουργίας αξίας της επιχείρησης στο μέλλον, η οποία διαμορφώνει τη σημερινή της αξία. Κι εδώ όμως είναι σημαντικό να υπάρχει κάποιο στρατηγικό πλάνο και όχι να πρόκειται π.χ. για την αλματώδη ανάπτυξη ενός συγκεκριμένου κλάδου λόγω εξωτερικών συγκυριών.

Σε κάθε περίπτωση, ο μελετητής οφείλει κατ' αρχάς να παραμείνει ανεξάρτητος και αμερόληπτος και να εξετάσει όσο πιο αντικειμενικά μπορεί τις πληροφορίες που έχει στη διάθεσή του. Όσον αφορά τη μέθοδο αποτίμησης που θα επιλέξει, όποια και να είναι αυτή, θα οδηγηθεί σε πιο ασφαλή συμπεράσματα εφόσον χρησιμοποιήσει παράλληλα και κάποια δευτερεύουσα μέθοδο, ως μέτρο επαλήθευσης των αποτελεσμάτων του.

2.5 Μύθοι και Αλήθειες Σχετικά με την Αποτίμηση

Αναλύοντας την έννοια της Αξίας και της Αποτίμησης, δε θα έπρεπε να παραλείψουμε να αναφερθούμε σε κάποιους μύθους που έχουν αναπτυχθεί γύρω από την αποτίμηση, καθώς και σε διαπιστώσεις (αλήθειες) που έχουν γίνει από ειδικούς πάνω στο συγκεκριμένο ζήτημα. Ο καθηγητής οικονομικών στη σχολή Stern του Πανεπιστημίου της Νέας Υόρκης και συγγραφέας Aswath Damodaran, ειδικός σε θέματα αποτίμησης, τους περιγράφει στα βιβλία του “Investment Valuation” και “The Little Book of Valuation”.

2.5.1 Μύθοι Σχετικά με την Αποτίμηση

1. Δεδομένου ότι τα μοντέλα αποτίμησης είναι ποσοτικά, η αποτίμηση είναι αντικειμενική.

Το γεγονός ότι χρησιμοποιούνται μαθηματικά μοντέλα για την αποτίμηση δεν αρκεί για να είναι αυτή αντικειμενική. Ο λόγος είναι ότι τα δεδομένα που εισάγονται στα μοντέλα είναι αποτέλεσμα υποκειμενικής κρίσης. Τις περισσότερες φορές ο αναλυτής έχει σχηματίσει ήδη εκ των προτέρων μία αντίληψη σχετικά με την εταιρία που αποτιμά, γεγονός που τον προδιαθέτει ως προς το αποτέλεσμα της εργασίας του. Γενικότερα, τα συμφέροντα των αναλυτών επηρεάζουν την άποψή τους απέναντι στην επιχείρηση που εξετάζουν. Για παράδειγμα, εάν οι αναλυτές κατέχουν ταυτόχρονα και μετοχές της επιχείρησης, έχουν δηλαδή συμφέροντα από αυτήν, τείνουν να έχουν μία πιο θετική αντιμετώπιση απέναντί της. Ή εάν μία επιχείρηση που πρόκειται να εξαγοραστεί αποτιμά η ίδια τον εαυτό της, τότε είναι σχεδόν βέβαιο ότι η αποτίμηση θα είναι θετικά προκατειλημμένη. Κατά το συγγραφέα και καθηγητή, η αντιμετώπιση απέναντι σε αυτό το ζήτημα είναι η ελαχιστοποίηση της προκατάληψης, ο αναλυτής δηλαδή να μην ξεκινάει την αποτίμηση έχοντας ήδη αποφασίσει εάν μία επιχείρηση είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη.

2. Μία αποτίμηση που έχει γίνει σωστά και κατόπιν εκτενούς έρευνας είναι διαχρονική. Το αποτέλεσμα της αποτίμησης προκύπτει από την εξέταση τόσο εσωτερικών όσο και εξωτερικών δεδομένων της επιχείρησης (κλάδος, οικονομικό περιβάλλον κλπ). Είναι φυσικό λοιπόν η οποιαδήποτε αλλαγή ή εισαγωγή νέων πληροφοριών στο περιβάλλον της επιχείρησης να μεταβάλλει τις συνθήκες και η αποτίμηση πλέον να θεωρείται παρωχημένη και να πρέπει να επικαιροποιηθεί. Παραδείγματα τέτοιων

περιπτώσεων είναι η αλλαγή της στρατηγικής της επιχείρησης, η μεταβολή της πρόβλεψης για την πορεία του κλάδου, η αλλαγή στα επιτόκια κλπ.

3. Μία καλή αποτίμηση δίνει και μία ακριβή εκτίμηση της αξίας.

Όσο λεπτομερής και αναλυτική και να είναι μία αποτίμηση, δεν παύει να χρησιμοποιεί υποθέσεις και μελλοντικές εκτιμήσεις για να φτάσει στο τελικό αποτέλεσμα. Επομένως, δεν είναι δυνατό να ορίσουμε με βεβαιότητα την ακριβή αξία της επιχείρησης, υπάρχει πάντα ένα περιθώριο σφάλματος. Επιχειρήσεις που έχουν μακρύ ιστορικό λειτουργίας μπορούν να αποτιμηθούν με μεγαλύτερη βεβαιότητα από νεοφυείς επιχειρήσεις (λόγω των διαθέσιμων ιστορικών στοιχείων). Επιχειρήσεις σε κλάδους με ξαφνική και αλματώδη ανάπτυξη είναι δυσκολότερο να αποτιμηθούν από αυτές που εντάσσονται σε κλάδους σταθερούς. Επιχειρήσεις που βρίσκονται σε ώριμο στάδιο επίσης είναι ευκολότερο να αποτιμηθούν και με μικρότερο περιθώριο σφάλματος από επιχειρήσεις που βρίσκονται σε φάση επενδύσεων και αναμένουν τα αποτελέσματα.

4. Όσο πιο ποσοτικοποιημένο είναι ένα μοντέλο, τόσο καλύτερο το αποτέλεσμα της αποτίμησης.

Ένα πολύπλοκο μοντέλο περιλαμβάνει μεν πολλές μεταβλητές, ενέχει όμως μεγαλύτερο κίνδυνο να εισαχθούν λάθος δεδομένα στον υπολογισμό. Οι τρεις κανόνες που πρέπει να ακολουθεί κάποιος είναι:

- Να μη χρησιμοποιεί περισσότερες μεταβλητές από αυτές που είναι πραγματικά απαραίτητες για τον υπολογισμό της αξίας.
- Να μπορεί να ισοσταθμίζει την ωφέλεια που προκύπτει από την εμβάθυνση στη λεπτομέρεια με το επιπλέον κόστος αποτίμησης και τον ταυτόχρονο κίνδυνο λαθών.
- Να διακρίνει τις πληροφορίες που είναι πραγματικά απαραίτητες για τον υπολογισμό της αξίας και να μη συμπεριλαμβάνει στο μοντέλο του όσες είναι περιττές. Η σωστή χρήση της πληροφορίας είναι εξίσου σημαντική με την επιλογή και σωστή χρήση ενός μοντέλου.

5. Το προϊόν της αποτίμησης, δηλ. η αξία είναι που μετράει. Η διαδικασία δεν είναι τόσο σημαντική.

Παρότι το ζητούμενο της διαδικασίας αποτίμησης είναι η εύρεση της πραγματικής αξίας, ωστόσο η ίδια η διαδικασία διδάσκει στον αναλυτή σημαντικά πράγματα, όπως π.χ. ποιοι είναι οι παράγοντες δημιουργίας της αξίας και δίνει απαντήσεις σε διάφορα

ερωτήματα, όπως ποια είναι η αξία ενός brand, πόσο σημαντικές είναι οι αποδόσεις των επενδύσεων, πόσο επηρεάζει το περιθώριο κέρδους την αξία κλπ.

2.5.2 Αλήθειες Σχετικά με την Αποτίμηση

1. Κάθε αποτίμηση είναι προκατειλημμένη.

Το συμπέρασμα αυτό ξεκινά από την απλή σκέψη ότι για κάθε επιχείρηση που αποτιμάται, ο αναλυτής γνωρίζει ήδη κάποια πράγματα για αυτήν, επομένως έχει σχηματίσει μία άποψη, έστω γενικευμένη. Πολύ συχνά το αποτέλεσμα της αποτίμησης τείνει να συμφωνεί με την αρχική αυτή άποψη του αναλυτή. Εάν ο αναλυτής έχει καλή άποψη για την εταιρία αξιολογεί τα γεγονότα πιο θετικά και αισιόδοξα, ενώ στην αντίθετη περίπτωση μπορεί να αυξάνει τον κίνδυνο και να μειώνει τις αποδόσεις. Σε άλλες περιπτώσεις, όπου η αποτίμηση γίνεται από επαγγελματίες, είναι πιθανόν να δέχονται πίεση από τον επαγγελματικό τους χώρο προς μία κατεύθυνση, επομένως οι εκτιμήσεις τους να τείνουν προς τα εκεί. Μία καλή συμβουλή για τους αναγνώστες των αποτιμήσεων είναι να εξετάζουν τους λόγους της αποτίμησης και τις πιθανές προκαταλήψεις του αναλυτή.

2. Οι περισσότερες αποτιμήσεις είναι λανθασμένες.

Καθότι οι αποτιμήσεις βασίζονται σε μελλοντικές εκτιμήσεις και υπολογισμούς, είναι απολύτως βέβαιο ότι δεν μπορούν να είναι 100% σωστές. Η πορεία της επιχείρησης δηλαδή ποτέ δε θα είναι ακριβώς όπως έχει προβλεφθεί, όσο σίγουρη και να θεωρείται η εξέλιξή της. Επίσης, ακόμη και αν οι μελλοντικές εκτιμήσεις είναι τελικά ακριβείς, είναι εξίσου πιθανό να υπάρξουν αλλαγές στο μακροοικονομικό περιβάλλον, οι οποίες μεταβάλλουν και την αξία της επιχείρησης. Τέλος, στις περιπτώσεις όπου η προς αποτίμηση επιχείρηση είναι νεοφυής, υπάρχει ακόμη μεγαλύτερη αβεβαιότητα ως προς το αποτέλεσμα της εκτίμησης, αυτό όμως δεν πρέπει να αποτρέπει τον αναλυτή από την ολοκλήρωση της αποτίμησης.

3. Μία απλούστερη αποτίμηση μπορεί να είναι καλύτερη.

Τόσο η εξέλιξη των υπολογιστικών συστημάτων και της τεχνολογίας, όσο και η αφθονία των διαθέσιμων πληροφοριών έχουν οδηγήσει σε δυσκολότερα και πιο πολύπλοκα μοντέλα αποτιμήσεων. Ένα βασικό ερώτημα που τίθεται για κάθε αποτίμηση είναι πόσο λεπτομερής χρειάζεται να είναι. Περισσότερα δεδομένα δίνουν τη δυνατότητα για καλύτερες προβλέψεις, από την άλλη πλευρά είναι μεγαλύτερες οι

πιθανότητες σφάλματος, από τη στιγμή που σε ένα μοντέλο περιλαμβάνονται περισσότερες παράμετροι. Το μέτρο εδώ είναι να χρησιμοποιήσουμε τον ελάχιστο αριθμό των δεδομένων που χρειάζονται για να υπολογίσουμε μία τιμή.

2.6 Διαδικασία Αποτίμησης

Μπορούμε να περιγράψουμε τη διαδικασία της αποτίμησης με τα παρακάτω πέντε βήματα:

1. Εξέταση, ανάλυση και κατανόηση της επιχείρησης. Το στάδιο αυτό περιλαμβάνει όχι μόνο την ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων της εταιρίας, αλλά και την ανάλυση του εσωτερικού και εξωτερικού περιβάλλοντός της και της στρατηγικής της, την ανάλυση του κλάδου και των προοπτικών του, καθώς και την εξέταση του γενικότερου μακροοικονομικού περιβάλλοντος. Όλα αυτά είναι σημαντικά, καθώς παίζουν ρόλο στη διαμόρφωση της μελλοντικής πορείας της επιχείρησης.
2. Πρόβλεψη των οικονομικών μεγεθών της επιχείρησης. Περιλαμβάνει κατ'αρχάς πρόβλεψη των πωλήσεων, των κερδών και του Ισολογισμού, τουλάχιστον για την ερχόμενη 5ετία.
3. Επιλογή του κατάλληλου μοντέλου Αποτίμησης. Ανάλογα με το ενδιαφερόμενο μέρος, τους λόγους που γίνεται η Αποτίμηση, τα χαρακτηριστικά της εταιρίας και τις διαθέσιμες πληροφορίες, επιλέγεται ποιο μοντέλο Αποτίμησης θα χρησιμοποιηθεί.
4. Εφαρμογή των διαθέσιμων στοιχείων και των προβλέψεων στο μοντέλο Αποτίμησης. Ο αναλυτής χρησιμοποιεί τις πληροφορίες που έχει, καθώς και τα δεδομένα των προβλέψεών του και υπολογίζει την αξία της επιχείρησης.
5. Συμπεράσματα της Αποτίμησης. Το αποτέλεσμα της αποτίμησης εξετάζεται και ο αναλυτής παραθέτει τα συμπεράσματά του και υποβάλλει τυχόν προτάσεις του. Με βάση τα συμπεράσματα της Αποτίμησης λαμβάνονται περαιτέρω οι αποφάσεις.

2.7 Επισκόπηση των Μεθόδων Αποτίμησης

Παρακάτω παρατίθενται συνοπτικά οι συνηθέστερες μέθοδοι αποτίμησης, οι οποίες και θα αναπτυχθούν αναλυτικά στο επόμενο κεφάλαιο.

2.7.1 Μέθοδος της Αναμορφωμένης Καθαρής Περιουσιακής Θέσης

Είναι μία από τις μεθόδους που βασίζονται στη λογιστική αξία της επιχείρησης. Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, ο αναλυτής βασίζεται σε ιστορικά στοιχεία της επιχείρησης, και πιο συγκεκριμένα στον Ισολογισμό της, τα στοιχεία του οποίου εξετάζει και αναπροσαρμόζει στην πραγματική τους αξία. Μετά την παραπάνω αναπροσαρμογή, ως αξία της επιχείρησης λαμβάνεται η Καθαρή Θέση που προκύπτει από τον αναθεωρημένο Ισολογισμό. Η μέθοδος αυτή είναι σχετικά εύκολη στην εκτέλεση και μάλιστα και από μη ειδικούς, ωστόσο δε λαμβάνει καθόλου υπ' όψιν τη μελλοντική πορεία και τις προοπτικές της επιχείρησης.

2.7.2 Μέθοδος της Προεξόφλησης των Ταμειακών Ροών

Η μέθοδος αυτή είναι η δημοφιλέστερη μεταξύ των μεθόδων που βασίζονται στην προεξόφληση μελλοντικών ροών. Ο αναλυτής εκτιμά τις μελλοντικές καθαρές ταμειακές ροές που θα προκύψουν από τη δραστηριότητα της επιχείρησης στο διηνεκές (ή μέχρι το εκτιμώμενο πέρας της λειτουργίας της) και υπολογίζει την παρούσα αξία τους, στην οποία προσθέτει και την υπολειμματική αξία της επιχείρησης στο τέλος του χρονικού ορίζοντα. Σαφώς και η μέθοδος αυτή στηρίζεται σε μεγάλο βαθμό σε εκτιμήσεις και υποθέσεις εκ μέρους του αναλυτή, ωστόσο έχει το πλεονέκτημα ότι λαμβάνει υπ' όψιν τις προοπτικές και τη δυναμική ανάπτυξης της επιχείρησης.

2.7.3 Μέθοδος της Υπερπροσόδου

Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, ο αναλυτής υπολογίζει την αναμορφωμένη καθαρή περιουσιακή θέση της εταιρίας, στην οποία προσθέτει τις μελλοντικές υπερπροσόδους των επόμενων πέντε ετών. Με την έννοια της υπερπροσόδου εννοούμε τη διαφορά μεταξύ οργανικών κερδών και απασχολούμενου κεφαλαίου της επιχείρησης. Η μέθοδος αυτή συνδυάζει τα ιστορικά δεδομένα (αναμορφωμένη καθαρή περιουσιακή θέση) με τις μελλοντικές εκτιμήσεις. Ωστόσο, μπορεί να χρησιμοποιηθεί μόνο σε επιχειρήσεις που παράγουν κέρδη και έχουν μία σταθερή απόδοση.

2.7.4 Μέθοδος της Προστιθέμενης Οικονομικής Αξίας

Η μέθοδος αυτή αναπτύχθηκε από μία εταιρία οικονομικών συμβούλων για να μετρήσει την απόδοση των επιχειρήσεων και σύντομα έγινε πολύ δημοφιλής μεταξύ των αναλυτών. Σύμφωνα με αυτήν, η αξία της επιχείρησης ισούται με τη διαφορά μεταξύ των λειτουργικών κερδών μετά από φόρους και του κόστους των επενδεδυμένων κεφαλαίων. Μοιάζει αρκετά με τις μεθόδους της Προεξόφλησης των Ταμειακών Ροών και της Υπερπροσόδου και έχει παρόμοια πλεονεκτήματα.

2.7.5 Μέθοδος των Κεφαλαιοποιημένων Οργανικών Κερδών

Για τον υπολογισμό της αξίας της επιχείρησης, η μέθοδος αυτή χρησιμοποιεί το άθροισμα των προεξοφλημένων οργανικών κερδών των επόμενων 5-10 ετών και της προεξοφλημένης υπολειμματικής αξίας της επιχείρησης. Η μέθοδος των κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών μοιάζει πολύ με τη μέθοδο της Προεξόφλησης των Ταμειακών ροών, ωστόσο χρησιμοποιεί τα κέρδη αντί των ταμειακών ροών.

2.7.6 Χρηματιστηριακές Μέθοδοι

Πρόκειται για διάφορες μεθόδους που χρησιμοποιούνται από χρηματιστηριακές εταιρίες και πιστωτικά ιδρύματα και βασίζονται κυρίως στα μερίσματα και στην τιμή που διαπραγματεύεται η μετοχή στην αγορά.

α. Μέθοδος της Χρηματιστηριακής Τιμής: σύμφωνα με αυτή τη μέθοδο, η αξία της επιχείρησης αντικατοπτρίζεται στην τιμή της μετοχής της. Επομένως ο αναλυτής προβλέποντας την τιμή της μετοχής, είτε με τη μέθοδο της θεμελιώδους ανάλυσης, είτε με τη μέθοδο της τεχνικής ανάλυσης, μπορεί να εκτιμήσει την αξία της επιχείρησης.

β. Μέθοδος της Προεξόφλησης των Μελλοντικών Μερισμάτων: σύμφωνα με αυτή τη μέθοδο, η αξία της επιχείρησης ορίζεται από το άθροισμα της παρούσας αξίας των αναμενόμενων μελλοντικών μερισμάτων. Εδώ ο ρυθμός αύξησης των μερισμάτων παίζει σημαντικό ρόλο στον καθορισμό της αξίας της.

γ. Μέθοδος των πολλαπλασιαστών: Πρόκειται για μια δημοφιλή μέθοδο, καθώς εκτελείται σε σύντομο χρόνο και χωρίς πολύπλοκες υποθέσεις. Ο αναλυτής επιλέγει έναν

δείκτη και υπολογίζει την τιμή του τόσο για την επιχείρηση, όσο και για τον κλάδο (μέσο όρος). Κατόπιν εφαρμόζει το μέσο όρο του κλάδου στην τιμή της μετοχής της επιχείρησης, ώστε να υπολογίσει την αξία της. Οι πιο συχνά χρησιμοποιούμενοι πολλαπλασιαστές είναι: i) η τιμή της μετοχής προς τα κέρδη ανά μετοχή (Price to Earnings Ratio, P/E), ii) ο δείκτης P/E προς τον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης της επιχείρησης (Price to Expected Growth Ratio, PEG), iii) η συνολική αγοραία αξία της επιχείρησης προς το EBITDA (Enterprise Value to EBITDA), iv) η αγοραία αξία της μετοχής προς τη λογιστική αξία της μετοχής (Price to Book Equity, P/BV) και v) η αγοραία αξία της επιχείρησης προς τις πωλήσεις (Price to Sales Ratio, P/S).

δ. Μέθοδος της συνολικής απόδοσης μετόχου (Total Return to Shareholder - TRS): η μέθοδος αυτή αθροίζει την τρέχουσα αγοραία αξία των μετοχών με τα αναμενόμενα μελλοντικά μερίσματα για να υπολογίσει την αξία της επιχείρησης.

ε. Η μέθοδος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς: για τον υπολογισμό της αξίας της επιχείρησης, η μέθοδος αυτή ακολουθεί έναν τύπο που βασίζεται στην καθαρή περιουσιακή θέση και στα οργανικά κέρδη της τελευταίας πενταετίας, χρησιμοποιεί δηλαδή μόνο ιστορικά στοιχεία. Στον τύπο εισάγεται και ένας πολλαπλασιαστής, ο οποίος μεταβάλλεται ανάλογα με τις επικρατούσες οικονομικές συνθήκες.

2.7.7 Μέθοδος της Συγκριτικής Ανάλυσης Εισηγμένων Εταιριών και Χρήσης Δεικτών Κεφαλαιαγοράς

Η μέθοδος αυτή μοιάζει με τη μέθοδο των πολλαπλασιαστών, με τη διαφορά ότι χρησιμοποιεί πολλούς αριθμοδείκτες αντί για έναν. Εξασφαλίζεται έτσι μία πιο αξιόπιστη απεικόνιση των οικονομικών δεδομένων. Κατά την εφαρμογή της ο αναλυτής θα πρέπει να ορίσει συντελεστές στάθμισης για κάθε πολλαπλασιαστή, που θα χρησιμοποιηθούν κατά τον υπολογισμό της αξίας της υπό εκτίμηση επιχείρησης.

2.8 Κόστος Κεφαλαίου

Το κόστος κεφαλαίου μιας εταιρίας είναι πολύ σημαντικό για τον προσδιορισμό της δημιουργίας αξίας και την αξιολόγηση των στρατηγικών αποφάσεων. Ισοδυναμεί με το

προεξοφλητικό επιτόκιο των μελλοντικών ταμειακών ροών μιας επιχείρησης ή μίας επένδυσης. Πρόκειται επίσης για το επιτόκιο με το οποίο συγκρίνεται η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου για να βρεθεί εάν η επιχείρηση παράγει αξία. Το κόστος κεφαλαίου ενσωματώνει τόσο τη χρονική αξία του χρήματος, όσο και τον κίνδυνο από την επένδυση σε μία επιχείρηση, ένα επιχειρηματικό πλάνο, ή μία επένδυση. Κατά την αξιολόγηση επιχειρήσεων ή επενδύσεων, ο κίνδυνος και το κόστος κεφαλαίου είναι δύο θέματα ουσιαστικά, αλληλένδετα και πολλές φορές γεμάτα παρανοήσεις. Αυτές οι παρανοήσεις μπορεί να οδηγήσουν σε τραγικά στρατηγικά λάθη (Koller, Goedhart, Wessels, 2020).

Σε μία επιχείρηση, η οποία χρηματοδοτείται τόσο από ίδια, όσο και από ξένα κεφάλαια, το κόστος κεφαλαίου αποτελείται από το κόστος των δύο παραπάνω τρόπων χρηματοδότησης.

2.8.1 Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων

Το κόστος ιδίων κεφαλαίων είναι η απόδοση που απαιτεί ο επενδυτής από την επένδυσή του σε μία επιχείρηση. Για να προσδιοριστεί η απαιτούμενη απόδοση, άρα και το κόστος ιδίων κεφαλαίων ακολουθείται περισσότερο το μοντέλο CAPM (Capital Asset Pricing Model), αλλά και το APM (Arbitrage Pricing Model), όπου η απαιτούμενη απόδοση σχετίζεται με το ακίνδυνο επιτόκιο, το πρίμιουμ της αγοράς, καθώς και την ευαισθησία της απόδοσης της μετοχής της επιχείρησης στις μεταβολές της αγοράς. Εναλλακτικά, μπορεί να χρησιμοποιηθεί και το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων. Πιο αναλυτικά ισχύουν οι παρακάτω σχέσεις:

1. Capital Asset Pricing Model (CAPM)

$E_{(R)} = R_f + b \times (E(R_m) - R_f)$, όπου:

$E_{(R)}$: προσδοκώμενη απόδοση επένδυσης

R_f : επιτόκιο χωρίς κίνδυνο

$E(R_m)$: προσδοκώμενη απόδοση της αγοράς

b : συντελεστής βήτα, ο οποίος δείχνει το βαθμό μεταβολής της απόδοσης μιας μετοχής σε σχέση με την απόδοση της αγοράς. Μετοχές με βήτα μεγαλύτερο της μονάδας χαρακτηρίζονται επιθετικές, γιατί «αντιδρούν» πιο έντονα (είτε ανοδικά, είτε καθοδικά) στις μεταβολές της αγοράς. Αντίθετα μετοχές με συντελεστή βήτα μικρότερο της μονάδας χαρακτηρίζονται αμυντικές, καθώς «αντιδρούν» πιο ήπια στις μεταβολές της αγοράς.

Το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο R_f συνήθως αποδίδεται με το επιτόκιο απόδοσης των κρατικών ομολόγων.

Η προσδοκώμενη απόδοση της αγοράς υπολογίζεται βάσει των ιστορικών τιμών απόδοσης της αγοράς. Αυτή η πληροφορία υπάρχει διαθέσιμη, επομένως δε χρειάζεται κάποιος υπολογισμός ή εκτίμηση από τον αναλυτή.

Για την εύρεση του συντελεστή βήτα υπάρχουν 3 διαφορετικές προσεγγίσεις:

α. Εύρεση του βήτα με παλινδρόμηση της απόδοσης της μετοχής της επιχείρησης σε σχέση με την απόδοση της αγοράς. Εδώ συνήθως επιλέγεται ο δείκτης της χώρας ή του κλάδου που ανήκει η επιχείρηση, και πάλι όμως εξαρτάται από το πλήθος των επιχειρήσεων που συμμετέχουν στο δείκτη, από το ποσοστό που κατέχει στο δείκτη η υπό εξέταση επιχείρηση κλπ.

β. Εύρεση του βήτα, αρχικά με τον υπολογισμό του μέσου όρου των βήτα ομοειδών επιχειρήσεων με δημοσιευμένα στοιχεία και κατόπιν προσαρμογής του, σύμφωνα με το βαθμό μόχλευσης της υπό εξέταση επιχείρησης.

γ. Χρήση του «λογιστικού» βήτα. Σε αυτή τη μέθοδο, αντί των ιστορικών τιμών της μετοχής της επιχείρησης, χρησιμοποιούνται τα λογιστικά κέρδη της. Είναι μία μέθοδος με αρκετές παγίδες, οπότε δεν προτιμάται και ιδιαίτερα.

2. Arbitrage Pricing Model (APM)

$$E_{(R)} = R_f + b_1 \times (E_1 - R_f) + b_2 \times (E_2 - R_f) + \dots + b_n \times (E_n - R_f)$$

$E_{(R)}$: προσδοκώμενη απόδοση επένδυσης

R_f : επιτόκιο χωρίς κίνδυνο

E_1, E_2, \dots, E_n : Μακροοικονομικά μεγέθη (πληθωρισμός, ΑΕΠ, ανεργία κλπ)

b_1, b_2, \dots, b_n : Συντελεστές συσχέτισης της απόδοσης της μετοχής με τις μεταβολές στα αντίστοιχα μακροοικονομικά μεγέθη.

3. Μοντέλα μεγέθυνσης μερισμάτων

Σύμφωνα με αυτά, το κόστος των ιδίων κεφαλαίων υπολογίζεται αρχικά προβλέποντας τα μελλοντικά μερίσματα και κατόπιν βρίσκοντας την αναμενόμενη απόδοση σε σχέση με τη σημερινή επένδυση.

2.8.2 Κόστος Ξένων Κεφαλαίων

Εκτός από τα ίδια κεφάλαια, οι επιχειρήσεις τις περισσότερες φορές χρηματοδοτούνται και από ξένα κεφάλαια, με τη μορφή δανεισμού. Το κόστος δανεισμού συνήθως αφορά τους

τόκους (και τα έξοδα) που πληρώνει η επιχείρηση για τη χρηματοδότησή της. Σε κάθε περίπτωση υπάρχει προκαθορισμένη συμφωνία σχετικά με τους τρόπους χρηματοδότησης, το χρόνο αποπληρωμής και τα κόστη που θα επιβαρυνθεί η επιχείρηση.

Για την εύρεση του κόστους των ξένων κεφαλαίων, μπορούμε εναλλακτικά να ακολουθήσουμε τις τρεις παρακάτω επιλογές:

1. Χρήση του γενικού επιτοκίου δανεισμού της αγοράς συν ένα περιθώριο (spread) που ορίζεται σύμφωνα με την αξιολόγηση κινδύνου της επιχείρησης.
2. Υπολογισμός του μέσου κόστους δανεισμού της επιχείρησης χρησιμοποιώντας πρόσφατα ιστορικά στοιχεία της. Αυτή η επιλογή συνήθως αφορά μη εισηγμένες επιχειρήσεις.
3. Αξιολόγηση της επιχείρησης από τον αναλυτή σύμφωνα με τα οικονομικά της στοιχεία και χρήση του ίδιου κόστους δανεισμού με άλλες ομοειδείς επιχειρήσεις με παρόμοια αξιολόγηση.

Όποια επιλογή και να ακολουθήσει ο αναλυτής, καθώς το κόστος δανεισμού εκπίπτει φορολογικά για όλες τις επιχειρήσεις, θα πρέπει επιπλέον να αφαιρέσει το ποσοστό φόρου που αναλογεί.

Επομένως, το κόστος ξένων κεφαλαίων ισούται με το κόστος δανεισμού μείον το φορολογικό συντελεστή: $\text{Cost of debt} = rd \times (1-t)$

2.8.3 Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (Weighted Average Cost of Capital - WACC)

Για την εύρεση του συνολικού κόστους των κεφαλαίων της επιχείρησης, θα πρέπει να σταθμίσουμε το κόστος κάθε πηγής κεφαλαίου προς το σύνολο της χρηματοδότησής της. Το κόστος αυτό ονομάζεται Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (Weighted Average Cost of Capital - WACC) και ο τύπος του είναι ο εξής:

$$\text{Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC)} = k_e \times \frac{E}{D + E} + (1 - T) \times k_d \times \frac{D}{D + E}$$

όπου:

k_e = το κόστος των ιδίων κεφαλαίων

k_d = το κόστος δανεισμού

T = φορολογικός συντελεστής

D = η αξία του δανεισμού

$E =$ η αξία των ιδίων κεφαλαίων

Το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου αποτελεί το προεξοφλητικό επιτόκιο που εφαρμόζεται σε μελλοντικές αποδόσεις, μελλοντικές ταμειακές ροές ή γενικότερα εκτιμήσεις για το μέλλον, ώστε να υπολογιστεί η παρούσα αξία τους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΜΕΘΟΔΟΙ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ ΑΞΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Στο κεφάλαιο αυτό θα εξετάσουμε τις κυριότερες μεθόδους προσδιορισμού της αξίας μιας επιχείρησης, όπως παρατέθηκαν συνοπτικά προηγουμένως. Σε γενικές γραμμές οι μέθοδοι ακολουθούν μία από τις παρακάτω τρεις προσεγγίσεις, χωρίς όμως να αποκλείεται και συνδυασμός αυτών.

- Μέθοδοι που βασίζονται στα λογιστικά δεδομένα. Οι μέθοδοι αυτές χρησιμοποιούν ως βάση τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης.
- Μέθοδοι που βασίζονται στην προεξόφληση μελλοντικών ταμειακών ροών. Οι μέθοδοι αυτές εκτιμούν τις αναμενόμενες μελλοντικές ταμειακές ροές της επιχείρησης, καθώς και το σχετικό προεξοφλητικό επιτόκιο, το οποίο εκφράζει το κόστος κεφαλαίου.
- Μέθοδοι που βασίζονται σε στοιχεία της αγοράς, δηλαδή στην τιμή που διαπραγματεύεται η μετοχή της επιχείρησης στην αγορά. Εδώ εντάσσονται και οι μέθοδοι σχετικής αποτίμησης, σύμφωνα με τις οποίες ο υπολογισμός της αξίας μιας επιχείρησης γίνεται συγκρίνοντάς τη με ομοειδείς επιχειρήσεις.

3.1 Η Μέθοδος της Αναμορφωμένης Καθαρής Περιουσιακής Θέσης

Η μέθοδος της Αναμορφωμένης Καθαρής Περιουσιακής Θέσης βασίζεται στη χρηματοοικονομική κατάσταση του Ισολογισμού ή Κατάστασης Χρηματοοικονομικής Θέσης. Θεωρεί ότι η αξία της εταιρίας ισούται με τα Ίδια Κεφάλαιά της, όπως αυτά προκύπτουν από την αναθεώρηση και διόρθωση των στοιχείων Ενεργητικού και Παθητικού του Ισολογισμού. Επομένως, σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, η αξία μιας εταιρίας δίνεται από την παρακάτω σχέση:

Αναμορφωμένη Περιουσιακή Θέση = Αναμορφωμένο Ενεργητικό – Αναμορφωμένο Παθητικό = Αναμορφωμένα Ίδια Κεφάλαια (Κιόχος Π., Παπανικολάου, Κιόχος Απ., 2014)

Οι επιχειρήσεις ακολουθούν συγκεκριμένες λογιστικές αρχές και τακτικές για τη σύνταξη των Οικονομικών τους Καταστάσεων, η τήρηση των οποίων συνήθως δεν αποδίδει την πραγματική εικόνα της οικονομικής κατάστασής τους. Για παράδειγμα, οι ετήσιες

αποσβέσεις που διενεργούνται στα στοιχεία του πάγιου ενεργητικού πολλές φορές ακολουθούν τη φορολογική νομοθεσία και όχι τον πραγματικό ρυθμό απαξίωσης ενός πάγιου στοιχείου. Ο Ισολογισμός μίας επιχείρησης που η αναλογία πάγιου/κυκλοφορούντος ενεργητικού είναι υψηλή ενδέχεται να αποκλίνει περισσότερο από την πραγματικότητα σε σχέση με μία άλλη επιχείρηση όπου η αναλογία αυτή είναι χαμηλότερη.

Ο αναλυτής θα πρέπει να εξετάσει και να αποτιμήσει την πραγματική αξία κάθε στοιχείου του Ενεργητικού και Παθητικού. Για το σκοπό αυτό χρησιμοποιεί τις τρέχουσες αγοραίες αξίες ή τις αξίες αντικατάστασης των παραπάνω στοιχείων. Επιπλέον, μελετά και εκτιμά την έκθεση του ΔΣ, καθώς και την έκθεση του ορκωτού ελεγκτή, όπου γνωστοποιούνται διάφορες πληροφορίες ή γεγονότα, τα οποία τον βοηθούν στην εύρεση της «αντικειμενικής» αξίας των στοιχείων του Ισολογισμού.

3.1.1 Εφαρμογή της Μεθόδου

Η αποτίμηση με βάση τη μέθοδο της Καθαρής Περιουσιακής Θέσης μπορεί να γίνει με δύο τρόπους:

- Πρώτος τρόπος: Ο αναλυτής καταρτίζει ο ίδιος από την αρχή τον Ισολογισμό χρησιμοποιώντας πληροφορίες από το λογιστήριο της επιχείρησης. Σε αυτήν την περίπτωση βέβαια χρειάζεται περισσότερο χρόνο για να ολοκληρώσει τη διαδικασία. Επιπλέον, το αποτέλεσμα της εργασίας του ενδέχεται να μη γίνει αποδεκτό από τα ενδιαφερόμενα μέρη. Ωστόσο, οι καταστάσεις που θα καταρτιστούν θα είναι περισσότερο αντικειμενικές και πιο κοντά στην πραγματικότητα.
- Δεύτερος τρόπος: Ο αναλυτής τροποποιεί τον Ισολογισμό που έχει καταρτίσει η επιχείρηση βασιζόμενος στην πληροφόρηση που δίνουν οι εκθέσεις του ορκωτού ελεγκτή και του ΔΣ, καθώς και στα δεδομένα της αγοράς. Η διαδικασία με αυτόν τον τρόπο ολοκληρώνεται σε μικρότερο χρονικό διάστημα και με χαμηλότερο κόστος, ελλοχεύει ο κίνδυνος όμως το αποτέλεσμα να μην είναι το ίδιο αξιόπιστο με αυτό της πρώτης μεθόδου. Αφενός ο εκτιμητής μπορεί να λειτουργήσει μεροληπτικά, αφετέρου μπορεί ο Ισολογισμός που επεξεργάζεται να περιέχει σημαντικές αλλοιώσεις. Επίσης, ο τρόπος αυτός μπορεί να χρησιμοποιηθεί και από εκτιμητές με μικρότερη εμπειρία ή εξειδίκευση.

Στην πράξη προτιμάται ο δεύτερος τρόπος αποτίμησης, λόγω των πλεονεκτημάτων της, και με δεδομένο ότι υφίσταται πιστοποιητικό ελέγχου του ορκωτού ελεγκτή.

3.1.2 Περίπτωση Επιχείρησης υπό Εκκαθάριση

Για μία επιχείρηση που βρίσκεται υπό εκκαθάριση, η αποτίμηση των στοιχείων της θα γίνει με διαφορετικούς κανόνες. Αρχικά στην περίπτωση της εκκαθάρισης, παύει να ισχύει η αρχή της συνέχειας (going concern). Επιπλέον, οι διαδικασίες εκκαθάρισης πρέπει να ολοκληρωθούν μέσα σε συγκεκριμένο χρονικό διάστημα, καθώς υπάρχουν ενδιαφερόμενοι που αναμένουν να ωφεληθούν άμεσα, γεγονός που επηρεάζει το αποτέλεσμα της αποτίμησης. Συμπερασματικά, μία επιχείρηση που βρίσκεται σε καθεστώς εκκαθάρισης σαφώς και αποτιμάται σε χαμηλότερα επίπεδα από μία αντίστοιχη επιχείρηση που συνεχίζει κανονικά τη λειτουργία της.

3.1.3 Πλεονεκτήματα της Μεθόδου

Τα βασικά πλεονεκτήματα της μεθόδου αυτής είναι τα εξής:

- Η αποτίμηση ολοκληρώνεται σχετικά γρήγορα.
- Είναι ευκολότερη στην κατανόηση, γιατί βασίζεται σε λογιστικές έννοιες, γνωστές στα ενδιαφερόμενα μέρη και δεν είναι απαραίτητες εξειδικευμένες γνώσεις.
- Οι πηγές πληροφόρησης είναι συγκεκριμένες (χρηματοοικονομικές καταστάσεις, έκθεση ΔΣ, σημειώσεις ορκωτού ελεγκτή) και δεν απαιτείται παραπάνω έρευνα.

3.1.4 Μειονεκτήματα της Μεθόδου

Τα μειονεκτήματα της μεθόδου είναι τα εξής:

- Χρησιμοποιεί ως βάση αποτίμησης μόνο τη χρηματοοικονομική κατάσταση του Ισολογισμού.
- Ο Ισολογισμός ενδέχεται να είναι σημαντικά αλλοιωμένος, τόσο εξαιτίας των λογιστικών αρχών και πολιτικών που ακολουθεί η επιχείρηση, όσο και εξαιτίας εσκεμμένης παραποίησης των στοιχείων του από την επιχείρηση.
- Υπάρχουν στοιχεία της επιχείρησης, τα οποία δεν αποτυπώνονται στις οικονομικές της καταστάσεις, και τα οποία όμως παίζουν σημαντικό ρόλο στην εξέλιξή της και περαιτέρω στην αποτίμηση της πραγματικής της αξίας. Τέτοια στοιχεία είναι η φήμη και πελατεία, οι ικανότητες της διοίκησής της, η δυναμική και οι προοπτικές της, η

έρευνα και ανάπτυξη, η αναγνωρισιμότητα του brand της, η πνευματική ιδιοκτησία, οι συμφωνίες ή/και συνέργειες που έχουν δρομολογηθεί.

3.1.5 Καταλληλότητα της Μεθόδου

Η μέθοδος της Αναμορφωμένης Καθαρής Περιουσιακής Θέσης είναι καταλληλότερη στις παρακάτω περιπτώσεις επιχειρήσεων:

- Επιχειρήσεις που διακόπτουν τη λειτουργία τους.
- Επιχειρήσεις που πραγματοποιούν μικρά κέρδη ή ζημίες.

3.2 Η Μέθοδος της Προεξόφλησης των Ταμειακών Ροών

Η μέθοδος της Προεξόφλησης των Ταμειακών Ροών βασίζεται στην αντίληψη ότι ο επενδυτής δεν ενδιαφέρεται τόσο για τα λογιστικά κέρδη της επιχείρησης, όσο για τα ταμειακά πλεονάσματα που δημιουργεί η επιχείρηση και τα οποία είναι δυνατό να τα εισπράξει ή να τα επανεπενδύσει στην επιχείρηση (επιπρόσθετη αύξηση της αξίας της).

Πρόκειται για μία αρκετά σύνθετη μέθοδο, γιατί στηρίζεται σε προβλέψεις και εκτιμήσεις των μελλοντικών οικονομικών στοιχείων μιας εταιρίας. Η αξία της μεθόδου έγκειται στο γεγονός ότι λαμβάνει υπ' όψιν τη δυναμική της εξέλιξης και ανάπτυξης της επιχείρησης και δε βασίζεται αποκλειστικά σε ιστορικά στοιχεία.

Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, η αξία της επιχείρησης ισούται με την παρούσα αξία των καθαρών ταμειακών ροών που η επιχείρηση αναμένεται να δημιουργήσει στο μέλλον συν την παρούσα αξία της υπολειμματικής αξίας της επιχείρησης στο τέλος του χρονικού ορίζοντα.

3.2.1 Η Κατάσταση Ταμειακών Ροών

Ως χρηματοοικονομική κατάσταση, οι Ταμειακές Ροές προτιμώνται όλο και περισσότερο, καθώς δίνουν περισσότερες πληροφορίες σχετικά με τα μετρητά που η επιχείρηση μπορεί να παράξει από τις δραστηριότητές της. Για παράδειγμα, η Κατάσταση Συνολικού Εισοδήματος παρουσιάζει τα έσοδα και τα έξοδα της επιχείρησης, αυτά όμως δεν ταυτίζονται απαραίτητα

με αντίστοιχη ταμειακή ροή. Η ανάλυση της κατάστασης Ταμειακών Ροών δίνει στον μελετητή πληροφόρηση σχετικά με το μέγεθος της καθαρής ταμειακής ροής από λειτουργικές, χρηματοδοτικές και επενδυτικές δραστηριότητες και σε ποιο βαθμό συμβάλλει η κάθε μία στην χρηματοοικονομική της κατάσταση. Ο μελετητής είναι λοιπόν σε θέση να κρίνει πόσο αποτελεσματικές είναι οι παραπάνω λειτουργίες για την επιχείρηση. Επιπλέον, καθώς στην κατάσταση Ταμειακών Ροών δεν υπάρχουν πολλές δυνατότητες για εφαρμογή της λεγόμενης «Δημιουργικής λογιστικής», οι χρήστες της γνωρίζουν εκ των προτέρων ότι η απεικόνιση των γεγονότων είναι δίκαιη και πραγματική.

Συνοπτικά, τα πλεονεκτήματα της κατάστασης Ταμειακών Ροών είναι τα εξής:

- Δίνουν πληροφορίες σχετικά με την καλή ή όχι διαχείριση της επιχείρησης.
- Απεικονίζουν τη δυναμική και τις προοπτικές της επιχείρησης.
- Πληροφορούν σχετικά με τη δυνατότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις υποχρεώσεις της.
- Παρουσιάζουν τη χρήση των κεφαλαίων της επιχείρησης.

Ωστόσο, θα πρέπει να σταθούμε σε περιπτώσεις, όπου οι ταμειακές ροές μπορεί να είναι μηδενικές ή και αρνητικές, και μάλιστα για μεγάλο χρονικό διάστημα. Σε αυτήν την περίπτωση θα πρέπει να εξεταστεί εάν π.χ. η επιχείρηση:

- Υλοποιεί κάποιο μακροχρόνιο επενδυτικό πλάνο, το οποίο εκτιμάται να αποφέρει θετικές ταμειακές ροές μετά από αρκετές περιόδους.
- Έχει αλλάξει την πιστωτική πολιτική της απέναντι σε πελάτες και προμηθευτές (προσφέρει μεγαλύτερο χρόνο πίστωσης στους πελάτες και αποπληρώνει πιο σύντομα τους προμηθευτές).
- Έχει διανείμει μεγάλα μερίσματα στους μετόχους της.
- Αποφάσισε να συντομεύσει το χρόνο αποπληρωμής άλλων υποχρεώσεών της (π.χ. δάνεια).

3.2.2 Εφαρμογή της Μεθόδου

Η μέθοδος ακολουθεί τα παρακάτω βήματα για την εύρεση της αξίας μιας επιχείρησης:

1. **Πρόβλεψη για μία οριζόμενη χρονική περίοδο** (συνήθως κυμαίνεται μεταξύ 5 και 10 ετών) κάθε οικονομικού στοιχείου που σχετίζεται με τη δημιουργία ταμειακών ροών από τις συνήθεις δραστηριότητες της επιχείρησης, όπως για παράδειγμα

Πωλήσεις, Κόστος Πωληθέντων, Λειτουργικές Δαπάνες, Αποσβέσεις, Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις κλπ. Το βάθος της χρονικής περιόδου πρόβλεψης ορίζεται από τον αναλυτή σύμφωνα με εκτίμησή του και αφού έχει διεξάγει στρατηγική ανάλυση της εταιρίας. Γενικά, θα πρέπει στο πέρας της οριζόμενης περιόδου η επιχείρηση να έχει αποκτήσει μία σταθερότητα ως προς τα οικονομικά της μεγέθη και τον τρόπο που λειτουργεί. Η σταθερότητα επιτυγχάνεται όταν στην οριζόμενη περίοδο έχουμε χαμηλή διακύμανση των μεγεθών. Βέβαια, όσο μεγαλύτερη είναι η χρονική περίοδος πρόβλεψης, τόσο πιο εμπειριστατωμένη είναι η μελέτη, ωστόσο αυτή συνήθως δεν ξεπερνά τα 10 έτη. Ως βάση υπολογισμού των προβλέψεων χρησιμοποιούνται τα ιστορικά στοιχεία της τελευταίας πενταετίας.

2. **Υπολογισμός των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών για κάθε έτος της οριζόμενης χρονικής περιόδου.** Με τον όρο Ελεύθερες Ταμειακές Ροές εννοούμε τα ταμειακά διαθέσιμα που έχει στη διάθεσή της η επιχείρηση για την ικανοποίηση των απαιτήσεων των επενδυτών και των πιστωτών της. Υπάρχουν δύο παραλλαγές υπολογισμού των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών:

α. Ελεύθερες Ταμειακές Ροές στην Επιχείρηση (Free Cash Flows to Firm – FCFF): Σύμφωνα με την παραλλαγή αυτή, υπολογίζονται οι Ελεύθερες Ταμειακές Ροές που είναι διαθέσιμες τόσο για τους πιστωτές, όσο και για τους μετόχους της επιχείρησης. Οι Ελεύθερες Ταμειακές Ροές στην Επιχείρηση αποτελούν το ταμειακό «αντίκρισμα» σε ρευστό από τις λειτουργικές, χρηματοοικονομικές και επενδυτικές δραστηριότητες της επιχείρησης, οι οποίες προορίζονται για την πληρωμή των μετόχων και των πιστωτών της.

Η εξίσωση υπολογισμού είναι η εξής: **FCFF = EBIT (1 - t) + Μη ταμειακές δαπάνες - Μεταβολή μη ταμειακών ισοδύναμων του Κεφαλαίου Κίνησης - Μεταβολή Κεφαλαιουχικών Δαπανών**, όπου:

EBIT > Κέρδη προ τόκων και φόρων.

Μη ταμειακές δαπάνες > συνήθως πρόκειται για τις αποσβέσεις, οι οποίες δεν επιφέρουν καμία ταμειακή εκροή, ωστόσο υπάρχουν και άλλες δαπάνες που δεν αντικατοπτρίζουν ταμειακή εκροή, όπως για παράδειγμα οι προβλέψεις.

Μεταβολή μη ταμειακών ισοδύναμων του ΚΚ > Μεταβολή στο κυκλοφορούν ενεργητικό χωρίς τα χρηματικά διαθέσιμα μείον μεταβολή στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις χωρίς το βραχυπρόθεσμο χρέος.

Μεταβολή Κεφαλαιουχικών Δαπανών > Μεταβολή στα Πάγια Περιουσιακά Στοιχεία.

β. Ελεύθερες Ταμειακές Ροές Μετοχικού Κεφαλαίου (Free Cash Flows to Equity – FCFE) Σύμφωνα με την παραλλαγή αυτή, υπολογίζονται οι ταμειακές ροές που είναι διαθέσιμες μόνο για τους μετόχους της επιχείρησης.

Η εξίσωση υπολογισμού είναι η εξής: $FCFE = EBIT (1 - t) + \text{Μη ταμειακές δαπάνες} - \text{Μεταβολή μη ταμειακών ισοδύναμων του Κεφαλαίου Κίνησης} - \text{Μεταβολή Κεφαλαιουχικών Δαπανών} - \text{Αποπληρωμή δανείων (χρέους)} + \text{Έκδοση νέου χρέους}$

Η χρήση της μίας ή της άλλης παραλλαγής για την αποτίμηση μιας εταιρίας χρησιμοποιεί συγκεκριμένες παραδοχές. Χρησιμοποιώντας τις Ελεύθερες Ταμειακές Ροές στην Επιχείρηση βρίσκουμε τη συνολική αξία μιας επιχείρησης, ενώ χρησιμοποιώντας τις Ελεύθερες Ταμειακές Ροές Μετοχικού Κεφαλαίου υπολογίζουμε την αξία του κεφαλαίου μιας επιχείρησης. Η μεταξύ τους σχέση προκύπτει από την παρακάτω απλή εξίσωση:

$$\text{Αξία επιχείρησης} = \text{Αξία Καθαρής Θέσης} + \text{Αξία Παθητικού}$$

Να σημειώσουμε ότι η πρώτη παραλλαγή, δηλαδή οι Ελεύθερες Ταμειακές Ροές στην Επιχείρηση (Free Cash Flows to Firm – FCFF), είναι και η συνηθέστερη. Στη συνέχεια του κεφαλαίου, θα θέσουμε ως δεδομένο ότι η εκτίμηση της αξίας της επιχείρησης γίνεται με αυτήν.

3. Εύρεση της παρούσας αξίας των μελλοντικών ταμειακών ροών με τον κατάλληλο συντελεστή προεξόφλησης. Ως συντελεστής προεξόφλησης συνήθως χρησιμοποιείται το μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC – Weighted Average Cost of Capital). Οι μελλοντικές καθαρές ταμειακές ροές κάθε έτους προεξοφλούνται στο σήμερα ($t = 0$) και αθροίζονται, σύμφωνα με τον παρακάτω τύπο:

$$NPV_{FCFF} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}$$

Όπου n , ο αριθμός των ετών πρόβλεψης.

4. Υπολογισμός της Υπολειμματικής Αξίας μετά το τέλος της χρονικής περιόδου πρόβλεψης και προεξόφλησή της. Υπολειμματική Αξία είναι η αξία της επιχείρησης μετά το χρονικό διάστημα πρόβλεψης των ταμειακών ροών. Ο υπολογισμός της βασίζεται στην εκτίμηση ότι η επιχείρηση θα συνεχίσει τη δραστηριότητά της, επομένως θα συνεχίσει να δημιουργεί ταμειακές ροές στο διηνεκές (στην πράξη μέχρι το πέρας της λειτουργίας της, το οποίο όμως εκτιμάται ότι θα διαρκέσει). Επί της ουσίας, η υπολειμματική αξία ενσωματώνει τις μακροπρόθεσμες προοπτικές ανάπτυξης της επιχείρησης. Επομένως, ο σωστός υπολογισμός της είναι σημαντικός,

καθώς βασίζεται σε μεγάλο μέρος του συνολικού χρόνου ζωής της επιχείρησης, επομένως αποτελεί σημαντικό ποσοστό της συνολικής της αξίας.

Τρόπος Υπολογισμού της Υπολειμματικής Αξίας: Λαμβάνοντας ως βασική υπόθεση ότι η επιχείρηση συνεχίζει τη λειτουργία της στο διηνεκές με ένα σταθερό ρυθμό ανάπτυξης, ορίζουμε ένα ρυθμό μεταβολής g , ο οποίος, για τη σωστή εκτίμηση της υπολειμματικής αξίας, δεν πρέπει να οριστεί μεγαλύτερος από τον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας ή του κλάδου δραστηριότητας της επιχείρησης.

Ο τύπος υπολογισμού είναι ο εξής:

$$\frac{FCFF_{n+1}}{(WACC - g)} \frac{1}{(1 + WACC)^n}$$

Δηλαδή, για τον υπολογισμό της Υπολειμματικής Αξίας χρησιμοποιείται ως βάση η καθαρή ταμειακή ροή του τελευταίου έτους της περιόδου πρόβλεψης, η οποία αυξάνεται κάθε έτος με έναν ρυθμό g ($FCFF_{n+1} = FCFF_n * (1 + g)$). Το άθροισμα των παραπάνω ταμειακών ροών στο διηνεκές προεξοφλείται στο έτος βάσης με επιτόκιο ίσο με το μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου – WACC.

Εναλλακτικά, θα μπορούσαμε να ορίσουμε έναν συγκεκριμένο αριθμό ετών λειτουργίας της επιχείρησης και να εκτιμήσουμε αντίστοιχα την Υπολειμματική της Αξία. Αυτό θα μπορούσε να συμβεί είτε σε περιπτώσεις εκτίμησης αξίας μιας μικρομεσαίας επιχείρησης, όπου οι πιθανότητες διάρκειας στο διηνεκές είναι λίγες, είτε γιατί οι επενδυτές δεν ενδιαφέρονται για τις καθαρές ταμειακές ροές από ένα χρονικό σημείο και έπειτα. Σε αυτήν την περίπτωση, ο τύπος υπολογισμού της Υπολειμματικής Αξίας διαμορφώνεται ως εξής:

$$\frac{FCFF_{n+1}}{(WACC - g)} \frac{1}{(1 + WACC)^n} - \frac{FCFF_{n+x}}{(WACC - g)} \frac{1}{(1 + WACC)^{n+x}}$$

όπου x , ο αριθμός ετών λειτουργίας της επιχείρησης μετά το έτος n .

5. Εκτιμώμενη Αξία Επιχείρησης. Ακολουθώντας όλα τα παραπάνω βήματα της μεθόδου, η εκτιμώμενη αξία της επιχείρησης ορίζεται από το άθροισμα των ελεύθερων ταμειακών ροών της περιόδου πρόβλεψης συν την υπολειμματική της αξία.

3.3 Η Μέθοδος της Υπερπροσόδου

Η μέθοδος αυτή υπολογίζει την αξία της επιχείρησης εκτιμώντας τις μελλοντικές υπερπροσόδους που θα δημιουργηθούν και προσθέτοντας σε αυτές την αξία της αναμορφωμένης καθαρής περιουσιακής θέσης. Μπορεί να χρησιμοποιηθεί από τον εκτιμητή, εφόσον υπάρχουν οικονομικά δεδομένα τουλάχιστον για μία πενταετία και η επιχείρηση παράγει κέρδη. Επιπλέον, θα πρέπει να δοθεί προσοχή, ώστε η χρονική περίοδος από την οποία και θα αντληθούν δεδομένα να έχει μία σχετική σταθερότητα αποδόσεων, π.χ. να μην πρόκειται για μία περίοδο με ασυνήθιστα υψηλές αποδόσεις λόγω μιας επένδυσης.

Πιο αναλυτικά, ο εκτιμητής θα πρέπει:

A. να υπολογίσει την καθαρή περιουσιακή θέση της εταιρίας, σύμφωνα με τη μέθοδο της αναμορφωμένης καθαρής περιουσιακής θέσης.

B. να εκτιμήσει τις υπερπροσόδους για μία χρονική περίοδο πρόβλεψης και να υπολογίσει το μέσο όρο τους και κατόπιν την παρούσα αξία τους.

Αθροίζοντας τα A και B, προκύπτει η αξία της επιχείρησης.

Η μέθοδος αυτή έχει όλα τα πλεονεκτήματα της μεθόδου της αναμορφωμένης καθαρής περιουσιακής θέσης και ταυτόχρονα εντάσσει στην εκτίμηση τη δυναμική και τις προοπτικές της επιχείρησης, καθώς χρησιμοποιεί προβλέψεις για τις μελλοντικές της αποδόσεις. Ωστόσο, η μέθοδος αυτή έχει και κάποιες αδυναμίες, καθώς στον υπολογισμό των οργανικών αποτελεσμάτων δε λαμβάνει υπ' όψιν τους τόκους, οι οποίοι αποτελούν σημαντική ταμειακή ροή για πολλές επιχειρήσεις. Επίσης, όπως αναφέρθηκε παραπάνω, η μέθοδος δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί σε επιχειρήσεις που δεν παράγουν υπερπροσόδους ή κέρδη.

3.3.1 Εφαρμογή της Μεθόδου

Τα βήματα που πρέπει να ακολουθήσει ο εκτιμητής για την εύρεση της αξίας μιας επιχείρησης με τη μέθοδο αυτή είναι:

- Υπολογισμός των Προσαρμοσμένων Αποτελεσμάτων Χρήσης για την περίοδο πρόβλεψης (συνήθως πενταετία).
- Προσαρμογή των στοιχείων του Ισολογισμού με τη μέθοδο της αναμορφωμένης καθαρής περιουσιακής θέσης.

- Υπολογισμός του απασχολούμενου κεφαλαίου της επιχείρησης. Το απασχολούμενο κεφάλαιο της επιχείρησης θεωρητικά ισούται με το ενεργητικό της (όπως αυτό έχει αναμορφωθεί). Ωστόσο, σε περίπτωση που κάποια στοιχεία του ενεργητικού δε χρησιμοποιούνται, η αξία τους θα πρέπει να αφαιρεθεί από το ενεργητικό. Σε περιπτώσεις όπου σημαντικό τμήμα του ενεργητικού δε χρησιμοποιείται, συνάγεται εύκολα το συμπέρασμα ότι μειώνεται η εκτίμηση των υπερπροσόδων.
- Υπολογισμός των οργανικών κερδών για την περίοδο πρόβλεψης. Για τον υπολογισμό θα ληφθούν υπ' όψιν οι αποσβέσεις, αλλά όχι οι τόκοι και τα έκτακτα και ανόργανα αποτελέσματα.
- Υπολογισμός των τόκων επί του απασχολούμενου κεφαλαίου.
- Υπολογισμός της υπερπροσόδου για κάθε έτος της περιόδου πρόβλεψης, αφαιρώντας τους τόκους που υπολογίστηκαν παραπάνω από τα οργανικά κέρδη.
- Υπολογισμός της Παρούσας Αξίας του Μ.Ο. των υπερπροσόδων για την περίοδο πρόβλεψης.

Επομένως, η αξία της επιχείρησης θα προκύψει από το παρακάτω άθροισμα:

$$\text{Αξία επιχείρησης} = \text{Απασχολούμενα κεφάλαια της επιχείρησης} + \text{Παρούσα Αξία του Μ.Ο. των υπερπροσόδων της περιόδου πρόβλεψης}$$

3.4 Η Μέθοδος της Προστιθέμενης Οικονομικής Αξίας

Η μέθοδος της Προστιθέμενης Οικονομικής Αξίας αναπτύχθηκε στις αρχές της δεκαετίας του 1990 από την εταιρία επιχειρηματικών συμβούλων Stern Stewart & Co., με σκοπό να καλύψει τις ανάγκες επιμέτρησης της απόδοσης των επιχειρήσεων. Οι δημιουργοί της υποστηρίζουν ότι η Προστιθέμενη Οικονομική Αξία είναι ένα μέτρο οικονομικής απόδοσης που προσεγγίζει περισσότερο από οποιαδήποτε άλλα το πραγματικό οικονομικό κέρδος μίας επιχείρησης. Η ΠΟΑ χρησιμοποιείται επιπλέον ως μέτρο απόδοσης που συνδέεται άμεσα με τη δημιουργία πλούτου στους μετόχους. Πρόκειται δηλαδή για μία προσέγγιση που εκφράζει την ικανότητα των επιχειρήσεων για συνεχή δημιουργία πλούτου και όχι απλώς για διανομή μερισμάτων. Το σκεπτικό είναι ότι η επιχείρηση λειτουργεί με ζημία εωσότου το κέρδος που εξάγει είναι μεγαλύτερο από το κόστος του κεφαλαίου της. Δεν παίζει ρόλο εάν πληρώνει φόρο επί των κερδών. Η επιχείρηση επιστρέφει λιγότερα στην οικονομία από τους πόρους που χρησιμοποιεί και δε δημιουργεί πλούτο, αλλά τον μειώνει. Επίσης, πολλές επιχειρήσεις

έχουν χρησιμοποιήσει τη μέθοδο αυτή και για την εσωτερική τους αξιολόγηση, καθώς και για να δώσουν κίνητρα και αμοιβές στα στελέχη τους.

Σύμφωνα με τη μέθοδο της Προστιθέμενης Οικονομικής Αξίας, η αξία της επιχείρησης ισούται με τη διαφορά μεταξύ των λειτουργικών κερδών μετά από φόρους και του κόστους των επενδεδυμένων κεφαλαίων. Για τον υπολογισμό του τελευταίου χρησιμοποιούμε το μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC).

Η μέθοδος μοιάζει αρκετά με αυτές της Υπερπροσόδου και των Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών, καθώς εμπεριέχουν στον υπολογισμό τους το κόστος κεφαλαίων. Επιπλέον, από όλες τις μεθόδους γίνονται αποδεκτές παρόμοιες υποθέσεις και εξάγουν περίπου τα ίδια αποτελέσματα.

3.4.1 Εφαρμογή της Μεθόδου

Ο τύπος που χρησιμοποιεί η μέθοδος είναι ο εξής:

$$\text{Προστιθέμενη Οικονομική Αξία (ΠΟΑ)} = \text{Λειτουργικά Κέρδη μετά από φόρους} - \\ (\text{Επενδεδυμένα Κεφάλαια} \times \text{Μεσοσταθμικό Κόστος Κεφαλαίου})$$

- (1) Επενδεδυμένα Κεφάλαια της Επιχείρησης θεωρούνται το άθροισμα των ξένων και ιδίων κεφαλαίων της.
- (2) Λειτουργικά Κέρδη μετά από φόρους, είναι τα Καθαρά Κέρδη της επιχείρησης.

Για τα (1) και (2) θα πρέπει πρώτα υπολογιστούν κάποιες αναπροσαρμογές στα οικονομικά μεγέθη, ώστε το αποτέλεσμα να προσεγγίζει καλύτερα την πραγματική εικόνα τους. Ο Stewart (1991) προτείνει 164 αναπροσαρμογές, ωστόσο οι εταιρίες συνήθως δεν κάνουν παραπάνω από 15, καθώς οι περισσότερες από αυτές δεν έχουν κάποια σημαντική επίδραση στα κέρδη.

Κάποιες από αυτές τις αναπροσαρμογές αναφέρονται παρακάτω:

- Κονδύλια που υπαγορεύονται από λογιστικές τακτικές και δεν απεικονίζουν κάποιο τελεσμένο γεγονός πρέπει να αναιρούνται. Παράδειγμα αποτελούν οι προβλέψεις για επισφαλείς απαιτήσεις, οι προβλέψεις αποζημίωσης του προσωπικού, οι εγγραφές αναβαλλόμενης φορολογίας, καθώς και όποιες άλλες δαπάνες ή έσοδα απορρέουν από τα παραπάνω.
- Κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων, ώστε να συμπεριληφθούν στο απασχολούμενο κεφάλαιο, όπως συμβαίνει με τις χρηματοδοτικές. Όσον αφορά την κατάσταση αποτελεσμάτων όμως, θα πρέπει να προστεθούν ξανά.

- Κεφαλαιοποίηση των δαπανών για διαφήμιση, έρευνα και ανάπτυξη, αλλά και υπολογισμός τους στα κέρδη.
- Αντικατάσταση των φορολογικών ή λογιστικών αποσβέσεων με το μέγεθος της πραγματικής οικονομικής απαξίωσης των παγίων.
- Υπολογισμός και απομείωση της φήμης και πελατείας.
- Συμπερίληψη των χρηματοοικονομικών εσόδων, καθώς και των έκτακτων αποτελεσμάτων στο λειτουργικό αποτέλεσμα, εφόσον σχετίζονται με τη λειτουργική δραστηριότητα της επιχείρησης και επηρεάζουν σημαντικά το αποτέλεσμα.
- Πρόσθεση των εξόδων για τόκους μετά από φόρους, καθώς θεωρούνται περισσότερο κεφαλαιουχικά παρά λειτουργικά έξοδα.

3.4.2 Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα της Μεθόδου

Αρχικά, πρόκειται για μία μέθοδο που μπορεί να χρησιμοποιηθεί τόσο για αποτίμηση, όσο και για διοικητικούς σκοπούς μέσα στην επιχείρηση, δηλαδή ως μέτρο για την παροχή κινήτρων, αμοιβών, την επιμέτρηση της αποδοτικότητας ή τη λήψη αποφάσεων. Τα οικονομικά στοιχεία χρησιμοποιούνται αναπροσαρμοσμένα στα πραγματικά τους μεγέθη και απαλλαγμένα από στρεβλώσεις.

Ωστόσο, είναι μια αρκετά πολύπλοκη και χρονοβόρα μέθοδος και παρά τις αναπροσαρμογές που πρέπει να γίνουν από τον εκτιμητή, υπάρχει πάντα περιθώριο «χειραγώγησης» των οικονομικών μεγεθών.

Δεν παύει όμως να είναι μία μέθοδος ευκολότερα αντιληπτή από την αγορά, η οποία μπορεί να αποδώσει την αξία της επιχείρησης ακόμα και αν η μετοχή της εταιρίας δεν απεικονίζει την πραγματική της αξία.

3.5 Η Μέθοδος των Κεφαλαιοποιημένων Οργανικών Κερδών

Η μέθοδος των κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών χρησιμοποιεί ως βάση υπολογισμού τα οργανικά κέρδη των επόμενων 5 έως 10 ετών. Παρουσιάζει ομοιότητες με τη μέθοδο των προεξοφλημένων καθαρών ταμειακών ροών, ωστόσο λαμβάνει υπ' όψιν μόνο τα οργανικά κέρδη σε αντίθεση με τις ταμειακές ροές.

3.5.1 Εφαρμογή της Μεθόδου

Ο τύπος υπολογισμού της μεθόδου είναι ο εξής:

$$\text{Αξία επιχείρησης} = \text{Προεξοφλημένη αξία οργανικών κερδών} + \text{Προεξοφλημένη αξία υπολειμματικής αξίας στο διηνεκές (μετά την περίοδο πρόβλεψης)}$$

Η μέθοδος αυτή δεν περιλαμβάνει στον υπολογισμό της αξίας οποιαδήποτε έκτακτα και ανόργανα έσοδα και έξοδα, όπως και φόρους. Όσον αφορά το συντελεστή προεξόφλησης, συνήθως χρησιμοποιείται ο μέσος όρος απόδοσης της αγοράς.

3.5.2 Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα

Η μέθοδος μπορεί να χρησιμοποιηθεί σε περιπτώσεις όπου η επιχείρηση εμφανίζει σταθερά κέρδη και έχει το πλεονέκτημα ότι λαμβάνει υπ' όψιν τη δυναμική της στο μέλλον.

Ωστόσο, δε λαμβάνεται καθόλου υπ' όψιν η κεφαλαιακή και περιουσιακή θέση της επιχείρησης, πράγμα που σημαίνει ότι θα μπορούσαν να αποτιμηθούν το ίδιο δύο επιχειρήσεις, εκ των οποίων η πρώτη είναι εντάσεως κεφαλαίου και η δεύτερη εντάσεως εργασίας. Επιπλέον:

- Η μέθοδος είναι σχετικά πολύπλοκη. Έχει μεγάλο στάδιο προετοιμασίας και απαιτούνται πολλές πληροφορίες.
- Το γεγονός ότι γίνεται εκτίμηση μελλοντικών κερδών ενέχει υποκειμενικότητα και κίνδυνο εσφαλμένης εκτίμησης. Υπάρχει βέβαια και παραλλαγή της μεθόδου, σύμφωνα με την οποία τα μελλοντικά οργανικά κέρδη δεν προβλέπονται, αλλά υπολογίζονται με βάση το μέσο όρο των οργανικών κερδών των προηγούμενων ετών. Σε αυτήν την περίπτωση όμως ο εκτιμητής βασίζεται σε ιστορικά στοιχεία και χάνεται το πλεονέκτημα ένταξης της δυναμικής της επιχείρησης στην εκτίμηση.
- Στη βιβλιογραφία δεν υπάρχει τυποποίηση της μεθόδου με καθιερωμένες υποθέσεις-παραδοχές για καμία από τις δύο παραλλαγές. Το γεγονός αυτό εμποδίζει τη σύγκριση με άλλες μεθόδους αποτίμησης.

3.6 Χρηματιστηριακές Μέθοδοι

Οι Χρηματιστηριακές μέθοδοι ονομάζονται έτσι, γιατί χρησιμοποιούνται ευρέως από τις χρηματιστηριακές εταιρίες και τα πιστωτικά ιδρύματα. Οι μέθοδοι αυτές χρησιμοποιούνται για την καθημερινή παρακολούθηση εισηγμένων εταιριών στην κεφαλαιαγορά και βασίζονται στα μερίσματα, καθώς και στην τιμή που η μετοχή μίας εταιρίας διαπραγματεύεται στην κεφαλαιαγορά.

Οι χρηματιστηριακές μέθοδοι είναι:

- Η μέθοδος της χρηματιστηριακής τιμής
- Η μέθοδος της προεξόφλησης των μελλοντικών μερισμάτων
- Η μέθοδος των πολλαπλασιαστών
- Η μέθοδος της συνολικής απόδοσης μετόχου (Total Return to Shareholder - TRS)
- Η μέθοδος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

3.6.1 Η Μέθοδος της Χρηματιστηριακής Τιμής

Η βασική υπόθεση αυτής της μεθόδου είναι ότι η αγορά είναι αποτελεσματική. Αυτό σημαίνει ότι η τιμή μίας μετοχής ενσωματώνει την πληροφόρηση που υπάρχει στην αγορά, με άλλα λόγια οποιαδήποτε νέα πληροφορία γνωστοποιείται ή πρόκειται να γνωστοποιηθεί επηρεάζει την τιμή μιας μετοχής σε τέτοιο βαθμό, ώστε η τελευταία να αντικατοπτρίζει τη σωστή και δίκαιη αξία της.

Ωστόσο, πολλοί αναλυτές αμφισβητούν την ύπαρξη της αποτελεσματικής αγοράς για διάφορους λόγους, όπως:

- Η πληροφόρηση δεν είναι πάντα διαθέσιμη ή δε φτάνει την ίδια στιγμή σε όλους τους συμμετέχοντες στην αγορά. Υπάρχουν μάλιστα περιπτώσεις, όπου κάποιο επικείμενο οικονομικό γεγονός αποκρύπτεται από την αγορά και δεν το γνωρίζουν όλοι, παρά μόνο ελάχιστοι.
- Υπάρχουν νομικοί περιορισμοί όσον αφορά το πλαίσιο εκκαθάρισης συναλλαγών, η οργανωμένη αγορά δηλαδή θέτει κάποια όρια όσον αφορά π.χ. τον όγκο μιας συναλλαγής ή το κόστος διεκπεραίωσής της.
- Το γενικότερο κλίμα σε μία οικονομία επηρεάζει σε μεγάλο βαθμό το εύρος και τη διακύμανση των τιμών.

- Η ρευστότητα μιας οργανωμένης αγοράς επηρεάζει επίσης τον όγκο των συναλλαγών και κατ' επέκταση τη διαμόρφωση των τιμών των μετοχών. Για παράδειγμα σε μία αγορά όπου υπάρχει μεγάλη ρευστότητα, οι αγοραπωλησίες γίνονται ευκολότερα (λιγότερα εμπόδια εισόδου και εξόδου).
- Έχουν παρατηρηθεί φαινόμενα μεταβολής της απόδοσης των μετοχών, τα οποία σχετίζονται με χρονικά σημεία ή χαρακτηριστικά των εταιριών και όχι με τους παράγοντες διαμόρφωσης των τιμών. Πρόκειται για διάφορα ημερολογιακά φαινόμενα (calendar effects) ή γενικότερα ανωμαλίες της κεφαλαιαγοράς (market anomalies), όπως: το φαινόμενο της ημέρας της εβδομάδας (the day-of-the week effect), το φαινόμενο του Ιανουαρίου (the January effect), το φαινόμενο του μεγέθους των εταιριών (the size effect), το φαινόμενο της ημέρας αργίας (the holiday effect) κλπ.

3.6.1.1 Εφαρμογή της Μεθόδου

Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, η πρόβλεψη της τιμής μιας μετοχής μπορεί να γίνει με δύο τρόπους:

- Θεμελιώδης ανάλυση. Ο αναλυτής χρησιμοποιεί τις οικονομικές καταστάσεις και τα χρηματοοικονομικά δεδομένα για να προβλέψει την τιμή της μετοχής.
- Τεχνική ανάλυση. Η τεχνική ανάλυση υποθέτει ότι η τιμή μιας μετοχής ακολουθεί μία συμπεριφορά (μοτίβο) που επαναλαμβάνεται. Με βάση αυτή την υπόθεση και χρησιμοποιώντας διάφορα στατιστικά εργαλεία και τεχνικές επιχειρεί να προβλέψει την τιμή της μετοχής.

3.6.2 Η Μέθοδος της Προεξόφλησης των Μελλοντικών Μερισμάτων

Βασική υπόθεση της μεθόδου αυτής είναι ότι τόσο η επιχείρηση, όσο και η αγορά δεν παρουσιάζουν μεγάλες διακυμάνσεις. Όσον αφορά την επιχείρηση, θεωρούμε ότι θα έχει σταθερά κέρδη και σταθερή πολιτική διανομής μερισμάτων.

Το άθροισμα των προεξοφλημένων μελλοντικών μερισμάτων θεωρητικά ισούται με το αποτέλεσμα που προκύπτει από τη μέθοδο των Προεξοφλημένων Ελεύθερων Ταμειακών

Ροών Μετοχικού Κεφαλαίου. Η διαφορά μεταξύ των δύο αυτών μοντέλων είναι ο τρόπος υπολογισμού τους. Πιο συγκεκριμένα, στο μοντέλο Προεξόφλησης Μελλοντικών Μερισμάτων η αξία του μετοχικού κεφαλαίου υπολογίζεται εκτιμώντας τα μερίσματα και τη μελλοντική αύξησή τους, ενώ στο μοντέλο προεξόφλησης ταμειακών ροών μετοχικού κεφαλαίου, το μετοχικό κεφάλαιο υπολογίζεται στη βάση της θεμελιώδους ανάλυσης και κατόπιν ενσωματώνεται στον υπολογισμό το προεξοφλητικό επιτόκιο (ρυθμός αύξησης).

Η μέθοδος της Προεξόφλησης των Μελλοντικών Μερισμάτων ορίζει την αξία του μετοχικού κεφαλαίου ως την παρούσα αξία όλων των αναμενόμενων μελλοντικών μερισμάτων της επιχείρησης. Είναι προφανές ότι η αξία της επιχείρησης είναι άμεσα σχετιζόμενη με τον προσδοκώμενο ρυθμό αύξησης των μερισμάτων (όσο μεγαλύτερος ο ρυθμός, τόσο μεγαλύτερη η αξία της).

3.6.2.1 Εφαρμογή της Μεθόδου

Υπάρχουν τρεις διαφορετικοί τρόποι εφαρμογής της μεθόδου, ανάλογα με την υπόθεση που κάνει ο εκτιμητής όσον αφορά τη μελλοντική εξέλιξη των μερισμάτων:

A. Προεξόφληση μελλοντικών μερισμάτων αφού αυτά υπολογιστούν με ανάλυση και πρόβλεψη των χρηματοοικονομικών στοιχείων.

B. Προεξόφληση μερισμάτων που αυξάνονται με σταθερό ρυθμό (υπόδειγμα του Gordon). Ο τύπος υπολογισμού είναι ο εξής:

$$P_0 = \frac{D_1}{r - g}$$

Όπου:

D_1 > το μέρισμα στο τέλος του πρώτου έτους πρόβλεψης

r > το επιτόκιο κινδύνου

g > ο ρυθμός μεταβολής

Γ. Προεξόφληση μερισμάτων σε δύο ή τρία στάδια. Σε αυτήν την περίπτωση ο ρυθμός αύξησης του μερίσματος δεν είναι ένας, αλλά μεταβάλλεται από τη μία περίοδο στην άλλη. Ο παρακάτω τύπος χρησιμοποιείται για την προεξόφληση μερισμάτων σε δύο στάδια (το κάθε στάδιο έχει διαφορετικό ρυθμό αύξησης του μερίσματος):

$$P_0 = D_0 \left[\frac{1 + g_H}{r - g_H} \right] \left[1 - \left(\frac{1 + g_H}{1 + r} \right)^n \right] + \frac{D_0(1 + g_H)^n(1 + g_L)}{(r - g_L)(1 + r)^n}$$

Όπου, $D_0 >$ το μέρισμα

$g_H >$ ο ρυθμός μεταβολής κατά το πρώτο στάδιο

$g_L >$ ο ρυθμός μεταβολής κατά το δεύτερο στάδιο

3.6.3 Η Μέθοδος των Πολλαπλασιαστών

Η μέθοδος αυτή αναφέρεται στη βιβλιογραφία και ως σχετική αποτίμηση (relative valuation). Χρησιμοποιεί διάφορους πολλαπλασιαστές, δηλαδή δείκτες που προκύπτουν από τη σχέση μεταξύ της τρέχουσας αξίας της μετοχής και της τιμής ενός χρηματοοικονομικού στοιχείου για την ίδια επιχείρηση. Πρόκειται για μία συχνά χρησιμοποιούμενη και δημοφιλή μέθοδο, καθώς η αποτίμηση γίνεται σε σχετικά σύντομο χρόνο και χωρίς να απαιτούνται πολύπλοκες υποθέσεις και λεπτομερείς προβλέψεις.

Η μέθοδος αυτή είναι καταλληλότερη για την αποτίμηση της μετοχής μιας επιχείρησης από έναν επενδυτή, παρά για την αποτίμηση της οικονομικής αξίας μιας επιχείρησης π.χ. στην περίπτωση εξαγοράς ή συγχώνευσης. Στη δεύτερη περίπτωση βέβαια, η μέθοδος των πολλαπλασιαστών μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως δευτερεύουσα μέθοδος για να επαληθεύσει τα συμπεράσματα που προέκυψαν από την κύρια μέθοδο αποτίμησης.

3.6.3.1. Εφαρμογή της Μεθόδου

Η μέθοδος αποτελείται από τα εξής δύο μέρη:

- Επιλογή του κατάλληλου πολλαπλασιαστή/ών.
- Εύρεση ομοειδών επιχειρήσεων, με τις οποίες θα γίνει η σύγκριση.
Τα βήματα είναι τα εξής:
- Επιλογή ενός χρηματοοικονομικού στοιχείου (μέτρου αξίας) της υπό εκτίμηση επιχείρησης.
- Υπολογισμός του σχετικού πολλαπλασιαστή για κάθε μία από τις ομοειδείς επιχειρήσεις και εύρεση του μέσου όρου αυτών. Η υπό εκτίμηση επιχείρηση εξαιρείται από τον υπολογισμό αυτό.
- Εφαρμογή του πολλαπλασιαστή των ομοειδών επιχειρήσεων στο μέτρο αξίας της υπό εκτίμηση επιχείρησης και εύρεση της πραγματικής της αξίας.

Η αποτίμηση με αυτή τη μέθοδο γίνεται εύκολα κατανοητή και σε ενδιαφερόμενους χωρίς ιδιαίτερα εξειδικευμένες γνώσεις. Επιπλέον, οι δείκτες αυτοί αντικατοπτρίζουν περισσότερο την εικόνα της αγοράς. Ωστόσο, όλα αυτά τα πλεονεκτήματα μπορούν ταυτόχρονα να αποτελέσουν και τις σημαντικότερες αδυναμίες της μεθόδου. Ο υπολογισμός και η ανάγνωση των πολλαπλασιαστών πρέπει να γίνεται με προσοχή, καθώς μία λάθος επιλογή μπορεί να οδηγήσει σε διαστρεβλωμένα αποτελέσματα και λάθος συμπεράσματα για την εκτιμώμενη επιχείρηση. Επίσης, σε μία αγορά με υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης είναι πιθανότερο ότι οι μετοχές θα διαπραγματεύονται σε υψηλότερα επίπεδα τιμών, επομένως η μέθοδος αυτή θα αποδώσει στην επιχείρηση υψηλότερη αξία από την πραγματική.

3.6.3.2 Ομοειδείς Επιχειρήσεις

Η επιλογή των ομοειδών επιχειρήσεων είναι σημαντική για τη σωστή αποτίμηση μέσω πολλαπλασιαστών. Αυτό εξασφαλίζεται επιλέγοντας όχι μόνο εταιρίες που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο, αλλά ειδικότερα εταιρίες με τις ίδιες προοπτικές ανάπτυξης και αποδόσεων επί του επενδυμένου κεφαλαίου (ROIC).

Μία συνηθισμένη πρακτική είναι η επιλογή μιας ομάδας 8 έως 15 ανταγωνιστών και ο υπολογισμός του μέσου όρου των πολλαπλασιαστών τους. Απαιτείται όμως σωστή κρίση όσον αφορά ποιες εταιρίες θα επιλεγούν, ώστε να γίνει πραγματικά σωστά η σχετική αποτίμηση.

Μία ασφαλής προσέγγιση είναι να ορίζει η ίδια η εταιρία τους ανταγωνιστές της. Είναι προτιμότερο οι ομοειδείς επιχειρήσεις να είναι ένας μικρός αριθμός ανταγωνιστών, οι οποίοι όμως δραστηριοποιούνται στις ίδιες αγορές και με τα ίδια ή παρόμοια προϊόντα ή υπηρεσίες.

3.6.3.3 Σημαντικότεροι Πολλαπλασιαστές Αποτίμησης Επιχειρήσεων

Παρακάτω θα αναφερθούμε σύντομα στους σημαντικότερους πολλαπλασιαστές που χρησιμοποιούνται από τους αναλυτές.

Price to Earnings Ratio (P/E)

Πρόκειται για τον πιο συχνά χρησιμοποιούμενο πολλαπλασιαστή, πολλές φορές όμως χωρίς να γίνεται σωστή χρήση του. Ο τύπος υπολογισμού είναι:

$$PE = \text{Αγοραία αξία ανά μετοχή} / \text{Κέρδη ανά μετοχή}$$

Είναι απλός στον υπολογισμό, ωστόσο χρειάζεται να γίνεται προσεκτική εξέταση των υπό μελέτη επιχειρήσεων, καθότι ενδέχεται να προκύψουν εντελώς εσφαλμένα αποτελέσματα. Ο λόγος για αυτό είναι αρχικά ότι τα κέρδη μιας επιχείρησης προκύπτουν υπολογίζοντας και τα έκτακτα έσοδα και έξοδα. Επομένως δεν είναι ορατός ο βαθμός συμμετοχής στα κέρδη της λειτουργικής δραστηριότητας. Επιπλέον, επιχειρήσεις με μεγάλους ρυθμούς ανάπτυξης μπορεί να παρουσιάσουν έντονες διακυμάνσεις στο δείκτη αυτόν ανάλογα με την περίοδο που επιλέγεται για τη συλλογή των δεδομένων. Το γεγονός αυτό κάνει ακόμα δυσκολότερη τη σύγκριση με άλλες ομοειδείς επιχειρήσεις.

Price to Expected Growth Ratio (PEG)

Ο πολλαπλασιαστής αυτός υπολογίζεται με τον παρακάτω τύπο:

$$PEG = PE \text{ ratio} / \text{Expected Growth Rate}$$

Δηλαδή προκύπτει από τη σχέση του πολλαπλασιαστή PE προς τον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης της επιχείρησης. Χρησιμοποιείται πολλές φορές από τους αναλυτές για να εντοπίσουν τις υπερτιμημένες και υποτιμημένες μετοχές, για παράδειγμα επιχειρήσεις με τιμή του πολλαπλασιαστή μικρότερη της μονάδας θεωρούνται υποτιμημένες.

Συνίσταται ο αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης να αναφέρεται στα κέρδη ανά μετοχή, παρά στο λειτουργικό αποτέλεσμα. Και εδώ βέβαια προκύπτει το ζήτημα της περιόδου που θα επιλεγεί για τη συλλογή των δεδομένων που θα χρησιμοποιηθούν στους υπολογισμούς.

Enterprise Value to EBITDA

Αυτός ο πολλαπλασιαστής βασίζεται στην αξία της επιχείρησης, όπως αυτή προκύπτει από τα κέρδη ανά μετοχή. Επίσης, το γεγονός ότι χρησιμοποιεί τα κέρδη προ τόκων και αποσβέσεων κάνει ευκολότερη τη σύγκριση επιχειρήσεων με διαφορετικές μεθόδους αποσβέσεων ή/και διαφορετικό βαθμό μόχλευσης.

Ο τύπος υπολογισμού είναι ο εξής:

$$EV/EBITDA = \text{Market Value of Equity} + \text{Market Value of Debt-Cash} / EBITDA$$

Δηλαδή η σχέση της συνολικής αγοραίας αξίας της επιχείρησης προς το EBITDA.

Price to Book Equity (P/BV)

Ο πολλαπλασιαστής αυτός ορίζεται ως:

$$\text{Price to Book Ratio} = \text{Price per share} / \text{Book value of equity per share}$$

Ως λογιστική αξία ορίζεται η διαφορά της λογιστικής αξίας του ενεργητικού με τη λογιστική αξία των υποχρεώσεων. Ο βασικός λόγος προτίμησης του δείκτη αυτού είναι ότι προσφέρει ένα σχετικά σταθερό μέτρο αξίας που μπορεί να συγκριθεί με την αγοραία αξία της επιχείρησης (Damodaran, 2012). Επιπλέον, η τιμή της σχέσης αγοραίας και λογιστικής αξίας είναι ένδειξη μιας υπερτιμημένης ή υποτιμημένης μετοχής στην αγορά συγκρίνοντας ανταγωνίστριες εταιρίες μεταξύ τους. Ωστόσο, όπως και σε άλλες μεθόδους αποτίμησης που βασίζονται σε λογιστικές αξίες, έτσι και σε αυτήν την περίπτωση η λογιστική αξία επηρεάζεται από τις λογιστικές πολιτικές που ακολουθούνται και μπορεί να διαφέρουν σημαντικά από επιχείρηση σε επιχείρηση. Επίσης, ο δείκτης δεν είναι κατάλληλος για επιχειρήσεις χωρίς ενσώματα πάγια στοιχεία (π.χ. παροχής υπηρεσιών) ή με άυλα περιουσιακά στοιχεία που δεν εμφανίζονται στα βιβλία της.

Price to Sales Ratio (P/S)

Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{Price to Sales Ratio} = \text{Market Value of Equity} / \text{Revenues}$$

Ο δείκτης αυτός είναι περισσότερο κατάλληλος από τους προαναφερθέντες για νεοσύστατες επιχειρήσεις, οι οποίες δεν εμφανίζουν κέρδη το πρώτο διάστημα λειτουργίας τους. Γενικότερα οι λόγοι προτίμησης αυτού του δείκτη έχουν να κάνουν με το γεγονός ότι οι επιχειρήσεις δεν πρόκειται ποτέ να έχουν αρνητικές πωλήσεις, ότι οι πωλήσεις ως οικονομικό μέγεθος σε αντίθεση με άλλα μεγέθη δεν μπορούν να χειραγωγηθούν ή ότι συνήθως δεν έχουν πολύ μεγάλες διακυμάνσεις από περίοδο σε περίοδο. Ωστόσο, δεν πρέπει να παραβλέπουμε ότι επιχειρήσεις με το ίδιο ύψος πωλήσεων μπορεί να έχουν πολύ διαφορετικά ποσοστά κερδών ή ακόμη και ζημίες. Περαιτέρω, επιχειρήσεις με συνεχόμενες ζημίες δεν μπορούν να παράγουν θετικές ταμειακές ροές.

3.6.3.4 Σωστή Χρήση των Πολλαπλασιαστών

Οι Goedhart, Koller και Wessels (2005) σε άρθρο τους για το ρόλο των πολλαπλασιαστών στην αποτίμηση αναφέρουν τέσσερις βασικές αρχές για την ορθή εφαρμογή τους από τις επιχειρήσεις, τις οποίες και αναφέρουμε συνοπτικά:

- Επιλογή των κατάλληλων ομοειδών επιχειρήσεων, εντοπίζοντας αυτές που έχουν ίδιες προοπτικές ανάπτυξης και αποδόσεων επί του επενδυμένου κεφαλαίου (ROIC). Χρειάζεται ανάλυση και προσεκτική εξέταση των εταιριών του κλάδου, όσον αφορά ποσοτικά αλλά και ποιοτικά χαρακτηριστικά τους, ώστε ο αναλυτής να καταλήξει στην τελική ομάδα των ομοειδών επιχειρήσεων – η οποία μπορεί να αποτελείται από ελάχιστες εταιρίες (ίσως και μία μόνο).
- Χρήση πολλαπλασιαστών που βασίζονται σε προβλέψεις μεγεθών και όχι σε ιστορικά δεδομένα. Εμπειρικές μελέτες έχουν δείξει ότι πολλαπλασιαστές που βασίζονται σε προβλέψεις δίνουν πιο ακριβείς τιμές από αυτούς που βασίζονται σε ιστορικά στοιχεία μεγεθών.
- Χρήση πολλαπλασιαστών σχετικών με την αξία της επιχείρησης. Οι πολλαπλασιαστές που σχετίζονται με τα κέρδη επηρεάζονται από το βαθμό μόχλευσης της επιχείρησης. Αφετέρου, τα κέρδη μιας επιχείρησης μπορεί να περιέχουν έκτακτα έσοδα και έξοδα και να μη δίνουν τη σωστή εικόνα σχετικά με την κερδοφορία της. Οι συγγραφείς προτείνουν τη χρήση του πολλαπλασιαστή Enterprise Value to EBITDA, του οποίου τα πλεονεκτήματα έχουν αναφερθεί παραπάνω.
- Προσαρμογή των μεγεθών του πολλαπλασιαστή Enterprise Value to EBITDA αφαιρώντας οποιαδήποτε μη λειτουργικά οικονομικά στοιχεία, με σκοπό την αποφυγή εσφαλμένων αποτελεσμάτων και εκτιμήσεων.

3.6.4 Η Μέθοδος της Συνολικής Απόδοσης Μετόχου (Total Return to Shareholder - TRS)

Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, η αξία της επιχείρησης προκύπτει από το παρακάτω αλγεβρικό άθροισμα:

$$\text{Αξία επιχείρησης} = \text{τρέχουσα αγοραία αξία μετοχών} + \text{αξία μελλοντικών μερισμάτων}$$

Οι προβλέψεις όσον αφορά την τιμή των μετοχών γίνονται χρησιμοποιώντας την τεχνική ανάλυση, ενώ όσον αφορά τα κέρδη γίνονται με τη χρήση των κλασικών μεθόδων πρόβλεψης χρηματοοικονομικών στοιχείων.

3.6.5 Η Μέθοδος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

Η μέθοδος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ονομάζεται έτσι, γιατί παλαιότερα χρησιμοποιείτο από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για τον προσδιορισμό της αξίας των εταιριών πριν την έναρξη διαπραγμάτευσης των μετοχών τους στην κεφαλαιαγορά.

Η μέθοδος αυτή συνδυάζει τη μέθοδο της Καθαρής Περιουσιακής Θέσης και τη μέθοδο των Κεφαλαιοποιημένων Οργανικών Κερδών. Ο τύπος υπολογισμού της είναι:

$$\text{Αξία επιχείρησης} = \text{Καθαρή Περιουσιακή Θέση} + \text{Μέσο Οργανικό Κέρδος της τελευταίας πενταετίας} \times \text{Πολλαπλασιαστή Κερδών} / 2$$

Ο πολλαπλασιαστής κερδών μεταβάλλεται ανάλογα με τις οικονομικές συνθήκες (πληθωρισμός, επιτόκια, ρυθμός ανάπτυξης κλπ). Η μέθοδος βασίζεται καθαρά σε ιστορικά στοιχεία, που σημαίνει ότι δε λαμβάνει υπ' όψιν τις προοπτικές της εταιρίας στο μέλλον.

3.6.6 Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα των Χρηματιστηριακών Μεθόδων

Οι χρηματιστηριακές μέθοδοι είναι σε γενικές γραμμές πιο απλές και περισσότερο κατανοητές στους χρήστες τους. Λόγω της ευκολίας τους, η αποτίμηση με αυτές τις μεθόδους μπορεί να γίνει όσο συχνά επιθυμεί ο αναλυτής. Οι περισσότερες από τις χρηματιστηριακές μεθόδους που εξετάσαμε παραπάνω ενέχουν το στοιχείο της πρόβλεψης, επομένως εντάσσουν τη δυναμική της εταιρίας στην αποτίμηση.

Ωστόσο, εξαιτίας αυτής της «απλοϊκότητας», χρειάζεται μεγάλη προσοχή τόσο κατά τη σύνταξη, όσο και κατά την ερμηνεία της αποτίμησης. Ο αναλυτής χρειάζεται να εξετάζει συνολικά και όχι μεμονωμένα τα οικονομικά δεδομένα των επιχειρήσεων. Είναι πολύ εύκολο να γίνουν λάθος υποθέσεις ή υπεραπλουστεύσεις και να εξαχθούν λάθος συμπεράσματα. Επιπλέον, εξαιτίας του γεγονότος ότι στη διαδικασία αποτίμησης συμμετέχει και η αγοραία αξία της μετοχής, μία υπερεκτιμημένη ή υποτιμημένη μετοχή επηρεάζει το πραγματικό αποτέλεσμα της εκτίμησης. Κάτι ακόμη που επηρεάζει το αποτέλεσμα αυτών των μεθόδων είναι η μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Άλλες επιχειρήσεις μπορεί να έχουν σταθερή πολιτική, άλλες πιο συντηρητική, σε άλλες να υπάρχουν διακυμάνσεις λόγω π.χ. επενδυτικών ενεργειών κλπ., αλλά, για παράδειγμα, να είναι όλες το ίδιο κερδοφόρες και με καλό επίπεδο ρευστότητας.

3.7 Η Μέθοδος της Συγκριτικής Ανάλυσης Εισηγμένων Εταιριών και Χρήσης Δεικτών Κεφαλαιαγοράς

Η διαφορά της μεθόδου αυτής με τη μέθοδο των πολλαπλασιαστών έγκειται στο γεγονός ότι χρησιμοποιεί ταυτόχρονα πολλούς αριθμοδείκτες αντί για έναν. Η χρήση περισσότερων του ενός αριθμοδεικτών προσφέρει στον αναλυτή το πλεονέκτημα μίας πιο ολοκληρωμένης απεικόνισης των οικονομικών δεδομένων της επιχείρησης. Ωστόσο, η επιλογή τους πρέπει να γίνεται με προσοχή, ώστε να διαμορφωθεί ο κατάλληλος συνδυασμός αριθμοδεικτών.

Γενικότερα, η μέθοδος αυτή είναι σχετικά εύκολη στην εφαρμογή. Η δυσκολία της έγκειται περισσότερο στη σωστή επιλογή των συγκρίσιμων επιχειρήσεων (όπως και με τη μέθοδο των πολλαπλασιαστών), καθώς και στην επιλογή των αριθμοδεικτών. Οι συγκρίσιμες επιχειρήσεις που θα συμμετέχουν στο δείγμα πρέπει να είναι παρεμφερείς με την επιχείρηση προς αποτίμηση και συνήθως να ανήκουν στον ίδιο κλάδο δραστηριότητας. Όσον αφορά τους αριθμοδείκτες, είναι σημαντική η εξέταση των ιστορικών στοιχείων, αλλά εξίσου σημαντικό ρόλο έχουν και οι προβλέψεις των μελλοντικών τιμών τους. Υπάρχουν διάφοροι αριθμοδείκτες που χρησιμοποιούνται από τους αναλυτές. Διακρίνονται σε τρεις κατηγορίες:

- Αριθμοδείκτες κεφαλαιοποίησης: P/E (τιμή προς κέρδη), P/S (τιμή προς πωλήσεις), P/BV (τιμή προς λογιστική αξία).
- Αριθμοδείκτες αξίας της επιχείρησης: EV/EBITDA (αξία της επιχείρησης προς EBITDA), EV/Sales (αξία της επιχείρησης προς πωλήσεις), EV/FCF (αξία της επιχείρησης προς ελεύθερες ταμειακές ροές).
- Αριθμοδείκτες ρυθμού ανάπτυξης της επιχείρησης: P/EG (τιμή προς ρυθμό μεταβολής των κερδών), EV/EG (αξία της επιχείρησης προς ρυθμό μεταβολής των κερδών).

3.7.1 Εφαρμογή της Μεθόδου

Για τον υπολογισμό της αξίας μιας επιχείρησης με τη μέθοδο αυτή ακολουθούνται τα παρακάτω βήματα:

- Αρχικά επιλέγονται οι παρεμφερείς εταιρίες, οι οποίες και θα αποτελέσουν το συγκριτικό δείγμα.

- Επιλέγονται οι αριθμοδείκτες που θα χρησιμοποιηθούν, τόσο για τις εταιρίες του δείγματος, όσο και για την υπό εκτίμηση επιχείρηση, και ορίζονται συντελεστές στάθμισης για κάθε έναν. Οι συντελεστές στάθμισης εκφράζουν το βαθμό που ο κάθε αριθμοδείκτης αντιπροσωπεύει την αξία της επιχείρησης.
- Υπολογισμός των αριθμοδεικτών των εταιριών του δείγματος και εξαγωγή του μέσου όρου για καθέναν από αυτούς.
- Υπολογισμός της αξίας της επιχείρησης αρχικά χρησιμοποιώντας το μέσο όρο των αριθμοδεικτών του δείγματος και κατόπιν σταθμίζοντας τα αποτελέσματα με τους συντελεστές στάθμισης που ορίστηκαν νωρίτερα.

3.7.2 Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα

Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, η μέθοδος αυτή είναι σχετικά εύκολη στην εφαρμογή και μπορεί να γίνει κατανοητή από μεγάλο μέρος των ενδιαφερόμενων μερών για μία επιχείρηση. Οι αριθμοδείκτες έχουν το πλεονέκτημα ότι δίνουν πληροφόρηση για όλες τις επιχειρήσεις, ακόμη και αν τα απόλυτα μεγέθη τους διαφέρουν σημαντικά. Επιπλέον, η μέθοδος βασίζεται στην τρέχουσα αγοραία και όχι στην ονομαστική αξία, άρα θεωρητικά πιο κοντά στην πραγματικότητα.

Ωστόσο, σε περιπτώσεις όπου η αγορά δεν αντικατοπτρίζει τις πραγματικές αξίες, υπάρχουν δηλαδή υπερτιμημένες ή υποτιμημένες μετοχές, στρεβλώνονται και τα αποτελέσματα της μεθόδου. Τέλος, σε αυτή τη μέθοδο δε λαμβάνονται καθόλου υπ' όψιν τα ποιοτικά χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων και οι κίνδυνοι που αντιμετωπίζουν (επενδυτικός, πιστωτικός κλπ).

2^ο ΜΕΡΟΣ

ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ (ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΠΡΟΣ ΜΕΛΕΤΗ

Στο κεφάλαιο αυτό θα γίνει μία γενική παρουσίαση των τριών επιχειρήσεων που θα αποτελέσουν το αντικείμενο μελέτης αυτής της εργασίας. Πιο συγκεκριμένα, θα παρατεθούν η ιστορική αναδρομή, η μετοχική τους σύνθεση, η δραστηριοποίησή τους στον κλάδο, καθώς και μία οικονομική επισκόπηση των τελευταίων ετών.

4.1 Ο Κλάδος της Αλευροβιομηχανίας

Ο κλάδος της Αλευροβιομηχανίας είναι ο μεγαλύτερος υποκλάδος του γενικού κλάδου τροφίμων και ποτών. Περιλαμβάνει επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στην παραγωγή αλεύρων, σιμιγδαλιού και άλλων υποπροϊόντων που προέρχονται από την άλεση σκληρού και μαλακού σίτου. Τα προϊόντα τους διοχετεύονται σε επιχειρήσεις αρτοποιίας, ζαχαροπλαστικής, σε βιομηχανίες παραγωγής μπισκότων, σε εταιρίες παραγωγής ζυμαρικών και σε μικρότερο μερίδιο απευθείας στη λιανική με τυποποιημένα προϊόντα αλεύρων και σιμιγδαλιού. Πρόκειται για έναν οξύτατα ανταγωνιστικό κλάδο, ο οποίος επηρεάζεται άμεσα από το κόστος της πρώτης ύλης (σιτάρι), η οποία αποτελεί και χρηματιστηριακό είδος.

Ειδικά όσον αφορά την παραγωγή αλεύρων σίτου, ο κλάδος περιλαμβάνει έναν μικρό αριθμό επιχειρήσεων μεγάλου μεγέθους και πολλές επιχειρήσεις μικρότερου μεγέθους. Τα άλευρα που παράγουν κατηγοριοποιούνται σε τέσσερις βασικούς τύπους, ωστόσο υπάρχουν και άλλοι τύποι αλεύρων που έχουν ζήτηση.

Η πρώτη ύλη για την παραγωγή τους είναι κυρίως ο μαλακός σίτος, που χρησιμοποιείται κατ' αποκλειστικότητα για την παραγωγή αλεύρων αρτοποιίας. Δυστυχώς η χώρα μας δεν έχει αυτάρκεια στην παραγωγή σίτου, ειδικά του μαλακού, επομένως καλύπτει ένα σημαντικό μέρος των αναγκών της με εισαγωγές, ωστόσο επίσης ένα μέρος της εγχώριας παραγωγής εξάγεται σε Ε.Ε. και τρίτες χώρες. Στον παρακάτω πίνακα εμφανίζονται ενδεικτικά τα μεγέθη για την περίοδο 2016/2017:

**Πίνακας 4.1 Στοιχεία εισαγωγών-εξαγωγών της περιόδου 2016/2017
(ICAP: κλαδική μελέτη αλευροβιομηχανίας 2019)
Εμπορικό έτος 1/7/2016-30/6/2017**

	Μαλακός Σίτος	Σκληρός Σίτος
Έκταση (εκτάρια)	149.416	387.361
Παραγωγή (τόνοι)	471.566	1.121.628
Εισαγωγές από Τρίτες Χώρες	291.048	78
Εισαγωγές από χώρες της Ε.Ε.	624.681	166.958
Σύνολο Εισαγωγών	915.729	167.036
Εξαγωγές σε Τρίτες Χώρες	295	326.900
Εξαγωγές σε χώρες της Ε.Ε.	13.197	341.757
Σύνολο Εξαγωγών	13.492	668.657

Τα προϊόντα του κλάδου της αλευροβιομηχανίας απορροφούνται κυρίως από την αρτοποιία, τη ζαχαροπλαστική, τις βιομηχανίες παραγωγής μπισκότων κλπ. Οι ποσότητες που διατίθενται τυποποιημένες στο λιανικό εμπόριο είναι πολύ περιορισμένες σε σχέση με το σύνολο της παραγωγής, με αποτέλεσμα η ζήτηση των εξεταζόμενων προϊόντων να επηρεάζεται κυρίως από την πορεία των επιχειρήσεων-πελατών, όπως είναι οι βιοτεχνίες αρτοποιίας και ζαχαροπλαστικής.

Σε γενικές γραμμές τόσο η παραγωγή των προϊόντων του κλάδου, όσο και η κατανάλωση έχουν μικρές αυξομειώσεις από έτος σε έτος και μάλιστα καλύπτουν σχεδόν εξ ολοκλήρου την εγχώρια ζήτηση, με αποτέλεσμα οι εισαγωγές αλεύρων σίτου να παραμένουν σε χαμηλά επίπεδα.

4.2 Η Εταιρία «Μύλοι Λούλη Α.Ε.»

4.2.1 Ιστορική Αναδρομή

Η ιστορία της εταιρίας «Μύλοι Λούλη Α.Ε.» ξεκίνησε από έναν μικρό πετρόμυλο στην Αετορράχη Ιωαννίνων το 1782. Μετά την καταστροφή του μύλου και της περιουσίας της οικογένειας το 1912, κάποια από τα παιδιά της αποφάσισαν να μετεγκατασταθούν στο Βόλο, όπου και το 1914 αγόρασαν μερίδιο του Μύλου Ι.Ξυδή - Ν.Χατζηνίκου. Το 1917 ο Μύλος αυτός εξαγοράστηκε πλήρως από την οικογένεια Λούλη και εξελίχθηκε στο μεγαλύτερο

Μύλο της εποχής του στη Θεσσαλία. Το 1926 ο Μύλος Λούλη κήκε και πάλι, ωστόσο στη θέση του σύντομα χτίστηκε ένας νέος μύλος.

Έκτοτε ξεκινάει η σύγχρονη πορεία της εταιρίας που φτάνει μέχρι και σήμερα. Το 1928 ο Μύλος Λούλη μετατρέπεται σε Ανώνυμη Εταιρία και το 1951 οι μετοχές του εισάγονται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Την ίδια χρονιά εισάγονται στο Χρηματιστήριο και οι μετοχές του μεγαλύτερου ανταγωνιστή της, των Μύλων Αγ. Γεωργίου.

Η εταιρία αναπτύσσεται συνεχώς και το 1969 ανοίγει υποκατάστημα στην Αττική. Συγχρόνως η εταιρία προβαίνει στην αγορά οικοπέδου στη Βιομηχανική Περιοχή του Βόλου με σκοπό τη μετέπειτα μετεγκατάστασή της. Το 1977 ξεκινά η κατασκευή του νέου Μύλου στη ΒΙ.ΠΕ. Βόλου, ο οποίος ξεκινά την παραγωγή του στα τέλη του 1978, χρησιμοποιώντας την τελευταία λέξη της τεχνολογίας της εποχής του. Μία δεκαετία αργότερα, και συγκεκριμένα το 1988, η εταιρία έρχεται στη 2^η θέση της Ελληνικής Αλευροβιομηχανίας από τη 12^η που κατείχε 10 χρόνια νωρίτερα. Το 1991 η εταιρία προβαίνει στην αγορά παραλιακής έκτασης 100.000 τ.μ. στον Παγασητικό κόλπο, στον όρμο της Σούρπης, με σκοπό να μεταφέρει εκεί τις εγκαταστάσεις της εκ νέου.

Τα χρόνια που ακολουθούν η εταιρία προχωράει σε επενδύσεις και εκτός της περιοχής της Μαγνησίας, επιδιώκοντας να ενισχύσει την παρουσία της και το δίκτυο διανομής της πανελλαδικά. Αποκορύφωμα των ενεργειών επέκτασής της είναι η εξαγορά μέσω του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών το 52% των μετοχών της εταιρίας ΜΥΛΟΙ ΑΓ. ΓΕΩΡΓΙΟΥ Α.Ε. το 1999.

Στο μεταξύ έχοντας αποκτήσει την άδεια κατασκευής του νέου επιλιμένιου μύλου στον κόλπο του Παγασητικού, ξεκινά το 2001 την παραγωγή αλεύρου στις νέες επιλιμένιες εγκαταστάσεις στη Σούρπη Μαγνησίας, αφού ολοκληρώνεται η μετεγκατάσταση των γραμμών παραγωγής από τη ΒΙ.ΠΕ. Βόλου. Την ίδια χρονιά η επωνυμία της εταιρίας αλλάζει σε ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ Α.Ε. Ταυτόχρονα, οι δραστηριότητες της εταιρίας επεκτείνονται και εκτός συνόρων σε Βουλγαρία, Ρουμανία και Αλβανία, ισχυροποιώντας τη θέση της και στα Βαλκάνια τα χρόνια που ακολουθούν.

Το διάστημα από το 2008 και μετά, και παρά την ύφεση της ελληνικής οικονομίας, η εταιρία επενδύει και πάλι εντός Ελλάδας, δημιουργώντας έναν υπερσύγχρονο αλευρόμυλο δυναμικότητας 300 τόνων ανά 24ωρο, στο Κερατσίνι Αττικής, στις εγκαταστάσεις των Μύλων Αγ. Γεωργίου. Πιο συγκεκριμένα, γίνεται πλήρης τεχνολογική ανακαίνιση των σιλό σίτου 20.000 τόνων, των σιλό αλεύρου 3.500 τόνων, των σιλό πιτύρων-πέλλετς 600 τόνων, καθώς και του επιλιμένιου πυλώνα-ταινιοδρόμου εκφορτώσεως σίτου 150 τόνων/ώρα από πλοία.

Η εταιρία συνεχίζει να επενδύει σε βελτιώσεις στην παραγωγική της διαδικασία, επενδύοντας σε νέες τεχνολογίες. Έτσι την τριετία 2013-2015 η εταιρία επενδύει πάνω από τέσσερα εκατομμύρια σε νέες τεχνολογίες και προϊόντα. Το 2015 και παρά τη συνεχιζόμενη κρίση, η Μύλοι Λούλη εξαγοράζουν την ελληνική εταιρία Kenfood που αποτελεί πρωτοπόρο στο χώρο παραγωγής μειγμάτων και πρώτων υλών αρτοποιίας και ζαχαροπλαστικής, έτσι η εταιρία ισχυροποιεί ακόμα περισσότερο την γκάμα των προϊόντων και τις υπηρεσίες της προς τους επαγγελματίες αρτοποιούς και ζαχαροπλάστες.

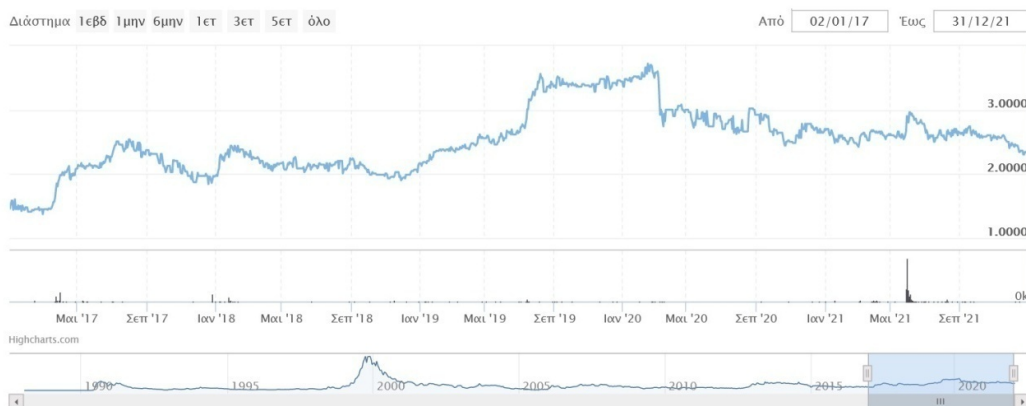
Το 2016 η εταιρία ιδρύει στις εγκαταστάσεις της την Ελληνική Σχολή Αρτοποιίας που έχει ως σκοπό να εκπαιδεύει νέους αρτοποιούς και ζαχαροπλάστες. Η πιο πρόσφατη επένδυση της εταιρίας έγινε το 2018, όταν οι Μύλοι Λούλη προέβησαν στην αγορά μιας νέας βιομηχανικής μονάδας (Μύλος) στην πόλη General Toshevo της Βουλγαρίας, με σκοπό την ενίσχυση των παραγωγικών της υποδομών.

Σήμερα η εταιρία κατέχει την πρώτη θέση στην ελληνική αλευροβιομηχανία λειτουργώντας τέσσερις υπερσύγχρονες μονάδες παραγωγής σε Σούρπη, Κερατσίνι, Θήβα και Toshevo και απασχολώντας συνολικά 257 εργαζόμενους. Οι επενδύσεις σε νέα τεχνολογικά μέσα και στην αναβάθμιση των εγκαταστάσεών της είναι συνεχείς, ώστε να παραμένει ανταγωνιστική.

4.2.2 Μετοχική Σύθεση – Πορεία Μετοχής

Το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας είναι ύψους 16.093.063,20€, σύμφωνα με τις οικονομικές καταστάσεις της χρήσης 01.01-31.12.2020, αποτελούμενο από 17.120.280 κοινές ονομαστικές μετοχές ονομαστικής αξίας 0,94 ευρώ εκάστη. Οι μετοχές της εταιρίας είναι εισηγμένες προς διαπραγμάτευση στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών από τις 24 Οκτωβρίου του 1951.

Στο παρακάτω γράφημα βλέπουμε την πορεία της μετοχής της εταιρίας την τελευταία πενταετία. Το ιστορικό υψηλό της για την περίοδο αυτή σημειώθηκε το Φεβρουάριο του 2020 (2,70€), δηλαδή λίγο πριν το ξέσπασμα της πανδημίας. Στις 31/12/2021 η μετοχή της εταιρίας έκλεισε στην τιμή των 2,36€.



**Γράφημα 4.1 Διάγραμμα τιμών μετοχής «Μύλοι Λούλη Α.Ε.» 01/01/2017-31/12/2021
(πηγή: <https://www.capital.gr/>)**

Τα παρακάτω φυσικά και νομικά πρόσωπα κατέχουν ποσοστό άνω του 5% στο συνολικό μετοχικό κεφάλαιο:

- Λούλης Νικόλαος > 48,46%
- Al Dahra Holding LLC > 20,00%
- Λούλη Ευαγγελία > 7,48%

4.2.3 Θυγατρικές Εταιρίες – Όμιλος Λούλη

Η εταιρία κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 99% στις παρακάτω εταιρίες του ομίλου της (θυγατρικές):

1. LOULIS INTERNATIONAL FOODS ENTERPRISES BULGARIA LTD με έδρα τη Λευκωσία της Κύπρου και αντικείμενο τη συμμετοχή σε εταιρίες αλευρόμυλων: η εταιρία συμμετέχει σε ποσοστό 100%.
2. KENFOOD ABEE με έδρα το Κερατσίνι Αττικής και αντικείμενο την Εμπορία και Παρασκευή μειγμάτων και ειδών ζαχαροπλαστικής: η εταιρία συμμετέχει σε ποσοστό 99,99%.
3. LOULIS MEL - BULGARIA EAD με έδρα το Γκενεράλ Τόσεβο της Βουλγαρίας και αντικείμενο την παραγωγή αλεύρων και προϊόντων αλευρόμυλων: η εταιρία συμμετέχει σε ποσοστό 100%, μέσω της κατοχής του συνολικού κεφαλαίου της πρώτης από την LOULIS INTERNATIONAL FOODS ENTERPRISES BULGARIA LTD.

4. ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΣΧΟΛΗ ΑΡΤΟΠΟΙΑΣ Κε Δι Βι Μ1 ΑΕ με έδρα το Κερατσίνι Αττικής και αντικείμενο τις υπηρεσίες επαγγελματικής κατάρτισης: η εταιρία συμμετέχει σε ποσοστό 99,70%.
5. LOULIS LOGISTICS SERVICES ΑΕ με έδρα τη Σούρπη Μαγνησίας και αντικείμενο τη διαμεσολάβηση για λογαριασμό τρίτων φορτώσεων, εκφορτώσεων, αποθήκευση, μεταφορά και διανομή προϊόντων, καθώς και την εν γένει παροχή λιμενικών διευκολύνσεων σε τρίτους: η εταιρία συμμετέχει σε ποσοστό 99,67%.

4.2.4 Δραστηριότητα – Προϊόντα

Τα τελευταία 35 χρόνια η εταιρία έχει καταφέρει να βρίσκεται συνεχώς στην κορυφή του κλάδου της Αλευροβιομηχανίας και μάλιστα με μεγάλη διαφορά από τους ανταγωνιστές της. Το όραμα του Ομίλου Λούλη είναι «να δημιουργεί αξία για την ανθρώπινη διατροφή». Διαρκής δέσμευση της διοίκησης είναι η διατήρηση αυτού του οράματος, έχοντας ως στόχο ο Όμιλος να παραμείνει ο αδιαμφισβήτητος ηγέτης και πρωτοπόρος της αγοράς. Ειδικότερα η αποστολή του Ομίλου είναι:

- να παράγει και να διαθέτει ποιοτικές και καινοτόμες πρώτες ύλες, καθώς και να προσφέρει υψηλού επιπέδου υπηρεσίες στην αγορά τροφίμων,
- να πρωτοπορεί και να αναπτύσσεται με σεβασμό στην τριών αιώνων παράδοσή του, καθώς και να δημιουργεί αξία για τους πελάτες του, τους εργαζόμενούς του, τους μετόχους του και την κοινωνία,
- να είναι ο ηγέτης του χώρου του στη Νοτιοανατολική Ευρώπη ενισχύοντας παράλληλα και τον εξαγωγικό του προσανατολισμό με περιβαλλοντική και κοινωνική υπευθυνότητα.

Στα πλαίσια αυτά, η εταιρία θέτει συνεχώς στόχους με γνώμονα την υψηλή ποιότητα, την προϊόντική υπεροχή, την εστίαση στον πελάτη, την αποδοτικότητα, την εξέλιξη της ψηφιοποίησης και την εφαρμογή νέων τεχνολογιών, καθώς και την ενίσχυση της διεθνούς δραστηριότητάς της, αλλά και την τήρηση της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης.

Η εταιρία έχει καταφέρει να αναπτύξει μία μεγάλη γκάμα προϊόντων που ανταποκρίνονται στις σύγχρονες ανάγκες των επαγγελματιών της αρτοποιίας και ζαχαροπλαστικής. Τα προϊόντα που είναι διαθέσιμα σήμερα στην αγορά είναι τα εξής:

- 8 διαφορετικά άλευρα αρτοποιίας, για ψωμί και διάφορα αρτοσκευάσματα.

- 8 διαφορετικά χωριάτικα άλευρα, κυρίως για ψωμί, αλλά και για αρτοσκευάσματα.
- 18 διαφορετικά άλευρα πολυτελείας, για ψωμί και για είδη ζαχαροπλαστικής.
- 5 διαφορετικά άλευρα ολικής αλέσεως, για ψωμί και διάφορα αρτοσκευάσματα.
- 4 διαφορετικοί τύποι σμιγδαλιού.
- Έτοιμα μείγματα για τσουρέκια, κέικ, ψωμιά.
- 14 διαφορετικά άλευρα υψηλής διατροφικής αξίας, προερχόμενα τόσο από σιτάρι, όσο και από εναλλακτικά δημητριακά (κατηγορία «ευ ζην»).

Όπως και οι υπόλοιπες εταιρίες του κλάδου, έτσι και οι Μύλοι Λούλη Α.Ε. απευθύνονται κυρίως σε επαγγελματίες του κλάδου της αρτοποιίας και ζαχαροπλαστικής και σε μικρότερο βαθμό σε δίκτυα λιανικής πώλησης (σούπερ μάρκετ). Η εταιρία διανέμει τα προϊόντα της πανελλαδικά και για το λόγο αυτό διαθέτει πέντε ιδιόκτητα κέντρα διανομής: στη Μάνδρα (Αττική), στη Σούρπη (Μαγνησία), στο Καλοχώρι (Θεσσαλονίκη), στο Ποδοχώρι (Καβάλα) και στο Toshevo (Βουλγαρία), τα οποία αποτελούν ένα άριστο δίκτυο διανομής. Με σημεία διάθεσης προϊόντων ανά 200 χιλιόμετρα και με έναν άρτιο στόλο φορτηγών, η εταιρία έχει τη δυνατότητα να καλύπτει άμεσα και απρόσκοπτα τις ανάγκες της αγοράς, καθώς και να εξυπηρετεί γρήγορα και αποτελεσματικά τις παραγγελίες των πελατών της από τον Έβρο μέχρι την Κρήτη.

4.2.5 Οικονομική Επισκόπηση των Τελευταίων Ετών

Παρακάτω παρατίθενται συνοπτικά οι οικονομικές καταστάσεις της περιόδου 2015-2020:

Πίνακας 4.2 Καταστάσεις Οικονομικής Θέσης Ετών 2015-2020 (στοιχεία από <https://www.loulismills.gr/>)

(Ποσά σε €)	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ						
Μη κυκλοφορούντα Στοιχεία Ενεργητικού						
Ιδιοχρησιμοποιούμενα Ενσώματα Πάγια Στοιχεία	90.516.419	92.248.428	94.745.096	93.556.690	96.032.819	97.817.467
Επενδυτικά Ακίνητα	336.000	341.116	341.116	285.407	289.752	248.396
Περιουσιακά Στοιχεία με Δικαίωμα Χρήσης	839.478	1.666.112	0	0	0	0
Λοιπά Άυλα Περιουσιακά Στοιχεία	1.505.626	791.827	140.182	179.464	129.967	152.149
Υπεραξία Επιχειρήσεων	0	0	0	0	0	0
Επενδύσεις σε θυγατρικές	14.159.033	4.659.123	1.814.653	1.798.315	1.803.124	1.548.249
Λοιπές Μακροπρόθεσμες Απαιτήσεις	12.521	15.317	14.071	19.963	31.265	234.055
Αναβαλλόμενες Φορολογικές Απαιτήσεις	0	0	0	0	0	0
	107.369.077	99.721.923	97.055.118	95.839.839	98.286.927	100.000.316
Κυκλοφορούντα Στοιχεία Ενεργητικού						
Αποθέματα	16.705.167	16.301.012	19.842.702	17.903.856	19.622.637	21.556.537
Εμπορικές Απαιτήσεις	29.717.674	32.052.672	31.467.562	35.743.880	32.499.605	31.962.427
Χρηματοοικονομικές Απαιτήσεις	0	177.240	127.800	780	51.690	10.520
Ταμειακά Διαθέσιμα και Ισοδύναμα	11.600.271	8.160.663	4.269.437	3.609.001	4.685.082	4.464.626
Άλλα Στοιχεία Κυκλοφορούντος Ενεργητικού	3.210.295	6.432.040	7.436.909	6.628.331	4.077.159	3.811.344
	61.233.407	63.123.627	63.144.410	63.885.848	60.936.173	61.805.454
Σύνολο Περιουσιακών Στοιχείων Ενεργητικού	168.602.484	162.845.550	160.199.528	159.725.687	159.223.100	161.805.770
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ						
Ίδια Κεφάλαια Αποδιδόμενα στους ιδιοκτήτες της Μητρικής						
Μετοχικό Κεφάλαιο	16.093.063	16.093.063	16.093.063	16.093.063	16.097.558	16.097.558
Διαφορά Υπέρ το Άρτιο	31.602.358	31.602.358	32.629.575	33.656.792	34.603.383	35.630.886
Εξαγορασθείσες Ίδιες Μετοχές	0	0			(9.207)	(9.089)
Άλλα Αποθεματικά	44.908.264	44.113.182	39.467.724	38.373.298	35.813.026	32.548.215
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων Μετόχων Εταιρείας	92.603.685	91.808.603	88.190.362	88.123.153	86.504.760	84.267.570
Μη Ελέγχουσες Συμμετοχές	0	0	0	0	0	0
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	92.603.685	91.808.603	88.190.362	88.123.153	86.504.760	84.267.570
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις						
Μακροπρόθεσμες Δανειακές Υποχρεώσεις	45.575.000	31.763.322	29.892.522	30.693.617	533.299	6.000.000
Αναβαλλόμενες Φορολογικές Υποχρεώσεις	11.148.530	11.204.232	12.217.977	14.225.638	13.659.977	13.687.188
Υποχρεώσεις Παροχών Προσωπικού λόγω εξόδου από την Υπηρεσία	782.537	787.580	734.182	741.249	717.906	717.271
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις από Μισθώσεις	241.177	365.940	0	0	0	0
Λοιπές Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	3.001.352	3.141.491	3.346.119	3.551.341	5.438.947	6.194.993
	60.748.596	47.262.565	46.190.800	49.211.845	20.350.129	26.599.452
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις						
Εμπορικές Υποχρεώσεις	7.317.978	11.359.686	9.262.861	8.485.632	8.757.050	14.307.734
Βραχυπρόθεσμες Δανειακές Υποχρεώσεις	5.442.134	6.190.880	6.803.793	8.367.814	31.742.392	28.416.173
Χρηματοοικονομικές Υποχρεώσεις	0	48.780	51.750	21.330	18.030	840
Υποχρεώσεις από Φόρους	806.130	1.415.727	1.340.900	1.130.251	2.223.273	1.012.854
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις από Μισθώσεις	283.353	282.904	0	0	0	0
Δεδουλευμένες και Λοιπές Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	1.400.608	4.476.405	8.359.062	4.385.662	9.627.466	7.201.147
	15.250.203	23.774.382	25.818.366	22.390.689	52.368.211	50.938.748
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων και Υποχρεώσεων	168.602.484	162.845.550	160.199.528	159.725.687	159.223.100	161.805.770

Πίνακας 4.3 Καταστάσεις Συνολικών Εσόδων Ετών 2015-2020 (στοιχεία από <https://www.loulismills.gr/>)

(Ποσά σε €)	01/01- 31/12/2020	01/01- 31/12/2019	01/01- 31/12/2018	01/01- 31/12/2017	01/01- 31/12/2016	01/01- 31/12/2015
Πωλήσεις	97.921.879	100.584.409	91.885.260	90.478.613	96.536.741	101.371.750
Κόστος Πωληθέντων	-78.857.781	-80.394.340	-73.460.735	-72.247.268	-72.719.595	-82.168.915
Μικτό Κέρδος	19.064.098	20.190.069	18.424.525	18.231.345	23.817.146	19.202.835
Άλλα Έσοδα	2.565.626	3.398.638	3.408.560	3.992.880	3.382.490	3.462.358
Έξοδα Διαθέσεως	-12.101.047	-12.748.641	-12.594.719	-12.025.684	-14.071.236	-14.231.770
Έξοδα Διοίκησης	-4.996.408	-3.839.793	-3.446.895	-3.270.179	-3.347.157	-2.828.976
Άλλα Έξοδα	-635.100	-1.447.091	-566.112	-394.065	-2.651.233	-303.088
Αποτίμηση Συμμετοχών και Χρεογράφων σε Δίκαιη Αξία	169.140	-9.703	195.000	-95.310	-102.570	-102.045
Χρηματοοικονομικά Έσοδα	87.573	83.094	33.935	18.531	106.264	8.898
Χρηματοοικονομικά Έξοδα	-1.911.047	-1.802.334	-1.903.666	-1.895.939	-2.547.476	-2.195.975
Κέρδη/(Ζημιές) προ Φόρων	2.242.835	3.824.239	3.550.628	4.561.579	4.586.228	3.012.237
Φόρος Εισοδήματος	-469.203	93.468	-125.275	-1.652.875	-1.690.529	-2.426.544
Καθαρά Κέρδη Περιόδου	1.773.632	3.917.707	3.425.353	2.908.704	2.895.699	585.693
Ιδιοκτήτες της Μητρικής	1.773.632	3.917.707	3.425.353	2.908.704	2.895.699	585.693
Μη Ελέγχουσες Συμμετοχές	0	0	0	0	0	0
Λοιπά Συνολικά Έσοδα						
Κονδύλια Ανακυκλούμενα Μέσω των Αποτελεσμάτων	0	0	-362.811	-158.324	491.439	-579.630
Κέρδος/Ζημία από την Επανεκτίμηση Ακινήτου	543.583	1.308.972	-488.002	-219.127	683.623	-754.458
Αναλογούσες Επιχορηγήσεις	0	0	0	0	0	0
Αναλογιστικά Κέρδη/Ζημιές	-1.784	-64.365	-4.130	-2.744	6.067	-43.965
Φόρος Εισοδήματος που Αναλογεί στα Λοιπά Συνολικά Έσοδα	-130.032	-314.153	129.321	63.547	-198.251	218.793
Κονδύλια Μη Ανακυκλούμενα Μέσω των Αποτελεσμάτων	411.767	930.454	0	0	0	0
Συγκεντρωτικά Συνολικά Έσοδα Περιόδου	2.185.399	4.848.161	3.062.542	2.750.380	3.387.138	6.063
Κέρδη Περιόδου Αποδιδόμενα σε:						
Ιδιοκτήτες της Μητρικής	2.185.399	4.848.161	3.062.542	2.750.380	3.387.138	6.063
Κέρδη Ανά Μετοχή για Κέρδη Αποδιδόμενα στους Ιδιοκτήτες της Μητρικής						
Βασικά	0,1036	0,2288	0,2001	0,1699	0,1691	0,0342
Προσαρμοσμένα	0,1036	0,2288	0,2001	0,1699	0,1691	0,0342
Προτεινόμενο Μέρισμα ανά Μετοχή	0,0000	0,0700	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Αποσβέσεις	4.546.120	4.413.058	4.165.146	3.978.998	3.909.242	3.754.058
Κέρδη/(Ζημιές) προ Φόρων, Χρηματοδοτικών και Επενδυτικών Αποτ/των	4.440.998	6.375.065	5.225.359	6.534.297	7.130.010	5.301.359
Κέρδη/(Ζημιές) προ Φόρων, Χρηματοδοτικών, Επενδυτικών Αποτελεσμάτων και Αποσβέσεων	8.987.118	10.788.123	9.390.505	10.513.295	11.039.252	9.055.417

Πίνακας 4.4 Καταστάσεις Ταμειακών Ροών Ετών 2015-2020 (στοιχεία από <https://www.loulismills.gr/>)

	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018	31.12.2017	31.12.2016	31.12.2015
Λειτουργικές δραστηριότητες						
Κέρδη/(Ζημιές) προ Φόρων	2.242.835	3.824.239	3.550.628	4.561.579	4.586.228	3.012.237
Πλέον / Μείον προσαρμογές για :						
Αποσβέσεις	4.546.120	4.413.058	4.165.146	3.978.998	3.909.242	3.754.058
Προβλέψεις	443.313	1.088.355	36.045	634.914	1.933.862	-1.420.620
Κέρδος/(Ζημιά) από Πώληση Ενσώματων και Άυλων Παγίων Στοιχείων	142.777	1.523	0	0		
Τόκοι Χρεωστικοί	1.911.047	1.802.334	1.903.666	1.895.939	2.547.476	2.195.975
Τόκοι Πιστωτικοί	-87.573	-83.094	-33.935	-18.531	-21.133	-8.898
Πλέον/Μείον Προσαρμογές για Μεταβολές Λογαριασμών Κεφαλαίου Κίνησης ή που σχετίζονται με τις Λειτουργικές Δραστηριότητες						
Μείωση/(Αύξηση) Αποθεμάτων	-404.154	3.141.689	-1.938.846	1.718.781	1.683.900	588.152
Μείωση/(Αύξηση) Απαιτήσεων	5.288.424	95.717	-583.068	-3.737.939	-2.135.335	126.399
(Μείωση)/Αύξηση Υποχρεώσεων (πλην Δανειακών)	-7.198.123	-1.657.884	3.785.223	-7.991.185	-3.080.107	3.215.224
Μείον :						
Χρεωστικοί Τόκοι & Συναφή Έξοδα Καταβεβλημένα	-1.973.304	-1.864.702	-1.911.742	-1.678.525	-2.361.977	-2.031.934
Καταβεβλημένοι Φόροι	-1.307.582	-1.430.319	-314.150	-2.866.712	-1.627.623	-929.726
Σύνολο Εισροών/(Εκροών) από Λειτουργικές Δραστηριότητες (α)	3.603.780	9.330.916	8.658.967	-3.502.681	5.434.533	8.500.867
Επενδυτικές Δραστηριότητες						
Απόκτηση Θυγατρικών, Συγγενών, Κοινοπραξιών και Λοιπών Επενδύσεων	-9.499.910	-2.948.040	-58.823	0	-254.875	-1.311.818
Πληρωμές για Αγορά Επενδυτικών Τίτλων	0	0	0	0	-175.000	0
Αγορά Ενσώματων και Άυλων Παγίων Περιουσιακών Στοιχείων	-2.139.717	-2.336.292	-4.373.534	-3.249.756	-1.678.161	-1.757.660
Εισπράξεις από Πώληση Ενσώματων και Άυλων Παγίων Στοιχείων	23.920	6.252	24.911	28.760	78.008	18.789
Τόκοι Εισπραχθέντες	87.574	100.983	16.046	18.531	21.133	6.256
Σύνολο Εισροών/(Εκροών) από Επενδυτικές Δραστηριότητες (β)	-11.528.133	-5.177.097	-4.391.400	-3.202.465	-2.008.895	-3.044.433
Χρηματοδοτικές Δραστηριότητες						
Εισπράξεις/(Πληρωμές) από Αύξηση/Μείωση Μετοχικού Κεφαλαίου	0	-1.027.217	-1.027.217	-941.879	-1.027.504	-1.541.256
Πωλήσεις/(Αγορές) Ιδίων Μετοχών	0	0	0	0	0	-9.089
Εισπράξεις από Εκδοθέντα/Αναληφθέντα Δάνεια	49.812.932	12.857.888	2.734.883	22.335.741	359.517	4.138.792
Εξοφλήσεις Δανείων	-36.750.000	-11.600.000	-5.100.000	-15.550.000	-2.500.000	-5.000.000
Αποπληρωμή Υποχρεώσεων από Μισθώσεις	-308.988	-292.561	0	0	0	0
Μερίσματα/Αμοιβές Μελών Δ.Σ. Πληρωθέντα	-1.389.983	-200.703	-214.797	-214.797	-122.326	-122.326
Σύνολο Εισροών/(Εκροών) από Χρηματοδοτικές Δραστηριότητες (γ)	11.363.961	-262.593	-3.607.131	5.629.065	-3.290.313	-2.533.879
Καθαρή Αύξηση/(Μείωση) στα Ταμειακά Διαθέσιμα και Ισοδύναμα Χρήσης (α + β + γ)	3.439.608	3.891.226	660.436	-1.076.081	220.456	2.922.555
Ταμειακά Διαθέσιμα και Ισοδύναμα Έναρξης Χρήσης	8.160.663	4.269.437	3.609.001	4.685.082	4.464.626	1.542.071
Ταμειακά Διαθέσιμα και Ισοδύναμα Λήξης Χρήσης	11.600.271	8.160.663	4.269.437	3.609.001	4.685.082	4.464.626

Παρατηρήσεις επί των οικονομικών καταστάσεων για την περίοδο 2015-2020:

- Ο δανεισμός της εταιρίας παραμένει σχετικά σταθερός την περίοδο 2015-2019. Ωστόσο, παρατηρείται μία σημαντική αύξηση το 2020, η οποία έχει ως στόχο την κάλυψη της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου θυγατρικών επιχειρήσεων, την κάλυψη αναγκών σε κεφάλαιο κίνησης, καθώς και την αναχρηματοδότηση του τραπεζικού δανεισμού.
- Η εταιρία στη διάρκεια της περιόδου 2015-2020 πέτυχε σταδιακή μείωση Αποθεμάτων και Εμπορικών Απαιτήσεων.
- Παρατηρείται αύξηση των επενδύσεων στις θυγατρικές της κατά τα έτη 2019 και 2020.
- Τα υπόλοιπα μεγέθη του Ισολογισμού παραμένουν σχετικά σταθερά.
- Ο κύκλος εργασιών της εταιρίας παρουσίασε πτώση τις χρήσεις 2017 και 2018, ωστόσο στη συνέχεια δείχνει ανοδική πορεία.
- Τα μικτά κέρδη της εταιρίας κυμαίνονται σταθερά γύρω στο 20% καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου 2015-2020. Το ποσοστό αυτό είναι λίγο υψηλότερο από το μέσο όρο του κλάδου.
- Τα καθαρά κέρδη προ φόρων κυμαίνονται σε υψηλότερα του κλάδου επίπεδα (Μ.Ο. εταιρίας 3,8%). Υπάρχει μία σχετική διακύμανση και το 2020 το ποσοστό τους μειώνεται στο 2,8%. Η διαφορά σε σχέση με τα προηγούμενα έτη οφείλεται στην αύξηση των εξόδων διοίκησης. Γενικότερα οι διακυμάνσεις στο ποσοστό των καθαρών κερδών προ φόρων επηρεάζονται από τα Έξοδα Διοίκησης και τα Άλλα Έξοδα σε όλη την περίοδο 2015-2020.
- Οι ταμειακές ροές από τη λειτουργική δραστηριότητα βρίσκονται σε θετικά επίπεδα, αλλά υπάρχουν διακυμάνσεις.
- Οι ταμειακές ροές από την επενδυτική δραστηριότητα έχουν αυξητική τάση με κατακόρυφη άνοδο το έτος 2020, καθώς κατά τη χρήση αυτή επενδύονται υψηλά ποσά σε θυγατρικές.
- Οι ταμειακές ροές από επιχειρηματική δραστηριότητα έχουν συνεχείς διακυμάνσεις. Κατά τη χρήση 2020 επανέρχονται σε θετικά επίπεδα, μετά από μία ζετία, λόγω της αύξησης των χρηματοδοτήσεων.

Με βάση τα παραπάνω οικονομικά στοιχεία υπολογίστηκαν οι αριθμοδείκτες στον πίνακα που ακολουθεί για την περίοδο 2015-2020:

Πίνακας 4.5 Αριθμοδείκτες Ετών 2015-2020 (εκτιμήσεις της συγγραφέως με στοιχεία από <https://www.loulismills.gr/>)

		31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
1.	Κεφάλαιο κίνησης (Current Ratio) = $\frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$	4,02	2,66	2,45	2,85	1,16	1,21
2.	Ρευστότητα (Quick Ratio) = $\frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό - Αποθέματα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$	2,92	1,97	1,68	2,05	0,79	0,79
3.	Άμεση Ρευστότητα (Acid Test Ratio) = $\frac{\text{Διαθέσιμα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$	0,76	0,34	0,17	0,16	0,09	0,09
4.	Ξένα προς Ίδια Κεφάλαια (Debt to Equity) = $\frac{\text{Ξένα Κεφάλαια}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$	0,82	0,77	0,82	0,81	0,84	0,92
5.	Κυκλοφ.ταχύτητα Παγίων (Fixed Assets Turnover Ratio) = $\frac{\text{Κύκλος Εργασιών}}{\text{Αναπόσβ. Αξία Πάγιου Ενεργητικού}}$	1,08	1,09	0,97	0,97	1,01	1,04
6.	Κυκλοφ.ταχύτητα Αποθεμάτων (Inventories Turnover Ratio) = $\frac{\text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Μέσο Απόθεμα ((Αποθ.αρχής+Αποθ.τέλους)/2)}}$	4,78	4,45	3,89	3,85	3,53	3,76
7.	Κυκλοφ.ταχύτητα Ενεργητικού (Assets Turnover Ratio) = $\frac{\text{Κύκλος Εργασιών}}{\text{Συνολικό Ενεργητικό}}$	0,58	0,60	0,57	0,57	0,61	0,63
8.	Κυκλοφ.ταχύτητα Ιδίων Κεφαλαίων (Equity Turnover Ratio) = $\frac{\text{Κύκλος Εργασιών}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$	1,06	1,10	1,04	1,03	1,12	1,21
9.	Μικτό Περιθώριο Κέρδους (Gross Profit Margin) = $\frac{\text{Μικτά Κέρδη}}{\text{Κύκλος Εργασιών}}$	19%	20%	20%	20%	25%	19%
10.	Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (Return on Equity) = $\frac{\text{Κέρδη χρήσης}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$	1,92%	4,26%	3,88%	3,30%	3,34%	0,69%

Οι περισσότεροι αριθμοδείκτες της εταιρίας παρουσιάζουν βελτίωση στη διάρκεια της περιόδου 2015-2020. Οι δείκτες ρευστότητας, αν και ανοδικοί, βρίσκονται σε χαμηλότερα επίπεδα από αυτά του κλάδου. Αντιθέτως, η σχέση ξένων προς ίδια κεφάλαια, καθώς και η κυκλοφοριακή ταχύτητα Παγίων και Αποθεμάτων είναι καλύτερη σε σχέση με αυτές του κλάδου. Ο δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού επίσης κυμαίνεται σε χαμηλά επίπεδα σε σχέση με τα επίπεδα του κλάδου, όπως και η Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων. Το Μικτό Περιθώριο Κέρδους βρίσκεται στο μέσο όρο του κλάδου.

4.3 Η Εταιρία «Μύλοι Κεπενού Α.Β.Ε.Ε.»

4.3.1 Ιστορική Αναδρομή

Η εταιρία ξεκίνησε τη λειτουργία της το 1952 με τη δημιουργία του πρώτου νερόμυλου από τον Δημήτριο Γ. Κεπενό στην Περιβόλα Πατρών. Το 1966 ξεκινάει η εξέλιξη με την αντικατάσταση του νερόμυλου από έναν κυλινδρόμυλο. Λίγα χρόνια μετά γίνεται η πρώτη σημαντική επένδυση με την κατασκευή ενός διώροφου κτιρίου 450 τμ., εξοπλισμένο με σύγχρονο μηχανολογικό εξοπλισμό. Το 1981 η παραγωγική δυναμικότητα της εταιρίας είχε φτάσει τους 48 τόνους ανά 24ωρο και το 1986 μετατράπηκε σε Ανώνυμη εταιρία με την επωνυμία «ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ Α.Β.Ε.Ε.». Κατά τη δεκαετία που ακολούθησε η εταιρία ενίσχυσε το μηχανολογικό της εξοπλισμό και εκσυγχρόνισε τις εγκαταστάσεις της, εκκινώντας τη λειτουργία ιδιόκτητου εργοστασίου στη ΒΙ.ΠΕ. Πατρών το 1998, καθώς και ολοκληρώνοντας την εγκατάσταση συγκροτήματος εκφόρτωσης δημητριακών στο λιμάνι της Πάτρας το 2001. Την ίδια χρονιά η εταιρία εισάγεται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Έως το 2003 η δυναμικότητα των εγκαταστάσεών της είχε ξεπεράσει τους 700 τόνους ανά 24ωρο. Επιπλέον, το 2013, ξεκίνησαν τη λειτουργία τους δύο πλήρως εξοπλισμένες αποθήκες σε Θεσσαλονίκη και Καβάλα, επεκτείνοντας την εμβέλεια της εταιρίας σε ολόκληρη τη χώρα. Σήμερα, η εταιρία έχει περάσει στην τρίτη γενιά και ακολουθεί μία επιτυχημένη πορεία. Συνολικά στις εγκαταστάσεις της απασχολεί 122 εργαζόμενους.

4.3.2 Μετοχική Σύνθεση – Πορεία Μετοχής

Το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας είναι ύψους 5.360.000,00€, σύμφωνα με τις οικονομικές καταστάσεις της χρήσης 01.01-31.12.2020, αποτελούμενο από 6.700.000 κοινές ονομαστικές μετοχές ονομαστικής αξίας 0,80 ευρώ εκάστη. Οι μετοχές της εταιρίας είναι εισηγμένες προς διαπραγμάτευση στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών από το Δεκέμβριο του 2001.

Στο παρακάτω γράφημα βλέπουμε την πορεία της μετοχής της εταιρίας την τελευταία πενταετία. Το ιστορικό υψηλό της για την περίοδο αυτή σημειώθηκε το Δεκέμβριο του 2021 (3,64€). Στις 31/12/2021 η μετοχή της εταιρίας έκλεισε στην τιμή των 3,00€.



Γράφημα 4.2 Διάγραμμα τιμών μετοχής «Μύλοι Κεπενού Α.Β.Ε.Ε.» 01/01/2017-31/12/2021
(πηγή: <https://www.capital.gr/>)

Τα παρακάτω φυσικά πρόσωπα κατέχουν ποσοστό άνω του 5% στο συνολικό μετοχικό κεφάλαιο:

- Κεπενού Ελένη > 36,11%
- Κεπενός Δημήτριος > 36,11%
- Κεπενός Θεόφιλος > 13,00%

4.3.3 Δραστηριότητα – Προϊόντα

Η εταιρία βρίσκεται σταθερά εδώ και χρόνια στις πρώτες πέντε θέσεις του κλάδου της αλευροβιομηχανίας, παράγοντας μία μεγάλη ποικιλία αλεύρων από σιτάρι διαφόρων τύπων. Το

σλόγκαν που την ακολουθεί παντού είναι «Το αλεύρι είναι τέχνη» και το νόημα αυτού πηγάζει από την αποστολή της εταιρίας: αφενός τη στήριξη του έργου των πελατών της με τη διάθεση πρώτης ύλης υψηλής ποιότητας, αφετέρου την προσήλωση στην ποιότητα της παραγωγής και τις καινοτόμες μεθόδους, ώστε να επιτύχουν την παραγωγή ενός άριστου προϊόντος.

Στα πλαίσια αυτά, η εταιρία ολοκλήρωσε πρόσφατα την αναδιάρθρωσή της, καθώς και ένα επενδυτικό πλάνο ύψους τριών εκατ. ευρώ σε μηχανολογικό εξοπλισμό και τεχνολογίες μηχανογράφησης, όπως το πρόγραμμα SAP. Το δίκτυο διανομής της στηρίζεται από πλήρως εξοπλισμένες αποθήκες σε Ασπρόπυργο, Θεσσαλονίκη και Καβάλα, καλύπτοντας γεωγραφικά όλη τη χώρα, καθώς επίσης και από ένα σύγχρονο συγκρότημα εκφόρτωσης δημητριακών στο λιμάνι της Πάτρας. Επιπλέον, οι Μύλοι Κεπενού κατέχουν ιδιόκτητο στόλο φορτηγών μεταφοράς και σιλοφόρων οχημάτων, ώστε να μπορούν να ανταποκρίνονται άμεσα στις ανάγκες των πελατών τους. Στην κατεύθυνση αυτή, η εταιρία δημιούργησε και εφαρμόζει ένα πρωτοποριακό σύστημα δρομολόγησης των οχημάτων διανομής της. Η χρήση τεχνολογιών αιχμής είναι πρωτίστης σημασίας για την εξέλιξη της εταιρίας. Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι οι Μύλοι Κεπενού ήταν η πρώτη εταιρία που εφάρμοσε σύστημα απομακρυσμένης παραγωγικής διαδικασίας.

Συνδυάζοντας τις παραδοσιακές μεθόδους παραγωγής, την πολύχρονη βιομηχανική εμπειρία, αλλά και τις επενδύσεις σε υψηλή τεχνολογία και την εκπαίδευση του ανθρωπίνου δυναμικού, οι Μύλοι Κεπενού έχουν καταφέρει να διαθέτουν σήμερα ένα μεγάλο εύρος προϊόντων με στόχο την ανταπόκριση στις ολοένα αυξανόμενες και εναλλασσόμενες απαιτήσεις της αγοράς:

- 7 είδη κίτρινων αλεύρων αρτοποιίας
- 6 είδη λευκών αλεύρων αρτοποιίας
- 6 είδη ενισχυμένων αλεύρων
- 5 είδη ενισχυμένων ειδικών αλεύρων
- 6 είδη αλεύρων ολικής άλεσης
- 5 είδη αλεύρων άλλων δημητριακών (πλην σίτου)

4.3.4 Οικονομική Επισκόπηση των Τελευταίων Ετών

Παρακάτω παρατίθενται συνοπτικά οι οικονομικές καταστάσεις της περιόδου 2015-2020:

Πίνακας 4.6 Καταστάσεις Χρηματοοικονομικής Θέσης Ετών 2015-2020 (στοιχεία από <https://kepenos.gr/el/>)

(Ποσά σε €)	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ						
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία						
Ενσώματα πάγια	14.413.570,13	12.588.796,70	11.693.506,18	11.440.129,67	11.549.224,17	11.973.435,23
Επενδύσεις σε ακίνητα	336.064,96	343.376,64	350.682,48	357.988,32	365.294,16	372.600,00
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	970.238,96	1.074.808,45	802.729,29	460.686,83	34.816,60	52.671,05
Δεσμευμένες καταθέσεις	0,00	0,00	4.500.000,00	0,00	0,00	0,00
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	6.569,33	6.119,33	15.819,33	16.931,13	18.398,48	7.198,48
	15.726.443,38	14.013.101,12	17.362.737,28	12.275.735,95	11.967.733,41	12.405.904,76
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία						
Αποθέματα	8.274.431,96	8.375.953,11	7.322.492,64	4.444.126,38	5.046.923,20	6.779.226,55
Απαιτήσεις από πελάτες	15.380.902,81	14.350.916,22	13.304.918,10	14.166.889,19	12.493.232,65	11.383.854,94
Λοιπές απαιτήσεις	681.322,23	1.038.868,57	1.090.914,83	1.229.266,81	1.498.575,37	899.111,19
Διαθέσιμα προς πώληση χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Αποτιμώμενα στην εύλογη αξία τους μέσω της κατάστασης αποτελ/των χρήσης	16,50	16,50	16,50	54,75	54,75	64,82
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	1.346.110,00	658.165,53	964.799,11	7.311.457,54	4.962.441,28	4.261.754,60
	25.682.783,50	24.423.919,93	22.683.141,18	27.151.794,67	24.001.227,25	23.324.012,10
Σύνολο Περιουσιακών στοιχείων	41.409.226,88	38.437.021,05	40.045.878,46	39.427.530,62	35.968.960,66	35.729.916,86
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ						
Ίδια Κεφάλαια						
Μετοχικό Κεφάλαιο	5.360.000,00	5.360.000,00	5.360.000,00	5.360.000,00	5.360.000,00	5.360.000,00
Αποθεματικό υπέρ το άρτιο	1.774,72	1.774,72	1.774,72	1.774,72	1.774,72	1.774,72
Αποθεματικά	5.063.303,54	4.984.916,82	4.943.529,79	4.915.158,94	4.448.270,30	4.401.056,67
Κέρδη εις νέον	9.799.093,14	9.864.127,94	8.840.650,43	8.595.153,38	8.984.222,91	7.258.576,64
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	20.224.171,40	20.210.819,48	19.145.954,94	18.872.087,04	18.794.268,56	17.021.408,03
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις						
Ομολογιακά δάνεια	12.500.000,00	5.000.000,00	5.000.000,00	3.000.000,00	7.250.000,00	0,00
Μακροπρόθεσμα δάνεια τραπεζών	0,00	2.469.444,42	8.241.666,66	7.295.303,83	1.002.612,25	2.583.333,31
Αναβαλλόμενος φόρος εισοδήματος	1.404.157,24	1.437.072,08	1.558.483,75	1.939.619,78	1.976.631,36	2.063.632,36
Προβλέψεις για παροχές στους εργαζόμενους μετά την έξοδο από την υπηρεσία	241.069,08	258.871,52	215.250,75	162.075,09	96.535,20	77.671,88
Επιχορηγήσεις επενδύσεων πάγιου ενεργητικού (Αναβαλλόμενα έσοδα)	1.873.000,98	1.921.653,07	2.006.305,14	2.072.960,83	2.143.522,41	2.219.229,11
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις μισθώσεων	2.458.630,84	1.194.447,04	0,00	0,00	0,00	0,00
	18.476.858,14	12.281.488,13	17.021.706,30	14.469.959,53	12.469.301,22	6.943.866,66
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις						
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	1.681.342,25	1.713.285,55	1.695.264,03	1.277.267,03	2.127.637,61	1.993.102,30
Τρέχων φόρος εισοδήματος	527.231,13	547.993,79	366.335,07	275.312,84	974.907,42	509.590,14
Βραχυπρόθεσμα δάνεια τραπεζών	87.015,92	3.479.342,23	1.816.618,12	4.532.904,18	1.602.845,85	9.261.949,73
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις μισθώσεων	412.608,04	204.091,87	0,00	0,00	0,00	0,00
	2.708.197,34	5.944.713,45	3.878.217,22	6.085.484,05	4.705.390,88	11.764.642,17
Σύνολο Καθαρής Θέσης και Υποχρεώσεων	41.409.226,88	38.437.021,05	40.045.878,46	39.427.530,62	35.968.960,66	35.729.916,86

Πίνακας 4.7 Καταστάσεις Συνολικών Εσόδων Ετών 2015-2020 (στοιχεία από <https://kepenos.gr/el/>)

	01/01-31/12/2020	01/01-31/12/2019	01/01-31/12/2018	01/01-31/12/2017	01/01-31/12/2016	01/01-31/12/2015
(Ποσά σε €)						
Πωλήσεις	35.040.151,12	33.414.196,30	33.288.165,64	34.027.202,38	33.575.674,57	34.008.237,38
Κόστος πωληθέντων	-25.421.189,36	-23.682.273,13	-25.133.193,98	-25.882.334,43	-23.926.176,50	-26.008.110,76
Μικτό Κέρδος	9.618.961,76	9.731.923,17	8.154.971,66	8.144.867,95	9.649.498,07	8.000.126,62
Άλλα έσοδα	134.636,67	117.525,99	107.336,58	130.337,93	122.082,78	164.825,34
Έξοδα πωλήσεων	-5.728.344,78	-5.671.926,24	-5.185.877,25	-5.367.928,90	-4.771.089,28	-4.667.590,57
Έξοδα διοίκησης	-1.867.376,57	-1.765.955,73	-1.581.606,03	-1.682.350,79	-1.520.776,89	-1.452.489,17
Άλλα έξοδα	-89.359,81	-114.843,40	-145.340,24	-128.106,54	-127.683,45	-65.475,11
Κέρδη εκμετάλλευσης	2.068.517,27	2.297.353,79	1.349.484,72	1.096.819,65	3.352.031,23	1.979.397,12
Χρηματοοικονομικό κόστος (καθαρό)	-287.306,91	-495.145,38	-622.576,80	-531.528,91	-538.186,89	-658.372,46
Κέρδη/(Ζημίες) προ Φόρων	1.781.210,36	1.802.208,41	726.907,92	565.290,74	2.813.844,34	1.321.024,66
Φόρος Εισοδήματος	-488.158,44	-436.485,52	-82.992,32	-254.470,01	-886.883,82	-626.290,32
Καθαρά Κέρδη Περιόδου μετά από φόρους (α)	1.293.051,92	1.365.722,89	643.915,60	310.820,73	1.926.960,52	694.734,33
Λοιπά Συνολικά Έσοδα μετά από φόρους μη ανακατατάξιμα στα κέρδη ή ζημίες σε μεταγενέστερη περίοδο (β)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Αναλογ. ζημία από επανεκτίμηση υποχρεώσεων προς το προσωπικό λόγω εξόδου από την υπηρεσία, μείον ο αναλογούν φόρος εισοδήματος	0,00	-12.758,35	0,00	-45.402,25	0,00	0,00
Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα μετά από φόρους (α) + (β)	1.293.051,92	1.352.964,54	643.915,60	265.418,48	1.926.960,52	694.734,33
Βασικά κέρδη κατά μετοχή που αναλογούν στους μετόχους για την περίοδο	0,1930	0,2019	0,0961	0,0396	0,2876	0,1037
Σύνολο	0,1930	0,2019	0,0961	0,0396	0,2876	0,1037

Πίνακας 4.8 Καταστάσεις Ταμειακών Ροών ετών 2015-2020 (στοιχεία από <https://kepenos.gr/el/>)

	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018	31.12.2017	31.12.2016	31.12.2015
Λειτουργικές δραστηριότητες						
Κέρδη/(Ζημιές) προ Φόρων	1.781.210,36	1.802.208,41	726.907,92	565.290,74	2.813.844,34	1.321.024,66
Χρεωστικοί τόκοι & συναφή έξοδα	289.565,27	496.594,70	624.529,14	532.525,94	539.581,74	680.286,06
Έσοδα & κέρδη επενδυτικής δραστηριότητας	-2.258,36	-1.449,32	-1.990,59	-997,03	-1.404,92	-14.406,77
Έσοδα κρατικών επιχορηγήσεων	-48.652,09	-84.652,07	-66.655,69	-70.561,58	-75.706,70	-80.939,53
Κέρδος/(Ζημία) από πώληση/απαξίωση παγίων	-825,00	17.876,24	93.628,47	-5.328,39	25.056,19	0,00
Πρόβλεψη επισφαλών απαιτήσεων πελατών	84.345,97	55.338,81	37.523,12	72.645,11	90.000,00	50.000,00
Πρόβλεψη διανομής σε μέλη Δ.Σ.	0,00	0,00	0,00	0,00	60.000,00	60.000,00
Αύξηση/(μείωση) πρόβλεψης παροχών προσωπικού	-17.802,44	26.833,47	38,25	0,00	10,07	3.733,08
Αποσβέσεις ενσώματων και ασώματων ακινητοποιήσεων	992.790,43	986.094,47	621.700,44	566.062,71	564.026,78	578.807,65
	3.078.374,14	3.298.844,71	2.035.681,06	1.659.637,50	4.015.407,50	2.598.505,15
Πλέον/Μείον Προσαρμογές για Μεταβολές Λογαριασμών Κεφαλαίου Κίνησης ή που σχετίζονται με τις Λειτουργικές Δραστηριότητες						
Εισπραχθείσες/(πληρωθείσες) μακροπρόθεσμες εγγυήσεις	-450,00	9.700,00	1.111,80	1.467,35	-11.200,00	-11.239,91
(Αύξηση)/Μείωση αποθεμάτων	101.521,15	-1.053.460,47	-2.878.366,26	602.796,82	1.732.303,35	1.263.338,72
(Αύξηση)/Μείωση απαιτήσεων	-1.018.742,01	-987.238,78	407.246,13	-1.023.535,91	-1.962.829,78	2.470.564,17
Αύξηση/(Μείωση) υποχρεώσεων	-71.589,72	-281,84	504.903,77	-889.398,97	170.167,18	-332.321,37
Αύξηση πρόβλεψης παροχών προσωπικού	0,00	0,00	53.175,66	1.593,06	18.863,32	3.979,20
Μείον :						
Τόκοι πληρωθέντες	383.196,37	539.797,85	644.297,82	494.020,85	634.691,42	626.198,19
Φόρος εισοδήματος	187.515,45	434.261,41	0,00	1.425.988,77	345.560,13	766.874,85
Σύνολο εισροών/(εκροών) από λειτουργικές δραστηριότητες (α)	1.518.401,74	293.504,36	-520.545,66	-1.567.449,77	2.982.460,02	4.599.752,91
Επενδυτικές Δραστηριότητες						
Αγορές ενσώματων και άυλων παγίων περιουσιακών στοιχείων	-912.034,27	-541.206,92	-1.350.442,04	-870.204,21	-169.711,61	-131.854,53
Πωλήσεις ενσώματων παγίων	825,00	72.500,00	47.000,00	0,00	30.000,00	0,00
Πιστωτικοί τόκοι	2.258,36	1.449,32	1.990,59	997,03	1.404,92	13.706,10
Σύνολο εισροών/(εκροών) από επενδυτικές δραστηριότητες (β)	-908.950,91	-467.257,60	-1.301.451,45	-869.207,18	-138.306,69	-118.148,43
Χρηματοδοτικές Δραστηριότητες						
Εισπράξεις από Βασικό Μέτοχο	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	404.000,00
Εισπράξεις/(αποπληρωμές) από βραχυπρόθεσμα δάνεια	-2.192.221,14	2.173.976,65	-2.370.264,94	2.124.704,28	-6.698.158,26	4.562.594,23
Εισπράξεις/(αποπληρωμές) Μακροπρόθεσμων και Ομολογιακών δανείων	3.823.888,88	-6.222.222,24	2.532.509,94	2.848.045,63	4.708.333,32	-6.125.000,01
Μείωση/(αύξηση) Δεσμευμένων καταθέσεων	0,00	4.500.000,00	-4.500.000,00	0,00	0,00	0,00
Εξοφλήσεις υποχρεώσεων μισθώσεων	-320.948,45	-296.788,72	0,00	0,00	0,00	0,00
Μερίσματα πληρωθέντα	-1.232.225,65	-287.846,03	-186.906,32	-187.076,70	-153.641,71	-200.411,15
Σύνολο εισροών/(εκροών) από χρηματοδοτικές δραστηριότητες (γ)	78.493,64	-132.880,34	-4.524.661,32	4.785.673,21	-2.143.466,65	-1.358.816,93
Καθαρή αύξηση/(μείωση) στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα περιόδου (α + β + γ)	687.944,47	-306.633,58	-6.346.658,43	2.349.016,26	700.686,68	3.122.787,55
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα στην αρχή της περιόδου	658.165,53	964.799,11	7.311.457,54	4.962.441,28	4.261.754,60	1.138.967,05
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα στη λήξη της περιόδου	1.346.110,00	658.165,53	964.799,11	7.311.457,54	4.962.441,28	4.261.754,60

Παρατηρήσεις επί των οικονομικών καταστάσεων για την περίοδο 2015-2020:

- Παρατηρείται αύξηση των αποθεμάτων κατά τις δύο τελευταίες χρήσεις. Ποσοστιαία τα αποθέματα βρίσκονται σε υψηλότερα επίπεδα σε σχέση με τον Κύκλο εργασιών της εταιρίας.
- Παρόμοια, υπάρχει αύξηση και στις απαιτήσεις των πελατών σε σχέση με τον Κύκλο Εργασιών. Ενδεικτικά, για τη χρήση 2020, οι απαιτήσεις από πελάτες αυξήθηκαν κατά ποσοστό 7,2% σε σχέση με την προηγούμενη χρήση, ενώ ο Κύκλος εργασιών αυξήθηκε κατά ποσοστό 4,8%.
- Κατά τη χρήση 2020 γίνεται αναδιάρθρωση του τραπεζικού δανεισμού, ο οποίος σχεδόν στο σύνολό του πλέον εντάσσεται στις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις (ομολογιακά δάνεια).
- Οι υποχρεώσεις σε προμηθευτές παραμένουν σε σταθερά επίπεδα.
- Υπάρχει μια μικρή, αλλά σταθερή αύξηση των ιδίων κεφαλαίων, λόγω των συνεχόμενων κερδοφόρων χρήσεων.
- Το μικτό κέρδος κυμαίνεται σε ικανοποιητικά επίπεδα στην εξαετία 2015-2020, ιδιαίτερα σε σχέση με αυτά του κλάδου, καθώς αποτελεί ένα από τα υψηλότερα ποσοστά του.
- Τα έξοδα διάθεσης έχουν αυξητική τάση.
- Τα έξοδα διοίκησης παρουσιάζονται αυξημένα την τελευταία διετία (ποσοστό 5,3% επί του κύκλου εργασιών).
- Υπάρχει σημαντική μείωση των χρηματοοικονομικών εξόδων τη χρήση 2020, εξαιτίας της αναδιάρθρωσης του τραπεζικού δανεισμού της εταιρίας.
- Τα καθαρά κέρδη προ φόρων βρίσκονται σε υψηλότερα επίπεδα την τελευταία διετία (2019-2020) σε σχέση με την προηγούμενη (2017-2018).
- Κατά το διάστημα 2015-2020 οι καθαρές ταμειακές ροές της επιχείρησης παρουσίασαν έντονη πτώση, δείχνουν όμως να ανακάμπτουν τη χρήση 2020.
- Οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες επανήλθαν σε θετικό πρόσημο τα έτη 2019-2020. Ωστόσο, δεν καλύπτουν τις ταμειακές εκροές για επενδύσεις.
- Η χρήση 2020 μαζί με αυτή του 2016 είναι οι δύο χρήσεις της εξαετίας, κατά τις οποίες οι καθαρές ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες καλύπτουν τις ταμειακές ροές από επενδυτικές και χρηματοοικονομικές δραστηριότητες.

Θα λέγαμε ότι πρέπει να δοθεί προσοχή από την εταιρία, όσον αφορά τη διαχείριση των ταμειακών της διαθεσίμων, ιδιαίτερα εάν συνδυαστεί με το γεγονός της αύξησης των αποθεμάτων και των υπολοίπων των πελατών της. Με βάση τα παραπάνω οικονομικά στοιχεία υπολογίστηκαν οι αριθμοδείκτες στον πίνακα που ακολουθεί για την περίοδο 2015-2020:

Πίνακας 4.9 Αριθμοδείκτες Ετών 2015-2020 "Μύλοι Κερενού Α.Β.Ε.Ε." (εκτιμήσεις της συγγραφέως με στοιχεία από <https://kerenos.gr/el/>)

			31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
1.	Κεφάλαιο κίνησης (Current Ratio)	= $\frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$	9,48	4,11	5,85	4,46	5,10	1,98
2.	Ρευστότητα (Quick Ratio)	= $\frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό - Αποθέματα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$	6,43	2,70	3,96	3,73	4,03	1,41
3.	Άμεση Ρευστότητα (Acid Test Ratio)	= $\frac{\text{Διαθέσιμα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$	0,50	0,11	0,25	1,20	1,05	0,36
4.	Ξένα προς Ίδια Κεφάλαια (Debt to Equity)	= $\frac{\text{Ξένα Κεφάλαια}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$	1,05	0,90	1,09	1,09	0,91	1,10
5.	Κυκλοφ.ταχύτητα Παγίων (Fixed Assets Turnover Ratio)	= $\frac{\text{Κύκλος Εργασιών}}{\text{Αναπόσβ. Αξία Πάγιου Ενεργητικού}}$	2,28	2,45	2,66	2,86	2,90	2,83
6.	Κυκλοφ.ταχύτητα Αποθεμάτων (Inventories Turnover Ratio)	= $\frac{\text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Μέσο Απόθεμα ((Αποθ.αρχής+Αποθ.τέλους)/2)}}$	3,05	3,02	4,27	5,45	4,05	3,51
7.	Κυκλοφ.ταχύτητα Ενεργητικού (Assets Turnover Ratio)	= $\frac{\text{Κύκλος Εργασιών}}{\text{Συνολικό Ενεργητικό}}$	0,85	0,87	0,83	0,86	0,93	0,95
8.	Κυκλοφ.ταχύτητα Ιδίων Κεφαλαίων (Equity Turnover Ratio)	= $\frac{\text{Κύκλος Εργασιών}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$	1,73	1,65	1,74	1,80	1,79	2,00
9.	Μικτό Περιθώριο Κέρδους (Gross Profit Margin)	= $\frac{\text{Μικτά Κέρδη}}{\text{Κύκλος Εργασιών}}$	27,5%	29,1%	24,5%	23,9%	28,7%	23,5%
10.	Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (Return on Equity)	= $\frac{\text{Κέρδη χρήσης}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$	6,39%	6,76%	3,36%	1,65%	10,25%	4,08%

Οι αριθμοδείκτες της εταιρίας βρίσκονται σε υψηλότερα επίπεδα από αυτά του κλάδου. Ειδικότερα τα μικτά κέρδη, καθώς και η σχέση ξένων προς ίδια κεφάλαια είναι πολύ καλύτερες από αυτές των υπολοίπων εταιριών του κλάδου.

4.4 Η Εταιρία «Κυλινδρόμυλοι Κ. Σαραντόπουλος Α.Ε.»

4.4.1 Ιστορική Αναδρομή

Η εταιρία ιδρύθηκε στις 30/04/1935 με την επωνυμία «ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΣ Κ. ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.» από μετατροπή της ατομικής εταιρίας «ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ Ι. ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ», η οποία είχε ιδρυθεί το 1912. Στις 24/11/1949 η εταιρία εισήχθη στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, αφού προηγήθηκε αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου. Οι πρώτες της εγκαταστάσεις ήταν στα Καμίνια του Πειραιά απ' όπου μεταφέρθηκαν σε νέες ιδιόκτητες εγκαταστάσεις στο Κερασίни το 1996. Με τη μετεγκατάσταση της εταιρίας, ξεκινούν άμεσα και οι επενδύσεις στις εγκαταστάσεις και το μηχανολογικό εξοπλισμό, με την αγορά νέων μηχανημάτων, την ανέγερση σιλό και την εγκατάσταση σύγχρονων γραμμών παραγωγής. Από το 1996 έως και σήμερα οι εταιρία επενδύει σε συνεχείς ανανεώσεις των μηχανημάτων και του εξοπλισμού της, ώστε να αυξήσει τη δυναμικότητά της, αλλά και να παραμείνει ανταγωνιστική. Συνολικά στις εγκαταστάσεις της απασχολεί 57 εργαζόμενους.

4.4.2 Μετοχική Σύνθεση – Πορεία Μετοχής

Το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας είναι ύψους 2.090.725,00€, σύμφωνα με τις οικονομικές καταστάσεις της χρήσης 01.01-31.12.2020, αποτελούμενο από 4.181.450 κοινές ονομαστικές μετοχές ονομαστικής αξίας 0,50 ευρώ εκάστη. Οι μετοχές της εταιρίας είναι εισηγμένες προς διαπραγμάτευση στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών από το έτος 1949.

Στο παρακάτω γράφημα βλέπουμε την πορεία της μετοχής της εταιρίας την τελευταία πενταετία. Το ιστορικό υψηλό της για την περίοδο αυτή σημειώθηκε το Σεπτέμβριο του 2019 (3,30€). Στις 31/12/2021 η μετοχή της εταιρίας έκλεισε στην τιμή των 1,69€.



**Γράφημα 4.3 Διάγραμμα τιμών μετοχής «Κυλινδρόμυλοι Κ. Σαραντόπουλος Α.Ε.»
01/01/2017-31/12/2021 (πηγή: <https://www.capital.gr/>)**

Τα παρακάτω φυσικά πρόσωπα κατέχουν ποσοστό άνω του 5% στο συνολικό μετοχικό κεφάλαιο:

- Σαραντόπουλος Κωνσταντίνος > 50,19%

4.4.3 Θυγατρικές Εταιρίες

Η εταιρία κατέχει ποσοστό 20% στην εταιρία Μύλοι Αλλατίνη Α.Β.Ε.Ε., η οποία δραστηριοποιείται στην παραγωγή και εμπορία αλεύρων καθώς και στην εκμετάλλευση ακινήτων και της οποίας το Διοικητικό Συμβούλιο απαρτίζεται κατά πλειοψηφία από τα ίδια πρόσωπα με αυτά της Εταιρίας «ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ Κ.ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.».

4.4.4 Δραστηριότητα – Προϊόντα

Η εταιρία βρίσκεται ανάμεσα στις μεγάλες εταιρίες του κλάδου της αλευροβιομηχανίας (ένατη σε Κύκλο Εργασιών τα έτη 2019 και 2020), με αντικείμενο κυρίως την παραγωγή αλεύρων, αλλά και την εμπορία τους.

Η εταιρία διαθέτει μύλους από τους πιο σύγχρονους διεθνώς, επιτυγχάνοντας χαμηλό κόστος λειτουργίας. Βρίσκεται σε σημείο με επιλιμένες εγκαταστάσεις, δίνοντας το πλεονέκτημα της άμεσης πρόσβασης στο θαλάσσιο δίκτυο μεταφορών. Η ίδια έχει στην κατοχή της και σιδηροδρομική γραμμή για την παραλαβή σίτου και την αποστολή προϊόντων. Επίσης

έχει άμεση διασύνδεση με το εθνικό οδικό δίκτυο και έχοντας αναπτύξει ένα δίκτυο διανομής μέσω συνεργατών, είναι σε θέση να εξυπηρετεί τους πελάτες της πανελλαδικά.

Η εταιρία προσπαθεί συνεχώς να βελτιώνει την τεχνογνωσία της, να εκπαιδεύει το ανθρώπινο δυναμικό της και να προσαρμόζεται στις απαιτήσεις της αγοράς. Ενδυναμώνει το τμήμα Ποιοτικού Ελέγχου της, το οποίο είναι επιφορτισμένο με πολλαπλούς ελέγχους των πρώτων υλών, της παραγωγικής διαδικασίας σε κάθε σημείο και των τελικών προϊόντων, ώστε να επιτύχει συνεχή βελτίωση της ποιότητας των προϊόντων της.

Σήμερα, η εταιρία προσφέρει στο πελατολόγιό της 30 διαφορετικά προϊόντα αλεύρου, πάντα με προτεραιότητα τη διασφάλιση της ποιότητάς τους:

- 6 τύποι αλεύρων αρτοποιίας
- 5 τύποι αλεύρων πολυτελείας-σιμιγδαλιών
- 5 τύποι κίτρινων αλεύρων
- 5 τύποι ενισχυμένων αλεύρων
- 3 τύποι ειδικών αλεύρων αρτοποιίας
- 4 τύποι αλεύρων άλλων δημητριακών (πλην σίτου)
- 4 τύποι ειδικών προϊόντων

4.4.5 Οικονομική Επισκόπηση των Τελευταίων Ετών

Παρακάτω παρατίθενται συνοπτικά οι οικονομικές καταστάσεις της περιόδου 2015-2020:

**Πίνακας 4.10 Καταστάσεις Χρηματοοικονομικής Θέσης Ετών 2015-2020 "Κυλινδρόμυλοι
Κ.Σαραντόπουλος Α.Ε." (στοιχεία από <https://ksarantopoulos.gr/>)**

(Ποσά σε €)	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ						
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία						
Ιδιοχρησιμοποιούμενα ενσώματα πάγια στοιχεία	11.143.626,74	11.503.102,34	10.877.074,68	9.637.014,11	9.916.337,09	9.934.759,77
Δικαιώματα χρήσης παγίων	1.871.882,50	2.019.005,01	0,00	0,00	0,00	0,00
Επενδύσεις σε ακίνητα	162.337,42	164.229,63	166.121,83	168.014,05	169.906,31	171.798,59
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	29.679,48	30.619,57	28.658,76	26.140,24	39.858,91	54.089,57
Επενδύσεις σε θυγατρικές/συγγενείς επιχειρήσεις	792.369,77	792.369,77	792.369,77	792.369,77	792.369,77	792.369,77
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	59.656,82	35.750,29	36.498,93	31.987,99	133.295,92	53.203,28
	14.059.552,73	14.545.076,61	11.900.723,97	10.655.526,16	11.051.768,00	11.006.220,98
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία						
Αποθέματα	3.051.736,22	5.239.406,29	4.264.317,65	3.146.016,99	3.312.551,47	3.549.556,49
Πελάτες και λοιπές εμπορικές απαιτήσεις	6.136.698,84	7.057.781,20	5.685.332,29	5.578.822,13	5.975.890,62	5.084.970,89
Λοιπές απαιτήσεις	398.231,78	1.206.012,33	1.044.029,88	686.782,82	449.318,68	495.702,48
Λοιπά χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία	183,15	183,15	183,15	183,15	183,15	183,15
Ταμειακά διαθέσιμα	231.750,50	207.004,91	272.577,47	198.652,16	250.367,78	216.100,96
	9.818.600,49	13.710.387,88	11.266.440,44	9.610.457,25	9.988.311,70	9.346.513,97
Σύνολο Περιουσιακών στοιχείων	23.878.153,22	28.255.464,49	23.167.164,41	20.265.983,41	21.040.079,70	20.352.734,95
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ						
ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ						
Μετοχικό Κεφάλαιο	2.090.725,00	2.090.725,00	2.090.725,00	2.090.725,00	2.090.725,00	2.090.725,00
Κεφάλαιο υπέρ το άρτιο	1.567.222,01	1.567.222,01	1.567.222,01	1.567.222,01	1.567.222,01	1.567.222,01
Λοιπά αποθεματικά	2.498.812,83	2.498.812,83	2.498.812,83	2.498.812,83	2.498.812,83	2.498.812,83
Αποτελέσματα εις νέον	-3.383.583,24	-1.964.796,35	-1.992.042,15	-1.712.061,28	-1.550.765,35	-1.388.024,21
Σύνολο Καθαρής Θέσης	2.773.176,60	4.191.963,49	4.164.717,69	4.444.698,56	4.605.994,49	4.768.735,63
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ						
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις						
Προβλέψεις για παροχές στους εργαζόμενους μετά την έξοδο από την υπηρεσία	218.594,42	218.605,80	214.604,48	210.752,10	190.613,30	172.687,27
Λοιπές προβλέψεις	0,00	0,00	10.000,00	10.000,00	10.000,00	10.000,00
Αναβαλλόμενος φόρος εισοδήματος	369.804,47	315.759,53	222.693,61	234.827,22	192.420,24	166.966,63
Επιχορηγήσεις περιουσιακών στοιχείων	1.717.394,24	1.829.937,79	1.294.493,79	1.370.712,15	604.519,92	638.488,68
Μακροπρόθεσμα δάνεια	5.844.444,44	0,00	3.000.000,00	0,00	1.000.000,00	0,00
Υποχρεώσεις μισθώσεων	1.808.305,62	1.924.176,44	0,00	0,00	0,00	0,00
Άλλες μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	27.124,18	27.124,18	27.124,18	27.124,18	27.124,18	27.124,18
	9.985.667,38	4.315.603,74	4.768.916,06	1.853.415,65	2.024.677,64	1.015.266,76
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις						
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	4.020.811,88	9.683.003,40	7.765.881,43	4.359.307,28	5.368.919,12	4.506.862,49
Φόροι εισοδήματος πληρωτέοι	0,00	0,00	66.455,24	66.777,09	75.442,89	76.768,81
Λοιποί φόροι πληρωτέοι	72.853,94	62.440,81	0,00	0,00	0,00	0,00
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	6.863.907,63	9.855.164,12	6.401.193,99	9.541.784,83	8.965.045,56	9.985.101,26
Υποχρεώσεις μισθώσεων	161.735,79	147.288,93	0,00	0,00	0,00	0,00
	11.119.309,24	19.747.897,26	14.233.530,66	13.967.869,20	14.409.407,57	14.568.732,56
Σύνολο Υποχρεώσεων	21.104.976,62	24.063.501,00	19.002.446,72	15.821.284,85	16.434.085,21	15.583.999,32
Σύνολο Καθαρής Θέσης και Υποχρεώσεων	23.878.153,22	28.255.464,49	23.167.164,41	20.265.983,41	21.040.079,70	20.352.734,95

Πίνακας 4.11 Καταστάσεις Συνολικών Εσόδων Ετών 2015-2020 "Κυλινδρόμυλοι Κ.Σαραντόπουλος Α.Ε." (στοιχεία από <https://ksarantopoulos.gr/>)

	01/01- 31/12/2020	01/01- 31/12/2019	01/01- 31/12/2018	01/01- 31/12/2017	01/01- 31/12/2016	01/01- 31/12/2015
(Ποσά σε €)						
Κύκλος εργασιών (πωλήσεις)	20.407.933,51	21.757.930,51	19.051.018,41	18.241.247,33	16.809.536,68	16.207.631,74
Κόστος πωλήσεων	-18.747.265,13	-18.665.158,92	-16.283.353,90	-15.679.513,90	-14.001.831,33	-14.337.724,13
Μικτό Κέρδος	1.660.668,38	3.092.771,59	2.767.664,51	2.561.733,43	2.807.705,35	1.869.907,61
Άλλα έσοδα	830.279,17	855.915,72	848.018,45	984.318,16	845.949,50	918.233,28
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	-573.925,59	-504.433,41	-499.255,78	-496.649,67	-465.428,78	-438.993,61
Έξοδα λειτουργίας διαθέσεως	-2.376.467,07	-2.528.839,68	-2.501.960,23	-2.437.697,24	-2.523.766,25	-2.202.697,62
Έξοδα ερευνών και ανάπτυξης	0,00	0,00	-7.810,18	-10.519,30	-5.259,66	-2.629,84
Άλλα έξοδα	-24.854,86	-23.459,76	-21.942,06	-21.108,34	-68.859,97	-142.210,55
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων	-484.299,97	891.954,46	584.714,71	580.077,04	590.340,19	1.609,27
Κόστος χρηματοδότησης	-845.947,68	-783.228,54	-689.242,21	-693.629,39	-723.398,79	-693.142,25
Κέρδη/(Ζημίες) προ Φόρων	-1.330.247,65	108.725,92	-104.527,50	-113.552,35	-133.058,60	-691.532,98
Φόρος Εισοδήματος	-62.323,57	-90.285,33	-42.266,62	-43.954,59	-26.680,00	-66.727,94
Καθαρό κέρδος (ζημιά) μετά από φόρους	-1.392.571,22	18.440,59	-146.794,12	-157.506,94	-159.738,60	-758.260,92
Λοιπά συνολικά έσοδα (παροχών εργαζομένων ΔΛΠ 19) μετά από φόρους	-26.215,67	8.805,21	2.368,07	-3.788,99	-3.002,54	1.508,54
Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα μετά από φόρους	-1.418.786,89	27.245,80	-144.426,05	-161.295,93	-162.741,14	-756.752,38
Κέρδη (ζημίες) μετά από φόρους ανά μετοχή (βασικά και απομειωμένα)	-0,3393	0,0065	-0,0345	-0,0386	-0,0389	-0,1810
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και συνολικών αποσβέσεων	304.560,93	1.536.447,71	997.118,48	974.292,57	974.803,12	349.366,55

**Πίνακας 4.12 Καταστάσεις Ταμειακών Ροών Ετών 2015-2020 "Κυλινδρόμυλοι Κ.Σαραντόπουλος Α.Ε.", Άμεση μέθοδος
(στοιχεία από <https://ksarantopoulos.gr/>)**

	01.01- 31.12.2020	01.01- 31.12.2019	01.01- 31.12.2018	01.01- 31.12.2017	01.01- 31.12.2016	01.01- 31.12.2015
Ταμειακές Ροές Λειτουργικών Δραστηριοτήτων						
Εισπράξεις από πωλήσεις αγαθών και υπηρεσιών	21.617.877,48	20.872.261,89	18.392.962,03	18.414.589,68	15.674.176,15	16.342.919,58
Εισπράξεις από αμοιβές, προμήθειες και άλλα έσοδα	589.823,39	733.345,62	771.800,09	812.837,43	811.980,74	858.375,50
Πληρωμές σε προμηθευτές αγαθών και υπηρεσιών	-22.457.671,36	-18.176.275,42	-14.667.428,74	-16.207.646,06	-13.540.883,65	-14.400.403,85
Πληρωμές σε εργαζόμενους (και σε σχέση με εργαζόμενους)	-1.843.169,80	-1.800.614,34	-1.795.304,04	-1.718.086,92	-1.671.908,20	-1.542.715,13
Πληρωμές τόκων	-722.073,07	-651.681,35	-685.262,91	-690.215,59	-718.947,29	-688.438,65
Πληρωμές φόρων (ή εισπράξεις επιστροφών φόρων)	-129.202,36	-151.083,96	-144.648,69	-140.651,81	-148.997,24	-116.784,49
Σύνολο εισροών (εκροών) λειτουργικών δραστηριοτήτων	-2.944.415,72	825.952,44	1.872.117,74	470.826,73	405.420,51	452.952,96
Ταμειακές Ροές Επενδυτικών Δραστηριοτήτων						
Πληρωμές για την απόκτηση παγίων περιουσιακών στοιχείων	-212.538,93	-1.054.930,18	-1.653.090,65	-99.281,62	-353.097,99	-364.680,44
Εισπράξεις από την εκποίηση παγίων περιουσιακών στοιχείων	0,00	0,00	0,00	0,00	2.000,00	0,00
Εισπράξεις από επιχορήγηση παγίων στοιχείων	618.628,36	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Πληρωμές (εκταμιεύσεις) δανείων προς τρίτους	0,00	0,00	-4.510,94	0,00	0,00	-2.998,75
Σύνολο εισροών (εκροών) επενδυτικών δραστηριοτήτων	406.089,43	-1.054.930,18	-1.657.601,59	-99.281,62	-351.097,99	-367.679,19
Ταμειακές Ροές Χρηματοοικονομικών Δραστηριοτήτων						
Εισπράξεις από τη σύναψη δανείων και την έκδοση ομολόγων	4.190.000,00	630.000,00	3.000.000,00	576.739,27	1.000.000,00	0,00
Αποπληρωμές δανείων και ομολόγων	-1.336.812,05	-176.029,87	-3.140.590,84	-1.000.000,00	-1.020.055,70	-29.357,81
Πληρωμές σε σχέση με μισθωτικές υποχρεώσεις	-290.116,07	-290.564,95	0,00	0,00	0,00	0,00
Σύνολο εισροών(εκροών) χρηματοοικονομικών δραστηριοτήτων	2.563.071,88	163.405,18	-140.590,84	-423.260,73	-20.055,70	-29.357,81
Διαθέσιμα στην αρχή της χρήσεως (περιόδου)	207.004,91	272.577,47	198.652,16	250.367,78	216.100,96	160.185,00
Διαθέσιμα στο τέλος της χρήσεως (περιόδου)	231.750,50	207.004,91	272.577,47	198.652,16	250.367,78	216.100,96

Παρατηρήσεις επί των οικονομικών καταστάσεων για την περίοδο 2015-2020:

- Η εταιρία έχει προβεί σε επενδύσεις σε πάγια περιουσιακά στοιχεία κατά τις περισσότερες χρήσεις.
- Τα αποθέματά της παραμένουν σταθερά κατά μέσο όρο στην εξαετία.
- Παρατηρείται συνεχής μείωση των ιδίων κεφαλαίων, καθώς σχεδόν κάθε χρόνο η χρήση κλείνει με ζημίες.
- Υπάρχει βελτίωση της σχέσης μακροπρόθεσμου και βραχυπρόθεσμου δανεισμού, εξαιτίας της αναδιάρθρωσης της χρηματοδότησής της εταιρίας μέσα στο 2020.
- Η εταιρία βασίζεται σε μεγάλο ποσοστό σε ξένα κεφάλαια. Η σχέση ξένων προς ίδια κεφάλαια είναι ιδιαίτερα υψηλή.
- Ωστόσο, παρατηρούμε μείωση των υποχρεώσεων σε προμηθευτές, αλλά και του βραχυπρόθεσμου δανεισμού.
- Όσον αφορά τα αποτελέσματα χρήσης, παρότι οι περισσότερες χρήσεις είναι ζημιογόνες, ωστόσο οι ζημίες είναι διαρκώς μειούμενες – μάλιστα η εταιρία το 2019 παρουσίασε κέρδη. Η τάση αυτή ανακόπηκε το 2020, όπου η χρήση έκλεισε με μεγάλες ζημίες, κυρίως λόγω της κατακόρυφης μείωσης του μικτού κέρδους.
- Οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες είναι θετικές σε όλες τις χρήσεις πλην του 2020, που όμως η εταιρία δηλώνει ότι ήθελε να μειώσει τις υποχρεώσεις της σε προμηθευτές.
- Για πρώτη φορά το 2020 παρουσιάζονται θετικές ταμειακές ροές από τις επενδυτικές δραστηριότητες, πιθανότατα επειδή η εταιρία τη χρονιά αυτή ολοκλήρωσε ένα μακροχρόνιο επενδυτικό πλάνο.
- Παρομοίως οι ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες είναι θετικές και μάλιστα σε μεγάλο ύψος για πρώτη φορά το 2020, λόγω χρηματοδότησης για την κάλυψη λειτουργικών αναγκών.

Γενικά, η εταιρία δείχνει ότι προσπαθεί να κάνει κινήσεις αναδιοργάνωσης και βελτίωσης των οικονομικών μεγεθών της, μέσα από επενδύσεις και αναδιάρθρωση της χρηματοδότησης και των υποχρεώσεών της. Ωστόσο, θα πρέπει οπωσδήποτε να βελτιώσει σημαντικά το περιθώριο μικτού κέρδους της, το οποίο είναι σημαντικά χαμηλότερο από το μέσο όρο του κλάδου, διαφορετικά δε θα παραμείνει βιώσιμη.

Με βάση τα παραπάνω οικονομικά στοιχεία υπολογίστηκαν οι αριθμοδείκτες στον πίνακα που ακολουθεί για την περίοδο 2015-2020:

Πίνακας 4.13 Αριθμοδείκτες ετών 2015-2020 "Κυλινδρόμυλοι Κ. Σαραντόπουλος Α.Ε." (εκτιμήσεις της συγγραφέως με στοιχεία από <https://ksarantopoulos.gr/>)

			31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
1.	Κεφάλαιο κίνησης (Current Ratio)	= $\frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$	0,88	1,43	0,79	0,69	0,69	0,64
2.	Ρευστότητα (Quick Ratio)	= $\frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό - Αποθέματα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$	0,61	0,43	0,49	0,46	0,46	0,40
3.	Άμεση Ρευστότητα (Acid Test Ratio)	= $\frac{\text{Διαθέσιμα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$	0,02	0,01	0,02	0,01	0,02	0,01
4.	Ξένα προς Ίδια Κεφάλαια (Debt to Equity)	= $\frac{\text{Ξένα Κεφάλαια}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$	7,61	5,74	4,56	3,56	3,57	3,27
5.	Κυκλοφ.ταχύτητα Παγίων (Fixed Assets Turnover Ratio)	= $\frac{\text{Κύκλος Εργασιών}}{\text{Αναπόσβ. Αξία Πάγιου Ενεργητικού}}$	1,83	1,89	1,75	1,89	1,69	1,62
6.	Κυκλοφ.ταχύτητα Αποθεμάτων (Inventories Turnover Ratio)	= $\frac{\text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Μέσο Απόθεμα ((Αποθ.αρχής+Αποθ.τέλους)/2)}}$	4,52	3,93	4,39	4,86	4,08	3,99
7.	Κυκλοφ.ταχύτητα Ενεργητικού (Assets Turnover Ratio)	= $\frac{\text{Κύκλος Εργασιών}}{\text{Συνολικό Ενεργητικό}}$	0,85	0,77	0,82	0,90	0,80	0,80
8.	Κυκλοφ.ταχύτητα Ιδίων Κεφαλαίων (Equity Turnover Ratio)	= $\frac{\text{Κύκλος Εργασιών}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$	7,36	5,19	4,57	4,10	3,65	3,40
9.	Μικτό Περιθώριο Κέρδους (Gross Profit Margin)	= $\frac{\text{Μικτά Κέρδη}}{\text{Κύκλος Εργασιών}}$	8,1%	14,2%	14,5%	14,0%	16,7%	11,5%
10.	Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (Return on Equity)	= $\frac{\text{Κέρδη χρήσης}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$	-50,22%	0,44%	-3,52%	-3,54%	-3,40%	-15,90%

Οι αριθμοδείκτες ρευστότητας της εταιρίας κυμαίνονται σε πολύ χαμηλά επίπεδα, γεγονός που προβληματίζει όσον αφορά την ανταπόκρισή της στις άμεσες υποχρεώσεις της, λαμβάνοντας υπ' όψιν και ότι τα ξένα κεφάλαια είναι πολλαπλάσια των ιδίων. Ωστόσο, οι δείκτες δραστηριότητας παγίων και αποθεμάτων είναι καλοί, που σημαίνει ότι υπάρχει καλή ροή και εκμετάλλευση των αποθεμάτων και του εξοπλισμού της. Θα πρέπει να δοθεί μεγάλη προσοχή στη διαχείριση του κόστους και των υποχρεώσεών της, ώστε η εταιρία να βελτιώσει την οικονομική κατάστασή της.

4.5 Σύγκριση Οικονομικών Στοιχείων των Τριών Εταιριών

Στον παρακάτω πίνακα παρατίθενται οι μέσοι όροι των αριθμοδεικτών κάθε εταιρίας για τα έτη 2015-2020, με σκοπό τη μεταξύ τους σύγκριση και αξιολόγηση, όσον αφορά την αποδοτικότητα, την αποτελεσματικότητα και την κερδοφορία τους για το διάστημα αυτό.

Πίνακας 4.14 Μέσοι όροι Αριθμοδεικτών ετών 2015-2020 των τριών επιχειρήσεων (εκτιμήσεις της συγγραφέως)

		Μύλοι Λούλη Α.Ε.	Μύλοι Κεπενού Α.Β.Ε.Ε.	Κυλινδρόμυλοι Κ. Σαραντόπουλος Α.Ε.
1.	Κεφάλαιο κίνησης (Current Ratio) = $\frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$	2,39	5,16	0,85
2.	Ρευστότητα (Quick Ratio) = $\frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό - Αποθέματα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$	1,70	3,71	0,48
3.	Άμεση Ρευστότητα (Acid Test Ratio) = $\frac{\text{Διαθέσιμα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$	0,27	0,58	0,02
4.	Ξένα προς Ίδια Κεφάλαια (Debt to Equity) = $\frac{\text{Ξένα Κεφάλαια}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$	0,83	1,02	4,72
5.	Κυκλοφ.ταχύτητα Παγίων (Fixed Assets Turnover Ratio) = $\frac{\text{Κύκλος Εργασιών}}{\text{Αναπόσβ. Αξία Πάγιου Ενεργητικού}}$	1,03	2,66	1,78
6.	Κυκλοφ.ταχύτητα Αποθεμάτων (Inventories Turnover Ratio) = $\frac{\text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Μέσο Απόθεμα ((Αποθ.αρχής+Αποθ.τέλους)/2)}}$	4,04	3,89	4,30
7.	Κυκλοφ.ταχύτητα Ενεργητικού (Assets Turnover Ratio) = $\frac{\text{Κύκλος Εργασιών}}{\text{Συνολικό Ενεργητικό}}$	0,59	0,88	0,82
8.	Κυκλοφ.ταχύτητα Ιδίων Κεφαλαίων (Equity Turnover Ratio) = $\frac{\text{Κύκλος Εργασιών}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$	1,09	1,79	4,71
9.	Μικτό Περιθώριο Κέρδους (Gross Profit Margin) = $\frac{\text{Μικτά Κέρδη}}{\text{Κύκλος Εργασιών}}$	21%	26%	13%
10.	Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (Return on Equity) = $\frac{\text{Κέρδη χρήσης}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$	2,90%	5,42%	-12,69%

Συμπεράσματα από τη σύγκριση των αριθμοδεικτών:

Αριθμοδείκτες ρευστότητας

Παρατηρώντας τους αριθμοδείκτες Κεφαλαίου Κίνησης, Ρευστότητας και Άμεσης Ρευστότητας, διαπιστώνουμε ότι η εταιρία «Μύλοι Κεπενού Α.Β.Ε.Ε.» βρίσκεται σε σημαντικά καλύτερο επίπεδο από τις άλλες δύο εταιρίες (διπλάσια τιμή σε σχέση με την εταιρία «Μύλοι Λούλη Α.Ε.» και πολλαπλάσια σε σχέση με την εταιρία «Κυλινδρόμυλοι Κ. Σαραντόπουλος Α.Ε.»). Αυτό οφείλεται κατ' αρχάς στο γεγονός ότι η «Μύλοι Κεπενού Α.Β.Ε.Ε.» διατηρεί ταμειακά διαθέσιμα σε υψηλότερο ποσοστό επί του συνολικού ενεργητικού της (ποσοστό 8,4% για το διάστημα 2015-2020). Αντίστοιχα η σχέση βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων προς το σύνολο Καθαρής Θέσης και Υποχρεώσεων είναι χαμηλή σε σχέση με τις άλλες δύο εταιρίες. Από την άλλη πλευρά, η εταιρία «Κυλινδρόμυλοι Κ. Σαραντόπουλος Α.Ε.» έχει πολύ χαμηλές τιμές στους εν λόγω αριθμοδείκτες, τόσο σε σχέση με τις άλλες δύο εταιρίες, όσο και σε σχέση με τις αντίστοιχες τιμές του κλάδου, γεγονός που υποδεικνύει ότι είναι άμεσα εκτεθειμένη στον κίνδυνο ρευστότητας.

Αριθμοδείκτης ξένων προς ίδια κεφάλαια

Για αυτόν τον αριθμοδείκτη παρατηρούμε ότι η εταιρία «Μύλοι Λούλη Α.Ε.» έχει τη χαμηλότερη σχέση ξένων προς ίδια κεφάλαια (0,83), δηλαδή, όσον αφορά την κεφαλαιακή δομή της, τα ξένα κεφάλαια είναι λιγότερα από τα ίδια κεφάλαια. Το ίδιο περίπου ισχύει και για την εταιρία «Μύλοι Κεπενού Α.Β.Ε.Ε.» όπου η μεταξύ τους σχέση είναι σχεδόν 1:1. Θα μπορούσαμε να πούμε ότι η σχέση αυτή είναι ένα «λογικό επακόλουθο» για εταιρίες με μακρόχρονη πορεία και σταθερά υγιή οικονομικά. Σε αντίθεση με τις δύο αυτές εταιρίες, η «Κυλινδρόμυλοι Κ. Σαραντόπουλος Α.Ε.» έχει ξένα κεφάλαια 4,72 φορές περισσότερα από τα ίδια κεφάλαιά της. Στο αποτέλεσμα αυτό συμβάλλει και η συρρίκνωση των ιδίων κεφαλαίων της, λόγω συνεχόμενων ζημιολογών χρήσεων.

Κυκλοφοριακή ταχύτητα παγίων

Ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει την αποτελεσματικότητα του πάγιου ενεργητικού της επιχείρησης ως προς τη δημιουργία πωλήσεων. Από τις τρεις εταιρίες που εξετάζονται, παρατηρούμε ότι την καλύτερη τιμή στον αριθμοδείκτη αυτόν έχει η εταιρία «Μύλοι Κεπενού Α.Β.Ε.Ε.», που σημαίνει ότι εκμεταλλεύεται πιο αποτελεσματικά τα πάγιά της για να αποφέρει πωλήσεις. Ακολουθεί η «Κυλινδρόμυλοι Κ. Σαραντόπουλος Α.Ε.» και τέλος η «Μύλοι Λούλη Α.Ε.». Ωστόσο, θα πρέπει να αναφερθεί ότι στο διάστημα 2015-2020 οι επενδύσεις σε πάγια περιουσιακά στοιχεία που έγιναν από την «Κυλινδρόμυλοι Κ.

Σαραντόπουλος Α.Ε.» ήταν αναλογικά μεγαλύτερες από τις άλλες 2 εταιρίες, γεγονός που δικαιολογεί και τη χαμηλότερη τιμή του δείκτη αυτού, καθώς υπήρξε αύξηση της αξίας κτήσης των παγίων της, χωρίς όμως να έχουν διενεργηθεί επαρκείς αποσβέσεις.

Κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων

Ο αριθμοδείκτης αυτός μας δείχνει πόσες φορές μέσα στο έτος ανανεώνει τα αποθέματά της μία εταιρία. Είναι σημαντικός δείκτης, αφενός γιατί τα αποθέματα είναι τα δυσκολότερα ρευστοποιήσιμα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού, αφετέρου η χαμηλή ταχύτητα κυκλοφορίας τους αυξάνει το κόστος διατήρησής τους. Και οι τρεις εταιρίες που εξετάζονται έχουν ικανοποιητικούς δείκτες, τόσο σε σχέση με τον κλάδο, όσο και μεταξύ τους και σε γενικές γραμμές.

Κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού

Ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει τις πωλήσεις που δημιουργούνται για κάθε ευρώ του ενεργητικού μιας εταιρίας. Ο αριθμοδείκτης της «Μύλοι Κεπενού Α.Β.Ε.Ε.» βρίσκεται σε καλύτερα επίπεδα από τις άλλες δύο εταιρίες (0,88). Ακολουθεί η «Κυλινδρόμυλοι Κ. Σαραντόπουλος Α.Ε.» (0,82) και με χαμηλότερη τιμή η «Μύλοι Λούλη Α.Ε.» (0,59), η οποία βρίσκεται και σε χαμηλότερα επίπεδα από αυτά του κλάδου (0,70). Συγκρίνοντας τον αριθμοδείκτη αυτόν με τον αριθμοδείκτη Κυκλοφοριακής ταχύτητας παγίων, παρατηρούμε ότι η κατάταξη των εταιριών είναι η ίδια. Δεδομένου ότι τα Πάγια στοιχεία αποτελούν μέρος του Ενεργητικού είναι εύλογο η Κυκλοφοριακή ταχύτητα του ενεργητικού να επηρεάζεται σημαντικά από αυτό.

Κυκλοφοριακή ταχύτητα ιδίων κεφαλαίων

Ο αριθμοδείκτης αυτός απεικονίζει το βαθμό χρησιμοποίησης των ιδίων κεφαλαίων σε σχέση με τις πωλήσεις της χρήσης. Όσο μεγαλύτερη η τιμή του δείκτη, τόσο πιο αποδοτικά χρησιμοποιεί μια εταιρία τα ίδια κεφάλαια για τη δημιουργία πωλήσεων. Ταυτόχρονα όμως, ένας υψηλός δείκτης δείχνει ότι η επιχείρηση εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από ξένα κεφάλαια. Στις τρεις εταιρίες που εξετάζονται τη μεγαλύτερη τιμή του αριθμοδείκτη έχει η «Κυλινδρόμυλοι Κ. Σαραντόπουλος Α.Ε.» (4,71), ενώ οι αντίστοιχοι δείκτες των άλλων δύο εταιριών είναι αρκετά πιο χαμηλά (1,79 η «Μύλοι Κεπενού Α.Β.Ε.Ε.» και 1,09 η «Μύλοι Λούλη Α.Ε.»). Στην περίπτωση της «Κυλινδρόμυλοι Κ. Σαραντόπουλος Α.Ε.» ο υψηλός δείκτης σχετίζεται με την αντίστοιχη σχέση ιδίων προς ξένα κεφάλαια (περίπου 1:5), όπως είδαμε παραπάνω.

Μικτό περιθώριο κέρδους

Ο αριθμοδείκτης αυτός απεικονίζει το ποσοστό κερδών (ζημιών) που προκύπτει από την αφαίρεση του κόστους πωληθέντων από τον Κύκλο εργασιών. Τα μεγαλύτερα κατά μέσο όρο μικτά κέρδη εμφανίζει η «Μύλοι Κεπενού Α.Β.Ε.Ε.» (26%), ακολουθεί η «Μύλοι Λούλη Α.Ε.» (21%) και τέλος η «Κυλινδρόμυλοι Κ. Σαραντόπουλος Α.Ε.» (13%). Οι δύο πρώτες εταιρίες βρίσκονται πάνω από το μέσο όρο του κλάδου (20%), επομένως τα μικτά τους κέρδη βρίσκονται σε ικανοποιητικά επίπεδα (ειδικά για την «Μύλοι Κεπενού Α.Β.Ε.Ε.»). Τα μικτά κέρδη της «Κυλινδρόμυλοι Κ. Σαραντόπουλος Α.Ε.» όμως είναι ιδιαίτερα χαμηλά, γεγονός που πρέπει να προβληματίσει, ειδικότερα λόγω του μεγέθους και της θέσης της στον κλάδο.

Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων μετά από φόρους

Ο αριθμοδείκτης αυτός μετρά την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων που έχουν επενδυθεί στην επιχείρηση ή με άλλα λόγια την απόδοση που κερδίζουν οι μέτοχοι για κάθε ευρώ της επένδυσής τους. Ο αριθμοδείκτης αυτός είναι θετικός για τις δύο από τις τρεις εταιρίες που εξετάζονται. Συγκεκριμένα για την «Μύλοι Κεπενού Α.Β.Ε.Ε.» είναι 5,42% και για τη «Μύλοι Λούλη Α.Ε.» είναι 2,90%, ποσοστά ικανοποιητικά σε σχέση και με τον κλάδο, ενώ για την «Κυλινδρόμυλοι Κ. Σαραντόπουλος Α.Ε.» είναι αρνητικός (-12,69%) εξαιτίας των συνεχόμενων ζημιογόνων χρήσεων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΑΞΙΑΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Στο παρόν κεφάλαιο θα γίνει εκτίμηση της αξίας των επιχειρήσεων που παρουσιάστηκαν παραπάνω, χρησιμοποιώντας τη μέθοδο της Προεξόφλησης των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών προς την επιχείρηση (FCFF). Η μέθοδος αυτή βασίζεται στις μελλοντικές καθαρές ταμειακές ροές που εκτιμάται ότι θα δημιουργηθούν σε κάθε επιχείρηση έως και το πέρας της δραστηριότητάς της.

Ωστόσο, βασική προϋπόθεση για να προχωρήσουμε στην εκτίμηση της αξίας τους είναι οι επιχειρήσεις αυτές να έχουν θετικές ταμειακές ροές στο μέλλον, γεγονός που εξασφαλίζει κατ' αρχάς τη συνέχιση της δραστηριότητάς τους. Από την ανάλυση των οικονομικών στοιχείων των τριών επιχειρήσεων που παρουσιάστηκε στο προηγούμενο κεφάλαιο, διαπιστώνουμε ότι η επιχείρηση «Κυλινδρόμυλοι Κ.Σαραντόπουλος Α.Ε.», βάσει των οικονομικών της δεδομένων της τελευταίας πενταετίας, δεν είναι σε θέση να δημιουργήσει θετικές ταμειακές ροές μελλοντικά και πιθανότατα απειλείται και η συνέχιση της δραστηριότητάς της. Επομένως, για οποιονδήποτε πιθανό επενδυτή δε θα υπήρχε ενδιαφέρον, αλλά ούτε και νόημα να γίνει εκτίμηση της αξίας της. Είναι βέβαιο ότι οποιοσδήποτε θα ήθελε να επενδύσει στην παραπάνω επιχείρηση, θα έπρεπε να συνεισφέρει νέα κεφάλαια σε αυτήν. Θα μπορούσαμε βέβαια να υιοθετήσουμε ένα εναλλακτικό σενάριο, στο οποίο η συγκεκριμένη εταιρία θα παράγει θετικές ταμειακές ροές στο μέλλον, επομένως θα ήταν εφικτή μία αποτίμηση. Ωστόσο, επιλέγουμε την πιο πιθανή κατά την κρίση μας εξέλιξη για την επιχείρηση και καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι δεν υφίστανται λόγοι αποτίμησής της. Η εκτίμηση της αξίας λοιπόν θα πρέπει να γίνει μόνο για τις επιχειρήσεις «Μύλοι Λούλη Α.Ε.» και «Μύλοι Κεπενού Α.Β.Ε.Ε.».

Τα βήματα που θα ακολουθήσουμε για την εύρεση της αξίας τους είναι τα εξής:

1. Λαμβάνουμε τα ιστορικά δεδομένα, δηλαδή την Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης, την Κατάσταση Συνολικών Εσόδων, καθώς και την Κατάσταση Ταμειακών Ροών, της τελευταίας πενταετίας. Στην παρούσα περίπτωση επιλέχθηκαν τα ιστορικά δεδομένα της πενταετίας 2015-2019, και όχι της πιο πρόσφατης πενταετίας 2016-2020, με το σκεπτικό ότι κατά το έτος 2020 πολλοί κλάδοι και επιχειρήσεις παρουσίασαν απότομες μεταβολές στην οικονομική τους δραστηριότητα, εξαιτίας της πανδημίας του COVID-19.
2. Χρησιμοποιώντας τα δεδομένα αυτά, υπολογίζουμε για κάθε χρήση τα εξής μεγέθη:

- Ετήσιος ρυθμός μεταβολής των πωλήσεων
- Κόστος πωληθέντων/Πωλήσεις
- Λειτουργικές Δαπάνες/Πωλήσεις
- Φορολογικός Συντελεστής
- Αποσβέσεις/Πωλήσεις
- Χρηματοοικονομικές δαπάνες/Πωλήσεις
- Κυκλοφορούν ενεργητικό/Πωλήσεις: λαμβάνουμε υπ' όψιν το Κυκλοφορούν Ενεργητικό χωρίς τα χρηματικά διαθέσιμα.
- Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις/Πωλήσεις: λαμβάνουμε υπ' όψιν τις Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις χωρίς το βραχυπρόθεσμο χρέος.
- Δαπάνες για Πάγια Περιουσιακά Στοιχεία/Πωλήσεις: οι Δαπάνες για Πάγια Περιουσιακά Στοιχεία ισούνται με την ετήσια μεταβολή της αξίας κτήσης των παγίων περιουσιακών στοιχείων.

Για όλα τα παραπάνω υπολογίζουμε το μέσο όρο της πενταετίας.

3. Χρησιμοποιώντας ως βάση υπολογισμού το μέσο όρο των παραπάνω μεγεθών, προβλέπουμε για κάθε έτος της επόμενης πενταετίας (2020-2024) τα αποτελέσματα χρήσεως, καθώς και τα μεγέθη που υπολογίστηκαν παραπάνω (πρώτη περίοδος). Στη συνέχεια βρίσκουμε τις καθαρές ταμειακές ροές κάθε έτους και υπολογίζουμε τη συνολική παρούσα αξία τους. Ως συντελεστής προεξόφλησης χρησιμοποιείται το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου της κάθε επιχείρησης (WACC – Weighted Average Cost of Capital). Πιο συγκεκριμένα:
 - Το κόστος Ιδίων Κεφαλαίων υπολογίζεται με την πιο κατάλληλη από τις μεθόδους που παρατέθηκαν στο 2^ο κεφάλαιο της εργασίας (βλ. υποκεφ. 2.8.1).
 - Το κόστος Ξένων Κεφαλαίων υπολογίζεται λαμβάνοντας υπ' όψιν το μέσο κόστος δανεισμού της επιχείρησης με βάση τα ιστορικά στοιχεία της τελευταίας πενταετίας (βλ. υποκεφ. 2.8.2).
4. Υπολογίζουμε την Υπολειμματική Αξία της επιχείρησης, δηλαδή την αξία της επιχείρησης μετά το χρονικό διάστημα πρόβλεψης των ταμειακών ροών, υποθέτοντας ότι η δραστηριότητά της συνεχίζεται στο διηνεκές (δεύτερη περίοδος). Για τον υπολογισμό της Υπολειμματικής Αξίας χρησιμοποιούμε το υπόδειγμα Gordon. Το υπόδειγμα αυτό υποθέτει ότι οι ταμειακές ροές θα αυξάνονται κάθε χρόνο με έναν σταθερό ρυθμό g , ο οποίος είναι μικρότερος από το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου. Το υπόδειγμα Gordon χρησιμοποιεί τον παρακάτω τύπο:

$$\sum_{t=n+1}^{\infty} FCFF = \frac{FCFF_n * (1 + g)}{(WACC - g)}$$

Όπου n, το τελευταίο έτος της περιόδου πρόβλεψης.

Ο ρυθμός αύξησης των ταμειακών ροών g υπολογίζεται χρησιμοποιώντας τη σχέση $g = RR * ROC = \text{ποσοστό παρακράτησης κερδών μετά από φόρους} * (EBIT(1-t)/(D+E))$.

Κατόπιν η Υπολειμματική Αξία προεξοφλείται στο χρόνο t=0, χρησιμοποιώντας και πάλι το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC).

5. Έχοντας υπολογίσει την αξία της πρώτης και δεύτερης περιόδου πρόβλεψης, μπορούμε να βρούμε την αξία της επιχείρησης, υπολογίζοντας το παρακάτω άθροισμα:

Συνολική Αξία Επιχείρησης = Παρούσα αξία ελεύθερων ταμειακών ροών της πρώτης πενταετίας + Παρούσα αξία της Υπολειμματικής Αξίας + Τρέχοντα ταμειακά διαθέσιμα

Επιπλέον, μετά την εκτίμηση της αξίας κάθε επιχείρησης, θα υπολογίσουμε την πραγματική αξία των Ιδίων Κεφαλαίων (αφαιρώντας το τρέχον χρέος από τη συνολική αξία της επιχείρησης), και περαιτέρω την πραγματική αξία της μετοχής της.

5.1 Εκτίμηση Αξίας της Εταιρίας «Μύλοι Λούλη Α.Ε.»

Με βάση τα ιστορικά δεδομένα της πενταετίας 2015-2019 υπολογίστηκαν τα παρακάτω μεγέθη ανά έτος, καθώς και ο μέσος όρος τους:

Πίνακας 5.1 Οικονομικοί δείκτες πενταετίας 2015-2019, Μύλοι Λούλη Α.Ε.
(<https://www.loulismills.gr/> και εκτιμήσεις της συγγραφέως)

	2015	2016	2017	2018	2019	ΜΟ
Ρυθμός μεταβολής των πωλήσεων	0,151871	-0,047696	-0,062755	0,015547	0,094674	0,030328
Κόστος πωληθέντων/Πωλήσεις	0,810570	0,753284	0,798501	0,799483	0,799272	0,792222
Λειτουργικές δαπάνες/Πωλήσεις	0,171289	0,207896	0,173410	0,180744	0,179307	0,182529
Φορολογικός συντελεστής	0,29	0,29	0,29	0,29	0,24	
Απόσβεση/Πωλήσεις	0,037033	0,040495	0,043977	0,045330	0,043874	0,042142
Χρηματοοικονομικές δαπάνες/Πωλήσεις	0,021663	0,026389	0,020955	0,020718	0,017919	0,021528
Κυκλοφορούν ενεργητικό/Πωλήσεις	0,565649	0,582691	0,666200	0,640744	0,546436	0,600344
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις/Πωλήσεις	0,222178	0,213658	0,154986	0,206938	0,174813	0,194515
Δαπάνες για πάγια στοιχεία/Πωλήσεις	0,008386	0,020108	0,012517	0,054430	0,022565	0,023601

Ακολουθεί ο πίνακας με τα προβλεπόμενα μεγέθη και αποτελέσματα για την πενταετία 2020-2024:

Πίνακας 5.2 Πρόβλεψη μεγεθών πενταετίας 2020-2024, Μύλοι Λούλη Α.Ε. (εκτιμήσεις της συγγραφέως)

	2020	2021	2022	2023	2024
Πωλήσεις	103.634.960,44	106.778.029,83	110.016.423,09	113.353.031,23	116.790.832,93
Κόστος πωληθέντων	82.101.917,70	84.591.927,10	87.157.454,17	89.800.789,25	92.524.292,13
Μικτό Αποτέλεσμα	21.533.042,73	22.186.102,74	22.858.968,92	23.552.241,98	24.266.540,81
Λειτουργικές δαπάνες	18.916.423,53	19.490.125,99	20.081.227,85	20.690.256,82	21.317.756,58
Κέρδη εκμετάλλευσης (EBIT)	2.616.619,20	2.695.976,75	2.777.741,07	2.861.985,16	2.948.784,22
Χρηματοοικονομικές δαπάνες	2.231.101,06	2.298.766,50	2.368.484,12	2.440.316,15	2.514.326,73
Κέρδη προ φόρων	385.518,15	397.210,25	409.256,95	421.669,00	434.457,50
Φορολογικός συντελεστής	0,24	0,22	0,22	0,22	0,22
Φόρος εισοδήματος	92.524,36	87.386,25	90.036,53	92.767,18	95.580,65
Καθαρά κέρδη χρήσης μετά από φόρους	292.993,79	309.823,99	319.220,42	328.901,82	338.876,85
Αποσβέσεις	4.367.357,65	4.499.812,07	4.636.283,60	4.776.894,07	4.921.769,02
Κυκλοφορούν ενεργητικό	62.216.639,95	64.103.563,20	66.047.713,58	68.050.826,69	70.114.690,75
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	20.158.510,35	20.769.883,16	21.399.797,85	22.048.816,77	22.717.519,31
ΚΚΚ	42.058.129,60	43.333.680,04	44.647.915,73	46.002.009,92	47.397.171,44
Προηγούμενο κεφάλαιο κίνησης	40.817.153,17	42.058.129,60	43.333.680,04	44.647.915,73	46.002.009,92
Μεταβολή στο ΚΚΚ	1.240.976,43	1.275.550,45	1.314.235,69	1.354.094,19	1.395.161,53
Δαπάνες για ΠΠΣ	2.445.938,29	2.520.119,38	2.596.550,25	2.675.299,13	2.756.436,34
Τόκος(1-φ)	1.695.636,80	1.793.037,87	1.847.417,61	1.903.446,60	1.961.174,85
FCFF	2.669.073,53	2.807.004,11	2.892.135,69	2.979.849,18	3.070.222,86

Για την προεξόφληση των μελλοντικών ταμειακών ροών υπολογίζουμε το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC) ως εξής:

- Κόστος ιδίων κεφαλαίων:

Για τον υπολογισμό του κόστους Ιδίων Κεφαλαίων θα χρησιμοποιήσουμε το μοντέλο CAPM (Capital Asset Pricing Model). Στην παρούσα εργασία θα θέσουμε ως δεδομένα ότι: α. το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου (R_f) ισούται με 1,40% και β. το πρίμιουμ της αγοράς (market risk premium) ισούται με 11,50%. Όσον αφορά το βήτα της μετοχής, αρχικά διενεργήθηκε γραμμική παλινδρόμηση των ημερήσιων αποδόσεων της μετοχής με τις αποδόσεις του Γενικού Δείκτη, καθώς και του Δείκτη Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών για την τριετία 2017-2019, ωστόσο δε διαπιστώθηκε συσχέτιση της μεταβλητότητάς τους. Εν τέλει το βήτα της μετοχής αντλήθηκε από σχετικό πίνακα της ιστοσελίδας www.eurocapital.gr, όπου απεικονίζονται τα βήτα όλων των μετοχών

του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών για διάστημα πενταετίας, στον οποίο δίνεται η τιμή $b = 0,451$ για την εταιρία. Επομένως, σύμφωνα με όλα τα παραπάνω, το κόστος Ιδίων Κεφαλαίων θα ισούται με:

$$E_{(R)} = R_f + b \times (E(R_m) - R_f) = 0,014 + 0,451 \times 0,115 = 0,065865 \text{ ή } 6,59\%$$

- Κόστος ξένων κεφαλαίων

Το κόστος ξένων κεφαλαίων υπολογίζεται σύμφωνα με τον παρακάτω πίνακα:

Πίνακας 5.3 Κόστος ξένων κεφαλαίων, Μύλοι Λούλη Α.Ε. (https://www.loulismills.gr/ και εκτιμήσεις της συγγραφέως)						
	2015	2016	2017	2018	2019	ΜΟ
Χρηματοοικονομικά έξοδα	2.195.975	2.547.476	1.895.939	1.903.666	1.802.334	
ΜΟ δανεισμού	34.846.777	33.345.932	35.668.561	37.878.873	37.325.259	35.813.080
Κόστος ξένων κεφαλαίων	0,063018	0,0763954	0,0531543	0,0502567	0,0482872	0,058222338

Επομένως το κόστος ξένων κεφαλαίων ισούται με 5,82%.

Συνολικά, τα δεδομένα για τον υπολογισμό του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC) είναι τα εξής:

Πίνακας 5.4 Δεδομένα υπολογισμού μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC) (https://www.loulismills.gr/ και εκτιμήσεις της συγγραφέως)	
ΜΟ Ιδίων Κεφαλαίων 2015-2019	87.778.890
Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων	6,59%
ΜΟ Ξένων Κεφαλαίων 2015-2019	35.813.080
Κόστος Ξένων Κεφαλαίων	5,82%
ΜΟ Φορ.Συντελεστή	28%
ΜΟ Συνολικών Κεφαλαίων 2015-2019	123.591.970

Επομένως το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου ισούται με:

$$WACC = (87.778.890/123.591.970) \times 0,0659 + ((35.813.080/123.591.970) \times 0,0582) \times (1-0,28) = 0,058947 \text{ ή } 5,89\%$$

Έχοντας υπολογίσει το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου, μπορούμε πλέον να υπολογίσουμε την Καθαρή Παρούσα Αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών της πενταετίας πρόβλεψης, η οποία ισούται με 12.136.227,82€.

Για να υπολογίσουμε την αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών μετά την πενταετία πρόβλεψης, θα πρέπει πρώτα να ορίσουμε το σταθερό ρυθμό ανάπτυξης g . Εφαρμόζουμε τα οικονομικά δεδομένα της τελευταίας πενταετίας στον τύπο εύρεσης του ρυθμού ανάπτυξης g ως εξής:

Πίνακας 5.5 Δεδομένα υπολογισμού ρυθμού ανάπτυξης g (https://www.loulismills.gr/ και εκτιμήσεις της συγγραφέως)						
	2015	2016	2017	2018	2019	MO
RR	0,7911	0,9258	0,9262	0,9408	0,6451	
EBIT	5.208.212	7.133.704	6.457.518	5.454.294	5.626.573	
T	0,29	0,29	0,29	0,29	0,24	
D	34.846.777	33.345.932	35.668.561	37.878.873	37.325.259	
E	85.122.364	85.386.165	87.313.957	88.156.758	89.999.483	
G	0,0243842	0,0394932	0,0345291	0,0289069	0,0216657	0,0298

Το ποσοστό παρακράτησης κερδών (RR) υπολογίστηκε σύμφωνα με τα κέρδη κάθε χρήσης που διανεμήθηκαν στην επόμενη χρήση, όπως αυτά απεικονίζονται στον πίνακα μεταβολών Ιδίων Κεφαλαίων της εταιρίας. Θα χρησιμοποιήσουμε το μέσο όρο του ετήσιου ρυθμού ανάπτυξης για την πενταετία 2015-2019, ο οποίος ισούται με 0,0298.

Κατόπιν υπολογίζουμε τη συνολική αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών μετά την πενταετία πρόβλεψης ή αλλιώς την υπολειμματική αξία της επιχείρησης, η οποία ισούται με:

$$\text{Υπολειμματική Αξία} = \frac{FCFF_5 \cdot (1+g)}{(WACC-g)} = \frac{3.070.222,86 \cdot (1,0298)}{(0,0589-0,0298)} = 108.650.017,07\text{€}$$

Η καθαρή παρούσα αξία της στο χρόνο $t=0$ θα ισούται με 81.612.194,78€

Έχοντας υπολογίσει την καθαρή παρούσα αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών της περιόδου πρόβλεψης (πενταετία 2020-2024) και της υπολειμματικής αξίας, μπορούμε πλέον να βρούμε την πραγματική αξία της εταιρίας «Μύλοι Λούλη Α.Ε.», η οποία ισούται με το παρακάτω άθροισμα:

$$\text{Συνολική Αξία} = \text{Παρούσα αξία ελεύθερων ταμειακών ροών της πρώτης πενταετίας} + \text{Παρούσα αξία της Υπολειμματικής Αξίας} + \text{Τρέχοντα ταμειακά διαθέσιμα 31/12/2019 (8.160.663,00€)} = 101.909.085,60\text{€}$$

Το ποσό των 101.909.085,60€ αντικατοπτρίζει τη συνολική αξία της εταιρίας «Μύλοι Λούλη Α.Ε.». Αφαιρώντας το τρέχον χρέος της εταιρίας στις 31/12/2019, το οποίο ισούται με 37.954.202,00€, προκύπτει η πραγματική αξία των Ιδίων Κεφαλαίων της, ήτοι 63.954.883,60€.

**Πίνακας 5.6 Δεδομένα υπολογισμού πραγματικής αξίας μετοχής
Μύλοι Λούλη Α.Ε. (εκτιμήσεις της συγγραφούς)**

Αξία επιχείρησης	101.909.085,60
μείον: Τρέχον χρέος	-37.954.202,00
Αξία ιδίων κεφαλαίων	63.954.883,60
Αριθμός μετοχών	17.120.280
Αξία μετοχής	3,74
Χρηματιστηριακή τιμή 31/12/2019	3,44

Όπως διαπιστώνουμε και από τον παραπάνω πίνακα, η πραγματική αξία της μετοχής της εταιρίας «Μύλοι Λούλη Α.Ε.» είναι ελαφρώς υψηλότερη από τη χρηματιστηριακή της αξία, δηλαδή την αξία στην οποία διαπραγματεύεται στην ελεύθερη αγορά. Επομένως, η μετοχή της εταιρίας εμφανίζεται υποτιμημένη σε σχέση με την πραγματική της αξία.

5.2 Εκτίμηση Αξίας της Εταιρίας «Μύλοι Κεπενού Α.Β.Ε.Ε.»

Με βάση τα ιστορικά δεδομένα της πενταετίας 2015-2019 υπολογίστηκαν τα παρακάτω μεγέθη ανά έτος, καθώς και ο μέσος όρος τους:

**Πίνακας 5.7 Οικονομικοί δείκτες πενταετίας 2015-2019, Μύλοι Κεπενού Α.Β.Ε.Ε.
(<https://kepenos.gr> και εκτιμήσεις της συγγραφούς)**

	2015	2016	2017	2018	2019	ΜΟ
Ρυθμός μεταβολής των πωλήσεων	-0,051780	-0,012719	0,013448	-0,021719	0,003786	-0,013797
Κόστος πωληθέντων/Πωλήσεις	0,764759	0,712604	0,760637	0,755019	0,708749	0,740354
Λειτουργικές δαπάνες/Πωλήσεις	0,181884	0,191196	0,210960	0,207666	0,226033	0,203548
Φορολογικός συντελεστής	0,29	0,29	0,29	0,29	0,24	0,28
Απόσβεση/Πωλήσεις	0,017020	0,016799	0,016636	0,018676	0,029511	0,019728
Χρηματοοικονομικές δαπάνες/Πωλήσεις	0,020004	0,016071	0,015650	0,018761	0,014862	0,017069
Κυκλοφορούν ενεργητικό/Πωλήσεις	0,560519	0,567041	0,583073	0,652434	0,711247	0,614863
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις/Πωλήσεις	0,073591	0,092405	0,045628	0,061932	0,073782	0,069467
Δαπάνες για πάγια στοιχεία/Πωλήσεις	0,003877	0,002892	0,025574	0,034508	0,048518	0,023074

Ακολουθεί ο πίνακας με τα προβλεπόμενα μεγέθη και αποτελέσματα για την πενταετία 2020-2024:

**Πίνακας 5.8 Πρόβλεψη μεγεθών πενταετίας 2020-2024, Μύλοι Καπενού Α.Β.Ε.Ε.
(εκτιμήσεις της συγγραφέως)**

	2020	2021	2022	2023	2024
Πωλήσεις	32.953.182,78	32.498.529,84	32.050.149,71	31.607.955,85	31.171.862,92
Κόστος πωληθέντων	24.397.007,19	24.060.403,24	23.728.443,41	23.401.063,60	23.078.200,63
Μικτό Αποτέλεσμα	8.556.175,60	8.438.126,59	8.321.706,30	8.206.892,25	8.093.662,29
Λειτουργικές δαπάνες	6.707.555,87	6.615.012,15	6.523.745,25	6.433.737,56	6.344.971,69
Κέρδη εκμετάλλευσης (EBIT)	1.848.619,73	1.823.114,44	1.797.961,05	1.773.154,69	1.748.690,59
Χρηματοοικονομικές δαπάνες	562.492,86	554.732,18	547.078,58	539.530,57	532.086,70
Κέρδη προ φόρων	1.286.126,87	1.268.382,26	1.250.882,47	1.233.624,13	1.216.603,89
Φορολογικός συντελεστής	0,24	0,22	0,22	0,22	0,22
Φόρος εισοδήματος	308.670,45	279.044,10	275.194,14	271.397,31	267.652,86
Καθαρά κέρδη χρήσης μετά από φόρους	977.456,42	989.338,16	975.688,33	962.226,82	948.951,04
Αποσβέσεις	650.110,02	641.140,49	632.294,72	623.570,99	614.967,62
Κυκλοφορούν ενεργητικό	20.261.688,03	19.982.138,82	19.706.446,54	19.434.557,96	19.166.420,61
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	2.289.171,73	2.257.588,18	2.226.440,38	2.195.722,32	2.165.428,08
ΚΚΚ	17.972.516,30	17.724.550,64	17.480.006,16	17.238.835,64	17.000.992,53
Προηγούμενο κεφάλαιο κίνησης	18.223.950,98	17.972.516,30	17.724.550,64	17.480.006,16	17.238.835,64
Μεταβολή στο ΚΚΚ	-251.434,68	-247.965,65	-244.544,49	-241.170,52	-237.843,11
Δαπάνες για ΠΠΣ	760.351,77	749.861,24	739.515,45	729.312,41	719.250,13
Τόκος(1-φ)	427.494,57	432.691,10	426.721,29	420.833,84	415.027,63
FCFF	1.546.143,93	1.561.274,17	1.539.733,37	1.518.489,77	1.497.539,26

Για την προεξόφληση των μελλοντικών ταμειακών ροών υπολογίζουμε το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC) ως εξής:

- Κόστος ιδίων κεφαλαίων:

Για τον υπολογισμό του κόστους Ιδίων Κεφαλαίων επιλέχθηκε αρχικά το μοντέλο CAPM (Capital Asset Pricing Model) με δεδομένα ότι: α. το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου (R_f) ισούται με 1,40% και β. το πρίμιουμ της αγοράς (market risk premium) ισούται με 11,50%. Όσον αφορά το βήτα της μετοχής, διενεργήθηκε γραμμική παλινδρόμηση των ημερήσιων αποδόσεων της μετοχής με τις αποδόσεις του Γενικού Δείκτη, καθώς και του Δείκτη Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών για την τριετία 2017-2019, ωστόσο δε διαπιστώθηκε συσχέτιση της μεταβλητότητάς τους. Περαιτέρω χρησιμοποιήθηκε η τιμή από σχετικό πίνακα της ιστοσελίδας www.eurocapital.gr, όπου απεικονίζονται τα βήτα όλων των μετοχών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών για διάστημα πενταετίας, ωστόσο με αυτήν την τιμή, το κόστος ιδίων κεφαλαίων προέκυπτε ιδιαίτερα μικρό.

Εναλλακτικά λοιπόν επιλέχθηκε να γίνει υπολογισμός του κόστους ιδίων κεφαλαίων, προβλέποντας την αναμενόμενη απόδοση των μελλοντικών μερισμάτων, σύμφωνα με τον παρακάτω τύπο:

$$k_{κμ} = \frac{D_1}{P_0} + g$$

Όπου D_1 , το μέρισμα του επόμενου έτους

P_0 , η τρέχουσα τιμή της μετοχής και

g , ο ρυθμός ανάπτυξης των μερισμάτων

Για να ορίσουμε το σταθερό ρυθμό ανάπτυξης g , εφαρμόζουμε τα οικονομικά δεδομένα της τελευταίας πενταετίας στον τύπο εύρεσης του ρυθμού ανάπτυξης g ($g = RR * ROC = \text{ποσοστό παρακράτησης κερδών μετά από φόρους} * (EBIT(1-t)/(D+E))$) ως εξής:

Πίνακας 5.9 Δεδομένα υπολογισμού ρυθμού ανάπτυξης g
(<https://kepenos.gr> και εκτιμήσεις της συγγραφέως)

	2015	2016	2017	2018	2019	MO
RR	0,6918	0,9026	0,3964	0,5526	0,0630	
EBIT	2.001.310,72	3.353.426,08	1.097.816,68	1.351.437,06	2.298.803,11	
t	0,29	0,29	0,29	0,29	0,24	
D	12.626.485,93	10.850.370,57	12.341.833,06	14.943.246,40	13.003.535,72	
E	16.774.540,87	17.907.838,30	18.833.177,80	19.009.020,99	19.678.387,21	
g	0,033434	0,074728	0,009911	0,015617	0,003368	0,027411

Το ποσοστό παρακράτησης κερδών (RR) υπολογίστηκε σύμφωνα με τα κέρδη κάθε χρήσης που διανεμήθηκαν στην επόμενη χρήση, όπως αυτά απεικονίζονται στον πίνακα μεταβολών Ιδίων Κεφαλαίων της εταιρίας. Θα χρησιμοποιήσουμε το μέσο όρο του ετήσιου ρυθμού ανάπτυξης g για την πενταετία 2015-2019, ο οποίος ισούται με 0,0274.

Για τις τιμές D_1 και P_0 , χρησιμοποιώντας τα δεδομένα των οικονομικών καταστάσεων της τελευταίας (ιστορικής) πενταετίας, θα θέσουμε για κάθε έτος t ως D_1 τα μερίσματα που διένειμε η εταιρία στο έτος $t = 1$ και ως P_0 την κεφαλαιοποίηση της εταιρίας το έτος $t = 0$, όπως παρουσιάζεται στον παρακάτω πίνακα:

Πίνακας 5.10 Δεδομένα υπολογισμού απόδοσης μερισμάτων (<https://kerenos.gr> και εκτιμήσεις της συγγραφέως)

	2015	2016	2017	2018	2019	ΜΟ
Μερίσματα	214.100,00	187.600,00	187.600,00	288.100,00	1.279.700,00	
Αριθμός Μετοχών	6.700.000	6.700.000	6.700.000	6.700.000	6.700.000	
Χρηματ. αξία μετοχής στις 31/12	2,09	1,66	1,92	1,30	1,70	
Κεφαλαιοποίηση	14.003.000,00	11.122.000,00	12.864.000,00	8.710.000,00	11.390.000,00	
Απόδοση μετόχων	0,015290	0,016867	0,014583	0,033077	0,112353	0,038434

Ο μέσος όρος απόδοσης των μετόχων στην τελευταία πενταετία (2015-2019) είναι 0,0384, τον οποίο θα χρησιμοποιήσουμε ως προσδοκώμενη απόδοση. Προσθέτοντας και το ρυθμό ανάπτυξης g (0,0274) προκύπτει κόστος ιδίων κεφαλαίων ίσο με 0,0658 ή 6,58%.

- Κόστος ξένων κεφαλαίων

Το κόστος ξένων κεφαλαίων υπολογίζεται σύμφωνα με τον παρακάτω πίνακα:

Πίνακας 5.11 Κόστος ξένων κεφαλαίων, Μύλοι Κεπενού Α.Β.Ε.Ε.
(<https://kerenos.gr> και εκτιμήσεις της συγγραφέως)

	2015	2016	2017	2018	2019	ΜΟ
Χρηματοοικονομικά έξοδα	680.286,06	539.581,74	532.525,94	624.529,14	496.594,70	
ΜΟ δανεισμού	12.626.485,93	10.850.370,57	12.341.833,06	14.943.246,40	13.003.535,72	12.753.094,34
Κόστος ξένων κεφαλαίων	0,053877703	0,049729337	0,043148043	0,041793404	0,038189206	0,045347539

Επομένως το κόστος ξένων κεφαλαίων ισούται με 4,53%.

Συνολικά, τα δεδομένα για τον υπολογισμό του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC) είναι τα εξής:

Πίνακας 5.12 Δεδομένα υπολογισμού μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC), Μύλοι Κεπενού Α.Β.Ε.Ε.
(<https://kerenos.gr> και εκτιμήσεις της συγγραφέως)

ΜΟ Ιδίων Κεφαλαίων 2015-2019	18.440.593
Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων	6,58%
ΜΟ Ξένων Κεφαλαίων 2015-2019	12.753.094
Κόστος Ξένων Κεφαλαίων	4,53%
ΜΟ Φορ. Συντελεστή	28%
ΜΟ Συνολικών Κεφαλαίων 2015-2019	31.193.687

Επομένως το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου ισούται με:

$$WACC = (18.440.593/31.193.687)*0,0658 + ((12.753.094/31.193.687)*0,0453)*(1-0,28) = 0,052233 \text{ ή } 5,22\%$$

Έχοντας υπολογίσει το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου, μπορούμε πλέον να υπολογίσουμε την Καθαρή Παρούσα Αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών της πενταετίας πρόβλεψης, η οποία ισούται με 6.601.394,86€.

Κατόπιν υπολογίζουμε τη συνολική αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών μετά την πενταετία πρόβλεψης ή αλλιώς την υπολειμματική αξία της επιχείρησης, η οποία ισούται με:

$$\text{Υπολειμματική Αξία} = \frac{FCFF_5*(1+g)}{(WACC-g)} = \frac{1.497.539,26*(1,0274)}{(0,0522-0,0274)} = 29.474.556,21\text{€}$$

Η καθαρή παρούσα αξία της στο χρόνο t=0 θα ισούται με 22.853.661,34€

Έχοντας υπολογίσει την καθαρή παρούσα αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών της περιόδου πρόβλεψης (πενταετία 2020-2024) και της υπολειμματικής αξίας, μπορούμε πλέον να βρούμε την πραγματική αξία της εταιρίας «Μύλοι Κεπενού Α.Β.Ε.Ε.», η οποία ισούται με το παρακάτω άθροισμα:

$$\text{Συνολική Αξία} = \text{Παρούσα αξία ελεύθερων ταμειακών ροών της πρώτης πενταετίας} + \text{Παρούσα αξία της Υπολειμματικής Αξίας} + \text{Τρέχοντα ταμειακά διαθέσιμα 31/12/2019} (658.165,53\text{€}) = 30.113.221,73\text{€}$$

Το ποσό των 30.113.221,73€ αντικατοπτρίζει τη συνολική αξία της εταιρίας «Μύλοι Κεπενού Α.Β.Ε.Ε.». Αφαιρώντας το τρέχον χρέος της εταιρίας στις 31/12/2019, το οποίο ισούται με 10.948.786,65€, προκύπτει η πραγματική αξία των Ιδίων Κεφαλαίων της, ήτοι 19.164.435,08€.

Πίνακας 5.13 Δεδομένα υπολογισμού πραγματικής αξίας μετοχής Μύλοι Κεπενού Α.Β.Ε.Ε. (εκτιμήσεις της συγγραφέως)

Αξία επιχείρησης	30.113.221,73
μείον: Τρέχον χρέος	-10.948.786,65
Αξία ιδίων κεφαλαίων	19.164.435,08
Αριθμός μετοχών	6.700.000
Αξία μετοχής	2,86
Χρηματιστηριακή τιμή 31/12/2019	1,70

Όπως διαπιστώνουμε και από τον παραπάνω πίνακα, η πραγματική αξία της μετοχής της εταιρίας «Μύλοι Κεπενού Α.Β.Ε.Ε.» είναι αρκετά υψηλότερη από τη χρηματιστηριακή της αξία, δηλαδή την αξία στην οποία διαπραγματεύεται στην ελεύθερη αγορά. Επομένως, η μετοχή και αυτής της εταιρίας εμφανίζεται υποτιμημένη σε σχέση με την πραγματική της αξία.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ, ΣΧΟΛΙΑ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ

Ολοκληρώνοντας τη διαδικασία εκτίμησης της αξίας των επιχειρήσεων «Μύλοι Λούλη Α.Ε.» και «Μύλοι Κεπενού Α.Β.Ε.Ε.», διαπιστώνουμε ότι και στις δύο περιπτώσεις η προκύπτουσα πραγματική αξία τους διαφέρει από την αντίστοιχη χρηματιστηριακή. Πιο συγκεκριμένα, οι δύο εταιρίες εμφανίζουν χαμηλότερη χρηματιστηριακή αξία σε σχέση με την πραγματική τους. Εύλογα προκύπτει το ερώτημα για ποιους λόγους η πραγματική αξία μιας μετοχής μπορεί να διαφέρει από την αξία στην οποία διαπραγματεύεται στην ελεύθερη αγορά (ειδικότερα για την «Μύλοι Κεπενού Α.Β.Ε.Ε.» η διαφορά είναι σημαντική), λαμβάνοντας υπ' όψιν τη διαθέσιμη πληροφόρηση που υπάρχει γενικότερα για τις εισηγμένες εταιρίες.

Αρχικά γνωρίζουμε ότι πρόκειται για δύο από τις μεγαλύτερες εταιρίες του κλάδου της αλευροβιομηχανίας - οι «Μύλοι Λούλη Α.Ε.» μάλιστα είναι η μεγαλύτερη του κλάδου και με μεγάλη διαφορά από τους ανταγωνιστές της. Πρόκειται για εταιρίες με μακροχρόνια λειτουργία που ακολουθούν σταθερή αναπτυξιακή πορεία όλα τα χρόνια της δραστηριότητάς τους. Οι εταιρίες αυτές διαθέτουν μακροπρόθεσμο στρατηγικό πλάνο και συνεχώς επενδύουν στην καινοτομία, σε νέες τεχνολογίες και στη διατήρηση ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων. Ωστόσο, παρατηρώντας την πορεία των μετοχών τους κατά την τελευταία πενταετία στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, διαπιστώνουμε ότι η τιμή της μετοχής τους ελάχιστες φορές έχει υπερβεί τα 3,00€.

Και οι δύο εταιρίες διατηρούν υψηλά ποσοστά του μετοχικού κεφαλαίου τους σε μεγαλομετόχους ιδιοκτήτες (75% για την «Μύλοι Λούλη Α.Ε.» και 85,22% για την «Μύλοι Κεπενού Α.Ε.»), γεγονός που ενδεχομένως αποθαρρύνει πιθανούς επενδυτές, εξαιτίας του κινδύνου αδυναμίας πώλησης μελλοντικά και εγκλωβισμού τους στην επένδυση αυτή. Επίσης, ανατρέχοντας στο ιστορικό διανομής μερισμάτων, βλέπουμε για παράδειγμα ότι η «Μύλοι Λούλη Α.Ε.» δεν έχουν διανείμει σημαντικά ποσά μερίσματος (η «Μύλοι Κεπενού Α.Ε.» δεν έχουν την ίδια εικόνα). Επιπλέον, εξετάζοντας την ανάπτυξη της αλευροβιομηχανίας σε βάθος χρόνου, βλέπουμε ότι πρόκειται για έναν κλάδο με χαμηλά ποσοστά ανάπτυξης (κυμαίνεται γύρω στο 1%). Δικαιολογημένα λοιπόν ένας επενδυτής θα είχε επιφυλάξεις απέναντι στον κλάδο και θα έστρεφε αλλού το ενδιαφέρον του για επένδυση.

Σε όλα τα παραπάνω βέβαια θα πρέπει να προσθέσουμε και τη γενικότερη κατάσταση του Ελληνικού Χρηματιστηρίου, το οποίο δεν ακολουθεί με τους ίδιους ρυθμούς τις θετικές

οικονομικές εξελίξεις στη διεθνή και εγχώρια αγορά. Ο μεγαλύτερος όγκος συναλλαγών αφορά μετοχές συγκεκριμένων εταιριών, ενώ αρκετές εταιρίες έχουν ανύπαρκτη κίνηση. Μεταξύ των τελευταίων βρίσκεται και η «Κυλινδρόμυλοι Κ.Σαραντόπουλος Α.Ε.» που παρουσιάστηκε στην παρούσα εργασία. Οι πράξεις των μετοχών της είναι ελάχιστες και με πολύ μικρό όγκο, επομένως η τιμή της μετοχής της δεν αντικατοπτρίζει την αξία που διαμορφώνεται μέσα από την προσφορά και τη ζήτηση, απλώς έχει μείνει στάσιμη. Οι μετοχές της εταιρίας παραμένουν στην ελεύθερη αγορά πιθανόν γιατί η ίδια η εταιρία δεν μπορεί να τις επαναγοράσει.

Τέλος, θα μπορούσαμε να προσθέσουμε ότι στο Ελληνικό Χρηματιστήριο δεν εκπροσωπούνται επαρκώς σημαντικοί κλάδοι της ελληνικής οικονομίας, όπως για παράδειγμα ο τουρισμός, τα τρόφιμα ή τα σούπερ μάρκετ, δεν έχουμε δηλαδή εισαγωγή περισσότερων αξιολογών εταιριών μεγάλου μεγέθους και με προοπτικές ανάπτυξης που θα προσέλκυαν μεγαλύτερο ενδιαφέρον από τους επενδυτές.

Από την άλλη πλευρά, η μελέτη και ενασχόληση με τη μέθοδο των προεξοφλημένων ελεύθερων ταμειακών ροών ως εργαλείο αποτίμησης, εγείρει κάποιους προβληματισμούς σχετικά με το βαθμό προσέγγισης της πραγματικής αξίας μιας επιχείρησης με τη μέθοδο αυτή. Φυσικά και πρόκειται για μία μέθοδο δημοφιλή, με πολλά πλεονεκτήματα, το κυριότερο των οποίων είναι ότι λαμβάνει υπ' όψιν ταμειακές ροές και όχι λογιστική απεικόνιση εσόδων και εξόδων, δηλαδή αποτυπώνει καλύτερα τη δυναμική της επιχείρησης μέσα από τις οικονομικές της καταστάσεις.

Εν τούτοις, παραθέτουμε παρακάτω κάποιες σκέψεις και προτάσεις σχετικά με την εφαρμογή της ίδιας μεθόδου σε μελλοντικές αποτιμήσεις:

1. Μελέτη και χρήση ποιοτικών πληροφοριών σχετικά με την επιχείρηση για τον καθορισμό του μελλοντικού ρυθμού ανάπτυξής της. Σε μία επιχείρηση, εκτός από τα οικονομικά δεδομένα, είναι πολύ σημαντικό και το σύνολο των υπόλοιπων διαθέσιμων πληροφοριών, όπως για παράδειγμα η ύπαρξη στρατηγικού σχεδιασμού και επενδυτικών πλάνων, σε ποιο στάδιο βρίσκονται αυτά (προς υλοποίηση/σε εξέλιξη/ολοκληρωμένα), ο τρόπος οργάνωσης και διοίκησης και η φιλοσοφία της εταιρίας, η καινοτομία, το δίκτυο διανομής, οι συμφωνίες με πελάτες και προμηθευτές κλπ. Επομένως εδώ ο αναλυτής καλείται να απαντήσει με ποιον τρόπο και σε τι βαθμό οι πληροφορίες αυτές θα μπορούσαν να ενσωματωθούν στην αποτίμηση, εξασφαλίζοντας παράλληλα την αντικειμενικότητα της διαδικασίας.
2. Χρήση περισσότερων του ενός σταδίων ανάπτυξης. Η αναγκαιότητα ή μη παραπάνω σταδίων ανάπτυξης θα προκύψει από τη μελέτη της κατάστασης της επιχείρησης, την

ύπαρξη μακροπρόθεσμου σχεδιασμού και ασφαλώς του περιεχομένου του, ώστε να κριθεί εάν θα υπάρξουν διαστήματα με έντονη επενδυτική δραστηριότητα, το χρονικό εύρος της επενδυτικής δραστηριότητας, τη μεταβολή των ταμειακών ροών κατά το διάστημα αυτό και το χρόνο που θα φανούν τα αποτελέσματά της.

3. Μελέτη των γενικότερων συνθηκών της οικονομίας και του κλάδου και σε ποιο βαθμό θα μπορούσαν να επηρεάσουν την οικονομική πορεία της υπό εξέταση επιχείρησης.

Σε όλα τα παραπάνω πρέπει να προσθέσουμε και το όφελος από τη χρήση μίας δεύτερης μεθόδου αποτίμησης, η οποία θα λειτουργήσει ως εργαλείο ελέγχου και επαλήθευσης των αποτελεσμάτων της κύριας μεθόδου που χρησιμοποιεί ο αναλυτής.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Βιβλία

Damodaran As. (2012), Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset, 2nd edition, John Wiley and sons, Inc.

Damodaran As. (2018), The dark side of Valuation: Valuing Young, Distressed and Complex Businesses, 3rd edition, Pearson Education Inc.

Damodaran As. (2011), The little book of Valuation: how to value a company, pick a stock and profit, John Wiley & sons, Inc.

Fernandez P. (2002) Valuation Methods and Shareholder Value Creation, Elsevier.

Koller T., Goedhart M., Wessels D. (2020), Valuation: Measuring and Managing the value of companies, McKinsey & Company.

Pasquale de Luca (2018), Analytical Corporate Valuation, Springer.

Stewart G.B. (1991), The Quest for Value: A Guide for Senior Managers, Harper Business, New York.

Κιόχος Π., Παπανικολάου Γ., Κιόχος Απ. (2014), Αποτίμηση Επιχειρήσεων, Εκδόσεις Ελένη Κιόχου.

Λαζαρίδης Θ. (2017), Αποτίμηση επιχειρήσεων, Εκδόσεις Gutenberg.

Νούλας Αθ. (2019), Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Επενδυτικές και χρηματοδοτικές αποφάσεις, Εκδόσεις Τζιόλα.

Άρθρα και Μελέτες

Francis J., Olsson P., Oswald D. (2000), “Comparing the Accuracy and Explainability of Dividend, Free Cash Flow, and Abnormal Earnings Equity Value Estimates”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 38, No. 1, pp. 45-70.

Granskog A. Hannon E., Solveigh H., Klaeyle M., Winkle A. (2021), “How companies capture the value of sustainability: Survey findings”, <https://www.mckinsey.com/business-functions/sustainability/our-insights/how-companies-capture-the-value-of-sustainability-survey-findings>, McKinsey & Company.

Goedhart M., Koller T., Wessels D. (2005), “The right role for multiples in valuation”, *Perspectives on Corporate Finance and Strategy*, Vol.15 Spring 2005.

Gordon T. (2021), “The CFO Imperative: How can corporate reporting connect your business to its true value?”, https://www.ey.com/en_gl/assurance/how-can-corporate-reporting-connect-your-business-to-its-true-value, Ernst & Young.

ICAP (2019), Κλαδική μελέτη: Αλευροβιομηχανία.

Jennergren P., Skogsvik K. (2007), “The Abnormal Earnings Growth Model: Applicability and Applications”, *Working Paper Series in Business Administration, Stockholm School of Economics*, No. 2007:11.

Kyriazis D., Anastassis C. (2007), “The Validity of the Economic Value Added Approach: an Empirical Application”, *European Financial Management*, Vol.13, No.1, pp.71-100.

Montgomery G., Straga S. (2010), “Share-based payment valuation relative total shareholder return plans”, <http://www.fintools.com/wp-content/uploads/2012/02/SBPValuation-RelativeTotalShareholderReturnPlans.pdf>, FRM Montgomery Investment Technology, Inc.

Worthington An., West T. (2001), “Economic Value-Added: A Review of the Theoretical and Empirical Literature”, *Asian Review of Accounting*, Vol.9, No.1.

Δημητρίου Μ., Σταυρόπουλος Α., Γιασίν Α., Μελάς Δ. (2014), “Αποτίμηση επιχειρήσεων, μέθοδοι και προσδιορισμός πραγματικής αξίας”, *περιοδικό “Epsilon 7”* σελ.1257-1264 .

Διαδικτυακοί τόποι

<https://www.loulismills.gr/>

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

<https://kepenos.gr/el/>

<https://ksarantopoulos.gr/>

<https://www.eurocapital.gr>

https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/tools.html

https://thebusinessprofessor.com/en_US/business-personal-finance-valuation/discount-future-cash-flows-method

<https://casflo-app.com/learning-center/manuals/financial-analysis/valuation/valuation-methods/book-value-valuation/>

<https://www.newmoney.gr/roh/palmos-oikonomias/business-stories/mili-kepenou-nea-epochi-me-tin-triti-genia-na-analamvani-ta-inia/>

<https://www.eurocapital.gr/permalink/104334.html>

<https://www.grant-thornton.gr/insights/article/to-elliniko-xrimatistirio-stasimotita-i-dynatotita-anavathmisis/>

<https://www.athexgroup.gr/el/>

<https://gr.investing.com/>

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