



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΠΑΤΡΩΝ**
UNIVERSITY OF PATRAS

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΑΤΡΩΝ
ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΤΟΥΡΙΣΜΟΥ
(πρώην Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής – Μεσολόγγι)

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΜΕΛΕΤΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΑΛΕΞΑΝΔΡΑ ΜΑΡΙΑ ΜΠΕΝΕΚΟΥ
ΑΜ 16202

ΕΠΟΠΤΕΥΟΥΣΑ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟΣ
ΣΒΙΓΓΟΥ ΑΡΓΥΡΩ
ΑΚΑΔΗΜΑΪΚΗ ΥΠΟΤΡΟΦΟΣ

ΜΕΣΟΛΟΓΓΙ
2020

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η παρούσα πτυχιακή εργασία με τίτλο «Μελέτη Αποτίμησης Επιχειρήσεων» εκπονήθηκε στα πλαίσια της ολοκλήρωσης των προϋποθέσεων για την λήψη του πτυχίου μου από το Τ.Ε.Ι Δυτικής Ελλάδας τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής με έδρα το Μεσολόγγι.

Σκοπός μου κατά την διάρκεια της συγγραφής της παρούσας πτυχιακής, δεν ήταν μόνο η ορθή και όσο το δυνατόν πληρέστερη ανάλυση του θέματος. Στόχος ήταν το περιεχόμενο της εργασίας να γίνει εύκολα κατανοητό και σαφές. Για τον λόγο αυτό η ανάλυση του θέματος έγινε με εκτεταμένη χρήση διαγραμμάτων και πινάκων. Ελπίζω το περιεχόμενο να ανταποκρίνεται στις προσδοκίες των καθηγητών μου.

Θα ήθελα να εκφράσω τις ευχαριστίες μου στον καθηγητή που μου ανέθεσε την εργασία κ.Παππά Γεώργιο για την χρήσιμη συμβολή του όπως και την κ. Σβίγγου Αργυρώ για την συνεργασία και την αποδοχή της στο να παρουσιάσω μαζί της την πτυχιακή μου.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα εργασία έχει ως στόχο την ανάλυση και κατανόηση των σύγχρονων μεθόδων αποτίμησης μιας επιχείρησης. Ο προσδιορισμός της αξίας της επιχείρησης σε ένα διαρκώς μεταβαλλόμενο οικονομικό περιβάλλον αποτελεί μια πολύ απαιτητική διαδικασία από τον οικονομικό αναλυτή και βαθιές γνώσεις ώστε να μπορούν να προσαρμοστούν στις αλλαγές του οικονομικού υπόβαθρου. Η αποτίμηση των επιχειρήσεων αποτελεί ίσως από τις πιο αμφισβητούμενες εργασίες στην Χρηματοοικονομική και Λογιστική Επιστήμη. Η πτυχιακή εργασία ξεκινά με την παρουσίαση θεμελιωδών εννοιών της χρηματοοικονομικής θεωρίας όπως ο ορισμός της αξίας της επιχείρησης, οι λόγοι αποτίμησης μίας επιχείρησης κλπ. Εν συνεχεία, παρουσιάζονται οι βασικοί παράμετροι των μεθόδων αποτίμησης, όπως η υπολειμματική ταμειακή ροή, το μέρισμα, η τερματική αξία, ο ρυθμός ανάπτυξης. Στο τέταρτο κεφάλαιο αναλύεται ο κλάδος που εξετάζουμε στην δεδομένη μελέτη, ο κλάδος των παιχνιδιών. Γίνεται αναφορά στο τι είδους επιχειρήσεις περιλαμβάνονται σε αυτόν τον κλάδο και ποιο το αντικείμενο δραστηριότητάς τους. Επιπλέον αναφέρονται συνοπτικά οικονομικά δεδομένα των τριών κυρίαρχων επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στον κλάδο των παιχνιδιών. Στο επόμενο κεφάλαιο γίνεται μια εκτεταμένη αναφορά στους βασικότερους αριθμοδείκτες που εξυπηρετούν για την κατανόηση της πορείας μιας επιχείρησης και κατ' επέκταση συντελούν στην ορθή αποτίμηση μιας επιχείρησης. Παρουσιάζονται αναλυτικά οι αριθμοδείκτες για τις τρεις επιχειρήσεις του κλάδου και ερμηνεύονται στα πλαίσια της λειτουργίας τους. Τέλος, με

τη χρήση του δείκτη Altmanz-score γίνεται πρόβλεψη για τις επιχειρήσεις όσον αφορά την πιθανότητα πτώχευσης τα επόμενα χρόνια. Στο τελευταίο κεφάλαιο, γίνεται σύνοψη των αποτελεσμάτων.

ΛΕΞΕΙΣ ΚΛΕΙΔΙΑ

Αποτίμηση Επιχείρησης, Κλάδος, Κλάδος Παιχνιδιών, υποδείγματα αποτίμησης, αριθμοδείκτες, προεξόφληση ταμειακών ροών, z-score, πτώχευση, ισολογισμός, κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης

Δηλώνω ρητά ότι η παρούσα εργασία αποτελεί αποκλειστικά προϊόν προσωπικής εργασίας και δεν είναι προϊόν μερικής ή ολικής αντιγραφής. Οι πηγές που χρησιμοποιήθηκαν αναφέρονται στη βιβλιογραφία. Τυχόν λάθη και παραλήψεις βαρύνουν τη συγγραφέα.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 - ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	3
1.1 Σκοπός της Μελέτης.....	3
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 – Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ.....	4
2.1 Εισαγωγικές Έννοιες	4
2.2 Τι είναι η αξία της Επιχείρησης.....	5
2.3 Πώς Υπολογίζεται η Αξία μιας Επιχείρησης.....	6
2.4 Τα πεδία Εφαρμογής.....	7
2.5 Γενικά Στοιχεία της Αποτίμησης	8
2.5.1 Επιδιωκόμενοι Στόχοι της Αποτίμησης	9
2.5.2 Οι γενικές Παραδοχές της Αποτίμησης.....	9
2.5.3 Ανάλυση Οικονομικών Καταστάσεων.....	10
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 – ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ ΚΑΙ ΟΙ ΠΑΡΑΜΕΤΡΟΙ ΤΟΥΣ.....	11
3.1 Βασικές Παράμετροι του Μοντέλου Προεξόφλησης των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών	11
3.1.1 Υπολειμματική Αξία – Terminal Value	11
3.1.2 Μερίσματα.....	12
3.1.3 Χρονικός Ορίζοντας.....	13
3.1.4 Ρυθμός Ανάπτυξης.....	13
3.1.5 Ελεύθερες Ταμειακές Ροές – Free cashflow	14
3.2 Υποδείγματα Αποτίμησης των Επιχειρήσεων.....	15
3.2.1 Υπόδειγμα Προεξόφλησης Μερισμάτων	16
3.2.2 Υπόδειγμα Προεξόφλησης Ελεύθερων Ταμειακών Ροών	17
3.2.3 Υπόδειγμα Προσαρμοσμένης Παρούσας Αξίας.....	20
3.2.4 Πολλαπλασιαστές	21
3.2.4.1 Κερδών	22
3.2.4.2 Λογιστικής Αξίας.....	22
3.2.4.3 Εσόδων	23
3.2.5 Αποτίμηση με βάση τα Στοιχεία του Ενεργητικού	23
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 – Ο ΚΛΑΔΟΣ ΤΩΝ ΠΑΙΧΝΙΔΙΩΝ	24
4.1 Ορισμός του κλάδου Παιχνιδιών και Βασικές Παραδοχές.....	24
4.2 Ανάλυση Περιβάλλοντος μιας Επιχείρησης.....	25
4.3 Παρουσίαση Κυρίαρχων Επιχειρήσεων του Κλάδου	28
4.2 Ανάλυση SWOT μιας Επιχείρησης.....	30
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 – ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΥΡΙΑΡΧΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ	33

5.1 Μεθοδολογία Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων.....	33
5.2 Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Αριθμοδεικτών	33
5.2.1 Αριθμοδείκτης Γενικής/Κυκλοφοριακής Ρευστότητας.....	34
5.2.2 Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων.....	35
5.2.3 Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Βραχυπρόθεσμων Αποθεμάτων.....	36
5.2.4 Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας μη κυκλοφορούν ενεργητικού.....	38
5.2.5 Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Συνολικού Ενεργητικού	39
5.2.6 Αριθμοδείκτης Παγιοποίησης Περιουσίας.....	40
5.2.7 Αριθμοδείκτης Περιθωρίου Κέρδους.....	41
5.2.8 Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων.....	42
5.2.9 Αριθμοδείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης.....	43
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 – ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΟΥ ΔΕΙΚΤΗ ALTMANZ-SCORE.....	45
6.1 Δείκτες Απαραίτητοι για την Εφαρμογή του Μοντέλου	46
6.2 Εφαρμογή του Μοντέλου AltmanZ-score.....	50
6.3 Σύνοψη και Συμπεράσματα	52
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	53
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ.....	54

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1 ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ

Αμέτρητες στιγμές μέσα στην ημέρα μπορεί να βρεθεί ο καθένας μας να προσπαθεί να αποτιμήσει την αξία ενός αγαθού ή μιας υπηρεσίας που θέλει να αποκτήσει ή έκανε χρήση ήδη. Χρησιμοποιούμε, καμιά φορά χωρίς να το καταλάβουμε κάποιους δείκτες που μας βοηθούν για την αποτίμηση. Η δική μας συμπεριφορά θα μπορούσαμε να πούμε πως αποτελεί μια μικρογραφία του τι συμβαίνει στην περίπτωση των επιχειρήσεων. Φυσικά, όταν αναφερόμαστε σε επιχειρήσεις τα πάντα γίνονται πιο πολύπλοκα καθώς η επιχείρηση φέρει σε πέρας πολλές διαδικασίες και η λειτουργία της εξαρτάται από το μέγεθός της, τον τομέα στον οποίο ανήκει, την αγορά που λαμβάνει χώρα, την εξωστρέφειά της, τις εισροές – εκροές της, τους οικονομικούς της δείκτες και πολλά άλλα.

Η πτυχιακή αυτή λαμβάνει υπόψη τη σημαντικότητα της αποτίμησης μια επιχείρησης και του επιπέδου στο οποίο βρίσκεται. Η ανάγκη για αποτίμηση είναι μεγάλη. Ανάλογα με τις επιδιώξεις και τα δεδομένα κάθε φορά μπορούν να χρησιμοποιηθούν διαφορετικές τεχνικές. Ωστόσο, οι διαφορετικές τεχνικές καθώς στηρίζονται και σε υποκειμενικούς παράγοντες μπορεί να οδηγήσουν σε διαφορετικά αποτελέσματα. Γι' αυτό και είναι πολύ σημαντική η διορατικότητα και εμπειρία του οικονομικού αναλυτή.

Στο πρώτο κεφάλαιο, γίνεται μια γενική αναφορά στην παρούσα εργασία και στα θέματα που πραγματεύεται. Στο δεύτερο, αποτυπώνονται οι βασικές έννοιες συναφείς με την αποτίμηση και αξία μιας επιχείρησης καθώς και τα πεδία εφαρμογής, ο σκοπός και ο τρόπος υπολογισμού της αποτίμησης μιας εταιρείας. Εν συνεχεία στο τρίτο κεφάλαιο εστιάζουμε στην ανάλυση των παραμέτρων των υποδειγμάτων. Πιο συγκεκριμένα αναλύονται οι έννοιες της υπολειμματικής ταμειακής ροής, ο χρονικός ορίζοντας της αποτίμησης, ο ρυθμός ανάπτυξης και η τερματική αξία των ταμειακών ροών. Η ανάλυση του υπολογισμού του κόστους κεφαλαίων αποτελεί σημαντικό παράγοντα για την ορθή αποτίμηση της επιχείρησης. Στη συνέχεια παρουσιάζονται οι πλέον διαδεδομένες τεχνικές αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων και ειδικότερα των μετοχών των επιχειρήσεων. Αρχικά αναλύεται το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων ανάλογα τον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξής τους (μηδενική ανάπτυξη, σταθερή ανάπτυξη, διαφορετικής ανάπτυξης). Στην συνέχεια παρουσιάζεται το υπόδειγμα προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών των επιχειρήσεων αλλά και των μετόχων. Επίσης αναφορά γίνεται στο υπόδειγμα της προσαρμοσμένης παρούσας αξίας, της σχετικής αποτίμησης και της αποτίμησης με βάση τα στοιχεία του Ενεργητικού. Το πέμπτο κεφάλαιο γίνεται αναφορά στους σημαντικότερους αριθμοδείκτες που είναι απαραίτητοι για την αποτίμηση μιας επιχείρησης. Πιο συγκεκριμένα υπολογίζονται οι αριθμοδείκτες για τις τρεις επιχειρήσεις της μελέτης μας, δηλαδή τις Μουστάκας ΑΕ, JumboΑΕ, Publicγια τα έτη 2016,2017 και 2018. Μέσα από τον υπολογισμό αυτών προκύπτουν κάποια συμπεράσματα για την πορεία των επιχειρήσεων του κλάδου των παιχνιδιών και γίνεται αναφορά σε αυτά. Η εργασία ολοκληρώνεται με την χρήση της μεθόδου Altmanz-scoreγια προσπάθεια πρόβλεψης των πιθανοτήτων των εταιρειών να αντιμετωπίσουν πτώχευση τα επόμενα έτη. Εν κατακλείδι αποτυπώνονται τα συμπεράσματα που διεξάγονται από την χρήση των συγκεκριμένων υποδειγμάτων και αναφέρονται σε γενικότερα συμπεράσματα που διεξάγονται από την πρακτική εφαρμογή των υποδειγμάτων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΜΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ

Αποτίμηση είναι η διαδικασία προσδιορισμού της αξίας ενός αγαθού ή περιουσιακού στοιχείου, είτε πραγματικού είτε χρηματοοικονομικού, ή επιχειρηματικής μονάδας ή επενδυτικού σχεδίου είτε σε σύγκριση με κάποιο άλλο είτε βάσει κάποιων παραμέτρων που θεωρεί ο αναλυτής ότι επηρεάζουν τις μελλοντικές του αποδόσεις. Είναι ένα σύνολο από τεχνικές μεθόδους και μεθοδολογίες με βάση τις οποίες μπορούμε να προσδιορίσουμε την οικονομική αξία της επιχείρησης η οποία ουσιαστικά ταυτίζεται με την πραγματική αξία των ιδίων κεφαλαίων.

Η αποτίμηση των επιχειρήσεων εν μέρει είναι τέχνη, αν και από κάποιους προτιμάται ο όρος «κρίση και εν μέρει επιστήμη». (Link, A.N.&Boger, M.B. 1999. The Art and Science of Business Valuation. σελ 29)

Η επιστήμη της αποτίμησης των επιχειρήσεων περιλαμβάνει αρκετές διαστάσεις και καταπιάνεται με διάφορες διαδικασίες όπως:

1. Την τήρηση των γενικών λογιστικών κανόνων και αρχών καθώς και την παρουσίαση των χρηματοοικονομικών δεδομένων μιας επιχείρησης.
2. Κατάταξη των γεγονότων που σχετίζονται με την ιστορική ανάπτυξη της επιχείρησης.
3. Προβολή των παρελθόντων γεγονότων σε μελλοντικές περιόδους.
4. Υπολογισμό διάφορων αριθμοδεικτών αξιολόγησης και στατιστικών μοντέλων.

Ενώ η τέχνη της αποτίμησης των επιχειρήσεων πραγματεύεται με έννοιες όπως :

1. Η κατανόηση της οικονομικής διάστασης της αποδοτικότητας των παραγωγικών περιουσιακών στοιχείων, σε σύγκριση με την αξία απόσβεσής τους.
2. Η κατανόηση της οικονομικής διάστασης του κλάδου που δραστηριοποιείται η επιχείρηση που αξιολογείται.
3. Επιλογή της κατάλληλης μεθόδου αποτίμησης ή της στατιστικής μεθόδου ανάλογα την περίπτωση.
4. Κατανόηση των περιορισμών και των ιδιοτήτων της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης των συγκρινόμενων επιχειρήσεων και τέλος η
5. κατανόηση του οικονομικού περιβάλλοντος για την καλύτερη αξιοποίηση των χρηματοοικονομικών πληροφοριών.

Ο καθορισμός της αξίας έχει ιδιαίτερη σημασία σε μια οικονομία, δεδομένου ότι οι επενδύσεις πραγματοποιούνται αποσκοπώντας στην απολαβή οφέλους που θα ξεπεράσει την αξία της επένδυσης και θα αποζημιώσει για τον αναληφθέντα κίνδυνο. Αυτό ισχύει για όλες τις επενδύσεις, ενώ η ικανότητα και ο βαθμός που μια επιχείρηση δημιουργεί αξία για τους μετόχους της καθορίζεται ανάλογα με τα μέτρα

που εφαρμόζονται. Η αξία αποτελεί ένα ιδιαίτερα χρήσιμο μέτρο, περισσότερο αντικειμενικό από άλλες μετρήσεις ποσοτικές όπως τα καθαρά κέρδη, ή ποιοτικές, όπως ο βαθμός ικανοποίησης των εργαζόμενων.

2.2 ΤΙ ΕΙΝΑΙ Η ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Η αξία μιας επιχείρησης « ορίζεται ως το πρότυπο μέτρο της αξίας που χρησιμοποιείται για την αποτίμηση.» (ValuAdder, 2015)
<http://www.valuadder.com/glossary/business-valuedefinition.html>.

Γενικά , η αξία της επιχείρησης μπορεί να προσδιοριστεί με τους εξής τρόπους :

- Την **Ονομαστική Αξία – Nominal Value** η οποία είναι ίση με το μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης κατά την έκδοσή του
- Την **Λογιστική Αξία – Book Value** δηλαδή το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας (μετοχικό κεφάλαιο, επιχορηγήσεις επενδύσεων, αποθεματικά κεφάλαια, αναπροσαρμογές της αξίας των παγίων στοιχείων του ενεργητικού και τα αποτελέσματα των προηγούμενων χρήσεων.)
- Την **Αξία Ρευστοποίησης – Liquidation Value** η οποία είναι η αξία των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας εάν πρόκειται να πωληθούν ξεχωριστά.
- Την **Αξία ως ενεργού οικονομικού οργανισμού – Going concern Value** που έχει η εταιρεία στο επενδυτικό κοινό ως δρώσα επιχείρηση. Αυτή η αξία βασίζεται σε υποκειμενικές κρίσεις.
- Την **Χρηματιστηριακή Αξία – Market Value** της εταιρείας, η οποία απευθύνεται μόνο στις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο εταιρείες και αποτελεί την αποτίμηση της αγοράς.
- Την **Πραγματική αξία της εταιρείας – fair Value** που προκύπτει από τις προβλέψεις οικονομικές συνιστώσες όπως περιουσιακά στοιχεία, κέρδη, μερίσματα, ταμειακές ροές, κόστος κεφαλαίου και τις προοπτικές ανάπτυξης της εταιρείας. Η Πραγματική Αξία ή αλλιώς Εσωτερική είναι πιθανόν να μεταβάλλεται τουλάχιστον από χρόνο σε χρόνο αφού μεταβάλλονται οι παράγοντες που την προσδιορίζουν.

Η αξία μιας επιχείρησης δεν θα πρέπει να συγχέεται με την τιμή, αφού σε αρκετές περιπτώσεις είναι διαφορετική. Στις εξαγορές επιχειρήσεων η τιμή μπορεί να διαφοροποιείται ανάλογα τον αγοραστή και τις επιδιώξεις του, και καθορίζεται μεταξύ αγοραστή και πωλητή.

2.3 ΠΩΣ ΥΠΟΛΟΓΙΖΕΤΑΙ Η ΑΞΙΑ ΜΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Για τον υπολογισμό της αξίας μιας επιχείρησης μπορούν να χρησιμοποιηθούν διαφορετικές προσεγγίσεις ανάλογα με αποτιμώμενο πεδίο και τις συνθήκες, οι βασικότερες εκ των οποίων είναι: (Fernandez, P. 2015. Company Valuation Methods, σελ. 68)

- είτε η εφαρμογή μεθόδων που στηρίζονται στα στοιχεία του Ισολογισμού της εν λόγω επιχείρησης
- είτε μέθοδοι που έχουν ως βάση τα στοιχεία της Κατάστασης Αποτελεσμάτων της.

Με αυτές τις μεθόδους που στηρίζονται στα στοιχεία του Ισολογισμού η αξία της επιχείρησης καθορίζεται με βάση τον υπολογισμό της αξίας των επιμέρους περιουσιακών στοιχείων. Ο καθορισμός της αξίας σε αυτές τις περιπτώσεις είναι συνήθως στατικός και δεν λαμβάνει υπόψη πιθανές μελλοντικές εξελίξεις, την διαχρονική αξία του χρήματος και άλλες συνθήκες που μπορεί να επηρεάσουν την αξία, όπως οργανωτικά προβλήματα, την τρέχουσα κατάσταση και τις προοπτικές του κλάδου, τους ανθρώπινους πόρους, κλπ. Κάποιες από τις μεθόδους που στηρίζονται στα στοιχεία του Ισολογισμού είναι η Λογιστική Αξία, η Προσαρμοσμένη Λογιστική Αξία, η Αξία Ρευστοποίησης, η Αξία Αντικατάστασης, κλπ. Από την άλλη οι μέθοδοι που βασίζονται στα στοιχεία της Κατάστασης Αποτελεσμάτων μιας επιχείρησης, όπου καθορίζουν την αξία μιας επιχείρησης με βάση το μέγεθος των κερδών, των πωλήσεων ή άλλων ενδείξεων. Στην κατηγορία αυτών των μεθόδων εντάσσονται οι μέθοδοι της Αξίας των Κερδών, της Αξίας των Μερισμάτων, του πολλαπλασιαστή των πωλήσεων, αλλά και άλλων πολλαπλασιαστών. Δύο άλλα είδη μεθόδων είναι αυτές που είναι βασισμένες στην υπεραξία της επιχείρησης και τέλος οι μέθοδοι προεξόφλησης ταμειακών ροών, με τις οποίες η αξία της επιχείρησης προσδιορίζεται από την παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών τους ροών, ανάλογα με τον κίνδυνο που ενέχουν.

2.4 ΤΑ ΠΕΔΙΑ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ

Ο ρόλος της αποτίμησης είναι ουσιαστικός στην διαδικασία εύρεσης της αξίας ενός υποκείμενου αγαθού και έχει πολλαπλές εφαρμογές ανάλογα με το τι αποτιμάται, ποιος είναι ο αναλυτής και ποια η σκοπιμότητά του. Κατά τη διαδικασία αποτίμησης παρατηρούνται διάφορες οπτικές γωνίες και από διαφορετικό πεδίο ενδιαφέροντος. Για παράδειγμα, ένας αναλυτής – επενδυτής μπορεί να θέλει να μάθει πόσο καλά πηγαίνει η επιχείρηση που παρακολουθεί, εάν ικανοποίησε τις προσδοκίες απόδοσης, ή ακόμα ποια είναι η αξία της μετοχής της εταιρείας βάση των εκτιμήσεων.

Από την άλλη, ένας σύμβουλος επιχειρήσεων μπορεί να ρωτήσει ποια είναι η απόδοση των εταιρειών του κλάδου, ένας διευθύνων μπορεί να ρωτήσει εάν η δική του εταιρεία είναι σωστά αποτιμημένη από τους αναλυτές. Τέλος, ένας τραπεζικός στο τμήμα δανείων μπορεί να ρωτήσει «ποιος είναι ο πιστωτικός κίνδυνος δανείζοντας την επιχείρηση». Συνοψίζοντας λοιπόν, αποτίμηση μπορεί να εφαρμοστεί και να φανεί χρήσιμη σε διάφορους τομείς, ενώ μπορεί να «διαφοροποιηθεί ανάλογα το πεδίο εφαρμογής». (DamodaranA. 2001 Investment Valuation , second edition, σελ. 104)

Η αποτίμηση μπορεί να χρησιμοποιηθεί στις ακόλουθες περιπτώσεις:

- ✓ κατά την αγορά ή την πώληση λειτουργικών τμημάτων επιχειρήσεων
- ✓ στην αγοραπωλησία μετοχών
- ✓ σε δημόσιες προσφορές
- ✓ σε περιπτώσεις όπου με βάση την αξία καθορίζεται η αμοιβή, όπως στις περιπτώσεις διοικητικών στελεχών
- ✓ σε αποφάσεις στρατηγικής σημασίας
- ✓ σε κληρονομίες.

(Fernandez, P.2015, Company Valuation Methods, σελ. 99)

Η αποτίμηση κυρίως εφαρμόζεται:

1. στην διαχείριση χαρτοφυλακίων όπου εξαρτάται από την επενδυτική φιλοσοφία του επενδυτή, αφού σε παθητικές διαχειρίσεις δεν διαδραματίζει σπουδαίο ρόλο. Αντίθετα μεγαλύτερης σημασίας είναι η αποτίμηση στην ενεργητική διαχείριση των χαρτοφυλακίων αν και η φύση και ο ρόλος της αποτίμησης διαφοροποιείται ανάλογα τα χαρακτηριστικά των εκάστοτε επενδυτών
2. στην περίπτωση αγοράς ή πώλησης επιχειρήσεων η αποτίμηση διαδραματίζει σπουδαίο ρόλο, δεδομένου ότι θα πρέπει να καθοριστεί μια δίκαιη τιμή για την προσφορά που θα εξυπηρετεί τόσο την επιχείρηση στόχο όσο και την αγοράζουσα εταιρεία. Η αποτίμηση σε τέτοιες περιπτώσεις λαμβάνει υπόψη και εξετάζει και άλλους παράγοντες. Αρχικά μελετώνται οι οικονομικές επιπτώσεις της συνέργειας των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων, για τις οποίες γίνεται προσπάθεια να ποσοτικοποιηθούν για την λήψη της απόφασης του ύψους της προσφοράς. Επίσης εξετάζονται οι επιπτώσεις στην αξία της επιχείρησης στόχου από τις αλλαγές στην διοίκησή της και την αναδιάρθρωση των λειτουργιών της, ώστε να καθοριστεί μια δίκαιη προσφορά (η διαδικασία αυτή είναι ιδιαίτερα δύσκολη σε εχθρικές εξαγορές). Η αποτίμηση σε εξαγορές σε μεγάλο βαθμό επηρεάζεται από τις γενικότερες συνθήκες και μπορεί το αποτέλεσμά της να καθοριστεί πλασματικά ή μεροληπτικά. Για παράδειγμα σε εχθρικές εξαγορές, οι επιχειρήσεις στόχος ενδέχεται να είναι υπερβολικά αισιόδοξες για την αξία της επιχείρησης, σε μια προσπάθεια αποτροπής των μετόχων για την επικείμενη εξαγορά. Όμοια οι εξαγοράζουσες εταιρείες, για στρατηγικούς λόγους, μπορούν να ασκήσουν πιέσεις σε αναλυτές για την διεξαγωγή αποτελεσμάτων αποτίμησης που τους ευνοούν.
3. αλλά και στην εταιρική χρηματοδότηση. Οι οικονομικές αποφάσεις, η στρατηγική της επιχείρησης και η αξία της επιχείρησης θα πρέπει να καθοριστούν σε περιπτώσεις χρηματοδότησης επιχειρήσεων όταν επιδιώκεται η μεγιστοποίηση της αξίας της. Όλο και περισσότερο τα τελευταία χρόνια οι επιχειρήσεις στρέφονται σε εταιρείες παροχής συμβουλευτικών υπηρεσιών αναζητώντας τον τρόπο για την αύξηση της αξίας τους. Σε αρκετές περιπτώσεις οι προτάσεις εστιάζουν στην αναδιάρθρωση των επιχειρήσεων. Η αξία μιας επιχείρησης σε μεγάλο βαθμό συνδέεται με τις πολιτικές και στρατηγικές που έχει υιοθετήσει και αποφάσεις για την οικονομική και μερισματική πολιτική της. Σε τέτοιες περιπτώσεις η ανάλυση και η κατανόηση αυτών των αποφάσεων μπορεί να αποτελέσει τον καθοριστικό παράγοντα για την λήψη αποφάσεων σχετικά με την αύξηση της αξίας της επιχείρησης αλλά και την ορθολογική χρηματοοικονομική αναδιάρθρωσή της.

2.5 ΓΕΝΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Ανεξάρτητα από τον ρόλο και τον σκοπό της αποτίμησης μια ολοκληρωμένη αποτίμηση περιλαμβάνει συγκεκριμένα στάδια:

- Την Κατανόηση της Επιχείρησης και του περιβάλλοντός της . Συνεπώς απαιτείται η γνώση των προοπτικών του κλάδου που δραστηριοποιείται , της ανταγωνιστικής της θέσης και στρατηγική της. Αναλυτές χρησιμοποιώντας αυτές τις γνώσεις και τις οικονομικές καταστάσεις κάνουν προβλέψεις για την μελλοντική απόδοση της επιχείρησης.

- Την Ανάλυση Οικονομικών Καταστάσεων και Λογιστικών Πρακτικών. Οι δραστηριότητες της επιχείρησης φαίνονται στις οικονομικές καταστάσεις που δημοσιεύονται είτε σε τριμηνιαία είτε ετήσια βάση.
- Την πρόβλεψη της μελλοντικής απόδοσης. Οι προβλέψεις για τις πωλήσεις, τα έσοδα, την ανάπτυξη αποτελούν την είσοδο για τα μοντέλα αποτίμησης.
- Την Επιλογή του κατάλληλου μοντέλου αποτίμησης και τέλος
- Την μετατροπή των προβλέψεων σε αποτίμηση.

Συνεπώς, ο αναλυτής που διενεργεί ανάλυση κλάδου θα πρέπει να μπορεί να απαντήσει στα επόμενα ερωτήματα

- Πόσο ελκυστικός είναι ο κλάδος στον οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση (μέγεθος αγοράς, ρυθμός ανάπτυξης)?
- Ποια είναι η θέση της επιχείρησης στον κλάδο(μερίδιο αγοράς)?
- Ποια είναι η ανταγωνιστική στρατηγική της επιχείρησης?
- Πόσο αποτελεσματική είναι η επιχείρηση στην εκτέλεση της στρατηγικής αυτής?

Ο αναλυτής ανάλογα με την επιχείρηση που χρειάζεται να αποτιμήσει χρειάζεται να έχει κατά νου και να λαμβάνει υπόψη πως οι κλάδοι αντιδρούν διαφορετικά στις διάφορες φάσεις της οικονομίας. Δηλαδή, είναι γνωστό πως κάθε επιχείρηση και κάθε κλάδος υπόκεινται στις διάφορες φάσεις της οικονομίας και η οικονομία είναι κυκλικής μορφής. Παρατηρούνται ανάκαμψη, άνθηση, κάμψη και ύφεση. Συνεπώς η ανάλυση κλάδου και ανταγωνισμού πρέπει πάντα να λαμβάνει υπόψη και τις γενικότερες μακροοικονομικές συνθήκες. Σημαντικές μεταβλητές που επηρεάζουν το μακροοικονομικό περιβάλλον είναι:

- Η αγορά εργασίας
- Ο πληθωρισμός
- Η κατανάλωση
- Το ΑΕΠ μιας χώρας
- Η παραγωγή

Στις οικονομικές προβλέψεις παρατηρούνται κυρίως δύο διαφορετικές προσεγγίσεις:

Top-Down Approach: Η ανάλυση από πάνω προς τα κάτω, στην οποία πρώτα προβλέπονται τα βασικά μακροοικονομικά μεγέθη, έπειτα γίνεται πρόβλεψη για τον κλάδο και τέλος γίνεται η ανάλυση της συγκεκριμένης επιχείρησης. Η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται αρκετά πιο συχνά ώστε να υπάρχει κοινή βάση παραδοχών για τον πληθωρισμό.

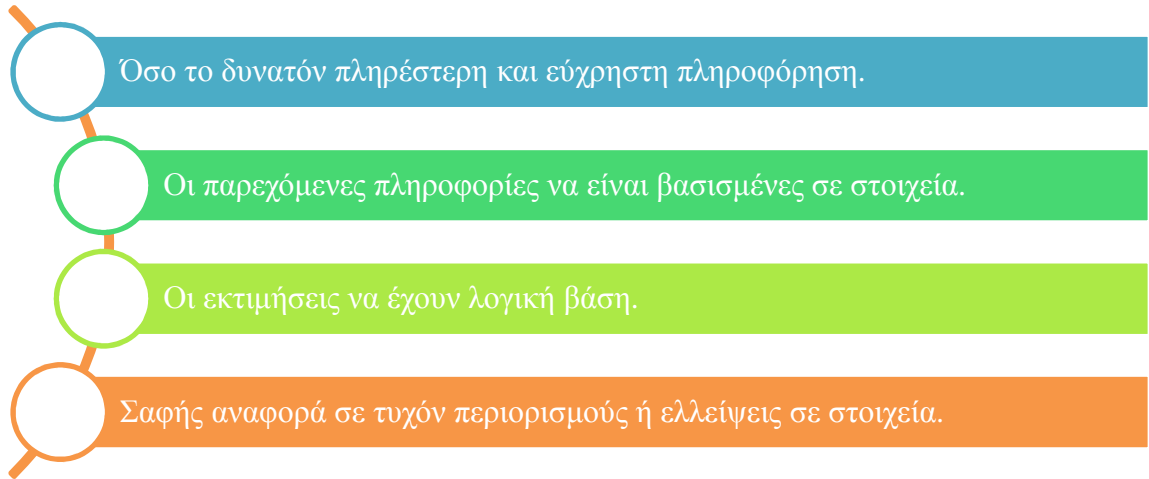
Bottom-Up Approach: Η ανάλυση από κάτω προς τα πάνω, Συναθροίζονται προβλέψεις εταιρών κλάδου σε προβλέψεις κλάδων και τελικά σε μακροοικονομικές προβλέψεις.

2.5.1 Επιδιωκόμενοι Στόχοι της Αποτίμησης

Αντικειμενικός σκοπός του προσδιορισμού της αξίας μιας επιχείρησης μέσω της αποτίμησης είναι αφενός ο υπολογισμός της παρούσας αξίας και αφετέρου μια κατά

το δυνατόν ικανοποιητική πρόβλεψη της μελλοντικής επίδοσης της επιχείρησης λαμβάνοντας φυσικά υπόψη τους παράγοντες της αβεβαιότητας και του κινδύνου.

Η πλειονότητα των αναλυτών συγκλίνει ότι η αποτίμηση να πρέπει να εκπληρώνει τους ακόλουθους στόχους:



2.5.2 Οι γενικές παραδοχές της Αποτίμησης

Παρά το γεγονός ότι οι αναλυτές χρησιμοποιούν μια μεγάλη γκάμα μεθόδων αποτίμησης (από τις πιο απλές έως τις πλέον εξελιγμένες), στην πλειοψηφία τους μοιράζονται κάποια «κοινά χαρακτηριστικά». (Damodaran A. 2001 Investment Valuation. 2nd Edition, σελ 169) Την αποτίμηση μιας επιχείρησης, ανεξάρτητα με την μέθοδο που επιλέγεται θα πρέπει να αναλύονται τα ακόλουθα ώστε να ελαχιστοποιούνται οι αποκλίσεις στα αποτελέσματα αποτίμησης:



Για τους λόγους αυτούς ένα από τα σημαντικότερα εργαλεία αποτίμησης θεωρείται η ανάλυση επιχειρηματικής στρατηγικής (strategy analysis), η οποία αποτελεί την αφετηρία για την ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων της εταιρείας.

2.5.3 Ανάλυση Οικονομικών Καταστάσεων

Ο αναλυτής για να ολοκληρώσει την στρατηγική της επιχείρησης αλλά και την ανάλυση κλάδου κάνει χρήση των οικονομικών καταστάσεων και των λογιστικών πρακτικών έτσι ώστε να διαμορφώσει συγκεκριμένες προβλέψεις στοιχείων. Για παράδειγμα, όπως είναι οι πωλήσεις ή τα κέρδη. Ο αναλυτής κατά την διαδικασία αυτή είναι ενδεχόμενο να χρησιμοποιήσει και ποιοτικά στοιχεία στην διαμόρφωση της πρόβλεψής του. Σε αυτή την περίπτωση όμως πρέπει να αναφερθεί πως τα ποιοτικά στοιχεία δεν μπορούν να αποτυπωθούν με κάποιο τυπικό τρόπο οπότε υπόκεινται στην υποκειμενικότητα του αναλυτή. Ένα τέτοιο παράδειγμα μπορεί να σχετίζεται με την διαφάνεια της διοίκησης ως προς την ποιότητα των λογιστικών πρακτικών.

Θεσμικό πλαίσιο των οικονομικών και λογιστικών καταστάσεων:

Σε περιοδικά διαστήματα οι εταιρείες δημοσιεύουν

- Έναν **ισολογισμό** που εμφανίζει τα στοιχεία ενεργητικού και πώς αυτά χρηματοδοτήθηκαν
- Μια **κατάσταση εσόδων**, η οποία περιγράφει την λειτουργική απόδοση της επιχείρησης σε μια συγκεκριμένη περίοδο
- Και τέλος, μια **κατάσταση ταμειακών ροών** στην οποία εμφανίζονται οι ταμειακές ροές της εταιρείας από λειτουργικές, χρηματοοικονομικές και επενδυτικές δραστηριότητες.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙ ΠΑΡΑΜΕΤΡΟΙ ΤΟΥΣ

3.1 ΒΑΣΙΚΕΣ ΠΑΡΑΜΕΤΡΟΙ ΤΟΥ ΜΟΝΤΕΛΟΥ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΤΩΝ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ.

3.1.1 Υπολειμματική Αξία – Terminal Value

Υπολειμματική Αξία: εκφράζει την αξία της επιχείρησης που προσδιορίζεται από τις ταμειακές ροές και την κερδοφορία της.

Η υπολειμματική αξία ισούται με την παρούσα αξία όλων των μελλοντικών ταμειακών ροών μετά το τέλος της εξεταζόμενης χρονικής περιόδου δεδομένης της υπόθεσης ότι αυξάνονται με έναν σταθερό ρυθμό, αφού δεν προσφέρονται πλέον στην εταιρεία ευκαιρίες για υψηλότερο ρυθμό ανάπτυξης. Αποτελεί πολύ σημαντικό παράγοντα στην αποτίμηση μιας επιχείρησης καθώς ενσωματώνει τις μακροπρόθεσμες προοπτικές ανάπτυξής της και για αυτό απαιτείται ιδιαίτερη προσοχή.

Ο υπολογισμός της Υπολειμματικής Αξίας στο τέλος της περιόδου t αποτυπώνεται ως εξής :

$$\text{Terminal Value} = \frac{\text{FCF}_t * (1 + g)}{(\text{WACC} - g)}$$

Όπου

FCF_t: ελεύθερες ταμειακές ροές στη λήξη της χρονικής περιόδου.

WACC: μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου.

g: η προσδοκώμενη σταθερή αύξηση του FCF στο διηνεκές.

Διαπιστώνεται από τον τύπο πως μικρές μεταβολές του g μπορούν να οδηγήσουν σε σχετικά μεγάλες μεταβολές της υπολειμματικής αξίας. Συνεπώς είναι πολύ σημαντικό να δίνεται η απαραίτητη προσοχή στον καθορισμό του ποσοστού αύξησης g.

3.1.2 Μερίσματα

Τα μερίσματα συνήθως αποτελούν διανομή μέρους των κερδών με μετρητά στους μετόχους αλλά γενικότερα κάθε άμεση πληρωμή προς τους μετόχους θεωρείται καταβολή μερίσματος. Άλλες μορφές μερίσματος, πλην των μετρητών, είναι η διανομή μετοχών (έπειτα από την αγορά μετοχών από την ίδια την επιχείρηση), καθώς και η διάσπαση μετοχών. Οι δυο τελευταίες μορφές μερίσματος από κάποιους αμφισβητούνται ως μορφή μερίσματος αφού δεν υπάρχει ταμειακή εκροή από την εταιρεία και απλά αυξάνει ο αριθμός των μετοχών που κατέχουν οι επενδυτές της εταιρείας. Τα μερίσματα είναι άμεσα συνδεδεμένα με τις αναμενόμενες αποδόσεις των επενδυτών, αφού η απόδοση μιας μετοχής καθορίζεται από τα κεφαλαιακά κέρδη και τα καταβληθέντα μερίσματα. Η μερισματική πολιτική μιας επιχείρησης διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στον προσδιορισμό της αξίας της, αφού οι μέτοχοι θεωρούν τα μερίσματα ένδειξη της ικανότητας που έχει η επιχείρηση να δημιουργεί εισόδημα. Σχετικά με την σημασία των μερισμάτων όσον αφορά τον καθορισμό της αξίας μιας επιχείρησης υπάρχουν τρεις διαφορετικές προσεγγίσεις. Σύμφωνα με την πρώτη προσέγγιση η μερισματική πολιτική που υιοθετεί μια επιχείρηση δεν έχει κανένα αντίκτυπο στην αξία της επιχείρησης και δεν επηρεάζει την εξέλιξη των κερδών που δημιουργούνται από τις επενδυτικές αποφάσεις. Έτσι η διαδικασία λήψης αποφάσεων στηρίζεται κυρίως στην αξιολόγηση των επιμέρους πλεονεκτημάτων που σχετίζονται με την κάθε επένδυση και με την αποδοτικότητα της.

Με βάση την δεύτερη προσέγγιση η μερισματική πολιτική επηρεάζει την αξία μιας επιχείρησης, αφού τα μερίσματα είναι σημαντικά για τους μετόχους και κατ' επέκταση διαδραματίζουν κάποιο ρόλο στην διαδικασία της αποτίμησης.

Σε κάθε περίπτωση η επιλογή συγκεκριμένης μερισματικής πολιτικής από μια επιχείρηση είναι ιδιαίτερα σημαντική γιατί με αυτό τον τρόπο μπορεί να προσεγγίσει συγκεκριμένες ομάδες επενδυτών (ανάλογα τις προτιμήσεις τους), να λειτουργήσει ως σηματοδότης για τις μελλοντικές προοπτικές της εταιρείας και να καθορίσει το κόστος πρακτόρευσης μεταξύ επενδυτών και διοίκησης.

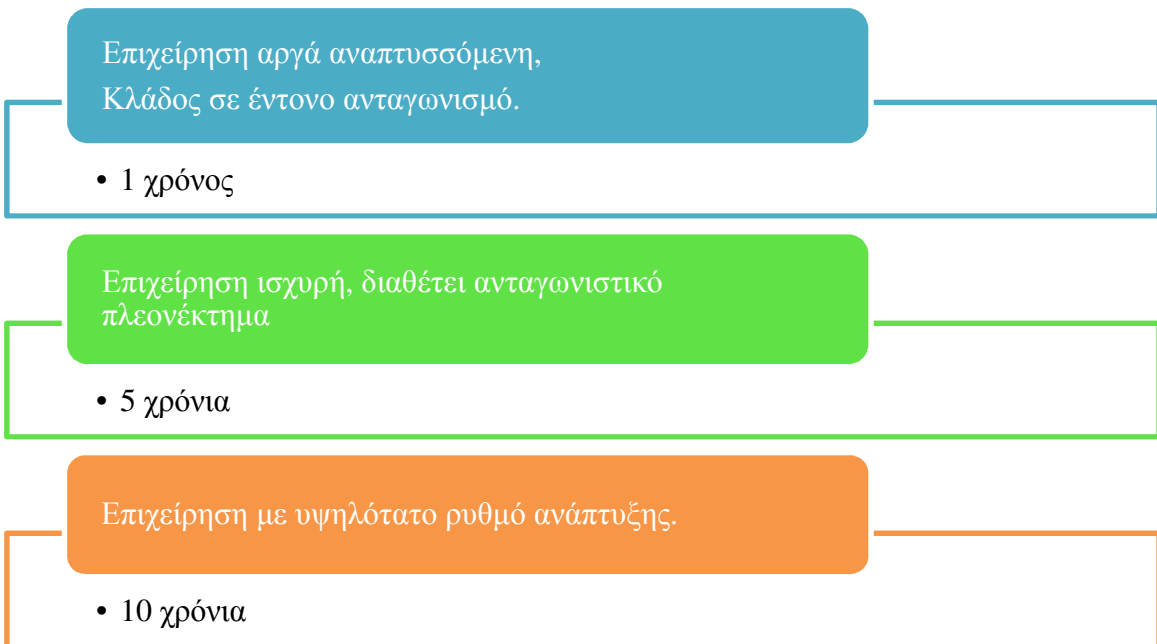
Οι παράγοντες που επιδρούν στην επιλογή συγκεκριμένης μερισματικής πολιτικής είναι

- ✓ Οι επενδυτικές ευκαιρίες
- ✓ Οι χρηματοδοτικές ευκαιρίες και δυνατότητες
- ✓ Οι δανειακές δεσμεύσεις
- ✓ Η διαχρονική σταθερότητα της κερδοφορίας
- ✓ Η διατήρηση του ελέγχου από συγκεκριμένη ομάδα επενδυτών
- ✓ Ο κίνδυνος εξαγοράς
- ✓ Οι προσδοκίες της αγοράς

- ✓ Η μερισματική πολιτική άλλων επιχειρήσεων του κλάδου

3.1.3 Χρονικός Ορίζοντας

Το κριτήριο που χρησιμοποιείται για την επιλογή της χρονικής διάρκειας σχετίζεται με τον αριθμό των ετών που θεωρεί ο αναλυτής ότι χρειάζεται η επιχείρηση για να βρεθεί σε μία κατάσταση στην οποία θα αναπτύσσεται με σταθερό ρυθμό. Κατά την χρονική διάρκεια των προβλέψεων, ο εκτιμητής θα πρέπει να κάνει εκτεταμένες και λεπτομερείς προβλέψεις για τα οικονομικά κόστη και οφέλη που προκύπτουν. Η εμπειρία έχει δείξει πως η επιλογή του χρονικού ορίζοντα σχετίζεται με την ανταγωνιστική θέση της εκάστοτε εταιρείας.



3.1.4 Ρυθμός Ανάπτυξης – Growthrate

Έπειτα από τον προσδιορισμό του χρονικού ορίζοντα χρειάζεται να γίνει η πρόβλεψη των πωλήσεων και των υπολοίπων στοιχείων που σχετίζονται με τις ταμειακές ροές βάσει ενός ρυθμού αύξησης g . Ο ρυθμός αυτός σχετίζεται με την αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ της οικονομίας.

Η πρόβλεψη των μελλοντικών εσόδων μιας επιχείρησης είναι μια από τις δυσκολότερες διαδικασίες για τους εκτιμητές. Πάντα οι εκτιμήσεις αυτές ενέχουν αβεβαιότητα. Καθώς η επιχείρηση πλησιάζει προς έναν σταθερό ρυθμό ανάπτυξης γοι ανάγκες επανεπένδυσης μειώνονται και ο κίνδυνος πλησιάζει τον μέσο όρο, σύμφωνα με τον Damodaran.

Βασικά ερωτήματα	Η αγορά στην οποία απευθύνεται η επιχείρηση επεκτείνεται ή συρρικνώνεται?
	Υπάρχει απειλή υποκατάστατων?
	Πόσο υψηλός θα είναι ο ρυθμός ανάπτυξης της επιχείρησης έως ότου να

3.1.5. Ελεύθερες Ταμειακές Ροές – Freecashflow

Ελεύθερες Ταμειακές Ροές: ορίζονται συνήθως οι καθαρές λειτουργικές ταμειακές ροές μειωμένες με τις καθαρές επενδυτικές ροές και τις καταβολές για την εξυπηρέτηση των φορολογικών υποχρεώσεων. Δηλαδή, είναι τα χρήματα που απομένουν στην εταιρεία μετά την κάλυψη των επενδυτικών της αναγκών και των απαιτήσεων του κεφαλαίου κίνησης, υπό την υπόθεση ότι δεν υφίσταται δανεισμός.

Υπαρξη Ελεύθερων Ταμειακών Ροών → δυνατότητα καταβολής μερισμάτων

Μη Υπαρξη Ελεύθερων Ταμειακών Ροών → αύξηση του δανεισμού

Γενικός κανόνας υπολογισμού των FreeCashFlow :

$$\text{FreeCashFlow} = \text{EBIT} (1 - T) + \text{Depreciation} - \text{CAPEX} - \Delta\text{NWC}$$

Όπου ,

T: ο φορολογικός συντελεστής

CAPEX: τα έξοδα για επενδύσεις

ΔNWC: η μεταβολή του κεφαλαίου κίνησης

3.2 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Μέθοδοι βασισμένοι σε Λογιστικά Δεδομένα :

Πρόκειται για παραδοσιακές μεθόδους αποτίμησης εταιρειών, οι οποίες θεωρούν ότι η αξία μιας επιχείρησης αντικατοπτρίζεται στον Ισολογισμό της. Σε αυτή την περίπτωση ο προσδιορισμός της αξίας της επιχείρησης στηρίζεται στην εκτίμηση της αξίας των παγίων περιουσιακών της στοιχείων.

Βασικό Μειονέκτημα : οι υπολογισμοί βασίζονται σε μια δεδομένη χρονική στιγμή.

Συνεπώς η πρόβλεψη της πιθανής μελλοντικής εξέλιξης της επιχείρησης ή η διαχρονική αξία του χρήματος δεν υπεισέρχονται στους υπολογισμούς.

Σημαντικότερα Μοντέλα αυτής της μεθόδου: BookValue, AdjustedBookValue, LiquidationValue.

Μέθοδοι Βασισμένοι στην προεξόφληση ταμειακών ροών (discountedcashflowmethods – DCF) :

Η μέθοδος των Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών αποτελεί την πιο διαδεδομένη μέθοδο των εισηγμένων ή μη εταιρειών στον κόσμο. Συγκεκριμένα, εξετάζει την δυνατότητά της να δημιουργεί ταμειακά διαθέσιμα και αναλύει την απόδοσή της κατά την διάρκεια των χρόνων. Η μέθοδος αυτή υπολογίζει το σύνολο των στοιχείων του Ενεργητικού μιας εταιρείας προεξοφλώντας τις μελλοντικές ταμιακές ροές που αναμένονται από αυτά. Η ανάλυση γίνεται με ορίζοντα 5ετίας συνήθως και με βάση

ενός κατάλληλου προεξοφλητικού επιτοκίου το οποίο ικανοποιεί τις απαιτήσεις των επενδυτών.

Σημαντικότερα Μοντέλα αυτής της μεθόδου: Μέθοδος Προεξόφλησης Μερισμάτων (DiscountDividendMethod) , Μέθοδος Προεξόφλησης Υπερκερδών (DiscountedAbnormalEarningsValuationMethod), Μέθοδος Προσαρμοσμένης Παρούσας Αξίας (AdjustedPresentValueMethod - APV) , Μέθοδος Προεξόφλησης των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (DiscountedFreeCashFlowMethod–DFCF)

Μέθοδοι Πολλαπλασιαστών (Multiples Valuation):

Αυτές οι μέθοδοι προσπαθούν να προσδιορίσουν την αξία μιας επιχείρησης στηριζόμενες στα στοιχεία που προκύπτουν μέσω της αγοράς. Συγκεκριμένα, η αξία μιας εταιρείας αποτιμάται με τον υπολογισμό κάποιων αριθμοδεικτών που σχετίζονται με τις πωλήσεις , τα κέρδη της επιχείρησης κ.α.

Σημαντικότερα Μοντέλα αυτής της μεθόδου : Πολλαπλασιαστής κερδών (P/E), Πολλαπλασιαστής Πωλήσεων (P/S), Λογιστικής Αξίας (P/BV)

3.2.1 Υπόδειγμα Προεξόφλησης Μερισμάτων (DiscountDividendMethod)

Οι μέτοχοι μιας επιχείρησης λαμβάνουν οικονομικές αποζημιώσεις με την μορφή μερισμάτων.

Το υπόδειγμα προεξοφλημένων μερισμάτων είναι λιγότερο ευαίσθητο σε μικρές διακυμάνσεις από τα υπόλοιπα υποδείγματα, αντικατοπτρίζοντας την μακροχρόνια εσωτερική αξία μιας επιχείρησης, δεδομένου πως τα μερίσματα είναι λιγότερο ευμετάβλητα από τα κέρδη. Στο μοντέλο αυτό τις ταμειακές ροές αντιπροσωπεύουν τα μερίσματα, δηλαδή κάποιος που αγοράζει μια μετοχή λαμβάνει από αυτήν μετρητά μόνο με την μορφή μερίσματος. Σύμφωνα με την οικονομική θεωρία, τα μερίσματα είναι οι αποζημιώσεις που λαμβάνουν οι μέτοχοι μιας επιχείρησης. Συνεπώς, η αξία των ιδίων κεφαλαίων ισούται με την παρούσα αξία των μελλοντικών καταβληθέντων μερισμάτων:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DIV_t}{(1+r)^t}$$

Όπου:

DIV_t: το μέρισμα της περιόδου t

r: το προεξοφλητικό επιτόκιο του μερίσματος

Κατάλληλο για Χρήση όταν:

- ✓ Η εταιρεία μοιράζει μερίσματα
- ✓ Το διοικητικό συμβούλιο έχει καθορίσει μια σχετικά σταθερή πολιτική μερισμάτων
- ✓ Και όταν δεν υπάρχει κάποιος επενδυτής να ελέγχει την εταιρεία.

Μειονεκτήματα:

Το παραπάνω υπόδειγμα Προεξόφλησης Μερισμάτων αντιμετωπίζει προβλήματα εφαρμογής όταν η εταιρεία δεν έχει κέρδη , άρα δεν διανέμει μερίσματα ή όταν δεν διανέμει μερίσματα.

Η απαιτούμενη απόδοση r επί της καθαρής θέσης μπορεί να εκτιμηθεί με μία από τις παρακάτω διαδικασίες:

➤ Το μοντέλο σταθερής ανάπτυξης Gordon&Shapiro βάση του οποίου τα μερίσματα αναπτύσσονται με έναν σταθερό ρυθμό ανάπτυξης g στο διηνεκές το οποίο οδηγεί στους παρακάτω τύπους:

$$r_e = \text{DIV} / P + g,$$

όπου g : είναι το ποσοστό σταθερής αύξησης των μερισμάτων

$\text{DIV} = \text{DIV} * (1 + g)$ και P : η τρέχουσα τιμή της μετοχής

Η συνολική αξία που λαμβάνει κάποιος από μια μετοχή είναι:

$$V_0 = \frac{D_0 * (1 + g)}{(r - g)} \quad \text{ή} \quad V_0 = \frac{D_1}{(r - g)}$$

V : η αξία της μετοχής σήμερα

Η εξίσωση Gordon Growth θεωρεί ότι τα μελλοντικά μερίσματα εκτείνονται σε βάθος χρόνου παρόμοια. Συνεπώς πρέπει να συνυπολογίζονται και το κόστος κεφαλαίου και ο ρυθμός ανάπτυξης.

➤ Το μοντέλο αποτίμησης κεφαλαιουχικών στοιχείων Capital Asset Pricing Model, (CAMP). Η προσδοκώμενη απόδοση από τους επενδυτές είναι ίση με το άθροισμα της απαλλαγμένης κινδύνου απόδοσης και μιας απόδοσης ανάλογης του κινδύνου που αναλαμβάνουν οι ίδιοι με την τοποθέτηση κεφαλαίων τους σε μετοχές της επιχείρησης. Αυτή η αμοιβή κινδύνου υπολογίζεται πολλαπλασιάζοντας τον συντελεστή β για μια μέση επένδυση. (Γ. Αρτίκης, Χρηματοοικονομική Διοίκηση- Αποφάσεις επενδύσεων, Κεφάλαιο 7, 2002, Εκδόσεις Interbooks.)

Συνεπώς,

η απαιτούμενη απόδοση της μετοχής της επιχείρησης:

$$R_e = R_f + \beta(R_M - R_f), \text{ όπου:}$$

R_f : η απόδοση χωρίς κίνδυνο

$R_M - R_f$: η αμοιβή κινδύνου της αγοράς

β : το beta της μετοχής

$(R_M - R_f)\beta$: η αμοιβή κινδύνου της μετοχής της επιχείρησης.

3.2.2 Υπόδειγμα Προεξόφλησης Ελεύθερων Ταμειακών Ροών

3.2.2.1 Γενικά στοιχεία της Μεθόδου

Η μέθοδος προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών DCF αποτιμά την εταιρεία με βάση την καθαρή παρούσα αξία των μελλοντικών της ελεύθερων ταμειακών ροών με τη χρήση του κατάλληλου προεξοφλητικού επιτοκίου.

Η Καθαρή Παρούσα Αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών (Brigham & Gapenski, 1997)

$$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{FCF_t}{(1+r)^t}$$

Όπου n : η διάρκεια ωφέλιμης ζωής του στοιχείου

FCF_t : οι ταμειακές ροές της περιόδου t

r : το προεξοφλητικό επιτόκιο (αντανακλά την επικινδυνότητα των εκτιμώμενων ταμειακών ροών.)

Πλεονεκτήματα:

- Απαιτεί από τους Αναλυτές να κατανοούν τις επιχειρήσεις που αναλύουν και να ζητούν ερωτήματα σχετικά με τη βιωσιμότητα των ταμειακών ροών και των σχετικών με αυτές κινδύνων (Damodaran, 2012).
 - Συνεπώς, συντίθεται ο λεπτομερής σχεδιασμός του ισολογισμού και της κατάστασης αποτελεσμάτων, περιλαμβάνοντας όλες τις μελλοντικές εισροές και εκροές κεφαλαίων.
 - Το αποτέλεσμα των εκτιμήσεων συμβάλει στην ακριβέστερη αξία της επιχείρησης.
- Περιορισμοί:
- Απαιτεί πολύ μεγάλο όγκο δεδομένων για να εκτιμηθεί διεξοδικά η εγγενής αξία ενός περιουσιακού στοιχείου
 - Με αποτέλεσμα να θεωρείται συνήθως η πιο δύσκολη μέθοδος προσέγγισης μεταξύ όλων των μεθόδων αποτίμησης.
 - Μπορεί να γίνει χρήση της μόνο για τις επιχειρήσεις εκείνες οι οποίες υπάρχουν για πολύ καιρό και συνεπώς υπάρχουν προηγούμενες επιδόσεις στις οποίες θα στηριχτούν οι αναλυτές.

➤ Προεξόφληση Ελεύθερων Ταμειακών Ροών στον Μέτοχο (Discounted free cash flow to equity)

Στο μοντέλο αυτό ορίζουμε τις ταμειακές ροές στον μέτοχο ως τις ταμειακές ροές που απομένουν μετά από την εξυπηρέτηση όλων των χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων της επιχείρησης. Οι καθαρές ταμειακές ροές στον μέτοχο είναι οι υπολειμματικές ταμειακές ροές που απομένουν μετά την εξυπηρέτηση των λειτουργικών και επενδυτικών δραστηριοτήτων της επιχείρησης, την πληρωμή των τόκων και τις πληρωμές προς τα αρχικά κεφάλαια της επιχείρησης.

$$FCFE = NetI - NetCapEx + NewDb,$$

όπου:

FCFE: ελεύθερες ταμειακές ροές στον μέτοχο

NetI: καθαρά έσοδα (net income)

NetCapEx: καθαρά επενδυτικά έξοδα

NewDb: έκδοση νέου δανείου

Καθαρά Επενδυτικά Έξοδα: οι νέες επενδύσεις παγίων μείον τις αποσβέσεις συν τις επενδύσεις τρέχοντος ενεργητικού

Παρούσα Αξία

Προσαρμόζοντας τον τύπο της Παρούσας Αξίας μερισμάτων χρησιμοποιώντας τον κατά Gordon ρυθμό ανάπτυξης g :

$$VALUE_{eq} = (FCFE)/(r-g)$$

Όπου,

FCFE: ελεύθερες ταμειακές ροές της επόμενης περιόδου, r : προεξοφλητικό επιτόκιο ιδίων κεφαλαίων, g : ο ρυθμός ανάπτυξης των ελεύθερων ταμειακών ροών.

➤ Προεξόφληση Ελεύθερων Ταμειακών Ροών στην Εταιρία (Discounted free cash flow to firm)

Ως ελεύθερες ταμειακές ροές μιας επιχείρησης ορίζονται οι καθαρές λειτουργικές ταμειακές ροές μείον τις καθαρές επενδυτικές και τις καταβολές για την εξυπηρέτηση

των φορολογικών της υποχρεώσεων. Είναι δηλαδή τα χρήματα που απομένουν στην επιχείρηση μετά την κάλυψη των λειτουργικών και επενδυτικών της αναγκών. Η ύπαρξη αρνητικών ελεύθερων ταμειακών ροών οδηγεί σε αύξηση του δανεισμού ή αύξηση της καθαρής θέσης. Για τον υπολογισμό των ελεύθερων ταμειακών ροών θα πρέπει να εξαιρεθεί η χρηματοδότηση των λειτουργιών της επιχείρησης από δανεικά κεφάλαια και να δοθεί μεγαλύτερη σημασία στην απόδοση μετά φόρων επί των παγίων στοιχείων της εταιρείας, λαμβάνοντας τις επενδύσεις που απαιτούνται για την λειτουργία της επιχείρησης.

FCFF (Free Cash Flow to Firm)

$$FCFF = EBIT(1 - T) - NetCapEx$$

Όπου:

EBIT: έσοδα προ φόρων και τόκων

T: φορολογικός συντελεστής

NetCapEx: καθαρά επενδυτικά έξοδα

Παρούσα Αξία

Προσαρμόζοντας τον τύπο της Παρούσας Αξίας ταμειακών ροών στον μέτοχο με τον κατά Gordon ρυθμό ανάπτυξης g :

$$VALUE_{firm} = \frac{FCFF}{WACC - g}$$

Όπου:

FCFF: οι ελεύθερες ταμειακές ροές της επόμενης περιόδου

WACC: προεξοφλητικό επιτόκιο συνόλου κεφαλαίων χρηματοδότησης

g : ο σταθερός ρυθμός ανάπτυξης των ελεύθερων ταμειακών ροών στο διηνεκές

❖ Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου – WACC

Εκφράζει την αναμενόμενη απόδοση από όλες τις ομάδες συμφερόντων της εταιρείας και ταυτόχρονα τον συνολικό κίνδυνο που αντιμετωπίζει. Αποτελείται από το κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου, των ξένων κεφαλαίων και αυτό των υβριδικών χρεογράφων.

- Κόστος του μετοχικού κεφαλαίου: αναλύθηκε παραπάνω.

- Κόστος ξένων κεφαλαίων: Οι παράγοντες που προσδιορίζουν το κόστος των ξένων κεφαλαίων είναι το τρέχον επίπεδο των επιτοκίων δανεισμού, ο κίνδυνος αδυναμίας εκπλήρωσης των υποχρεώσεων της εταιρείας και τα φορολογικά οφέλη που προκύπτουν από την αφαίρεση των χρεωστικών τόκων από το φορολογητέο εισόδημα.

- Κόστος υβριδικών χρεογράφων: υβριδικά χρεόγραφα είναι ένας άλλος τρόπος χρηματοδότησης για πολλές επιχειρήσεις. Για παράδειγμα το λεγόμενο προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο ή και οι μετατρέψιμες ομολογίες.

Συνεπώς,

$$WACC = k_e \frac{E}{D+E+PS} + k_d \frac{D}{D+E+PS} + k_{ps} \frac{PS}{D+E+PS}$$

όπου:

WACC: μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου

. k_e : κόστος ιδίων κεφαλαίων

. k_d : κόστος ξένων κεφαλαίων

. k_{ps} : κόστος προνομιούχων κεφαλαίων

E, D, PS : τρέχουσα τιμή ιδίων, ξένων κεφαλαίων και προνομιούχου κεφαλαίου

3.2.3 Υπόδειγμα Προσαρμοσμένης Παρούσας Αξίας

Για την διαδικασία αποτίμησης μιας επιχείρησης με την χρήση της μεθόδου της προσαρμοσμένης παρούσας αξίας χρειάζεται να γίνει η αποτίμηση των ιδίων κεφαλαίων εξαιρώντας το χρέος. Στη συνέχεια ενώ προστίθενται τα δανειακά κεφάλαια, εξετάζεται το φορολογικό όφελος του δανεισμού.

Ουσιαστική παραδοχή για την χρήση αυτής της μεθόδου είναι πως η φορολογική ελάφρυνση είναι το κυριότερο όφελος από τον δανεισμό καθώς και ότι το πιο σημαντικό κόστος αυτού είναι ο επιπρόσθετος κίνδυνος χρεοκοπίας. (Damodaran 2012, Investment Valuation σελ.366)

Συνεπώς, για την αποτίμηση της επιχείρησης με το υπόδειγμα της προσαρμοσμένης παρούσας αξίας χρειάζεται να προβεί κανείς στην παρακάτω διαδικασία.

- Υπολογισμός της αξίας της επιχείρησης χωρίς να υπολογίζεται η χρηματοδοτική μόχλευση. Λαμβάνοντας δηλαδή ως προεξοφλητικό επιτόκιο το μη μοχλευμένο κόστος ιδίων κεφαλαίων και όχι το μέσο σταθμικό. Αρχικά, πρέπει να υπολογιστούν οι αναμενόμενες ταμειακές ροές και ο αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης αυτών. Επίσης, ο υπολογισμός του μη μοχλευμένου κόστους ιδίων κεφαλαίων με τον μη μοχλευμένο συντελεστή βετατης επιχείρησης, δηλαδή,

$$\beta_{unlevered} = \beta / \left(1 + (1 - t) * \left(\frac{D}{E} \right) \right)$$

- Υπολογισμός της παρούσας αξίας του φορολογικού οφέλους που απορρέει από τους τόκους ενός συγκεκριμένου ύψους δανειακού κεφαλαίου. Η προεξόφληση της φορολογικής εξοικονόμησης γίνεται με επιτόκιο το κόστος του δανειακού κεφαλαίου, ενώ η αξία της υπολογίζεται:

$$\text{Φορολογικό όφελος} = \text{taxrate} * \text{debt}.$$

- Αξιολόγηση της επίδρασης του δανεισμού στην πιθανότητα χρεοκοπίας της επιχείρησης και προσδιορισμός του αναμενόμενου κόστους χρεοκοπίας. Από θεωρητικής άποψης, το αναμενόμενο κόστος χρεοκοπίας εξετάζει την πιθανότητα πτώχευσης υπό την λήψη επιπρόσθετου δανεισμού, έτσι η παρούσα αξία του κόστους χρεοκοπίας υπολογίζεται:

$$PV_{ebc} = \text{πιθανότητα χρεοκοπίας} * PV_{bc}.$$

Η πιθανότητα χρεοκοπίας μπορεί έμμεσα να προσδιοριστεί είτε από την αξιολόγηση των ομολόγων είτε με την χρήση στατιστικών μεθόδων οι οποίες θα πρέπει να στηρίζονται στα χαρακτηριστικά της επιχείρησης σε κάθε επίπεδο χρέους.

3.2.4 Πολλαπλασιαστές

Βασικά Σημεία της Μεθόδου των Πολλαπλασιαστών:

✓ Οι τιμές θα πρέπει να έχουν τυποποιηθεί. Συνήθως μετατρέπονται σε πολλαπλασιαστές.

✓ Η εύρεση ομοειδών εταιρειών του εσωτερικού ή εξωτερικού, οι οποίες είναι εισηγμένες σε διάφορα χρηματιστήρια και είναι συγκρίσιμες με την επιχείρηση της οποίας την αξία θέλουμε να αποτιμήσουμε.

Σκοπός του μοντέλου είναι η εκτίμηση της αξίας μιας εταιρείας σύμφωνα με την τιμή παρόμοιων εταιρειών.

Βασικά πλεονεκτήματα της μεθόδου:

➤ Η απλότητα της μεθόδου είναι ένας βασικός λόγος που εξηγεί την χρήση της ευρέως από τους αναλυτές.

➤ Η ευκολία στην αντίληψη και παρουσίαση της μεθόδου σε σχέση με άλλες.

➤ Μεγάλη πιθανότητα να αντικατοπτρίζει την τρέχουσα διάθεση της αγοράς αφού αποτελεί προσπάθεια μέτρησης της σχετικής αξίας και όχι της εσωτερικής.

Βασικά μειονεκτήματα της μεθόδου:

➤ Η ευκολία των υπολογισμών μπορεί να οδηγήσει σε σημαντικές αποκλίσεις.

➤ Υπερεκτίμηση των συγκρινόμενων εταιρειών.

➤ Λόγω έλλειψης επαρκούς διαφάνειας ως προς τις υποθέσεις που λαμβάνονται, συχνά η μέθοδος είναι ύποπτη για χειραγώγηση των αποτελεσμάτων.

3.2.4.1 Κερδών

❖ Price to Earnings per share (P/E)

Ο πολλαπλασιαστής κερδών (P/E) είναι από τους πιο ευρέως χρησιμοποιούμενους από τους αναλυτές. Ο δείκτης αυτός μετρά το πόσα είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν οι επενδυτές για τα κέρδη της εταιρείας. Οι επιχειρήσεις που παρουσιάζουν υψηλό δείκτη συνήθως αναμένεται να έχουν και υψηλότερο ρυθμό ανάπτυξης σε σχέση με εκείνες που ο δείκτης βρίσκεται σε χαμηλά επίπεδα.

Σημαντικά πλεονεκτήματα του δείκτη:

• Τα λογιστικά κέρδη θεωρούνται καλύτερη προσέγγιση των ταμειακών ροών σε σχέση με τις πωλήσεις.

• Οι μελλοντικές εκτιμήσεις που στηρίζονται στα κέρδη ανά μετοχή είναι πιο αξιόπιστες από οποιοδήποτε άλλο οικονομικό μέγεθος.

Από την άλλη, ο δείκτης από μόνος του δεν προσφέρει επαρκή πληροφόρηση για την αξία μιας μετοχής.

Ο προσδιορισμός του δείκτη στηρίζεται σε παρελθόντα κέρδη και γίνεται με βάση τον μέσο όρο πολλαπλασιαστών εισηγμένων ομοειδών επιχειρήσεων του κλάδου.

$$PE = \frac{\text{Αγοραία τιμή μετοχής}}{\text{Κέρδη ανα μετοχή}}$$

❖ Price to Earnings per share growth (PEG)

Ο πολλαπλασιαστής κερδών PEG αποτελεί μια παραλλαγή του δείκτη P/E ο οποίος υπολογίζεται διαιρώντας τον δείκτη P/E μιας επιχείρησης με το ρυθμό ανάπτυξής της.

$$PEG = PE / \text{Αναμενόμενη Αύξηση Κερδών}$$

Ένα σημαντικό μειονέκτημα του δείκτη PEG είναι ότι στην πλειονότητα των περιπτώσεων ο ρυθμός ανάπτυξης και ο κίνδυνος μιας επιχείρησης είναι δύο παράγοντες που μεταβάλλονται παράλληλα κάτι που σημαίνει ότι μια ταχύτατα αναπτυσσόμενη επιχείρηση τείνει να είναι πιο επικίνδυνη από τον μέσο όρο του κλάδου.

Συνεπώς, συμπεραίνουμε τα εξής:

- ✓ Οι επιχειρήσεις με μικρό PE και PEG είναι επιθυμητές καθώς ο επενδυτής αποσβένει την επένδυση του στην μετοχή σε λιγότερο χρόνο.
- ✓ Υπάρχει θετική συσχέτιση του PE με το Payout Ratio
- ✓ Ο δείκτης PE με τον ρυθμό ανάπτυξης γέχουν θετική συσχέτιση.
- ✓ Επιχειρήσεις με μεγάλο ποσοστό διανομής κερδών POR έχουν μεγαλύτερο PE.
- ✓ Συγκρίνοντας τον αριθμοδείκτη PE της αγοράς με τον PE που προκύπτει από τα θεμελιώδη μεγέθη, συμπεραίνουμε αν η μετοχή είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη. Συγκεκριμένα, αν $PE_{\text{market}} < PE_{\text{fundamental}}$ τότε η μετοχή είναι υποτιμημένη ενώ αν $PE_{\text{market}} > PE_{\text{fundamental}}$ είναι υπερτιμημένη.

3.2.4.2 Λογιστικής Αξίας – price to book value (P/BV)

Ο πολλαπλασιαστής λογιστικής αξίας συγκρίνει την τρέχουσα αξία της μετοχής μιας επιχείρησης με τη λογιστική της αξία, η οποία υπολογίζεται διαιρώντας της αξίας της καθαρής θέσης με τον αριθμό των μετοχών. Ορθότερο στον υπολογισμό της λογιστικής αξίας των μετοχών είναι να χρησιμοποιηθούν μόνο οι κοινές μετοχές της επιχείρησης και όχι οι προνομιούχες.

Ο δείκτης P/BV παρέχει την ίδια χρησιμότητα με τον P/E αλλά έχει παράλληλα και τα ίδια μειονεκτήματα με τον πολλαπλασιαστή κερδών. Βασικό μειονέκτημα του δείκτη είναι ότι στηρίζεται σε παρελθόντα λογιστικά κέρδη τα οποία μπορούν να παρουσιάζουν σημαντική απόκλιση από τα προσδοκώμενα μελλοντικά κέρδη.

Η χρήση του δείκτη χρηματιστηριακής τιμής προς λογιστική αξία μιας μετοχής μπορεί να χρησιμοποιηθεί στην αποτίμηση, αρχικά γιατί ο συγκεκριμένος δείκτης αποτελεί ένα σταθερό μέτρο σύγκρισης καθώς και σε περιπτώσεις επιχειρήσεων με αρνητικά καθαρά αποτελέσματα. Επίσης στην σχετική αποτίμηση η αξία μιας μετοχής καθορίζεται από τον μέσο όρο των συγκρινόμενων επιχειρήσεων που έχουν κοινά χαρακτηριστικά με την αποτιμώμενη μετοχή.

Ο τύπος που καθορίζει τον δείκτη της λογιστικής αξίας είναι:

$$PBV = \frac{\text{Market value of equity}}{\text{Book value of equity}}$$

Ενώ με βάση τα θεμελιώδη μεγέθη της επιχείρησης είναι:

$$PBV = \frac{(ROE - g_n)}{(k_e - g_n)}$$

Συνεπώς μπορούν να εξαχθούν τα εξής:

- Υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ PBV και ROE, και ουσιαστικά το PBV εξαρτάται από τον ROE
- Είναι επιθυμητές οι επιχειρήσεις με μικρό PBV.
- Αν το $ROE > k_e$, τότε είναι βέβαιο πως $PBV > 1$. Συνεπώς, είναι σημαντικό στον συγκεκριμένο δείκτη να εξετάζεται η σχέση αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (ROE), και κόστους ιδίων κεφαλαίων (k_e).

3.2.4.3 Εσόδων – price to sales (P/S)

Δύο από τους αριθμοδείκτες εσόδων που χρησιμοποιούνται στην αποτίμηση είναι ο αριθμοδείκτης της αξίας κεφαλαιοποίησης προς τα έσοδα μιας επιχείρησης (pricetosalesratio) και ο αριθμοδείκτης αγοραίας αξίας (αξία κεφαλαιοποίησης συν αγοραία αξία των υποχρεώσεων μείον τα ταμειακά διαθέσιμα) προς τα έσοδα (valuetosalesratio). Σε επιχειρήσεις με διαφορετικούς βαθμούς μόχλευσης ορθότερο είναι να χρησιμοποιείται ο πρώτος αριθμοδείκτης αφού η χρήση του δεύτερου μπορεί να οδηγήσει σε παραπλανητικά συμπεράσματα. Έτσι αν στις αναμενόμενες πωλήσεις μιας αποτιμώμενης επιχείρησης εφαρμοστεί ο μέσος αριθμοδείκτης των επιλεχθέντων επιχειρήσεων για την σύγκριση, τότε προκύπτει η συνολική αξία των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης. Ο αριθμοδείκτης pricetosalesratio με βάση την αγορά δίδεται από τον εξής τύπο:

$$PS = \frac{\text{market value of equity}}{\text{sales}}$$

Ενώ με τα θεμελιώδη μεγέθη : $PS = \frac{\text{net profit margin} + \text{payout ratio} * (1 + g_n)}{k_e - g_n}$

Από όπου προκύπτει θετική συσχέτιση μεταξύ PS και g , ενώ η συσχέτιση μεταξύ PS και k_e είναι αρνητική.

Ο πολλαπλασιαστής P/S είναι ένας από τους σημαντικότερους δείκτες αποτίμησης. Ένα από τα βασικά πλεονεκτήματά του είναι ότι οι πωλήσεις είναι ένα οικονομικό μέγεθος που δεν μπορεί να υποβληθεί εύκολα σε στρεβλώσεις όπως τα κέρδη. Ταυτόχρονα, οι πωλήσεις δεν είναι τόσο ευμετάβλητες όσο τα κέρδη.

3.2.5 Αποτίμηση με βάση τα στοιχεία του Ενεργητικού

Η παραδοσιακή αντίληψη αποτίμησης μιας εταιρείας βασίζεται στη θεωρία ότι η αξία της βασίζεται εξ ολοκλήρου στον ισολογισμό της και αντανακλάται διαμέσου των οικονομικών καταστάσεων. Αντιστοίχως, η αξία των συνολικών ιδίων κεφαλαίων μπορεί να υπολογιστεί αφαιρώντας από το σύνολο του ενεργητικού, το σύνολο των υποχρεώσεων οι οποίες εμφανίζονται στο σκέλος του παθητικού. Για να προσδιοριστεί η αξία των κοινών μετοχών, όπου υπάρχουν προνομιούχες μετοχές θα πρέπει να αφαιρεθούν από το Ενεργητικό της επιχείρησης.

Εναλλακτικά, η αξία μιας μετοχής μπορεί να προσδιοριστεί με την χρήση της τρέχουσας αξίας των περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων. Ο προσδιορισμός αυτής της αξίας μπορεί να γίνει είτε με την αξία ρευστοποίησης είτε του κόστους αντικατάστασης.

Ορισμένες από τις μεθόδους που βασίζονται στα στοιχεία του Ισολογισμού είναι η μέθοδος της Λογιστικής Αξίας (Book Value), της Προσαρμοσμένη Λογιστική Αξία (Adjusted Book Value), της Αξία Ρευστοποίησης (Liquidation Value) και της Αξίας Αντικατάστασης (Replacement Value).

➤ **Book Value:**

Σύμφωνα με αυτήν τη μέθοδο η αξία μιας επιχείρησης ισούται με το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων και αποθεματικών που εμφανίζονται στον Ισολογισμό της. Η μέθοδος της λογιστικής αξίας είναι μια από τις πιο συχνές και ταυτόχρονα παραδοσιακές μεθόδους αποτίμησης. Αντιστοίχως, η αξία των συνολικών ιδίων κεφαλαίων μπορεί να υπολογιστεί αφαιρώντας από το σύνολο του ενεργητικού, το σύνολο των υποχρεώσεων οι οποίες εμφανίζονται στο σκέλος του παθητικού. Για να προσδιοριστεί η αξία των κοινών μετοχών, όπου υπάρχουν προνομιούχες μετοχές θα πρέπει να αφαιρεθούν από το Ενεργητικό της επιχείρησης.

Ωστόσο με τη χρήση της μεθόδου αυτής παρουσιάζονται βασικά μειονεκτήματα. Το πιο ουσιαστικό μειονέκτημα της συγκριμένης μεθόδου είναι η χρήση των ιστορικών τιμών των περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων. Συνεπώς, σε επιχειρήσεις με πολλά χρόνια λειτουργίας η αξία αυτή απέχει σημαντικά από την πραγματική αξία. Επιπλέον, τα στοιχεία των λογιστικών καταστάσεων παρουσιάζουν ατέλειες καθώς επίσης μπορούν να παραποιηθούν εύκολα. Απόρροια των μειονεκτημάτων αυτών είναι πως στις περισσότερες περιπτώσεις η λογιστική αξία δεν συμπίπτει με την αγοραία αξία της επιχείρησης.

➤ **Adjusted Book Value:**

Αυτή η μέθοδος χρησιμοποιείται κυρίως για την αποτίμηση εισηγμένων εταιρειών. Η αξία της επιχείρησης εξάγεται μέσω του ιστορικού κόστους των συνολικών ιδίων κεφαλαίων της τελευταίας διαθέσιμης οικονομικής περιόδου. Η αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης με την μέθοδο της αναπροσαρμοσμένης παρούσας αξίας δεν λαμβάνει καθόλου υπόψη τα άυλα στοιχεία της εταιρείας (goodwill).

➤ **Liquidation Value:**

Αξία Ρευστοποίησης μιας επιχείρησης είναι η αξία για την οποία η αγορά θα ήταν διατεθειμένη να πληρώσει για τα περιουσιακά της στοιχεία, εάν αυτά πωλούνταν σήμερα. Συνεπώς η αξία ρευστοποίησης προκύπτει αν πωληθούν τα πάγια στοιχεία της επιχείρησης και εξοφληθούν όλες τις υποχρεώσεις της. Η μέθοδος αυτή συνήθως χρησιμοποιείται σε εταιρείες που διαθέτουν πάγια περιουσιακά στοιχεία σημαντικής αξίας τα οποία είναι διακριτά και μπορούν να πωληθούν ξεχωριστά.

➤ **Replacement Value:**

Η μέθοδος αυτή αντιπροσωπεύει την επένδυση που απαιτείται για τη δημιουργία μιας επιχείρησης με πανομοιότυπα χαρακτηριστικά και συνθήκες λειτουργίας όπως η εταιρεία που πρόκειται να αποτιμηθεί. Συγκεκριμένα, μέσω αυτής της μεθόδου εκτιμάται το κόστος που απαιτείται προκειμένου να αντιγραφούν ή να αντικατασταθούν τα πάγια περιουσιακά στοιχεία που χρησιμοποιεί σήμερα η εταιρεία, συνεκτιμώντας και την τεχνολογική απαξίωση.

Τρεις τύποι αξίας αντικατάστασης:

- Μικτή Αξίας Αντικατάστασης – grosssubstantialvalue
- Καθαρή Αξία Αντικατάστασης–netsubstantialvalue
- Μειωμένη Μικτή αξία Αντικατάστασης – reducedgrosssubstantialvalue

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

Ο ΚΛΑΔΟΣ ΤΩΝ ΠΑΙΧΝΙΔΙΩΝ

4.1 ΟΡΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΚΑΙ ΒΑΣΙΚΕΣ ΠΑΡΑΔΟΧΕΣ

Στον κλάδο των παιχνιδιών μπορούν να ενταχθούν όλες εκείνες οι επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στην πώληση παιχνιδιών είτε ολοκληρωτικά είτε ένα μόνο μέρος της δραστηριότητάς του να αφορά σε πωλήσεις παιχνιδιών. Στον συγκεκριμένο κλάδο συμπεριλαμβάνονται τόσο εξειδικευμένες αλυσίδες παιχνιδιών , όπως ο Μουστάκας όσο και η JumboΑΕη οποία μερικώς απευθύνεται σε παιδιά , είτε μέσω σχολικών ειδών είτε μέσω παιχνιδιών. Σύμφωνα με πρόσφατη έρευνα της Stat Bank οι καταναλωτές, λόγω της οικονομικής στενότητας, γίνονται όλο και περισσότερο φειδωλοί στις αγορές τους, ενώ την ίδια στιγμή οι εισαγωγές προϊόντων από την Κίνα και άλλες χώρες που παράγουν φτηνά προϊόντα, πολλές φορές απομιμήσεις γνωστών παιχνιδιών, έχουν καταβάσει τη μέση αξία ενός παιχνιδιού. Ο τζίρος της αγοράς παιχνιδιών κινείται γύρω στα 340 εκατ. ευρώ, ενώ οι συγκλίνουσες εκτιμήσεις εκπροσώπων της αγοράς είναι ότι δεν θα πρέπει να αναμένεται ουσιαστική διαφοροποίηση τα επόμενα χρόνια. Αυτός είναι και ο λόγος που όλες οι μεγάλες αλυσίδες έχουν επεκταθεί και σε άλλους τομείς, προσπαθώντας να εξασφαλίσουν μεγαλύτερα έσοδα. Έτσι, έχουν πλέον στα ράφια τους βρεφικά, βιβλία και γραφική ύλη, καθώς και εποχιακά είδη.

Κάποια ουσιαστικά χαρακτηριστικά που αφορούν τον κλάδο των παιχνιδιών και παγώθηκαν στο πέρασμα των χρόνων είναι τα εξής:

- **Έντονη Εισαγωγική Διείσδυση:** Παρά τις σημαντικές προσπάθειες ορισμένων επιχειρήσεων της ελληνικής παραγωγής, η εγχώρια παραγωγή παιχνιδιών παραμένει αρκετά περιορισμένη. Οι εισαγωγές προέρχονται ως επί το πλείστον από την Κίνα. Στην προσπάθεια αντιμετώπισης του προβλήματος, οι εταιρίες παραγωγής, όπως οι Mattel, Hasbro, Playmobil, δίνουν ιδιαίτερη βαρύτητα στην έρευνα και την ανάπτυξη για τη δημιουργία νέων προϊόντων και επενδύουν στη διαφήμιση και την προώθησή τους. Αντιμετωπίζουν ωστόσο το πρόβλημα των αντιγραφών από τις κινέζικες επιχειρήσεις.
- **Έντονη Εποχικότητα:** οι πωλήσεις των παιχνιδιών, είτε αυτά αφορούν σε προσχολικά, κούκλες, επιτραπέζια είτε κονσόλες για βιντεοπαιχνίδια χαρακτηρίζονται από έντονη εποχικότητα. Τουλάχιστον το πενήντα τοις εκατό του τζίρου τους οι επιχειρήσεις το αποκτούν σε περιόδους Χριστουγέννων, Πάσχα και την περίοδο του Σεπτεμβρίου οπότε και οι πωλήσεις αφορούν κυρίως σχολικά είδη.
- **Έντονη Κυριαρχία Αλυσίδων Λιανικής Πώλησης:** Τα περισσότερα παιχνίδια πωλούνται μέσω των αλυσίδων λιανικής πώλησης, όπως για παράδειγμα η JumboΑΕ, η οποία εκτιμάται να έχει μερίδιο μεγαλύτερο του 30%. Ο ανταγωνισμός στον κλάδο είναι πολύ ισχυρός και αναμένεται τα επόμενα τουλάχιστον χρόνια ότι δύσκολα θα μπου στην αγορά νέες αλυσίδες λόγω του υψηλού κόστους εγκατάστασης. Στο χώρο

των παιχνιδιών κινούνται ήδη και άλλα δίκτυα, όπως για παράδειγμα τα σούπερ μάρκετς, τα βιβλιοπωλεία.

4.2 ΑΝΑΛΥΣΗ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝΤΟΣ ΜΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Ο κλάδος των παιχνιδιών, όπως αναφέρθηκε παραπάνω, αντιμετώπισε τα προηγούμενα χρόνια την οικονομική ύφεση και επηρεάστηκε από αυτή. Επηρεάστηκε σε μικρότερο βαθμό από άλλους κλάδους φυσικά. Εκτός της ύφεσης και συμπεριλαμβανομένου ότι πολλές επιχειρήσεις οι οποίες δεν έχουν μοναδικό στοιχείο πώλησης τα παιχνίδια αλλά και άλλα είδη, είναι κάτι που έχει πυροδοτήσει τον ανταγωνισμό στον κλάδο. Λίγες επιχειρήσεις είναι αυτές που έχουν καθιερώσει την θέση τους στην ελληνική αγορά και δύσκολα θα αλλάξουν δραματικά οι συνθήκες για αυτές. Κυρίαρχες επιχειρήσεις στον κλάδο των παιχνιδιών και βρεφονηπιακών ειδών είναι ο Μουστάκας ΑΕ, JumboΑΕ, ToysAcademy, Κομπούζιο, Ζαχαρίας και άλλες μικρότερες επιχειρήσεις.

Στη συνέχεια θα μελετήσουμε κάποιες από τις επιχειρήσεις του κλάδου των παιχνιδιών και βασικός παράγοντας για να επιτύχουμε σε αυτό είναι να γνωρίζουμε την ανάλυση του περιβάλλοντος μιας επιχείρησης. Το περιβάλλον της κάθε επιχείρησης διακρίνεται σε εσωτερικό και εξωτερικό.

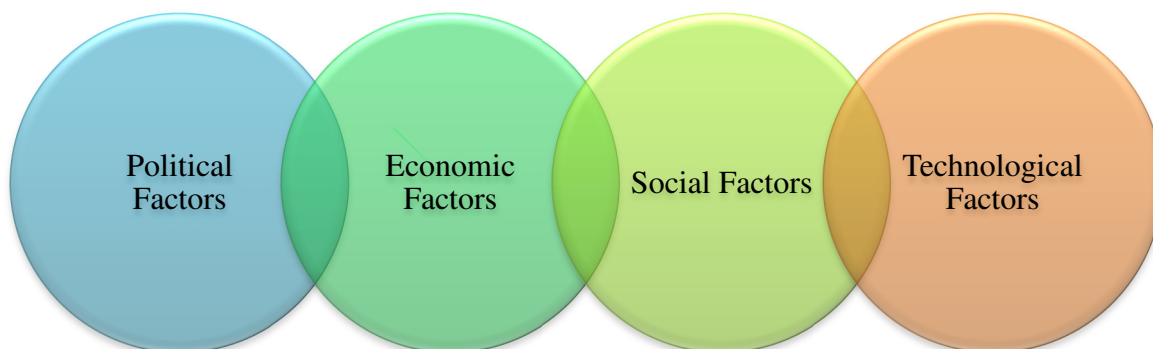
❖ Το εξωτερικό Περιβάλλον μιας επιχείρησης είναι οι παράγοντες οι οποίοι δρουν έξω από αυτήν, την επηρεάζουν και αλληλεπιδρούν μεταξύ τους. Το εξωτερικό περιβάλλον διακρίνεται σε γενικό και ειδικό απλοποιώντας έτσι πολύ σημαντικά τον τρόπο μελέτης και πρόβλεψης των συνθηκών λειτουργίας της επιχείρησης.

Οι παράγοντες του εξωτερικού γενικού περιβάλλοντος (εξωτερικό μακρο-περιβάλλον) είναι:

- οικονομικοί (η διάρθρωση της οικονομίας μιας χώρας, οι τομείς παραγωγής, οι παραγωγικοί πόροι, τα επίπεδα ανάπτυξης κ.α)
- πολιτικοί (πολιτικό καθεστώς, κρατικός παρεμβατισμός, πολιτική και οικονομική ελευθερία, γραφειοκρατία κ.α)
- θεσμικοί (νομοθεσία, θεσμικό πλαίσιο, κανονισμοί)
- κοινωνικοί (διάρθρωση της κοινωνίας, πολιτισμός, ιστορία, ήθη, έθιμα, κινητικότητα πολιτών κ.α)
- τεχνολογικοί (επίπεδο εφαρμογής προόδου και αποδοχής της τεχνολογίας και αποτελεσματικός συνδυασμός πόρων, γνώσεων, εμπειριών κ.α)

Τα βασικά χαρακτηριστικά αυτής της κατηγορίας περιβάλλοντος είναι η διαφορετικότητά του μεταξύ των επιχειρήσεων και η άμεση επίδρασή του στη λήψη των αποφάσεων. Η προσέγγιση των στρατηγικών παραγόντων που αφορούν το μακρο-περιβάλλον της επιχείρησης είναι εφικτή με την εκπόνηση της PEST Analysis (Political= πολιτικοί παράγοντες, Economic= οικονομικοί παράγοντες, Social= κοινωνικοί παράγοντες, Technological= τεχνολογικοί παράγοντες).

ΑΝΑΛΥΣΗ PEST



Οι παράγοντες του εξωτερικού ειδικού ή λειτουργικού περιβάλλοντος (εξωτερικό μικρο-περιβάλλον) μιας επιχείρησης είναι:

- οι πελάτες
- οι προμηθευτές
- οι ανταγωνιστές
- οι κρατικοί φορείς
- οι εργατικές ενώσεις
- τα επιμελητήρια

Ένα πλαίσιο που βοηθά στην ανάλυση του μικρο-περιβάλλοντος είναι το Υπόδειγμα των Πέντε Δυνάμεων που αναπτύχθηκε από τον Porter 1980. Για να εκτιμηθεί η ελκυστικότητα ενός κλάδου πρέπει να ληφθούν υπόψη οι εξής δυνάμεις:



❖ Το Εσωτερικό Περιβάλλον μιας επιχείρησης, αφορά ουσιαστικά σε παράγοντες οι οποίοι βρίσκονται στο εσωτερικό της επιχείρησης και χρησιμοποιούνται για την επίτευξη των στόχων της. Αυτοί οι παράγοντες μπορεί να είναι χρηματοοικονομικοί, φυσικοί, ανθρώπινοι και τεχνολογικοί πόροι.

- Χρηματοοικονομικοί Πόροι :

Η επιχείρηση έχει ανάγκη από χρηματοοικονομικούς πόρους για να λειτουργήσει. Βασικές πηγές της είναι το μετοχικό και δανειακό κεφάλαιο. Εάν η εταιρεία είναι αποδοτική τότε τα χρήματα επαναχρησιμοποιούνται για την ανάπτυξή της. Κύρια θέματα διαχείρισης της Διοίκησης αποτελούν η άντληση χρηματοοικονομικών πόρων αλλά και η σωστή κατανομή τους στις επιμέρους λειτουργίες της επιχείρησης.

• Ανθρώπινοι Πόροι :

Με τον όρο ανθρώπινοι πόροι εννοούμε το ανθρώπινο δυναμικό της επιχείρησης. Εδώ η Διοίκηση πρέπει να

- ✓ Εξασφαλίσει τον επαρκή αριθμό εργαζομένων
- ✓ Μελετήσει τις ικανότητες των εργαζομένων της επιχείρησης
- ✓ Τοποθετήσει τον κάθε ένα στη θέση που αποδίδει καλύτερα
- ✓ Παρέχει κίνητρα για αποτελεσματική απόδοση στους εργαζομένους της.

Συμπεριλαμβάνουν τον εξοπλισμό, τις εγκαταστάσεις , τα μηχανήματα, οχήματα , υπάρχουσες πρώτες ύλες , κ.α Βασικό μέλημα της Διοίκησης εδώ είναι η σωστή και αποτελεσματική διαχείριση των φυσικών πόρων ώστε να επιτευχθεί η μεγαλύτερη δυνατή απόδοση.

4.3 ΚΥΡΙΑΡΧΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ

Στον κλάδο των παιχνιδιών εκτός από τις επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται μόνο στην πώληση παιχνιδιών συμπεριλαμβάνονται και εκείνες οι οποίες ένα μεγάλο μέρος των προϊόντων τους που έχουν σε προσφορά απευθύνονται σε παιδιά. Στην ελληνική αγορά το μεγαλύτερο μέρος του κλάδου καλύπτουν οι Μουστάκας ΑΕ, JumboΑΕ, Κομφούζιο , Public, ToysAcademyκαι άλλες μικρότερες. Γενικά, ο ανταγωνισμός στον κλάδο είναι πολύ μεγάλος και πολύ δύσκολα μπορεί να εισέλθει κάποια νέα επιχείρηση. Την πίτα στον κλάδο μοιράζονται κατά κύριο λόγο ο Μουστάκας ΑΕ, JumboΑΕ και Public.

Παρακάτω παρουσιάζονται συνοπτικά οι οικονομικές καταστάσεις για τις τρεις επιχειρήσεις του κλάδου που θα μελετήσουμε για τα έτη 2016,2017 και 2018. Η εταιρεία JUMBO Α.Ε έκανε την εμφάνισή της στην Αθήνα το 1986 και δραστηριοποιείται στην παραγωγή και εμπορία παιχνιδιών, επίπλων, ενδυμάτων είτε εισαγωγής είτε ελληνικής παραγωγής και γενικά δραστηριοποιείται έχοντας ως βάση τις ανάγκες των παιδιών. Η εταιρεία ανήκει στο χώρο των παιχνιδιών και είναι η μόνη εισηγμένη στο Χρηματιστήριο από τον κλάδο. Η διοίκηση της εταιρείας την περιγράφει ως « hypermarket, χωρίς φαγητό , μόδα και ηλεκτρονικά.» Τα προϊόντα που απευθύνονται σε παιδιά αποτελούν τουλάχιστον το 38% του συνόλου γι’ αυτό και θεωρείται πως δραστηριοποιείται στον κλάδο των παιχνιδιών. Η εταιρεία κατέχει την ηγετική θέση στην Ελληνική Αγορά.(Jumbo, 2016) . Ακόμα , όπως προκύπτει από μελέτες η εταιρεία αποτελεί ένας από τους ηγέτες της ελληνικής αγοράς στο σύνολο σε επίπεδο κερδοφορίας.

JUMBO ΑΕ			
Οικονομικά Στοιχεία σε ευρώ	2015-2016	2016-2017	2017-2018
Κύκλος Εργασιών	550.508.516	583.501.179	632.650.147
Λειτουργικά Κέρδη	115.009.969	117.002.478	125.556.904

Λειτουργικό Κόστος	-	-	
	140.323.842	139.125.942	
Κέρδη προ Φόρων	117.112.566	116.266.628	124.380.014
Καθαρά κέρδη μετά από φόρους	82.457.042	82.061.605	87.862.622
Ίδια κεφάλαια	716.434.591	713.516.960	752.157.290
Σύνολο Περιουσιακών Στοιχείων	511.754.725	512.195.045	510.330.434

Με θετικό πρόσημο έκλεισε το 2017, για την εταιρία παιχνιδιών Μουστάκας, που σημείωσε αύξηση εσόδων κατά 4,34% το 2017.

Ο κύκλος εργασιών της κλειόμενης χρήσεως ανήλθε σε € 54.346.410,49 εν συγκρίσει με τον κύκλο εργασιών της παρελθούσης χρήσεως που ανήλθε σε € 52.085.093,25. Επίσης, τα καθαρά αποτελέσματα της χρήσεως ανήλθαν σε Κέρδη € 4.330.126,81 εν συγκρίσει με τα κέρδη της παρελθούσης χρήσεως που ανήλθαν σε Κέρδη € 4.419.621,72. Από τα στοιχεία προκύπτει ότι η κλειόμενη χρήση 2017 υπήρξε πολύ ικανοποιητική ως προς τον κύκλο εργασιών και ως προς τα καθαρά αποτελέσματα.

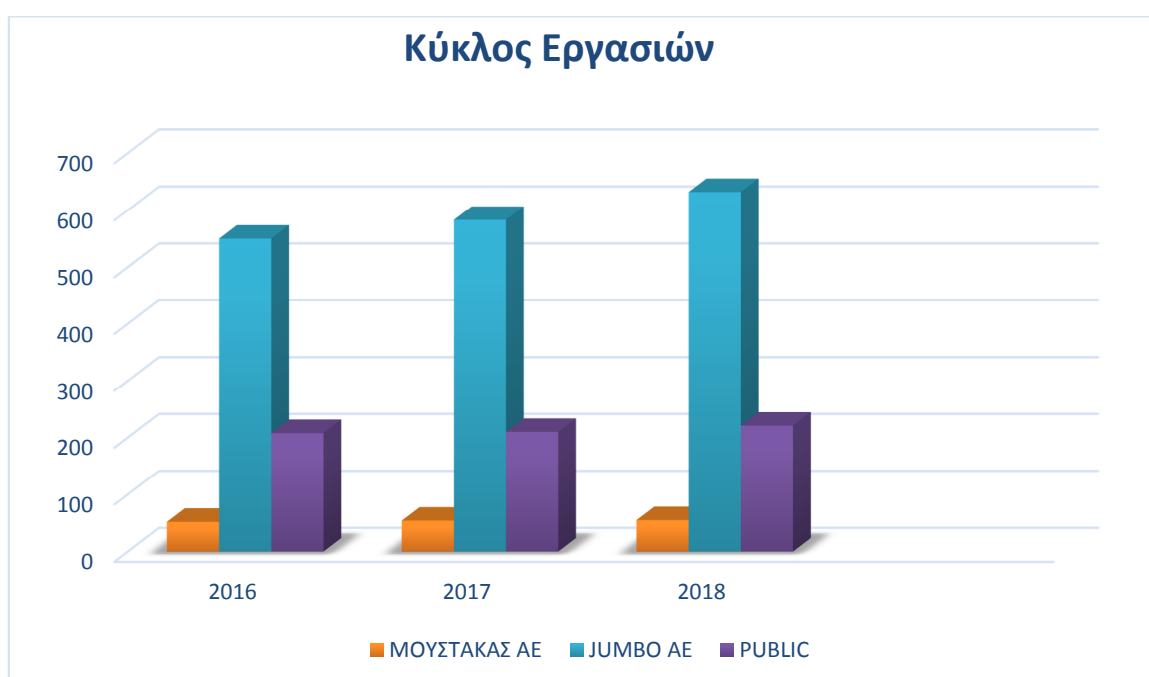
ΜΟΥΣΤΑΚΑΣΑΕ			
Οικονομικά Στοιχεία σε ευρώ	2015-2016	2016-2017	2017-2018
Κύκλος Εργασιών	52.085.093,25	54.346.410,49	55.508.212,26
Λειτουργικά Κέρδη	6.656.201,07	6.588.652,03	6.776.224,67
Λειτουργικό Κόστος			
Κέρδη προ Φόρων	6.320.240,19	6.206.595,17	6.494.628,20
Καθαρά κέρδη μετά από φόρους	4.419.621,72	4.330.126,81	4.589.338,00
Ίδια κεφάλαια	16.834.069,66	20.564.196,47	24.553.534,49
Σύνολο Περιουσιακών Στοιχείων	10.987.029,07	10.856.569,32	11.844.263,99

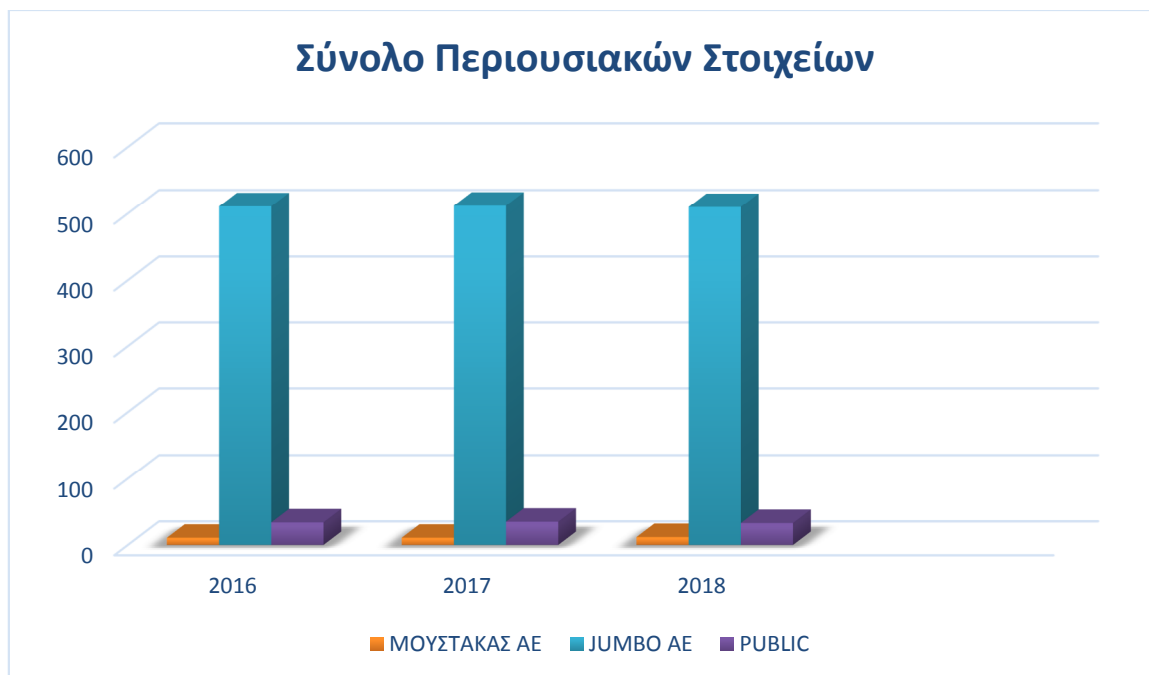
Η Public του ομίλου Olympia, τα τελευταία χρόνια έχει κάνει ιδιαίτερα αισθητή την παρουσία της στον χώρο των παιχνιδιών και των προϊόντων που απευθύνονται σε μικρές ηλικίες. Βρίσκεται πλέον στην τρίτη θέση του κλάδου και αποσπά διψήφιο ποσοστό στην αγορά παιχνιδιών. Η Public έχει όλες τις προοπτικές για να καταλάβει επιπλέον μερίδιο της αγοράς. Αυτό που ξεχωρίζει την συγκεκριμένη επιχείρηση είναι η έμφαση που δίνεται στην τεχνολογία.

PUBLIC			
Οικονομικά Στοιχεία σε ευρώ	2015-2016	2016-2017	2017-2018
Κύκλος Εργασιών	208.260.789	209.806.966	221.610.523
Λειτουργικά Κέρδη	-4.688.886	-4.813.209	2.238.573
Λειτουργικό Κόστος			

Κέρδη προ Φόρων			
Καθαρά κέρδη μετά από φόρους			3.481.202
Ίδια κεφάλαια	-236.747	455.025	1.943.417
Σύνολο Περιουσιακών Στοιχείων	34.154.138	35.711.833	33.551.315

Στα παρακάτω σχήματα παρουσιάζονται για τις εταιρείες που μελετάμε ο κύκλος εργασιών της κάθε μιας για τα έτη 2016-2018 καθώς και τα περιουσιακά τους στοιχεία αντιστοίχως.





Τα ποσά είναι εκφρασμένα σε εκατ. Ευρώ.

4.4 ΑΝΑΛΥΣΗ SWOT ΜΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Στρατηγική μιας επιχείρησης αποτελεί ο καθορισμός όλων των βασικών μακροχρόνιων στόχων και σκοπών μιας επιχείρησης. Το βασικό στοιχείο της επιχειρηματικής στρατηγικής είναι η αύξηση της κερδοφορίας της επιχείρησης. Κάθε επιχείρηση προσπαθεί να ανταγωνιστεί επιτυχημένα, να πάρει σωστές αποφάσεις και να αυξήσει το μερίδιο της στην αγορά που δραστηριοποιείται.

Η ανάλυση SWOT αποτελεί ένα πολύ ισχυρό εργαλείο για τις επιχειρήσεις ώστε να λάβουν σωστές αποφάσεις. Με τη χρήση αυτής της ανάλυσης, οι επιχειρήσεις προσπαθούν να αξιολογήσουν την κατάσταση στην οποία βρίσκονται και στη συνέχεια να διαμορφώσουν τη μελλοντική στρατηγική τους. Η ανάλυση SWOT εξετάζει τα Ισχυρά (Strengths) και Αδύνατα (Weaknesses) σημεία της επιχείρησης, καθώς και τις Ευκαιρίες (Opportunities) και Απειλές (Threats) από το περιβάλλον στο οποίο δραστηριοποιείται.

Η ανάλυση SWOT χωρίζεται σε 2 βασικά μέρη. Στην ανάλυση του Εσωτερικού περιβάλλοντος της επιχείρησης (Strengths & Weaknesses) και στην ανάλυση του Εξωτερικού της περιβάλλοντος (Opportunities & Threats).

Πιο συγκεκριμένα, οι Δυνατότητες και οι Αδυναμίες μιας επιχείρησης είναι εσωτερικοί παράγοντες που εντοπίζονται μέσω της ανάλυσης των λειτουργιών της επιχείρησης.

Τα ισχυρά σημεία μιας επιχείρησης μπορεί να είναι :

➤	Κάποια «ειδικά» προϊόντα που δεν υπάρχουν στην αγορά
➤	Υγιείς Οικονομική Κατάσταση της Επιχείρησης

➤	Σωστή Οικονομική Διαχείριση
➤	Ισχυρή Πιστοληπτική Ικανότητα
➤	Καλή φήμη και ισχυρό BrandName
➤	Ηγέτης σε ένα συγκεκριμένο τμήμα της αγοράς
➤	Ύπαρξη πατέντας ή πνευματικών δικαιωμάτων
➤	Έμπιστους υπαλλήλους και Καλά Εκπαιδευμένους

➤	Γνώση και εμπειρία του αντικειμένου
➤	Η καλή τοποθεσία της Επιχείρησης
➤	Το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα της επιχείρησης
➤	Ο λόγος που κάνει την επιχείρηση ξεχωριστή

Από την άλλη έχουμε τα αδύναμα σημεία μιας επιχείρησης :

➤	Η κακή οικονομική διαχείριση
➤	Η περιορισμένη ικανότητα διαχείρισης και οργάνωσης της επιχείρησης
➤	Το ανεπαρκές κεφάλαιο κίνησης
➤	Η τυχόν αδυναμία είσπραξης οφειλών
➤	Ελλιπής σχεδιασμός πρακτικών marketing
➤	Μη εξειδικευμένο προσωπικό
➤	Προβλήματα στην παραγωγή, διανομή , προώθηση, τιμολόγηση , κτλ.
➤	Η άγνοια των αδύναμων στοιχείων της επιχείρησης

Από την άλλη , οι Ευκαιρίες και οι Απειλές που δέχεται μια επιχείρηση εντοπίζονται από την μελέτη του εξωτερικού της περιβάλλοντος.

Οι Ευκαιρίες σε μια επιχείρηση μπορούν να περιλαμβάνουν:

➤	Νέες υποδομές που δημιουργούνται (πχ. Εγνατία Οδός, Βιοτεχνικές Περιοχές, κλπ.)
➤	Οι επιδοτήσεις από αναπτυξιακά Εθνικά και Ευρωπαϊκά προγράμματα (πχ. ΕΣΠΑ).
➤	Τα “κενά” στην αγορά τα οποία να μπορεί να τα καλύψει η επιχείρησή σας.
➤	Η “ανάγκη” για νέα προϊόντα και υπηρεσίες από τους καταναλωτές.
➤	Οι αλλαγές στις προτιμήσεις των καταναλωτών.
➤	Η ανάπτυξη νέων καναλιών διανομής (π.χ. μέσω του Διαδικτύου).
➤	Η τεχνολογική πρόοδος (νέα υλικά, νέες μέθοδοι παραγωγής, κλπ.)
➤	Οι νέοι τρόπου εύρεσης και αγοράς προϊόντων από τους καταναλωτές (πχ. amazon, e-shop, eBay, κλπ.).
➤	Οι νέοι τρόπου δικτύωσης των νέων (πχ. blogs, facebook, κλπ.)

Ενώ οι Απειλές μπορεί να προκύψουν από :

➤	Μια Παγκόσμια Οικονομική Ύφεση.
➤	Μια ενδεχόμενη μείωση της κατανάλωσης.
➤	Την είσοδο πολλών νέων επιχειρήσεων στην αγορά.
➤	Την αύξηση του Ανταγωνισμού.
➤	Μια ενδεχόμενη μείωση της αγοραστικής δύναμης των καταναλωτών.
➤	Η υπερβολική εξάρτηση από έναν Προμηθευτή.
➤	Η αύξηση των τιμών από τους Προμηθευτές
➤	Αλλαγές στη νομοθεσία (πχ. αύξηση φορολογίας, επιπλέον άδειες ή εγκρίσεις για άδεια λειτουργίας, κλπ.)
➤	Μια ενδεχόμενη αύξηση του πληθωρισμού και των επιτοκίων.
➤	Η μη κάλυψη οικονομικών υποχρεώσεων από πελάτες

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΥΡΙΑΡΧΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ

5.1 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ

Χρηματοοικονομική Ανάλυση (Financial Analysis) ονομάζεται η διερεύνηση και η αξιοποίηση των δεδομένων τα οποία αντλούμε από τις λογιστικές ή χρηματοοικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων. Δηλαδή πίνακες στους οποίους απεικονίζονται πληροφορίες για την κατάσταση της επιχείρησης. Οι δύο βασικές λογιστικές καταστάσεις (financial statements) που μας βοηθούν στην ανάλυση της οικονομικής κατάστασης μιας επιχείρησης είναι δύο , ο Ισολογισμός και η Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης. Η ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων περιέχει δύο κατηγορίες μελέτης και ανάλυσης. Πρώτον , τη συγκριτική ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων και δεύτερον την ανάλυση χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών. Στη συγκεκριμένη εργασία η χρονική περίοδος που εξετάζουμε είναι από το έτος 2016 έως 2018 για τις επιχειρήσεις Μουστάκας ΑΕ, Jumbo ΑΕ και Publicόπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενη ενότητα.

Στις Καταστάσεις Τάσεις (οριζόντια ανάλυση) το κάθε στοιχείο των λογιστικών καταστάσεων μιας εταιρείας εκφράζεται ως ποσοστό της τιμής που είχε το έτος βάσης. Το έτος βάσης συνηθίζεται να είναι το πρώτο έτος της ανάλυσης μας ώστε να γίνονται πιο εύκολα αντιληπτές οι αυξομειώσεις που παρατηρούνται στην διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου.

Στις Καταστάσεις Κοινού Μεγέθους (κάθετη ανάλυση) το κάθε στοιχείο των λογιστικών καταστάσεων της κάθε εταιρείας εκφράζεται σαν ποσοστό ενός κοινού μεγέθους της ίδιας χρήσης. Για τα στοιχεία του Ισολογισμού το κοινό αυτό μέγεθος είναι το σύνολο του Ενεργητικού και για τα στοιχεία της κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσης είναι το σύνολο των πωλήσεων.

Η ανάλυση των Χρηματοοικονομικών Αριθμοδεικτών στηρίζεται στον υπολογισμό πηλίκων διαφόρων μεγεθών. Συνήθως των κύριων μεγεθών των Χρηματοοικονομικών καταστάσεων των εταιρειών.

Οι Χρηματοοικονομικοί Αριθμοδείκτες μπορούν να ταξινομηθούν στις εξής δύο κατηγορίες :

1. Ανάλογα με τη φύση τους ή την πηγή προέλευσης των δεδομένων που χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό τους :	2. Ανάλογα με τις διάφορες πτυχές της δραστηριότητας της επιχείρησης :
• Αριθμοδείκτες Ισολογισμού	• Αριθμοδείκτες Ρευστότητας
• Αριθμοδείκτες Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσης	• Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας
• Αριθμοδείκτες Κατάστασης	• Αριθμοδείκτες Κερδοφορίας

Διάθεσης Αποτελεσμάτων	
• Αριθμοδείκτες Μικτοί	• Αριθμοδείκτες Χρηματοοικονομικής & Περιουσιακής Διάρθρωσης
	• Αριθμοδείκτες Αποτίμησης

5.2 ΑΝΑΛΥΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ

Παρακάτω παρουσιάζονται οι Αριθμοδείκτες που υπολογίστηκαν για τρεις κυρίαρχες επιχειρήσεις στον κλάδο, την Μουστάκας ΑΕ , Public και την JumboΑΕ για την χρονική περίοδο 2016-2018 . Αναλύονται και διαγραμματικά.

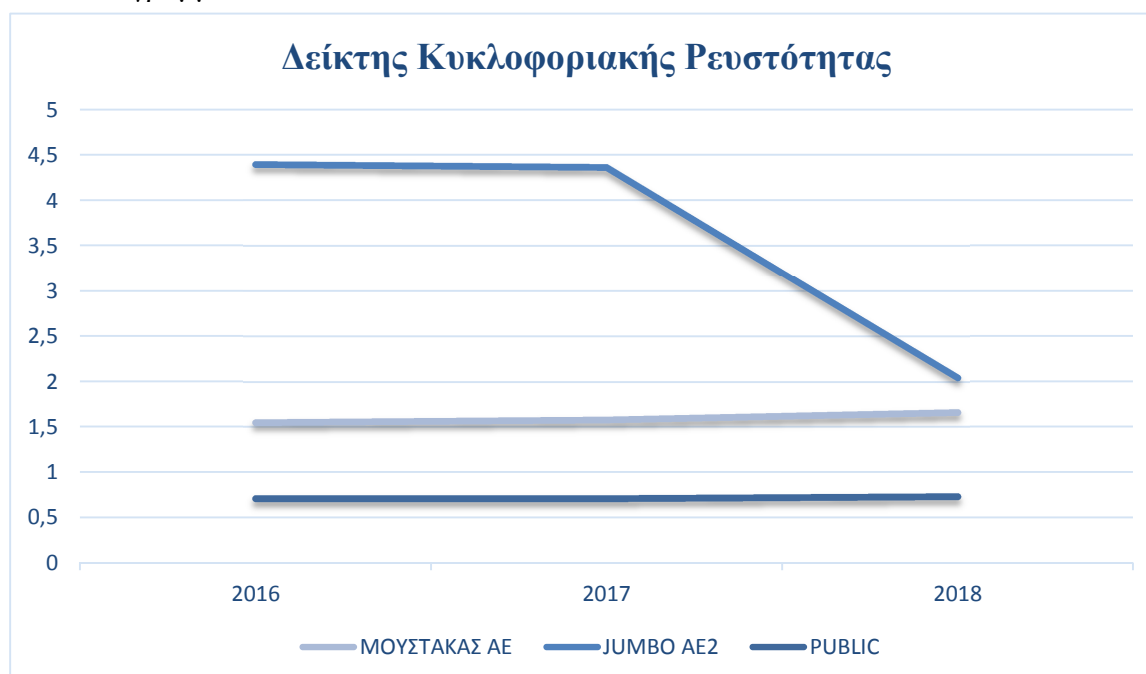
5.2.1 Αριθμοδείκτης Γενικής/Κυκλοφοριακής Ρευστότητας (currentratio)

Ο υπολογισμός του Αριθμοδείκτη γενικής ρευστότητας (currentratio) εκφράζει την ικανότητα της επιχείρησης να αντιμετωπίζει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Ο δείκτης αυτός πρέπει να λαμβάνει τιμές μεγαλύτερες της μονάδας. Όσο πιο μεγάλος ο δείκτης τόσο μεγαλύτερο το περιθώριο «ασφάλειας» των βραχυπρόθεσμων δανειστών της επιχείρησης. Ένας δείκτης ίσος με 2 θεωρείται πολύ καλός. Μια επιχείρηση θα πρέπει να διατηρεί επαρκή κυκλοφοριακά στοιχεία για να μπορεί να ανταποκριθεί στις τρέχουσες υποχρεώσεις της όταν καταστούν ληξιπρόθεσμες. Δηλαδή, όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας τόσο καλύτερη είναι από πλευράς ρευστότητας η θέση της συγκεκριμένης επιχείρησης. Αν η τιμή του αριθμοδείκτη είναι κοντά στην μονάδα τότε η επιχείρηση έχει οριακή βραχυπρόθεσμη ρευστότητα. Το μέγεθος του αριθμοδείκτη εξαρτάται από το είδος της κάθε επιχείρησης, την ποιότητα των κυκλοφοριακών της στοιχείων.

Δείκτης Κυκλοφοριακής ή Γενικής Ρευστότητας: σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού / ΒΥ

	2016	2017	2018
<i>ΜΟΥΣΤΑΚΑΣ ΑΕ</i>	1,55	1,58	1,66
<i>JUMBO ΑΕ</i>	4,39	4,36	2,05
<i>PUBLIC</i>	0,71	0,71	0,73

Διαγραμματικά,



Παρατηρούμε λοιπόν τις τιμές που λαμβάνει ο δείκτης για τις τρεις επιχειρήσεις που εξετάζουμε για την τριετία 2016-2018. Διαγραμματικά, φαίνονται παρακάτω οι τιμές του Δείκτη. Παρατηρούμε για την εταιρεία JumboΑΕ πως διατηρεί ένα πολύ καλό επίπεδο για την δείκτη με τιμές να κυμαίνονται από 4,36 μονάδες έως 2,05 μονάδες η χαμηλότερη τιμή το λογιστικό έτος 2018. Η τιμή 2,05 είναι μια πολύ ικανοποιητική τιμή, ωστόσο η απότομη μείωση της τιμής του δείκτη σε σχέση με τα προηγούμενα χρόνια σίγουρα είναι ένα γεγονός που δεν μπορεί να αφεθεί χωρίς περαιτέρω εξέταση. Φυσικά, η εξεταζόμενη επιχείρηση έχει βραχυπρόθεσμη ρευστότητα. Επίσης, παρατηρώντας τις τιμές για την ΜΟΥΣΤΑΚΑΣ ΑΕ βλέπουμε σχετικά σταθερές τιμές μέσα στην τριετία που εξετάζουμε, κατά μέσο όρο 1,60. Οι τιμές είναι αρκετά ικανοποιητικές αφού είναι μεγαλύτερες της μονάδας. Τέλος, παρατηρώντας τις τιμές του αριθμοδείκτη κυκλοφοριακής ρευστότητας για την PUBLIC παρατηρούμε τιμές αρκετά μικρότερες της μονάδας να διαμορφώνονται περίπου στο 0,72 και για τα τρία έτη. Όταν η τιμή του δείκτη είναι μικρότερη της μονάδας η επιχείρηση είναι πιθανόν να αντιμετωπίσει προβλήματα στην εξόφληση των υποχρεώσεων της.

5.2.2 Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων

Ο αριθμοδείκτης αυτός είναι ένας δείκτης δραστηριότητας. Οι δείκτες αυτοί μετρούν τον βαθμό της αποτελεσματικής χρησιμοποίησης των διαφόρων κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης. Ο δείκτης Κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων δείχνει την ταχύτητα με την οποία τα αποθέματα των εμπορευμάτων μετατρέπονται σε εισπρακτέους λογαριασμούς διαμέσου των πωλήσεων. Η διαχρονική αξιολόγηση του δείκτη συμβάλλει στην αξιολόγηση της θέσης της επιχείρησης στην αγορά. Προκειμένου να θεωρείται ικανοποιητική η Κυκλοφοριακή Ταχύτητα ή Ανακύκλωση Αποθεμάτων ο δείκτης πρέπει να παίρνει τιμή μεγαλύτερη από 1. Η αξιολόγηση του δείκτη πρέπει να γίνεται λαμβάνοντας υπόψη το είδος της επιχείρησης. Όσο πιο μεγάλος είναι ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων τόσο πιο αποτελεσματικά λειτουργεί η επιχείρηση.

$$\text{Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων} = \frac{\text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Αποθέματα}}$$

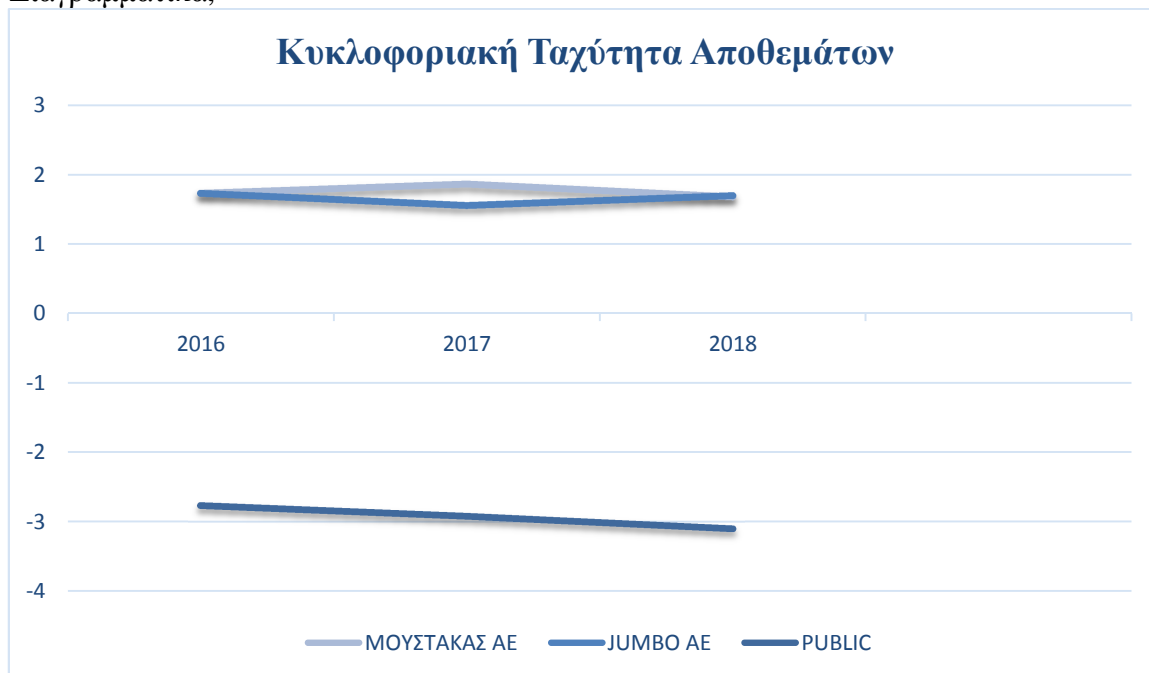
Αν διαιρέσουμε το 365 (συνολικές ημέρες του έτους) με τον αριθμό αυτόν διαπιστώνουμε τον αριθμό των ημερών που παρέμειναν τα αποθέματα στην επιχείρηση ώσπου να πωληθούν.

$$\text{μέση διάρκεια παραμονής αποθεμάτων} = \frac{365}{\text{κυκλ ταχύτητα αποθ.}}$$

Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων:

	2016	2017	2018
ΜΟΥΣΤΑΚΑΣ ΑΕ	1,73	1,86	1,68
JUMBO ΑΕ	1,73	1,56	1,70
PUBLIC	(2,77)	(2,92)	(3,10)

Διαγραμματικά,



Παρατηρούμε λοιπόν με βάση το διάγραμμα και τις τιμές του αριθμοδείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας των αποθεμάτων πως οι τιμές για τις εταιρείες JUMBOAE και MOYΣTAKAS AE είναι ιδιαίτερα ενθαρρυντικές. Συγκεκριμένα για την JUMBOAE ο δείκτης κατά μέσο όρο για την τριετία 2016 έως 2018 διαμορφώνεται σε 1,66 και για την MOYΣTAKAS AE σε 1,76. Αντίθετα, για την PUBLIC οι τιμές που διαμορφώνει ο δείκτης είναι αρνητικές και ιδιαίτερα υψηλές.

5.2.3 Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων

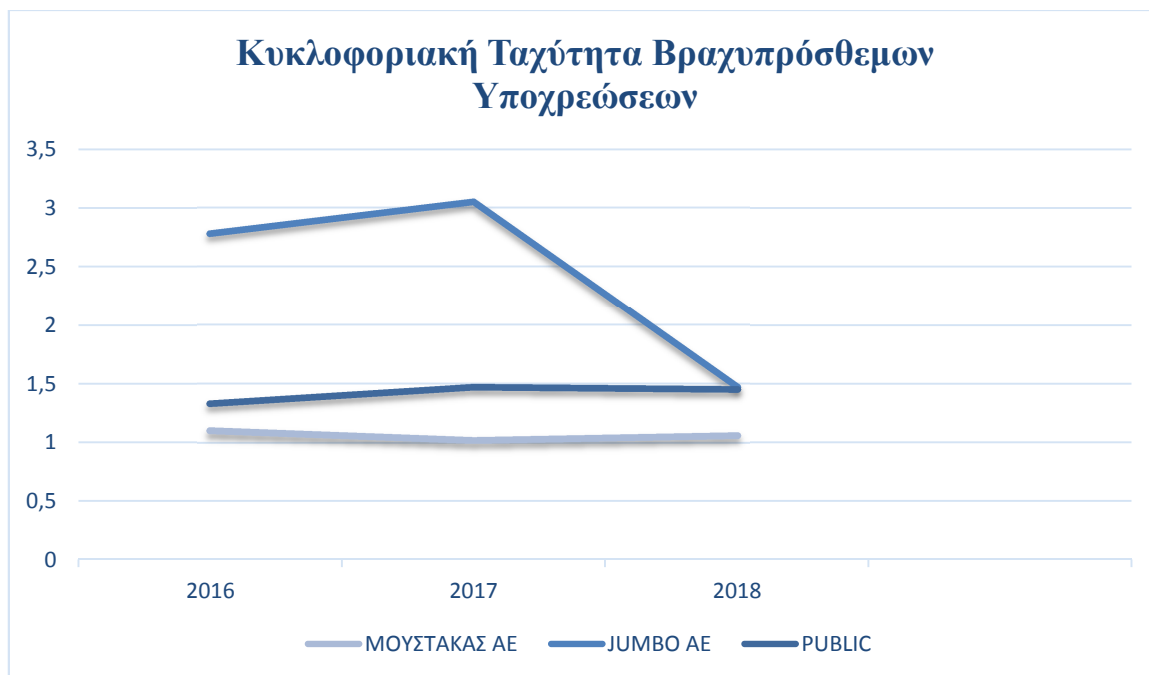
Ο δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων εκφράζει τη δυνατότητα της επιχείρησης να εξοφλήσει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της σε κάποια χρονική περίοδο.

$$\text{Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας } BY = \frac{\text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Σύνολο } BY}$$

Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων:

	2016	2017	2018
MOYΣTAKAS AE	1,10	1,02	1,06
JUMBO AE	2,78	3,05	1,47
PUBLIC	1,33	1,47	1,45

Διαγραμματικά,



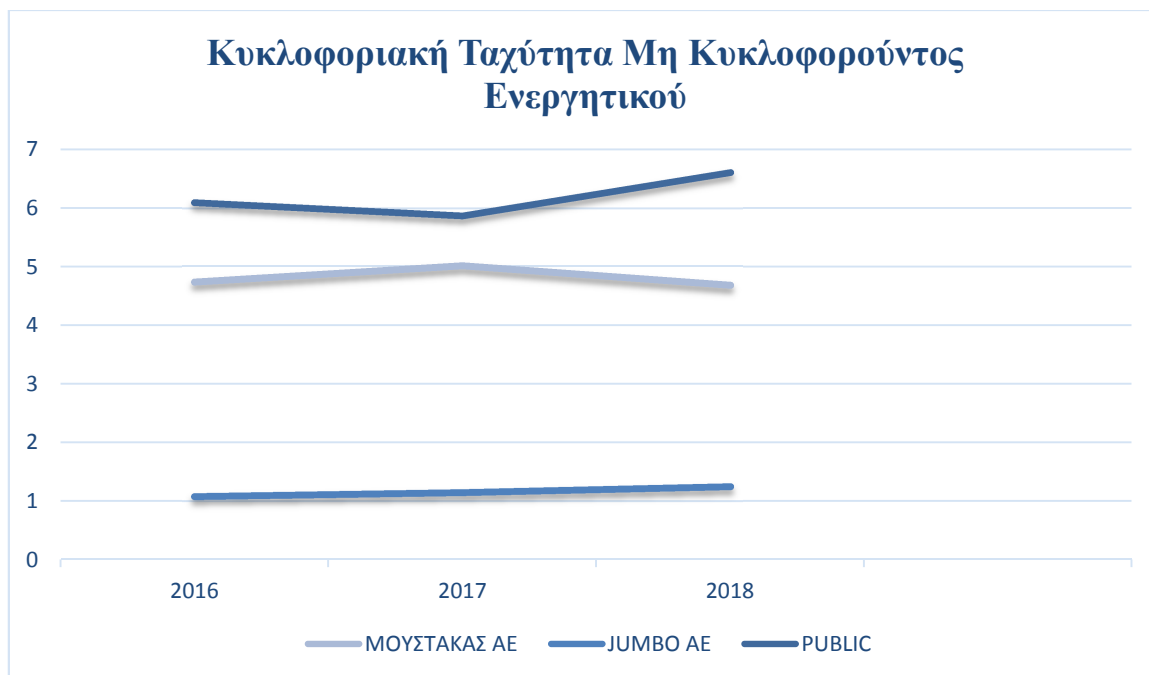
5.2.4 Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Μη Κυκλοφορούντος Ενεργητικού

$$\text{Δείκτης Κυκλ. Ταχύτητας μη κυκλοφορούντος πωλήσεις} = \frac{\text{πωλήσεις}}{\text{σύνολο μη κυκλοφορούντος}}$$

Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας του μη κυκλοφορούντος:

	2016	2017	2018
MOYSTAKAS AE	4,740	5,005	4,686
JUMBO AE	1.076	1.140	1,239
PUBLIC	6,097	5,874	6,605

Διαγραμματικά,



5.2.5 Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Συνολικού Ενεργητικού

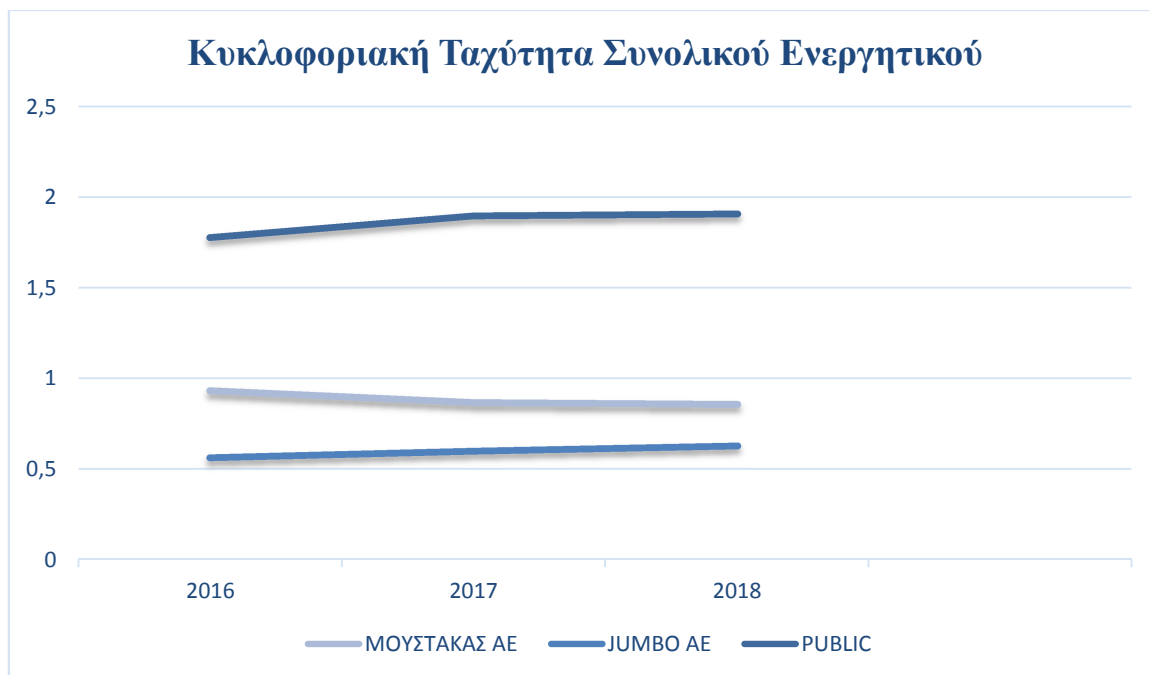
Ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας Ενεργητικού μιας επιχείρησης, εκφράζει το βαθμό χρησιμοποίησης αυτού σε σχέση με τις πωλήσεις. Δείχνει δηλαδή, τα έσοδα που δημιουργεί κάθε ευρώ που έχει επενδυθεί στο ενεργητικό της επιχείρησης. Ένας υψηλός αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού σημαίνει ότι η επιχείρηση χρησιμοποιεί εντατικά τα περιουσιακά της στοιχεία προκειμένου να πραγματοποιήσει πωλήσεις. Αντίθετα μείωση του αριθμοδείκτη παρέχει ένδειξη μικρότερης χρησιμοποίησης του ενεργητικού σε σχέση με τις πωλήσεις. Η παρακολούθηση του δείκτη αυτού διαχρονικά δείχνει την πορεία της επιχείρησης, ως προς τον βαθμό χρησιμοποίησης των περιουσιακών της στοιχείων. Βέβαια, τα στοιχεία αυτού του δείκτη επηρεάζονται σε μεγάλο βαθμό από τη μέθοδο των αποσβέσεων που ακολουθεί η διοίκηση της εταιρείας, δηλαδή από το αν ακολουθείται πολιτική αυξανόμενης ή σταθερής απόσβεσης. Γενικότερα, όσο υψηλότερος είναι ο δείκτης αυτός τόσο πιο αποτελεσματικά έχουν χρησιμοποιηθεί τα περιουσιακά της στοιχεία. Η επιθυμητή τιμή για τον δείκτη είναι μεγαλύτερη ή ίση της μονάδας.

$$\text{Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχ. Ενεργητικού} = \frac{\text{πωλήσεις}}{\text{σύνολο ενεργητικού}}$$

Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας του συνολικού Ενεργητικού:

	2016	2017	2018
MOYSTAKAS AE	0,929	0,866	0,856
JUMBO AE	0,560	0,596	0,624
PUBLIC	1,780	1,898	1,908

Διαγραμματικά,



Παρατηρώντας τις διάφορες τιμές του δείκτη για τις τρεις επιχειρήσεις στην διάρκεια της περιόδου που εξετάζουμε, βλέπουμε για την Public να έχει επιτύχει αρκετά καλά στην αποτελεσματική χρήση των περιουσιακών της στοιχείων. Συγκεκριμένα η τιμή του δείκτη βρίσκεται αρκετά πάνω από την μονάδα που κρίνει μια επιχείρηση πόσο αποτελεσματικά χρησιμοποιεί τα περιουσιακά της στοιχεία και για τα τρία έτη με μέσο όρο την τιμή 1,86. Από την άλλη, οι JumboAE και Μουστάκας AE.

5.2.6 Αριθμοδείκτης Παγιοποίησης Περιουσίας

Εκφράζεται από τον λόγο της αξίας των Παγίων/σύνολο του ενεργητικού (D'Amato , 2010).

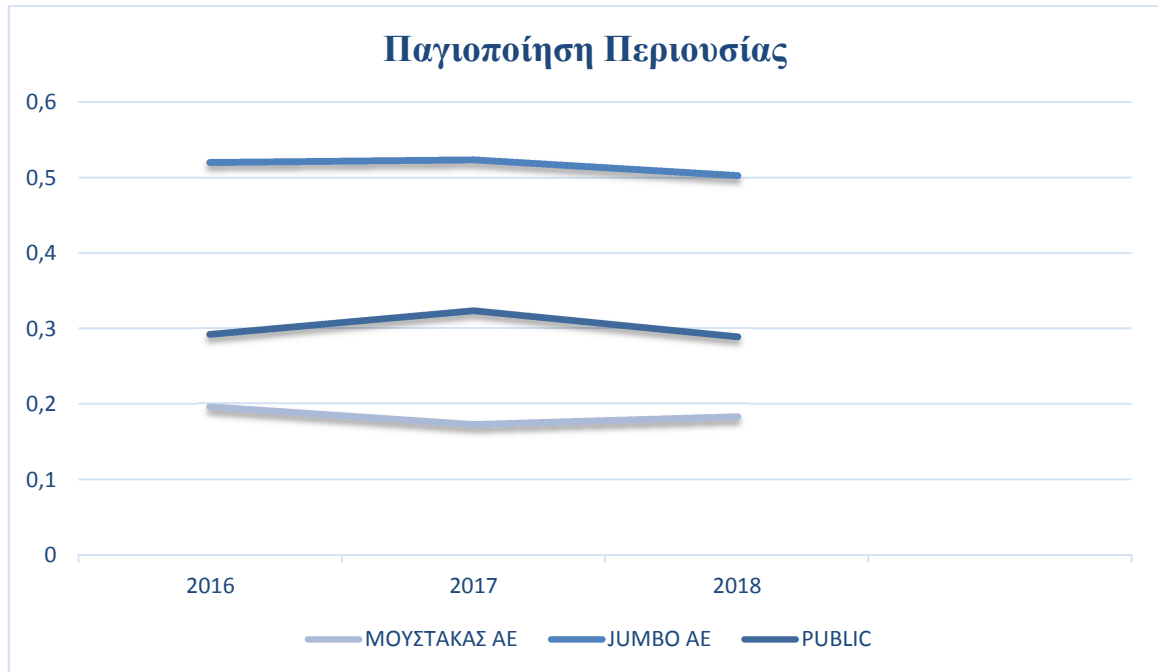
Ανάλογα με την τιμή του Δείκτη μπορούμε να διακρίνουμε τις επιχειρήσεις Έντασης Παγίων Περιουσιακών Στοιχείων (Βιομηχανικές κυρίως) είτε αυτές έντασης Κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων (Εμπορικές κυρίως).

$$\text{Δείκτης Παγιοποίησης Περιουσίας} = \frac{\text{σύνολο παγίων}}{\text{σύνολο ενεργητικού}}$$

Αριθμοδείκτης Παγιοποίησης Περιουσίας:

	2016	2017	2018
MOYSTAKAS AE	0,196	0,173	0,183
JUMBO AE	0,520	0,523	0,503
PUBLIC	0,292	0,323	0,289

Διαγραμματικά,



5.2.7 Αριθμοδείκτες Περιθωρίου Κέρδους

Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους- NetProfitMargin

Ο αριθμοδείκτης αυτός, γνωστός και ως καθαρό περιθώριο κέρδους, προσδιορίζει το κέρδος από τις λειτουργικές δραστηριότητες, δηλαδή το ποσοστό κέρδους που μένει στην επιχείρηση μετά την αφαίρεση από τις καθαρές πωλήσεις του κόστους πωληθέντων και των λοιπών εξόδων. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης τόσο πιο επικερδής είναι η επιχείρηση.

Εάν ο δείκτης μικτού κέρδους δεν μεταβάλλεται διαχρονικά ενώ κατά την ίδια περίοδο ο αριθμοδείκτης καθαρού κέρδους παρουσιάζει κάμψη, η εξέλιξη αυτή παρέχει ένδειξη μιας δυσανάλογης αύξησης των εξόδων λειτουργίας της επιχείρησης σε σχέση με τις πωλήσεις της. Ενώ αν ο δείκτης μικτού κέρδους παρουσιάζει κάμψη διαχρονικά ενώ ο αριθμοδείκτης καθαρού κέρδους παραμένει σταθερός, παρέχεται ένδειξη δυσανάλογης αύξησης του κόστους πωληθέντων σε σχέση με τα έσοδα πωλήσεων.

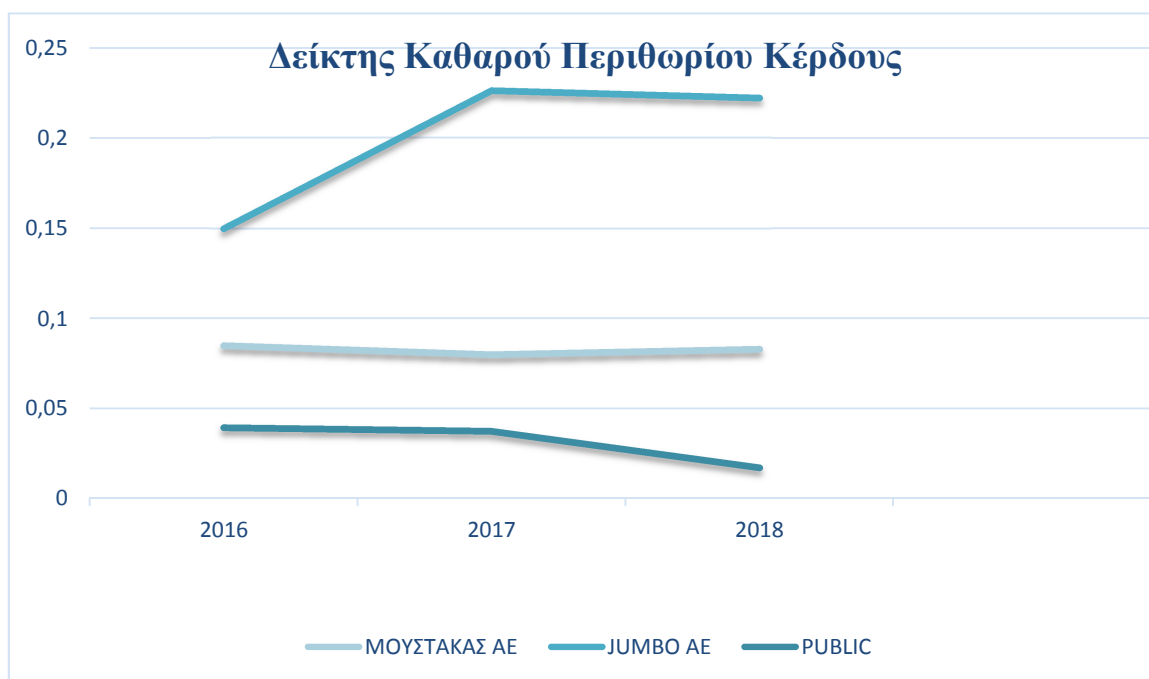
$$\text{Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους} = \frac{\text{καθαρά κέρδη χρήσης}}{\text{καθαρές πωλήσεις}}$$

Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους :

	2016	2017	2018
MOUSTAKAS AE	0,085	0,080	0,083

<i>JUMBO AE</i>	0,150	0,226	0,222
<i>PUBLIC</i>	0,039	0,037	0,017

Διαγραμματικά,



Αριθμοδείκτης Λειτουργικού Περιθωρίου Κέρδους προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων.PBITA.

Ο συγκεκριμένος δείκτης υπολογίζεται ως το πηλίκο με αριθμητή τα κέρδη προ τόκων , φόρων και αποσβέσεων (ProfitsBeforeInterestsTaxesAmortizations - PBITA)και παρονομαστή τις πωλήσεις της επιχείρησης.

Αριθμοδείκτης Λειτουργικού Περιθωρίου Κέρδους Προ Τόκων και ΦόρωνPBIT.

Ο παρών δείκτης όμοια με τον προηγούμενο υπολογίζεται ως το πηλίκο των Κερδών προ Τόκων και ΦόρωνProfitBeforeInterests&Taxes-PBIT) προς τις Πωλήσεις της επιχείρησης.

5.2.8 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων

Ο Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων είναι ένας σημαντικός δείκτης που παρουσιάζει την αποδοτικότητα της επιχείρησης καθώς και την κερδοφόρα δυναμικότητα της (Chang, Tsai and Hsu, 2013). Παρέχει ένδειξη του κατά πόσο

επιτεύχθηκε ο στόχος πραγματοποίησης ενός ικανοποιητικού αποτελέσματος από τη χρήση των κεφαλαίων του μετόχου. Με άλλα λόγια, μετρά την αποτελεσματικότητα με την οποία τα κεφάλαια των φορέων της επιχείρησης απασχολούνται σε αυτήν. Δηλαδή, απαντά στο ερώτημα αν τα κεφάλαια που επένδυσαν οι φορείς της επιχείρησης αποδίδουν επαρκώς ή όχι. Είναι η σχέση μεταξύ των Καθαρών Κερδών και των Ιδίων Κεφαλαίων. Προκειμένου να υπολογιστεί η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων, θα πρέπει να ληφθούν υπόψη τα καθαρά κέρδη μετά έκπτωση από αυτά:

- της αμοιβής (τόκου) των επενδυθέντων κεφαλαίων (κόστος ευκαιρίας, π.χ. επιτόκιο καταθέσεων), - του μισθού για την παρεχόμενη εργασία από τον επιχειρηματία, προκειμένου για προσωπική επιχείρηση (σημειώνεται ότι ειδικά στην Ανώνυμη Εταιρεία οι μισθοί των διοικούντων έχουν εκπέσει από τα κέρδη και συνεπώς δεν περιλαμβάνονται στο στοιχείο αυτό), - του ασφαλιστρού για τον διατρεχόμενο επιχειρηματικό κίνδυνο των ιδίων κεφαλαίων.

Επίσης, η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων θα πρέπει να συνεκτιμάται με τη φύση της επιχείρησης, τη μέση αποδοτικότητα του κλάδου, καθώς και την παγιοποίηση. Στις επιχειρήσεις «εντάσεως» εργασίας ο αριθμοδείκτης μπορεί να εξαιρετικά υψηλός. Το αντίστροφο ισχύει στις επιχειρήσεις «εντάσεως» παγίων. Προφανώς επιζητούμε ένα μεγάλο ποσοστό.

Γενικά, ο αριθμοδείκτης αυτός είναι ένας από τους πιο σημαντικούς αριθμοδείκτες που χρησιμοποιούνται για τη μέτρηση της συνολικής απόδοσης της εταιρείας. Δεδομένου ότι ο κύριος στόχος της επιχείρησης είναι να μεγιστοποιήσει τα κέρδη, η αναλογία αυτή δείχνει τον βαθμό στον οποίο αυτός ο πρωταρχικός στόχος των επιχειρήσεων επιτυγχάνεται. Ο αριθμοδείκτης αυτός είναι μεγάλης σημασίας για τους παρόντες και μελλοντικούς μετόχους, καθώς και για τη διαχείριση της εταιρείας. Συγκριτικά με άλλες εταιρείες, ο αριθμοδείκτης προσδιορίζει το κατά πόσο οι επενδύσεις στην επιχείρηση είναι ή όχι ελκυστικές.

Δείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων = Καθαρά Κέρδη χρήσης/Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων.

	2016	2017	2018
ΜΟΥΣΤΑΚΑΣ ΑΕ	0,263	0,211	0,187
JUMBO ΑΕ	0,115	0,115	0,070
PUBLIC	34,13	17,13	2,013

5.2.9 Αριθμοδείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης.

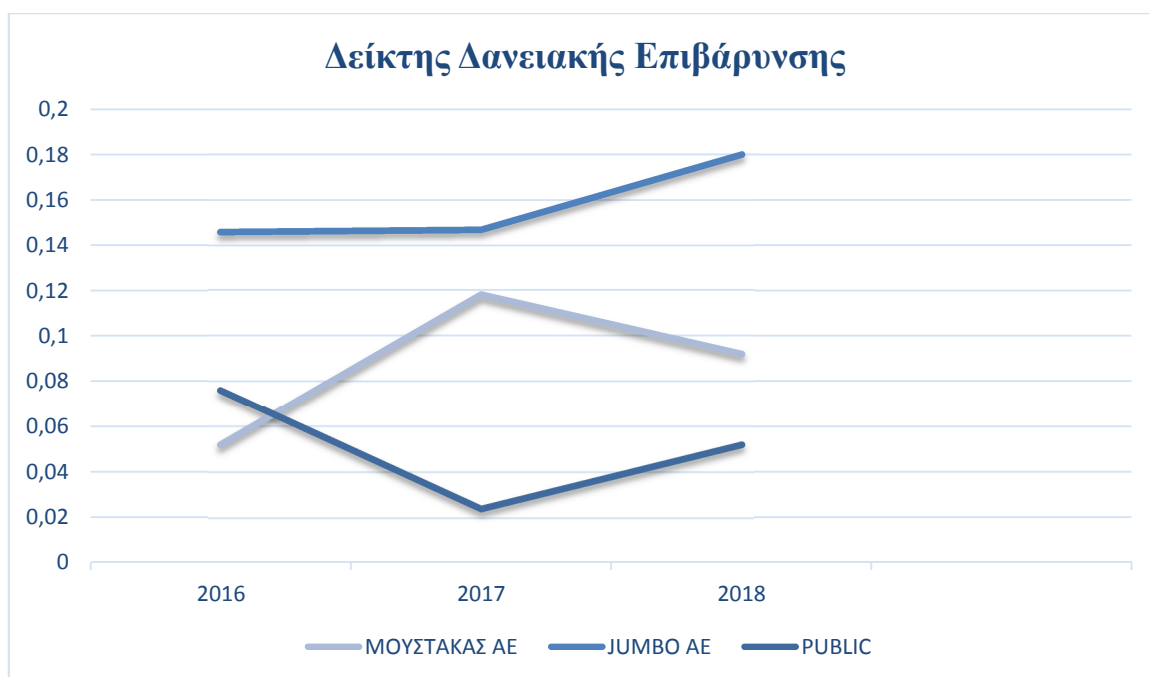
Ο δείκτης αυτός δείχνει την σχέση των δανείων προς το σύνολο των κεφαλαίων κάθε μορφής που χρησιμοποιούνται με οποιονδήποτε τρόπο από την επιχείρηση. Χρησιμεύει στην εκτίμηση της δανειακής επιβάρυνσης της επιχείρησης. (Morellec, 2004; Arghyrou and Tsoukalas, 2011). Υπολογίζεται εάν διαιρέσουμε το σύνολο των δανείων της επιχείρησης, όπως εμφανίζονται στον ισολογισμό με το σύνολο του ενεργητικού.

Δείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης = $\frac{\text{Σύνολο δανείων}}{\text{Σύνολο Παθητικού}}$

Αριθμοδείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης :

	2016	2017	2018
ΜΟΥΣΤΑΚΑΣ ΑΕ	0,052	0,118	0,092
JUMBO ΑΕ	0,146	0,147	0,180
PUBLIC	0,076	0,024	0,052

Διαγραμματικά,



5.2.10 Αριθμοδείκτης Συνολικής Αποδοτικότητας (OverallRateofReturn)

Η αποδοτικότητα μιας επιχείρησης είναι η ικανότητα της να πραγματοποιεί κέρδη (Barbosa, 1985). Η συνολική αποδοτικότητα υπολογίζεται από τον ακόλουθο δείκτη:

Αριθμοδείκτης Συνολικής Αποδοτικότητας = Καθαρές Πωλήσεις / Καθαρό σύνολο ενεργητικού.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΟΥ ΜΟΝΤΕΛΟΥ ALTMANZ-SCORE

6.1 ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΑΡΑΙΤΗΤΟΙ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΟΥ ΜΟΝΤΕΛΟΥ

α) Αριθμοδείκτης Κεφάλαιο Κίνησης προς το Σύνολο Ενεργητικού

Ο συγκεκριμένος δείκτης σχετίζεται ιδιαίτερα με τα προβλήματα ρευστότητας που αντιμετωπίζουν οι επιχειρήσεις. Ως κεφάλαιο κίνησης ορίζεται η διαφορά μεταξύ του

Κυκλοφορούντος Ενεργητικού και των Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων. Εκφράζει το ποσοστό χρηματοδότησης του συνόλου του Ενεργητικού από Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία, δηλαδή στοιχεία που μπορούν να ρευστοποιηθούν εντός της επόμενης λογιστικής περιόδου. Υπό κανονικές συνθήκες μια εταιρεία που εμφανίζει διαδοχικές λειτουργικές ζημιές, αναμένουμε να εμφανίζει χαμηλό ποσοστό χρηματοδότησης του Συνόλου του Ενεργητικού της από Κυκλοφορούντα στοιχεία. Ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης κρίθηκε ως ο καταλληλότερος και πολυτιμότερος δείκτης έκφρασης της ρευστότητας μιας επιχείρησης από τους τρεις που χρησιμοποιήθηκαν αρχικά. Οι άλλοι δύο ήταν οι αριθμοδείκτες άμεσης (Κυκλοφορούν Ενεργητικό-Αποθέματα/Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις) και γενικής(Κυκλοφορούν Ενεργητικό/Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις) ρευστότητας.

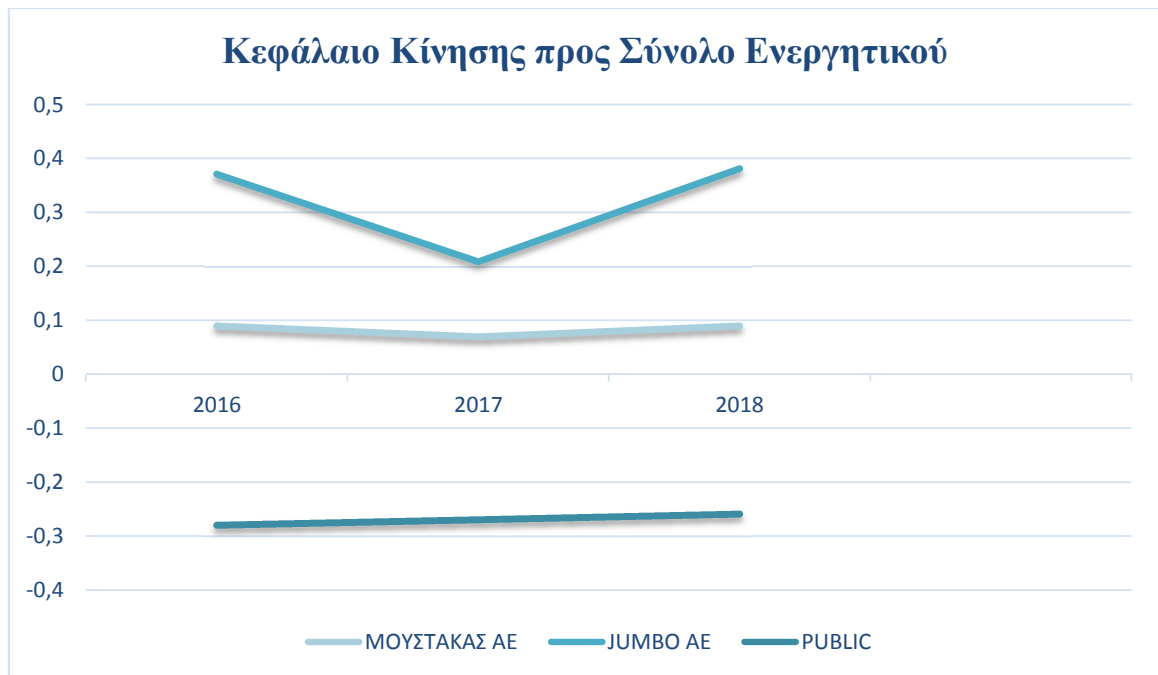
Για τον δείκτη κεφαλαίου Κίνησης ισχύει:

- Όταν είναι κοντά στη μονάδα (=1), το σύνολο του παθητικού αποτελείται από διαρκή κεφάλαια.
- Όταν είναι κοντά στο μηδέν (=0), το κεφάλαιο κινήσεως είναι ανύπαρκτο.
- Όταν είναι μικρότερος από το μηδέν (<0), τμήμα των ακινητοποιήσεων χρηματοδοτείται από βραχυπρόθεσμα δανειακά κεφάλαια

$$\frac{(\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό} - \text{BY})}{\text{σύνολο Ενεργητικού}}$$

	2016	2017	2018
<i>ΜΟΥΣΤΑΚΑΣ ΑΕ</i>	0,09	0,07	0,09
<i>JUMBO ΑΕ</i>	0,37	0,21	0,38
<i>PUBLIC</i>	-0,28	-0,27	-0,26

Διαγραμματικά,



Παρατηρούμε λοιπόν, για τα PUBLIC να εμφανίζουν αρνητικές τιμές για τον Δείκτη Κεφαλαίου Κινήσεως τα τρία τελευταία χρόνια. Συνεπώς, όπως είδαμε παραπάνω γίνεται γνωστό πως τμήμα των ακινητοποιήσεων χρηματοδοτείται από βραχυπρόθεσμα δανειακά κεφάλαια. Έπειτα για τις άλλες δυο επιχειρήσεις που εξετάζουμε οι τιμές του Δείκτη κυμαίνονται για την ΜΟΥΣΤΑΚΑΣ ΑΕ από 0,07 το έτος 2017 έως 0,09 το έτος 2018 με ελάχιστη απόκλιση και μέσο όρο τιμή στο 0,08 για τα έτη 2016-2018. Ανάλογα και για την JUMBO ΑΕ εμφανίζονται τιμές από 0,21 το 2017 έως 0,38 το 2018. Και σε αυτή την περίπτωση μικρή μεταβολή στην τιμή του δείκτη με μέσο όρο στο 0,32 τοις εκατό.

β) Αριθμοδείκτης Αποτελέσματα εις νέο προς το Σύνολο του Ενεργητικού

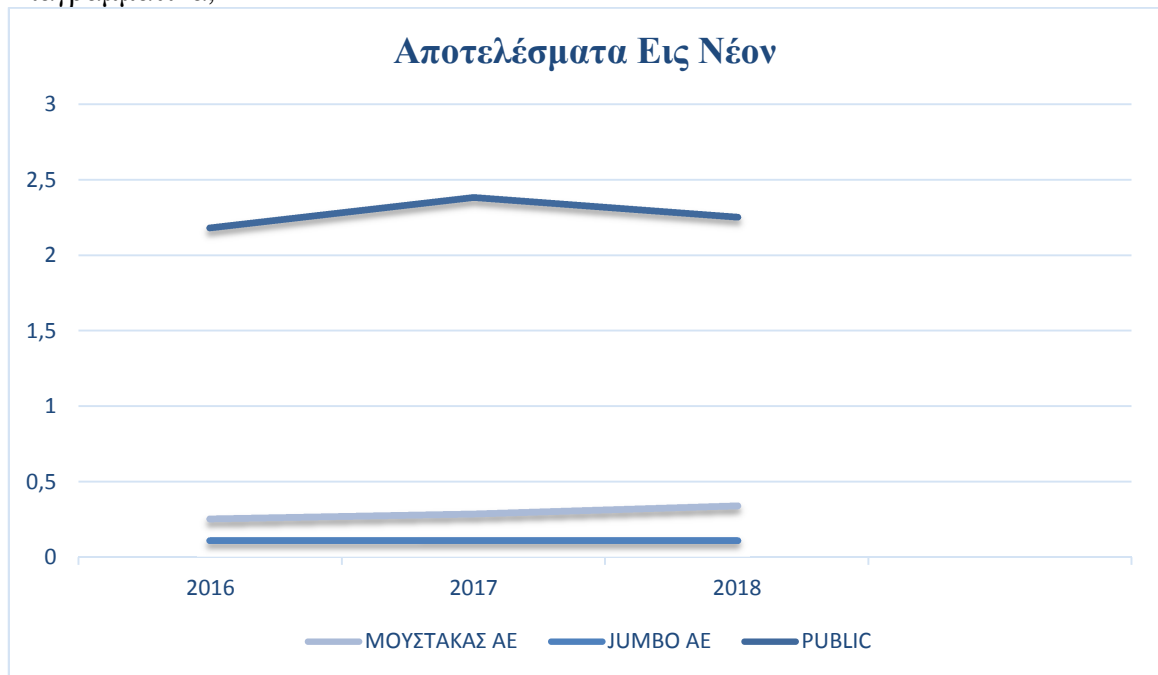
Ο αριθμοδείκτης αυτός εκφράζει το συνολικό ποσό των κερδών που επενδύονται εκ νέου στην επιχείρηση. Στο σημείο αυτό θα πρέπει να τονίσουμε ότι ο λογαριασμός «Κέρδη εις Νέον» υπόκειται αρκετά συχνά σε «χειραγώγηση» εν όψει οιωνοί εταιρικών αναδιαρθρώσεων (αλλαγή διάρθρωσης Ιδίων Κεφαλαίων της επιχείρησης), μέσω αποφάσεων της διοίκησης περί διανομής κερδών. Για τους σκοπούς της παρούσας μελέτης θεωρούμε ότι το ανωτέρω φαινόμενο δεν έχει εφαρμογή. Διαφορετικά, ο αναλυτής θα πρέπει να προβεί σε κατάλληλες προσαρμογές των λογαριασμών, προκειμένου να οδηγηθεί σε ασφαλή συμπεράσματα. Ουσιαστικός παράγοντας για την διαμόρφωση του εν λόγω αριθμοδείκτη είναι η ηλικία της επιχείρησης. Μια νέα σχετικά επιχείρηση αναμένουμε να εμφανίζει χαμηλότερο ποσοστό Κερδών/Σύνολο Ενεργητικού, καθώς δεν έχει τον απαιτούμενο χρόνο για την δημιουργία αθροιστικών κερδών. Ως εκ τούτου μπορεί να υποστηριχθεί ότι μια νέα επιχείρηση «μειονεκτεί» έναντι μιας άλλης, όμως η πραγματικότητα δεν απέχει και πολύ από τον ισχυρισμό αυτό καθώς οι πιθανότητες μια επιχείρηση να αντιμετωπίσει τον κίνδυνο της χρεοκοπίας είναι αυξημένες κατά τα πρώτα έτη της λειτουργίας της. Σύμφωνα με τους Dun και Bradstreet το 1993 το 50% των επιχειρήσεων που σταμάτησαν τη λειτουργία τους, βρισκόταν στα πέντε πρώτα έτη λειτουργίας (Dun and Bradstreet, 1994). Τέλος, ο

αριθμοδείκτης χρησιμοποιείται και για να εξεταστεί ο βαθμός μόχλευσης της επιχείρησης, δεδομένου ότι μια επιχείρηση με υψηλό ποσοστό (Κέρδη εις Νέο/Σύνολο Ενεργητικού) χρηματοδοτεί τα πάγια περιουσιακά της στοιχεία μέσω των κερδών και όχι με εξωτερικό δανεισμό.

αποτελέσματα εις νέο / σύνολο ενεργητικού

	2016	2017	2018
ΜΟΥΣΤΑΚΑΣ ΑΕ	0,2520	0,2846	0,3371
JUMBO ΑΕ	0,1108	0,1122	0,1142
PUBLIC	2,1831	2,3818	2,2545

Διαγραμματικά,



γ) Αριθμοδείκτης Κέρδη προ Φόρων και Τόκων προς το Σύνολο του Ενεργητικού

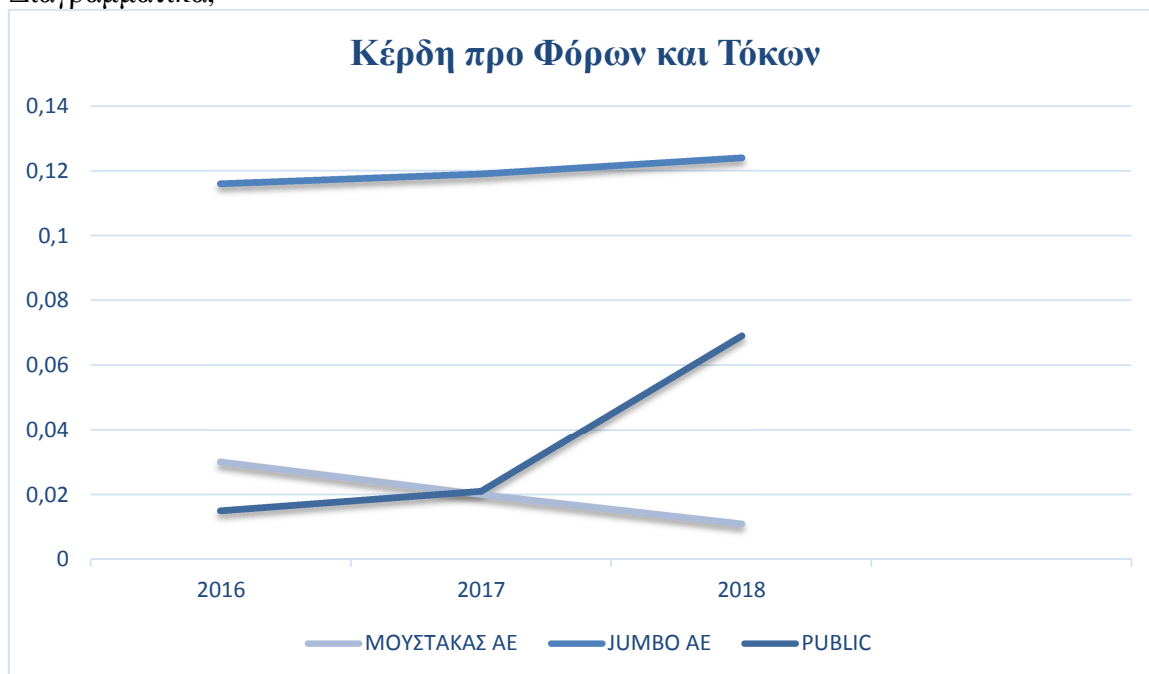
Ο δείκτης Κέρδη προ Φόρων και Τόκων προς το Σύνολο Ενεργητικού εκφράζει την αποτελεσματικότητα των στοιχείων του ενεργητικού της επιχείρησης, χωρίς να λαμβάνεται υπόψιν ο φόρος και τυχόν χρηματοοικονομικά έξοδα. Είναι αρκετά σημαντικός σε μελέτες σχετικά με την αποτελεσματικότητα της επιχείρησης. Επιπροσθέτως, η αφερεγγυότητα σε περιπτώσεις χρεοκοπίας εμφανίζεται όταν οι συνολικές υποχρεώσεις υπερβαίνουν την εύλογη αξία των στοιχείων του ενεργητικού, η οποία καθορίζεται από την ικανότητα επίτευξης κερδών.

κέρδη προ φόρων και τόκων / σύνολο ενεργητικού

	2016	2017	2018
--	------	------	------

<i>ΜΟΥΣΤΑΚΑΣ ΑΕ</i>	0,030	0,020	0,011
<i>JUMBO ΑΕ</i>	0,116	0,119	0,124
<i>PUBLIC</i>	0,015	0,021	0,069

Διαγραμματικά,

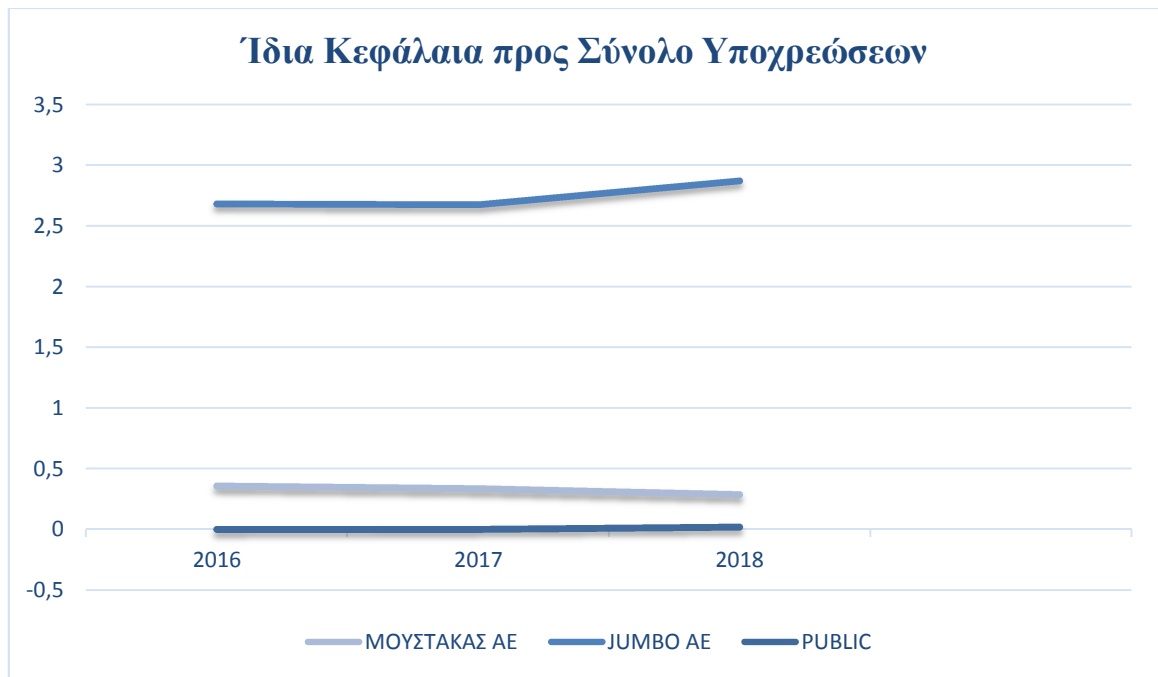


δ) Αριθμοδείκτης Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων προς το Σύνολο των Υποχρεώσεων

Ο συγκεκριμένος δείκτης εκφράζει το ποσοστό που δύναται να μειωθούν τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης (εκφρασμένα ως η εύλογη αξία των Ιδίων Κεφαλαίων πλέον των υποχρεώσεων) έως ότου οι υποχρεώσεις να υπερβούν την αξία του Καθαρού Ενεργητικού και η επιχείρηση καταστεί αφερέγγυα. Το Σύνολο των Ιδίων Κεφαλαίων αποτελούν το άθροισμα του μετοχικού κεφαλαίου, των αποθεματικών και των κερδών εις Νέο, ενώ το σύνολο των υποχρεώσεων περιλαμβάνει τόσο τις βραχυπρόθεσμες όσο και τις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις.

$$\frac{\text{σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}{\text{σύνολο Υποχρεώσεων}}$$

	2016	2017	2018
<i>ΜΟΥΣΤΑΚΑΣ ΑΕ</i>	0,359	0,337	0,290
<i>JUMBO ΑΕ</i>	2,686	2,678	2,873
<i>PUBLIC</i>	-0,002	0,004	0,017

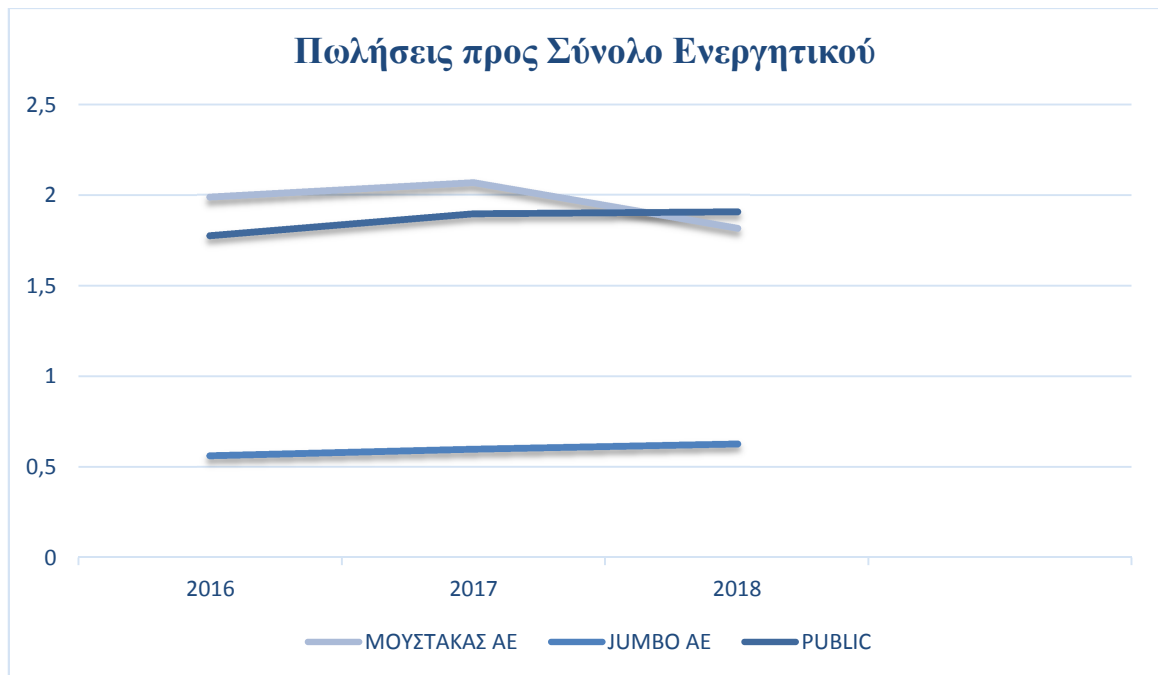


ε) Αριθμοδείκτης Πωλήσεις προς το Σύνολο του Ενεργητικού

Ο δείκτης αυτός εκφράζει την ικανότητα δημιουργίας πωλήσεων μέσω των παγίων περιουσιακών στοιχείων. Ο δείκτης δείχνει την ικανότητα της εταιρείας να ανταπεξέλθει στις απαιτήσεις του ανταγωνισμού.

*πωλήσεις /
σύνολο ενεργητικού*

	2016	2017	2018
<i>MOYΣTAKAS AE</i>	1,987	2,065	1,819
<i>JUMBO AE</i>	0,560	0,595	0,624
<i>PUBLIC</i>	1,779	1,898	1,908



6.2 ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΟΥ ΜΟΝΤΕΛΟΥ ALTMANZ-SCORE

Ο δείκτης πρόβλεψης επικινδυνότητας μιας επιχείρησης για πτώχευση z-scoreδημιουργήθηκε από τον καθηγητή Edward I. Altman. (Πανεπιστήμιο Νέας Υόρκης). Δημοσιεύτηκε το 1968 και χρησιμοποιείται μέχρι και σήμερα δίνοντας πληροφορίες για την οικονομική ευμάρεια μιας επιχείρησης. Ο καθηγητής Altman διαμόρφωσε ένα μοντέλο, χρησιμοποιώντας 22 χρηματοοικονομικούς αριθμοδείκτες τους οποίους τους κατηγοριοποίησε σε πέντε κατηγορίες. Συγκεκριμένα, σε δείκτες ρευστότητας, αποδοτικότητας, μόχλευσης, φερεγγυότητας και δραστηριότητας. Επίσης, το δείγμα των επιχειρήσεων που μελετήθηκε αρχικά περιελάμβανε 66 επιχειρήσεις από τις οποίες οι μισές είχαν καταθέσει αίτηση χρεοκοπίας. Τα στοιχεία που χρησιμοποιήθηκαν προέρχονταν από τους ισολογισμούς και τις καταστάσεις αποτελεσμάτων χρήσεως. Ο καθηγητής χρησιμοποίησε στατιστική ανάλυση οκτώ μεταβλητών των οικονομικών στοιχείων μιας επιχείρησης για να προβλέψει την πιθανότητα χρεοκοπίας της.

Τα οκτώ οικονομικά στοιχεία είναι τα εξής:

- Κέρδη προ φόρων
- Σύνολο ενεργητικού
- Καθαρές πωλήσεις
- Αξία καθαρής θέσης
- Συνολικές υποχρεώσεις
- Κυκλοφορούν ενεργητικό
- Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις
- Κέρδη εις νέον

Επιπλέον, οι πέντε οικονομικοί δείκτες που εξετάσαμε παραπάνω όπως αναφέρθηκε είναι απαραίτητοι για την εφαρμογή του z-score.

Ο z-score δίνεται από την εξής συνάρτηση :

$$Z\text{-Score} = A \times 3.3 + B \times 0.99 + \Gamma \times 0.6 + \Delta \times 1.2 + E \times 1.4$$

Όπου:

A: κέρδη προ φόρων και τόκων / σύνολο ενεργητικού

B: πωλήσεις / σύνολο ενεργητικού

Γ: χρηματιστηριακή αξία / σύνολο υποχρεώσεων

Δ: κεφάλαιο κίνησης / σύνολο ενεργητικού

E: παρακρατηθέντα κέρδη / σύνολο ενεργητικού

Στην προσπάθειά μας να προβλέψουμε την πιθανότητα πτώχευσης μια επιχείρησης του κλάδου των παιχνιδιών μέσα στα επόμενα χρόνια εφαρμόσαμε το μοντέλο altman Z-score για τις τρεις επιχειρήσεις ΜΟΥΣΤΑΚΑΣ ΑΕ, JUMBO ΑΕ, PUBLIC που δραστηριοποιούνται στο κλάδο των παιχνιδιών και ειδών βρεφανάπτυξης. Τα στοιχεία έχουν αντληθεί από τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων. Στηριζόμενοι σε όλα τα παραπάνω υπολογίζουμε τον z-score για κάθε έτος 2016, 2017 και 2018 για την κάθε μία επιχείρηση ξεχωριστά.

	2016	2017	2018
ΜΟΥΣΤΑΚΑΣ ΑΕ	2,56	2,56	2,43
JUMBO ΑΕ	3,09	2,94	3,31
PUBLIC	4,37	4,79	4,80

Εξετάζοντας λοιπόν τις τρεις κυρίαρχες επιχειρήσεις στον κλάδο των παιχνιδιών και υπολογίζοντας τον z-score για κάθε μία ξεχωριστά τα έτη 2016, 2017 και 2018 οδηγηθήκαμε σε κάποια αποτελέσματα.

Παρατηρούμε την εταιρία Μουστάκας ΑΕ να κυμαίνεται σε τιμές από 2,43 το 2018 έως 2,56 το 2016 μέγιστη τιμή παρουσιάζοντας κατά μέσο όρο την τιμή 2,52. Η επιχείρηση βρίσκεται λοιπόν στην γκριζα ζώνη για τα έτη 2016 έως 2018. Από την άλλη πλευρά η Jumbo ΑΕ παρουσιάζει ελάχιστη τιμή το έτος 2017 με 2,94 και μέγιστη το 2018 με 3,31. Για τα έτη 2016 και 2018 ο δείκτης z-score της εταιρία Jumbo ΑΕ είναι $Z > 2,99$ συνεπώς είναι υγιής επιχείρηση και δεν αντιμετωπίζει κανένα πρόβλημα. Επίσης, το έτος 2017 οπότε και ο z-score είναι 2,94 η Jumbo ΑΕ δεν αντιμετωπίζει κανένα πρόβλημα παρόλο που δεν χαρακτηρίζεται απόλυτα υγιής. Τέλος, υπολογίζοντας τον z-score για την Public παρατηρούμε πως παρουσιάζει ιδιαίτερα υψηλές τιμές με $Z > 2,99$ για όλα τα έτη που εξετάσαμε. Συνεπώς, η επιχείρηση είναι απόλυτα υγιής.

6.3 ΣΥΝΟΨΗ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η αποτίμηση αποτελεί απαραίτητο εργαλείο σε κάθε χρηματοοικονομική δραστηριότητα, σε κάθε κλάδο και για κάθε επιχείρηση ανεξάρτητα με το είδος δραστηριοποίησης της. Υπάρχουν πάρα πολλά μοντέλα που βοηθούν σε αυτή την διαδικασία της αποτίμησης. Κάποια τα συναντάμε πιο συχνά και οι αναλυτές τα προτιμούν περισσότερο σε σχέση με άλλα υποδείγματα. Στην παρούσα μελέτη εξετάστηκαν κάποια από αυτά τα οποία φυσικά περιλαμβάνουν κάποιες παραλλαγές. Επιπλέον παρουσιάσαμε βασικούς χρηματοοικονομικούς δείκτες απαραίτητους για την διεξαγωγή συμπερασμάτων για την θέση των επιχειρήσεων στην αγορά.

Η παρούσα μελέτη αποτελεί επίσης μια προσπάθεια διερεύνησης της πιθανότητας που έχουν οι ΜΟΥΣΤΑΚΑΣ ΑΕ, JUMBOΑΕ και PUBLICκυρίαρχες επιχειρήσεις του κλάδου των παιχνιδιών να αντιμετωπίσουν το ενδεχόμενο της πτώχευσης τα επόμενα χρόνια. Στη μελέτη αυτή έγινε χρήση του μοντέλου AltmanZ-score, ένα από τα πιο χρήσιμα εργαλεία σε προβλήματα επιχειρήσεων που σχετίζονται με ενδεχόμενη πτώχευση τα επόμενα χρόνια. Τα στοιχεία που χρησιμοποιήθηκαν αντλήθηκαν από τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων για τη χρονική περίοδο 2016-2018. Οι επιχειρήσεις εμφανίζονται ελαφρώς επηρεασμένες από την οικονομική ύφεση όμως παραμένουν κερδοφόρες και χωρίς κάποιο ιδιαίτερα ανησυχητικό δείγμα για τα επόμενα χρόνια λειτουργίας τους.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΛΛΗΝΙΚΗ

1. Πετράκης Π.Ε., Αξιολόγηση και Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Τόμος Α, Εκδόσεις Σμπιλιάς ΑΕΒΕ, Αθήνα, 1999.
2. Λαζαρίδης Θ., Αποτίμηση Επιχειρήσεων, εκδόσεις: Αφοι Κυριακίδη Α.Ε., Αθήνα, 2015
3. Αρτίκης Π. Γεώργιος, Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Επενδύσεων, Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα, 2002.
4. Σφαρνάς Α., Αποτίμηση Επιχειρήσεων, Εκδόσεις Γαλαίος, Αθήνα, 2006
5. Βασιλείου Δ. -Ηρειώτη Ν., Χρηματοοικονομική Διοίκηση Θεωρία και Πρακτική, εκδRosili, Αθήνα, 2015
- 6.

ΞΕΝΗ

1. Damodaran A., Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence, 2006.
2. Damodaran A., The Dark side of Valuation: Valuing young, distressed and complex businesses, 2nd Edition, FT press, 2009
3. Fisher S., Relative Shocks, Relative Price Variability & Inflation, Vol 12, 1981
4. Marcell, J. A., G.M. Desmond, S. Storm and R. E. Kelly., Handbook of Small Business Valuation and Rules of Thumb, 3rd edition, Valuation press, 1993
5. Koller Tim, Goedhart Marc, Wessels David, Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies, 4th edition, McKisney& Company, Wiley and sons Inc., 2005
6. Atrill P., Financial Management for Decision Makers, 5th edition, Harlow: Pearson Education Limited, 2009.

ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ

- ❖ <http://taxheaven.gr>
- ❖ nafteboriki.gr
- ❖ <https://slideplayer.gr/slide/11828648/> Αριθμοδείκτες
- ❖ <https://www.abpm.gr/arithmodeikttes.pdf> z-score Altman
- ❖ Διαδικτυακός τόπος για την JumboΑΕ- Άντληση οικονομικών καταστάσεων
<https://corporate.e-jumbo.gr/enimerosi-ependyton/oikonomikes-katastaseis/omilou-mitrikis/etisies-oikonomikes-katastaseis/>
- ❖ Διαδικτυακός τόπος για την ΜΟΥΣΤΑΚΑΣ ΑΕ- Άντληση οικονομικών καταστάσεων <https://services.businessportal.gr/> (ΓΕΜΗ)
- ❖ Διαδικτυακός τόπος για την Public ΑΕ- Άντληση οικονομικών καταστάσεων <https://www.public.gr/cat/corporate/anakoinoseis/>

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ

Ακολούθως επισυνάπτονται οι οικονομικές καταστάσεις και τα αποτελέσματα χρήσης για τις επιχειρήσεις που εξετάσαμε , αναλυτικά. Τα δεδομένα έχουν ληφθεί από τον ιστότοπο των επιχειρήσεων και παρουσιάζονται αυτούσιες.

ΜΟΥΣΤΑΚΑΣ ΑΕ:*Αποτελέσματα Χρήσεως 2015-2016 και 2016-2017:*

ΓΕΩΡΓΙΟΣ Ν. ΜΟΥΣΤΑΚΑΣ ΥΠΕΡ ΜΑΡΚΕΤ ΠΑΙΧΝΙΔΙΩΝ ΚΑΙ ΠΑΙΔΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΒΙΟΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ		
ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΙΚΗ ΧΡΗΣΗ 1.1.2017-31.12.2017		
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΚΑΤΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ		
Ποσά σε Ευρώ		
Κατάσταση αποτελεσμάτων κατά λειτουργία		
	2017	2016
Κύκλος εργασιών	54.346.410,49	52.085.093,25
Κόστος πωλήσεων	33.581.046,57	31.854.400,83
Μικτό αποτέλεσμα	20.765.363,92	20.230.692,42
Λοιπά συνήθη έσοδα	362.713,44	401.387,41
Έξοδα διοίκησης	1.755.240,54	1.505.654,87
Έξοδα διάθεσης	12.599.582,70	12.207.019,41
Λοιπά έξοδα και ζημιές	432.606,20	389.413,11
Λοιπά έσοδα και κέρδη	248.004,11	126.208,63
Αποτελέσματα προ τόκων και φόρων	6.588.652,03	6.656.201,07
Πιστωτικοί τόκοι και συναφή έσοδα	116.899,99	56.355,12
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	498.956,85	392.316,00
Αποτέλεσμα προ φόρων	6.206.595,17	6.320.240,19
Φόροι εισοδήματος	1.876.468,36	1.900.618,47
Αποτέλεσμα περιόδου μετά από φόρους	4.330.126,81	4.419.621,72

Ισολογισμός 2015-2016 και 2016-2017:

ΓΕΩΡΓΙΟΣ Ν. ΜΟΥΣΤΑΚΑΣ ΥΠΕΡ ΜΑΡΚΕΤ ΠΑΙΧΝΙΔΙΩΝ ΚΑΙ ΠΑΙΔΙΚΩΝ ΒΙΒΛΙΩΝ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΒΙΟΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ					
ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΙΚΗ ΧΡΗΣΗ 1.1.2017-31.12.2017					
ΕΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ (Χρηματοοικονομικά στοιχεία σε κόστος κτήσης)					
Ποσά σε Ευρώ					
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	2017	2016	ΠΑΘΗΤΙΚΟ	2017	2016
	Αξία	Αξία			
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία			Καθαρή θέση		
Ενσώματα πάγια			Καταβλημένα κεφάλαια		
Ακίνητα	8.383.359,99	8.334.726,94	Κεφάλαιο	2.030.205,00	2.030.205,00
Μηχανολογικός εξοπλισμός	0,01	0,01	Σύνολο καταβλημένων κεφαλαίων	2.030.205,00	2.030.205,00
Λοιπός εξοπλισμός	1.954.256,47	2.110.719,38	Αποθεματικά και αποτελέσματα εις νέο		
Σύνολο ενσώματα πάγια	10.337.616,47	10.445.446,33	Αποθεματικά νόμον ή καταστατικού	676.721,70	676.721,70
Λοιπά άυλα	59.242,18	89.737,49	Αποτελέσματα εις νέο	17.857.269,77	14.127.142,96
Σύνολο άυλα περιουσιακά στοιχεία	59.242,18	89.737,49	Σύνολο αποθεματικών και αποτελεσμάτων εις νέο	18.533.991,47	14.803.864,66
Προκαταβολές και μη κυκλοφορούντα στοιχεία υπό κατασκευή			Σύνολο καθαρής θέσης	20.564.196,47	16.834.069,66
Λοιπές απαιτήσεις	459.710,67	451.845,25			
Σύνολο Προκαταβολές και μη κυκλοφορούντα στοιχεία υπό κατασκ	459.710,67	451.845,25	Προβιλέψεις		
			Προβιλέψεις για παροχές σε εργαζομένους	121.149,00	120.966,00
Σύνολο μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	10.856.569,32	10.987.029,07	Λοιπές προβιλέψεις	0,00	0,00
			Σύνολο προβιλέψεων	121.149,00	120.966,00
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία					
Αποθέματα			Υποχρεώσεις		
Εμπορεύματα	17.234.183,61	17.662.974,86	Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις		
Πρώτες ύλες και διάφορα υλικά	14.413,01	14.117,15	Δάνεια	9.237.862,97	10.071.539,50
Προκαταβολές για αποθέματα	763.133,90	685.811,40	Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	9.237.862,97	10.071.539,50
Σύνολο αποθεμάτων	18.011.730,52	18.362.903,41			
Χρηματοοικονομικά στοιχεία και προκαταβολές			Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις		
			Τραπεζικά δάνεια	7.419.866,42	2.895.103,82
Εμπορικές απαιτήσεις	1.271.081,90	1.093.779,19	Βραχυπρόθεσμο μέρος μακροπρόθεσμων δανείων	835.373,85	830.293,83
Δουλεμμένα έσοδα περιόδου	0,00	0,00	Εμπορικές υποχρεώσεις	20.443.216,03	21.380.326,78
Λοιπές απαιτήσεις	1.952.516,79	1.341.973,19	Φόρος εισοδήματος	0,00	1.042.422,61
Εμπορικό χαρτοφυλάκιο	49.995,00	41.329,20	Λοιποί φόροι και τέλη	2.342.762,84	1.863.034,21
Προπληρωμένα έξοδα	66.121,32	66.558,94	Οργανισμοί κοινωνικής ασφάλισης	336.414,75	298.777,54
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	30.531.238,22	24.168.403,59	Λοιπές υποχρεώσεις	1.255.340,27	534.559,36
Σύνολο χρηματοοικονομικών στοιχείων και προκαταβολών	33.870.953,23	26.712.044,11	Έξοδα χρήσεως δουλεμμένα	183.070,48	190.883,28
Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	51.882.683,75	45.074.947,52	Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	32.816.044,64	29.035.401,43
Σύνολο Ενεργητικού	62.739.253,07	56.061.976,59	Σύνολο Παθητικού	62.739.253,07	56.061.976,59

Αποτελέσματα Χρήσεως 2017-2018:

ΓΕΩΡΓΙΟΣ Ν. ΜΟΥΣΤΑΚΑΣ ΥΠΕΡ ΜΑΡΚΕΤ ΠΑΙΧΝΙΔΙΩΝ ΚΑΙ ΠΑΙΔΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ			
ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΒΙΟΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ			
ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΙΚΗ ΧΡΗΣΗ 1.1.2018-31.12.2018			
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΚΑΤΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ			
Ποσά σε Ευρώ			
	Σημ.	2018	2017
Κύκλος εργασιών	12	55.508.212,26	54.346.410,49
Κόστος πωλήσεων	12	33.669.146,52	33.581.046,57
Μικτό αποτέλεσμα		21.839.065,74	20.765.363,92
Λοιπά συνήθη έσοδα	12	174.673,90	362.713,44
Έξοδα διοίκησης	12	1.843.384,74	1.755.240,54
Έξοδα διάθεσης	12	13.241.042,32	12.599.582,70
Λοιπά έξοδα και ζημιές	12	286.103,56	432.606,20
Λοιπά έσοδα και κέρδη	12	133.015,65	248.004,11
Αποτελέσματα προ τόκων και φόρων	12	6.776.224,67	6.588.652,03
Πιστωτικοί τόκοι και συναφή έσοδα	12	232.347,16	116.899,99
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	12	513.943,63	498.956,85
Αποτέλεσμα προ φόρων		6.494.628,20	6.206.595,17
Φόροι εισοδήματος	13	1.905.290,20	1.876.468,36
Αποτέλεσμα περιόδου μετά από φόρους		4.589.338,00	4.330.126,81

Ισολογισμός 2017-2018:

ΓΕΩΡΓΙΟΣ Ν. ΜΟΥΣΤΑΚΑΣ ΥΠΕΡ ΜΑΡΚΕΤ ΠΑΙΧΝΙΔΙΩΝ ΚΑΙ ΠΑΙΔΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΒΙΟΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ							
ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΙΚΗ ΧΡΗΣΗ 1.1.2018-31.12.2018							
ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ (Χρηματοοικονομικά στοιχεία σε κόστος κτήσης)							
Ποσά σε Ευρώ							
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	Σημ.	2018	2017	ΠΑΘΗΤΙΚΟ	Σημ.	2018	2017
		Αξία	Αξία				
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία				Καθαρή θέση			
Ενομήματα πάγια				Καταβλημένα κεφάλαια			
Ακίνητα	6.1	9.229.578,32	8.383.359,99	Κεφάλαιο	9.1	2.030.205,00	2.030.205,00
Μηχανολογικός εξοπλισμός	6.1	0,01	0,01	Σύνολο καταβλημένων κεφαλαίων		2.030.205,00	2.030.205,00
Λοιπός εξοπλισμός	6.1	2.105.825,15	1.954.256,47	Αποθεματικά και αποτελέσματα εις νέο			
Σύνολο ενομήματα πάγια		11.335.403,48	10.337.616,47	Αποθεματικά νόμων ή καταστατικού	9.2	676.721,72	676.721,70
Λοιπά όπλα	6.2	43.606,68	59.242,18	Αποτελέσματα εις νέο	9.2	21.846.607,77	17.857.269,77
Σύνολο όπλα περιουσιακά στοιχεία		43.606,68	59.242,18	Σύνολο αποθεματικών και αποτελεσμάτων εις νέο		22.523.329,49	18.533.991,47
Προκαταβολές και μη κυκλοφορούντα στοιχεία υπό κατασκευή				Σύνολο καθαρής θέσης		24.553.534,49	20.564.196,47
Λοιπές απατήσεις	6.3	465.253,83	459.710,67				
Σύνολο Προκαταβολές και μη κυκλοφορούντα στοιχεία υπό κατασκευή		465.253,83	459.710,67	Προβλέψεις			
				Προβλέψεις για παραχές σε εργαζομένους	10.1	143.690,00	121.149,00
Σύνολο μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων		11.844.263,99	10.856.569,32	Λοιπές προβλέψεις		0,00	0,00
				Σύνολο προβλέψεων		143.690,00	121.149,00
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία							
Αποθέματα				Υποχρεώσεις			
Εμπορεύματα	7	19.412.749,99	17.234.183,61	Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις			
Πρώτες ύλες και διάφορα υλικά	7	8.935,05	14.413,01	Δάνεια	11.1.1	8.198.943,06	9.237.862,97
Προκαταβολές για αποθέματα	7	635.311,00	763.133,90	Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων		8.198.943,06	9.237.862,97
Σύνολο αποθεμάτων		20.056.996,04	18.011.730,52				
Χρηματοοικονομικά στοιχεία και προκαταβολές				Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις			
				Τραπεζικά δάνεια	11.2.1	5.937.932,43	7.419.866,42
Εμπορικές απατήσεις	8.1.1	1.102.053,24	1.271.081,90	Βραχυπρόθεσμο μέρος μακροπρόθεσμων δανείων	11.2.2	1.040.453,87	835.373,85
Δουλευμένα έσοδα περιόδου		0,00	0,00	Εμπορικές υποχρεώσεις	11.2.3	21.246.849,55	20.443.216,03
Λοιπές απατήσεις	8.1.2	1.068.190,80	1.952.516,79	Φόρος εισοδήματος	11.2.4	0,00	0,00
Εμπορικό χαρτοφυλάκιο	8.1.3	18.331,50	49.995,00	Λοιποί φόροι και τέλη	11.2.5	1.970.794,14	2.342.762,84
Προπληρωμένα έξοδα	8.1.4	96.958,73	66.121,32	Οργανισμοί κοινωνικής ασφάλισης	11.2.6	342.800,85	336.414,75
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	8.1.5	30.616.720,12	30.531.238,22	Λοιπές υποχρεώσεις	11.2.7	1.191.498,61	1.255.340,27
Σύνολο χρηματοοικονομικών στοιχείων και προκαταβολών		32.902.254,39	33.870.953,23	Έξοδα χρήσεως δουλευμένα	11.2.8	177.017,42	183.070,48
Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων		52.959.250,43	51.882.683,75	Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων		31.907.346,87	32.816.044,64
Σύνολο Ενεργητικού		64.803.514,42	62.739.253,07	Σύνολο Παθητικού		64.803.514,42	62.739.253,07

JUMBOAE:

Αποτελέσματα Χρήσεως 2015-2016 και 2016-2017:

	Ο ΟΜΙΛΟΣ		Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
	01/07/2016- 30/06/2017	01/07/2015- 30/06/2016	01/07/2016- 30/06/2017	01/07/2015- 30/06/2016
Καθαρά αποτελέσματα Χρήσης	131.008.109	121.263.661	82.061.605	82.457.042
Στοιχεία που δεν θα ταξινομηθούν στην κατάσταση αποτελεσμάτων μεταγενέστερα :				
Αναλογιστικά Κέρδη / (Ζημιές)	1.037.090	(1.419.003)	1.040.017	(1.428.545)
Αναβαλλόμενος φόρος αναλογιστικών κερδών/ (ζημιών)	(301.312)	413.324	(301.605)	414.278
Αναβαλλόμενος φόρος αναλογιστικών κερδών/ (ζημιών) λόγω αύξησης Φορολογικού Συντελεστή	-	34.561	-	34.561
	<u>735.778</u>	<u>(971.118)</u>	<u>738.412</u>	<u>(979.706)</u>
Στοιχεία που ενδέχεται να ταξινομηθούν στην κατάσταση αποτελεσμάτων μεταγενέστερα :				
Κέρδη / (Ζημιές) αποτίμησης χρηματοοικονομικών στοιχείων διαθέσιμων προς πώληση	745.040	(2.501.206)	-	-
Συναλλαγματικές διαφορές από τη μετατροπή των οικονομικών καταστάσεων επιχειρηματικών δραστηριοτήτων του εξωτερικού	(688.878)	(950.782)	-	-
	<u>56.162</u>	<u>(3.451.988)</u>	<u>-</u>	<u>-</u>
Λοιπά συνολικά έσοδα χρήσης μετά φόρων	791.940	(4.423.106)	738.412	(979.706)
Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα χρήσης	<u>131.800.049</u>	<u>116.840.555</u>	<u>82.800.017</u>	<u>81.477.335</u>
Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα χρήσης αποδίδονται σε :				
Μετόχους της μητρικής	131.800.049	116.840.555	82.800.017	81.477.335
Μη ελέγχουσες συμμετοχές	-	-	-	-

Οι συνοδευτικές σημειώσεις αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι των οικονομικών καταστάσεων

Ισολογισμός 2016 και 2017:

Μη κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού					
Ενσώματες ακινητοποιήσεις	5.8	514.875.163	498.767.593	292.417.714	291.507.053
Επενδύσεις σε ακίνητα	5.9	5.352.381	5.735.551	5.352.381	5.735.551
Επενδύσεις σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις	5.10	-	-	207.087.029	207.087.029
Χρηματοοικονομικά στοιχεία διαθέσιμα προς πώληση	5.11.1	8.621.182	7.876.142	-	-
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	5.12	16.497.669	17.139.164	7.337.921	7.425.092
Μακροπρόθεσμες δεσμευμένες τραπεζικές καταθέσεις	5.17	900.000	965.020	-	-
		546.246.395	530.483.470	512.195.045	511.754.725
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία					
Αποθέματα	5.13	239.233.591	196.780.190	210.141.089	172.023.416
Πελάτες και λοιπές εμπορικές απαιτήσεις	5.14	34.599.910	32.573.115	35.970.031	33.303.033
Λοιπές απαιτήσεις	5.15	70.213.533	44.453.856	69.441.119	43.770.634
Αξόγραφα για εμπορικούς σκοπούς – Παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα	5.11.2	-	8.156.420	-	8.156.420
Λοιπά κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού	5.16	3.243.614	2.231.628	1.854.635	657.932
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	5.18	366.047.454	394.732.686	150.296.109	213.433.355
		713.338.102	678.927.895	467.702.983	471.344.791
Σύνολο ενεργητικού		1.259.584.497	1.209.411.365	979.898.028	983.099.516
Ίδια κεφάλαια & υποχρεώσεις					
Ίδια κεφάλαια αποδιδόμενα στους μετόχους της μητρικής					
Μετοχικό κεφάλαιο	5.19.1	119.732.588	119.732.588	119.732.588	119.732.588
Αποθεματικό υπέρ το άρτιο	5.19.2	49.995.207	49.995.207	49.995.207	49.995.207
Συναλλαγματικές διαφορές μετατροπής		(2.532.535)	(1.843.657)	-	-
Λοιπά αποθεματικά	5.19.2	432.704.935	436.804.707	433.871.650	437.804.606
Κέρδη εις νέον		361.772.833	310.901.782	109.917.515	108.902.190
		961.673.028	915.590.627	713.516.960	716.434.591
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		-	-	-	-
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων		961.673.028	915.590.627	713.516.960	716.434.591
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	5.20	6.909.746	7.448.903	6.873.896	7.420.844
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	5.21/5.22	144.391.597	144.189.979	144.391.597	144.189.979
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	5.24	4.694.598	5.814.360	29.272	29.272
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	5.25	8.037.925	7.808.046	7.923.112	7.711.532
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων		164.033.866	165.261.288	159.217.877	159.351.627
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Προβλέψεις	5.26	235.540	235.540	216.937	216.937
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	5.27	39.841.569	39.060.184	39.863.974	37.918.855
Τρέχουσες φορολογικές υποχρεώσεις	5.28	49.427.077	51.423.792	38.101.728	41.571.716
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	5.23	14.823.532	180.164	14.823.532	-
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	5.29	29.549.884	37.659.770	14.157.020	27.605.790
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων		133.877.602	128.559.450	107.163.191	107.313.298
Σύνολο υποχρεώσεων		297.911.468	293.820.738	266.381.068	266.664.925
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων		1.259.584.497	1.209.411.365	979.898.028	983.099.516

Αποτελέσματα Χρήσεως 2017-2018:

	Σημειώσεις	Ο ΟΜΙΛΟΣ		Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
		01/07/2018- 31/12/2018	01/07/2017- 31/12/2017	01/07/2018- 31/12/2018	01/07/2017- 31/12/2017
Κύκλος εργασιών	4.1	476.751.246	442.958.194	391.875.017	365.672.465
Κόστος πωληθέντων		(234.614.876)	(219.986.140)	(236.734.420)	(218.065.659)
Μικτό κέρδος		242.136.370	222.972.054	155.140.596	147.606.805
Λοιπά έσοδα εκμετάλλευσης		3.529.363	3.690.051	2.362.924	1.975.459
Έξοδα διάθεσης		(100.962.999)	(91.450.855)	(70.168.427)	(66.550.474)
Έξοδα διοίκησης		(13.339.685)	(12.802.355)	(10.322.987)	(9.955.206)
Λοιπά έξοδα εκμετάλλευσης		(3.846.762)	(4.052.759)	(2.482.419)	(1.670.253)
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων		127.516.287	118.356.136	74.529.688	71.406.331
Χρηματοοικονομικά Έξοδα		(4.452.007)	(4.171.866)	(3.929.972)	(3.740.812)
Χρηματοοικονομικά Έσοδα		3.448.678	3.464.134	2.280.047	2.078.951
Λοιπά χρηματοοικονομικά αποτελέσματα		-	-	-	-
		(1.003.329)	(707.732)	(1.649.925)	(1.661.861)
Κέρδη προ φόρων		126.512.958	117.648.404	72.879.763	69.744.470
Φόρος εισοδήματος	4.2	(27.773.819)	(27.231.856)	(20.308.864)	(20.562.741)
Κέρδη μετά από φόρο εισοδήματος		98.739.139	90.416.549	52.570.899	49.181.728
Κατανομημένα σε :					
Μετόχους της μητρικής		98.739.139	90.416.549	52.570.899	49.181.728
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		-	-	-	-
Κέρδη ανά μετοχή Βασικά κέρδη ανά μετοχή (€/μετοχή)	4.3	0,7257	0,6645	0,3864	0,3615
Αποτελέσματα προ τόκων, φόρων, επενδυτικών αποτελεσμάτων και αποσβέσεων		140.349.688	130.585.031	82.440.115	79.177.690
Αποτελέσματα προ τόκων, φόρων και επενδυτικών αποτελεσμάτων		127.516.287	118.356.136	74.529.688	71.406.331
Κέρδη προ φόρων		126.512.958	117.648.404	72.879.763	69.744.470
Κέρδη μετά φόρων		98.739.139	90.416.549	52.570.899	49.181.728

Ισολογισμός 2017-2018:

πάγια στοιχεία	4.4	553.739.093	542.460.721	292.757.927	291.000.548
Επενδύσεις σε ακίνητα	4.5	2.673.053	4.969.210	2.673.053	4.969.210
Επενδύσεις σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις	4.6	-	-	207.087.029	207.087.029
Χρηματοοικονομικά στοιχεία στην εύλογη αξία μέσω των λοιπών συνολικών εσόδων	4.7.1	8.181.011	6.119.975	-	-
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	4.8	15.562.849	15.870.463	7.243.754	7.273.647
Μακροπρόθεσμες δεσμευμένες τραπεζικές καταθέσεις	4.12	900.000	900.000	-	-
		581.056.006	570.320.369	509.761.763	510.330.434
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία					
Αποθέματα		236.392.434	247.808.426	198.545.230	212.870.068
Πελάτες και λοιπές εμπορικές απαιτήσεις	4.9	38.941.265	32.665.086	50.949.190	33.370.499
Λοιπές απαιτήσεις	4.10	50.155.538	72.455.400	47.629.940	69.637.620
Λοιπά κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού	4.11	2.872.673	1.959.197	1.740.162	767.025
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	4.13	590.782.880	436.891.686	293.176.749	186.980.736
		919.144.789	791.779.795	592.041.271	503.625.949
Σύνολο ενεργητικού		1.500.200.795	1.362.100.164	1.101.803.034	1.013.956.382
Ίδια κεφάλαια & υποχρεώσεις					
Ίδια κεφάλαια αποδιδόμενα στους μετόχους της μητρικής					
Μετοχικό κεφάλαιο	4.14.1	119.732.588	119.732.588	119.732.588	119.732.588
Αποθεματικό υπέρ το άρτιο	4.14.2	49.995.207	49.995.207	49.995.207	49.995.207
Συναλλαγματικές διαφορές μετατροπής		(5.160.670)	(5.112.803)	-	-
Λοιπά αποθεματικά	4.14.2	495.506.985	462.889.209	501.429.960	466.558.338
Κέρδη εις νέον		439.878.206	430.964.682	78.616.441	115.871.157
		1.099.952.315	1.058.468.883	749.774.196	752.157.290
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		-	-	-	-
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων		1.099.952.315	1.058.468.883	749.774.196	752.157.290
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Υποχρεώσεις παραχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία		8.119.390	7.724.613	8.065.626	7.680.839
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	4.15	198.580.000	-	198.580.000	-
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	4.18	15.370.298	17.939.988	27.272	27.272
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	4.19	7.089.261	7.944.656	6.957.889	7.817.641
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων		229.158.949	33.609.256	213.630.789	15.525.752
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Προβλέψεις		237.813	237.813	219.210	219.210
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	4.20	44.867.859	40.310.364	42.903.804	39.249.191
Τρέχουσες φορολογικές υποχρεώσεις	4.21	83.756.067	49.792.798	67.248.390	40.833.480
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	4.17	195.296	4.892.032	-	4.677.286
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις πληρωτέες στην επόμενη χρήση	4.16	-	144.731.299	-	144.731.299
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	4.22	42.032.496	30.057.720	28.026.646	16.562.875
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων		171.089.531	270.022.025	138.398.050	246.273.340
Σύνολο υποχρεώσεων		400.248.480	303.631.281	352.028.839	261.799.092
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων		1.500.200.795	1.362.100.164	1.101.803.034	1.013.956.382

PUBLIC

Αποτελέσματα Χρήσεως 2016-2017:

	Σημ.	01/01- 31/12/2017	01/01- 31/12/2016	01/01- 31/12/2017	01/01- 31/12/2016
Πωλήσεις	21	241.025.593	234.343.240	209.806.966	208.260.789
Κόστος Πωλήσεων	22	-178.488.031	-173.556.363	-155.063.304	-154.126.760
Μικτό Κέρδος		62.537.562	60.786.876	54.743.662	54.134.029
Έξοδα διοίκησης	22	-14.587.988	-13.981.300	-13.269.925	-12.796.142
Έξοδα διάθεσης	22	-56.693.094	-56.299.470	-51.061.644	-51.256.890
Λοιπά έξοδα εκμετάλλευσης	23	-809.875	-414.786	-807.924	-414.446
Λοιπά έσοδα εκμετάλλευσης	24	5.261.352	5.935.618	5.582.622	5.644.564
Λειτουργικό κέρδος		-4.292.044	-3.973.063	-4.813.209	-4.688.886
Χρηματοοικονομικά έξοδα	25	-3.363.883	-3.484.964	-3.048.824	-3.200.865
Χρηματοοικονομικά έσοδα	26	11.240	10.072	11.240	10.010
Λοιπά χρηματοοικονομικά αποτελέσματα	27	0	-220.858	0	-220.858
Ζημιές προ φόρων		-7.644.687	-7.668.813	-7.850.793	-8.100.598
Φόρος εισοδήματος	28	0	-18	0	0
Ζημιές περιόδου μετά από φόρους		-7.644.687	-7.668.831	-7.850.793	-8.100.598
		Κατανεμημένα σε:			
Ιδιοκτήτες της μητρικής		-7.644.687	-7.668.831	-7.850.793	-8.100.598
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		0	0	0	0
Λοιπά συνολικά έσοδα:					
Ποσά που δεν αναταξινομούνται στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων σε μεταγενέστερες περιόδους					
Αναλογιστικά κέρδη/(ζημιές) από καθορισμένες συνταξιοδοτικές παροχές		54.911	19.888	54.911	19.888
Λοιπά συνολικά έσοδα περιόδου, καθαρά από φόρους		54.911	19.888	54.911	19.888
Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα περιόδου μετά φόρων		-7.589.775	-7.648.943	-7.795.882	-8.080.710
Κατανεμημένα σε:					
Ιδιοκτήτες της μητρικής		-7.589.775	-7.648.943	-7.795.882	-8.080.710
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		0	0	0	0
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και συνολικών αποσβέσεων (EBITDA)		3.444.935	3.049.352	2.360.538	1.837.048

Ισολογισμός 2016-2017:

	Σημ.	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2016
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
Μη Κυκλοφορούντα Στοιχεία του Ενεργητικού					
Ενσώματα πάγια	6	20.104.921	23.532.745	18.249.630	21.678.492
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	7	3.436.431	2.938.997	3.367.765	2.906.594
Επενδύσεις σε θυγατρικές	8	0	0	8.351.756	8.351.756
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	9	5.864.801	1.322.876	5.742.681	1.217.296
Σύνολο		29.406.152	27.794.618	35.711.833	34.154.138
Κυκλοφορούντα στοιχεία του ενεργητικού					
Αποθέματα	10	60.878.746	63.023.715	53.171.589	55.617.773
Πελάτες και λοιπές εμπορικές απαιτήσεις	11	5.331.834	9.748.180	6.709.633	11.634.973
Λοιπά κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού	12	10.622.098	9.015.816	9.476.765	8.196.897
Ταμειακά διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα	13	6.493.119	8.025.687	5.446.621	7.399.711
Σύνολο		83.325.797	89.813.397	74.804.608	82.849.354
Σύνολο Ενεργητικού		112.731.949	117.608.016	110.516.441	117.003.492
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ & ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
Ίδια Κεφάλαια					
Μετοχικό κεφάλαιο	14	22.210.918	21.361.218	22.210.918	21.361.218
Διαφορά υπέρ το άρτιο	14	241.476.425	233.838.471	241.476.425	233.838.471
Αποτελέσματα εις νέον		-271.025.195	-263.435.420	-263.232.317	-255.436.437
Ίδια κεφάλαια αποδιδόμενα στους ιδιοκτήτες της μητρικής		-7.337.852	-8.235.731	455.025	-236.747
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		0	0	0	0
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων		-7.337.852	-8.235.731	455.025	-236.747
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	15	899.535	849.097	899.535	849.097
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	16	3.909.525	0	3.909.525	0
Μακροπρόθεσμες προβλέψεις	17	194.509	179.387	194.509	179.387
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	18	19.400	19.400	19.400	19.400
Σύνολο		5.022.968	1.047.884	5.022.968	1.047.884
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Προμηθευτές και συναφείς υποχρεώσεις	19	93.767.705	98.597.536	85.542.501	91.790.411
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις πληρωτέες την επόμενη χρήση	16	2.725.532	8.955.062	2.725.532	8.955.062

Αποτελέσματα Χρήσεως 2017-2018:

II. Κατάσταση Συνολικού Εισοδήματος (Ενοποιημένη και Εταιρική) χρήσης 2018

Ποσά σε €	Σημ.	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
		01/01-31/12/2018	01/01-31/12/2017*	01/01-31/12/2018	01/01-31/12/2017*
Πωλήσεις	22	256.368.105	241.025.593	221.610.523	209.806.966
Κόστος Πωλήσεων	23	(190.924.228)	(178.488.031)	(164.344.215)	(155.063.304)
Μικτό Κέρδος		65.443.876	62.537.562	57.266.308	54.743.662
Έξοδα διοίκησης	23	(14.214.085)	(14.587.988)	(12.837.646)	(13.269.925)
Έξοδα διάθεσης	23	(54.887.626)	(56.693.094)	(48.935.508)	(51.061.644)
Λοιπά έξοδα εκμετάλλευσης	24	(5.467.786)	(809.875)	(5.467.786)	(807.924)
Λοιπά έσοδα εκμετάλλευσης	25	11.806.595	5.261.352	12.213.205	5.582.622
Λειτουργικό κέρδος		2.680.975	(4.292.044)	2.238.573	(4.813.209)
Χρηματοοικονομικά έξοδα	26	(3.654.265)	(3.363.883)	(3.312.714)	(3.048.824)
Χρηματοοικονομικά έσοδα	27	8.988	11.240	8.352	11.240
Ζημιές προ φόρων		(964.303)	(7.644.687)	(1.065.789)	(7.850.793)
Αναβαλλόμενος Φόρος	28	4.546.991	-	4.546.991	-
Κέρδη/Ζημιές περιόδου μετά από φόρους		3.582.688	(7.644.687)	3.481.202	(7.850.793)
		Κατανεμημένα σε:			
Ιδιοκτήτες της μητρικής		3.582.688	(7.644.687)	3.481.202	(7.850.793)
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		0	0	0	0
Λοιπά συνολικά έσοδα:					
Ποσά που δεν αναταξινομούνται στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων σε μεταγενέστερες περιόδους					
Αναλογιστικά κέρδη/(ζημιές) από καθορισμένες συνταξιοδοτικές παροχές		171.372	54.911	171.372	54.911
Αναβαλλόμενοι Φόροι επί αναλογιστικών αποτελεσμάτων		259.544	-	259.544	-
Λοιπά συνολικά έσοδα περιόδου, καθαρά από φόρους		430.916	54.911	430.916	54.911
Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα περιόδου μετά φόρων		4.013.603	(7.589.775)	3.912.117	(7.795.882)
Κατανεμημένα σε:					
Ιδιοκτήτες της μητρικής		4.013.603	(7.589.775)	3.912.117	(7.795.882)
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και συνολικών αποσβέσεων (EBITDA)		9.092.625	3.444.935	8.080.744	2.360.538

Ισολογισμός 2018:

Ποσά σε €

Σημ.	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ		
	31/12/2018	31/12/2017*	31/12/2018	31/12/2017*	
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
Μη Κυκλοφορούντα Στοιχεία του Ενεργητικού					
Ενσώματα πάγια	6	18.662.669	20.104.921	15.181.874	18.249.630
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	7	4.102.824	3.436.431	3.968.378	3.367.765
Απαιτήσεις από αναβαλλόμενη φορολογία	8	4.806.535	-	4.806.535	-
Επενδύσεις σε θυγατρικές	9	-	-	8.351.756	8.351.756
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	10	1.242.772	5.864.801	1.242.772	5.742.681
Σύνολο		28.814.801	29.406.152	33.551.315	35.711.833
Κυκλοφορούντα στοιχεία του ενεργητικού					
Αποθέματα	11	64.247.930	60.878.746	52.941.902	53.171.589
Πελάτες και λοιπές εμπορικές απαιτήσεις	12	4.114.417	5.331.834	5.944.174	6.709.633
Λοιπά κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού	13	15.933.385	10.622.098	14.456.780	9.476.765
Ταμειακά διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα	14	11.387.140	6.493.119	9.199.482	5.446.621
Σύνολο		95.682.872	83.325.797	82.542.338	74.804.608
Σύνολο Ενεργητικού		124.497.672	112.731.949	116.093.653	110.516.441
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ & ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
Ίδια Κεφάλαια					
Μετοχικό κεφάλαιο	15	22.210.918	22.210.918	22.210.918	22.210.918
Διαφορά υπέρ το άρτιο	15	241.476.425	241.476.425	241.476.425	241.476.425
Αποτελέσματα εις νέον		(269.435.314)	(271.025.195)	(261.743.926)	(263.232.317)
Ίδια κεφάλαια αποδιδόμενα στους ιδιοκτήτες της μητρικής		(5.747.972)	(7.337.852)	1.943.417	455.025
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		0	0	0	0
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων		(5.747.972)	(7.337.852)	1.943.417	455.025
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	16	805.788	899.535	805.788	899.535
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	17	-	3.909.525	-	3.909.525
Μακροπρόθεσμες προβλέψεις	18	163.482	194.509	163.482	194.509
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	19	21.900	19.400	21.900	19.400
Σύνολο		991.170	5.022.968	991.170	5.022.968
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Προμηθευτές και συναφείς υποχρεώσεις	20	100.936.066	93.767.705	87.991.791	85.542.501
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	17	6.074.099	2.725.532	6.074.099	2.725.532
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	21	22.244.309	18.553.596	19.093.177	16.770.413
Σύνολο		129.254.474	115.046.833	113.159.066	105.038.447