



ΓΕΩΠΟΝΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ **AGRICULTURAL UNIVERSITY OF ATHENS**

---

ΓΕΩΠΟΝΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ΤΜΗΜΑ ΑΓΡΟΤΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ

ΤΜΗΜΑ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ ΤΡΟΦΙΜΩΝ ΚΑΙ ΔΙΑΤΡΟΦΗΣ ΤΟΥ ΑΝΘΡΩΠΟΥ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

ΟΡΓΑΝΩΣΗ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΤΡΟΦΙΜΩΝ ΚΑΙ ΓΕΩΡΓΙΑΣ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΙΑΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ

ΚΤΗΝΟΤΡΟΦΙΚΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΜΕΣΩ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΤΗΣ

ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ

Γρηγόριος Α. Θωμόπουλος

**ΕΞΕΤΑΣΤΙΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ :**

Αρτίκης Παναγιώτης, Καθηγητής Πα.Πει. (Επιβλέπων)

Νταλιάνης Θεόφιλος, Επίκουρος Καθηγητής Πα .Πει.

Τσιμπούκας Κωνσταντίνος, Αναπληρωτής Καθηγητής Γ.Π.Α.

ΑΘΗΝΑ 2019

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**ΤΙΤΛΟΣ**

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΙΑΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ  
ΚΤΗΝΟΤΡΟΦΙΚΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΜΕΣΩ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΤΗΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ

**TITLE**

VALUATION OF A GREEK LIVESTOCK-FARMING COMPANY WITH THE USE OF  
FINANCIAL STATEMENTS

**Γρηγόριος Α. Θωμόπουλος**

**ΕΞΕΤΑΣΤΙΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ :**

**Αρτίκης Παναγιώτης, Καθηγητής Πα.Πει. (Επιβλέπων)**

**Νταλιάνης Θεόφιλος , Επίκουρος Καθηγητής Πα .Πει.**

**Τσιμπούκας Κωνσταντίνος, Αναπληρωτής Καθηγητής Γ.Π.Α.**

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η ιδέα από την οποία προέκυψε η ακόλουθη διπλωματική μελέτη ήταν η πραγματοποίηση μιας χρηματοοικονομικής αποτίμησης σε μια εταιρεία αγρό-διατροφικού ενδιαφέροντος. Η εταιρεία που επελέγη ήταν η Greek Family Farm (Κτηνοτροφική Μαγνησίας ΑΕ) η οποία είναι μια πλήρως καθετοποιημένη επιχείρηση από την παραγωγή ζωοτροφών και προβάτων μέχρι την παραγωγή και διάθεση κτηνοτροφικών-τυροκομικών προϊόντων και γάλακτος.

Για να εκπονήσουμε τη μελέτη αυτή ερευνήσαμε την υπάρχουσα βιβλιογραφία για να μάθουμε όλα όσα πρέπει να γνωρίζει κάποιος σχετικά με την χρηματοοικονομική αποτίμηση. Μάθαμε για τα διαφορετικά υποδείγματα αποτίμησης που χρησιμοποιούνται και γιατί καθώς και το τι μπορεί να μας δείξει το καθένα από αυτά

Στην συνέχεια στραφήκαμε πάλι στην βιβλιογραφία για να μάθουμε μερικά πράγματα για τους χώρους στους οποίους κινείται η εταιρεία αυτή και πιο συγκεκριμένα τον κτηνοτροφικό και τον γαλακτοκομικό κλάδο. Μέσω της έρευνας αυτής αποκτήσαμε μια καλύτερη αίσθηση για το περιβάλλον το οποίο περιστοιχίζει την αποτιμώμενη εταιρεία.

Έπειτα βρήκαμε ιστορικά δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία της Greek Family Farm μέσω των οποίων πήραμε όλα εκείνα τα απαραίτητα δεδομένα τα οποία είχαμε ανάγκη προκειμένου να τα χρησιμοποιήσουμε ως εισροές στο υπόδειγμα αποτίμησης που χρησιμοποιήσαμε.

Όταν ολοκληρώθηκαν τα παραπάνω βρήκαμε τα απαραίτητα οικονομικά στοιχεία της ελληνικής αγοράς και συνθέσαμε το κόστος Κεφαλαίων χρησιμοποιώντας το Υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων.

Τέλος χρησιμοποιήσαμε ένα υπόδειγμα βασισμένο στην προεξόφληση ταμειακών ροών και βρήκαμε την πραγματική αξία της επιχείρησης καθώς και την πραγματική αξία των μετοχών της. Συνεπώς με την ολοκλήρωση της παρούσας μελέτης θα είμαστε σε θέση να απαντήσουμε σε κάποιον που κάνει την ερώτηση Να επενδύσω στην Greek Family Farm;

Λεξεις-κλειδιά:Κτηνοτροφία,Αποτίμηση, Κόστος Κεφαλαίου,Αξία,Ισολογισμός,Υπόδειγμα  
Προεξόφλημένων Ταμειακών Ροών,Χρηματοοικονομικές καταστάσεις,

## ABSTRACT

The idea behind the following diplomatic study was to conduct a financial assessment of a food and nutrition company. The selected company was Greek Family Farm (Animal Husbandry of Magnesia SA) which is a fully vertically integrated company from the production of feed and sheep to the production and distribution of livestock-cheese products and milk.

To conduct this study, we researched the existing literature to find out everything one needs to know about financial valuation. We learned about the different valuation models used and why and what each of them can show us.

Then we went back to the literature to learn a few things about the places where this company moves and more specifically the livestock and dairy industry. Through this research we gained a better sense of the environment that surrounds the valued company.

Then we found historically published financial data of the Greek Family Farm through which we obtained all the necessary data that we needed in order to use them as inputs to the valuation model we used.

When the above were completed, we found the necessary financial data of the Greek market and synthesized the cost of Capital using the Capital Asset Pricing Model.

Finally, we used a model based on discounted cash flows and found the real value of the business as well as the real value of its shares. So with the completion of this study we will be able to answer someone who asks the question Should I invest in Greek Family Farm?

Keywords:Breeding,Valuation,Cost of Capital ,Value,Balance Sheet,Discounted Cash Flows

Model,Financial Statements

*Θα ήθελα να ευχαριστήσω αρχικά την οικογένεια μου που βρίσκεται δίπλα μου και με στηρίζει  
όλα αυτά τα χρόνια*

*Θα ήθελα επίσης να ευχαριστήσω όλους εσάς καθηγητές συνεργάτες και συμφοιτητές που κάναμε  
μαζί αυτό το υπέροχο ταξίδι που λέγεται *MBA Food & Agribusiness**

*Ξεχωριστή αναφορά πρέπει να κάνω για να ευχαριστήσω τον καθηγητή μου κ. Αρτίκη  
Παναγιώτη ο οποίος μου προσέφερε αμέριστη στήριξη και ήταν δίπλα μου σε συμβάλλοντας  
καθοριστικά στην εκπόνηση της παρούσας εργασίας την οποία και επέβλεψε*

## ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ

Σελίδα

2.1	ΕΠΙΜΕΡΙΣΜΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΣΕ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ	23
3.1	ΑΠΟΓΡΑΦΗ ΓΕΩΡΓΙΑΣ - ΚΤΗΝΟΤΡΟΦΙΑΣ	27 - 28
3.2	ΠΑΡΑΓΩΓΗ ΚΡΕΑΤΟΣ-ΔΕΥΤΕΡΟΓΕΝΩΝ ΚΤΗΝΟΤΡΟΦΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ(ΕΚΤΟΣ ΓΑΛΑΚΤΟΣ)	28 - 29
3.3	INFOBANK HELLASTAT A.E Κτηνοτροφία., 2013	30 - 31
3.4	INFOBANK HELLASTAT A.E Κτηνοτροφία., 2013	31
3.5	INFOBANK HELLASTAT A.E Κτηνοτροφία., 2013	31 - 32
3.6	INFOBANK HELLASTAT A.E Κτηνοτροφία., 2013	33 - 35
3.7	Εγχώρια παραγωγή γάλακτος ανά τύπο γάλακτος	43
3.8	Παραγωγή τυριού από βιομηχανικές επιχειρήσεις και γαλακτοκομικές οικογενειακές εκμεταλλεύσεις	44
3.9	Εγχώρια προφανής κατανάλωση τυριών	45
3.10.	Καθαρή κατανάλωση τυριών	46
3.11.	Κατανάλωση τυριού ανά κάτοικο ανά κατηγορία προϊόντος	47
3.12.	Εισαγωγές τυριών κατά κατηγορία	48
3.13.	Μέσες μηνιαίες δαπάνες νοικοκυριών (σε ευρώ) για τυριά ανά κατηγορία	48 - 49
4.1	P&L	53 - 54
4.2	Ισολογισμός	54 - 56
4.3	Προβλέψεις P&I	56 - 57
4.4	Προβλέψεις Ισολογισμών	58 - 59
4.5	Αποτελέσματα χρήσεως	59
4.6	Προβλέψεις αποτελεσμάτων χρήσεως	. 59 - 60
4.7	Ετήσιοι ρυθμοί ανάπτυξης	60
4.8	Κερδοφορία	61
4.9	Ανάλυση Περιθωρίων Κερδών	. 61 - 62

4.10	Ανάλυση Αποδοτικότητας	62 - 63
4.11	Ανάλυση Ρευστότητας	63 - 64
4.12	Ανάλυση Ταμειακών ροών προς τα Ίδια Κεφάλαια	64
4.13	Ανάλυση Ταμειακών ροών	.65 - 66
4.14	Ανάλυση χρηματοπιστωτικού Κινδύνου	67 - 68
5.1	Αποτίμηση προς το Κεφάλαιο Κοινών Μετοχών	.69 - 70
5.2	Αποτίμηση προς όλους τους επενδυτές	70 - 72
5.3	Αποτίμηση προς το Κεφάλαιο Κοινών Μετοχών	.72 - 73
5.4	Αποτίμηση προς όλους τους επενδυτές	73 - 74
5.5	Προβλέψεις κερδών ανά μετοχή	75 - 76



## Πίνακας περιεχομένων

<b>Κεφάλαιο 1 : ΕΙΣΑΓΩΓΗ .....</b>	<b>1</b>
<b>Κεφάλαιο 2 : ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ .....</b>	<b>7</b>
2.1 Χρηματοοικονομική αποτίμηση: Μια θεωρητική βάση.....	8
2.2 Ο ρόλος της Αποτίμησης.....	11
2.2.1 Αποτίμηση και διαχείριση χαρτοφυλακίου .....	11
2.2.2 Αποτίμηση στην Ανάλυση Απόκτησης.....	14
2.2.3 Αποτίμηση στα εταιρικά χρηματοοικονομικά.....	15
2.3 Αποτιμητικές προσεγγίσεις.....	16
2.3.1 Αποτίμηση προεξοφλημένων χρηματοροών.....	17
2.3.2 Κατηγορίες μοντέλων προεξόφλησης ταμειακών ροών .....	18
2.4 Δεδομένα και υποδείγματα απαραίτητα για την Χρηματοοικονομική αποτίμηση...	20
2.5 Ρίσκο και κίνδυνος στα χρηματοοικονομικά .....	21
<b>Κεφάλαιο 3 : ΚΤΗΝΟΤΡΟΦΙΚΗ ΜΑΓΝΗΣΙΑΣ .....</b>	<b>25</b>
3.1 Ο κλάδος της κτηνοτροφίας .....	25
3.1.1 Η σημασία της ελληνικής κτηνοτροφίας .....	26
3.1.2 Το προφίλ της ελληνικής κτηνοτροφίας.....	27
3.1.3 Το χρηματοοικονομικό προφίλ ελληνικής κτηνοτροφίας .....	30
3.2 Ο κλάδος της Γαλακτοκομίας.....	36
3.3 Ο γαλακτοκομικός τομέας σε παγκόσμιο και ευρωπαϊκό επίπεδο: προοπτικές.....	39
3.3.1 Εγχώρια αγορά γαλακτοκομικών προϊόντων .....	40
3.3.2 Μέγεθος της εγχώριας παραγωγής γαλακτοκομικών προϊόντων.....	42
3.4 Κτηνοτροφική Μαγνησίας .....	49
<b>Κεφάλαιο 4 : ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ GREEK FAMILY FARM (ΚΤΗΝΟΤΡΟΦΙΚΗ ΜΑΓΝΗΣΙΑΣ) .....</b>	<b>52</b>
4.1 Εισαγωγή Δεδομένων .....	52
4.1.1 Κόστος Κεφαλαίου .....	52
4.1.2 Οικονομικά στοιχεία .....	53
<b>Κεφάλαιο 5 : ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ - ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ .....</b>	<b>69</b>
5.1 Αποτίμηση Υπολειπόμενων Εισοδημάτων .....	69
5.2 Αποτίμηση προεξόφλησης ταμειακών ροών.....	72
5.3 Σύνοψη αποτελεσμάτων.....	76
<b>Βιβλιογραφία .....</b>	<b>79</b>
<b>Παραρτήματα.....</b>	<b>81</b>
<b>Οικονομικά στοιχεία Κτηνοτροφικής Μαγνησίας .....</b>	<b>81</b>

ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ	ΟΡΩΝ
ΚΙΤΦΑ	Κέρδη προ Φόρων Τόκων και Αποσβέσεων
ROE	Return on Equity
ΑΕΠ	Ακαθάριστο εγχώριο Προϊόν
ΕΕ	Ευρωπαϊκή Ένωση
ΠΟΠ	Προστατευόμενες Ονομασίες Προέλευσης
Σκόνη ορού γάλακτος	WP
Αποκορυφωμένου γάλακτος σε σκόνη	SMP,ΑΓΣ
Σκόνη πλήρους γάλακτος	WMP
ΑΠΑ	Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία

## Κεφάλαιο 1:Εισαγωγή

Μετά από μια δεκαετία οικονομικής κρίσης η Ελλάδα επιστρέφει στην κανονικότητα και όλα δείχνουν να επανέρχονται στον ίσιο δρόμο. Μπορεί αρκετές επιχειρήσεις να μην άντεξαν τις οικονομικές συνθήκες και να μην επιβίωσαν όμως εκείνες που το έκαναν σήμερα εν έτη 2019 ατενίζουν το μέλλον με αισιοδοξία προσβλέποντας να επωφεληθούν από την οικονομική ανάπτυξη η οποία διαδέχθηκε την προαναφερθείσα οικονομική κρίση. Ένας όρος που ακούμε συχνά αυτήν την εποχή είναι οι επενδύσεις τις οποίες αυτές επενδύσεις τις κάνουν οι επενδυτές. Οι επενδυτές λοιπόν πραγματοποιούν επενδύσεις από τις οποίες ευελπιστούν ότι θα αποκομίσουν οικονομικά οφέλη. Για να αποφασίσει όμως κάποιος εάν θα επενδύσει τα λεφτά του στην επιλογή α ή στην επιλογή β εξετάζει μια σειρά από παράγοντες όπως είναι το κόστος της επένδυσης τα πιθανά οφέλη και η επικινδυνότητα της επένδυσης.

Η ερώτηση συνεπώς που τίθεται είναι στην Ελλάδα του σήμερα υπάρχουν αξιόλογες επενδύσεις που άξιζαν το ενδιαφέρον των επενδυτών;

Για να απαντήσουμε σε αυτήν την ερώτηση δεν μπορούμε να βασιστούμε ούτε στο ένστικτο ούτε στην αντίληψη παρά μόνο σε απτά στοιχεία. Για να βρούμε αυτά τα στοιχεία να τα αξιολογήσουμε και να αποφανθούμε εάν μια επένδυση αξίζει προσοχής αλλά και πόσο χρησιμοποιούμε την Χρηματοοικονομική αποτίμηση.

Όμως η Ελλάδα είναι μια χώρα με μακρά ιστορία και πλούσια παράδοση. Αν ανατρέξει κανείς σε αυτήν τη μακρά ιστορία θα διαπιστώσει ότι υπάρχουν κάποιες δραστηριότητες οι οποίες διαχρονικά απασχολούν τον Ελληνικό πληθυσμό. Μια από αυτές η οποία μάλιστα εντοπίζεται από τους αρχαίους χρόνους είναι η Κτηνοτροφία.

Μάλιστα εάν κάποιος ασχοληθεί σε μεγαλύτερο βάθος με τον τομέα αυτό θα παρατηρήσει ότι αρκετές κοινωνικές ομάδες εντός Ελληνικού χώρου έχουν συνδέσει την ιστορία τους με την

συγκεκριμένη δραστηριότητα καθώς επίσης και ότι η κτηνοτροφία αποτέλεσε έναν από τους σημαντικότερους λόγους που ακόμα και σήμερα αρκετές ορεινές και ημι-ορεινές περιοχές δεν έχουν εγκαταλειφθεί και ακόμα και σήμερα κατοικούνται.

Στα πλαίσια αυτά λοιπόν αποφασίσαμε ως αντικείμενο της παρούσας Διπλωματικής Μελέτης να πραγματοποιήσουμε την Χρηματοοικονομική Αποτίμηση μιας Ελληνικής Κτηνοτροφικής εταιρείας μέσω των οικονομικών της καταστάσεων. Η εταιρεία που επιλέξαμε είναι η Κτηνοτροφική Μαγνησίας ΑΕ η οποία εν μέσω οικονομικής κρίσης διέγραψε μια ανοδική πορεία και μάλιστα προξένησε και το ενδιαφέρον ξένων επενδυτών.

Πρέπει να αναφερθεί ότι η συγκεκριμένη εταιρεία ξεκίνησε από το 2015 να συνεργάζεται με την γερμανική πολυεθνική Hochland η οποία το 2019 εξαγόρασε και το 25% της Greek Family Farm (πρώην Κτηνοτροφική Μαγνησίας ΑΕ ). Τα παραπάνω στάθηκαν ικανά για να μας κάνουν να επιλέξουμε την συγκεκριμένη εταιρεία προς αποτίμηση.

Για να πραγματοποιήσουμε τα παραπάνω θα αντλήσουμε στοιχεία από τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας τα οποία στη συνέχεια θα ενσωματώσουμε σε ένα υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων. Επίσης θα χρησιμοποιήσουμε κάποια στοιχεία από τις διεθνείς χρηματαγορές για να ορίσουμε τις απαραίτητες παραμέτρους προκειμένου να πραγματοποιήσουμε την Χρηματοοικονομική Αποτίμηση. Όπως αναφέρθηκε και πριν τα συμπεράσματά μας πρέπει να βασίζονται σε απτά στοιχεία συνεπώς η επιλογή των προς χρήση στοιχείων είναι κομβικής σημασίας.

Με το πέρας της διαδικασίας θα έχουμε ασφαλείς προβλέψεις για μια σειρά μεγεθών και δεικτών τα οποία με τη σειρά τους θα μας δώσουν το δικαίωμα να προβούμε σε έγκυρες εκτιμήσεις σχετικά με την πραγματική αξία της συγκεκριμένης επιχείρησης καθώς και τις μελλοντικές τις δυνατότητες

Επειδή εμείς το σύνολο των στοιχείων θα το πάρουμε από τις οικονομικές καταστάσεις κρίνουμε ότι είναι σκόπιμο στο κεφάλαιο αυτό να αναφέρουμε κάποια πράγματα για τους ισολογισμούς που θα διατελέσουν και τη βάση μας για την μελέτη αυτή

## **ΣΚΟΠΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ**

Οι βασικοί σκοποί της χρηματοοικονομικής ανάλυσης, οι οποίοι αρκετά συνδεδεμένοι μεταξύ τους, είναι οι εξής:

- 1.Καταγραφή του ιστορικού της επιχείρησης: Το παρελθόν μιας επιχείρησης αποτελεί πάρα πολύ βασική πληροφορία για τον υπεύθυνο λήψης αποφάσεων, διότι με αυτές τις γνώσεις μπορεί και να εκτιμήσει τους λόγους για τους οποίους κάποιες κινήσεις που έγιναν στο παρελθόν ήταν κερδοφόρες ή ζημιογόνες. Για τον λόγο αυτό, στοιχεία όπως καθαρό εισόδημα, όγκος πωλήσεων, ροή μετρητών και κεφάλαιο κίνησης και ποσοστό απόδοσης πάνω στο επενδυμένο κεφάλαιο αποτελούν χρήσιμα εργαλεία για την εκτίμηση της επιτυχίας ή όχι μιας επιχείρησης και των προηγούμενων διοικήσεων της, αλλά και για την σύγκρισή τους με τα αντίστοιχα στοιχεία άλλων επιχειρήσεων.
- 2.Μέτρηση της παρούσας κατάστασης της επιχείρησης. Είναι κάτι παραπάνω από φανερό ότι δεν μπορεί να προχωρήσει ο υπεύθυνος λήψης αποφάσεων σε καμία απόφαση αν δεν γνωρίζει το παρόν της επιχείρησης, δηλ. τα είδη των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης, την ταμειακή της θέση, το ύψος των κερδών που /παρακρατήθηκαν και τη σχέση ιδίων και ξένων κεφαλαίων.
- 3.Πρόβλεψη των μελλοντικών δυνατοτήτων της επιχείρησης. Οι υπεύθυνοι λήψης αποφάσεων θα πρέπει να είναι σε θέση να προβλέπουν με την μεγαλύτερη δυνατή ακρίβεια των εξέλιξη που θα έχει μια επιχείρηση, ανάλογα με τις επιλογές που θα κάνουν και σε συνδυασμό, πάντα, με την τρέχουσα οικονομική κατάσταση της χώρας. Αν και πολλές φορές η πρόβλεψη μπορεί να είναι παρακινδυνευμένη (ιδίως όταν αυτή εξαρτάται από εξωγενείς παράγοντες που μπορούν να αλλάξουν ανά πάσα στιγμή,

όπως το φορολογικό καθεστώς), ωστόσο οι αξιόπιστες μετρήσεις του τι συνέβη στο πρόσφατο παρελθόν, οι τάσεις στις πρόσφατες πωλήσεις και το κέρδος μιας επιχείρησης είναι πολύτιμες για να γίνει μια όσο το δυνατόν πιο σωστή εκτίμηση.

(Κουτεντάκη, 2007)

## **ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ-ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΕΩΣ**

Ο Ισολογισμός αποτελεί ένα από τα βασικότερα σημεία αναφοράς για όλους τους αναλυτές της θεμελιώδους ανάλυσης, αλλά και τους επενδυτές, παρόλο που οι τελευταίοι δίνουν μεγαλύτερη προσοχή στα κέρδη της εταιρίας.

Ο ισολογισμός χωρίζεται σε δύο μέρη, στο ενεργητικό (δηλ. τη λίστα των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας) και το παθητικό (δηλ. τις υποχρεώσεις)

Οι κύριες κατηγορίες ενεργητικού είναι:

- τα πάγια στοιχεία της εταιρίας (οικόπεδα, εργοστάσια κτλ.),
- τα αποθέματα σε πρώτες ύλες και προϊόντα, οι οφειλές από πελάτες,
- τα διαθέσιμα του ταμείου της εταιρίας,
- οι επενδύσεις της εταιρίας σε χρεόγραφα.
- οι ασώματες κινητοποιήσεις, ουσιαστικά ο 'αέρας' της εταιρίας, η διαφορά μεταξύ της αξίας της εταιρίας και της δυνητικής τιμής πώλησής της

Τα σημαντικότερα στοιχεία που μπορεί κανείς να δει στο παθητικό είναι:

- τα χρέη της εταιρίας προς τρίτους (βραχυπρόθεσμα -ως και ενός έτους-ή μακροπρόθεσμα –όπως π.χ. η έκδοση ομολόγου μεγάλης διάρκειας)
- οι υποχρεώσεις προς τους μετόχους της

Ένα συνοδευτικό στοιχείο του ισολογισμού, το οποίο και δίνει τα αποτελέσματα από την λειτουργία της επιχείρησης την αντίστοιχη περίοδο, είναι η κατάσταση των αποτελεσμάτων χρήσεως. Η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως είναι μια κατάσταση εσόδων εξόδων από την οποία εξάγουμε και το καθαρό κέρδος ή ζημιά που για την επιχείρηση, την περίοδο που εξετάζει η Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσεως (Κουτεντάκη, 2007)

## **ΑΔΥΝΑΜΙΕΣ ΤΟΥ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΚΑΙ ΤΗΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΕΩΣ**

Όπως κάθε τι, έτσι και ο ισολογισμός και η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης έχουν – λόγω της στατικής τους φύσης, τα δικά τους μειονεκτήματα, τα οποία μπορούν να συνοψιστούν στα παρακάτω:

α) Η παρουσίαση των μεγεθών της επιχείρησης σε ιστορικές και όχι σε τρέχουσες τιμές. Έτσι όλα τα περιουσιακά στοιχεία και οι υποχρεώσεις μιας επιχειρήσεως εμφανίζονται συνήθως σε τιμές βασισμένες σε γεγονότα του παρελθόντος. Οι τιμές αυτές, όμως, μεταβάλλονται πολλές φορές από έτος σε έτος, λόγω των οικονομικών συνθηκών, κάτι που δυσκολεύει τους αναλυτές στην κατανόηση της πραγματικής αξίας της επιχείρησης.

β) Η μεταβολή της αγοραστικής δυνάμεως του νομίσματος, στην οποία αναφέρονται τα διάφορα μεγέθη, από χρόνο σε χρόνο (κάθε χρόνο το νόμισμα έχει διαφορετική αγοραστική δύναμη λόγω π.χ. πληθωρισμού). Λόγω της μεταβολής αυτής θα πρέπει κάθε χρόνο να γίνεται αναπροσαρμογή των ιστορικών τιμών των μεγεθών του ισολογισμού, ώστε να αντισταθμίζεται η απώλεια της αγοραστικής αξίας του νομίσματος στο οποίο αναγράφονται τα ποσά. Κάτι τέτοιο όμως δεν γίνεται, με αποτέλεσμα ο ισολογισμός ν' απεικονίζει στοιχεία με αξίες του αυτού μεν νομίσματος, διαφορετικής όμως αγοραστικής δυνάμεως από έτος σε έτος.

γ) Μια άλλη πρόσθετη αδυναμία του ισολογισμού, που συνδέεται με τη δυνατότητα ή όχι συγκρίσεων μεταξύ επιχειρήσεων, είναι το γεγονός ότι όλες οι επιχειρήσεις δεν ακολουθούν την ίδια κατάταξη των ομοειδών στοιχείων τους. Τόσο οι τίτλοι όσο και η ταξινόμηση των στοιχείων των ισολογισμών, διαφέρουν από επιχείρηση σε επιχείρηση. Τέτοιες διαφορές καθιστούν δύσκολες τις συγκρίσεις και ελαττώνουν την αξία της αναλύσεως των στοιχείων του ισολογισμού.

δ) ορισμένα στοιχεία του ισολογισμού είναι αδύνατο να μετρηθούν και να απεικονιστούν, όπως π.χ. η φήμη και πελατεία της επιχειρήσεως που έχει αποκτηθεί από τη μακροχρόνια λειτουργία της, η εμπειρία των εργαζομένων σ' αυτήν, καθώς και άλλα άυλα στοιχεία. Η μη απεικόνιση των στοιχείων αυτών είναι μεν σύμφωνη με την αρχή της αντικειμενικότητας αλλά ταυτόχρονα αποτελεί ελλιπή πληροφόρηση η οποία ενδέχεται να επηρεάζει τις αποφάσεις των ενδιαφερομένων.

ε) Πολλές φορές γίνονται έξοδα σε κάποια χρονική στιγμή με σκοπό να αποδώσουν μελλοντικά. Τίθεται επομένως το ερώτημα: ποιο τμήμα των εξόδων αυτών θα επιβαρύνει τη χρήση εντός της οποίας πραγματοποιήθηκαν και ποιο τις επόμενες χρήσεις. Κλασική περίπτωση τέτοιων δαπανών αποτελούν τα έξοδα οργανώσεως και πρώτης εγκαταστάσεως, καθώς και τα έξοδα εκπαίδευσης προσωπικού (Κουτεντάκη, 2007)



## 2 Κεφάλαιο : Χρηματοοικονομική αποτίμηση

Κάθε πάγιο-περιουσιακό στοιχείο (πραγματικό ή χρηματοοικονομικό) έχει αξία . Συνεπώς για να είναι κάποιος ικανός ,είτε να διαχειριστεί είτε να επενδύσει σε τέτοια στοιχεία , πρέπει να ξέρει δύο πράγματα πρώτο που πρέπει να ξέρει είναι η πραγματική αξία κάθε τέτοιου στοιχείο και το δεύτερο που είναι εξίσου σημαντικό (αν όχι σημαντικότερο από το πρώτο) είναι το από που πηγάζει αυτή η αξία. Αυτές είναι οι δύο απαραίτητες πληροφορίες που πρέπει να έχει ο οποιοσδήποτε ενδιαφέρεται να ασχοληθεί με κάποιο ή κάποια τέτοια στοιχεία.

Η διαδικασία η οποία μας εξασφαλίζει αυτές τις απαραίτητες πληροφορίες λέγεται Χρηματοοικονομική αποτίμηση και μάλιστα κατά τη διάρκεια πραγματοποίησης της μας προσφέρει και ένα πλήθος άλλων πληροφοριών και μεγεθών , τα οποία μας εξασφαλίζουν ότι στο πέρας της διαδικασίας θα έχουμε σχηματίσει μια αρκετά καθαρή εικόνα για το εκάστοτε αποτιμώμενο σύνολο πάγιων στοιχείων – επιχείρηση

Όπως γίνεται εύκολα αντιληπτό διαφορετικής μορφής πάγια στοιχεία απαιτούν διαφορετικές μεθόδους και πληροφορίες για να αποτιμηθούν σωστά . Επίσης πρέπει να αναφέρουμε εδώ ότι προφανώς οποιοδήποτε διαδικασία όπως η χρηματοοικονομική αποτίμηση μας δίνει απαντήσεις και πληροφορίες οι οποίες έρχονται με μια δόση αβεβαιότητας , εφόσον ένα μέρος τους προκύπτει από υποθέσεις και εκτιμήσεις που γίνονται είτε από τον εκτιμητή είτε από το ίδιο το μοντέλο αποτίμησης που χρησιμοποιούμε. Παρ όλα αυτά παρατηρείται μια μεγάλη ομοιότητα στα διαφορετικά μοντέλα αποτίμησης που χρησιμοποιούνται καθώς επίσης είναι εμφανές το γεγονός ότι σε πολλές περιπτώσεις φαίνεται οι βασικές αρχές που τα διέπουν να είναι κοινές.

## 2.1 Χρηματοοικονομική αποτίμηση: Μια θεωρητική βάση

Για να μπορέσουμε να πραγματοποιήσουμε την χρηματοοικονομική αποτίμηση της εταιρείας κτηνοτροφικού ενδιαφέροντος Κτηνοτροφική Μαγνησίας Α.Ε. , που είναι ο στόχος της παρούσας εργασίας , πρέπει να πρώτα να συζητήσουμε μερικά θέματα τα οποία θα αποτελέσουν και το πλαίσιο μέσα στο οποίο θα κινηθούμε για να φέρουμε εις πέρας την αποστολή.

Αρχικά υπάρχουν στο χώρο των χρηματοοικονομικών ,πάντα υπάρχουν πεδία για διαφωνίες και θεωρίες που αντίκεινται η μια στην άλλη. Μια ιδιαίτερα δημοφιλή συζήτηση έχει να κάνει με την αξία και το πως αυτή προσδιορίζεται. Η μια πλευρά τόσο αναλυτές όσο και επενδυτές οι οποίοι στηρίζουν την “Θεωρία του μεγαλύτερου ανόητου ” η οποία λέει με απλά λόγια , ότι η πραγματική αξία ενός παγίου δεν είναι σημαντική εφόσον υπάρχει κάποιος άλλος ο οποίος είναι πρόθυμος να πληρώσει για να το αποκτήσει. Αντιθέτως η αντίθετη πλευρά με την οποία μάλλον συντασσόμαστε και εμείς υποστηρίζει την “Θεωρία του ορθολογικού επενδυτή “ η οποία θεωρεί ότι ένας επενδυτής είναι διατεθειμένος να πληρώσει για ένα πάγιο , την αξία του και όχι παραπάνω αντίθετοι με την θεωρία του ορθολογικού επενδυτή, επιχειρηματολογούν ότι η αξία ενός παγίου είναι διαφορετική στα μάτια διαφορετικών επενδυτών. Αυτό το επιχείρημα αν και εν μέρει μοιάζει λογικό , δεν αρκεί για να μας αλλάξει την άποψη σχετικά με τους ορθολογικούς επενδυτές , αυτό διότι οι περισσότεροι επενδυτές (αν όχι όλοι) δεν αγοράζουν πάγια στοιχεία για συναισθηματικούς ή για λόγους αισθητικής αγοράζουν διότι θεωρούν ότι στο μέλλον θα τους αποφέρουν χρηματικά οφέλη και πιο συγκεκριμένα τα αγοράζουν για τις χρηματοροές που πιστεύουν ότι θα αποδώσουν τα συγκεκριμένα πάγια στο τέλος (Damodaran, 2012)

.Συνεπώς η γενική αρχή στην Αποτίμηση θεωρεί ότι η τιμή ενός παγίου πρέπει να αντικατοπτρίζει την αξία των χρηματοροών που θεωρεί ο επενδυτής ότι αυτό το πάγιο θα του αποδώσει στο μέλλον. μοντέλα αποτίμησης που χρησιμοποιούνται (μερικά από τα οποία θα περιγράψουμε στη συνέχεια) προσπαθούν να σχετίσουν την αξία ενός παγίου με το επίπεδο και την αναμενόμενη ανάπτυξη των χρηματοροών που αναμένουμε από αυτό.

Δυστυχώς με το πέρασμα του καιρού έχουν δημιουργηθεί κάποια λάθος συμπεράσματα και κάποια ψευδείς αντιλήψεις σχετικά με την χρηματοοικονομική αποτίμηση και παρότι έγκριτοι αναλυτές και ακαδημαϊκοί τα έχουν θίξει ακόμα και σήμερα συνεχίζουν να υπάρχουν στα μυαλά κάποιων και να διαδίδονται.

Για να θέσουμε τα πράγματα σε μια σωστή βάση πρέπει να ξεκαθαρίσουμε μερικά πράγματα για να είμαστε στη συνέχεια ικανοί να καταλάβουμε πως μπορούμε να αξιοποιήσουμε τις αποτιμητικές τεχνικές.

Ξεκινώντας πρέπει να τονίσουμε τα μοντέλα αποτίμησης όπως και οποιαδήποτε άλλα στατιστικά-χρηματοοικονομικά μοντέλα είναι μεν ποσοτικά αλλά αυτό δεν εγγυάται την φερεγγυότητά τους. Τα μοντέλα αυτά για να προκειμένου να τεθούν σε χρήση απαιτούν εισαγωγή δεδομένων , τα οποία δεδομένα έχει συλλέξει και έχει ελέγξει ο εκάστοτε αναλυτής. Γίνεται λοιπόν εύκολα αντιληπτό ότι στο συγκεκριμένο κομμάτι μιας αποτίμησης εγείρεται μια πληθώρα ζητημάτων που χρήζουν προσοχής καθώς και ένα εύρος πιθανών προβλημάτων πχ κακή επιλογή δεδομένων και όπως λέει και το ρητό garbage in , garbage out

Το επόμενο ζήτημα που πρέπει να αποσαφηνίσουμε και να κάνουμε ξεκάθαρο είναι ότι καμία Αποτίμηση δεν είναι άξια εμπιστοσύνης εις το διηνεκές. Κάτι το οποίο εάν κοιτάξει κανείς τον σύγχρονο κόσμο είναι απολύτως λογικό. Το αποτέλεσμα το οποίο προκύπτει από μια αποτίμηση καθώς και οι συνιστώσες που το διαμορφώνουν εξαρτώνται και επηρεάζονται από ένα ευρύ φάσμα παραγόντων . Οι παράγοντες αυτοί μεταβάλλονται και μάλιστα ταχύτατα. Επίσης στις σύγχρονες χρηματαγορές η ροή τέτοιων πληροφοριών είναι ογκωδέστατη. Επομένως εύλογα συμπεραίνει κανείς ότι όσο καλή και να είναι μια αποτίμηση δεν γίνεται να επαναπαυθούμε σε αυτήν και οφείλουμε να συνεχίσουμε να την ενημερώνουμε με νέα δεδομένα και μεταβολές των εκάστοτε παραγόντων ούτως ώστε τα αποτελέσματα που προκύπτουν από αυτήν να είναι όσο το δυνατόν πιο έγκυρα. *Μάλιστα εδώ πρέπει να αναφέρουμε ότι αρκετές φορές όταν αναλυτές αλλάζουν την άποψη τους σχετικά με κάποια αποτίμηση γίνονται δέκτες κριτικής και τους ζητείται να αιτιολογήσουν την αλλαγή. Την καλύτερη απάντηση σε αυτό την έδωσε ο Λόρδος Κένυς όταν δέχτηκε κριτική επειδή άλλαξε την άποψη του σχετικά με ένα*

σημαντικό οικονομικό γεγονός ” Όταν τα γεγονότα αλλάζουν , αλλάζω άποψη. Εσείς τι κάνετε κύριε;” (DAMODARAN, 2012)

Όπως κάθε άλλο στατιστικό-επαγωγικό μοντέλο τα μοντέλα αποτίμησης και τα αποτελέσματα αυτών στηρίζονται κατά ένα μεγάλο μέρος σε εκτιμήσεις σχετικά με το μέλλον. Εφόσον αυτό είναι αποδεκτό καταλαβαίνει κανείς ότι παρά την ικανότητα του εκτιμητή και την καλή του πρόθεση ακόμα και η καλύτερη προσπάθεια με το ιδανικότερο μοντέλο δεν θα είναι δεδομένα επιτυχημένη και τα αποτελέσματα αυτής θα έχουν ένα περιθώριο λάθους .Το περιθώριο λάθους αυτό θα διαφέρει κατά περίπτωση και κατά συνθήκη αλλά είναι δεδομένο ότι , πάντα θα υπάρχει.

Δυστυχώς συχνά ακούγεται η θέση ότι για να πιστεύει κάποιος στην χρησιμότητα της αποτίμησης αυτομάτως συναινεί και στην υπόθεση ότι οι αγορές κάνουν λάθη στις εκτιμήσεις τους και ότι , είναι δυνατό κάποιος ίσως ικανότερος από κάποιους άλλους , να εντοπίσουν τέτοια ατοπήματα, χρησιμοποιώντας συχνά δεδομένα που είναι ευρέως γνωστά σε όλους τους ενδιαφερόμενους. Έτσι, οικοδομείται η άποψη ότι ο χρόνος και οι πόροι που διατίθενται για την αποτίμηση έχουν αξία μόνο για αυτούς που πιστεύουν ότι ακόμα και οι αγορές (κάποιες φορές) κάνουν λάθη, ενώ αντιθέτως για όσους συντάσσονται με τη θέση των αλάνθαστων αγορών και της αποτελεσματικότητας του συστήματος η καλύτερη επιλογή θα ήταν να λάβουν την τιμή της αγοράς ως την καλύτερη εκτίμηση της αξίας. Φαίνεται όμως ότι κάποια κομμάτια δεν ταιριάζουν στο συγκεκριμένο πάζλ . Ακόμα και κάποιος που πιστεύει ότι οι αγορές έχουν πάντα δίκιο μπορεί ακόμα να ωφεληθεί από την αποτίμηση διότι μπορεί να του προσφέρει πληροφορίες για το πως οι αλλαγές στο επιχειρησιακό μοντέλο ή στο ιδιοκτησιακό καθεστώς μιας επιχείρησης επηρεάζουν την αξία ή να τον βοηθήσει να κατανοήσει πως οι τιμές της αγοράς διαμορφώνονται με την πάροδο του χρόνου.. Από την άλλη πλευρά, όσοι πιστεύουν ότι οι αγορές κάνουν λάθη και διαχειρίζονται χαρτοφυλάκια με αυτό δεδομένο ο μόνος τρόπος για να βγάλει νόημα η συμπεριφορά τους είναι το να θεωρούν επίσης δεδομένο ότι κάποια στιγμή τα πράγματα θα πάρουν την φυσική τους ροή τα κακώς κείμενα θα διορθωθούν μαζί και οι τιμές και έτσι αυτοί θα επωφεληθούν. Εν τέλει δηλαδή κάποια στιγμή οι ατέλειες θα

διορθωθούν. Συνεπώς η αποτίμηση και οι πόροι υπέρ αυτής έχουν νόημα διότι θα βοηθήσει έναν τέτοιο επενδυτή να εντοπίσει τέτοιες καταστάσεις να προλάβει τις διορθωτικές κινήσεις της αγοράς και να επωφεληθεί από αυτές. Εύλογα λοιπόν καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι η αποτίμηση έχει να προσφέρει και στις δύο προαναφερθείσες κατηγορίες ανθρώπων και συνεπώς δεν υπάρχει κάποιος άμεσος λόγος να την συνδέουμε με το αιώνιο αμφιλεγόμενο ζήτημα Είναι αποτελεσματική η αγορά ;

## **2.2 Ο ρόλος της Αποτίμησης**

Η αποτίμηση είναι χρήσιμη και μπορεί να βρεθεί σε διαφορετικούς τομείς και κλάδους. Ο ρόλος που παίζει κάθε φορά, όπως γίνεται εύκολα αντιληπτό ποικίλει ανάλογα με το πλαίσιο και το χώρο που αυτή πραγματοποιείται. Η παρακάτω ενότητα επιδεικνύει τη σημασία της αποτίμησης σε τρεις πού σημαντικούς χώρους Α) Διαχείριση χαρτοφυλακίου, Β) Ανάλυση απόκτησης και Γ) Εταιρική χρηματοδότηση.

### **2.2.1 Αποτίμηση και διαχείριση χαρτοφυλακίου**

Η αποτίμηση κατέχει μια περίοπτη θέση στο χώρο της Διαχείρισης χαρτοφυλακίων και ταυτόχρονα επηρεάζεται άμεσα από την στρατηγική του κάθε επενδυτή. Η αποτίμηση διαδραματίζει έναν ασήμαντο ρόλο στη διαχείριση χαρτοφυλακίου για έναν επενδυτή ο οποίος επιδεικνύει μια παθητική στρατηγική, ενώ αντίθετα αποτελεί ένα πολύ σημαντικό σκέλος για έναν ενεργό επενδυτή. Ακόμη και μεταξύ των ενεργών επενδυτών, η φύση και ο ρόλος της αποτίμησης διαφέρουν για διαφορετικούς τύπους ενεργών επενδύσεων. Οι επενδυτές που λειτουργούν με το χρόνο της αγοράς χρησιμοποιούν την αποτίμηση πολύ λιγότερο από ό, τι οι επενδυτές που επιλέγουν μετοχές και εστιάζονται στην αποτίμηση της αγοράς και όχι στην αποτίμηση της συγκεκριμένης επιχείρησης. Μεταξύ των επιλογών ασφαλειών, η αποτίμηση

διαδραματίζει κεντρικό ρόλο στη διαχείριση χαρτοφυλακίου για τους θεμελιώδεις αναλυτές και έναν περιφερειακό ρόλο για τους τεχνικούς αναλυτές.

Τρεις είναι οι βασικές επενδυτικές φιλοσοφίες και όπως αναφέραμε και προηγουμένως η αποτίμηση αλληλεπιδρά ξεχωριστά με την κάθε μια

**1. Θεμελιώδεις Αναλυτές:** *Το κυρίαρχο δόγμα στη θεμελιώδη ανάλυση είναι ότι η πραγματική αξία της επιχείρησης μπορεί να συσχετιστεί με τα οικονομικά της χαρακτηριστικά - τις προοπτικές ανάπτυξης, το προφίλ κινδύνου και τις ταμειακές ροές. Οποιαδήποτε απόκλιση από αυτή την πραγματική τιμή είναι ένα σημάδι ότι μια μετοχή είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη. Πρόκειται για μια μακροπρόθεσμη στρατηγική επένδυσης και οι υποθέσεις στις οποίες βασίζεται είναι:*

*(α) η σχέση μεταξύ αξίας και υποκείμενων οικονομικών παραγόντων μπορεί να μετρηθεί.*

*(β) η σχέση είναι σταθερή με την πάροδο του χρόνου.*

*(γ) οι αποκλίσεις από τη σχέση διορθώνονται σε εύλογο χρονικό διάστημα.*

**(Damodaran, 2012)**

Η αποτίμηση κατέχει πολύ σημαντική θέση στη θεμελιώδη ανάλυση. Μερικοί αναλυτές χρησιμοποιούν τα αποτιμητικά μοντέλα προεξόφλησης ταμειακών ροών για να αποτιμήσουν και να βρουν την πραγματική αξία επιχειρήσεων, ενώ άλλοι χρησιμοποιούν πολλαπλάσια, όπως οι δείκτες τιμών-εσόδων και οι δείκτες τιμών-λογιστικής αξίας, για να αποκτήσουν μια πιο πλήρη εικόνα για την κατάσταση που επικρατεί σε έναν κλάδο ή για να συγκρίνουν παρόμοιες επιχειρήσεις.

2.Αγοραστές Franchise : Η φιλοσοφία ενός αγοραστή franchise εκφράζεται καλύτερα από έναν επενδυτή ο οποίος ήταν πολύ επιτυχημένος σε αυτό - Warren Buffett. «Προσπαθούμε να επιμείνουμε στις επιχειρήσεις που πιστεύουμε ότι καταλαβαίνουμε», γράφει ο κ. Buffett (Buffett, 1993). "Αυτό σημαίνει ότι πρέπει να είναι σχετικά απλές και σταθερές. Εάν μια επιχείρηση είναι πολύπλοκη και υπόκειται σε συνεχείς αλλαγές, δεν είμαστε αρκετά έξυπνοι για να προβλέψουμε τις μελλοντικές ταμειακές ροές". Οι αγοραστές franchise επικεντρώνονται σε μερικές επιχειρήσεις που καταλαβαίνουν καλά και προσπαθούν να αποκτήσουν υποτιμημένες

επιχειρήσεις. Συχνά, όπως και στην περίπτωση του κ. Buffett, οι αγοραστές franchise ασκούν επιρροή στη διοίκηση αυτών των εταιρειών και μπορούν να αλλάξουν την οικονομική και την επενδυτική πολιτική.

Ως μακροπρόθεσμη στρατηγική, οι υποκείμενες υποθέσεις είναι ότι:

(α) Οι επενδυτές που καταλαβαίνουν καλά μια επιχείρηση είναι σε καλύτερη θέση να την εκτιμήσουν σωστά.

(β) Αυτές οι υποτιμημένες επιχειρήσεις μπορούν να αποκτηθούν χωρίς να οδηγήσουν την τιμή πάνω από την πραγματική αξία. (Damodaran, 2012)

Η αποτίμηση αποτελεί σημείο κλειδί σε αυτή τη φιλοσοφία, καθώς οι αγοραστές franchise δείχνουν ενδιαφέρον για κάποιο οργανισμό-επιχείρηση επειδή έχουν βάσιμες ενδείξεις ότι τιμολογείται χαμηλότερα από την πραγματική της αξία. Επίσης έχουν έντονο ενδιαφέρον για το αν μπορούν να μεγαλώσουν την αξία της επιχείρησης με αλλαγές στο επιχειρησιακό μοντέλο στη στρατηγική και άλλα

3 Market timers: Οι market timers σημειώνουν με κάποια εγκυρότητα, ότι το να αγοράζεις και να πουλάς μπορεί να σου αποφέρει πολύ μεγαλύτερα οφέλη από το να επιλέγεις και να ακολουθείς μετοχές. Στηρίζουν την άποψη τους στο ότι εάν κάποιος μπορεί να συγκεντρώσει τα κατάλληλα δεδομένα και να τα μελετήσει σωστά του δίδεται η ικανότητα να προβλέψει τον τρόπο με τον οποίο θα διαμορφωθούν οι τιμές και κατά συνέπεια να αποκομίσει όφελος αγοράζοντας και πουλώντας στην βάση αυτή:

(α) Η ίδια η αγορά μπορεί να αποτιμηθεί και να συγκριθεί με το σημερινό επίπεδο.

(β) Για την αποτίμηση όλων των μετοχών μπορεί να χρησιμοποιηθεί μοντέλο αποτίμησης και τα αποτελέσματα από τη διασταύρωση μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να καθοριστεί εάν η αγορά είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη.

### 2.2.2 Αποτίμηση στην Ανάλυση Απόκτησης

Η αποτίμηση οφείλει να κατέχει ξεχωριστή θέση στην ανάλυση απόκτησης. Αυτός ή αυτοί (επιχειρήσεις ή ιδιώτες) οι οποίοι ενδιαφέρονται να πραγματοποιήσουν μια πρόταση αγοράς για κάποιον άλλο οργανισμό ή κομμάτι άλλου οργανισμού πρέπει πρώτα να αποκτήσουν μια αίσθηση της πραγματικής αξίας του υπό συζήτηση εξαγοράς οργανισμού αφ ενός για να αποφασίσουν εάν όντως θέλουν προχωρήσουν την εξαγορά και αφ εταίρου για να μπορέσουν να καταθέσουν μια ρεαλιστική και λογική προσφορά. Για τους αντίστοιχους λόγους και η αντίθετη πλευρά, αυτή στην οποία γίνεται η πρόταση εξαγοράς, οφείλει να δώσει την πρέπουσα σημασία στην αποτίμηση διότι αυτή η είναι η οποία θα της δώσει την κατεύθυνση για το ποιο ποσό θεωρείται δίκαιο για την εξαγορά και εάν πρέπει να γίνει δεκτή η πρόταση ή όχι. Επίσης υπάρχουν και κάποιοι άλλοι παράγοντες τους οποίους πρέπει να λάβουν υπόψη οι δύο πλευρές και κατά συνέπεια η αποτίμηση που θα πραγματοποιήσουν. Αδιαμφισβήτητα ο πιο σημαντικός παράγοντας είναι αυτός της συνέργειας που θα προκύψει από τον συνδυασμό των δύο επιχειρήσεων ο οποίος θα επηρεάσει και την αξία που θα προκύψει. Κάποιοι θεωρούν ότι είναι αδύνατο να μετρήσουμε (με τα μοντέλα αποτίμησης) όλη την επιρροή που θα έχει ο παράγοντας της συνέργειας στην αξία της μελλοντικής ενωμένης επιχείρησης και για αυτό τον λόγο δεν θα πρέπει να του δίνουμε σημασία αποτιμητικά μιλώντας. Βέβαια αυτό τελεί υπό συζήτηση χωρίς να υπάρχει κάποια κοινώς αποδεκτή θέση. Δεύτερον, οι αλλαγές που θα προκύψουν στην αξία, στο επιχειρησιακό μοντέλο και στο νέο τρόπο λειτουργίας της επιχείρησης προς εξαγορά, πρέπει να προσμετρηθούν και διαμορφώσουν αυτό που λέμε δίκαιη τιμή. Αυτό ίσως να δημιουργεί προβλήματα σε κάποιες περιπτώσεις εξαγοράς από μη-φιλικό οργανισμό. Τέλος, εγείρεται ένα ήσσονος σημασίας ζήτημα σχετικά με κάποιες προκαταλήψεις που μπορεί να υπάρξουν στις Αναλύσεις απόκτησης. Αυτές οι προκαταλήψεις δημιουργούνται από τα διαφορετικά συμφέροντα που έχουν οι εμπλεκόμενες πλευρές καθώς οι μεν πωλητές αρκετές φορές υπερτιμούν την αξία της επιχείρησης τους και αξιώνουν υψηλές τιμές πιέζοντας κατόπιν τον αναλυτή να καταλήξει σε ένα πόρισμα που στηρίζει τις παράλογες



απαιτήσεις τους ενώ αντίστοιχα η πλευρά των αγοραστών πιέζει τους αντίστοιχους αναλυτές να καταλήξουν σε συμπεράσματα που στηρίζουν τις δικές τους θέσεις. Τέτοιες πρακτικές πρέπει να αποφεύγονται διότι επηρεάζουν την εγκυρότητα της Ανάλυσης

### 2.2.3 Αποτίμηση στα εταιρικά χρηματοοικονομικά

Αν ο στόχος των εταιρικών χρηματοοικονομικών είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της εταιρίας, η σχέση μεταξύ των οικονομικών αποφάσεων, της εταιρικής στρατηγικής και της εταιρικής αξίας πρέπει να είναι ευθυγραμμισμένη

Πολύ σημαντικό ρόλο σε αυτό το κομμάτι κατέχει ο τρόπος χρηματοδότησης της επιχείρησης ο οποίος επηρεάζει μια σειρά άλλων θεμάτων τα οποία διαμορφώνου μετέπειτα την αξία της επιχείρησης συνεπώς εκπληρώνουν ή όχι τους χρηματοοικονομικούς στόχους. Η αξία μιας επιχείρησης μπορεί να συνδέεται άμεσα με τις αποφάσεις που λαμβάνει - σχετικά με τα projects που λαμβάνει, τον τρόπο χρηματοδότησής τους και τη μερισματική πολιτική της. Η κατανόηση αυτής της σχέσης είναι βασική προϋπόθεση για τη λήψη αποφάσεων που αυξάνουν την αξία και για την εύλογη οικονομική αναδιάρθρωση. (Damodaran, 2012)

#### Συμπέρασμα

Η αποτίμηση διαδραματίζει βασικό ρόλο σε πολλούς τομείς των χρηματοοικονομικών - στην εταιρική χρηματοδότηση, τις συγχωνεύσεις και εξαγορές και τη διαχείριση χαρτοφυλακίου. Τα μοντέλα που θα δούμε στη συνέχεια προσφέρουν μια σειρά εργαλείων που οι αναλυτές σε κάθε μία από αυτές τις περιοχές θα χρησιμοποιήσουν. Δεν πρέπει όμως να ξεχνάμε ότι η αποτίμηση δεν αποτελεί αντικειμενική διαδικασία και οποιεσδήποτε προκαταλήψεις που ένας αναλυτής φέρνει στη διαδικασία θα βρουν το δρόμο τους στην αξία που θα προκύψει.

## 2.3 Αποτιμητικές προσεγγίσεις

Στο πεδίο οι αναλυτές έχουν να επιλέξουν από ένα τεράστιο αριθμό υποδειγμάτων, ποιο είναι το καταλληλότερο για να αποτιμήσουν κάθε φορά τα πάγια στοιχεία που τους ζητείται. Κάποια από αυτά τα πρότυπα μοντέλα μπορούν να χαρακτηρισθούν σχετικά απλά ενώ κάποια άλλα μάλλον θα τα κατατάσσαμε στα εκλεπτυσμένα και μάλιστα αρκετά περίπλοκα. Αυτά τα πρότυπα υποδείγματα, όπως όλα τα οικονομικά μοντέλα, έχουν μεγάλες διαφορές μεταξύ τους τόσο στις υποθέσεις τις οποίες κάνουν για λειτουργήσουν αλλά και στις παραδοχές που δέχεται ο αναλυτής με την χρησιμοποίηση του εκάστοτε μοντέλου. Από την άλλη πλευρά όποιος ασχοληθεί έστω και επιφανειακά με αυτά μπορεί εύκολα να διαπιστώσει ότι υπάρχουν και αρκετά κοινά στοιχεία και ομοιότητες μεταξύ των διαφόρων μοντέλων αποτίμησης. Αυτές οι ομοιότητες είναι που μας δίνουν την ευκαιρία να ταξινομήσουμε και να δημιουργήσουμε κάποια σύνολα που το καθένα περιέχει όμοια μεταξύ τους μοντέλα αποτίμησης. Υπάρχουν διάφορα πλεονεκτήματα σε μια τέτοια ταξινόμηση -- το καθιστά ευκολότερο να καταλάβει που ταιριάζει καλύτερα κάθε πρότυπο μοντέλο και γιατί ο αναλυτής επιλέγει να χρησιμοποιήσει αυτό έναντι του άλλου.

Σε γενικές γραμμές, υπάρχουν τρεις προσεγγίσεις στην αξιολόγηση. Η πρώτη, αποτίμηση προεξοφλημένων χρηματοροών, συσχετίζει την αξία ενός παγίου με τη σημερινή αξία των χρηματοροών που αναμένονται από το συγκεκριμένο περιουσιακό στοιχείο. Η δεύτερη, αποτίμηση συγκρίσιμων στοιχείων, υπολογίζει την αξία ενός παγίου με την εξέταση των τιμολογιακά «συγκρίσιμων» παγίων στοιχείων σχετικά με μια κοινή μεταβλητή όπως τα κέρδη, οι ταμειακές ροές, η λογιστική αξία ή οι πωλήσεις. Η τρίτη, αποτίμηση ενδεχόμενης απαίτησης, χρησιμοποιεί τα πρότυπα μοντέλα τιμολόγησης για να μετρήσει την αξία των παγίων που έχουν τα χαρακτηριστικά επιλογής. Μερικά από αυτά τα περιουσιακά στοιχεία είναι ανταλλάξιμα χρηματοοικονομικά πάγια όπως ασφάλειες, και κάποιας από αυτά δεν είναι και βασίζονται σε πραγματικά περιουσιακά στοιχεία πχ πατέντες. Τα τελευταία καλούνται συχνά

πραγματικές επιλογές. Μπορούν να υπάρξουν σημαντικές διαφορές στις εκβάσεις, ανάλογα με τις οποίες η προσέγγιση χρησιμοποιείται. (Damodaran, 2012)

### 2.3.1 Αποτίμηση προεξοφλημένων χρηματοροών

Ενώ η αποτίμηση προεξοφλημένων ταμειακών ροών είναι ένας από τους τρεις τρόπους αποτίμησης ρεαλιστικά μιλώντας οι περισσότερες αποτιμήσεις που γίνονται στον πραγματικό κόσμο είναι αποτιμήσεις συγκρίσιμων στοιχείων, όμως είναι ευρέως αποδεκτό ότι είναι η βάση πάνω στην οποία όλες οι άλλες προσεγγίσεις αποτίμησης στηρίζονται. Για να πραγματοποιηθεί η αποτίμηση συγκρίσιμων στοιχείων σωστά, πρέπει να ενστερνιστούμε τις θεμελιώδεις αρχές της αποτίμησης προεξοφλημένων ταμειακών ροών. Για να θέσουμε σε ισχύ τα πρότυπα υποδείγματα τιμολόγησης και να αξιολογήσουμε πάγια στοιχεία, οφείλουμε σχεδόν πάντα πρώτα να πραγματοποιήσουμε με μια αποτίμηση προεξοφλημένων ταμειακών ροών.

#### *Τα βασικά για την αποτίμηση προεξοφλημένων ταμειακών ροών*

Αυτή η προσέγγιση στηρίζεται στον κανόνα της παρούσας αξίας όπου η αξία ενός περιουσιακού στοιχείου είναι η παρούσα αξία των ταμειακών ροών που αυτό θα δημιουργήσει στο μέλλον.

$$\text{Παρούσα αξία} = \sum_{t=1}^{t=N} \frac{\text{ταμειακές ροές}_t}{(1+r)^t}$$

Όπου,

$N$  = τα χρόνια ζωής του περιουσιακού στοιχείου

$r$  = επιτόκιο προεξόφλησης που αντικατοπτρίζει το ρίσκο σε αυτές τις μελλοντικές χρηματοροές

ταμειακές ροές<sub>t</sub> = ταμειακές ροές σε χρόνο t

Όπως καταλαβαίνουμε για λειτουργήσει το συγκεκριμένο μοντέλο πρέπει να συντρέχουν κάποιες προϋποθέσεις . Το επιτόκιο προεξόφλησης πρέπει να ενσωματώνει τόσο τον κίνδυνο-ρίσκο που συνοδεύει αυτές τις μελλοντικές χρηματοροές . Για την ακρίβεια πρέπει να είναι συνάρτηση αυτού του ρίσκου και επομένως ασφαλέστερες επενδύσεις με λιγότερο κίνδυνο να έχουν μικρότερο επιτόκιο προεξόφλησης έναντι άλλων επισφαλέστερων. Συνήθως πιο ασφαλή επένδυση θεωρούμε τα κρατικά ομόλογα και για αυτό θεωρούμε ότι το επιτόκιο προεξόφλησης που προκύπτει από αυτά είναι το επιτόκιο για επενδύσεις μηδενικού κινδύνου

### 2.3.2 Κατηγορίες μοντέλων προεξόφλησης ταμειακών ροών

*Αποτίμηση καθαρής θέσης, Αποτίμηση εταιρείας, Αποτίμηση Προσαρμοσμένης παρούσας αξίας*

Έχουμε τρεις επιλογές σχετικά με την Αποτίμηση προεξόφλησης ταμειακών ροών-Η πρώτη είναι να αποτιμήσουμε μόνο το ποσοστό της επιχείρησης που ανήκει στα Μετοχικά Κεφάλαια, η δεύτερη είναι να αποτιμήσουμε ολόκληρη τη επιχείρηση και η τρίτη είναι να αποτιμήσουμε την επιχείρηση σε κομμάτια αρχικά τις δραστηριότητες της και μετά τις επιπτώσεις που έχει στην αξία το χρέος και άλλες διεκδικήσεις μη-μετοχικές. Μπορεί και οι τρεις επιλογές να αναφέρονται σε προεξόφληση ταμειακών ροών τα αποτελέσματα που δίνουν όμως δεν είναι ίδια

Αφού αφαιρέσουμε όλα τα έξοδα, τις ανάγκες επανεπένδυσης , τους φόρους και τις καθαρές αποπληρωμές χρέους καταλήγουμε στις υπολειπόμενες ταμειακές ροές αν αυτές τις προεξοφλήσουμε , με επιτόκιο το κόστος μετοχικού κεφαλαίου π.χ. την επιστροφή στα ίδια κεφάλαια που ζητούν οι μέτοχοι , μπορούμε να υπολογίσουμε την αξία του μετοχικού κεφαλαίου.

$$\text{Αξία Μετοχικού Κεφαλαίου} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{ταμειακές ροές}_t \text{ στο μετ. κεφάλαιο}}{(1+K_e)^t}$$

Όπου

*ταμειακές ροές<sub>t</sub> στο μετ. κεφάλαιο* = υπολειπόμενες ταμειακές ροές σε χρόνο t

$K_e$  = Κόστος μετοχικού κεφαλαίου

Το μοντέλο στο οποίο πρέπει να κάνουμε μια ειδική αναφορά μιας και είναι αυτό το οποίο θα χρησιμοποιήσουμε για να κάνουμε την αποτίμηση της Κτηνοτροφικής Μαγνησίας ΑΕ είναι το Υπόδειγμα προεξόφλησης Μερισμάτων

Σε αυτό το υπόδειγμα η βασική διαφορά με το προηγούμενο είναι ότι οι υπολειπόμενες ταμειακές ροές που χρησιμοποιούμε είναι αυτές που προκύπτουν αφού αφαιρέσουμε όλα τα έξοδα, τις ανάγκες επανεπένδυσης και τους φόρους, αλλά προτού πληρώσουμε όμως είτε τα Ίδια Κεφάλαια (με τη μορφή μερισμάτων) είτε τα Ξένα Κεφάλαια (αποπληρωμή χρεών, τόκοι κτλ.) ,προεξοφλούμε τις υπολειπόμενες ταμειακές ροές στο σταθμισμένο μέσο κόστος κεφαλαίου (WACC) το οποίο είναι το αποτέλεσμα που προκύπτει από το συνδυασμό του κόστους Ξένων και Ιδίων Κεφαλαίων.

$$\text{Αξία Επιχείρησης} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{ταμειακές ροές}_t \text{ στην επιχείρηση}}{(1+WACC)^t}$$

Όπου

*ταμειακές ροές<sub>t</sub> στην επιχείρηση* = υπολειπόμενες ταμειακές ροές στην επιχείρηση σε χρόνο t

WACC = Σταθμισμένο μέσο Κόστος Κεφαλαίου

Στο υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων θεωρούμε ότι η αξία των Ιδίων Κεφαλαίων είναι η παρούσα αξία των μελλοντικών μερισμάτων που θα αποδοθούν από αυτά τα κεφάλαια. Στη συνέχεια θα δούμε πως θα βρούμε όλα τα απαραίτητα στοιχεία για να κάνουμε αποτιμήσουμε την Κτηνοτροφική Μαγνησίας ΑΕ με αυτό το υπόδειγμα.

$$\text{Αξία Ιδίων Κεφαλαίων} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{E(\frac{\text{ΜΕΡΙΣΜΑ}}{\text{ΜΕΤΟΧΗ}}^t)}{(1+K_e)^t}$$

Όπου

Μέρισμα/μετοχή) = Σύνολο μέρισμα/μετοχή σε χρόνο t

$K_e$  =Κόστος ιδίων Κεφαλαίων

Επειδή όμως δεν μπορούμε να υπολογίζουμε τα μερίσματα εις το διηνεκές θα κληθούμε να κάνουμε κάποιες παραδοχές κυρίως όσο αναφορά το ρυθμό ανάπτυξης τους. Δηλαδή από ένα σημείο θεωρούμε ότι παραμένουν σταθερά.

*Φυσικά υπάρχουν και οι άλλες προσεγγίσεις όπως αναφέραμε πιο πάνω που προσφέρουν και αυτές μια πληθώρα εργαλείων αλλά εμείς εδώ θα αναλωθούμε σε αυτό και θα προτιμήσουμε να στη συνέχεια να εξετάσουμε κάποια θέματα που έχουν να κάνουν με τα υποδείγματα προεξόφλησης ταμειακών ροών και μερισμάτων.*

## 2.4 Δεδομένα και υποδείγματα απαραίτητα για την Χρηματοοικονομική αποτίμηση

Για να πραγματοποιήσουμε την αποτίμηση την Κτηνοτροφική Μαγνησίας ΑΕ , όπως και κάθε άλλη επιχείρηση , θα χρειαστούμε στοιχεία τόσο για τον κλάδο όσο και για την ίδια την επιχείρηση. Έπειτα θα χρησιμοποιήσουμε διάφορα υποδείγματα τα οποία θα μας οδηγήσουν στα συμπεράσματα που θέλουμε για να πραγματοποιήσουμε την επιχείρηση την αποτίμηση.

Ένα μεγάλο μέρος αυτών των στοιχείων το παίρνουμε από λογιστικές καταστάσεις , ισολογισμούς και καταστάσεις αποτελεσμάτων χρήσεις. Φυσικά για να μπορούμε να συνεχίσουμε στην διαδικασία πρέπει να υπάρχει επαρκείς αριθμός στοιχείων διότι σε διαφορετική περίπτωση τα υποδείγματα που θα χρησιμοποιήσουμε δεν λειτουργούν. Επιπροσθέτως όπως ήδη αναφέρθηκε όσο πιο έγκυρα και σωστά είναι τα στοιχεία μας τόσο καλύτερη και ακριβής θα είναι και η αποτίμησή μας.

Πιο συγκεκριμένα μέσω των οικονομικών καταστάσεων κάνουμε δύο πράγματα. Διαχωρίζουμε τα περιουσιακά στοιχεία σε αυτά που ήδη υπάρχουν και σε αυτά που θα δημιουργηθούν (αναπτυσσόμενα περιουσιακά στοιχεία) .Η αλήθεια είναι ότι οι λογιστικές καταστάσεις δεν μας δίνουν και πολλά στοιχεία επί των τελευταίων. Επίσης το άλλο πράγμα που προκύπτει από τις λογιστικές καταστάσεις είναι η κερδοφορία. Οι αποφάσεις στη σύνταξη των λογιστικών καταστάσεων επηρεάζουν μια σειρά από μεγέθη όπως είναι τα λειτουργικά έξοδα , τα χρηματοοικονομικά έξοδα και άλλα και αυτά με τη σειρά τους επηρεάζουν τους δείκτες που μας δείχνουν σε τι κατάσταση βρίσκεται η επιχείρηση π.χ. Return on Equity , Return on Investment .

## 2.5 Ρίσκο και κίνδυνος στα χρηματοοικονομικά

Αναφέρθηκε ήδη ότι για να πραγματοποιήσουμε την αποτίμηση χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων θα πρέπει να χρησιμοποιήσουμε τον Σταθμισμένο μέσο Κόστος Κεφαλαίου ο οποίος προκύπτει από το κόστος ξένων και Ιδίων Κεφαλαίων της επιχείρησης . Για να το κάνουμε αυτό πρέπει να βρούμε το Κόστος Ίδιων Κεφαλαίων.

Πρώτα όμως να εξηγήσουμε κάποια πράγματα για να δούμε πως θα φτάσουμε στο προορισμό μας. Στον κόσμο των χρηματοοικονομικών με τον όρο κίνδυνος περιγράφουμε την οποιαδήποτε απόκλιση έχουν οι αποδόσεις μιας επένδυσης από το αναμενόμενο. Η ύπαρξη αυτού του κινδύνου είναι που ζητάνε να αποζημιωθούν οι επενδυτές. Επίσης θεωρούμε ότι υπάρχουν δυο ειδών κίνδυνοι ο διαφοροποιημένος κίνδυνος (που αφορά όλη την αγορά) και ο μη-

διαφοροποιημένος κίνδυνος (αφορά ειδικά την επιχείρηση). Οι επενδυτές επειδή αναλαμβάνουν αυτούς τους κινδύνους έχουν μια απαίτηση την οποία ονομάζουμε ελάχιστη απόδοση (είναι η απόδοση που ζητούν για να αναλάβουν τους κινδύνους που πηγάζουν από την συγκεκριμένη επένδυση) και αυτό είναι το Κόστος Κεφαλαίου.

Εμείς χρησιμοποιούμε το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων για να μετρήσουμε αυτήν την ελάχιστη απόδοση και να βρούμε το Κόστος Ιδίου Κεφαλαίου.

- I. Το υπόδειγμα αυτό χρησιμοποιεί ως μέτρο κινδύνου την διακύμανση των πραγματικών αποδόσεων γύρω από μια αναμενόμενη απόδοση
- II. Προσδιορίζει πως υπάρχει ένα μέρος της διακύμανσης το οποίο μπορεί να διαφοροποιηθεί και πως μόνο το μη διαφοροποιήσιμο μέρος είναι αυτό το οποίο αποζημιώνεται
- III. Μετρά το μη διαφοροποιήσιμο κίνδυνο με το συντελεστή  $B$  ο οποίος είναι τυποποιημένος γύρω από τη μονάδα (πιο επικίνδυνες επενδύσεις θα έχουν μεγαλύτερο  $B$  από πιο ασφαλείς)

$$K_e = r_f + \beta \times \{ E(R_m) - r_f \}$$

Όπου

$K_e$  = Κόστος ιδίων Κεφαλαίων

$r_f$  = Απόδοση μηδενικού κινδύνου

$E(R_m)$  = Απαιτούμενη απόδοση χαρτοφυλακίου της αγοράς \*

$B$  = Μέτρο μη διαφοροποιημένου κινδύνου

Συνήθως για να ορίσουμε την απόδοση μηδενικού κινδύνου χρησιμοποιούμε κρατικά ομόλογα της χώρας της οποίας βρίσκεται η επιχείρηση (Ευρωπαϊκά ομόλογα στη δική μας περίπτωση) και την απόδοση αυτών



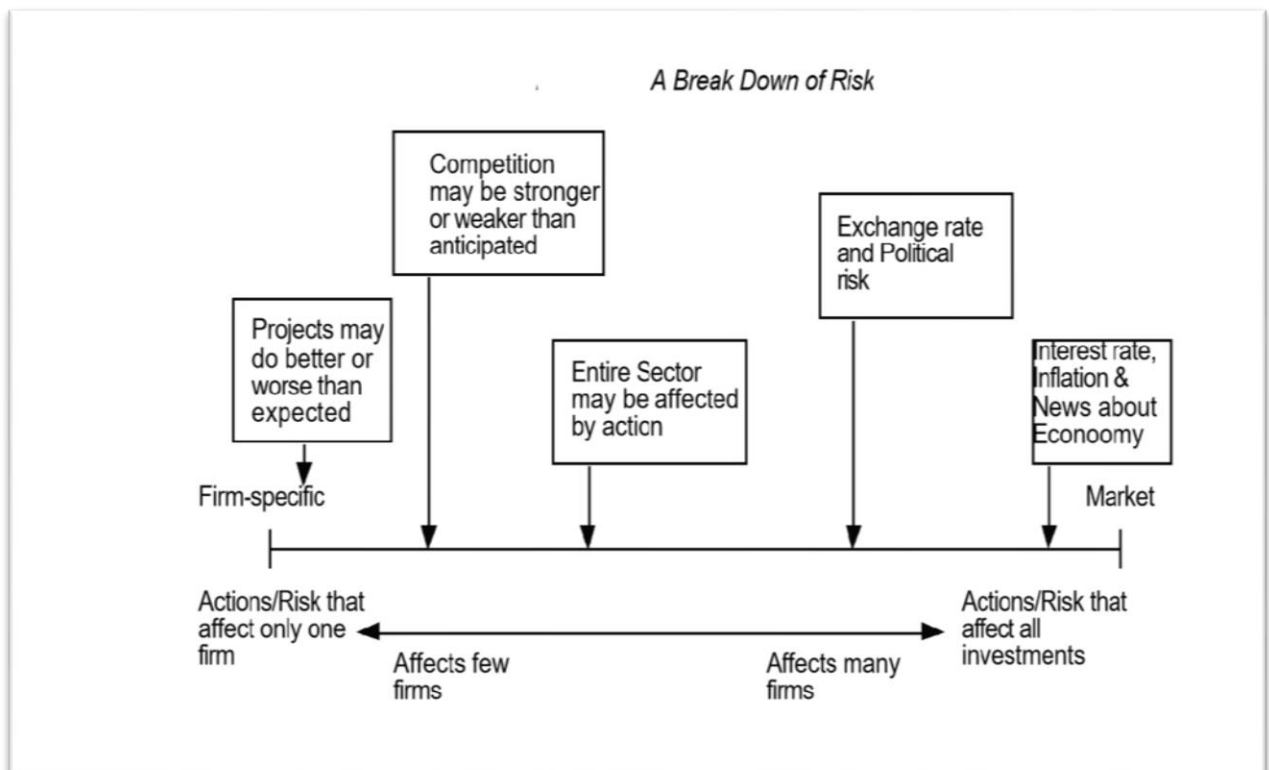
Όταν λέμε απαιτούμενη απόδοση χαρτοφυλακίου αγοράς θεωρούμε ότι υπάρχει ένας επενδυτής ο οποίος αγοράζει όλες τις διαφορετικές μετοχές στο χαρτοφυλάκιό του. Διαφοροποιείται πλήρως συνεπώς εξαλείφει πλήρως τον μη διαφοροποιημένο κίνδυνο. Όμως απαιτεί κάποια ελάχιστη απόδοση για να αναλάβει το μέρος του κινδύνου που παραμένει του διαφοροποιήσιμου-κινδύνου αλλιώς μπορεί να επενδύσει σε ένα ομόλογο μηδενικού κινδύνου. Αυτή την απόδοση λέμε απαιτούμενη απόδοση χαρτοφυλακίου αγοράς και για κάθε αγορά είναι διαφορετική

Στον πίνακα που ακολουθεί βλέπουμε έναν επιμερισμό των διάφορων συστατικών του κινδύνου :

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.1

*(Damodaran, 2012)*

*ΕΠΙΜΕΡΙΣΜΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΣΕ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ*



Υπάρχουν κι άλλα μοντέλα μέτρησης κινδύνου τα οποία όμως δεν θα αναφέρουμε στην παρούσα εργασία. Θεωρούμε ότι αναφέραμε αρκετά για το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων το οποίο εμείς θα χρησιμοποιήσουμε για να καταλήξουμε στο κόστος Ίδιων Κεφαλαίων για την Κτηνοτροφική Μαγνησίας ΑΕ.

Για να προσδιορίσουμε το συντελεστή Β θα χρησιμοποιήσουμε την μέθοδο των ανάποδων Β που περιλαμβάνει 5 βήματα

1. Ταυτοποιούμε τον κλάδο-κλάδους στον οποίο δραστηριοποιείται η εταιρεία μας
2. Βρίσκουμε τους συντελεστές Β από παλινδρομήσεις άλλων εταιρειών στο κλάδο και συνθέτουμε έναν μέσο Β για το κλάδο και την χρηματοοικονομική του μόχλευση
3. Υπολογίζουμε την μη μοχλευμένο συντελεστή Β για τον κλάδο απομοχλεύοντας τον μέσο Β του κλάδου με την μέση μόχλευση (ξένα/Ίδια κεφάλαια)
4. Υπολογίζουμε την μη μοχλευμένο συντελεστή Β για την επιχείρησή μας βγάζοντας έναν σταθμισμένο μέσο μη μοχλευμένων Β ολόκληρου του κλάδου (ανάλογα με την αξία κάθε επιχείρησης κάνουμε και την ανάλογη στάθμιση)
5. Χρησιμοποιούμε τις αγοραίες αξίες Ξένων και Ίδιων Κεφαλαίων της εταιρείας μας και δημιουργούμε τον μοχλευμένο συντελεστή Β για την επιχείρησή μας

Με την ολοκλήρωση και αυτού του βήματος θα έχουμε όλα τα απαραίτητα δεδομένα το οποίο θα εισάγουμε στο αποτιμητικό υπόδειγμα που χρησιμοποιούμε για να πραγματοποιήσουμε την αποτίμηση της Κτηνοτροφικής Μαγνησίας.

(Damodaran, 2012)

### 3 Κεφάλαιο : ΚΤΗΝΟΤΡΟΦΙΚΗ ΜΑΓΝΗΣΙΑΣ

Στο κεφάλαιο αυτό θα προσπαθήσουμε να δούμε κάποια στοιχεία για την Κτηνοτροφική Μαγνησίας ΑΕ πλέον GREEK FAMILY FARM και θα αποπειραθούμε να δείξουμε γιατί η συγκεκριμένη περίπτωση κέντρισε το ενδιαφέρον μας ώστε να επιλέξουμε την συγκεκριμένη επιχείρηση για την παρούσα εργασία. Για να το πραγματοποιήσουμε αυτό με μεγαλύτερες πιθανότητες επιτυχίας αρχικά θα αναφέρουμε κάποια στοιχεία για τους κλάδους στους οποίους ανήκει η συγκεκριμένη επιχείρηση , τη σημασία αυτών για την Ελληνική οικονομία και όχι μόνο.

#### 3.1 Ο κλάδος της κτηνοτροφίας

Ο όρος κτηνοτροφία αναφέρεται στον κλάδο εκείνο της οικονομίας που αφορά την εκτροφή και την εκμετάλλευση όλων των παραγωγικών ζώων. Στα παραγωγικά ζώα συμπεριλαμβάνονται τα βοοειδή, τα αιγοπρόβατα, οι χοίροι, τα πουλερικά, τα ιπποειδή, τα γουνοφόρα και οι μέλισσες (Υπουργείο Αγροτικής Ανάπτυξης και Τροφίμων). Η κτηνοτροφία είναι ο δεύτερος βασικός κλάδος της γεωργικής παραγωγής μετά τη γεωργία και είναι ιδιαίτερος σημαντική για τον άνθρωπο. Η κτηνοτροφία συνδέεται άμεσα με τη γεωργία καθώς οι ζωοτροφές στο μεγαλύτερο ποσοστό τους προέρχονται από την καλλιέργεια και την εκμετάλλευση της γης. Ακόμα, η κτηνοτροφία αξιοποιεί όσα προϊόντα της γεωργίας δεν καταναλώνονται από τον άνθρωπο όπως είναι τα πίτουρα, τα άχυρα και πολλά άλλα, ενώ εκείνη με τη σειρά της προσφέρει στη γεωργία, την κοπριά για το έδαφος που αποτελεί σπουδαίο φυσικό λίπασμα, απαραίτητο για την αναζωογόνηση και τη διατήρηση της γονιμότητας ου εδάφους. Πρόκειται λοιπόν για μια σχέση αλληλένδετη και άρρηκτα δεμένη, με βασικό χαρακτηριστικό της την αλληλεπίδραση (Ζαρμπούτης, 1993)

### 3.1.1 Η σημασία της ελληνικής κτηνοτροφίας

Η εκτροφή ζώων έχει ως κύριο σκοπό να αποφέρει στον κτηνοτρόφο ένα εισόδημα αλλά πέρα από την εξασφάλιση του χρηματικού κέρδους, σημαντική είναι και η παραγωγή μεγάλης διατροφικής αξίας προϊόντων όπως το κρέας, το γάλα, τα αυγά κ.α.. Η ανάπτυξη της κτηνοτροφίας συνεπάγεται και την αξιοποίηση μεγάλων εκτάσεων ορεινών και ημιορεινών βοσκοτόπων που χωρίς την εκτροφή των ζώων θα παρέμεναν αναξιοποίητες. Επιπλέον, η ζωική παραγωγή προμηθεύει με πρώτες ύλες μια σειρά βιομηχανιών και έτσι παρέχεται εργασία σε χιλιάδες άτομα. Τέλος, θα πρέπει να τονιστεί και η σημασία του κλάδου στη συγκράτηση των πληθυσμών σε ορεινές και απομονωμένες περιοχές χωρίς άλλες παραγωγικές δραστηριότητες που υπό άλλες συνθήκες θα είχαν ερημώσει (Ζαρμπούτης, 1993)

Η Ελλάδα είναι χώρα με μεγάλη παράδοση στην κτηνοτροφία, η οποία αποτελεί βασική κοινωνικό-οικολογική δραστηριότητα. Η κτηνοτροφία συμβάλλει ουσιαστικά στην περιφερειακή αγροτική ανάπτυξη και στη διατήρηση του κοινωνικού ιστού της υπαίθρου. Επίσης αξιοποιεί ορεινές και ημιορεινές περιοχές που είναι αδύνατο να αξιοποιηθούν διαφορετικά. Παρ' όλα αυτά η ζωική παραγωγή συνεισφέρει μόλις το 30% της συνολικής αγροτικής παραγωγής. Την τελευταία τριετία παρατηρείται φθίνουσα πορεία του κτηνοτροφικού κλάδου λόγω μείωσης της κτηνοτροφικής παραγωγής, μείωση του ζωικού κεφαλαίου και μείωση του εργατικού δυναμικού. Η χώρα μας είναι ελλειμματική στα κυριότερα κτηνοτροφικά προϊόντα όπως αγελαδινό γάλα, βόειο και χοίρειο κρέας με αποτέλεσμα οι εισαγωγές σε γάλα και κρέας να βαρύνουν το εμπορικό ισοζύγιο και να φτάνουν περίπου στα 2 δις Ευρώ. Η αθρόα εισαγωγή ζωικών προϊόντων οφείλεται στο ότι τα ζωικά προϊόντα δεν παράγονται ανταγωνιστικά στην Ελλάδα λόγω του υψηλού κόστους παραγωγής. Οι κτηνοτρόφοι πρέπει να λάβουν υπόψη τους τη δυνατότητα αναδιάρθρωσης της εκμετάλλευσης και τη μεγάλη σημασία της ορθολογιστικής οργάνωσης της εκμετάλλευσης (Ρεζίτη, 2014)

### 3.1.2 Το προφίλ της ελληνικής κτηνοτροφίας

Γίνεται λοιπόν εύκολα αντιληπτό ότι ο κλάδος κατέχει εξέχουσα θέση τόσο στην ελληνική οικονομία καθώς επίσης και στην ελληνική κοινωνία καθώς αποτελεί παραδοσιακή ενασχόληση και μέσο ευημερίας σε μια σειρά περιοχών της ελληνικής επικράτειας. Για να ενισχύσουμε το επιχείρημα αυτό και για να δείξουμε του λόγου το αληθές παραθέτουμε κάποια στοιχεία.

Πίνακας 3.1

(ΕΛΣΤΑΤ, ΑΠΟΓΡΑΦΗ ΓΕΩΡΓΙΑΣ - ΚΤΗΝΟΤΡΟΦΙΑΣ, 2009)

	Βοοειδή		Αιγοπρ όβατα		Χοίροι		Πουλερ ικά		Λοιπές	
	Εκμεταλ- λεύσεις	Αριθμός Κεφαλών	Εκμετα λ- λεύσεις	Αριθμό ς Κεφαλ ών	Εκμετα λ- λεύσεις	Αριθ μός Κεφα λών	Εκμετα λ- λεύσεις	Αριθμός Κεφαλώ ν	Εκμεταλ- λεύσεις	Αριθμός Κεφαλών
ΜΑΚΕΔΟΝΙΑ	7882	334063	21870	303029	4380	2446	50387	1111633	8252	359022
ΗΠΕΙΡΟΣ	1103	61368	15151	100384	571	1084	15614	1058864	2129	72538
ΘΕΣΣΑΛΙΑ	1548	110694	14322	161119	1901	2114	24539	1215041	3761	154734
ΣΤΕΡΕΑ ΕΛΛΑΔΑ	723	27727	16753	919774	1578	1000	16842	2929127	4821	160533
ΙΟΝΙΩΝ ΝΗΣΩΝ	407	5523	5451	244146	553	4259	9965	307402	3536	83150
ΔΥΤΙΚΗ ΕΛΛΑΔΑ	1742	59097	29508	195526	3911	1218	36708	1647280	6579	191687
ΠΕΛΟΠΟΝΝΗΣΟ				102528		7832				
Σ	903	17005	16401	2	1278	1	23168	1368105	6652	220319

ΑΤΤΙΚΗ	106	4361	1737	119806	139	6504	1660	5141997	670	38930
ΒΟΡΕΙΟΥ ΑΙΓΑΙΟΥ	707	8755	8475	533784	1402	8304	7650	281987	3000	43109
ΝΟΤΙΟ ΑΙΓΑΙΟ	1349	17071	8376	416451	1837	1675 1	6118	353181	3956	94087
ΚΡΗΤΗΣ	209	2403	25474	251020 3	1782	4673 8	22722	1818466	14205	416737
Σύνολο Χώρας	16679	648067	163518	133700 51	19332	9472 22	14142	30133	32757	857384

Όπως βλέπουμε από τα παραπάνω στοιχεία σύμφωνα με την απογραφή της ΕΛΣΤΑΤ για το 2009 στην ελληνική επικράτεια δραστηριοποιούνταν 472.482 κτηνοτροφικές εκμεταλλεύσεις. Αυτό αποτελεί ένα πολύ σημαντικό πειστήριο για τη σημασία του κλάδου της κτηνοτροφίας.

Εάν στα παραπάνω συνυπολογίσουμε και την εικόνα που μας δίνει ο παρακάτω πίνακας με τα παραγόμενα κτηνοτροφικά προϊόντα

Πίνακας 3.2

(ΕΛΣΤΑΤ, ΠΑΡΑΓΩΓΗ ΚΡΕΑΤΟΣ-ΔΕΥΤΕΡΟΓΕΝΩΝ ΚΤΗΝΟΤΡΟΦΙΚΩΝ  
ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ(ΕΚΤΟΣ ΓΑΛΑΚΤΟΣ), 2017)

ΚΤΗΝΟΤΡΟΦΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ	ΒΑΡΟΣ ΣΕ ΤΟΝΟΥΣ
ΜΟΣΧΑΡΙΑ	41.766
ΒΟΥΒΑΛΙΑ	1.151
ΑΡΝΙΑ-ΠΡΟΒΑΤΑ	53.918
ΚΑΤΣΙΚΙΑ -ΑΙΓΕΣ	21.934
ΧΟΙΡΟΙ-ΧΟΙΡΙΔΙΑ	77.319

ΠΟΥΛΕΡΙΚΑ	243.730
ΚΟΥΝΕΛΙΑ	3.045
ΤΥΡΙ	133.094
ΒΟΥΤΥΡΟ	1.103
ΜΥΖΗΘΡΑ	13.160
ΚΡΕΜΑ	5.360
ΣΥΝΟΛΟ	595.580

Καταλαβαίνουμε γιατί ο κλάδος της κτηνοτροφίας αποτελεί έναν πολύ σημαντικό κλάδο της ελληνικής οικονομίας και αυτό είναι το οποίο μας προκάλεσε το ενδιαφέρον ούτως ώστε να εξετάσουμε το κατά πόσο μια μεγάλη επιχείρηση του κλάδου αυτού φαίνεται ελκυστική σαν επένδυση από χρηματοοικονομικής σκοπιάς στους ενδιαφερόμενους επενδυτές.

Με βάση τα στοιχεία που μας παρέχει η ΕΛΣΤΑΤ οι πιο πολυάριθμες κατηγορίες κτηνοτροφικών εκμεταλλεύσεων είναι αυτές που δραστηριοποιούνται με βοοειδή, αιγοπρόβατα, πουλερικά και χοίρους .

Η Κτηνοτροφική Μαγνησίας ανήκει στη δεύτερη κατηγορία καθώς εκτρέφει, αξιοποιεί και αναπαράγει τα δικά της πρόβατα στον Αλμυρό Βόλου

**Αιγοπροβατοτροφία:** Η αιγοπροβατοτροφία αποτελεί έναν από τους δυναμικότερους κτηνοτροφικούς κλάδους συμβάλλοντας κατά 18% περίπου στο συνολικό αγροτικό εισόδημα (εκτρέφονται περίπου 12,5 εκατ. αιγοπρόβατα) και ενισχύει τις τοπικές οικονομίες των ορεινών και μειονεκτικών περιοχών. Ο κλάδος αυτός, εξακολουθεί να διαθέτει σημαντικά περιθώρια περαιτέρω ανάπτυξης και βελτίωσης της ανταγωνιστικότητάς του. Η αναμφισβήτητα υψηλή ποιότητα του παραγόμενου κρέατος που οφείλεται κυρίως σε παραμέτρους όπως το εκτατικό σύστημα εκτροφής, ο ζωικός πληθυσμός που αποτελείται κυρίως από εγχώριες φυλές αλλά και οι χορηγούμενες ζωοτροφές αποτελούν την κεφαλαιοποίηση του συγκριτικού πλεονεκτήματος της χώρας μας για τον κλάδο αυτό. Η προοπτική αυτή μπορεί να ενισχυθεί, κυρίως στις πεδινές

περιοχές της χώρας, με παράπλευρες προσπάθειες για λελογισμένη ανάπτυξη συστηματικής – σταβλισμένης αιγοπροβατοτροφίας (Αυγουλάς, 2013)

### 3.1.3 Το χρηματοοικονομικό προφίλ ελληνικής κτηνοτροφίας

Στους παρακάτω πίνακες βλέπουμε τις μεγαλύτερες επιχειρήσεις του κλάδου και κάποια ενδιαφέροντα στοιχεία για αυτές

Πίνακας 3.3

( INFOBANK HELLASTAT A.E., 2013)

<b>Πλήθος εταιρειών</b>	<b>35</b>
<i>Ταξινόμηση εταιρειών βάσει κύκλου εργασιών</i>	
<b>Άνω των € 3 εκ.</b>	<b>7</b>
<b>Από € 1 εκ. έως € 3 εκ. Μέση μεταβολή πωλήσεων</b>	<b>13</b>
<b>Κάτω από € 1 εκ.</b>	<b>15</b>
<b>Κερδοφόρες</b>	<b>21</b>
<b>Αύξηση</b>	<b>5</b>
<b>Μείωση</b>	<b>10</b>
<b>Από Ζημιές</b>	<b>6</b>



<b>Ζημιογόνες</b>	14
<b>Αύξηση</b>	3
<b>Μείωση</b>	8
<b>Από Κέρδη</b>	3

Πίνακας 3.4

( INFOBANK HELLASTAT A.E., 2013)

Βασικά Μεγέθη	Κτηνοτροφία	Μέση τιμή στην οικονομία
	2013	2013
Αύξηση Πωλήσεων	15 - (το 42,9% του δείγματος)	46,8%
Μείωση Πωλήσεων	20 - (το 57,1% του δείγματος)	53,2%
Μέση μεταβολή πωλήσεων	-2,4%	-1,4%
Μέση μεταβολή κερδών	12,5%	24,7%

Πίνακας 3.5

( INFOBANK HELLASTAT A.E., 2013)

Βασικοί Αριθμοδείκτες	Κτηνοτροφία 2013	τάση	Μέση τιμή στην οικονομία 2013	τάση
Ένα προς ίδια κεφάλαια	1,07	-	1,08	+

Κυκλοφ. Ενεργητικού	0,62	-	0,64	σταθ.
Γενική Ρευστότητα	1,33.	-	1,45	σταθ.
Περιθώριο ΚΠΤΦΑ	11, 4%	+	8,3%	+
Καθαρό Περιθώριο	0,5%	+	1,6%	+
Απόδ. Ιδίων Κεφαλαίων	0,7%	+	3,3%	+

Η μέση μεταβολή των πωλήσεων εκτιμάται στο αρνητικό -2,43%. Η επίδοση κρίνεται σαφώς δυσμενέστερη έναντι της μέσης αύξησης την περίοδο 13/11 κατά 0,91%, ενώ η αντίστοιχη τιμή στο σύνολο των ελληνικών επιχειρήσεων είναι επίσης αρνητική, στο -1,4%.

Επιπρόσθετα, η μέση μεταβολή των κερδών προ φόρων εκτιμάται στο υψηλό 12,54%. Η επίδοση χαρακτηρίζεται ιδιαίτερα αυξημένη έναντι της μέσης αύξησης την περίοδο 13/11 κατά 9,25%, ενώ η αντίστοιχη τιμή στο σύνολο των ελληνικών επιχειρήσεων είναι θετική, στο 24,7%.

Η πλειοψηφία των επιχειρήσεων του κλάδου (57,1%) εμφανίζει μειωμένες πωλήσεις έναντι του 2012 (37,1% το 2012 έναντι του 2011), με την αντίστοιχη επίδοση στο σύνολο των ελληνικών επιχειρήσεων να διαμορφώνεται στο 53,2%.

Οι περισσότερες επιχειρήσεις στον κλάδο (60%) παρουσιάζουν κερδοφόρα αποτελέσματα το 2013 (51,4% το 2012), με την αντίστοιχη επίδοση στο σύνολο των ελληνικών επιχειρήσεων να διαμορφώνεται στο 59,9%.

Πίνακας 3.6

( INFOBANK HELLASTAT A.E., 2013)

Αριθμοδείκτες Κλάδου	2013	2012	2011
Κεφαλαιακή Διάρθρωση			
Βραχ. υποχρεώσεις / Πωλήσεις	0,64	0,68	0,64
Βραχ. τραπεζικές υποχρ. / Πωλήσεις	34,7%	35,1%	26,4%
Ξένα προς ίδια κεφάλαια	1,25	1,18	1,17
Ξένα προς συνολικά κεφάλαια	51,8%	52,1%	51,7%
Κάλυψη τόκων από λειτουργικά κέρδη	14,45	9,04	7,80
Χρεωστικοί τόκοι προς κύκλο εργασιών	3,0%	3,0%	3,1%
Ρευστότητα			
Γενική ρευστότητα	1,70	1,71	1,75
Άμεση ρευστότητα	0,96	0,93	1,03
Εμπορικός Κύκλος	58	71	78
Ημέρες απαιτήσεων	83	94	117
Ημέρες αποθεμάτων	146	136	136
Ημέρες πίστωσης από προμηθευτές	170	158	175

Αποθέματα / κυκλοφ. ενεργητικό	43,0%	43,4%	41,7%
Αποθέματα προς ενεργητικό	21,1%	21,0%	19,8%
<b>Διαχείριση κόστους</b>			
Κυκλοφοριακή ταχύτητα απαιτήσεων	5,66	5,22	4,48
Κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων	3,94	3,76	4,03
Κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού	0,70	0,69	0,65
Λειτουργικά έξοδα προς κύκλο εργασιών	11,1%	11,5%	12,8%
<b>Περιθώρια κέρδους</b>			
Περιθώριο μικτού κέρδους	11,1%	8,3%	12,2%
Περιθώριο ΚΠΤΦΑ	10,7%	8,8%	11,0%
Περιθώριο καθαρού κέρδους (προ φόρων)	-1,4%	-2,7%	-1,9%
Περιθώριο καθαρού κέρδους (μετά φόρων)	-2,5%	-6,5%	-6,8%
Απόδοση συνολικού ενεργητικού προ φόρων	0,2%	-0,5%	-0,9%

Απόδοση ιδίων κεφαλαίων προ φόρων	0,6%	-0,1%	-0,8%
-----------------------------------	------	-------	-------

Οι βραχυπρόθεσμες τραπεζικές υποχρεώσεις αυξάνουν ως ποσοστό του συνολικού ενεργητικού, στο 13,1%, (10,8%, το 2012), έναντι μέσης τιμής 19,5% στο σύνολο των ελληνικών επιχειρήσεων. Ως ποσοστό επί των πωλήσεων διαμορφώνονται σε μέτρια -αλλά αυξημένα έναντι του 2012- επίπεδα, στο 24,4%, έναντι μέσης τιμής 24% στο σύνολο της ελληνικής οικονομίας.

Τα κυκλοφορούντα στοιχεία του ενεργητικού ενισχύονται ως ποσοστό του συνολικού ενεργητικού, στο 40,1%, (37,5%, το 2012), έναντι μέσης τιμής 73,2% στο σύνολο των ελληνικών επιχειρήσεων. Παράλληλα, οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις κυμαίνονται σε σχετικά χαμηλό επίπεδο ως ποσοστό του ενεργητικού (34,1%), διαμορφώνοντας τη μέση γενική ρευστότητα στο μέτριο 1,3 -σχεδόν αμετάβλητο έναντι του 2012- έναντι μέσης τιμής 1,5 στο σύνολο της ελληνικής οικονομίας.

Τα αποθέματα διατηρούνται σχεδόν σταθερά ως ποσοστό του κυκλοφορούντος ενεργητικού, στο 40,7%, (40%, το 2012), έναντι μέσης τιμής 20,2% στο σύνολο των ελληνικών επιχειρήσεων. Παράλληλα, ο δείκτης άμεσης ρευστότητας εκτιμάται σε σχετικά χαμηλό επίπεδο (0,77) -σχεδόν αμετάβλητο από το 2012- έναντι μέσης τιμής 1,16 στο σύνολο της ελληνικής οικονομίας. Ο εμπορικός κύκλος εκτιμάται στις 66 ημέρες, διάστημα ανάλογο της μέσης ελληνικής επιχείρησης (62 ημέρες). Η διάρκεια του εμπορικού κύκλου επιμηκώνεται έναντι του 2012 κατά 36 ημέρες. Η ταχύτητα ανακύκλωσης του ενεργητικού υποχωρεί ελαφρά στις 0,62 φορές (0,64 το 2012), ενώ εκτιμάται σε επίπεδα αντίστοιχα της μέσης ελληνικής επιχείρησης (0,6 φορές) .

Τα συνολικά ξένα κεφάλαια παραμένουν σχεδόν σταθερά ως ποσοστό του συνολικού ενεργητικού, στο 54,8%, (53,4%, το 2012), έναντι μέσης τιμής 55,1% στο σύνολο των ελληνικών επιχειρήσεων. Ο λόγος των ξένων προς τα ίδια κεφάλαια (μόγλευση) εκτιμάται σε σχετικά χαμηλά -αλλά αυξημένα έναντι του 2012- επίπεδα, στο 1,08 προς 1, έναντι μέσης τιμής

1,07 προς 1 στο σύνολο της ελληνικής οικονομίας. Η ικανότητα κάλυψης των χρηματοοικονομικών δαπανών από τα λειτουργικά κέρδη εκτιμάται σε ικανοποιητικά -και αυξημένα έναντι του 2012- επίπεδα, στις 3,5 φορές, έναντι μέσης τιμής 3,5 φορές στο σύνολο της ελληνικής οικονομίας.

Το περιθώριο μικτού κέρδους ενισχύεται σημαντικά, στο 8% (από 6,2% το 2012), επίδοση η οποία κρίνεται ως ιδιαίτερα χαμηλή συγκριτικά με τη μέση ελληνική επιχείρηση (27,5%). Το περιθώριο λειτουργικού κέρδους (ΚΠΤΦΑ) παρουσιάζει σημαντική αύξηση, στο 11,4% (έναντι 8,5% το 2012). Η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων (RoE) ενισχύεται αισθητά, στο 0,7% (από 0,4 % το 2012), ενώ η επίδοση χαρακτηρίζεται ως ιδιαίτερα χαμηλή συγκριτικά με τη μέση τιμή στο σύνολο της ελληνικής οικονομίας (3,3%).\_( INFOBANK HELLASTAT A.E., 2013)

## 3.2 Ο κλάδος της Γαλακτοκομίας

Η Ελλάδα έχει μακρά παράδοση στη γεωργία μικρών μηρυκαστικών, δηλαδή στα πρόβατα και τα κατσικίσια, και ως εκ τούτου η παραγωγή γάλακτος σε αιγοπρόβατα αντιστοιχεί σχεδόν στο 60% της συνολικής παραγωγής γάλακτος, ενώ το υπόλοιπο 40% είναι αγελαδινό γάλα. Το ζωικό κεφάλαιο των αιγοπροβάτων ανέρχεται σε 9,5 εκατομμύρια πρόβατα, δηλ. 12% του συνολικού αριθμού των αιγοπροβάτων και 4,5 εκατομμύρια κατσίκες, δηλ. 48% του συνολικού αριθμού των αιγοπροβάτων, σε σύγκριση με μόλις 154.000 αγελάδες γαλακτοπαραγωγής, δηλ. 0,6% του συνολικού αριθμού της ΕΕ. Οι γαλακτοκομικές δραστηριότητες στην Ελλάδα, ειδικά εκείνες που σχετίζονται με το γάλα μικρού μηρυκαστικού, είναι παραδοσιακά ζωτικής σημασίας για την αγροτική και την εθνική οικονομία στο σύνολό της, με σχεδόν 115.000 οικογένειες που ασχολούνται με τη γεωργία και πάνω από 300.000 άτομα που εργάζονται με μερική ή πλήρη απασχόληση στον πρωτογενή γαλακτοκομικό τομέα, δηλαδή την παραγωγή νωπού γάλακτος. Έτσι, παρά τη χαμηλή συμβολή της Ελλάδας στην παραγωγή αγελαδινού γάλακτος σε επίπεδο ΕΕ, η Ελλάδα κατατάσσεται στην 2η θέση στην παραγωγή γάλακτος

αιγοπροβάτων στην ΕΕ, ενώ ταυτόχρονα είναι η 4η και η 5η σε παγκόσμιο επίπεδο, αντίστοιχα, και κατατάσσοντας την 1η θέση παγκοσμίως στην παραγωγή κατά κεφαλήν αιγοπρόβειου γάλακτος. Το μεγαλύτερο μέρος (90%) του γάλακτος από αιγοπρόβατα που παράγεται στην Ελλάδα χρησιμοποιείται για την παρασκευή τυριών, ενώ 21 τυριά έχουν αναγνωριστεί ως ΠΟΠ (Προστατευόμενες Ονομασίες Προέλευσης), που είναι ο μεγαλύτερος αριθμός τυριών ΠΟΠ στην ΕΕ. Το 80% περίπου του γάλακτος προβάτων και αιγών προέρχεται από μικρές και οικογενειακές εκμεταλλεύσεις με μέσο μέγεθος αγέλης μικρότερο από 100 ζώα. Αυτές οι εκμεταλλεύσεις εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από την οικογενειακή εργασία και συνήθως δεν διαθέτουν μηχανικά συστήματα αρμέγματος, παρά τις προσπάθειες μεταρρύθμισης των τελευταίων ετών. Ωστόσο, η εκτροφή αιγοπροβάτων στην Ελλάδα εξασφαλίζει εισόδημα σε ορεινές και λιγότερο ευνοημένες περιοχές όπου οι εναλλακτικές πηγές εισοδήματος είναι μάλλον περιορισμένες.

Όσον αφορά την παραγωγή αγελαδινού γάλακτος στην Ελλάδα, το μεγαλύτερο μέρος (80%) χρησιμοποιείται για εμφιάλωση, κυρίως ως παστεριωμένο γάλα, και το υπόλοιπο στην παραγωγή γιαουρτιού. Ωστόσο, υπάρχει υψηλό έλλειμμα δεδομένου ότι μόνο 730.589 τόνοι το 2013, ενώ οι εγχώριες ανάγκες ανήλθαν σε 1,3 εκατομμύρια τόνους για το γάλα κατανάλωσης, καθώς και τα γαλακτοκομικά προϊόντα, κυρίως γιαούρτι. Παρά το καθεστώς ποσοτώσεων στην ΕΕ όσον αφορά την παραγωγή αγελαδινού γάλακτος, η Ελλάδα δεν είχε υπερβεί ποτέ τις δικές της ποσοτώσεις. Αντίθετα, σημειώθηκε συρρίκνωση στον τομέα της γαλακτοκομικής παραγωγής, με τους κτηνοτρόφους να μειώνονται από 12.400 το 2000 σε 3.680 το 2013. Εν τω μεταξύ, τον Απρίλιο του 2015 το καθεστώς ποσοτώσεων καταργήθηκε, ενώ οι διεθνείς αναλυτές ανησυχούν για τον αντίκτυπο των μη -καθορισμού των τιμών παραγωγού στην ΕΕ, με την Ελλάδα να ζητά περαιτέρω μέτρα στήριξης και ελέγχου μέσω δημόσιων παρεμβάσεων και ταυτόχρονα να επανεξετάζει το ρόλο των συνεταιρισμών και των ομάδων παραγωγών προκειμένου να ανταποκρίνονται καλύτερα στις νέες συνθήκες. Ο δευτερεύων γαλακτοκομικός τομέας, δηλαδή η επεξεργασία γάλακτος, στην Ελλάδα είναι καλά ανεπτυγμένος. Αποτελείται από 53 μεγάλες γαλακτοκομικές εταιρείες που

επεξεργάζονται > 5000 τόνους γάλακτος ετησίως και 671 οικογενειακές μονάδες γαλακτοκομικών προϊόντων που επεξεργάζονται <5000 τόνους γάλακτος ετησίως. Επεξεργάζονται όλα τα είδη γάλακτος που παράγονται στην Ελλάδα, δηλαδή 730.589 τόνοι αγελαδινού γάλακτος, 735.669 γάλα πρόβατου, 350.871 τόνοι γάλακτος κατσίκας (στοιχεία παραγωγής για το 2013) σε μεγάλη ποικιλία προϊόντων, με τα κυριότερα να είναι το γάλα κατανάλωσης, το γιαούρτι και τυρί. Ειδικότερα, η μεταποίηση γάλακτος αιγοπροβάτων, που μπορεί να θεωρηθεί ως το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα του ελληνικού γαλακτοκομικού τομέα, είναι κυρίως στα χέρια των οικογενειακών γαλακτοκομικών μονάδων. Ο γαλακτοκομικός τομέας παρέχει εργασία σε συνολικά 11.802 εργαζόμενους και αντιπροσωπεύει 17,3% στην αξία παραγωγής του τομέα των τροφίμων συνολικά, γεγονός που με τη σειρά του αποδίδει σχεδόν το 1% της ελληνικής οικονομίας (ΑΕΠ) από συνολικά 3,3% του συνόλου της συμμετοχής του αγροτικού τομέα. Έτσι, υπό τις σημερινές συνθήκες, ο ελληνικός γαλακτοκομικός τομέας έχει γίνει ευάλωτος στον διεθνή ανταγωνισμό. Τα εισαγόμενα κράτη έχουν θέσει υψηλά πρότυπα ποιότητας, τα οποία πρέπει απαραίτητα να τηρούνται από τα εξαγόντα κράτη. Η επιτυχία της ελληνικής γαλακτοκομικής βιομηχανίας εξαρτάται τώρα από την παραγωγή γάλακτος υψηλής ποιότητας που πρέπει να μετατραπεί σε προϊόντα με προστιθέμενη αξία, κυρίως παραδοσιακά τυριά και τυριά ΠΟΠ. Το κρίσιμο σημείο εδώ είναι η ανάγκη κατάλληλης υποδομής για τη διατήρηση της ζητούμενης υγιεινής και της ποιότητας του γάλακτος και των γαλακτοκομικών προϊόντων. Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω, ο ελληνικός γαλακτοκομικός τομέας πρέπει να επανεξεταστεί με βιώσιμη προοπτική, ώστε να είναι σε θέση να προσφέρει προϊόντα υψηλής προστιθέμενης αξίας και ανταγωνιστικότητας και να εκμεταλλευτεί επίσης τα συγκριτικά πλεονεκτήματα του στην παραγωγή γάλακτος.



### 3.3 Ο γαλακτοκομικός τομέας σε παγκόσμιο και ευρωπαϊκό επίπεδο: προοπτικές

Ο γαλακτοκομικός τομέας έχει μεγάλη σημασία για την ΕΕ και το γάλα αντιπροσωπεύει σημαντικό μέρος (15%) της αξίας της γεωργικής παραγωγής της ΕΕ. Οι κυριότεροι παραγωγοί της ΕΕ είναι η Γερμανία, η Γαλλία, το Ηνωμένο Βασίλειο, η Πολωνία, οι Κάτω Χώρες και η Ιταλία, οι οποίες μαζί αντιπροσωπεύουν σχεδόν το 70% της παραγωγής της ΕΕ. Επιπλέον, η ΕΕ διαδραματίζει βασικό ρόλο στην παγκόσμια αγορά γαλακτοκομικών προϊόντων ως ο πρώτος εξαγωγέας πολλών γαλακτοκομικών προϊόντων, κυρίως τυριών.

Οι μεσοπρόθεσμες προοπτικές για το γάλα και τα γαλακτοκομικά προϊόντα υποσκάπτουν κυρίως λόγω της σταθερής αύξησης της ζήτησης παγκοσμίως. Η παραγωγή γάλακτος αναμένεται να αυξηθεί σε όλες τις κυριότερες γαλακτοπαραγωγικές περιοχές του κόσμου, συμπεριλαμβανομένης της ΕΕ. Από το 2016 και μετά, οι παραδόσεις γάλακτος στην ΕΕ αναμένεται να παρουσιάσουν σταθερή αύξηση αλλά με ρυθμό βραδύτερο από ό, τι πριν από την κατάργηση της ποσόστωσης. Συγκεκριμένα, αναμένεται να παραχθεί 158 εκατομμύρια τόνοι το 2024 δηλαδή 12 εκατομμύρια τόνους περισσότερο από το 2014. Οι ευρωπαϊκές παραδόσεις γάλακτος αναμένεται να αυξηθούν με ρυθμό 0,8% ετησίως.

Η αύξηση της κατανάλωσης γαλακτοκομικών προϊόντων αναμένεται σε πολλές περιοχές, όπως η Ινδία, η Κίνα, η Αφρική και η Μέση Ανατολή, κυρίως λόγω μεταβολών στις διατροφικές συνήθειες αλλά και λόγω της αύξησης του πληθυσμού. Ωστόσο, αυτή η σημαντική αύξηση της κατανάλωσης γαλακτοκομικών προϊόντων δεν σημαίνει απαραίτητα ότι οι περιφέρειες αυτές θα αυξήσουν τις εισαγωγές, καθώς το επίπεδο της εγχώριας παραγωγής τους θα είναι υψηλότερο και επομένως αναμένεται να διατηρήσουν σταθερές τις εισαγωγές. Συνολικά, αναμένεται ετήσια αύξηση 2% στις παγκόσμιες εισαγωγές. Όσον αφορά την Κίνα, αναμένεται να παραμείνει η πρώτη στις εισαγωγές γαλακτοκομικών προϊόντων και αυτό θα αντιπροσωπεύει το 20% των παγκόσμιων εισαγωγών έως το 2024.

Όσον αφορά την παραγωγή τυριού, αναμένεται ότι στην ΕΕ θα φτάσει το 2024 σε 11 εκατομμύρια τόνους, δηλαδή 1,15 εκατομμύρια τόνους περισσότερο από ό, τι το 2014, και από αυτή την ποσότητα αναμένεται να εξαχθούν μόνο 350.000 τόνοι. Συνολικά, οι εξαγωγές τυριού της ΕΕ θα μπορούσαν να φθάσουν το 2024 περίπου 1 εκατομμύριο τόνους και να αποτελέσουν το 40% του παγκόσμιου εμπορίου τυριού. Ως αποτέλεσμα των μεγάλων ποσοτήτων τυριού που παράγονται, η ΕΕ είναι ο παγκόσμιος κύριος παραγωγός σκόνης ορού γάλακτος (WP). Η παραγωγή της αναμένεται να αυξηθεί κατά 20%, φθάνοντας τα 2,5 εκατομμύρια τόνους το 2024. Η ΕΕ απολαμβάνει ισχυρή θέση στο παγκόσμιο εμπόριο, καθώς το ποσό των παγκοσμίων διαπραγματεύσιμων προϊόντων είναι έως και 60%.

Πάνω από τα μισά από τα γαλακτοκομικά προϊόντα της ΕΕ που διατίθενται στο εμπόριο είναι υπό μορφή σκόνης, καθώς προσφέρουν τον ευκολότερο και φθηνότερο τρόπο μεταφοράς γάλακτος. Η παραγωγή αποκορυφωμένου γάλακτος σε σκόνη (SMP) αναμένεται να φθάσει τα 1,6 εκατομμύρια τόνους μέχρι το 2024. Η ΕΕ εξάγει περίπου το 50% του παραγόμενου ΑΓΣ και αντιπροσωπεύει περισσότερο από το 30% του παγκόσμιου εμπορίου. Το 2014, ο όγκος της παραγωγής σκόνης πλήρους γάλακτος (WMP) και οι εξαγωγές αυξήθηκαν μετά από πέντε χρόνια συνεχούς πτώσης. Μία ακόμη ελαφρά αύξηση της παραγωγής αναμένεται σε σχέση με τις προοπτικές μέχρι το 2008 σε 840.000 τόνους. [\(Marianna PARPOUNA, 2015\)](#)

### **3.3.1 Εγχώρια αγορά γαλακτοκομικών προϊόντων**

Η παραγωγή γάλακτος, σε ευρωπαϊκό επίπεδο, αφορά κυρίως την παραγωγή γάλακτος αγελάδας. Ωστόσο, στην Ελλάδα τα πράγματα είναι αρκετά διαφορετικά, καθώς η παραγωγή αιγοπροβάτων αποτελεί σχεδόν το 60% της συνολικής παραγωγής γάλακτος, ενώ το υπόλοιπο 40% είναι το αγελαδινό γάλα. Είναι ενδιαφέρον ότι η πλειοψηφία του γάλακτος κατσίκας που παράγεται στην Ελλάδα χρησιμοποιείται, αναμειγνύεται με πρόβειο γάλα, για την παραγωγή των περισσότερων ελληνικών τυριών ΠΟΠ. Ταυτόχρονα, το ελληνικό γάλα κατσίκας εξάγεται συστηματικά και κυρίως με μη ελεγχόμενο τρόπο στη Γαλλία για την παραγωγή γαλλικών τυριών από γάλα αίγας. Αυτό δεν αποτελεί έκπληξη. Η Γαλλία έχει από δεκαετίες κατανοήσει

τη θρεπτική και τεχνολογική υπεροχή του γάλακτος κατσίκας για την παραγωγή τυριού. Πάνω από το 30% των γαλλικών τυριών ΠΟΠ παράγονται αποκλειστικά από γάλα κατσίκας, ανεξαρτήτως γαλλικής προέλευσης ή όχι. Δυστυχώς, αυτό δεν συμβαίνει για τον ελληνικό γαλακτοκομικό τομέα, παρά την ποσότητα και την ποιότητα του γάλακτος κατσίκας που παράγεται στη χώρα αυτή.

Οι Έλληνες κατέχουν την πρώτη θέση στην κατανάλωση τυριού ανά κάτοικο παγκοσμίως. Συγκεκριμένα, η Φέτα διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στην ελληνική διατροφή και συνδέεται με τη σημαντική εγχώρια παραγωγή αιγοπροβάτων. Επιπλέον, μια σημαντική πτυχή της εκτροφής αιγοπροβάτων είναι ότι εξασφαλίζει εισόδημα σε ανθρώπους σε ορεινές και μειονεκτικές περιοχές, όπου χρειάζονται εναλλακτικές πηγές εισοδήματος (<https://mahitotekmirio.wordpress.com/>).

Μαζί με το τυρί Φέτα, το ελληνικό γιαούρτι είναι η 2η ναυαρχίδα του ελληνικού γαλακτοκομικού τομέα. Επιπλέον, το «ελληνικό γιαούρτι», δηλ. Το στραγγιστό γιαούρτι που παρασκευάζεται από αγελαδινό γάλα, αναδύεται δυναμικά σε όλο τον κόσμο τα τελευταία χρόνια. Με αυτή την έννοια, το ελληνικό γιαούρτι αξίζει μια βαθύτερη ματιά για τη διατροφική και οικονομική του αξία, δηλ. Μια πρόκληση για την ανάπτυξη του ελληνικού γαλακτοκομικού τομέα. Σε αυτό το σημείο πρέπει να αναφερθεί ότι από το 2013, τα «άγρια» βακτηριακά στελέχη γαλακτικού οξέος που απομονώνονται από τα ελληνικά γαλακτοκομικά προϊόντα που έχουν υποστεί φυσική ζύμωση και ανήκουν στη Συλλογή ACA-DC (<http://www.aca-dc.gr/>) του Εργαστηρίου της Γαλακτοκομικής Έρευνας στο Γεωπονικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, πωλούνται σε όλο τον κόσμο για την παραγωγή ελληνικού γιαουρτιού, τόσο στην Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό. Αυτός ο γηγενής θησαυρός των παραδοσιακών ελληνικών γαλακτοκομικών προϊόντων μαζί με το ελληνικό κατσικίσιο γάλα μπορούν και πρέπει να λειτουργούν ως μοχλοί του γαλακτοκομικού τομέα αυτής της χώρας στο εγγύς και όχι μόνο στο μέλλον.

Ο γαλακτοκομικός τομέας κατατάσσεται σε υψηλά επίπεδα στην εγχώρια αγορά τροφίμων και περιλαμβάνει ορισμένες από τις μεγαλύτερες βιομηχανίες τροφίμων της χώρας. Είναι ενδιαφέρον, ωστόσο, ότι λειτουργούν επίσης σημαντικοί αριθμοί γαλακτοκομικών μονάδων

μικρού και μεσαίου μεγέθους, οι οποίες είναι αφιερωμένες κυρίως στην παραγωγή τυριού. Οι μονάδες αυτές λειτουργούν σε περιορισμένη κλίμακα και καλύπτουν κυρίως τις ανάγκες των τοπικών αγορών. Αντίθετα, οι μεγάλες βιομηχανίες διαθέτουν σύγχρονες εγκαταστάσεις, οργανωμένο δίκτυο διανομής και προσφέρουν μια ευρύτερη ποικιλία προϊόντων. Οι εταιρείες αυτές αντιπροσωπεύουν ένα μεγάλο μερίδιο της αγοράς γάλακτος σχεδόν σε όλη τη χώρα. Η γαλακτοκομική βιομηχανία συμπληρώνεται από έναν αξιόλογο αριθμό εταιρειών που εισάγουν γαλακτοκομικά προϊόντα. Επιπλέον, ορισμένες εταιρείες παραγωγής εισάγουν επίσης γαλακτοκομικά προϊόντα ώστε να εμπλουτίσουν το φάσμα των προϊόντων που προσφέρονται. (Marianna PARPOUNA, 2015)

### 3.3.2 Μέγεθος της εγχώριας παραγωγής γαλακτοκομικών προϊόντων

Τα πιο πρόσφατα διαθέσιμα στοιχεία σχετικά με τον οικονομικό όγκο και την αξία του ελληνικού τομέα τροφίμων ξεκινούν από το 2009 (THOMAIDOU, 2014). Σύμφωνα με αυτό, η ελληνική βιομηχανία τροφίμων καλύπτει 18,9% (μέσος όρος της ΕΕ 12,3%) όλων των επιχειρήσεων στον τομέα της μεταποίησης και κατατάσσεται στην 1η θέση μεταξύ όλων των βιομηχανιών μεταποίησης. Παράλληλα, απασχολεί 20,3% (μέσος όρος της ΕΕ 13,5%) όλων των εργαζομένων στον τομέα της μεταποίησης, κατατάσσοντας πάλι την 1η θέση μεταξύ όλων των βιομηχανιών μεταποίησης. Επιπλέον, η βιομηχανία τροφίμων κατέχει την πρώτη θέση όσον αφορά την αξία της παραγωγής, ήτοι 20,4% (μέσος όρος της ΕΕ 13,8%) και της ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας (ΑΕΠ), ήτοι 19,7% (μέσος όρος της ΕΕ 11,3%) και 2ος σε περίπου 20,2% (μέσος όρος της ΕΕ 13,5%), μεταξύ όλων των μεταποιητικών βιομηχανιών (Thomaidou, 2014)). Οι επιχειρήσεις μεταποίησης γάλακτος, οι οποίες αποτελούν το 5,2% όλων των βιομηχανιών τροφίμων, απασχολούν 14,5% (11 802 εργαζόμενους) του συνολικού εργατικού δυναμικού της βιομηχανίας τροφίμων (81.392 εργαζόμενοι). Αντίστοιχα, ο τομέας της μεταποίησης γάλακτος, σε σχέση με τη βιομηχανία τροφίμων συνολικά, αντιπροσωπεύει το

17,3% της αξίας παραγωγής (1,770 εκατομμύρια ευρώ), το 15,5% της ΑΠΑ (516 εκατομμύρια ευρώ) και το 20% του κύκλου εργασιών (2,217 εκατομμύρια ευρώ). Επιπλέον, στον τομέα της μεταποίησης γάλακτος, η παραγωγικότητα της εργασίας (ΑΠΑ ανά εργαζόμενο) είναι 51,2 ευρώ, το κόστος εργασίας είναι 30 ευρώ ανά εργαζόμενο και το επενδυτικό κόστος 11 ευρώ ανά εργαζόμενο ([ΤΗΟΜΑΙΔΟΥ, 2014](#)).

### 3.3.2.1 Ακατέργαστο γάλα

Η συνολική πρωτογενής παραγωγή όλων των τύπων γάλακτος έχει τα τελευταία χρόνια μικρή πτωτική τάση. Πράγματι, όπως φαίνεται στον πίνακα 3.7, οι ποσότητες γάλακτος αγελάδας και αιγοειδών μειώνονται από το 2008 και μετά, με εξαίρεση το 2012 για το αγελαδινό γάλα και το 2013 για το γάλα κατσίκας. Αντίθετα, η παραγωγή γάλακτος προβάτων αυξάνεται, ξεπερνώντας το 2013 ακόμη και την παραγωγή αγελαδινού γάλακτος. Αξίζει να σημειωθεί ότι, μολονότι η παραγωγή αγελαδινού γάλακτος ξεπερνά χωριστά την παραγωγή γάλακτος από αιγοπρόβατα, οι ποσότητες των τελευταίων δύο τύπων γάλακτος ξεπέρασαν από κοινού την παραγωγή γαλακτοπαραγωγής, γεγονός που αποδεικνύει τη σημαντική συμβολή τους στον γαλακτοκομικό τομέα στην Ελλάδα.

Πίνακας 3.7. Εγχώρια παραγωγή γάλακτος ανά τύπο γάλακτος (2008-2013)

(σε τόνους, [ICAP, SECTOR STUDY DAIRY PRODUCTS, 2014](#))

Έτος	Αγελαδινό γάλα	Πρόβειο γάλα	Γάλα Αιγών	Σύνολο
2008	787.222	692.394	412.086	1.891.702
2009	755.279	724.843	411.695	1.891.817
2010	759.595	728.625	390.681	1.878.901
2011	752.403	739.557	369.777	1.861.737
2012	765.451	721.029	347.362	1.833.842
2013	730.589	735.669	350.871	1.817.129

### 3.3.2.2 Τυρί

Η συνολική εγχώρια παραγωγή τυριού παρουσίαζε ανοδική τάση από το 2008 έως το 2010, φθάνοντας τους 286.083 τόνους το 2010 (Πίνακας 3.8). Το 2011, ο όγκος παραγωγής ανήλθε σε 272.172 τόνους, μειώνοντας κατά 4,8% σε σχέση με το 2010, ενώ το 2012 παρατηρήθηκε μικρή αύξηση 2,5%. Το μερίδιο των γαλακτοπαραγωγικών οικογενειακών εκμεταλλεύσεων στη συνολική παραγωγή τυριού ήταν περίπου 30-31%. Αντίστοιχα, το μερίδιο των βιομηχανικών επιχειρήσεων ήταν 69-70%.

Πίνακας 3.8. Παραγωγή τυριού από βιομηχανικές επιχειρήσεις και γαλακτοκομικές οικογενειακές εκμεταλλεύσεις (2008-2013)

(σε τόνους, [\(ICAP, SECTOR STUDY DAIRY PRODUCTS, 2014\)](#))

Έτος	Βιομηχανικές επιχειρήσεις	Οικογενειακές εκμεταλλεύσεις γαλακτοπαραγωγής	Σύνολο	Αλλαγή (%)
2008	186.189	79.000	265.189	3,79
2009	195.294	73.800	269.094	1,47
2010	207.883	78.200	286.083	6,31
2011	188.874	83.300	272.174	-4,86
2012	195.046	84.000	279.046	2,52
2013 (forecast)	190.000	85.000	275.000	-1,45

Επιπλέον, τα τελευταία χρόνια, το μερίδιο των βιομηχανικών επιχειρήσεων στην συνολική παραγωγή τυριού έχει αυξηθεί. Αυτό οφείλεται στην αύξηση τόσο του βαθμού εκβιομηχάνισης στον γαλακτοκομικό τομέα όσο και της παραγωγικής ικανότητας των επιχειρήσεων.

Η φαινόμενη εγχώρια κατανάλωση τυριού παρουσίαζε συνεχή αύξηση μεταξύ του 2008 και του 2010 (Πίνακας 3.9). Ειδικότερα, το 2010, η εγχώρια κατανάλωση έφτασε τα 361.000 τόνους, σημειώνοντας αύξηση κατά 2,6% σε σύγκριση με το 2009. Ωστόσο, το 2011, η αγορά μειώθηκε κατά 6,8% σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος, ενώ παρατηρήθηκε στασιμότητα το 2012.

Τα προϊόντα ιδιωτικής ετικέτας διατίθενται στην αγορά τυριού, ιδίως τα τελευταία χρόνια, από αλυσίδες σούπερ μάρκετ, κυρίως στην κατηγορία των λευκών τυριών. Αυτά τα προϊόντα προσελκύουν όλο και περισσότερους καταναλωτές λόγω της χαμηλότερης τιμής τους σε σύγκριση με τις "επώνυμες". Το ποσοστό συμμετοχής τους στο κανάλι λιανικής πώλησης εκτιμήθηκε γύρω στο 10% το 2012. Το μεγαλύτερο μέρος της συνολικής κατανάλωσης τυριού καλύπτεται από ελληνικά τυριά. Η συμμετοχή των εισαγόμενων τυριών στη συνολική κατανάλωση κυμάνθηκε μεταξύ 32 και 34% τα τελευταία χρόνια.

Πίνακας 3.9 Εγχώρια προφανής κατανάλωση τυριών (2008-2013)

(σε τόνους, (ICAP, Sector Study Cheeses, 2013))

Έτος	Παραγωγή	Εισαγωγές	Εξαγωγές	Φαινομενική κατανάλωση	Μεταβολή (%)
2008	265.189	112.494	41.360	336.323	0,70
2009	269.094	125.015	41.654	352.455	4,80
2010	286.083	118.665	43.247	361.501	2,60
2011	272.174	113.884	49.025	337.033	-6,80
2012	279.046	110.042	50.759	338.329	0,40
2013 (forecast)	275.000	108.000	51.500	331.500	-2,00

Η αξία της εγχώριας αγοράς τυριών εκτιμάται σε € 1,55 δισ. Το 2012 σε τιμές χονδρικής, μειώθηκε κατά 3-4% σε σύγκριση με το 2011. Περίπου το 70% της εγχώριας αγοράς αναφέρεται στο τυρί που παράγεται στην Ελλάδα, Το υπόλοιπο 30% περιλαμβάνει τα εισαγόμενα τυριά.

### 3.3.2.3 Κατανάλωση τυριού ανά κάτοικο

Η φαινομενική εγχώρια κατανάλωση τυριού καταγράφει, γενικά, ανοδική τάση που κυμαίνεται στα 30 κιλά ανά άτομο τα τελευταία χρόνια (Πίνακας 3.10). Ωστόσο, τα στοιχεία δεν είναι πλήρως συγκρίσιμα δεδομένου ότι τα στοιχεία για τον πληθυσμό για την περίοδο 2011-2012 βασίζονται στην απογραφή ELSTAT 2011 (πληθυσμιακές προβολές), ενώ για τα προηγούμενα έτη στην απογραφή του ELSTAT 2001.

Πίνακας 3.10. Καθαρή κατανάλωση τυριών (2008-2012) (ICAP, Sector Study Cheeses, 2013))

Έτος	Κατανάλωση τυριού (Kg/άτομο)
2008	29,99
2009	31,3
2010	31,98
2011	29,8
2012	29,97

Στον Πίνακα 3.11 παρουσιάζεται η κατά κεφαλήν κατανάλωση τυριού, ανά κατηγορία προϊόντος. Όσον αφορά τα τυριά εγχώριας παραγωγής, η κατηγορία που περιλαμβάνει τα φέτα, τον τελεμέ, τα μαλακά τυριά παρουσιάζει εμφανώς τη μακράν υψηλότερη κατά κεφαλήν κατανάλωση. Η κατηγορία «Κεφαλοτύρι, Κασέρι, Ημί-σκληρο, Γραβιέρες» κατέχει τη δεύτερη θέση.

Το 2012, η αγορά τυποποιημένων τυριών εκτιμάται σε 44.000 τόνους, καλύπτοντας το 13% της συνολικής κατανάλωσης τυριού, η οποία ωστόσο ήταν 8% από τις πωλήσεις του 2011. Τα πλεονεκτήματα των τυποποιημένων προϊόντων σε σύγκριση με τα τυποποιημένα προϊόντα αφορούν πτυχές όπως η πρακτικότητα, την ασφάλεια και την εξοικονόμηση χρόνου. Οι τιμές των τυποποιημένων προϊόντων είναι υψηλότερες από αυτές των αποσυσκευασμένων, γεγονός που δικαιολογεί τη μείωση της κατανάλωσης αυτών των προϊόντων το 2012 (ICAP, Sector Study Cheeses, 2013))



Πίνακας 3.11. Κατανάλωση τυριού ανά κάτοικο ανά κατηγορία προϊόντος (2008-2012) ( [ICAP, Sector Study Cheeses, 2013](#))

Κατηγορία	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Τυριά εγχώριας παραγωγής ( Kg/άτομο)</b>					
Φέτα, Τελεμές, Μαλακά Τυριά	13,97	13,86	14,11	14,16	14,2
Κεφαλοτύρι, Κασέρι, Ημί-σκληρο, Γραβιέρες	3,63	3,97	4,89	3,39	4,22
Τυριά τυρογάλακτος	2,33	2,35	2,47	2,16	1,97
Τυριά που έχουν υποστεί τήξη	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
<b>Σύνολο Α</b>	19,96	20,20	21,48	19,73	20,22
<b>Εισαγόμενα τυριά ( Kg/άτομο)</b>					
Ημι-σκληρό (Gouda, Edam, Emmental κ.λπ)	5,27	5,79	5,56	5,48	4,78
Σκληρό (Grana, Regato)	2,71	2,79	2,57	2,44	3,19
Άλλα (μπλε τυρί, Roquefort, τριμμένο, λιωμένο, τοστ)	0,84	1,26	1,09	0,84	0,73
Μαλακό και κρέμα γάλακτος	1,22	1,26	1,28	1,31	1,05
<b>Σύνολο Β</b>	10,03	11,10	10,50	10,07	9,75
<b>Σύνολο εγχώριας κατανάλωσης</b>	29,99	31,30	31,98	29,80	29,97

Οι εισαγωγές τυριών σε ποσότητα έδειξαν γενικά μια συνεχή ανοδική τάση σε προηγούμενα έτη (Πίνακας 3.12), φθάνοντας το 2009 σε 125.015 τόνους. Ωστόσο, τα τρία τελευταία έτη υποχώρησαν (-4% το 2011/2010 και -3,4% το 2012/2011) και μειώθηκαν σε 110.000 τόνους το 2012. Η αξία των συνολικών εισαγωγών ανήλθε σε 406,5 εκατομμύρια ευρώ το 2011 και 391,4 εκατ. Ευρώ το 2012, μειωμένα κατά 3,7%. Όσον αφορά τις εισαγωγές τυριού τύπου τυριού, ο μεγαλύτερος όγκος αφορά τα "ημίσκληρα τυριά" που ακολουθούνται από τα "σκληρά τυριά" και τα "μαλακά τυριά". Όσον αφορά τις χώρες που εισήχθησαν τα τυριά, η Γερμανία κάλυψε το 32,9% και η Ολλανδία το 30,1% των εισαγωγών ([ICAP, Sector Study Cheeses, 2013](#)).

Πίνακας 3.12. Εισαγωγές τυριών κατά κατηγορία

(σε τόνους · 1 παράδοση δεδομένων · (ICAP, Sector Study Cheeses, 2013))

Τύπος τυριού	2008 <sup>1</sup>	2009 <sup>1</sup>	2010 <sup>1</sup>	2011 <sup>1</sup>	2012 <sup>1</sup>
Ημίσκληρα τυριά	59.069	65.228	62.846	61.924	53.914
Σκληρά τυριά	30.356	31.428	29.096	27.630	35.972
Μαλακά τυριά	13.650	14.138	14.455	14.844	11.883
Άλλα τυριά	9.419	14.221	12.268	9.486	8.273
Σύνολο εισαγωγών	112.494	125.015	118.665	113.884	110.042

Πίνακας 3.13. Μέσες μηνιαίες δαπάνες νοικοκυριών (σε ευρώ) για τυριά ανά κατηγορία (2008-2014)

((ΕΛΣΤΑΤ, Οικογενειακός Σχεδιασμός, 2008-2014))

Έτος	Έξοδα για Τυριά	Μαλακά τυριά	Σκληρά τυριά	Τυριά χαμηλής περιεκτικότητας σε λιπαρά
2008	28,38	16,10	11,45	0,82
2009	28,92	16,34	11,64	0,93
2010	28,56	15,75	11,83	0,99
2011	29,38	16,40	11,96	1,02
2012	27,74	15,69	11,28	0,77

2013	25,92	14,57	10,53	0,83
2014	24,27	13,77	9,57	0,93

### 3.4 Κτηνοτροφική Μαγνησίας

Η Greek Family Farm (ΚΤΗΝΟΤΡΟΦΙΚΗ ΜΑΓΝΗΣΙΑΣ) έχει τις δικές της εκτάσεις για την παραγωγή βιολογικών ζωοτροφών, τα δικά της πρόβατα για την παραγωγή βιολογικού γάλακτος και το δικό της τυροκομείο για την παραγωγή βιολογικής και συμβατικής φέτας Π.Ο.Π. Με αυτόν τον τρόπο επιτυγχάνεται ο έλεγχος όλων των παραμέτρων της παραγωγικής διαδικασίας, από το χωράφι φτάνοντας μέχρι το τελικό προϊόν.

Η Κτηνοτροφική Μαγνησίας Α.Ε. "FAMILY FARM" στον Αλμυρό Μαγνησίας, στον Θεσσαλικό κάμπο, αποτελεί μια πρωτοπόρο επιχείρηση παραγωγής τυροκομικών προϊόντων που ξεπερνά τα στενά γεωγραφικά όρια της χώρας μας.

Η Family Farm είναι η μοναδική Ελληνική καθετοποιημένη επιχείρηση για την παραγωγή βιολογικής και συμβατικής φέτας. Διαθέτει δικούς της αγρούς για την παραγωγή βιολογικών ζωοτροφών, δικά της πρόβατα για την παραγωγή βιολογικού γάλακτος και δικό της τυροκομείο για την παραγωγή βιολογικής και συμβατικής φέτας, ελέγχοντας με τον τρόπο αυτό το σύνολο των παραμέτρων της παραγωγικής διαδικασίας από το χωράφι έως το τελικό προϊόν.

Αδιαπραγμάτευτες αρχές που διατρέχουν το σύνολο των σταδίων παραγωγής της Family Farm, είναι η υψηλή ποιότητα και η αυστηρότατη τήρηση όλων των κανόνων και των όρων, με γνώμονα την παραγωγή προϊόντων υψηλής αξίας, με σεβασμό στον καταναλωτή.

Η Family Farm εφαρμόζει, ανά εξάμηνο, πρόγραμμα διαρκούς κατάρτισης στο σύνολο του ανθρώπινου δυναμικού της, τόσο στην παραγωγή όσο και στην διοίκηση, για την διασφάλιση της ποιότητας των προϊόντων της. Με αυτό τον τρόπο, επιτυγχάνει υψηλά επίπεδα απόδοσης

και διασφαλίζει την πιστή εφαρμογή των προτύπων για την ασφάλεια του καταναλωτή, την υγιεινή, την προστασία του περιβάλλοντος και την υψηλή ποιότητα εν γένει.

**Η φάρμα** της εταιρείας είναι η μεγαλύτερη κτηνοτροφική μονάδα παραγωγής προβάτων στην Ευρώπη με πλήρως εξελιγμένα συστήματα διαχείρισης.

- 300 εκτάρια βοσκοτόπων
- 200 εκτάρια για την καλλιέργεια βιολογικών ζωοτροφών
- Χώρο προετοιμασίας ζωοτροφών
- 3 στάβλους συνολικής χωρητικότητας 2.700 προβάτων για την παραγωγή βιολογικού γάλακτος
- 1 στάβλο για την αναπαραγωγή αρνιών
- Πλήρως αυτοματοποιημένα συστήματα εκτροφής και σίτισης και περιστρεφόμενα μηχανήματα αρμέγματος
- Εξειδικευμένο ανθρώπινο δυναμικό με υψηλή επιστημονική κατάρτιση για τη διαχείριση του ζωικού κεφαλαίου.

Το τυροκομείο της εταιρείας έχει παραγωγική δυναμικότητα 5.500 τόνων ετησίως, είναι κτισμένο με την τελευταία λέξη της τεχνολογίας και χαρακτηρίζεται από το πλήρως προστατευμένο και αποστειρωμένο περιβάλλον του.

Διαθέτει:

- ✓ Ψηφιακή καταγραφή, παρακολούθηση και έλεγχος όλων των πτυχών της παραγωγικής διαδικασίας και της συσκευασίας
- ✓ Αυτοματοποίηση ολόκληρης της παραγωγής
- ✓ Ένα πλήρως εξοπλισμένο εργαστήριο για χημική ανάλυση και αυτοσυντήρηση
- ✓ Υποδομές προστασίας του περιβάλλοντος
- ✓ Εξειδικευμένο ανθρώπινο δυναμικό με υψηλή επιστημονική κατάρτιση

Η διασφάλιση της ποιότητας είναι ο κινητήριος μοχλός ανάπτυξης της Family Farm που συμβάλλει στην αποτελεσματικότερη λειτουργία της, στη βελτίωση του επιπέδου των προσφερόμενων προϊόντων της και στην αύξηση του βαθμού ικανοποίησης του ανθρώπινου δυναμικού και των πελατών της.

Η πιστοποίηση από την TÜV AUSTRIA HELLAS με τα πλέον αυστηρά διεθνή πρότυπα ασφάλειας και ποιότητας τροφίμων, παρέχει στη Family Farm το πλαίσιο μέσα στο οποίο μπορεί να βελτιώσει την απόδοσή της και να διασφαλίσει την παραγωγή απόλυτα ασφαλών και ποιοτικών προϊόντων.

**Η φιλοσοφία**

Η Greek Family Farm έχει μια φιλοσοφία που εστιάζει στην ποιότητα, με σεβασμό πάντα στον τελικό καταναλωτή, την παράδοση και το περιβάλλον. Εφαρμόζουμε αυστηρούς κανόνες σε όλα τα στάδια παραγωγής από το χωράφι έως το τελικό προϊόν και πάντα επιτυγχάνουμε υψηλά πρότυπα απόδοσης που εξασφαλίζουν την ασφάλεια των πελατών μας. Ιδιαίτερη προσοχή δίνεται στις διαδικασίες παραγωγής προκειμένου να διαφυλαχθεί το περιβάλλον.

## **Τα προϊόντα της GREEK FAMILY FARM**

### **➤ Φέτα Π.Ο.Π.**

Η φέτα Π.Ο.Π. Family Farm παρασκευάζεται αποκλειστικά από πρόβειο γάλα ή μείγμα αιγοπρόβειου γάλακτος, με ανώτατο όριο κατσικίσιου γάλακτος έως 30%, σε αεροστεγείς συσκευασίες, μεταλλικά δοχεία με άλμη, ή πλαστικά δοχεία σε άλμη. Διαθέσιμη επίσης και σε κύβους.

Η φέτα ΠΟΠ της εταιρείας έχει προστατευόμενη ονομασία προέλευσης, είναι παρασκευασμένη από 100% αιγοπρόβειο γάλα υπό συνεχή εποπτεία, προκειμένου να διατηρήσει τα υψηλά πρότυπα ποιότητας και την εξαιρετική της γεύση

### **➤ Βιολογική φέτα Π.Ο.Π.**

Η φέτα ΠΟΠ της εταιρείας έχει προστατευόμενη ονομασία προέλευσης, είναι παρασκευασμένη από 100% ιδιοπαραγόμενο γάλα και γάλα άλλων μονάδων οι οποίες επιλέγονται με βάση αυστηρές και καθορισμένες απαιτήσεις, υπό συνεχή εποπτεία, προκειμένου να διατηρήσει τα υψηλά πρότυπα ποιότητας και την εξαιρετική της γεύση. Διαθέσιμη σε αεροστεγείς συσκευασίες, μεταλλικά δοχεία με άλμη, πλαστικά δοχεία σε άλμη και σε κύβους.

➤ Φέτα με λιγότερο αλάτι, Βιολογική Φέτα με βότανα

➤ Πρόβειο τυρί light

➤ Κατσικίσιο τυρί

## 4 Αποτίμηση Greek Family Farm (Κτηνοτροφική Μαγνησίας)

Η αποτίμηση της Κτηνοτροφικής Μαγνησίας θα πραγματοποιηθεί ως εξής θα χρησιμοποιήσουμε ένα μοντέλο αποτίμησης το οποίο έχει γραφεί βάση το υπόδειγμα αποτίμησης προεξόφλησης ταμιακών ροών. Το συγκεκριμένο μοντέλο απαιτεί από εμάς την εισαγωγή κάποιων δεδομένων καθώς και κάποιων παραμέτρων σχετικά με την αποτίμηση για να αποφέρει αποτέλεσμα. Πρέπει να αναφερθεί ότι το μοντέλο αυτό έχει αναπτυχθεί από τους Russell Lundholm and Richard Sloan ([SLOAN, 2003](#))

### 4.1 Εισαγωγή Δεδομένων

#### 4.1.1 Κόστος Κεφαλαίου

Το πρώτο πράγμα που πρέπει να κάνουμε είναι να εισάγουμε το κόστος ιδίων κεφαλαίων. Για να το συνθέσουμε αυτό θα χρησιμοποιήσουμε το Υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (CAPM) (2.5 Ρίσκο και κίνδυνος στα χρηματοοικονομικά.)

Πιο συγκεκριμένα  $K_e = r_f + \beta \times \{ E(R_m) - r_f \}$

Όπου

$K_e$  = Κόστος ιδίων Κεφαλαίων

$r_f = -0,57\%$  ([FENEBRIS.COM, 2019](#))

$E(R_m) = 9,63\%$  ([FENEBRIS.COM, 2019](#))

$\beta$  = Μέτρο μη διαφοροποιημένου κινδύνου

Για να βρούμε το συντελεστή  $\beta$  χρησιμοποιήσαμε την μέθοδο “ανάποδων συντελεστών Β” (2.5 Ρίσκο και κίνδυνος στα χρηματοοικονομικά)

Χρησιμοποιήσαμε τον απομοχλευμένο συντελεστή Β του κλάδου των τροφίμων

$$B_{\text{κλάδου}} = 0,61 \text{ (DAMODARAN,}$$

[HTTP://PAGES.STERN.NYU.EDU/~ADAMODAR/NEW\\_HOME\\_PAGE/DATAFILE/TOTALBETA.HTML](HTTP://PAGES.STERN.NYU.EDU/~ADAMODAR/NEW_HOME_PAGE/DATAFILE/TOTALBETA.HTML),

2019)

Ξένα προς ίδια κεφάλαια (Κτηνοτροφ.Μαγνης.) = 1,82

Φορολογικός συντελεστής = 0,29

$$B_{\text{επιχείρησης}} = B_{\text{κλάδου}} \times (1 + (1 - \Sigma\Phi) \left( \frac{\text{Ξένα Κεφάλαια}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}} \right))$$

B επιχείρησης = 2,9022

Οπότε

$$K_e = r_f + B_{\text{επιχείρησης}} \times \{ E(R_m) - r_f \}$$

$$K_e = 29,03\%$$

Αφού βρήκαμε το Κόστος Ιδίων κεφαλαίων το πρόγραμμα μόνο του μας δίνει το Σταθμισμένο Κόστος Κεφαλαίου για την επιχείρηση όπως φαίνεται το οποίο διαμορφώνεται στο **17,65%**

#### 4.1.2 Οικονομικά στοιχεία

Για να εισάγουμε τα υπόλοιπα οικονομικά στοιχεία που απαιτεί το υπόδειγμα για να λειτουργήσει θα χρησιμοποιήσουμε τους ισολογισμούς της επιχείρησης καθώς και τους λογαριασμούς αποτελεσμάτων χρήσεων των αντίστοιχων ετών (παράρτημα ισολογισμών).

Πίνακας 4.1

##### P&L

Οικ.Έτος	2013/12/31	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31
Sales (Net)	3.180	7.045	13.849	19.314	19.460
Cost of Goods Sold	-3.035	-6.697	-13.165	-18.284	-17.455
Gross Profit	145	348	684	1.030	2.005

SG&A Expense	-209	-217	-554	-581	-661
EBITDA	-64	131	130	449	1.344
EBIT	-64	131	130	449	1.344
Net Interest Expense	-163	-186	-278	-227	-192
Non-Operating Income (Loss)	0	1	-2	26	23
EBT	-227	-54	-151	249	1.175
Income Taxes	0	0	-29	-96	-408
Other Income (Loss)	154	139	182	-129	-219
Net Income Before Ext. Items	-73	85	2	24	548
Net Income (available to common)	-73	85	2	24	548

Σε χιλιάδες ευρώ

Όπως παρατηρούμε στον πίνακα 4.1 οι πωλήσεις τα 2014-2017 ακολουθούν ανοδική πορεία κι αυτό έχει σαν συνέπεια καθαρό αποτέλεσμα να είναι θετικό και η επιχείρηση να έχει κέρδη τα έτη αυτά.

Πίνακας 4.2

Ισολογισμός

Οικ.Έτος	2013/12/31	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31
----------	------------	------------	------------	------------	------------



Operating Cash and Market. Sec.	7	190	904	1.473	331
Receivables	371	1.590	3.146	2.978	3.169
Inventories	1.827	1.523	3.375	2.365	4.205
Total Current Assets	2.205	3.302	7.425	6.816	7.705
PP&E (Net)	5.989	5.975	5.456	5.193	4.993
Intangibles	0	0	-1	0	0
Total Assets	8.193	9.277	12.881	12.009	12.698
Current Debt	570	1.715	1.899	1.036	1.052
Accounts Payable	1.424	1.538	5.842	5.374	5.998
Income Taxes Payable	0	98	29	67	312
Total Current Liabilities	1.995	3.351	7.770	6.476	7.362
Long-Term Debt	1.649	1.433	1.112	952	498
Other Liabilities	0	2.097	1.722	324	350
Total Liabilities	3.644	6.882	10.604	7.753	8.210
Paid in Common Capital (Net)	2.459	2.459	2.459	2.459	1.722

Retained Earnings	2.090	-64	-182	1.797	2.766
Total Common Equity	4.549	2.395	2.277	4.256	4.488
Total Liabilities and Equity	8.193	9.277	12.881	12.009	12.698

Σε χιλιάδες ευρώ

Στον πίνακα 4.2 βλέπουμε μια εικόνα των ισολογισμών της επιχείρησης τα έτη 2013-2017. Αυτό που βλέπουμε είναι ότι τα ίδια κεφάλαια μετά από δυο διαδοχικές χρονιές που μειώνεται η αξία τους, τις δυο τελευταίες χρονιές και πάλι αυξάνεται η αξία τους

Πίνακας 4.3

Προβλέψεις P&I

Οικ. Έτος	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2024/12/31
Sales (Net)	19.646	19.875	20.146	20.463	20.826	21.238	21.702
Cost of Goods Sold	-17.622	-17.827	-18.071	-18.354	-18.680	-19.050	-19.466
Gross Profit	2.024	2.048	2.076	2.108	2.146	2.188	2.236
SG&A Expense	-667	-675	-684	-695	-707	-721	-737
EBITD	1.357	1.373	1.391	1.413	1.438	1.467	1.499

A							
EBIT	1.357	1.373	1.391	1.413	1.438	1.467	1.499
Net Interest Expense	-169	-171	-173	-176	-179	-182	-186
Non-Operating Income (Loss)	23	23	24	24	24	25	26
EBT	1.211	1.225	1.242	1.262	1.284	1.310	1.339
Income Taxes	-420	-425	-431	-438	-446	-455	-465
Net Income Before Ext. Items	790	800	811	824	838	855	874
Net Income (available to common)	790	800	811	824	838	855	874

Σε χιλιάδες ευρώ

Στον πίνακα 4.3 βλέπουμε τις προβλέψεις για τα αποτελέσματα χρήσεων τα έτη 2018-2024. Παρατηρούμε ότι οι πωλήσεις ακολουθούν αυξητικές τάσεις και όλες τις χρονιές η επιχείρηση παρουσιάζει κέρδη.

Πίνακας 4.4

Προβλέψεις Ισολογισμών

Οικ. Έτος	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2024/12/31
Operating Cash and Market. Sec.	334	338	342	348	354	361	369
Receivables	3.200	3.237	3.281	3.333	3.392	3.459	3.534
Inventories	4.245	4.295	4.353	4.422	4.500	4.589	4.689
Total Current Assets	7.779	7.869	7.977	8.102	8.246	8.409	8.592
PP&E (Net)	5.041	5.100	5.169	5.251	5.344	5.450	5.569
Total Assets	12.820	12.969	13.146	13.352	13.589	13.858	14.161
Current Debt	1.062	1.074	1.089	1.106	1.126	1.148	1.173
Accounts Payable	6.056	6.126	6.210	6.307	6.419	6.546	6.689
Income Taxes Payable	315	318	323	328	334	340	348
Total Current Liabilities	7.432	7.519	7.622	7.741	7.879	8.035	8.210
Long-Term Debt	503	508	515	524	533	543	555
Other Liabilities	354	358	363	368	375	382	391
Total Liabilities	8.289	8.385	8.500	8.633	8.786	8.960	9.156
Paid in Common Capital (Net)	974	227	-521	-1.272	-2.026	-2.786	-3.553
Retained Earnings	3.557	4.357	5.167	5.991	6.829	7.684	8.558

Total Common Equity	4.531	4.584	4.646	4.719	4.803	4.898	5.005
Total Liabilities and Equity	12.820	12.969	13.146	13.352	13.589	13.858	14.161

Σε χιλιάδες ευρώ

Στον πίνακα 4.4 παρουσιάζονται οι προβλέψεις των ισολογισμών για τα έτη 2018-2024. Αυτό που αξίζει αναφοράς είναι ότι η αξία των Ιδίων Κεφαλαίων συνεχώς αυξάνεται πράγμα λογικό σε σχέση με αυτά που είδαμε στον πίνακα 4.3

Πίνακας 4.5

Αποτελέσματα χρήσεως

Οικ. Έτος	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31
Beg. Retained Earnings	2.090	-64	-182	1.797
+Net Income	85	2	24	548
+/-Clean Surplus Plug (Ignore)	-2.239	-120	1.956	422
=End. Retained Earnings	-64	-182	1.797	2.766

Σε χιλιάδες ευρώ

Στον πίνακα 4.5 βλέπουμε τα αποτελέσματα εις νέο των ετών 2014-2017 και φαίνεται ότι τα πρώτα δύο χρόνια η επιχείρηση παρουσιάζει ζημιές τα δύο τελευταία χρόνια εμφανίζει πολύ μεγάλα (παρακρατηθέντα) κέρδη.

Πίνακας 4.6

Προβλέψεις αποτελεσμάτων χρήσεως

Οικ. Έτος	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31

Beg.	2.766	3.557	4.357	5.167	5.991	6.829
Retained Earnings						
+Net Income	790	800	811	824	838	855
=End. Retained Earnings	3.557	4.357	5.167	5.991	6.829	7.684

Σε χιλιάδες ευρώ

Στον πίνακα 4.6 βλέπουμε τις προβλέψεις για τα αποτελέσματα εις νέο των ετών 2018-2023 και φαίνεται σε απόλυτη ευθυγράμμιση με τις προηγούμενες προβλέψεις που είδαμε ότι τα νούμερα είναι πολύ θετικά

Πίνακας 4.7

Ετήσιοι ρυθμοί ανάπτυξης

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Sales	121,6%	96,6%	39,5%	0,8%	1,0%	1,2%	1,4%	1,6%	1,8%	2,0%
Assets	13,2%	38,8%	-6,8%	5,7%	1,0%	1,2%	1,4%	1,6%	1,8%	2,0%
Common Equity	-47,3%	-4,9%	86,9%	5,4%	1,0%	1,2%	1,4%	1,6%	1,8%	2,0%
Earnings		-97,6%	1053,1%	2216,3%	44,3%	1,2%	1,4%	1,6%	1,8%	2,0%
Free Cash Flow to Investors			147,0%	12,0%	-35,2%	-0,3%	-0,1%	0,1%	0,3%	0,4%
Sustainable Growth		0,1%	0,7%	12,5%	17,5%	17,5%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%

Rate										
------	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--

Στον πίνακα 4.7 βλέπουμε τους ρυθμούς ανάπτυξης της επιχείρησης για τα έτη 2014-2023. Άξιο αναφοράς το γεγονός ότι τα έτη 2016-2017 τα κέρδη της εταιρείας εκτινάχθηκαν στον απίστευτο ρυθμό του 1053,1% , 2216,3% αντίστοιχα.

Πίνακας 4.8

Κερδοφορία

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Επιστροφή στα Ίδια Κεφάλαια	0,024	0,001	0,007	0,125	0,175	0,175	0,176	0,176	0,176	0,176
Απόδοση καθαρών λειτουργικών περιουσιακών στοιχείων	0,044	0,062	0,028	0,110	0,148	0,149	0,149	0,149	0,149	0,149

Στον πίνακα 4.8 παρουσιάζονται οι δείκτες κερδοφορίας Επιστροφή στα Ίδια Κεφάλαια, Απόδοση καθαρών λειτουργικών περιουσιακών στοιχείων. Φαίνεται ότι από το 2019 τα οι τιμές τους διαμορφώνονται σε 17,6% και 14,9% αντιστοίχως.

Πίνακας 4.9

Ανάλυση Περιθωρίων Κερδών

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Gross Margin	0,046	0,049	0,049	0,053	0,103	0,103	0,103	0,103	0,103	0,103
EBITDA	(0,020)	0,019	0,009	0,023	0,069	0,069	0,069	0,069	0,069	0,069

Margin										
EBIT	(0,020)	0,019	0,009	0,023	0,069	0,069	0,069	0,069	0,069	0,069
Margin										
Net Operating Margin	0,028	0,038	0,024	0,008	0,035	0,046	0,046	0,046	0,046	0,046

Στον πίνακα 4,9 εμφανίζονται τα περιθώρια κέρδους της επιχείρησης για τα έτη 2014-2023. Βλέπουμε ότι από 2019 εμφανίζεται μια σταθεροποίηση και το περιθώριο καθαρού κέρδους διαμορφώνεται στο 4,6%.

Πίνακας 4.10

Ανάλυση Αποδοτικότητας

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Net Operating Asset Turnover	1,144	2,557	3,350	3,169	3,238	3,242	3,245	3,248	3,251	3,255



Net Working Capital Turnover	5,759	8,600	13,184	14,048	14,019	14,033	14,047	14,061	14,075	14,089
Avg Days to Collect Receivables	50,785	62,404	57,871	57,655	59,162	59,103	59,044	58,985	58,926	58,868
Avg Inventory Holding Period	91,300	67,901	57,289	68,690	87,513	87,425	87,338	87,251	87,164	87,077
Avg Days to Pay Payables	84,568	89,686	118,493	107,562	124,551	124,366	124,182	123,999	123,817	123,636
PP&E Turnover	1,178	2,423	3,627	3,821	3,916	3,920	3,924	3,928	3,931	3,935

Στον πίνακα 4.10 παρουσιάζονται οι δείκτες αποδοτικότητας της επιχείρησης τα ετη 2014-2023. Παρατηρούμε ότι τα νούμερα είναι πολύ θετικά καθώς επίσης κι ότι η επιχείρηση φαίνεται να γίνεται πιο αποδοτική χρόνο με το χρόνο.

Πίνακας 4.11

Ανάλυση Ρευστότητας

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Current Ratio	1,105	0,985	0,956	1,052	1,047	1,047	1,047	1,047	1,047	1,047
Quick Ratio	0,189	0,531	0,521	0,687	0,475	0,475	0,475	0,475	0,475	0,475

EBIT	(0,393)	0,704	0,467	1,981	6,993	8,019	8,027	8,036	8,044	8,052
Interest Coverage										

Στον πίνακα 4.11 εμφανίζονται οι δείκτες ρευστότητας της επιχείρησης. Φαίνεται ότι η επιχείρηση είναι σε θέση να καλύπτει τις υποχρεώσεις της.

Πίνακας 4.12

Ανάλυση Ταμειακών ροών προς τα Ίδια Κεφάλαια

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
+Cash From Operations	1.478	454	-626	-588	784	791	801	812	825	840
-Increase in Cash	-183	-715	-569	1.143	-3	-4	-5	-5	-6	-7
+Cash From Investing	14	519	262	200	-48	-59	-70	-81	-93	-106
+Increase in Debt	929	-138	-1.023	-438	15	18	22	25	29	33
+/-Clean Surplus Plug (Ignore)	1.956	422	0	0	0	0	0	0	1.956	422
=Free Cash Flow to Common	0	738	747	747	748	751	755	760	738	747

Equity										
--------	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--

Σε χιλιάδες ευρώ

Στον πίνακα 4.12 παρουσιάζονται οι ταμειακές ροές προς τα ίδια Κεφάλαια. Όπως φαίνεται με εξαίρεση το έτος 2014 είναι σταθερά θετικές και μάλιστα με αρκετά περιορισμένη διακύμανση.

Πίνακας 4.13

Ανάλυση Ταμειακών ροών

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Operating										
Net Income	24	548	790	800	811	824	838	855	24	548
+Increase in Other Liabilities	-1.397	26	3	4	5	6	7	7	-1.397	26
=Funds From Operations	-1.373	573	794	804	816	829	845	862	-1.373	573
-Increase in Receivables	168	-191	-30	-37	-44	-52	-59	-67	168	-191
-Increase in Inventory	1.010	-1.840	-40	-49	-59	-68	-78	-89	1.010	-1.840
+Increase in Accounts Payable	-468	624	57	70	84	98	112	127	-468	624
+Increase in Taxes Payable	37	245	3	4	4	5	6	7	37	245
=Cash From	-626	-588	784	791	801	812	825	840	-626	-588

Operations										
Investing:										
-Capital Expenditures	263	200	-48	-59	-70	-81	-93	-106	263	200
=Cash From Investing	262	200	-48	-59	-70	-81	-93	-106	262	200
Financing:										
+Increase in Debt	-1.023	-438	15	18	22	25	29	33	-1.023	-438
+/-Net Issuance of Common Stock	0	-738	-747	-747	-748	-751	-755	-760	0	-738
+/-Clean Surplus Plug (Ignore)	1.956	422	0	0	0	0	0	0	1.956	422
=Cash From Financing	933	-754	-733	-729	-726	-725	-726	-727	933	-754
Net Change in Cash	569	-1.143	3	4	5	5	6	7	569	-1.143
+ Beginning Cash Balance	904	1.473	331	334	338	342	348	354	904	1.473
= Ending Cash Balance	1.473	331	334	338	342	348	354	361	1.473	331

Σε χιλιάδες ευρώ

Στον πίνακα 4.13 παρουσιάζονται οι συνολικές ταμειακές ροές οι οποίες αφού συνυπολογίσουν ταμειακές ροές από λειτουργία , επενδύσεις και χρηματοδότηση βλέπουμε ότι παρουσιάζουν πολύ θετικά αποτελέσματα.

Πίνακας 4.14

Ανάλυση χρηματοπιστωτικού Κινδύνου

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Net Income to Total Assets	0,009	0,000	0,002	0,043	0,062	0,062	0,062	0,062
implied default probability	4,5%	5,5%	4,5%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Total Liabilities to Total Assets	0,742	0,823	0,646	0,647	0,647	0,647	0,647	0,647
implied default probability	7,0%	9,0%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Quick Ratio	0,531	0,521	0,687	0,475	0,475	0,475	0,475	0,475
implied default probability	5,0%	6,5%	5,0%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
EBIT to	0,70	0,47	1,98	6,99	8,02	8,03	8,04	8,04

Interest Expense								
implied default probability	7,0%	7,0%	5,0%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Inventory Holding Period	83,03	93,57	47,21	87,93	87,93	87,93	87,93	87,93
implied default probability	4,9%	5,5%	4,2%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
Annual Sales Growth	121,6%	96,6%	39,5%	0,8%	1,0%	1,2%	1,4%	1,6%
implied default probability	6,5%	6,5%	4,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
Average Implied Default Probability	5,8%	6,7%	4,7%	4,1%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%

Στον πίνακα 4.14 εμφανίζονται οι πιθανότητες κινδύνου για την επιχείρηση. Από το 2017 οι πιθανότητες φενικού κινδύνου σταθεροποιούνται περίπου στο 4%.

Όπως βλέπουμε το υπόδειγμα μας δίνει μια πλήρη εικόνα για την επιχείρηση και για το μέλλον της πριν μας οδηγήσει στα συμπεράσματα για την πραγματική της αξία.

## 5 Αποτέλεσμα Αποτίμησης - Συμπεράσματα

Στο κεφάλαιο αυτό παραθέτουμε τα αποτελέσματα της αποτίμησης με τον ακόλουθο τρόπο:

### 5.1 Αποτίμηση Υπολειπόμενων Εισοδημάτων

Πίνακας 5.1

Αποτίμηση προς το Κεφάλαιο Κοινών Μετοχών

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Net Income	790	800	811	824	838	855	874	895	918	944
Common Equity at Beginning of Year	4.488	4.531	4.584	4.646	4.719	4.803	4.898	5.005	5.125	5.257
Residual Income	-512	-516	-520	-525	-532	-539	-548	-558	-570	-582
Present Value of Residual Income	-397	-310	-242	-189	-149	-117	-92	-73	-57	-46
Present Value of First 10 Years	-179									
Present Value Beyond 10 Years	-1.672									
Common Equity as of 31/12/2017	4.488									

Forecast Equity Value Before Time Adj.	2.637
Forecasted Value as of Valuation Date	4.652
Less Value of Contingent Equity Claims	0
Value Attributable to Common Equity	4.652
Common Shares Outstanding at BS Date	25
Equivalent Shares at Valuation Date	25
Forecast Price/Share	\$189,14

Σε χιλιάδες ευρώ

Όπως βλέπουμε στον πίνακα 5.1 τα ίδια κεφάλαια (κεφάλαια Κοινών μετόχων) συνεχώς αυξάνονται παρότι τα υπολειπόμενα εισοδήματα είναι αρνητικά .Η συνολικά αξία των Ιδίων Κεφαλαίων την 31/12/2017 είναι 4.488.000€ . Λαμβάνοντας υπόψη τις προβλέψεις για το μέλλον της επιχείρησης διαμορφώνεται σε 2.637.000 €.

Μόλις όμως ληφθεί υπόψη και η ημερομηνία κατά την οποία πραγματοποιήσαμε την αποτίμηση η αξία των Ιδίων Κεφαλαίων γίνεται 4.652 .000€ συνεπώς πλέον οι περίπου 25.000 μετοχές της εταιρείας οι οποίες είχαν εκδοθεί και πωληθεί έναντι 100€ η κάθε σήμερα αξίζουν 189,14€ η κάθε μια.

#### Πίνακας 5.2

Αποτίμηση προς όλους τους επενδυτές



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Net Interest Expense to Net Debtholders	169	171	173	176	179	182	186	190	195	200
Beginning Book Value of Debt	1.550	1.565	1.583	1.604	1.630	1.659	1.691	1.728	1.770	1.815
Residual Interest Expense	45	46	47	47	48	49	50	52	53	55
Present Value of Residual Interest Income	42	39	37	35	33	31	29	28	27	25
Value of Debt	2.400									
Net Operating Income	901	911	924	938	955	974	995	1,019	1,045	1,074
Beginning Net Operating Assets	6.038	6.096	6.166	6.251	6.349	6.462	6.589	6.733	6.894	7.073
Residual Income to all Investors	-165	-165	-165	-165	-166	-167	-168	-170	-172	-174
Present Value of Residual Investor Income	-140	-119	-101	-86	-74	-63	-54	-46	-40	-34
Entity Value	5.043									
Less Value of Debt	-2.400									
Forecast Equity Value Before Time Adj.	2.643									

Forecasted Value as of Valuation Date	4.662
Value Attributable to Common Equity	4.662
Common Shares Outstanding at BS Date	25
Equivalent Shares at Valuation Date	25
Forecast Price/Share	\$189,55

Σε χιλιάδες ευρώ

Όπως βλέπουμε στον πίνακα 5.2 αξία του χρέους διαμορφώνεται σε 2.400.000€ .Η συνολικά αξία της επιχείρησης είναι 5.043.000€ . Εάν αφαιρέσουμε τα 2.400.000€ που είναι το χρέος της επιχείρησης η αξία γίνεται 2.643.000€.

Μόλις όμως ληφθεί υπόψη και η ημερομηνία κατά την οποία πραγματοποιήσαμε την αποτίμηση η αξία της επιχείρησης γίνεται 4.662.000€ συνεπώς πλέον οι περίπου 25.000 μετοχές της εταιρείας οι οποίες είχαν εκδοθεί και πωληθεί έναντι 100€ η κάθε σήμερα αξίζουν 189,55€ η κάθε μια.

## 5.2 Αποτίμηση προεξόφλησης ταμειακών ροών

Πίνακας 5.3

Αποτίμηση προς το Κεφάλαιο Κοινών Μετοχών

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Free Cash Flow to Common Equity	747	747	748	751	755	760	767	775	785	797
Present Value of FCF	579	449	348	271	211	165	129	101	79	62
Present Value Beyond 10 Years	243									
Present Value of First 10 Years	2.394									
Forecast Equity Value Before Time Adj.	2.637									
Forecasted Value as of Valuation Date	4.652									
Value Attributable to Common Equity	4.652									
Common Shares Outstanding at BS Date	25									
Equivalent Shares at Valuation Date	25									
Forecast Price/Share	\$189,14									

Σε χιλιάδες ευρώ

Στον πίνακα 5.3 βλέπουμε την αποτίμηση των μελλοντικών ταμειακών ροών προς το Κεφάλαιο Κοινών μετόχων. Η σημερινή αξία των ταμειακών ροών των επόμενων 10 χρόνων είναι 2.394.000€. Η αξία των υπόλοιπων ταμειακών ροών μετά από δέκα χρόνια είναι 243.000€ οπότε η παρούσα αξία του Κεφαλαίου κοινών μετοχών (Ιδίων Κεφαλαίων) είναι 2.637.000€.

Μόλις όμως ληφθεί υπόψη και η ημερομηνία κατά την οποία πραγματοποιήσαμε την αποτίμηση η αξία του Κεφαλαίου κοινών μετοχών (Ιδίων Κεφαλαίων) γίνεται 4.652.000€ συνεπώς πλέον οι περίπου 25.000 μετοχές της εταιρείας οι οποίες είχαν εκδοθεί και πωληθεί έναντι 100€ η κάθε μια σήμερα αξίζουν 189,14€ η κάθε μια

Πίνακας 5.4

Αποτίμηση προς όλους τους επενδυτές

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027

Free Cash Flow to Debt	154	153	152	150	150	149	149	149	149	149
Present Value of FCF to Debt	143	131	120	111	102	94	87	80	74	69
Value of Debt	2.400									
Free Cash Flows to Investors	843	840	840	840	842	846	851	858	867	877
Present Value of FCF to Investors	716	607	515	438	374	319	273	234	201	172
Entity Value	5.043									
Less Value of Net Debt	-2.400									
Forecast Equity Value Before Time Adj.	2.643									
Forecasted Value as of Valuation Date	4.662									
Value Attributable to Common Equity	4.662									
Common Shares Outstanding at BS Date	25									
Equivalent Shares at Valuation Date	25									
Forecast Price/Share	\$189,14									

Σε χιλιάδες ευρώ

Στον πίνακα 5.4 βλέπουμε την αποτίμηση των μελλοντικών ταμειακών ροών προς όλους τους επενδυτές-πιστωτές. Η σημερινή αξία των ταμειακών ροών προς τους πιστωτές της επιχείρησης είναι 2.400.000. Η σημερινή αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών προς όλους τους επενδυτές είναι 5.043.000 €. Η συνολική αξία της επιχείρησης είναι 2.643.000€.

Μόλις όμως ληφθεί υπόψη και η ημερομηνία κατά την οποία πραγματοποιήσαμε την αποτίμηση η αξία του Κεφαλαίου κοινών μετοχών (Ιδίων Κεφαλαίων) γίνεται 4.662.000€ συνεπώς πλέον οι περίπου 25.000 μετοχές της εταιρείας οι οποίες είχαν εκδοθεί και πωληθεί έναντι 100€ η κάθε μια σήμερα αξίζουν 189,55€ η κάθε μια

### Πίνακας 5.5

#### Προβλέψεις κερδών ανά μετοχή

Common Shares Outstanding at BS Date	25										
Equivalent Shares at Valuation Date	25										
Forecasted Price at Valuation Date	\$189.14										
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	
Net Income	790	800	811	824	838	855	874	895	918	944	
Common Equity Issued (Repurchased)	-747	-747	-748	-751	-755	-760	-767	-775	-785	-797	
Forecasted Price at Year End	\$142,01	\$183,24	\$236,43	\$305,06	\$393,62	\$507,89	\$655,33	\$845,58	\$1.091,05	\$1.407,78	

New Shares Issued (Repurchased)	-5	-4	-3	-2	-2	-1	-1	-1	-1	-1
Shares Outstanding at End of Year	19	15	12	10	8	6	5	4	3	3
Forecast EPS	\$35,99	\$46,24	\$59,30	\$75,84	\$96,68	\$122,77	\$155,17	\$195,05	\$243,58	\$301,92
Forecast Five Year Growth Rate in EPS	28%									

Σε ευρώ

Όπως φαίνεται στον πίνακα 5.5 οι μετοχές της Κτηνοτροφικής Μαγνησίας ΑΕ αποφέρουν κέρδη όλα τα χρόνια 2018-2027 και όπως είναι λογικό η αξία της μετοχής ανεβαίνει κάθε χρονιά. Μάλιστα το 2027 τα κέρδη ανά μετοχή διαμορφώνονται σε 301.92€ ανά μετοχή και η αξία-τιμή ανά μετοχή στα 1.407,78€

### 5.3 Σύνοψη αποτελεσμάτων

Historical Data For:	
ΚΤΗΝΟΤΡΟΦΙΚΗ ΜΑΓΝΗΣΙΑΣ ΚΑΙ ΣΥΝΕΡΓΑΖΟΜΕΝΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΕ	
Most Recent Fiscal Year End:	31/12/2017
Average ROE (last five years)	3,94%
Sales Growth (last five years)	57,29%
Forecast Data:	
Forecast Horizon	10 years
This Year's ROE	17,53%

Terminal Year's ROE	17,73%
This Year's Sales Growth	0,96%
Terminal Year's Sales Growth	3,00%
This Year's Forecast EPS	\$35,99
Forecast 5 Year EPS Growth	27,82%
Valuation Data:	
Cost of Equity Capital	29,03%
Valuation Date	2019/11/10
Estimated Price/Share	\$189,14
Estimated Price/Earnings Ratio	5,26
Estimated Market/Book Ratio	1,04

Συνοψίζοντας τα αποτελέσματα της αποτίμησης που πραγματοποιήσαμε στην Κτηνοτροφική Μαγνησίας ΑΕ,

- Τα πιο πρόσφατα ιστορικά οικονομικά στοιχεία που εισάγαμε στο υπόδειγμα ήταν αυτά της 31/12/2017.
- Με βάση αυτά τα στοιχεία ο μέσος δείκτης Επιστροφής στα Ίδια Κεφάλαια ήταν 3,94%
- Η μέση αύξηση των πωλήσεων ήταν 54,29%

Οι προβλέψεις έγιναν σε ορίζοντα δεκαετίας

- Ο δείκτης Επιστροφής στα Ίδια κεφάλαια της φετινής χρονιάς είναι 17,53%
- Ο δείκτης Επιστροφής στα Ίδια κεφάλαια της τελευταίας( δέκατης) χρονιάς είναι 17,73%
- Η αύξηση των πωλήσεων την φετινή χρονιά είναι 0,96%
- Η αύξηση των πωλήσεων την τελευταία ( δέκατη) χρονιά είναι 3,00%
- Τα προβλεπόμενα κέρδη ανά μετοχή για την φετινή χρονιά είναι 35,99€

- Η προβλεπόμενη ανάπτυξη των κερδών ανά μετοχή για τα επόμενα 5 χρόνια είναι 27,82%

Τα δεδομένα της αποτίμησης

- Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων 29,03%
- Ημερομηνία Αποτίμησης 28/10/2019
- Εκτιμώμενη τιμή-αξία μετοχής 189,14€
- Εκτιμώμενος λόγος τιμής ανά μετοχή προς κέρδη ανά μετοχή 5,26
- Εκτιμώμενος λόγος αξίας-τιμής αγοράς μετοχής προς λογιστική αξία επιχείρησης 1,04

### **Εν Κατακλείδι**

Μετά από όλα τα προηγούμενα είμαστε σε θέση να απαντήσουμε στο ερευνητικό ερώτημα που θέσαμε στην αρχή αυτής της μελέτης το οποίο ήταν “Ποια θα ήταν η απάντηση στην ερώτηση να επενδύσω στην GREEK FAMILY FARM ;”

Η απάντηση μας θα ήταν εάν μπορείς να προμηθευτείς μετοχές της εταιρείας αυτής σε τιμή μικρότερη από 189.14€ , τότε ναι διότι οι μετοχές αυτές είναι υποτιμημένες και συνεπώς μπορείς να επωφεληθείς από την απόκτησή τους.

Δυστυχώς η GREEK FAMILY FARM δεν διαθέτει τις μετοχές της στο χρηματιστήριο και έτσι δεν μπορούμε να δοκιμάσουμε την υπόθεσή μας στο πεδίο.



## Βιβλιογραφία

INFOBANK HELLASTAT A.E. (2013). *Κτηνοτροφία*.

Buffett, M. (1993). *Γράμμα στους μετόχους της εταιρείας Berkshire Hathaway*.

Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons.

ICAP. (2013). *Sector Study Cheeses*.

ICAP. (2014). *Sector Study Dairy Products*.

Marianna PARPOUNA, M. P. (2015). *The Dairy Sector in Greece: Constraints and Opportunities for Existing Producers and Newcomers*. Αθήνα: Laboratory of Dairy Research.

Sloan, R. L. (2003). United States of America.

Thomaidou. (2014). *Food and Beverage Industry: Facts and Figures. Foundation for Economic and Industrial Research (IOBE)*. IOBE.

Αυγουλάς. (2013). *Ελληνική Κτηνοτροφία: σημερινή κατάσταση & προοπτικές ανάπτυξης*. Ανάκτηση από [www.pemptousia.gr/](http://www.pemptousia.gr/): (<http://www.pemptousia.gr/2013/07/elliniki-ktinotrofia-prooptikes-ana/>)

ΕΛΣΤΑΤ. (2008-2014). *Οικογενειακός Σχεδιασμός*.

ΕΛΣΤΑΤ. (2009). *ΑΠΟΓΡΑΦΗ ΓΕΩΡΓΙΑΣ - ΚΤΗΝΟΤΡΟΦΙΑΣ*.

ΕΛΣΤΑΤ. (2017). *ΠΑΡΑΓΩΓΗ ΚΡΕΑΤΟΣ-ΔΕΥΤΕΡΟΓΕΝΩΝ ΚΤΗΝΟΤΡΟΦΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ(ΕΚΤΟΣ ΓΑΛΑΚΤΟΣ)*.

Ζαρμπούτης. (1993). *Κτηνοτροφία και κτηνοτροφικά προϊόντα*. Αθήνα: «ΙΩΝ».

Κουτεντάκη. (2007). “Χρηματοοικονομική ανάλυση και αποτίμηση Μινωικές γραμμές ΑΕΝ-Ανώνυμη Ναυτιλιακή Εταιρεία Κρήτης ΑΕ”. ΤΕΙ Κρήτης, Σχολή Διοίκησης και Οικονομίας, Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Ασφαλιστικής.

Ρεζίτη. (2014). *Farmanews*. Ανάκτηση 2019, από <http://www.farmanews.gr/?p=1903>:  
<http://www.farmanews.gr/?p=1903>

### Ιστοσελίδες

<https://www.familyfarm.gr/index.html>

<https://www.tuvaustriahellas.gr/briefing&page=4&item=263>

[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/totalbeta.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/totalbeta.html). New York,

[New York, United States of American.](#)

[Fenebris.com. \(2019, 9\). http://www.market-risk-premia.com/gr.html](http://www.market-risk-premia.com/gr.html). Frankfurt, Germany.

## **Παραρτήματα**

### **Οικονομικά στοιχεία Κτηνοτροφικής Μαγνησίας**

**2013**

		31ης ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2013 (01/01/2013 ... 31/12/2013)			
		ΠΟΣΑ ΚΛΕΙΟΜ. ΧΡΗΣΗΣ 2013		ΠΟΣΑ ΚΛΕΙΟΜ. ΧΡΗΣΗΣ 2012	
I	Αποτελέσματα εκμεταλλεύσεως				
	Κόστος εργασιών (πωλήσεις)		3.179.600.23		3.278.460.75
	Μείον : Κόστος Πωλήσεων		3.034.908.96		3.136.190.69
	Μικτά Αποτελέσματα (Κέρδη) Εκμετ.		144.691.27		142.270.06
	Πλέον : Άλλα έσοδα εκμείσεως		10.543.54		3.245.67
	Σύνολο		155.234.81		145.515.73
	Μείον : 1. Έξοδα διακ. Λειτουργ.	122.748.90		107.860.57	
	3. Έξοδα λειτουργίας διαθ.	86.105.42	208.854.32	89.666.22	197.526.79
	Μερικά αποτίμια (Ζημιές) εκμείσεως		(53.619.51)		(52.011.06)
	Πλέον ( ή μείον )				
	4. Πιστωτικοί τόκοι κ' συναφή έσοδα	86.65		57.28	
	Μείον :				
	3. Χρηστωτικοί τόκοι κ' συναφή έξοδα	163.240.34	(163.153.69)	182.602.32	(182.545.04)
	Ολικά αποτίμια (Ζημιές ) εκμείσεως		(216.773.20)		(234.556.10)
II	Πλέον (ή μείον ) :έκτακτα αποτίμια				
	1. Έκτακτα και ανορύ. Έσοδα	141.476.15		183.905.99	
	2. Έκτακτα κέρδη	2.130.70		1.000.00	
	Μείον :				
	1. Έκτακτα και ανόργανα έξοδα	113.78		2.809.13	
	3. Έξοδα προηγούμεν.χρήσεων		143.493.07		182.096.86
	Οργανικά & έκτακτα αποτίμια (Ζημιές)		(73.280.13)		(52.459.24)
	Μείον :				
	Σύνολο αποσβ. παγίων στοιχείων	628.110.58		462.762.18	
	Μείον : Οι από αυτές ενσωματωμένες στο λειτουργικό κόστος	628.110.58	0.00	462.762.18	0.00
	Καθαρά αποτελ.(Ζημιές) χρήσης προ φόρων		(73.280.13)		(52.459.24)

Καθαρά αποτελ.  
Ζημιές χρήσεως  
Υπολ. Ζημιών Πρωτ.  
Μείον διαφ.φορ.ελε  
Ζρ

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	ΠΟΣΑ ΚΛΕΙΟΜ. ΧΡΗΣΗΣ 2013		ΠΟΣΑ ΚΛΕΙΟΜ. ΧΡΗΣΗΣ 2012		ΠΑΘΗΤΙΚΟ
	ΕΥΡΩ	ΕΥΡΩ	ΕΥΡΩ	ΕΥΡΩ	
Γ ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					A
II Εννομιμα Ακίνητα					I
1. Γήπεδα - Οικόπεδα	55.833.55		55.833.55	0.00	55.833.55
3. Κτίρια Τεχνικά έργα	3.296.802.34	709.103.02	2.587.699.32	3.291.202.34	577.454.92
4. Μηχ/να Τεχν.Εργ.κ'Λοιπ.Μηχ.Εξοπλ.	4.094.262.30	1.146.490.01	2.947.772.29	3.982.096.31	748.399.27
5. Μεταφορικά Μέσα	665.811.50	485.924.41	179.887.09	657.151.00	430.894.91
6. Έπιπλα κ' Λοιπά Εξ.	988.579.63	771.264.20	217.315.43	962.278.67	727.921.96
7. Ανιν.Υπο Εκτέλεση και προκίλες					0.00
Σύνολο Ακινήσεων (ΠΙ)	9.101.289.32	3.112.781.64	5.988.507.68	8.948.561.87	2.484.671.06
Σύνολο Πάγιου Ενεργητ.(ΠΓII)			5.988.507.68		6.463.890.81
ΚΥΚΛΩΦ. ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
I Αποθέματα					
Δ 2. Προϊόντα έτοιμα & ημιτελή			923.346.20		569.050.60
4. Πρωτες και βοηθ.ώλες - αναλ. Υλικά Αντι κ' Είδη Συσκ.			259.771.97		74.552.00
5. Προκαταβολές για αγορά αποθ.			643.707.76		0.00
			1.826.825.93		643.602.60
II Απαιτήσεις					
1. Πέλατες			243.588.30		1.203.932.50
3ο Επιταγές Εισπρακτέες			91.206.74		101.680.40
11. Χρεώστες διάφοροι			36.011.60		95.406.66
			370.806.64		1.401.019.56
IV. Διαθέσιμα					
1. Ταμείο			2.449.49		17.878.26
3. Καταθ. όψης κ' πρόθεσμ.			4.507.91		31.100.45
			6.957.40		48.978.71
Σύνολο Κυκλοφ.Ενεργητ.(ΔI+ΔII+ΔIV)			2.204.588.97		2.093.600.87
					Σύνολο Υποχρεώσεων

Α ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ  
I Μετοχικό Κεφάλαιο  
1. Καταβλ.(24.594.ΚΟΙΝ  
III Διαφορές αναπίπτουσ  
3. Επιχ. Επενδ. Παγ. Στε  
4. Άξια ακιν. & λοιπ. Παγ  
V Αποτελέσματα εις νέο  
Υπολ.Ζημιών εις νέο  
Υπολ.Ζημιών προηγόν  
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαί  
(ΑI+ΑIII+ΑV )  
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ  
Γ I Μακροπρόθεσμες υπ  
2. Δάνεια τραπεζών  
II Βραχυμέσ υποχρεώσεις  
1. Προμηθευτές  
2α. Επιταγές Πληρωτέες  
3. Τράπεζες λογ.Βραχυπ  
5. Υποχρ.από φόρους τέ  
6. Ασφαλιστικοί οργανισμ  
11. Πιστωτές διάφοροι  
Σύνολο Υποχρεώσεων

ΚΤΙΝΟΤΡΟΦΙΚΗ ΠΑΡΕΟΝΤΑΣ S.A. 2013-2012.Π1 ( 3307 κ.α.77 = 15 )			ΔΙΑΚΕΦΑΛΙΑ ( 6 / 10 ) 100%		
<b>ΕΥΡΩ</b>			<b>Α</b>		
			<b>I Μετοχικό Κεφάλαιο</b>		
			<b>1. Καταβλ. (24.594 ΚΟΙΝ.ΜΕΤ.100,00ΕΥΡΩ)</b>	<b>2.459.400,00</b>	<b>2.459.400,00</b>
55.833,55	0,00	55.833,55		<b>2.459.400,00</b>	<b>2.459.400,00</b>
3.291.202,34	577.454,92	2.713.747,42	<b>III Διαφορές ανατίθης επιχ. Επενδ.</b>		
3.982.096,31	748.399,27	3.233.697,04	<b>3. Επιχ. Επενδ. Παγ. Στοιχ.</b>		
657.151,00	430.894,91	226.256,09	2.238.603,89		2.380.080,04
962.278,67	727.921,96	234.356,71	<b>4. Αξία ακιν. &amp; λοιπ. Παγ. Αποκτ. Δωρεών</b>		
			17.600,00		17.600,00
			2.256.203,88		2.397.680,04
		0,00	<b>V Αποτελέσματα εις νέο</b>		
<b>8.948.561,87</b>	<b>2.384.671,06</b>	<b>6.463.890,81</b>	<b>Υπόλ. Ζημιών εις νέο</b>	(73.280,13)	(52.459,24)
			<b>Υπολ. Ζημιών προηγίων χρονίων</b>	(93.048,05)	(40.588,81)
		6.463.890,81		(166.328,18)	(93.048,05)
		569.050,60	<b>Σύνολο Ίδιων Κεφαλαίων (ΑΙ+ΑΙΙΙ+ΑΥ)</b>	<b>4.549.275,71</b>	<b>4.764.031,99</b>
		74.552,00	<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>		
		0,00	<b>Γ I Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>		
<b>643.602,60</b>			<b>2. Δάνεια τραπεζών</b>		
			<b>1.649.126,06</b>		<b>1.745.961,12</b>
			<b>II Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>		
		1.203.932,50	<b>1. Προμηθευτές</b>	627.167,03	841.742,59
		101.680,40	<b>2α. Επιταγές Πληρωτέες</b>	682.678,88	219.721,82
		95.406,66	<b>3. Τράπεζες λογ.Βραχυ υποχρ.</b>	570.243,28	559.337,34
		1.401.019,56	<b>5. Υποχρ. από φόρους τέλη</b>	0,00	0,00
		17.878,26	<b>6. Ασφαλιστικοί οργανισμοί</b>	13.499,08	6.914,25
		31.100,45	<b>11. Πιστωτές διάφοροι</b>	91.109,58	419.782,57
		48.978,71			
		2.093.600,87		1.994.695,85	2.047.498,57
			<b>Σύνολο Υποχρεώσεων (ΓI+ΓII)</b>	<b>3.643.821,94</b>	<b>3.793.459,69</b>

ΚΤΙΝΟΤΡΟΦΙΚΗ ΜΑΓΝΗΣΙΑΣ - ΣΥΝΕΡΓΑΣΜΕΝΗ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗ Α.Ε. ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ 31ΗΣ ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2014						
12Η ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΧΡΗΣΗ 01/01/2014 ΕΩΣ 31/12/2014						
ΑΡ.Μ.Α.Ε. 5087432/Β/02/001 ΑΡ. ΓΕΜΗ 050724044000						
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	ΠΟΣΑ ΚΑΘΙΣΜ. ΧΡΗΣΗΣ 2014		ΠΟΣΑ ΚΑΘΙΣΜ. ΧΡΗΣΗΣ 2013		ΠΑΘΗΤΙΚΟ	ΠΟΣΑ ΚΑΘΙΣΜ. ΧΡΗΣΗΣ 2014
	ΕΥΡΩ		ΕΥΡΩ			ΠΟΣΑ ΚΑΘΙΣΜ. ΧΡΗΣΗΣ 2013
<b>I ΠΑΡΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>					<b>A ΙΜΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>	
II Εξοπλισμός Δομηθέν					I Μεταβολή κεφαλαίων	
1. Γήσιμα - Οικόπεδα	55,833.55	55,833.55	55,833.55	55,833.55	1. Κοινοβ. έκδοση κ.ο.κ. ΕΚΔΑΜ ΜΕΤ. 100.000€ΥΡΩ	2,459,406.00
3. Κτίρια Τυχερά γράφ.	3,296,802.34	940,975.12	2,455,827.22	3,296,802.34		2,459,406.00
4. Ακίνητο Τυχερά γράφ. κ.ο.κ. Μ.α.δ. Ε.γ.α.κ.	4,532,320.90	1,589,970.76	2,951,412.20	4,094,202.30		2,459,406.00
5. Μεταφορικά Μέσα	741,496.50	525,477.01	206,029.49	665,611.50	III Διαφορές αναμ.π.α.ς. ε.π.α.δ.	2,097,127.74
6. Έπιπλα κ' λοιπά ΕΓ.	1,125,150.76	819,546.75	305,604.01	988,579.63	4. Αξία αναμ. & λοιμ. Π.α.γ. Απομ. Δωρεών	17,000.00
7. Άλλα Υπό Εκτέλεση και προμήθ. Σύνολο Απομ. (Επ.)	9,757,656.11	3,792,969.64	5,974,686.47	9,101,289.32	3.114,727.74	2,356,203.89
<b>Σύνολο Παγίων Ενταγμ. (Γ+Η)</b>		5,974,686.47		5,988,507.68	V Απομ.Μεταβ. ε.ς. ν.ε.ο	
<b>ΚΑΤΑΣΤ. ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>					Υπομ.Σελών ε.ς. ν.ε.ο	84,816.05
III Διαφορές					Υπομ.Σελών προμ.π.α.ς. κ.α.π.α.ς.	(166,328.18)
2. Προνόμια ε.ο.α.ς. & παροχ.ά		1,444,879.06		923,346.20	Σύνολο άλλων Κερφαίων (Δ+ΒΒ+ΑΥ)	4,492,615.61
4. Πρωτόκ. και βοηθ.όλας-ο.α.κ. Υπομ.Αναμ. Ε.π.α.ς.Συν.κ.		76,380.04		259,771.97	<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>	
5. Προκαταβ. για αγορά ο.α.κ.		467,725.07		643,707.76	I Μεταβλητότητα υποχρεώσεων	1,433,293.17
		1,988,684.17		1,626,825.93	II Βραχυπρόθ. υποχρεώσεις	
<b>II Διαφορές</b>					1. Προμηθευτές	93,035.07
1. Π.α.κ.α.ς.		103,667.98		243,508.30	2η Επισκευή Π.α.κ.α.ς.	627,167.03
3α Επισκευή Επισκευατικός		246,622.99		91,298.74	3. Τραπεζ. και τ.ο.α.ς. απαιτ.	991,325.74
11. Χρεωστικές διαφοράς		684,330.77		36,611.60	4. Προκαταβ. π.α.κ.α.ς.	576,242.28
		1,117,121.64		370,806.64	5. Υπομ. από φόρους κ.α.κ.	411,803.97
IV Διαφορές					6. Διαφορετικό πληρωτέο	97,998.14
1. Ταμείο		134,700.28		2,449.49	11 Πολυτ. διαφοράς	25,513.90
3. Κοινό Ταμείο κ' προμ.α.ς.		54,074.16		4,507.91		13,496.08
<b>Σύνολο Κοινοβ. Ενταγμ. (Δ+Β+ΑΥ)</b>		3,297,778.05		2,264,589.97	Σύνολο Υποχρεώσεων (Γ+Η+Θ)	2,951,639.35
<b>ΔΙΑΦΕΡΕΣ</b>					11 Πολυτ. διαφοράς	3,348,525.03
1 Έξοδα απομ.π.α.ς. κ.α.π.α.ς.		4,715.00			6.781,809.10	3,643,821.94
<b>Ε</b> ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΥ ΑΣΕΓΜΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ					<b>Δ</b> ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΥ ΑΣΕΓΜΟΥ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	
1 Έξοδα απομ.π.α.ς. κ.α.π.α.ς.		4,715.00			1 Έξοδα κ.α.π.α.ς. δικαιωμάτων	2754.81
<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (Β+Γ+Δ)</b>		9,277,179.52		8,193,097.65	<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ (Α+Ε)</b>	9,277,179.52
						8,193,097.65

	ΠΟΣΑ ΚΑΘΙΣΜ. ΧΡΗΣΗΣ 2014	ΠΟΣΑ ΚΑΘΙΣΜ. ΧΡΗΣΗΣ 2013	Καθ.α.σ. αποτελ.Μορματα	ΠΟΣΑ ΚΑΘΙΣΜ. ΧΡΗΣΗΣ 2014	ΠΟΣΑ ΠΡΟΜ. ΧΡΗΣΗΣ 2013
I Απομ.Απομ.α.ς. κ.α.π.α.ς.			Καθ.α.σ. αποτελ.Μορματα		
Κόστος εργασιών (Π.α.κ.α.ς.)	7,044,770.08	3,179,600.23	Καθ.α.σ. αποτελ.Μορματα		
Μ.α.κ.α.ς. Κ.α.π.α.ς. Π.α.κ.α.ς.	6,696,507.65	3,034,929.96	Καθ.α.σ. αποτελ.Μορματα		
Μ.α.κ.α.ς. Απομ.Απομ.α.ς. κ.α.π.α.ς. Ε.γ.α.κ.	144,892.63	144,661.27	Καθ.α.σ. αποτελ.Μορματα		
Π.α.κ.α.ς. Άλλα απομ.α.ς. κ.α.π.α.ς.	6,981.07	10,543.54	Καθ.α.σ. αποτελ.Μορματα		
Σύνολο	355,243.50	155,234.81	Καθ.α.σ. αποτελ.Μορματα		
Μ.α.κ.α.ς. 1. Έξοδα διαμ.Απομ.α.ς.	183,550.41	122,748.90	Καθ.α.σ. αποτελ.Μορματα		
3. Έξοδα Απομ.Απομ.α.ς. κ.α.π.α.ς.	33,778.80	86,106.42	Καθ.α.σ. αποτελ.Μορματα	84,816.05	(73,280.13)
Μ.α.κ.α.ς. Απομ.Απομ.α.ς. κ.α.π.α.ς. (Κ.α.π.α.ς.)	217,331.21	208,854.32	Καθ.α.σ. αποτελ.Μορματα	(166,328.18)	(93,048.05)
Π.α.κ.α.ς. (ή μ.α.κ.α.ς.)	137,912.29	(53,615.51)	Καθ.α.σ. αποτελ.Μορματα		
4. Π.α.κ.α.ς. κ.α.π.α.ς. κ.α.π.α.ς. (ε.ο.α.ς.)	1.67	96.65	Καθ.α.σ. αποτελ.Μορματα		
Μ.α.κ.α.ς.			Καθ.α.σ. αποτελ.Μορματα		
3. Κοινοβ. κ.ο.κ. κ.α.π.α.ς. (ε.ο.α.ς.)	186,081.74	163,240.34	Καθ.α.σ. αποτελ.Μορματα		
Ο.α.κ.α.ς. Απομ.Απομ.α.ς. κ.α.π.α.ς. (ε.ο.α.ς.)	(48,167.78)	(216,773.20)	Καθ.α.σ. αποτελ.Μορματα		
II Π.α.κ.α.ς. (ή μ.α.κ.α.ς.) Διαμ.Απομ.α.ς. κ.α.π.α.ς.			Καθ.α.σ. αποτελ.Μορματα		
1. Έπιπλα και σ.α.π.α.ς. Ε.ο.α.ς.	141,476.15	141,476.15	Καθ.α.σ. αποτελ.Μορματα		
2. Επισκευή κ.α.π.α.ς.	1,230.00	2,130.70	Καθ.α.σ. αποτελ.Μορματα		
Μ.α.κ.α.ς.			Καθ.α.σ. αποτελ.Μορματα		
1. Έπιπλα και σ.α.π.α.ς. (ε.ο.α.ς.)	9,722.32	113.78	Καθ.α.σ. αποτελ.Μορματα		
3. Έξοδα προμ.π.α.ς. κ.α.π.α.ς. Ο.α.κ.α.ς. Απομ.Απομ.α.ς. κ.α.π.α.ς. (Κ.α.π.α.ς.)			Καθ.α.σ. αποτελ.Μορματα		
Μ.α.κ.α.ς.			Καθ.α.σ. αποτελ.Μορματα		
Σύνολο Απομ.Απομ.α.ς. κ.α.π.α.ς. κ.α.π.α.ς.	670,188.00	628,110.58	Καθ.α.σ. αποτελ.Μορματα		
Μ.α.κ.α.ς. Ο.α.κ.α.ς. Απομ.Απομ.α.ς. κ.α.π.α.ς. στο Απομ.Απομ.α.ς. κ.α.π.α.ς.	670,188.00	628,110.58	Καθ.α.σ. αποτελ.Μορματα		
Καθ.α.σ. Απομ.Απομ.α.ς. κ.α.π.α.ς. κ.α.π.α.ς. προ φ.α.ρ.α.ς.	84,816.05	(73,280.13)	Καθ.α.σ. αποτελ.Μορματα		
			Καθ.α.σ. αποτελ.Μορματα		
Ο ΠΡΟΕΔΡΟΣ ΤΟΥ Δ.Σ. & Δ.Σ.		Ο ΑΝΤΙΠΡΟΕΔΡΟΣ		Ο ΛΟΓΙΣΤΗΣ	
ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΑΝΔΡ. ΤΣΙΑΚΑΡΗΣ		ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΙΩΑΝ. ΑΣΕΓΡΑΣ		ΜΑΡΙΑΣ ΒΑΣ. ΑΓΙΩΤΟΠΗ	
1731841 ΑΤ ΑΜΥΡΟΥ		ΑΒ 215985 ΑΤ ΚΑΛΑΜΑΡΙΑΣ ΘΕΣΣΟΝΙΚΗΣ		Α.Α.Τ. 3744631 ΑΤ ΑΜΥΡΟΥ	

**ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ 31ης ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2015- 13 ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΧΡΗΣΗ (01/01/2015-31/12/2015) -ΑΡ. ΓΕΜΗ : 050724044000**

**ΠΟΣΑ ΣΕ ΕΥΡΩ**

<b>Σημείωση</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>
<b>Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία</b>		
<i>Ενσώματα πάγια</i>		
Ακίνητα	2.383.724,69	2.511.660,77
Μηχανολογικός εξοπλισμός	2.634.895,26	2.951.412,20
Λοιπός εξοπλισμός	177.486,45	398.258,50
Βιολογικά περιουσιακά στοιχεία (μη κυκλοφορούντα)	259.793,50	113.355,00
<b>Σύνολο</b>	<b>5.455.899,90</b>	<b>5.974.686,47</b>
<i>Άυλα πάγια στοιχεία</i>		
Υπεραξία	(663,94)	
<b>Σύνολο</b>	<b>(663,94)</b>	
<b>Σύνολο μη κυκλοφορούντων</b>	<b>5.455.235,96</b>	<b>5.974.686,47</b>
<b>Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία</b>		
<i>Αποθέματα</i>		
Έτοιμα και ημιτελή προϊόντα	1.148.552,94	1.444.873,06
Πρώτες ύλες και διάφορα υλικά	77.993,60	71.870,04
Λοιπά αποθέματα	17.401,49	6.510,00
<b>Σύνολο</b>	<b>1.243.948,03</b>	<b>1.523.253,10</b>
<i>Χρηματοοικονομικά στοιχεία και προκαταβολές</i>		
Εμπορικές απατήσεις	1.586.595,70	432.790,87
Λοιπές απαιτήσεις	2.758.049,55	1.152.059,64
Προπληρωμένα έξοδα	34.922,66	4.715,00
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	904.378,89	189.674,44
<b>Σύνολο</b>	<b>5.283.946,80</b>	<b>1.779.239,95</b>
<b>Σύνολο κυκλοφορούντων</b>	<b>6.527.894,83</b>	<b>3.302.493,05</b>
<b>Σύνολο ενεργητικού</b>	<b>11.983.130,79</b>	<b>9.277.179,52</b>
<b>Καθαρή θέση</b>		
<i>Καταβλημένα κεφάλαια</i>		
Κεφάλαιο	2.459.400,00	2.459.400,00
<b>Σύνολο</b>	<b>2.459.400,00</b>	<b>2.459.400,00</b>
Αποθεματικά και αποτελέσματα εις νέο		
Αποθεματικά νόμων ή καταστατικού	17.600,00	17.600,00
Αποτελέσματα εις νέο	(79.461,81)	(81.512,13)
<b>Σύνολο</b>	<b>(61.861,81)</b>	<b>(63.912,13)</b>
<b>Σύνολο καθαρής θέσης</b>	<b>2.397.538,19</b>	<b>2.395.487,87</b>
<b>Υποχρεώσεις</b>		
<i>Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις</i>		
Δάνεια	1.160.262,30	1.433.283,17
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	250.103,18	
Κρατικές επιχορηγήσεις	1.955.651,59	2.097.127,74
<b>Σύνολο</b>	<b>3.366.017,07</b>	<b>3.530.410,91</b>
<i>Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις</i>		
Τραπεζικά δάνεια	2.156.650,37	1.715.338,22
Εμπορικές υποχρεώσεις	3.061.332,55	1.074.360,81
Φόρος εισοδήματος	29.398,43	
Λοιποί φόροι και τέλη	195.403,41	97.998,14
Οργανισμοί κοινωνικής ασφάλισης	38.921,79	26.513,90
Λοιπές υποχρεώσεις	711.832,58	434.314,86
Έξοδα χρήσεως δουλευμένα	26.036,40	2.754,81
<b>Σύνολο</b>	<b>6.219.575,53</b>	<b>3.351.280,74</b>
<b>Σύνολο υποχρεώσεων</b>	<b>9.585.592,60</b>	<b>6.881.691,65</b>

**Κατάσταση Αποτελεσμάτων την 31/12/2015**  
**ΚΤΗΝΟΤΡΟΦΙΚΗ ΜΑΓΝΗΣΙΑΣ - ΣΥΝΕΡΓΑΖΟΜΕΝΗ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗ Α.Ε.**

<b>Σημείωση</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>
Κύκλος εργασιών (καθαρός)	<b>13.849.330,59</b>	<b>7.044.770,08</b>
Κόστος πωλήσεων	(12.611.127,49)	(6.696.507,65)
Μικτό αποτέλεσμα	<b>1.238.203,10</b>	<b>348.262,43</b>
Λοιπά συνήθη έσοδα	39.378,03	6.981,07
	<b>1.277.581,13</b>	<b>355.243,50</b>
Έξοδα διοίκησης	(736.212,12)	(183.552,41)
Έξοδα διάθεσης	(422.613,51)	(33.778,80)
Λοιπά έξοδα και ζημιές	(40.080,17)	(9.722,32)
Κέρδη και ζημιές από διάθεση μη κυκλοφορούντων στοιχείων	(2.475,39)	1.230,00
Λοιπά έσοδα και κέρδη	182.952,70	141.476,15
Αποτελέσματα προ τόκων και φόρων	<b>259.152,64</b>	<b>270.896,12</b>
Πιστωτικοί τόκοι και συναφή έσοδα		1,67
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	(227.703,89)	(186.081,74)
Αποτέλεσμα προ φόρων	<b>31.448,75</b>	<b>84.816,05</b>
Φόροι εισοδήματος	(29.398,43)	
Αποτέλεσμα περιόδου μετά από φόρους	<b>2.050,32</b>	<b>84.816,05</b>

Αλμυρός Βόλου , 10/08/2016

**Ο ΠΡΟΕΔΡΟΣ & ΔΙΕΥΘΥΝΩΝ ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ**

ΤΣΑΓΚΑΡΗΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ  
 Α.Δ.Τ. : Ι 731641

**Ο ΑΝΤΙΠΡΟΕΔΡΟΣ**

ΑΛΕΓΡΑΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ  
 Α.Δ.Τ. : ΑΒ 715985

**Ο ΛΟΓΙΣΤΗΣ**

ΓΙΑ ΤΗΝ UNITED THREE Α.Ε.  
 ΠΑΡΑΣΚΕΥΟΠΟΥΛΟΣ ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ  
 ΑΡ.ΑΔΕΙΑΣ : 24503 Α ΤΡΕΗΣ



**ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ κατά ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ**

	<u>31/12/2016</u>	<u>31/12/2015</u>
Κύκλος εργασιών (καθαρός)	19.314.057,59	13.849.330,59
Κόστος πωλήσεων	-18.002.996,49	-13.165.220,21
<b>Μικτό αποτέλεσμα</b>	<b>1.311.061,10</b>	<b>684.110,38</b>
Λοιπά συνήθη έσοδα	70.420,80	39.378,03
	<b>1.381.481,90</b>	<b>723.488,41</b>
Έξοδα διοίκησης	-481.380,29	-352.023,48
Έξοδα διάθεσης	-276.360,17	-202.096,50
Λοιπά έξοδα και ζημιές	-205.731,26	-40.080,17
Κέρδη και ζημιές από διάθεση μη κυκλοφορούντων στοιχείων	26.418,34	-2.475,39
Λοιπά έσοδα και κέρδη	55.885,87	182.952,70
<b>Αποτελέσματα προ τόκων και φόρων</b>	<b>500.314,39</b>	<b>309.765,57</b>
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	-380.588,90	-278.316,82
<b>Αποτέλεσμα προ φόρων</b>	<b>119.725,49</b>	<b>31.448,75</b>
Φόροι εισοδήματος	-96.083,89	-29.398,43
<b>Αποτέλεσμα περιόδου μετά από φόρους</b>	<b>23.641,60</b>	<b>2.050,32</b>

**ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΜΕΤΑΒΟΛΩΝ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΕΩΣ**

	Κεφάλαιο	Αποθεματικά νόμων & καταστατικού	Υπόλοιπο Αποτελεσμάτων Εις Νέο	Συνολικά ίδια κεφάλαια
<b>Υπόλοιπα 1/1/2015</b>	2.459.400,00	17.600,00	-81.512,13	2.395.487,87
Μεταβολές λογιστικών πολιτικών και λάθη				
Μεταβολές στοιχείων στην περίοδο			-120.445,94	-120.445,94
Εσωτερικές μεταφορές				
Διανομές στους φορείς				
Αποτελέσματα περιόδου			2.050,32	2.050,32
<b>Υπόλοιπο Ιδίων Κεφαλαίων της 31/12/2015</b>	<b>2.459.400,00</b>	<b>17.600,00</b>	<b>-199.907,75</b>	<b>2.277.092,25</b>
<b>Υπόλοιπα 1/1/2016</b>	2.459.400,00	17.600,00	-199.907,75	2.277.092,25
Μεταβολές στοιχείων στην περίοδο				
Εσωτερικές μεταφορές				
Διανομές στους φορείς				
Αποτελέσματα περιόδου			23.641,60	23.641,60
<b>Υπόλοιπο Ιδίων Κεφαλαίων της 31/12/2016</b>	<b>2.459.400,00</b>	<b>17.600,00</b>	<b>-176.266,15</b>	<b>2.300.733,85</b>

III. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ 2016

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ της 31/12/2016

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	31/12/2016	31/12/2015
<b>Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία</b>		
<i>Ενσώματα πάγια</i>		
Ακίνητα	2.281.852,46	2.383.724,69
Μηχανολογικός εξοπλισμός	2.342.718,06	2.634.895,26
Λοιπός εξοπλισμός	407.587,16	314.703,45
Βιολογικά περιουσιακά στοιχεία (μη κυκλοφορούντα)	160.645,13	122.576,50
<b>Σύνολο</b>	<b>5.192.802,81</b>	<b>5.455.899,90</b>
<i>Άυλα πάγια στοιχεία</i>		
Υπερμζία	0,00	-663,94
<b>Σύνολο</b>	<b>0,00</b>	<b>-663,94</b>
<b>Σύνολο μη κυκλοφορούντων</b>	<b>5.192.802,81</b>	<b>5.455.235,96</b>
<b>Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία</b>		
<i>Αποθέματα</i>		
Έτοιμα και ημιτελή προϊόντα	1.013.716,47	1.148.552,94
Πρώτες ύλες και διάφορα υλικά	161.646,53	77.993,60
Λοιπά αποθέματα	76.664,61	17.401,49
Προκαταβολές για αγορές αποθεμάτων	1.112.718,64	2.131.028,13
<b>Σύνολο</b>	<b>2.364.746,25</b>	<b>3.374.976,16</b>
<i>Χρηματοοικονομικά στοιχεία και προκαταβολές</i>		
Εμπορικές απαιτήσεις	1.630.978,76	1.586.595,70
Λοιπές απαιτήσεις	825.648,99	1.524.546,43
Προπληρωμένα έξοδα	37.605,72	34.922,66
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	1.473.164,16	904.378,89
<b>Σύνολο</b>	<b>3.967.397,63</b>	<b>4.050.443,68</b>
<b>Σύνολο κυκλοφορούντων</b>	<b>6.332.143,88</b>	<b>7.425.419,84</b>
<b>Σύνολο ενεργητικού</b>	<b>11.524.946,69</b>	<b>12.880.655,80</b>

<b>ΠΑΘΗΤΙΚΟ</b>	<b>31/12/2016</b>	<b>31/12/2015</b>
<b>Καθαρή θέση</b>		
<i>Καταβλημένα κεφάλαια</i>		
Κεφάλαιο	2.459.400,00	2.459.400,00
<b>Σύνολο</b>	<b>2.459.400,00</b>	<b>2.459.400,00</b>
<i>Αποθεματικά και αποτελέσματα εις νέο</i>		
Αποθεματικά νόμων ή καταστατικού	17.600,00	17.600,00
Αποτελέσματα εις νέο	-176.266,15	-199.907,75
<b>Σύνολο</b>	<b>-158.666,15</b>	<b>-182.307,75</b>
<b>Σύνολο καθαρής θέσης</b>	<b>2.300.733,85</b>	<b>2.277.092,25</b>
<b>Υποχρεώσεις</b>		
<i>Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις</i>		
Δάνεια	951.939,48	1.111.659,78
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	324.478,65	250.103,18
Κρατικές επιχορηγήσεις	1.471.461,29	1.471.461,29
<b>Σύνολο</b>	<b>2.747.879,42</b>	<b>2.833.224,25</b>
<i>Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις</i>		
Τραπεζικά δάνεια	1.035.782,27	1.899.085,56
Βραχυπρόθεσμο μέρος μακροπρόθεσμων δανείων	143.484,91	306.167,33
Εμπορικές υποχρεώσεις	4.271.005,11	4.563.493,80
Φόρος εισοδήματος	66.685,46	29.398,43
Λοιποί Φόροι και τέλη	52.230,35	195.403,41
Όργανισμοί κοινωνικής ασφάλισης	41.200,18	38.921,79
Λοιπές υποχρεώσεις	842.242,36	711.832,58
Έξοδα χρήσεως δουλευμένα	23.702,78	26.036,40
<b>Σύνολο</b>	<b>6.476.333,42</b>	<b>7.770.339,30</b>
<b>Σύνολο υποχρεώσεων</b>	<b>9.224.212,84</b>	<b>10.603.563,55</b>
<b>Σύνολο καθαρής θέσης, προβλέψεων και υποχρεώσεων</b>	<b>11.524.946,69</b>	<b>12.880.655,80</b>

## 2017

### ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΜΕΤΑΒΟΛΩΝ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΕΩΣ

	Κεφάλαιο	Αποθεματικ ά νόμων & καταστατικ ού	Υπόλοιπο Αποτελεσμά των Εις Νέο	Συνολικά ίδια κεφάλαια
<b>Υπόλοιπα 1/1/2016</b>	2.459.400,00	17.600,00	-199.907,75	2.277.092,25
Μεταβολές λογιστικών πολιτικών				
Διόρθωση λαθών				
Μεταβολές στοιχείων στην περίοδο				
Εσωτερικές μεταφορές		1.814.175,44	141.476,15	1.955.651,59
Διανομές στους φορείς				
Αποτελέσματα περιόδου			23.641,60	23.641,60
<b>Υπόλοιπο Ιδίων Κεφαλαίων της 31/12/2016</b>	<b>2.459.400,00</b>	<b>1.831.775,44</b>	<b>-34.790,00</b>	<b>4.256.385,44</b>
<b>Υπόλοιπα 1/1/2017</b>	2.459.400,00	1.831.775,44	-34.790,00	4.256.385,44
Μεταβολές λογιστικών πολιτικών				
Διόρθωση λαθών			421.824,41	421.824,41
Μεταβολές στοιχείων στην περίοδο				
Εσωτερικές μεταφορές		-155.941,44	155.941,44	0,00
Διανομές στους φορείς	-737.820,00			-737.820,00
Αποτελέσματα περιόδου			547.601,98	547.601,98
<b>Υπόλοιπο Ιδίων Κεφαλαίων της 31/12/2017</b>	<b>1.721.580,00</b>	<b>1.675.834,00</b>	<b>1.090.577,83</b>	<b>4.487.991,83</b>

### ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ κατά ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ

	<u>31/12/2017</u>	<u>31/12/2016</u>
Κύκλος εργασιών (καθαρός)	19.459.702,57	19.314.057,59
Κόστος πωλήσεων	-17.454.892,32	-18.284.338,00
<b>Μικτό αποτέλεσμα</b>	<b>2.004.810,25</b>	<b>1.029.719,59</b>
Λοιπά συνήθη έσοδα	136.066,67	70.420,80
	<b>2.140.876,92</b>	<b>1.100.140,39</b>
Έξοδα διοίκησης	-307.057,30	-283.970,45
Έξοδα διάθεσης	-353.783,57	-296.581,23
Λοιπά έξοδα και ζημιές	-369.960,47	-205.731,26
Κέρδη και ζημιές από διάθεση μη κυκλοφορούντων στοιχείων	22.873,52	26.418,34
Λοιπά έσοδα και κέρδη	14.659,53	6.227,29
<b>Αποτελέσματα προ τόκων και φόρων</b>	<b>1.147.608,63</b>	<b>346.503,08</b>
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	-192.184,61	-226.777,59
<b>Αποτέλεσμα προ φόρων</b>	<b>955.424,02</b>	<b>119.725,49</b>
Φόροι εισοδήματος	-407.822,04	-96.083,89
<b>Αποτέλεσμα περιόδου μετά από φόρους</b>	<b>547.601,98</b>	<b>23.641,60</b>

III. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ 2017

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ της 31/12/2017

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	31/12/2017	31/12/2016
<b>Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία</b>		
<i>Ενσώματα πάγια</i>		
Ακίνητα	2.161.545,59	2.281.852,46
Μηχανολογικός εξοπλισμός	2.058.128,61	2.342.718,06
Λοιπός εξοπλισμός	425.570,13	460.663,02
Βιολογικά περιουσιακά στοιχεία (μη κυκλοφορούντα)	348.020,28	107.569,27
<b>Σύνολο</b>	<b>4.993.264,61</b>	<b>5.192.802,81</b>
<b>Σύνολο μη κυκλοφορούντων</b>	<b>4.993.264,61</b>	<b>5.192.802,81</b>
<b>Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία</b>		
<i>Αποθέματα</i>		
Έτοιμα και ημιτελή προϊόντα	2.307.707,59	1.013.716,47
Πρώτες ύλες και διάφορα υλικά	315.264,25	161.646,53
Λοιπά αποθέματα	108.564,42	76.664,61
Προκαταβολές για αγορές αποθεμάτων	1.473.450,00	1.112.718,64
<b>Σύνολο</b>	<b>4.204.986,26</b>	<b>2.364.746,25</b>
<i>Χρηματοοικονομικά στοιχεία και προκαταβολές</i>		
Εμπορικές απαιτήσεις	1.448.472,84	1.630.978,76
Λοιπές απαιτήσεις	1.069.310,42	1.309.839,29
Λοιπά χρηματοοικονομικά στοιχεία	620.899,19	0,00
Προπληρωμένα έξοδα	30.555,83	37.605,72
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	330.541,44	1.473.164,16
<b>Σύνολο</b>	<b>3.499.779,72</b>	<b>4.051.587,93</b>
<b>Σύνολο κυκλοφορούντων</b>	<b>7.704.765,98</b>	<b>6.816.334,18</b>
<b>Σύνολο ενεργητικού</b>	<b>12.698.030,59</b>	<b>12.009.136,99</b>

<b>ΠΑΘΗΤΙΚΟ</b>	<b>31/12/2017</b>	<b>31/12/2016</b>
<b>Καθαρή θέση</b>		
<i>Καταβλημένα κεφάλαια</i>		
Κεφάλαιο	1.721.580,00	2.459.400,00
<b>Σύνολο</b>	<b>1.721.580,00</b>	<b>2.459.400,00</b>
<i>Αποθεματικά και αποτελέσματα εις νέο</i>		
Αποθεματικά νόμων ή καταστατικού	1.675.834,00	1.831.775,44
Αποτελέσματα εις νέο	1.090.577,83	-34.790,00
<b>Σύνολο</b>	<b>2.766.411,83</b>	<b>1.796.985,44</b>
<b>Σύνολο καθαρής θέσης</b>	<b>4.487.991,83</b>	<b>4.256.385,44</b>
<b>Υποχρεώσεις</b>		
<i>Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις</i>		
Δάνεια	497.881,24	951.939,48
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	350.261,86	324.478,65
Κρατικές επιχορηγήσεις	0,00	0,00
<b>Σύνολο</b>	<b>848.143,10</b>	<b>1.276.418,13</b>
<i>Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις</i>		
Τραπεζικά δάνεια	1.051.832,23	1.035.782,27
Βραχυπρόθεσμο μέρος μακροπροθέσμων δανείων	296.041,93	143.484,91
Εμπορικές υποχρεώσεις	4.242.623,58	4.271.005,11
Φόρος εισοδήματος	311.738,15	66.685,46
Λοιποί Φόροι και τέλη	65.844,97	52.230,35
Οργανισμοί κοινωνικής ασφάλισης	66.535,84	41.200,18
Λοιπές υποχρεώσεις	1.295.816,93	842.242,36
Έξοδα χρήσεως δουλευμένα	31.462,03	23.702,78
<b>Σύνολο</b>	<b>7.361.895,66</b>	<b>6.476.333,42</b>
<b>Σύνολο υποχρεώσεων</b>	<b>8.210.038,76</b>	<b>7.752.751,55</b>
<b>Σύνολο καθαρής θέσης, προβλέψεων και υποχρεώσεων</b>	<b>12.698.030,59</b>	<b>12.009.136,99</b>