ΓΕΩΠΟΝΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ AGRICULTURAL UNIVERSITY OF ATHENS

ΓΕΩΠΟΝΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ΤΜΗΜΑ ΑΓΡΟΤΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

ΟΡΓΑΝΩΣΗ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΤΡΟΦΙΜΩΝ ΚΑΙ ΓΕΩΡΓΙΑΣ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΟΙΝΟΥ ΚΩΣΤΑ ΛΑΖΑΡΙΔΗ

ΑΝΑΓΝΩΣΤΟΥ Π. ΝΙΚΟΛΑΟΣ

ΑΘΗΝΑ

2019

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ :

ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ ΑΡΤΙΚΗΣ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ

ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΟΙΝΟΥ ΚΩΣΤΑ ΛΑΖΑΡΙΔΗ

FINANCIAL ANALYSIS AND EVALUATION OF

THE GREEK WINE COMPANY COSTA LAZARIDI

ΑΝΑΓΝΩΣΤΟΥ Π. ΝΙΚΟΛΑΟΣ

ΕΞΕΤΑΣΤΙΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ:

Π.Αρτίκης, Αναπληρωτής Καθηγητής Πα.Πει (Επιβλέπων)

Θ.Νταλιάνης, Καθηγητής Πα.Πει

Γ.Κοτσερίδης, Επίκουρος Καθηγητής ΓΠΑ

Ευχαριστίες

Θα ήθελα να ευχαριστήσω αρχικά τον καθηγητή μου και επιβλέποντα κ. Αρτίκη Παναγιώτη, ο οποίος ήταν δίπλα μου και συνεβάλε καθοριστικά στην εκπόνηση της παρούσας εργασίας.

Θα ήθελα επίσης να ευχαριστήσω την οικογένεια και τους φίλους μου για την συμπαράσταση και στήριξη όλα αυτά τα χρόνια. Συγκεκριμένα θα ήθελα να ευχαριστήσω τον συνάδελφο και φίλο Γρηγόρη Θωμόπουλο για την πολύτιμη βοήθεια του κατά την εκπόνηση αυτής της εργασίας.

Περίληψη

Η παρούσα πτυχιακή εργασία ασχολείται με τον κλάδο της οινοποιίας και συγκεκριμένα με την αποτίμηση της ελληνικής εταιρείας οίνου Κώστα Λαζαρίδη. Τα τελευταία χρόνια έχει παρατηρηθεί μία τάση από τις ελληνικές οινοποιητικές επιχειρήσεις για εξαγωγικές δραστηριότητες με ταυτόχρονη προσπάθεια για βελτίωση της ποιότητας του οίνου. Στόχος αυτής της εργασίας είναι να αποκαλύψει τι αντίκτυπο έχει αυτή η τάση στα οικονομικά στοιχεία μίας εκ των πιο γνωστών επιχειρήσεων οίνου του ελληνικού κλάδου.

Στα πρώτα δύο κεφάλαια παρουσιάζεται η θεωρία στην οποία θα βασιστεί η εργασία, δηλαδή κάποιες βασικές έννοιες για τη διαδικασία της αποτίμησης και οι μέθοδοι αποτίμησης που θα χρησιμοποιηθούν.

Στο τρίτο κεφάλαιο θα γίνει αναφορά στον κλάδο του οίνου, τόσο σε παγκόσμιο επίπεδο, αλλά και για τα ελληνικά δεδομένα.

Τέλος στα δύο τελευταία κεφάλαια θα γίνει η εφαρμογή της μεθόδου με χρήση των οικονομικών στοιχείων της επιχείρησης Κώστα Λαζαρίδη και θα σχολιαστούν τα αποτελέσματα.

Μεταπτυχιακή διατριβή στα Χρηματοοικονομικά

ΛΕΞΕΙΣ ΚΛΕΙΔΙΑ:

Αποτίμηση, Μέθοδοι αποτίμησης, Οίνος, Οινοποιείο, Κώστας Λαζαρίδης, Χαρτοφυλάκιο, Ρίσκο, Κίνδυνος, Κόστος Κεφαλαίου

Abstract

FINANCIAL ANALYSIS AND EVALUATION OF THE GREEK WINE COMPANY COSTA LAZARIDIS

The current thesis deals with the winemaking sector and specifically the valuation of the Greek wine company Costa Lazaridi. In recent years there has been a trend by Greek winemakers for export activities while simultaneously striving to improve the quality of wine. The purpose of this work is to reveal the impact this trend has on the financial data of one of the most well-known Greek wine companies.

The first two chapters present the theory on which the work will be based on, namely some basic concepts of the valuation process and the valuation methods, which will be used.

In the third chapter we will refer to the wine sector, both globally and domestically.

Finally, in the last two chapters we will apply the method using the financial data of the company Costa Lazaridi and the results will be commented on.

Master's Thesis in Finance

KEY WORDS:

Evaluation, Evaluation Methods, Wine, Winery, Costa Lazaridis, Portofolio, Risk, Danger, Cost of Capital

Ευχαριστίες ... 3
Περίληψη ... 4
Abstract ... 5
1 Εισαγωγή ... 10
2 Κεφάλαιο: Χρηματοοικονομική αποτίμηση ... 13
2.1 Ρόλος της αποτίμησης ... 13
2.1.1 Διαχείρηση χαρτοφυλακίου ... 13
2.1.2 Αποτίμηση στην ανάλυση απόκτησης ... 15
2.1.3 Αποτίμηση στα εταιρικά χρηματοοικονομικά ... 16
2.1.4 Συμπέρασμα ... 16
2.2 Μύθοι και γενικότητες στην αποτίμηση ... 17
2.3 Προσέγγιση στην αποτίμηση ... 19
2.3.1 Discounted Cashflow Valuation ... 19
2.3.2 Μέθοδος Προεξόφλησης Μερισμάτων (Discount Dividend Method) ... 27
2.3.3 Μοντέλο Σταθερού Ρυθμού Αύξησης Μερίσματος - Μοντέλο Gordon ... 28
2.4 Ρίσκο και κίνδυνος ... 30
2.4.1 Μοντέλο τιμολόγησης περιουσιακών στοιχείων (CAPM) ... 32
3 Χαρακτηριστικά κλάδου του οίνου ... 35
3.1.1 Αμπελώνες ... 35
3.1.2 Οι επιχειρήσεις οίνου ... 38
3.1.3 Κατηγορίες οίνων ... 38
3.2 Παραγωγή Οίνου ... 39
3.2.1 Παραγωγή οίνου στην Ελλάδα ... 39
3.2.2 Παγκόσμια παραγωγή οίνου ... 42
3.3 Κατανάλωση οίνου ... 44
3.4 Εμπόριο οίνου ... 48
3.4.1 Εμπόριο οίνου στην Ελλάδα ... 48
3.4.2 Παγκόσμιο εμπόριο οίνου ... 49
3.5 Το οινοποιείο Κώστα Λαζαρίδη ... 55
3.5.1 Ιστορική αναδρομή ... 55

3.5.2 Τα κτήματα ... 55
3.5.3 Τα προϊόντα ... 57
4 Αποτίμηση Κώστα Λαζαρίδη ... 58
4.1 Κόστος Κεφαλαίου ... 58
4.2 Οικονομικά στοιχεία ... 59
5 ... 74
Βιβλιογραφία ... 76
Παραρτήματα ... 79

Πίνακας 2-1 Ρίσκο ... 31
Πίνακας 3-1 Ευρωπαϊκοι αμπελώνες ... 36
Πίνακας 3-2 Εκτάσεις εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης ... 37
Πίνακας 3-3 Εκτάσεις εκτός της Ευρωπαϊκής Ένωσης ... 37
Πίνακας 3-4 Οινοπαραγωγικές περίοδοι ... 40
Πίνακας 3-5 Παγκόσμια παραγωγή οίνου ... 42
Πίνακας 3-6 Παγκόσμια παραγωγή οίνου (αναλυτικά) ... 43
Πίνακας 3-7 Κατανάλωση οίνου στην Ελλάδα ... 45
Πίνακας 3-8 Παγκόσμια κατανάλωση οίνου ... 46
Πίνακας 3-9 Παγκόσμια κατανάλωση οίνου (αναλυτικά) ... 47
Πίνακας 3-10 Παγκόσμιο εμπόριο οίνου ... 50
Πίνακας 3-11 Βασικοί εξαγωγείς οίνου ... 51
Πίνακας 3-12 Βασικοί εισαγωγής οίνου ... 52
Πίνακας 3-13 Εισαγωγή οίνου ανα κατηγορία ... 54
Πίνακας 4-1 Ισολογισμός Εταιρείας ... 59
Πίνακας 4-2 P&L ... 60
Πίνακας 4-3 Προβλέψεις Ισολογισμών ... 61
Πίνακας 4-4 Προβλέψεις P&L ... 62
Πίνακας 4-5 Κατάσταση των κερδών εις νέον ... 63
Πίνακας 4-6 Προβλέψεις της Κατάστασης των κερδών εις νέον ... 63
Πίνακας 4-7 Ετήσιοι ρυθμοί ανάπτυξης ... 64
Πίνακας 4-8 Μελλοντικοί ετήσιοι ρυθμοί ανάπτυξης ... 64
Πίνακας 4-9 Επιστροφή στα Ίδια Κεφάλαια ... 65
Πίνακας 4-10 Περιθώρια Κέρδους ... 66
Πίνακας 4-11 Αποδοτικότητα Επιχείρησης ... 67
Πίνακας 4-12 Ταμειακές Ροές ... 68
Πίνακας 4-13 Ταμειακές Ροές προς Ίδια Κεφάλαια ... 70

Πίνακας 4-14 Ρευστότητα 71
Πίνακας 4-15 Χρηματοπιστωτικός Κίνδυνος 72
Πίνακας 6-1 Ισολογισμός 2014 79
Πίνακας 6-2 P&L 2014 80
Πίνακας 6-3 Ισολογισμος 2015 81
Πίνακας 6-4 P&L 2015 82
Πίνακας 6-5 Ισολογισμός 2016 83
Πίνακας 6-6 P&L 2016 84
Πίνακας 6-7 Ισολογισμός 2017 + 2018 85
Πίνακας 6-8 P&L 2017 + 2018 86

1 Εισαγωγή

Κάθε στοιχείο, τόσο οικονομικό όσο και πραγματικό, έχει αξία. Το κλειδί για την επιτυχή επένδυση και διαχείριση αυτών των περιουσιακών στοιχείων έγκειται στην κατανόηση όχι μόνο της αξίας αλλά και της πηγές αυτής της αξίας. Οποιοδήποτε περιουσιακό στοιχείο μπορεί να αποτιμηθεί, αλλά ορισμένα στοιχεία γίνεται να αποτιμηθούν ευκολότερα και οι λεπτομέρειες της αποτίμησης θα διαφέρουν από περίπτωση σε περίπτωση. Έτσι, η αποτίμηση του μεριδίου μιας ακίνητης περιουσίας απαιτεί διαφορετικές πληροφορίες και ακολουθεί μια διαφορετική μορφή από την αποτίμηση ενός μετοχικού κεφαλαίου που διαπραγματεύεται δημόσια. Αξιοσημείωτο, ωστόσο, δεν είναι οι διαφορές στις τεχνικές αποτίμησης μεταξύ των περιουσιακών στοιχείων, αλλά ο βαθμός ομοιότητας στις βασικές αρχές. Υπάρχει αναμφισβήτητα αβεβαιότητα που συνδέεται με την αποτίμηση. Συχνά αυτή η αβεβαιότητα προέρχεται από το περιουσιακό στοιχείο που αποτιμάται, αν και συμβάλει και το μοντέλο αποτίμησης σε αυτή την αβεβαιότητα.

Σα βασική οικονομική αρχή θεωρείται η αξία μιας επιχειρηματικής μονάδας, η οποία εξαρτάται από τις μελλοντικές βλέψεις που έχουν οι επενδυτές πάνω στο εάν τα κέρδη υπερβαίνουν ή όχι το κόστος των κεφαλαίων τους καθώς και την πορεία της μετοχής της εταιρείας, εάν είναι δηλαδή υπερτιμημένη, υποτιμημένη ή αντανακλά με σχετική ακρίβεια την αξία της επιχείρησης. Κάθε εταιρεία έχει σαν σκοπό να μεγιστοποιήσει την συνολική αξία της, δηλαδή τα κέρδη της και συγχρόνως τον πλούτο των μετόχων. Αυτό γίνεται μέσα από την σωστή αξιοποίηση των πόρων της αλλά και από την ικανότητά της να προσφέρει μια ελκυστική απόδοση ανάλογα με τις απαιτήσεις της. Κάθε επιχείρηση εκτιμάει την αξία μιας επιχειρηματικής μονάδας με διαφορετικό τρόπο ανάλογα την περίπτωση. Γενικά οι τρόποι για τον προσδιορισμό της αξίας μιας επιχείρησης είναι:

- Ονομαστική αξία (Nominal Value): είναι το μετοχικό κεφάλαιο της κάθε επιχείρησης
- Λογιστική αξία (Book Value): είναι το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων (δηλαδή μετοχικό κεφάλαιο, επιχορηγήσεις επενδύσεων, αποθεματικά κεφάλαια, αναπροσαρμογές της αξίας και των πάγιων στοιχείων ενεργητικού καθώς και τα αποτελέσματα προηγούμενων χρήσεων)
- Αξία ρευστοποίησης (Liquidation Value): η καθαρή αξία των περιουσιακών στοιχείων της κάθε επιχείρησης έτσι ώστε να μπορούν να πωληθούν ξεχωριστά
- Αξία ως Ενεργού Οικονομικού Οργανισμού (Going Concern Value): η συγκεκριμένη αξία στηρίζεται στην προϋπόθεση ότι υπάρχει μια συνεχής δραστηριότητα της επιχειρηματικής μονάδας

- Χρηματιστηριακή Αξία (Market Value): χρησιμοποιείται από τις εταιρείες που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο
- Εσωτερική ή Πραγματική Αξία (Intrinsic or Fair Value): η συγκεκριμένη αξία προέρχεται από προβλέψεις για τα περιουσιακά στοιχεία, τα κέρδη καθώς και τα μερίσματα, για τον λόγο αυτό από χρόνο σε χρόνο μεταβάλλεται η «πραγματική αξία»

Για να θεωρηθεί μία απόφαση ως επιτυχής για επένδυση πρέπει να κατανοηθεί πλήρως η έννοια της αξίας αλλά και ταυτόχρονα οι πηγές της αξίας.

Σαν αξία μίας επιχείρησης ορίζεται το σύνολο των μετοχικών κεφαλαίων που έχει η κάθε επιχείρηση σε συνδυασμό με τις ικανότητες και τις μελλοντικές αποδόσεις της, έτσι ώστε να μεγιστοποιήσει τα κέρδη της. Η αξία της επιχείρησης δεν συσχετίζεται πάντα με την τιμή της επιχείρησης. Τιμή μίας επιχείρησης θεωρείται το χρηματικό ποσό το οποίο έχει συμφωνηθεί μεταξύ πωλητή και αγοραστή κατά τη διάρκεια μίας μεταβίβασης, εξαγοράς ή συγχώνευσης μίας επιχείρησης.

Ως **έννοια** της αποτίμησης (valuation) νοείται η διαδικασία μετατροπής των μελλοντικών προβλέψεων σε μια εκτίμηση για την αξία μιας επιχειρηματικής μονάδας ή ενός συγκεκριμένου περιουσιακού στοιχείου αυτής.

Τα τελευταία χρόνια έχει παρουσιασθεί μια μεγάλη ποικιλία μεθόδων αποτίμησης καθώς η κάθε εταιρεία έχει αναπτύξει το δικό της μοντέλο αποτίμησης. Στο σύνολό τους οι μέθοδοι καλύπτουν ορισμένες πλευρές της πραγματικότητας για την κάθε επιχείρηση καθώς συχνά υπάρχουν κάποιες αλλαγές (τροποποιήσεις – συγχωνεύσεις – εξαγορές) αλλά παρόλα αυτά πολλές φορές μπορούν και παρουσιάζουν μεταξύ τους αρκετές ομοιότητες. Πολλοί αναλυτές πιστεύουν ότι καμιά από τις μεθόδους δεν πρέπει να θεωρείται επικρατέστερη, καθώς τις περισσότερες φορές λόγο των πλεονεκτημάτων και των μειονεκτημάτων, θα πρέπει να εξετάζονται παράλληλα και να συγκρίνονται τα τελικά αποτελέσματα έτσι ώστε να έχουν όσο γίνεται καλύτερη προσέγγιση της πραγματικής αξίας της κάθε επιχείρησης ανάλογα πάντα με την περίπτωση. Σύμφωνα με τους Palepu Healy & Bernard, οι σημαντικότεροι τομείς εφαρμογής της αποτίμησης είναι:

- Επενδυτικές προτάσεις αναλυτών
- Επιλογή άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης
- Εξαγορές, συγχωνεύσεις, ipos
- Διαμόρφωση στρατηγικής
- Σημαντική πηγή πληροφόρηση

Σκοπός της διαδικασίας της αποτίμησης είναι η διάκριση των μετοχών μίας επιχείρησης είτε σε υπερτιμημένες είτε σε υποτιμημένες για τον εντοπισμό ευκαιριών προς επένδυση. Οι ενδιαφερόμενοι οδηγούνται μέσω αυτής της διαδικασίας σε διεξαγωγή συμπερασμάτων για τις προσδοκίες της αγοράς όσον αφορά την μελλοντική προοπτική βιωσιμότητας και ταυτόχρονα κερδοφορίας μίας επιχείρησης, μέσω σύγκρισης των θεμελιωδών στοιχείων της αλλά και με τη δημιουργία σημείων αναφοράς (benchmarks).

Για την αξιολόγηση επιχειρηματικών γεγονότων, όσον αφορά διάφορες επιδράσεις στην αξία των επιχειρήσεων που προέρχονται ή προβαίνουν σε εξαγορές και συγχωνεύσεις, η διαδικασία της αποτίμησης αποτελεί ένα πολυ σημαντικό εργαλείο. Μέσα από τις τεχνικές της αποτίμησης, αξιολογούνται και αναλύονται οι στρατηγικές της κάθε εταιρείας και υπάρχει συνεχής επικοινωνία μεταξύ των προσώπων της Διοίκησης, των μετόχων και των αναλυτών. Από τον διάλογο και την εφαρμογή της κατάλληλης μεθόδου, αποτιμούνται σωστά οι μετοχές των εταιρειών οι οποίες δεν διαπραγματεύονται δημόσια στο χρηματιστήριο. Κάθε διαδικασία αποτίμησης αποτελεί μια αντικειμενική έρευνα για τον προσδιορισμό της αξίας κάποιου περιουσιακού στοιχείου. Σε γενικό βαθμό όλες οι μέθοδοι αποτίμησης είναι μεροληπτικές ανάλογα τον σκοπό για τον οποίο εκτελούνται. Όσο πιο απλή είναι μια μέθοδος, τόσο πιο πραγματικό θα είναι το αποτέλεσμά της και σαν βέλτιστο θεωρείται αυτό που έχει την μικρότερη ακρίβεια.

Η διαδικασία της αποτίμησης αποτελείται από τα παρακάτω στάδια:

1. Πλήρης γνώση και κατανόηση του αντικειμένου της επιχείρησης. Θα πρέπει να είναι γνωστές όλες οι θεμελιώδεις λειτουργίες, η οργάνωση και οι στόχοι με σκοπό την κερδοφορία της επιχείρησης αλλά και ταυτόχρονα και οι αδυναμίες της.

2. Προβλέψεις για μελλοντικές καταστάσεις της επιχείρησης. Τα στοιχεία του προηγούμενου σταδίου αξιοποιούνται σε συνδυασμό με τις επιχειρηματικές κινήσεις της επιχείρησης, ώστε να γίνουν προβλέψεις για το μέλλον της επιχείρησης.

3. Επιλογή του κατάλληλου μοντέλου μέσω της ανάλυσης της επιχείρησης.

4. Εφαρμογή του μοντέλου αποτίμησης.

5. Ερμηνεία των αποτελεσμάτων της διαδικασίας και επενδυτική απόφαση με βάση τα συμπεράσματα.

Με βάση την παραπάνω διαδικασία της αποτίμησης μπορούμε να αναλύσουμε διάφορες πτυχές μια εταιρείας. Η αποτίμηση διαδραματίζει βασικό ρόλο σε πολλούς τομείς των χρηματοοικονομικών - στην εταιρική χρηματοδότηση, τις συγχωνεύσεις και εξαγορές και τη διαχείριση χαρτοφυλακίου.

2 Κεφάλαιο: Χρηματοοικονομική αποτίμηση

2.1 Ρόλος της αποτίμησης

Ο ρόλος που παίζει η αποτίμηση στην διαχείριση χαρτοφυλακίου εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την επενδυτική φιλοσοφία του επενδυτή. Η αποτίμηση θα παίξει πολύ μικρό ρόλο στην διαχείριση χαρτοφυλακίου ενός παθητικού επενδυτή, αντίθετα όμως θα παίξει μεγάλο ρόλο σε έναν ενεργό επενδυτή. Ακόμα όμως και σε ενεργούς επενδυτές, η φύση και ο ρόλος της αποτίμησης διαφέρει ανάλογα τον τύπο της επένδυσης. 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.

2.1.1 Διαχείρηση χαρτοφυλακίου

Οι παρακάτω υποκατηγορίες αναλύουν σε γενικούς όρους τις διαφορετικές επενδυτικές φιλοσοφίες και τον ρόλο της αποτίμησης σε κάθε μία από αυτές.

1) **Θεμελιώδεις Αναλυτές:** Η βασική αρχή στη θεμελιώδη ανάλυση είναι ότι η πραγματική αξία της επιχείρησης μπορεί να συχετισθεί 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:
    - Η σχέση μεταξύ αξίας και υποκείμενων οικονομικών παραγόντων μπορεί να μετρηθεί.
    - Η σχέση είναι σταθερή με την πάροδο του χρόνου.
    - Οι αποκλίσεις από τη σχέση διορθώνονται σε εύλογο χρονικό διάστημα.

Η αποτίμηση είναι το επίκεντρο της θεμελιώδους ανάλυσης. Ορισμένοι αναλυτές χρησιμοποιούν τα αποτιμητικά μοντέλα προεξόφλησης ταμιακών ροών για να αποτιμήσουν και να βρουν την πραγματική αξία επιχειρήσεων, ενώ άλλοι χρησιμοποιούν πολλαπλάσια όπως όπως οι δείκτες τιμών-έσοδων 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:
    - Οι επενδυτές που καταλαβαίνουν καλά μια επιχείρηση είναι σε καλύτερη θέση να την εκτιμήσουν σωστά.
    - Αυτές οι υποτιμημένες επιχειρήσεις μπορούν να αποκτηθούν χωρίς να οδηγήσουν την τιμή πάνω από την πραγματική αξία.

Η αποτίμηση παίζει κυρίαρχο ρόλο σε αυτή τη φιλοσοφία, καθώς οι αγοραστές franchise ενδιαφέρονται για συγκεκριμένες επιχειρήσεις επειδή πιστεύουν ότι είναι υποτιμημένες. Ακόμα ενδιαφέρονται για το πόση παραπάνω αξία μπορούν να προσφέρουν με αναδιοργάνωση της επιχείρησης και εκμεταλλευόμενοι την σωστά.

3) **Chartists:** Οι chartists πιστεύουν ότι οι τιμές καθοδηγούνται από την ψυχολογία του επενδυτή αλλά και από υποβόσκουσες οικονομικές μεταβλητές. Η πληροφορία μέσω ανταλλαγών – κινήσεις στην τιμή, όγκος συναλλαγών, πωλήσεις, κ.α. – δίνουν μία ένδειξη της ψυχολογίας του επενδυτή και των μελλοντικών μεταβολών στην τιμή. Οι υποθέσεις που γίνονται εδώ θεωρούν ότι οι μεταβολές στην τιμή ακολουθούν ένα προβλέψιμο μοτίβο, ότι δεν υπάρχουν οριακοί επενδυτές που εκμεταλλεύονται αυτά τα μοτίβα και ότι ο μέσος επενδυτής στην αγορά οδηγείται περισσότερο από συναισθήματα και όχι με ορθολογική ανάλυση.
    Η αποτίμηση δεν παίζει μεγάλο ρόλο στους chartists, υπάρχουν διάφοροι τρόποι να την ενσωματώσουν στην ανάλυση τους.

4) **Information Trader:** Οι τιμές κινούνται με βάση την πληροφορία για μία επιχείρηση. Οι information traders προσπαθούν να ανταλλάξουν πριν από νέες πληροφορίες ή αμέσως αφού ανακοινωθούν στις αγορές, αγοράζοντας σε καλά νέα και πουλώντας σε κακά. Η υπόθεση σε αυτή την περίπτωση είναι ότι μπορούν να χρονολογούν και να αναμένουν

ανακοινώσεις τέτοιων πληροφοριών και καταλαβαίνουν καλύτερα την αντίδραση της αγοράς σε σχέση με τον μέσο επενδυτή.
Για έναν τέτοιο επενδυτή, το επίκεντρο είναι η σχέση μεταξύ πληροφορίας και αλλαγής στην αξία, παρά στην ίδια την αξία. Ένας τέτοιος επενδυτής μπορεί να αγοράσει μια υπερτιμημένη επιχείρηση επειδή πιστεύει ότι η επόμενη ανακοίνωση πληροφοριών θα κάνει την τιμή να ανέβει, επειδή η πληροφορία περιέχει καλύτερα από τα προβλεπόμενα νέα. Άμα όντως υπάρχει μία σχέση με το πόσο υποτιμημένη ή υπερτιμημένη είναι αντίστοιχα μία εταιρεία και κατά πόσο η τιμή αντιδρά στην πληροφορία, η αποτίμηση μπορεί να παίξει πολύ σημαντικό ρόλο στον επενδυτή.

5) **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:
   - Η ίδια η αγορά μπορεί να αποτιμηθεί και να συγκριθεί με το σημερινό επίπεδο.
   - 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.

6) **Efficient Marketers:** Πιστεύουν ότι η τιμή της αγοράς σε οποιαδήποτε χρονική στιγμή αντανακλά την πραγματική αξία της εταιρείας και κάθε προσπάθεια να εκμεταλλευτεί την αγορά θα κοστίσει περισσότερο από τα πιθανά κέρδη. Πιστεύουν ότι οι αγορές μεταφέρουν την πληροφορία γρήγορα και σωστά, και ότι οι οριακοί επενδυτές εκμεταλλεύονται ταχύτατα τυχόν ανεπάρκειες και ότι η αναποτελεσματικότητα στην αγορά δημιουργείται από τριβές, όπως τα κόστη συναλλαγών και δεν μπορούν να αρθούν.
Η αποτίμηση στην προκειμένη περίπτωση είναι ένα καλό εργαλείο για να καθοριστεί γιατί μία μετοχή πουλιέται στην τιμή αυτή. Καθώς η κύρια υπόθεση είναι ότι η τιμή αγοράς είναι η καλύτερη εκτίμηση για την πραγματική αξία μίας επιχείρησης, κύριος σκοπός είναι να καθορισθεί τι υποθέσεις για την εξέλιξη και το ρίσκο υπονοούνται στην τιμή της αγοράς, παρά να βρεθεί ποιες εταιρείες είναι υπερτιμημένες ή υποτιμημένες.

2.1.2 Αποτίμηση στην ανάλυση απόκτησης

Η αποτίμηση παίζει βασικό ρόλο στην ανάλυση απόκτησης. Η επιχείρηση ή ο ιδιώτης που πρόκειται να υποβάλει μία προσφορά πρέπει να αποφασίσει ποια θα είναι μία δίκαιη αξία για την επιχείρηση στόχο πριν κάνει την προσφορά, και η εταιρεία στόχος θα πρέπει να αποφασίσει ποια θα είναι μία λογική αξία για την ίδια πριν πάρει την απόφαση να δεχθεί ή να απορρίψει την πρόταση.

Υπάρχουν επίσης και άλλοι ειδικοί παράγοντες που θα πρέπει να λάβουν υπόψη στην αποτίμηση εξαγοράς. Καταρχάς, την επίδραση της συνέργειας της συνδυασμένης αξίας των δύο εταιρειών πριν γίνει ακόμα παρθεί η απόφαση στην προσφορά. Αυτοί που υποστηρίζουν ότι η συνέργεια είναι αδύνατο να αποτιμηθεί και δεν θα έπρεπε να ληφθεί υπόψιν κάνουν λάθος. Δεύτερον, η επίδραση στην αξία της επιχείρησης, αλλαγές στο διοικητικό προσωπικό και η αναδιάρθρωση της εταιρείας στόχος, είναι πολύ σημαντικά ζητήματα και θα παίξουν ρόλο στην απόφαση για μία δίκαιη προσφορά. Αυτό είναι ακόμα πιο έντονο σε εχθρικές εξαγορές.

Τέλος υπάρχει ένα πολύ σημαντικό πρόβλημα με την αποτίμηση εξαγορών, οι προκαταλήψεις που μπορεί να προκύψουν. Η επιχείρηση στόχος μπορεί να είναι υπεραισιόδοξη όσον αφορά την εκτίμηση της αξίας, ιδιαίτερα όταν είναι μία εχθρική εξαγορά, και να προσπαθήσουν να πείσουν τους μετόχους ότι η προσφερόμενη τιμή είναι πολύ χαμηλή. Ομοίως, εάν η εταιρεία που υποβάλλει την προσφορά αποφάσισε, για στρατηγικούς λόγους, να κάνει μια εξαγορά, εκεί μπορεί να ασκήσει έντονη πίεση στον αναλυτή για να παρουσιάσει μια εκτίμηση της αξίας που υποστηρίζει την απόκτηση.

2.1.3 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 βρίσκονται στην ίδια ευθεία. Τα τελευταία χρόνια, πολλές συμβουλευτικές εταιρείες έχουν αρχίσει να προσφέρουν συμβουλές στο πως να αυξηθεί η αξία μιας επιχείρησης. Οι προτάσεις τους συχνά παρείχαν τη βάση για την αναδιάρθρωση των επιχειρήσεων αυτών. 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.

2.1.4 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 χρήσιμοποήσουν. 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.

2.2 Μύθοι και γενικότητες στην αποτίμηση

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

Τα μοντέλα τα οποία χρησιμοποιούνται στην αποτίμηση μπορεί να είναι ποσοτικά, αλλά τα δεδομένα τα οποία εισάγονται είναι υποκειμενικά. Η τελική αξία η οποία βρίσκεται από τα χρήση των μοντέλων είναι χρωματισμένη από τις προκαταλήψεις που έμμεσα εισάγονται στην διαδικασία. Σε πολλές αποτιμήσεις η τιμή ορίζεται πρώτα και μετά ακολουθεί η αποτίμηση.

Μύθος 2: Μία καλά ελεγμένη και καλά πραγματοποιηθείσα αποτίμηση είναι διαχρονική.

Η αξία που πάρθηκε από μία αποτίμηση επηρεάζεται από πληροφορίες της επιχείρησης αλλά και της συνολικής αγοράς. Σαν αποτέλεσμα αυτού, η αξία θα αλλάξει με την αποκάλυψη νέων πληροφοριών. Με βάση τα παραπάνω και την συνεχή ροή της πληροφορίας, μία αποτίμηση «γερνάει» γρήγορα και πρέπει να αναθεωρείται με βάση τις σημερινές πληροφορίες.

Μύθος 3: Μία καλή αποτίμηση παρέχει μία ακριβή εκτίμηση της αξίας.

Ακόμα και στην πιο προσεκτική και λεπτομερή αποτίμηση θα υπάρχει αβεβαιότητα για τα τελικά νούμερα, καθώς χρησιμοποιούνται προσεγγίσεις και υποθέσεις για το μέλλον της επιχείρησης αλλά και της οικονομίας. Δεν είναι να ρεαλιστικό να περιμένουμε απόλυτη ακρίβεια από την αποτίμηση, καθώς οι χρηματοροές και εκπτώσεις εκτιμόνται με περιθώριο λάθους.

Μύθος 4: Όσο πιο ποσοτικό ένα μοντέλο, τόσο καλύτερη η αποτίμηση.

Ίσως να φαίνεται προφανές ότι δημιουργώντας ένα μοντέλο πιο ολοκληρωμένο και πολύπλοκο θα οδηγήσει σε καλύτερες αποτιμήσεις, δεν συμβαίνει πάντα αυτό. Όσο πιο πολύπλοκα γίνονται τα μοντέλα τόσο περισσότερες «εισαγωγές» αριθμών χρειάζονται για την αποτίμηση της επιχείρησης αυξάνοντας την πιθανότητα λάθους.

Μύθος 5: Για να αποφέρει χρήματα μία αποτίμηση, πρέπει να υποθέσουμε ότι οι αγορές είναι ανεπαρκής.

Συνήθως στην αποτίμηση κάνουμε την υπόθεση ότι οι αγορές κάνουν λάθη και ότι μπορούμε να βρούμε αυτά τα λάθη, χρησιμοποιώντας πληροφορίες που και άλλοι πολυάριθμοι επενδυτές μπορούν να βρουν. Αυτό δεν είναι απαραίτητα λάθος καθώς μπορεί η αγορά να είναι λάθος ορισμένες φορές, αλλά η ικανότητα εύρεσης αυτών των λαθών είναι ένας συνδυασμός ικανότητας αλλά και τύχης. Μπορούμε λοιπόν να καταλήξουμε σε κάποια συμπεράσματα όσον αφορά τις αγορές. Πρώτον αν κάτι φαίνεται πολύ καλό για είναι πραγματικό – μία μετοχή να είναι πολύ εμφανώς υποτιμημένη ή υπερτιμημένη - λογικά δεν είναι αληθινό. Δεύτερον όταν η αξία μέσω μίας ανάλυσης είναι σημαντικά διαφορετική από την τιμή της αγοράς, θα πρέπει να ξεκινήσουμε με την υπόθεση ότι η αγορά είναι σωστή και να βεβαιωθούμε πριν καταλήξουμε στο συμπέρασμα ότι κάτι είναι υποτιμημένο ή υπερτιμημένο.

Μύθος 6: Το αποτέλεσμα της αποτίμησης είναι αυτό που μας ενδιαφέρει. Η διαδικασία της αποτίμησης δεν είναι σημαντική.

Όπως θα δούμε στα μοντέλα αποτίμησης παρακάτω υπάρχει το ρίσκο να εστιάσουμε μόνο στο τελικό αποτέλεσμα, δηλαδή την αξία της επιχείρησης και το αν είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη, και να αγνοήσουμε κάποια σημαντικά στοιχεία τα οποία μπορούμε να λάβουμε από την διαδικασία της αποτίμησης. Η διαδικασία μπορεί να μας πει πολλά για τους καθοριστικούς παράγοντες της αξίας και να μας βοηθήσει να απαντήσουμε σε μερικά θεμελιώδη ερωτήματα – Ποια είναι η κατάλληλη τιμή να πληρώσουμε για υψηλή ανάπτυξη? Πόσο αξίζει το brand name? Πόσο σημαντική είναι η βελτίωση των αποδόσεων των projects? Ποια είναι η επίδραση των περιθωρίων κέρδους στην αξία? Καθώς η διαδικασία μας δίνει τόσες πληροφορίες, ακόμα και αυτοί που πιστεύουν ότι οι αγορές είναι αποτελεσματικές (και ότι η τιμή της αγοράς είναι η καλύτερη εκτίμηση της αξίας) μπορούν να βρουν κάποια χρήση στα αποτιμητικά μοντέλα.

2.3 Προσέγγιση στην αποτίμηση

Οι αναλυτές χρησιμοποιούν ένα μεγάλο εύρος μοντέλων για να αποτιμήσουν πάγια στοιχεία, από απλά μέχρι πολύπλοκα. Αυτά τα μοντέλα χρησιμοποιούν διαφορετικές υποθέσεις για την τιμολόγηση, αλλά μοιράζονται κάποια ίδια χαρακτηριστικά και μπορούν να ταξινομηθούν σε γενικότερους όρους. Υπάρχουν πολλά πλεονεκτήματα σε αυτή την κατηγοριοποίηση καθώς γίνεται πιο εύκολο να κατανοήσουμε ποιο μοντέλο μας ταιριάζει στην γενική εικόνα, γιατί παράγουν διαφορετικά αποτελέσματα και γιατί έχουν βασικά σφάλματα στην λογική.

Σε γενικές γραμμές, υπάρχουν τρεις προσεγγίσεις στην αποτίμηση. Η πρώτη, η αποτίμηση προεξοφλημένων χρηματοροών (Discounted Cashflow Valuation), συσχετίζει την αξία ενός πάγιου με τη σημερινή αξία των χρηματοροών που αναμένονται από το συγκεκριμένο περιουσιακό στοιχείο. Η δεύτερη, η σχετική αποτίμηση (relative valuation), υπολογίζει την αξία ενός πάγιου με την εξέταση των τιμολογιακά «συγκρίσιμων» πάγιων στοιχείων σχετικά με μια κοινή μεταβλητή όπως τα κέρδη, οι ταμειακές ροές, η λογιστική αξία ή οι πωλήσεις. Η τρίτη, contingent claim valuation, χρησιμοποιεί τα πρότυπα μοντέλα τιμολόγησης για να μετρήσει την αξία των πάγιων 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 π.χ. πατέντες. Τα τελευταία καλούνται συχνά πραγματικές επιλογές. Μπορούν να υπάρξουν σημαντικές διαφορές στις εκβάσεις, ανάλογα με τις οποίες χρησιμοποιείται η προσέγγιση.

2.3.1 Discounted Cashflow Valuation

Ενώ η αποτίμηση προεξοφλημένων χρηματοροών είναι ένας από τους τρεις τρόπους αποτίμησης και οι περισσότερες αποτιμήσεις γίνονται με σχετική αποτίμηση, μπορούμε όμως να τη θεωρήσουμε ως τη βάση για όλες τις άλλες προσεγγίσεις στην αποτίμηση. Για να γίνει σωστά η σχετική αποτίμηση, θα πρέπει να κατανοήσουμε τις βασικές αρχές της αποτίμησης προεξοφλημένων χρηματοροών. Για να εφαρμόσουμε μοντέλα τιμολόγησης σε πάγια στοιχεία, πρέπει να συχνά να ξεκινάμε με αποτίμηση προεξοφλημένων χρηματοροών. Όποιος γνωρίζει εις βάθος τις βασικές αρχές τις αποτίμησης προεξοφλημένων χρηματοροών μπορεί εύκολα να αναλύσει και να χρησιμοποιήσει τις άλλες προσεγγίσεις.

2.3.1.1 Βασικές αρχές για την αποτίμηση προεξοφλημένων ταμιακών ροών

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

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

Όπου:

V = Η Αξία του Παγίου

n = Η Διάρκεια Ωφέλιμης Ζωής Παγίου

CFt = Οι Ταμειακές Ροές της περιόδου t

r = Το Προεξοφλητικό Επιτόκιο που αντικατοπτρίζει τον κίνδυνο των ταμειακών ροών

Οι ταμειακές ροές θα κυμαίνονται σε κάθε περιουσιακό στοιχείο - μερίσματα για μετοχές, κουπόνια (τόκοι) και την ονομαστική αξία των ομολόγων και των ταμειακών ροών μετά από φόρους για ένα πραγματικό έργο. Το προεξοφλητικό επιτόκιο θα είναι συνάρτηση της επικινδυνότητας των εκτιμώμενων ταμειακών ροών, με υψηλότερα ποσοστά για πιο ριψοκίνδυνα περιουσιακά στοιχεία και χαμηλότερους συντελεστές για ασφαλέστερα έργα. Στο ένα άκρο του φάσματος, υπάρχει το ελεύθερο ομολογιακό δάνειο, με εγγυημένη ταμειακή ροή στο μέλλον. Έκπτωση αυτής της ταμειακής ροής με μηδενικό συντελεστή πρέπει να αποδώσει την αξία του ομολόγου. Λίγο πιο πάνω στο φάσμα είναι τα εταιρικά ομόλογα όπου οι ταμειακές ροές λαμβάνουν τη μορφή κουπονιών και υπάρχει κίνδυνος αθέτησης. Αυτά τα ομόλογα μπορούν να αποτιμηθούν με προεξόφληση των αναμενόμενων ταμειακών ροών με επιτόκιο που αντανακλά τον κίνδυνο αθέτησης. Προχωρώντας τη σκάλα κινδύνου, φτάνουμε στις μετοχές, όπου υπάρχουν αναμενόμενες ταμειακές ροές με σημαντική αβεβαιότητα γύρω από την προσδοκία. Η αξία εδώ θα πρέπει να είναι η παρούσα αξία των αναμενόμενων ταμειακών ροών με προεξοφλητικό επιτόκιο που αντικατοπτρίζει αυτή την αβεβαιότητα.

2.3.1.2 Κατηγορίες μοντέλων προεξόφλησης ταμειακών ροών

Υπάρχουν κυριολεκτικά χιλιάδες μοντέλα προεξοφλημένων ταμειακών ροών. Πολλές φορές, ακούμε τους ισχυρισμούς των επενδυτικών τραπεζών ή των συμβουλευτικών εταιρειών ότι τα μοντέλα αποτίμησης τους είναι καλύτερα ή πιο εξελιγμένα από αυτά που χρησιμοποιούνται από τους ανταγωνιστές τους. Τελικά, ωστόσο, τα μοντέλα προεξοφλημένων ταμειακών ροών μπορούν να διαφέρουν μόνο κατά ένα μερικές διαστάσεις και θα εξετάσουμε αυτές τις παραλλαγές σε αυτό το τμήμα.

Τα μοντέλα προεξόφλησης ταμειακών ροών βασίζονται σε λεπτομερείς προβλέψεις, εντός της εξεταζόμενης χρονικής περιόδου, για κάθε οικονομικό στοιχείο που προέρχεται από τις δραστηριότητες της επιχείρησης και από τις οποίες προκύπτει ταμιακή ροή, για παράδειγμα τις Πωλήσεις, το Κόστος Διοικητικής Λειτουργίας και Λειτουργίας Διάθεσης, το Κόστος Παραγωγής, την εξόφληση των δανειακών υποχρεώσεών της, κ.α.

Υπάρχουν τρία μονοπάτια σχετικά με την αποτίμηση προεξόφλησης ταμειακών ροών – το πρώτο 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, οι σχετικές ταμειακές ροές και τα επιτόκια προεξόφλησης δεν είναι ίδια σε κάθε μία από αυτές.

2.3.1.2.1 Αποτίμηση Καθαρής Θέσης (Equity Valuation)

Η μέθοδος αυτή στηρίζεται στα ίδια κεφάλαια που εμφανίζονται στον ισολογισμό της. Λόγω της χρήσης του ισολογισμού για τον υπολογισμό της αξίας της αξίας της επιχείρησης, θεωρείται μία από τις πιο εύκολες μεθόδους αποτίμησης. Αναλυτικότερα, εκτιμάται από την προεξόφληση των αναμενόμενων ταμειακών ροών προς την καθαρή θέση (της προεξόφλησης του υπολοίπου των ταμιακών ροών ύστερα από την κάλυψη όλων των εξόδων, τις ανάγκες για επανεπένδυση, τις υποχρεώσεις από φόρους, τις καταβολές τόκων δανείων και την αποπληρωμή κεφαλαίου) στο κόστος της καθαρής θέσης (αλλιώς, του απαιτούμενου ποσοστού απόδοσης από τους επενδυτές της εταιρείας). Με άλλα λόγια, η εκτιμώμενη αξία της καθαρής θέσης προέρχεται από την αφαίρεση της αξίας των υποχρεώσεων της εταιρείας από την εκτιμώμενη αξία των περιουσιακών της στοιχείων.

Η αξία της καθαρής θέσης προσδιορίζεται από τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Value of Equity} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{CF to Equity}_t}{(1+k_e)^t}$$

Όπου:

Value of Equity = Η Αξία της Καθαρής Θέσης (Ιδίων Κεφαλαίων)

CF to Equityt = Οι Ταμειακές Ροές Προς την Καθαρή Θέση στην περίοδο t

ke = Το Κόστος της Καθαρής Θέσης

Ειδική περίπτωση αποτίμησης της Καθαρής Θέσης θεωρείται το μοντέλο Προεξόφλησης Μερισμάτων, στο οποίο η αξία της Καθαρής Θέσης της επιχείρησης ισοδυναμεί με την παρούσα αξία των προσδοκώμενων μελλοντικών μερισμάτων, μιας και για τους μετόχους τα μερίσματα αποτελούν κύριες ταμιακές ροές.

2.3.1.2.2 **Αποτίμηση ολόκληρης της επιχείρησης**

Η αξία της εταιρείας προκύπτει από την προεξόφληση των μελλοντικών ταμιακών ροών της, δηλαδή των υπολειμματικών ταμιακών ροών αφαιρούμενες από κάθε έξοδο, από τις ανάγκες για επανεπένδυση καθώς και από τους φόρους (πριν από οποιαδήποτε πληρωμή σε μετόχους και δανειστές της). Ακολουθώντας αυτή τη μεθοδολογία, απομονώνουμε τις προβλεπόμενες ταμειακές ροές που είναι διαθέσιμες για την εξάλειψη χρεών και προσδιορίζουμε την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων. Επίσης, εκτιμάται η καθαρή παρούσα αξία των ελεύθερων ταμιακών ροών για μία συγκεκριμένη περίοδο, η οποία όμως επίτευξη των ταμιακών ροών χαρακτηρίζεται από τον παράγοντα ρίσκο. Η προεξόφληση των ελεύθερων ταμιακών ροών της εταιρείας θέτεται σε εφαρμογή με τη βοήθεια του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου, βάση του οποίου οι συντελεστές στάθμισης στηρίζονται στην αναλογία της κεφαλαιακής δομής της εταιρείας.

Τα προαναφερόμενα προσδιορίζονται από τη σχέση που ακολουθεί:

$$\text{Value of Firm} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{CF to Firm}_t}{(1+WACC)^t}$$

Όπου:

Value of Firm = Η Αξία της Επιχείρησης

CF to $Firm_t$ = Οι Ελεύθερες Ταμειακές Ροές της εταιρείας στην περίοδο t

WACC = Το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (Weighted Average Cost of Capital)

Αναλυτικότερα για τον προσδιορισμό του WACC, αρχικά εκτιμούμε τις σημαντικότερες πηγές κεφαλαίων της εταιρείας, δηλαδή τα ίδια κεφάλαια (τα οποία προέρχονται από τους μετόχους), το προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο, καθώς και τα (μακροπρόθεσμα) δανειακά κεφάλαιά της. Εξετάζουμε λοιπόν, το βάρος κάθε πηγής στο συνολικό κεφάλαιο. Εν συνεχεία, υπολογίζουμε το κόστος κάθε πηγής μετά φόρων, και ειδικότερα για τα δανειακά κεφάλαια της επιχείρησης, για να οδηγηθούμε τελικά, στον υπολογισμό του WACC.

Χαρακτηριστικός τύπος εύρεσής του αποτελεί ο ακόλουθος:

$$\mathrm{WACC} = K_e * \frac{W_e}{TC} + K_p * \frac{W_p}{TC} + K_d * (1 - \mathrm{t}) * \frac{W_d}{TC}$$

Όπου: Ke = Το Κόστος των Ιδίων Κεφαλαίων

We = Το Ποσό των Ιδίων Κεφαλαίων

Kp = Το Κόστος του Προνομιούχου Μετοχικού Κεφαλαίου

Wp = Το Ποσό του Προνομιούχου Μετοχικού Κεφαλαίου

Kd = Το Κόστος των Δανειακών Κεφαλαίων

Wd = Το Ποσό των Δανειακών Κεφαλαίων

TC = Το Συνολικό Κεφάλαιο, και ισούται με το άθροισμα των We, Wp και Wd

t = Ο Φορολογικός Συντελεστής

2.3.1.3 Εφαρμογή και περιορισμοι αποτίμησης προεξοφλημένων ταμειακών ροών

Η αποτίμηση προεξοφλημένων ταμειακών ροών βασίζεται στις αναμενόμενες μελλοντικές ταμειακές ροές και δείκτες προεξόφλησης. Δεδομένων αυτών των πληροφοριακών απαιτήσεων, η προσέγγιση αυτή είναι ευκολότερη για χρήση σε πάγια στοιχεία (επιχειρήσεις) των οποίων οι ταμειακές ροές είναι αυτή τη στιγμή θετικές και μπορούν να εκτιμηθούν με κάποια αξιοπιστία για μελλοντικές περιόδους και όπου υπάρχει υποκατάστατο για τον κίνδυνο που μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την απόκτηση προεξοφλητικών επιτοκίων. Όσο περισσότερο απομακρυνόμαστε από αυτή την ιδανική κατάσταση, τόσο πιο δύσκολη γίνεται η αποτίμηση προεξοφλημένων ταμειακών ροών. Η παρακάτω λίστα περιέχει μερικά σενάρια όπου η αποτίμηση προεξοφλημένων ταμειακών ροών μπορεί να αντιμετωπίσει προβλήματα και πρέπει να προσαρμοστεί:

- **Επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν προβλήματα:** Μία προβληματική επιχείρηση γενικά έχει αρνητικά κέρδη και ταμειακές ροές. Αναμένει να χάσει χρήματα για κάποιο χρονικό διάστημα στο μέλλον. Για αυτές τις επιχειρήσεις, η αποτίμηση προεξοφλημένων ταμειακών ροών είναι δύσκολο να γίνει, καθώς υπάρχει μεγάλη πιθανότητα πτώχευσης. Για τις επιχειρήσεις οι οποίες αναμένονται να αποτύχουν, η αποτίμηση των προεξοφλημένων ταμειακών ροών δεν λειτουργεί πολύ καλά, δεδομένου ότι εκτιμούμε την επιχείρηση ως συνεχιζόμενη επιχείρηση που παρέχει θετικές ταμειακές ροές στους επενδυτές της. Ακόμη και για τις επιχειρήσεις που αναμένεται να επιβιώσουν, οι ταμειακές ροές θα πρέπει να εκτιμηθούν μέχρι να γίνουν θετικές, καθώς η απόκτηση μίας παρούσας αξίας από αρνητικές ταμειακές ροές θα αποδώσει μία αρνητική τιμή για τα ίδια κεφάλαια ή την επιχείρηση.

- **Κυκλικές Εταιρείες:** Τα κέρδη και οι ταμειακές ροές των κυκλικών εταιρειών τείνουν να ακολουθούν την οικονομία – αυξάνεται κατά τη διάρκεια των οικονομικών ανόδων και μειώνεται κατά τη διάρκεια της ύφεσης. Αν χρησιμοποιήσουμε αποτίμηση προεξοφλημένων ταμειακών ροών σε τέτοιες επιχειρήσεις, οι αναμενόμενες μελλοντικές ταμειακές ροές συνήθως θα έχουν εξομαλυνθεί, εκτός και αν ο αναλυτής θέλει να αναλάβει το επαχθές καθήκον της πρόβλεψης του χρονοδιαγράμματος και της διάρκειας οικονομικών υφέσεων και ανακτήσεων. Πολλές κυκλικές επιχειρήσεις, στα βάθη μίας ύφεσης, μοιάζουν με προβληματικές επιχειρήσεις, με αρνητικά κέρδη και ταμειακές ροές. Η εκτίμηση των μελλοντικών ταμειακών ροών μπλέκεται με τις προβλέψεις του αναλυτή για το πότε θα αλλάξει η οικονομία και πόσο ισχυρή θα είναι η ανοδική πορεία, με πιο αισιόδοξους αναλυτές να φτάνουν σε υψηλότερες εκτιμήσεις αξίας. Αυτό είναι αναπόφευκτο, αλλά οι οικονομικές προκαταλήψεις του αναλυτή θα πρέπει να ληφθούν υπόψη πριν από τη χρήση αυτών των εκτιμήσεων.

- **Επιχειρήσεις με μη χρησιμοποιηθέντα περιουσιακά στοιχεία:** Η αποτίμηση προεξοφλημένων ταμειακών ροών αντικατοπτρίζει την αξία όλων των περιουσιακών στοιχείων που παράγουν ταμειακές ροές. Εάν μία επιχείρηση διαθέτει περιουσιακά στοιχεία που δεν αξιοποιούνται (και επομένως δεν παράγουν ταμειακές ροές), η αξία αυτών των στοιχείων δεν θα αντικατοπτρίζεται στην αξία των προεξοφλημένων ταμειακών ροών. Αυτό ισχύει, σε μικρότερο βαθμό, σε περιουσιακά στοιχεία που δεν αξιοποιούνται στο έπακρο και η αξία τους θα υποτιμηθεί κατά την αποτίμηση. Ενώ αυτό είναι ένα πρόβλημα, δεν είναι ανυπέρβλητο. Η αξία αυτών των περιουσιακών στοιχείων μπορεί πάντοτε να αποκτάται εξωτερικά και να προστίθεται στην αξία που εκτιμάται από την αποτίμηση προεξοφλημένων ταμειακών ροών. Εναλλακτικά, τα πάγια στοιχεία μπορούν να αποτιμηθούν, υποθέτοντας ότι αξιοποιούνται βέλτιστα.

- **Επιχειρήσεις με διπλώματα ευρεσιτεχνίας ή επιλογές προϊόντων:** Οι επιχειρήσεις συχνά έχουν μη χρησιμοποιημένες ευρεσιτεχνίες ή άδειες που δεν παράγουν τρέχουσες ταμειακές ροές και δεν αναμένεται να παράγουν ταμειακές ροές στο εγγύς μέλλον, αλλά , παρ ‘όλα αυτά, είναι πολύτιμες. Σε αυτή την περίπτωση, η τιμή που λαμβάνεται από την αποτίμηση θα υποτιμήσει την πραγματική αξία της επιχείρησης. Το πρόβλημα αυτό μπορεί να ξεπεραστεί, με την αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων στην ανοικτή αγορά ή χρησιμοποιώντας μοντέλα τιμολόγησης δικαιωμάτων προαίρεσης και στη συνέχεια προσθέτοντας την αξία που αποτιμήθηκε από την αποτίμηση προεξοφλημένων ταμειακών ροών.

- **Εταιρείες που βρίσκονται σε διαδικασία αναδιάρθρωσης:** Οι επιχειρήσεις που βρίσκονται σε διαδικασία αναδιάρθρωσης συχνά πωλούν ορισμένα από τα πάγια στοιχεία τους, αποκτούν άλλα περιουσιακά στοιχεία και αλλάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση και την πολιτική μερισμάτων. Μερικές από αυτές αλλάζουν επίσης τη δομή της ιδιοκτησίας τους (πηγαίνοντας από κοινό προς ιδιωτικό καθεστώς) και συστήματα διαχείρισης αποζημίωσης. Κάθε μία από αυτές τις αλλαγές κάνει την εκτίμηση των μελλοντικών ταμειακών ροών πιο δύσκολη και επηρεάζει την επικινδυνότητα της επιχείρησης. Χρησιμοποιώντας τα ιστορικά δεδομένα της επιχείρησης μπορούν να δώσουν μια παραπλανητική εικόνα για την αξία της επιχείρησης. Ωστόσο, αυτές οι επιχειρήσεις μπορούν να αποτιμηθούν, εάν οι μελλοντικές ταμειακές ροές αντικατοπτρίζουν τις αναμενόμενες επιδράσεις αυτών των αλλαγών και το προεξοφλητικό επιτόκιο προσαρμοσθεί για να αντικατοπτρίζει τη νέα επιχείρηση και το χρηματοοικονομικό κίνδυνο στην επιχείρηση.

- **Επιχειρήσεις που εμπλέκονται σε εξαγορές:** Υπάρχουν τουλάχιστον δύο συγκεκριμένα ζητήματα σχετικά με τις εξαγορές που πρέπει να λαμβάνονται υπόψη κατά τη χρήση μοντέλων αποτίμησης προεξοφλημένων ταμειακών ροών για την εκτίμηση της αξίας των επιχειρήσεων στόχο. Το πρώτο είναι κατά πόσο υπάρχει συνέργεια στην συγχώνευση και αν η αξία της μπορεί να εκτιμηθεί. Μπορεί να γίνει, αν και απαιτεί υποθέσεις σχετικά με τη μορφή της συνέργειας και την επίδραση της στις ταμειακές ροές. Το δεύτερο ζήτημα, ειδικά σε εχθρικές εξαγορές, είναι το αποτέλεσμα της αλλαγής της διοίκησης στις ταμειακές ροές και τον κίνδυνο. Και πάλι, η επίδραση της αλλαγής μπορεί και πρέπει να ενσωματωθεί στις εκτιμήσεις των μελλοντικών ταμειακών ροών και των προεξοφλητικών επιτοκίων και επομένως στην αξία.

- **Ιδιωτικές επιχειρήσεις:** Το μεγαλύτερο πρόβλημα στη χρήση μοντέλων αποτίμησης προεξοφλημένων ταμειακών ροών για την αποτίμηση ιδιωτικών επιχειρήσεων είναι η μέτρηση του κινδύνου, δεδομένου ότι τα περισσότερα μοντέλα κινδύνου/απόδοσης απαιτούν την εκτίμηση των παραμέτρων κινδύνου από τις ιστορικές τιμές των περιουσιακών στοιχείων που αναλύονται. Αυτό δεν είναι δυνατό σε ιδιωτικές επιχειρήσεις. Μία λύση είναι να εξετάσουμε την επικινδυνότητα συγκρίσιμων επιχειρήσεων, οι οποίες διαπραγματεύονται δημόσια. Η άλλη λύση είναι να συσχετιστεί το μέτρο του κινδύνου με τις λογιστικές μεταβλητές, οι οποίες είναι διαθέσιμες για την ιδιωτική επιχείρηση.

Το συμπέρασμα δεν είναι ότι η αποτίμηση προεξοφλημένων ταμειακών ροών δεν μπορεί να γίνει σε αυτές τις περιπτώσεις, αλλά ότι πρέπει να είμαστε αρκετά ευέλικτοι για να τις αντιμετωπίσουμε. Το γεγονός είναι ότι η αποτίμηση είναι απλή για επιχειρήσεις με καλά καθορισμένα περιουσιακά στοιχεία που παράγουν ταμειακές ροές που μπορούν εύκολα να προβλεφθούν. Η πραγματική πρόκληση είναι η επέκταση του πλαισίου αποτίμησης για να συμπεριλάβει επιχειρήσεις που ποικίλουν σε κάποιο βαθμό από αυτό το εξιδανικευμένο πλαίσιο.

2.3.2 Μέθοδος Προεξόφλησης Μερισμάτων (Discount Dividend Method)

Τα μοντέλα προεξόφλησης μερισμάτων βασίζονται πάνω στη γενική ιδέα ότι η αξία μίας μετοχής σήμερα ισούται με την παρούσα αξία των αναμενόμενων ταμειακών ροών που πιθανόν να εισπράξει ένας ενδεχόμενος επενδυτής.

Λαμβάνοντας υπόψη ότι ένα χρηματικό ποσό σήμερα έχει μεγαλύτερη αξία από το ίδιο ποσό που αναμένεται να εισπραχθεί στο μέλλον και μειώνοντας την αξία κάθε επερχόμενης ταμιακής εισροής ανάλογα με το πόσο μακροπρόθεσμα πρόκειται να εισπραχθεί, προκύπτει η παρούσα αξία της μετοχής. Στα μοντέλα αποτίμησης με τη μέθοδο προεξόφλησης μερισμάτων, λέγοντας μελλοντική ταμειακή ροή, εννοούμε τα μερίσματα που αναμένεται να μοιράσει η επιχείρηση στους μετόχους της μετά από απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της. Άρα τα μερίσματα είναι μία μεταβλητή των κερδών, δηλαδή ένα υποσύνολο των λογιστικών κερδών, μιας και μόνο αυτά μπορεί να μοιράσει μία εταιρεία στους μετόχους της.

Με τη χρήση των εν λόγω μεθόδων, καθίσταται δυνατό κάθε αναλυτής να καταλήγει στο συμπέρασμα σχετικά με την τιμή της μετοχής, δηλαδή εάν είναι σωστά τιμολογημένη, υπερτιμημένη ή υποτιμημένη. Όταν κάποιος μέτοχος αγοράσει μία κοινή μετοχή, οι αναμενόμενες ταμιακές ροές που θα εισπράξει είναι το μέρισμα καθώς και η αγοραία τιμή από την πώληση της συγκεκριμένης μετοχής. Εάν λοιπόν, πρόκειται να την κρατήσει μόνο για έναν χρόνο, η σημερινή παρούσα αξία της μετοχής θα υπολογίζεται από τον παρακάτω τύπο, ο οποίος συγχρόνως αποτελεί και τη γενική εξίσωση της μεθόδου προεξόφλησης μερισμάτων:

$$V_0 = \frac{D_1}{(1+r)^1} + \frac{P_1}{(1+r)^1}$$

Όπου:

V_0 = Παρούςα Αξία της μετοχής σήμερα

D_1 = Το Αναμενόμενο Μέρισμα σε ένα έτος από τώρα (υποθέτοντας ότι αυτό πληρώνεται στο τέλος του έτους)

P_1 = Η Αναμενόμενη Τιμή Πώλησης της Μετοχής σε ένα έτος από τώρα

R = Το Απαιτούμενο Ποσοστό Ανταπόδοσης

Έστω ότι ο επενδυτικός μας ορίζοντας αφορά σε n έτη. Επομένως, η γενική εξίσωση διαμορφώνεται ως εξής:

$$V_0 = \frac{D_1}{(1+r)^1} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \ldots.. + \frac{D_n}{(1+r)^n} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

Όπου:

D_n = Το Αναμενόμενο Μέρισμα σε n έτη από τώρα (υποθέτοντας ότι αυτό πληρώνεται στο τέλος του έτους n)

P_n = Η Αναμενόμενη Τιμή Πώλησης της Μετοχής σε n έτη από τώρα

Παρά το γεγονός ότι ο παραπάνω τύπος είναι απλός και εύκολος στη χρήση, η διαδικασία αποτίμησης των μετοχών δεν θεωρείται απλή, καθώς ο υπολογισμός των απαιτούμενων δεδομένων (εισροών) αποτελεί πρόκληση για τους αναλυτές. Αρχικά θα πρέπει να επιλεγεί το κατάλληλο, για τη συγκεκριμένη κάθε φορά εταιρεία, μοντέλο αποτίμησης. Έπειτα, θα πρέπει να προχωρήσουμε στο επόμενο στάδιο, την πρόβλεψη των μελλοντικών χρηματικών ροών, το οποίο χαρακτηρίζεται από υψηλό κίνδυνο διάπραξης σφάλματος. Τέλος, θα πρέπει να επιλεγεί το κατάλληλο ποσοστό προεξόφλησης, για τον υπολογισμό του οποίου μπορούν να τεθούν σε εφαρμογή πολλές και διαφορετικές μεταξύ τους μέθοδοι.

2.3.3 Μοντέλο Σταθερού Ρυθμού Αύξησης Μερίσματος - Μοντέλο Gordon

Το Μοντέλο Gordon προτάθηκε το 1956 από τον Gordon και τον Shapiro. Το συγκεκριμένο μοντέλο χρησιμοποιείται για την αποτίμηση μιας εταιρείας στην περίπτωση όπου η εξεταζόμενη εταιρεία βρίσκεται σε σταθερό στάδιο και τα μερίσματά της διακρίνονται από έναν σταθερά αυξανόμενο ρυθμό, δηλαδή ότι έχει τη δυνατότητα να 'πληρώνει' μερίσματα κατά έναν ανεπτυγμένο ρυθμό και τον οποίο πρόκειται να διατηρήσει. Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, η αξία μίας μετοχής είναι συνάρτηση με τα προσδοκώμενα μερίσματα της επόμενης περιόδου, την απαιτούμενη απόδοση των μετοχών (ή κόστος κεφαλαίου), καθώς και με τον αναμενόμενο ρυθμό αύξησης των μερισμάτων. Τα προαναφερθέντα αποτυπώνονται στον παρακάτω τύπο:

$$\text{Value of Stock} = \frac{DPS_1}{k_e - g}$$

Όπου:

Value of Stock = Η Αξία της Μετοχής

DPS_1 = Τα Αναμενόμενα Μερίσματα της Επόμενης Περιόδου

k_e = Η Απαιτούμενη Απόδοση Μετοχών ή Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων

g = Ο Σταθερός Ρυθμός Αύξησης Μερισμάτων

Κύριο χαρακτηριστικό του εξεταζόμενου μοντέλου, αποτελεί η σταθερή κατάσταση των σχετικών επιχειρήσεων καθώς και ο σταθερός ρυθμός αύξησης των μερισμάτων. Εφόσον η εταιρεία αναπτύσσεται με σταθερό ρυθμό και ο ρυθμός αύξησης των μερισμάτων της αναμένεται να διατηρηθεί για πάντα, αναμένεται επίσης ότι και τα υπόλοιπα μέτρα οικονομικής επίδοσης και ειδικά τα κέρδη, να χαρακτηρίζονται από ανάλογο ρυθμό ανάπτυξης. Στην περίπτωση όπου ο ρυθμός ανάπτυξης των μερισμάτων μακροπρόθεσμα είναι μεγαλύτερος από τον αντίστοιχο ρυθμό ανάπτυξης των κερδών, τα μερίσματα με την πάροδο του χρόνου, θα υπερβούν τα κέρδη. Η περίπτωση όμως αυτή δεν είναι πρακτικά δυνατή. Από την άλλη μεριά, εάν τα κέρδη αναπτύσσονται με ταχύτερο ρυθμό σε σύγκριση με αυτόν των μερισμάτων, ο δείκτης πληρωμής μερισμάτων, μακροπρόθεσμα θα μηδενιστεί. Άρα η υπόθεση αυτή δεν μπορεί να αναφέρεται σε επιχειρήσεις σταθερής κατάστασης.

Ο ρυθμός ανάπτυξης της εξεταζόμενης εταιρείας θεωρείται σταθερός κατά το φαινόμενο στο οποίο η επιχείρηση αναπτύσσεται με ρυθμό μικρότερο ή ίσο με τον ονομαστικό ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας στα πλαίσια της οποίας δραστηριοποιείται η συγκεκριμένη εταιρεία.

Ακολουθώντας τη μέθοδο αυτή, οι απόψεις των αναλυτών διίστανται ως προς τη χρήση του κατάλληλου ρυθμού ανάπτυξης. Αυτό οφείλεται στην αβεβαιότητα που επικρατεί όσον αφορά στον αναμενόμενο πληθωρισμό και στον πραγματικό ρυθμό εξέλιξης της οικονομίας, καθώς οι επερχόμενες διαφορές επηρεάζουν το προεξοφλητικό επιτόκιο (ή κόστος κεφαλαίου). Επόμενη αφορμή αποτελεί το ότι ο ρυθμός εξέλιξης της εταιρείας δύναται να συρρικνώνεται με το πέρασμα του χρόνου σε σύγκριση με αυτόν της οικονομίας

Ένα επιπλέον θέμα το οποίο χρίζει τεράστιας σημασίας, όσον αφορά στη μέθοδο αυτή, είναι η πολιτική διανομής των μερισμάτων στους μετόχους, η οποία πρέπει να είναι συμβατή με την υπόθεση σταθερότητας των μερισμάτων, επειδή εάν αυτό δεν ισχύει, θα υποεκτιμηθεί η αξία της μετοχής στις εταιρείες που πληρώνουν συνεχώς ως μέρισμα μικρότερης αξίας ποσό σε σύγκριση με εκείνο το οποίο θα μπορούσαν να διαθέσουν, ως αποτέλεσμα να παρακρατούν μετρητά.

Παρόλο που η μέθοδος χαρακτηρίζεται από σταθερό ρυθμό αύξησης μερισμάτων, προσφέρει και κάποια ευκαμψία ως προς τη χρήσης της, μιας και χρησιμοποιείται και στην υπόθεση όπου διακρίνονται ετήσιες διακυμάνσεις στα κέρδη της επιχείρησης. Όμως οι αναλυτές πρέπει να είναι πολύ προσεκτικοί διότι ενδέχεται να οδηγηθούν σε λανθασμένα και παραπλανητικά αποτελέσματα.

2.4 Ρίσκο και κίνδυνος

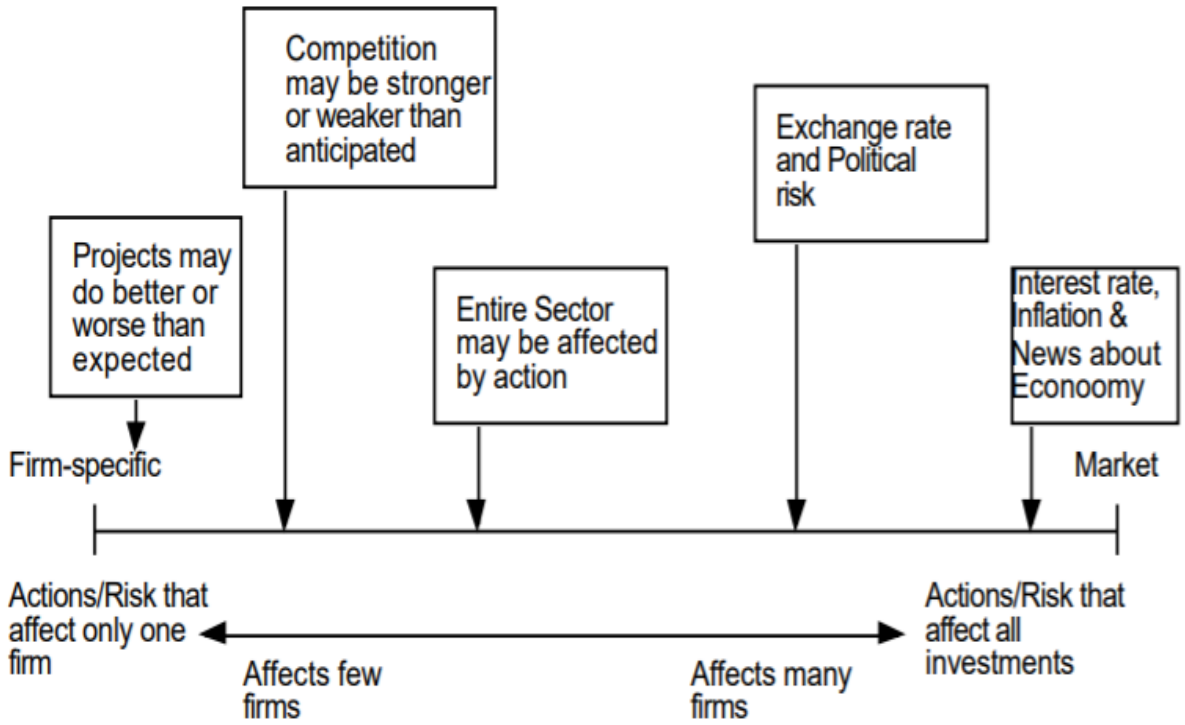
Στην καθημερινή ζωή η έννοια του κινδύνου είναι αρνητική, το σκεφτόμαστε ως ένα αποτέλεσμα που δεν θα μας αρέσει. Στα χρηματοοικονομικά, ο ορισμός είναι διαφορετικός και λίγο πιο ευρύς. Ως ρίσκο αναφέρεται η πιθανότητα να δεχθούμε ένα αποτέλεσμα σε μία επένδυση το οποίο θα είναι διαφορετικό από το αναμενόμενο. Έτσι το ρίσκο συμπεριλαμβάνει αρνητικά αποτελέσματα αλλά και καλά. Στην πραγματικότητα μπορούμε να αναφέρουμε το πρώτο ως καθοδικό κίνδυνο και τον άλλο ως ανοδικό, αλλά πρέπει να θεωρήσουμε και τους δύο στην μέτρηση του κινδύνου.

Αν και υπάρχουν πολλοί λόγοι για τους οποίους οι πραγματικές αποδόσεις διαφέρουν από τις αναμενόμενες, μπορούμε να ομαδοποιήσουμε τους λόγους σε δύο κατηγορίες: συγκεκριμένες για την επιχείρηση και σε ολόκληρη την αγορά. Οι κίνδυνοι που προκύπτουν από συγκεκριμένες επιχειρήσεις επηρεάζουν μία ή λίγες επενδύσεις, ενώ ο κίνδυνος που προκύπτει από λόγους που αφορούν την αγορά επηρεάζει πολλές ή όλες τις επενδύσεις. Αυτή η διάκριση είναι κρίσιμη για τον τρόπο με τον οποίο αξιολογούμε τον κίνδυνο στα χρηματοοικονομικά.

Όταν ένας επενδυτής αγοράζει μετοχές ή παίρνει μετοχική θέση σε μία επιχείρηση, τότε εκτίθεται σε πολλούς κινδύνους. Κάποιος κίνδυνος μπορεί να επηρεάσει μόνο μία ή λίγες επιχειρήσεις και αυτός είναι ο κίνδυνος που κατηγοριοποιούμε ως συγκεκριμένο επιχειρηματικό κίνδυνο (firm-specific risk). Εντός αυτής της κατηγορίας, θα μπορούσαμε να θεωρήσουμε ένα ευρή φάσμα κινδύνων, ξεκινώντας από τον κίνδυνο ότι μια επιχείρηση μπορεί να έχει υποτιμήσει εσφαλμένα τη ζήτηση για ένα προϊόν από τους πελάτες της. Αυτό το ονομάζουμε κίνδυνο του έργου (project risk). Αντίστοιχα ο κίνδυνος μπορεί να προκύψει από τους ανταγωνιστές, οι οποίοι αποδεικνύονται ισχυρότεροι ή ασθενέστεροι από το προβλεπόμενο. Αυτό το ονομάζουμε ανταγωνιστικό κίνδυνο (competitive risk). Υπάρχει άλλος ένας κίνδυνος που είναι πολύ πιο διαδεδομένος και επηρεάζει πολλούς, αν όχι όλες τις επενδύσεις. Για παράδειγμα, όταν τα επιτόκια αυξάνονται, όλες οι επενδύσεις επηρεάζονται αρνητικά, αν και σε διαφορετικούς βαθμούς. Ομοίως, όταν η οικονομία εξασθενεί, όλες οι επιχειρήσεις νιώθουν τα αποτελέσματα, αν και οι κυκλικές επιχειρήσεις επηρεάζονται περισσότερο. Ορίζουμε αυτόν τον κίνδυνο ως κίνδυνο αγοράς (market risk).

Τέλος, υπάρχουν κίνδυνου που πέφτουν σε μία γκρίζα περιοχή, ανάλογα με τον αριθμό των περιουσιακών στοιχείων που επηρεάζουν. Για παράδειγμα, όταν το δολάριο δυναμώνει έναντι άλλων νομισμάτων, έχει μία σημαντική επίπτωση στα κέρδη και τις αξίες των επιχειρήσεων με διεθνείς δραστηριότητες. Αν οι περισσότερες επιχειρήσεις στην αγορά έχουν σημαντικές διεθνείς δραστηριότητες, θα μπορούσε να κατηγοριοποιηθεί ως κίνδυνος αγοράς. Εάν μόνο λίγες έχουν όμως διεθνείς δραστηριότητες, θα ήταν πιο κοντά στον συγκεκριμένο επιχειρηματικό κίνδυνο. Το παρακάτω διάγραμμα συνοψίζει την κατανομή ή το φάσμα των κινδύνων που συνδέονται με την επιχείρηση και τους κινδύνους αγοράς.

Πίνακας 2-1 Ρίσκο



Πηγή: Damodaran 2012

2.4.1 Μοντέλο τιμολόγησης περιουσιακών στοιχείων (CAPM)

Ενώ η διαφοροποίηση μειώνει την έκθεση των επενδυτών σε συγκεκριμένο επιχειρηματικό κίνδυνο, οι περισσότεροι επενδυτές περιορίζουν τη διαφοροποίησή τους στην κατοχή ελάχιστων περιουσιακών στοιχείων. Ακόμα μεγάλα αμοιβαία κεφάλαια σπάνια κατέχουν περισσότερες από μερικές εκατοντάδες αποθέματα και πολλά από αυτά κατέχουν μόλις δέκα με είκοσι. Υπάρχουν δύο λόγοι για τους οποίους οι επενδυτές σταματούν τη διαφοροποίηση. Ένας είναι ότι ένας επενδυτής ή ο διαχειριστής αμοιβαίων κεφαλαίων μπορεί να αποκτήσει τα περισσότερα από τα οφέλη της διαφοροποίησης από ένα σχετικά μικρό χαρτοφυλάκιο, επειδή τα οριακά οφέλη από τη διαφοροποίηση γίνονται μικρότερα όσο το χαρτοφυλάκιο γίνεται πιο διαφοροποιημένο. Κατά συνέπεια, τα οφέλη αυτά μπορεί να μην καλύπτουν το περιθωριακό κόστος διαφοροποίησης, το οποίο περιλαμβάνει τις συναλλαγές και το κόστος παρακολούθησης. Ένας άλλος λόγος για τον περιορισμό της διαφοροποίησης είναι ότι πολλοί επενδυτές (και τα κεφάλαια) πιστεύουν ότι μπορούν να βρουν υποτιμημένα περιουσιακά στοιχεία και έτσι επιλέγουν να μην κατέχουν αυτά τα περιουσιακά στοιχεία, τα οποία πιστεύουν ότι είναι δίκαια ή υπερτιμημένα.

Το μοντέλο τιμολόγησης ενεργητικού κεφαλαίου υποθέτει ότι δεν υπάρχουν έξοδα συναλλαγής, όλα τα περιουσιακά στοιχεία διαπραγματεύονται και οι επενδύσεις είναι απεριόριστα διαιρετέες (δηλ. Μπορεί να αγορασθεί οποιοδήποτε τμήμα περιουσιακού στοιχείου). Θεωρεί επίσης ότι όλοι έχουν πρόσβαση στις ίδιες πληροφορίες και ότι οι επενδυτές δεν μπορούν να βρουν υποτιμημένα ή υπερτιμημένα περιουσιακά στοιχεία στην αγορά. Η πραγματοποίηση αυτών των παραδοχών επιτρέπει στους επενδυτές να συνεχίσουν να διαφοροποιούν χωρίς επιπλέον κόστος. Στο όριο, τα χαρτοφυλάκιά τους δεν θα περιλαμβάνουν μόνο όλα τα διαπραγματεύσιμα περιουσιακά στοιχεία στην αγορά, αλλά θα έχουν τα ίδια βάρη για τα επικίνδυνα περιουσιακά στοιχεία. Το γεγονός ότι αυτό το διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο περιλαμβάνει όλα τα διαπραγματεύσιμα περιουσιακά στοιχεία στην αγορά είναι ο λόγος που ονομάζεται το χαρτοφυλάκιο της αγοράς, πράγμα που δεν πρέπει να είναι ένα εκπληκτικό αποτέλεσμα, δεδομένων των πλεονεκτημάτων της διαφοροποίησης και της απουσία κόστους συναλλαγών στο μοντέλο τιμολόγησης περιουσιακών στοιχείων κεφαλαίου. Εάν η διαφοροποίηση μειώνει την έκθεση σε συγκεκριμένους επιχειρηματικούς κινδύνους και δεν υπάρχει κόστος που να συνδέεται με την προσθήκη περισσότερων περιουσιακών στοιχείων στο χαρτοφυλάκιο, το λογικό όριο διαφοροποίησης είναι να διατηρείται ένα χαμηλό ποσοστό σε κάθε διαπραγματεύσιμο περιουσιακό στοιχείο στην αγορά. Αν αυτό φαίνεται αφηρημένο, θεωρήστε το χαρτοφυλάκιο της αγοράς να είναι ένα εξαιρετικά διαφοροποιημένο αμοιβαίο κεφάλαιο που κατέχει αποθέματα και ακίνητα περιουσιακά στοιχεία και έντοκα γραμμάτια ως το ακίνδυνο περιουσιακό στοιχείο.

2.4.1.1 Μέτρηση του κινδύνου ενός μεμονωμένου περιουσιακού στοιχείου

Ο κίνδυνος οποιουδήποτε περιουσιακού στοιχείου για έναν επενδυτή είναι ο κίνδυνος που προστίθεται από το εν λόγω στοιχείο στο συνολικού χαρτοφυλακίου του επενδυτή. Εφόσον όλοι οι επενδυτές κατέχουν την αγορά χαρτοφυλακίου, ο κίνδυνος για έναν επενδυτή ενός μεμονωμένου περιουσιακού στοιχείου θα είναι ο κίνδυνος που προσθέτει αυτό το περιουσιακό στοιχείο στο χαρτοφυλάκιο της αγοράς. Διαισθητικά, αν ένα περιουσιακό στοιχείο κινείται ανεξάρτητα από το χαρτοφυλάκιο της αγοράς, δεν θα προσθέσει μεγάλο κίνδυνο στο χαρτοφυλάκιο της αγοράς. Με άλλα λόγια, ο κίνδυνος είναι συγκεκριμένος για την επιχείρηση και μπορεί εύκολα να διαφοροποιηθεί. Αντίθετα, αν ένα περιουσιακό στοιχείο τείνει να ανεβαίνει όταν το χαρτοφυλάκιο της αγοράς μετατοπίζεται προς τα πάνω και προς τα κάτω όταν μετακινηθεί προς τα κάτω, θα προσθέσει κίνδυνο στο χαρτοφυλάκιο της αγοράς. Αυτό το περιουσιακό στοιχείο έχει μεγαλύτερο κίνδυνο αγοράς και λιγότερο συγκεκριμένο για για την επιχείρηση. Στατιστικά, αυτός ο επιπρόσθετος κίνδυνος μετράται με τη συνδιακύμανση του περιουσιακού στοιχείου με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς.

2.4.1.2 Ο συντελεστής β

Η συνδιακύμανση είναι μια ποσοστιαία τιμή και είναι δύσκολο να κρίνουμε τον σχετικό κινδύνου μιας επένδυσης εξετάζοντας αυτή την τιμή. Ως εκ τούτου, τυποποιούμε τον κίνδυνο με τη διαίρεση της συνδιακύμανσης κάθε περιουσιακού στοιχείου με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς από τη διακύμανση του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Αυτό αποφέρει ένα μέτρο κινδύνου που ονομάζεται **βήτα** του περιουσιακού στοιχείου:

$$\text{Beta of an asset i} = \frac{\text{Covariance of asset i with Market Portfolio}}{\text{Variance of the Market Portfolio}} \dagger \frac{Cov_{im}}{\sigma_m^2}$$

Δεδομένου ότι η συνδιακύμανση του χαρτοφυλακίου της αγοράς με τον εαυτό της είναι η διακύμανση της, η βήτα του χαρτοφυλακίου της αγοράς και, κατ 'επέκταση, το μέσο ενεργητικό σε αυτό, είναι ένα. Περιουσιακά στοιχεία που είναι πιο επικίνδυνα από το μέσο όρο (με τη χρήση αυτού του μέτρου κινδύνου) θα έχουν βήτα μεγαλύτερα του 1 και περιουσιακά στοιχεία τα οποία είναι λιγότερο επικίνδυνα από τον μέσο όρο θα έχουν βήτα που είναι μικρότερα από 1. Το ακίνδυνο περιουσιακό στοιχείο θα έχει βήτα 0.

Το γεγονός ότι κάθε επενδυτής διατηρεί κάποιο συνδυασμό του περιουσιακού στοιχείου χωρίς κινδύνους και του χαρτοφυλακίου της αγοράς οδηγεί στο επόμενο συμπέρασμα: η αναμενόμενη απόδοση ενός περιουσιακού στοιχείου είναι γραμμική και σχετίζεται με το βήτα του περιουσιακού στοιχείου. Συγκεκριμένα, μπορεί να γραφεί η αναμενόμενη απόδοση ενός περιουσιακού στοιχείου ως συνάρτηση του ποσοστού άνευ κινδύνου και του βήτα αυτού του περιουσιακού στοιχείου.

$$E(R_i) = R_f + \beta_i \left(E(R_m) - R_f\right)$$

Όπου

$E(R_i)$ = Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων

R_f = Απόδοση μηδενικού κινδύνου

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

β_i = βήτα της επένδυσης i

Για να χρησιμοποιήσουμε το μοντέλο τιμολόγησης ενεργητικού κεφαλαίου, χρειαζόμαστε τρεις εισόδους:

- Το ακίνητο περιουσιακό στοιχείο ορίζεται ως ένα περιουσιακό στοιχείο για το οποίο ο επενδυτής γνωρίζει την αναμενόμενη επιστροφή με βεβαιότητα για τον χρονικό ορίζοντα της ανάλυσης.
- Το ασφάλιστρο κινδύνου είναι το ασφάλιστρο που ζητούν οι επενδυτές για επενδύσεις στο χαρτοφυλάκιο αγοράς, το οποίο περιλαμβάνει όλα τα ριψοκίνδυνα περιουσιακά στοιχεία στην αγορά, αντί να επενδύσει σε ένα ακίνδυνο περιουσιακό στοιχείο.
- Το βήτα, το οποίο ορίσαμε ως την συνδιακύμανση του περιουσιακού στοιχείου διαιρούμενο με τη διακύμανση του χαρτοφυλακίου της αγοράς, μετρά τον κίνδυνο που προσδίδει μια επένδυση στο χαρτοφυλάκιο της αγοράς.

Συνοπτικά, στο μοντέλο τιμολόγησης ενεργητικού κεφαλαίου, όλος ο κίνδυνος αγοράς καταγράφεται στο βήτα , που μετράται σε σχέση με ένα χαρτοφυλάκιο αγοράς, το οποίο τουλάχιστον θεωρητικά θα πρέπει να περιλαμβάνει όλα τα εμπορεύσιμα περιουσιακά στοιχεία στην αγορά που κατέχονται ανάλογα με την αγοραστική αξία τους.

3 Χαρακτηριστικά κλάδου του οίνου

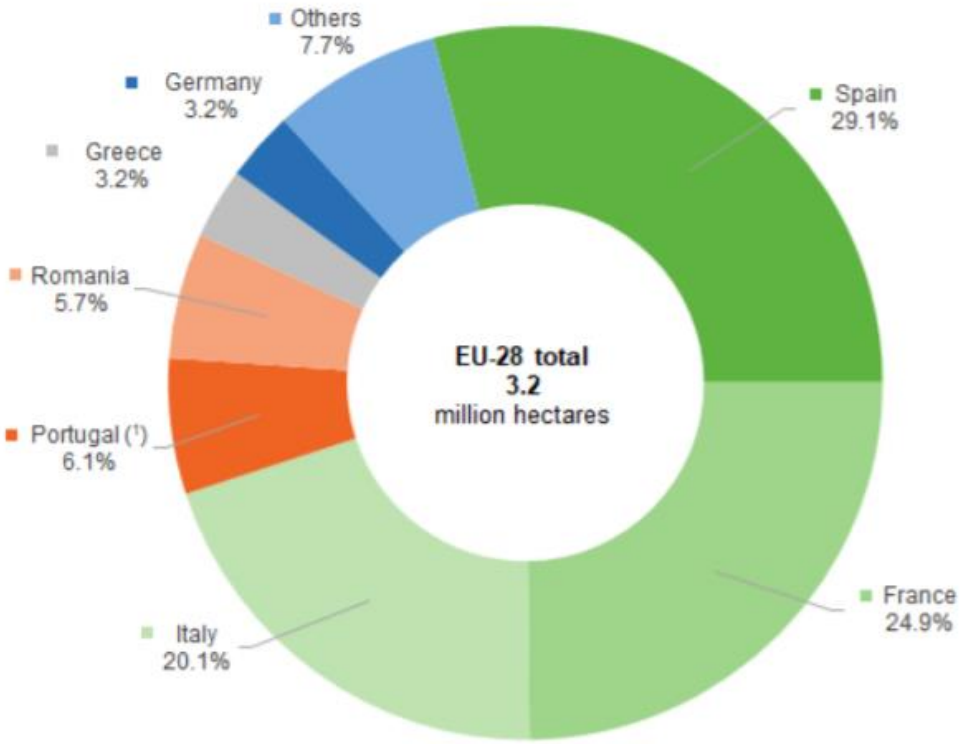
3.1.1 Αμπελώνες

Η οινοποιία αποτελεί έναν από τους παραδοσιακούς τομείς στην ελληνική οικονομία. Το σταφύλι είναι η πρώτη ύλη στην παραγωγή του κρασιού και η ανάπτυξη της βιομηχανίας κρασιού είναι άμεσα συνδεδεμένη με την αμπελουργία της Ελλάδας και εξαρτάται άμεσα από τις κλιματολογικές και εδαφολογικές συνθήκες που επικρατούν σε κάθε περιοχή ανά χρονική περίοδο. Οποιαδήποτε καταστροφή ή αρνητικό γεγονός στους αμπελώνες της χώρας επιφέρει άμεσα αποτελέσματα στον κλάδο του οίνου. Γι' αυτό το λόγο έχει μεγάλη σημασία η υγεία και η ποιότητα του σταφυλιού για την παραγωγή ενός ποιοτικού οίνου που να ξεχωρίζει ποιοτικά από τους υπόλοιπους.

Στην Ελλάδα καλλιεργούνται περίπου 300 ποικιλίες σταφυλιών από 150.000 αμπελοκαλλιεργητές. Πολύ μεγάλο μέρος των παραγόμενων σταφυλιών απορροφάται από τους οινοπαραγωγούς. Η αμπελοκαλλιέργεια στην Ελλάδα καταλαμβάνει περίπου 1,3 εκατομμύρια στρέμματα. Η πλειοψηφία των ποικιλιών σταφυλιών που καλλιεργούνται στην Ελλάδα είναι γηγενείς, δηλαδή έχουν αναπτυχθεί και καλλιεργηθεί σε περιοχές της χώρας μας. Η πληθώρα αυτή ποικιλιών δίνει μία μεγάλη γκάμα κρασιών τα οποία έχουν διαφορετικά χαρακτηριστικά μεταξύ τους και με βάση αυτά κατηγοριοποιούνται, όπως π.χ. με βάση τη γλυκύτητα, το χρώμα, την περιεκτικότητα σε διοξείδιο του άνθρακα κ.α..

Σε παγκόσμια κλίμακα, η συνολική έκταση αμπελώνων υπολογίζεται στα 7,6 εκατομμύρια εκτάρια. Η ΕΕ κατέχει τις μεγαλύτερες εκτάσεις αμπελώνων, ποσοστό περίπου 45%, σύμφωνα με μελέτες του 2015, ποσοστό που αντιστοιχεί σε σχεδόν σε 3,2 εκατομμύρια εκτάρια. Η Ελλάδα βρίσκεται στην 12^{η} θέση παγκοσμίως με ποσοστό 1,5 % των συνολικών εκτάσεων αμπελώνων. Εντός της ΕΕ, η χώρα με τις μεγαλύτερες εκτάσεις αμπελώνων είναι η Ισπανία, με ποσοστό 15%, ακολουθούν οι Γαλλία και Ιταλία με ποσοστό γύρω στο 11%. Οι τρεις αυτές χώρες τα τελευταία έτη μονίμως ανταγωνίζονται για την πρωτιά στην παραγωγή οίνου, με την Ισπανία να βρίσκεται συνήθως στην πρώτη θέση και τις άλλες δύο χώρες να εναλλάσσονται μεταξύ δεύτερης και τρίτης θέσης. Τα τελευταία έτη φαίνεται μια μικρή πτώση στις εκτάσεις της Ισπανίας και μία ανοδική πορεία στις εκτάσεις της Ιταλίας. Στις υπόλοιπες χώρες της ΕΕ φαίνεται να υπάρχει μία τάση για σταθεροποίηση όσον αφορά τις εκτάσεις.

Πίνακας 3-1 Ευρωπαϊκοι αμπελώνες



Πηγή: Eurostat

Πίνακας 3-2 Εκτάσεις εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης

kha	2014	2015	2016[b]	2017[c]	2017/2016 Variation
Spain	975	974	975	967	-8.2
France	789	785	786	787	0.9
Italy	690	682	690	695	5.0
Portugal	224	204	195	194	-1.5
Romania	192	191	191	191	-0.1
Greece	110	107	105	106	0.4
Germany	102	103	102	102	-0.1
Hungary	62	68	68	68	0.0
Bulgaria	63	64	64	64	0.0
Russia	63	87	85	85	0.0
Austria	45	45	46	46	-0.5
Switzerland	15	15	15	15	0.0
Other European countries	677	681	683	681	-2.1
Continental total	**4,005**	**4,006**	**4,007**	**4,001**	**-6.1**
Including the EU-28 total	3,343	3,315	3,317	3,312	-5.6

a) Area under vines destined for the production of wine grapes, table grapes or dried grapes, in production or awaiting production
b) 2016: provisional data
c) 2017: forecasted data
Sources: OIV, OIV Experts, Trade Press

Πίνακας 3-3 Εκτάσεις εκτός της Ευρωπαϊκής Ένωσης

kha	2014	2015	2016[b]	2017[c]	2017/2016 Variation
China	813	847	864	870	5.9
Turkey	502	497	468	448	-19.7
United States	450	446	441	441	0.3
Argentina	228	225	224	223	-1.2
Chile	213	214	209	209	0.0
Australia	154	147	145	145	-0.6
South Africa	132	130	129	125	-3.7
Brazil	87	86	86	86	-0.1
New Zealand	38	39	39	40	0.8
Other American countries	87	90	93	95	2.3
Other African countries	243	246	246	246	0.0
Other Asian countries	623	626	634	634	0
Total outside Europe	**3,570**	**3,592**	**3,578**	**3,563**	**-16**

a) Area under vines destined for the production of wine grapes, table grapes or dried grapes, in production or awaiting production
b) 2016: provisional data
c) 2017: forecasted data
Sources: OIV, OIV Experts, Trade Press

3.1.2 Οι επιχειρήσεις οίνου

Οι επιχειρήσεις οίνου στην Ελλάδα χωρίζονται σε δύο κατηγορίες: είναι μικρού/μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις και μεγάλου μεγέθους. Οι μικρού/μεσαίου μεγέθους υπερτερούν σε αριθμό έναντι των μεγάλων επιχειρήσεων και, παράγουν τόσο χύμα όσο και εμφιαλωμένο κρασί διαθέτοντας το στην τοπική αγορά. Οι επιχειρήσεις αυτές έχουν αξιόλογη παρουσία στην αγορά, έχοντας καθιερώσει προϊόντα υψηλής ποιότητας και ιδιαίτερων χαρακτηριστικών. Από την άλλη πλευρά, οι μεγάλου μεγέθους επιχειρήσεις κυρίως εστιάζουν στην παραγωγή εμφιαλωμένου κρασιού και μάλιστα, είναι περιορισμένης ποσότητας με ιδιαίτερα χαρακτηριστικά, το οποίο διανέμεται στην αγορά μέσω ειδικευμένων εταιρειών και εκτεταμένων δικτύων διανομής, καλύπτοντας σημαντικά μερίδια της εγχώριας αγοράς. Μερικές από αυτές, δεν έχουν ακόμα επεκταθεί σε αγορές του εξωτερικού. Οι επιχειρήσεις αυτές έχουν μακροχρόνια παρουσία στον κλάδο, σύγχρονες οινοποιητικές εγκαταστάσεις και διαθέτουν ισχυρά εμπορικά σήματα.

Στην Ελλάδα εκτός από αυτές τις επιχειρήσεις υπάρχουν και αρκετοί αγροτικοί συνεταιρισμοί και ενώσεις αυτών, που εκτός από άλλα αγροτικά προϊόντα παράγουν και κρασί. Αυτοί οι συνεταιρισμοί αντιπροσωπεύουν ένα σημαντικό κομμάτι της παραγωγής της Ελλάδας. Κατά κύριο λόγο οι συνεταιρισμοί παράγουν χύμα κρασί με ορισμένες βέβαια εξαιρέσεις.

Το 2005 υπήρχαν 484 επιχειρήσεις παραγωγής οίνου, το 2010 έφτασαν τα 680 και σύμφωνα με πρόσφατες μελέτες έφτασαν περίπου τα 1000, εκ των οποίων τα 650 είναι πιστοποιημένα για την παραγωγή οίνων με προστατευόμενη ονομασία προέλευσης (ΠΟΠ) και προστατευόμενη γεωγραφική ένδειξη.

3.1.3 Κατηγορίες οίνων

Οι οίνοι στην Ελλάδα ταξινομούνται σε τρεις μεγάλες κατηγορίες:

1. ΠΟΠ (Προστατευόμενη Ονομασία Προέλευσης). Η οποία με τη σειρά της περιλαμβάνει δύο υποκατηγορίες:
    - ΟΠΑΠ (Ονομασία Προέλευσης Ανωτέρας Ποιότητας)
    - ΟΠΕ (Ονομασία Προέλευσης Ελεγχόμενη)
      Με τη σειρά τους θα μπορούσαν να χαρακτηριστούν ως «Γλυκύς Φυσικός» και «Φυσικώς Γλυκός».

2. ΠΓΕ (Προστατευόμενη Γεωγραφική Ένδειξη). Στην κατηγορία αυτή ανήκουν:
    - « Τοπικοί Οίνοι»
    - «Οίνοι κατά παράδοση»

3. Ποικιλιακοί Οίνοι χωρίς ένδειξη ΠΟΠ ή ΠΓΕ.

Τα κρασιά ΠΟΠ προέρχονται από αυστηρά καθορισμένη και αναγνωρισμένη αμπελουργική ζώνη, ενώ προσδιορίζονται αυστηρά η ποικιλία, η τοποθεσία, η καλλιεργητική τεχνική, ακόμη και η στρεμματική απόδοση του αμπελιού.

Για την παραγωγή οίνων ΠΓΕ, ακολουθούνται ελαφρώς ηπιότερες προδιαγραφές από αυτές των ΠΟΠ. Ωστόσο, όσον αφορά τους Τοπικούς Οίνους υπάρχουν συγκεκριμένες απαιτήσεις σχετικά με την γεωγραφική περιοχή παραγωγής, την καταγωγή των σταφυλιών αλλά και τις ποικιλίες αμπέλου που χρησιμοποιούνται. Οι οίνοι με ονομασία «Κατά Παράδοση» αφορούν δύο οίνους που παράγονται αποκλειστικά στη γεωγραφική επικράτεια της Ελλάδας, τη Ρετσίνα και τη Βερντέα Ζακύνθου.

Οι Ποικιλιακοί Οίνοι είναι μία νέα κατηγορία που δημιουργήθηκε από την ΕΕ, προκειμένου να αντιμετωπιστεί ο ανταγωνισμός από τις αυξανόμενες εισαγωγές οίνων από Τρίτες Χώρες και η οποία επιτρέπει σε οίνους που δεν είναι ΠΟΠ ή ΠΓΕ να αναγράφουν ενδείξεις σχετικά με το έτος συγκομιδής, τις οινοποιήσιμες ποικιλίες αμπέλου από τις οποίες παρασκευάζονται. Η κοινοτική νομοθεσία προβλέπει και εδώ αυστηρές διατάξεις για την πιστοποίηση των οίνων. Ωστόσο, έως σήμερα το ελληνικό κράτος δεν έχει θεσπίσει ανάλογη εθνική νομοθεσία, με αποτέλεσμα οι επιτραπέζιοι οίνου που παράγονται στην Ελλάδα να μην έχουν δικαίωμα να συμπεριληφθούν στην κατηγορία των ποικιλιακών οίνων.

3.2 Παραγωγή Οίνου

3.2.1 Παραγωγή οίνου στην Ελλάδα

Ο κλάδος της οινοποιίας άρχισε να αποκτά τη σημερινή του μορφή από τη δεκαετία του 60. Η παραγωγή οίνου δεν φαίνεται να παρουσιάζει πολύ μεγάλες μεταβολές, παρά μόνο αυξομειώσεις που σχετίζονται με μεταβολές σε κάποια τιμή (πρώτης ύλης, μέσων παραγωγής, τιμής εισαγόμενου σταφυλιού), σε καιρικές συνθήκες που είχαν επικρατήσει και σε άλλους παράγοντες, όπως η μεταβολή στις εξαγωγές οίνου.

Με βάση τα στατιστικά οινοπαραγωγής του Υπουργείου Γεωργίας η εγχώρια παραγωγή είχε μια σταθερή προς πτωτική τάση από το 1984 ως το 2002. Μετά το 2002 παρουσιάστηκε μεγάλη αύξηση στην παραγωγή του κρασιού με αύξηση κατά μέσο όρο έτους γύρω στο 15% μέχρι το 2004, λόγω ανοίγματος της ελληνικής αγοράς στις ΗΠΑ. Από το 2004 και έπειτα υπήρξε μία πολύ μεγάλη πτώση στην παραγωγή, με μοναδική εξαίρεση την περίοδο 2008-2009, και με μέγιστη πτώση το 2009, το έτος που η κρίση «χτύπησε» την ελληνική οικονομία. Υπήρξε μία ακόμα μικρή αύξηση της παραγωγής οίνου από το 2012-2014, αλλά από την περίοδο 2014-2015 ξαναξεκίνησε μια πτωτική τάση.

Παράδειγμα των οινοπαραγωγικών περιόδων 2012-2016:

Πίνακας 3-4 Οινοπαραγωγικές περίοδοι

Οινοπαραγωγή Αμπελοοινικής Περιόδου 2012-2013			
Κατηγορία Προϊόντων	Συνολικός Όγκος Οίνων (hl)	Οίνοι Ερυθροί - Ερυθρωποί (hl)	Λευκοί Οίνοι (hl)
1) Οίνοι	**3.050.000**	**1.200.000**	**1.850.000**
· ΠΟΠ	310.000	150.000	160.000
· ΠΓΕ	570.950	329.950	241.000
· ΠΟΙΚΙΛΙΑΚΟΙ	70.000	20.000	50.000
· Χωρίς ΠΟΠ/ΠΓΕ	1.887.050	699.350	1.187.700
· Ονομασία Κατά Παράδοση	212.000	700	211.300
α) Με ΠΓΕ	19.050	50	19.000
β) Χωρίς ΠΓΕ	192.950	650	192.300
2) Γλεύκη	**65.300**	**4.300**	**61.000**
Γενικό Σύνολο	**3.115.300**	**1.204.300**	**1.911.000**

Οινοπαραγωγή Αμπελοοινικής Περιόδου 2013-2014			
Κατηγορία Προϊόντων	Συνολικός Ογκος Οίνων (hl)	Οίνοι Ερυθροί - Ερυθρωποί (hl)	Λευκοί Οίνοι (hl)
1) Οίνοι	**3.268.900**	**1.139.700**	**2.129.200**
· ΠΟΠ	299.500	145.300	154.200
· ΠΓΕ	584.700	294.700	290.000
· Ποικιλιακοί	69.300	25.200	44.100
· Χωρίς ΠΟΠ/ΠΓΕ	2.099.350	674.450	1.424.900
· Ονομασία Κατά Παράδοση	216.050	50	216.000
α) Με ΠΓΕ	15.500	0	15.500
β) Χωρίς ΠΓΕ	200.550	50	200.500
2) Γλεύκη	**74.400**	**7.300**	**67.100**
Γενικό Σύνολο	**3.343.300**	**1.147.000**	**2.196.300**

Οινοπαραγωγή Αμπελοοινικής Περιόδου 2014-2015			
Κατηγορία Προϊόντων	Συνολικός Ογκος Οίνων (hl)	Οίνοι Ερυθροί - Ερυθρωποί (hl)	Λευκοί Οίνοι (hl)
1) Οίνοι	**2.749.555**	**876.594**	**1.872.961**
· ΠΟΠ	237.200	122.000	115.200
· ΠΓΕ	438.861	180.400	258.461
· Ποικιλιακοί	113.800	42.500	71.300
· Χωρίς ΠΟΠ/ΠΓΕ	1.739.824	531.640	1.208.184
· Ονομασία Κατά Παράδοση	219.870	54,2	219.816
α) Με ΠΓΕ	16.539	0	16.539
β) Χωρίς ΠΓΕ	203.331	54,2	203.277
2) Γλεύκη	**50.445**	**3.406**	**47.039**
Γενικό Σύνολο	**2.800.000**	**880.000**	**1.920.000**

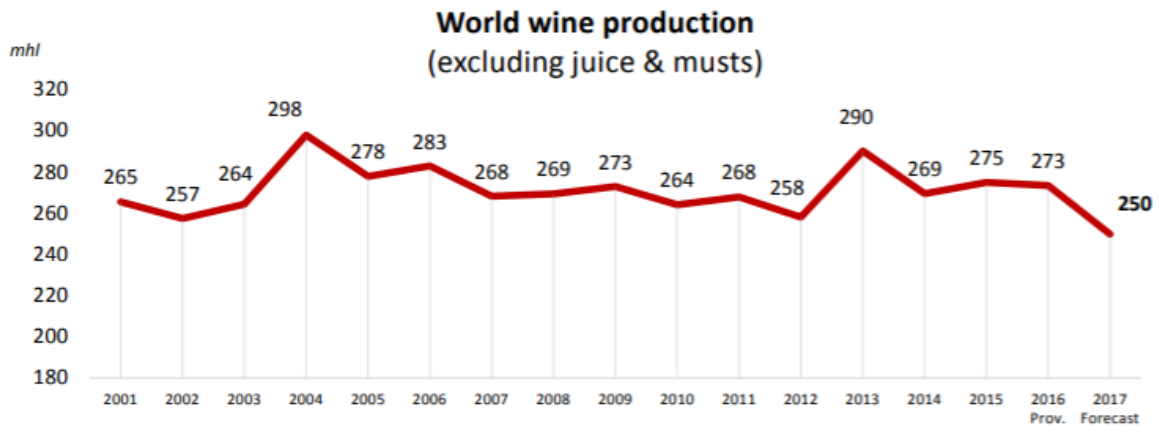
Οινοπαραγωγή Αμπελοοινικής Περιόδου 2015-2016			
Κατηγορία Προϊόντων	Συνολικός Όγκος Οίνων (hl)	Οίνοι Ερυθροί - Ερυθρωποί (hl)	Λευκοί Οίνοι (hl)
1) Οίνοι	**2.458.241**	**745.809**	**1.712.432**
· ΠΟΠ	234.350	120.250	114.100
· ΠΓΕ	427.113	170.515	256.598
· Ποικιλιακοί	110.950	41.250	69.700
· Χωρίς ΠΟΠ/ΠΓΕ	1.513.737,50	413.789,50	1.099.948
· Ονομασία Κατά Παράδοση	172.090,50	4,5	172.086
α) Με ΠΓΕ	12.624	0	12.624
β) Χωρίς ΠΓΕ	159.466,50	4,5	159.462
2) Γλεύκη	**42.859**	**1.721**	**41.138**
Γενικό Σύνολο	**2.501.100**	**747.530**	**1.753.570**

Πηγή: Υπουργείο Γεωργίας

Από τους τύπους κρασιού που παράγονται στη χώρα μας, το μεγαλύτερο ποσοστό αντιπροσωπεύουν οι λευκοί οίνοι, γύρω στο 65-70%, στους οποίους περιλαμβάνεται και η ρετσίνα. Τα ερυθρά κρασιά καλύπτουν ποσοστό της τάξης του 30-35%. Όπως παρατηρείται και από τους παραπάνω πίνακες τα ποσοστά αυτά παραμένουν αρκετά σταθερά ανά έτος με μικρές αυξομειώσεις.

3.2.2 Παγκόσμια παραγωγή οίνου

Πίνακας 3-5 Παγκόσμια παραγωγή οίνου



Όσον αφορά την παγκόσμια παραγωγή οίνου, κυμαίνεται από περίπου 270 εκατομμύρια εώς και 285 εκατομμύρια hl. Πρώτη έρχεται η Ευρώπη, με το μεγαλύτερο ποσοστό παραγωγής οίνου. Ακολουθεί η Νότιος Αμερική, η Βόρεια Αμερική (συνολικά η Αμερική κατέχει περίπου το 17% της παγκόσμιας παραγωγής οίνου),η Ασία, η Ωκεανία και τέλος η Αφρική. Το 2009 η παραγωγή βρισκόταν γύρω στα 273 εκατομμύρια hl και το 2013 άγγιξε περίπου τα 290 εκατομμύρια. Το 2017 η παγκόσμια παραγωγή οίνου έπεσε στα 250 εκατομμύρια hl, μία πτώση 23,6 εκατομμυρίων hl σε σχέση με την παραγωγή του 2016. Αυτός ο όγκος παραγωγής μπορεί να χαρακτηριστεί και ως ιστορικό χαμηλό.

Εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης η παραγωγή οίνου το 2017 είχε μία πτώση της τάξης του 14,6% σε σχέση με το 2016. Αυτό ήταν αποτέλεσμα δυσμενών καιρικών συνθηκών στις οινοπαραγωγικές χώρες τις Ευρώπης. Πολύ χαμηλή παραγωγή ακόμα και σε σχέση με την πολύ μικρή παραγωγή του 2012. Συγκρίνοντας με την παραγωγή του 2016, η Ιταλία είχε μια πτώση 17%, η Γαλλία 19%, η Ισπανία 20% και η Γερμανία 15% αντίστοιχα. Αντίθετα η Ελλάδα είχε μια πολύ μικρή αύξηση της τάξης του 0,1%.

Αντιθέτως με την πλειοψηφία των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης οι ΗΠΑ είχαν παραγωγή σε πολύ υψηλά επίπεδα σχεδόν ίδια με χρονιές όπως το 2013. Στις χώρες τις Νότιας Αμερικής λόγω τους επίδρασης του El Niño το 2016 υπήρχαν διαφορετικές αντιδράσεις στις παραγωγές. Στην Αργεντινή η παραγωγή αυξήθηκε το 2017 σε σχέση με το 2016 αλλά δεν κατάφερε να επανέλθει στη μέγιστη απόδοση της. Η Βραζιλία κατάφερε να επανέλθει στην ετήσια παραγωγή της και η Χιλή έπεσε ακόμα πιο χαμηλά.

Πίνακας 3-6 Παγκόσμια παραγωγή οίνου (αναλυτικά)

Wine production (excluding juice and musts) [a]

mhl	2013	2014	2015	2016[b]	2017[c]	2017/2016 Variation in volume	2017/2016 Variation in %
Italy	54.0	44.2	50.0	50.9	42.5	-8.4	-17%
France	42.1	46.5	47.0	45.4	36.7	-8.7	-19%
Spain	45.3	39.5	37.7	40.0	32.1	-7.9	-20%
United States[d]	24.4	23.1	21.7	23.6	23.3	-0.3	-1%
Australia	12.3	11.9	11.9	13.0	13.7	0.7	5%
Argentina	15.0	15.2	13.4	9.4	11.8	2.4	25%
China	11.8	11.6	11.5	11.4	10.8	-0.6	-5%
South Africa	11.0	11.5	11.2	10.5	10.8	0.3	3%
Chile	12.8	9.9	12.9	10.1	9.5	-0.7	-6%
Germany	8.4	9.2	8.9	9.0	7.7	-1.3	-15%
Portugal	6.2	6.2	7.0	6.0	6.6	0.6	10%
Russia	5.3	4.8	5.6	5.2	4.7	-0.5	-10%
Romania	5.1	3.7	3.6	3.3	4.3	1.0	31%
Brazil	2.7	2.6	2.7	1.3	3.4	2.1	169%
Hungary	2.6	2.4	2.8	2.8	3.1	0.2	8%
New Zealand	2.5	3.2	2.3	3.1	2.9	-0.3	-9%
Greece	3.3	2.8	2.5	2.5	2.6	0.1	2%
Austria	2.4	2.0	2.3	2.0	2.4	0.4	23%
Serbia	2.3	2.3	2.3	2.9	2.3	-0.6	-21%
Moldova	2.6	1.6	1.6	1.5	1.8	0.3	20%
Ukraine	2.8	1.5	0.9	1.2	1.2	0.0	0%
Bulgaria	1.7	0.7	1.3	1.2	1.2	0.0	-2%
Georgia	1.0	1.1	1.3	1.1	1.1	0.0	0%
World	**290**	**269**	**275**	**273**	**250**	**-24**	**-9%**

Sources: OIV, OIV Experts, Trade Press

a) Countries for which information has been provided with wine production of more than 1 mhl

b) 2016: provisional data

c) 2017: forecasted data

d) OIV estimate (USDA basis)

Η ΕΕ εκτός από την πρώτη θέση σε εκτάσεις αμπελώνων παγκοσμίως, κατέχει την πρώτη θέση και στην παραγωγή οίνου, αντιπροσωπεύοντας το 60% τη παγκόσμιας παραγωγής οίνου με κυρίαρχη θέση στην παραγωγή να έχει η Ιταλία και να ακολουθεί η Γαλλία και η Ισπανία.

Αντίστοιχα υπάρχουν χώρες με ανερχόμενη παραγωγή κρασιού που αναπτύσσονται ολοένα και περισσότερο. Συγκεκριμένα η Κίνα έχει κάνει πολλές προσπάθειες για την αύξηση των εγχώριων πωλήσεων του κρασιού και αναμένεται να αυξηθεί σημαντικά η παραγωγή της μέσα στα επόμενα χρόνια. Η Αργεντινή και οι χώρες της Λατινικής Αμερικής δείχνουν μια μεγάλη άνοδο τα τελευταία χρόνια, αλλά είχαν μειώσεις στην παραγωγή από το 2016 λόγω καιρικών συνθηκών όπως αναφέρθηκε και παραπάνω. Σε παρόμοια επίπεδα βρίσκεται και η Αυστραλία κρατώντας μία σταθερά ανοδική πορεία. Από όλες τις εξεταζόμενες χώρες με τη μεγαλύτερη αύξηση στην παραγωγή κρασιού παρουσίασε η Τσεχία με ποσοστό αύξησης 42%.

3.3 Κατανάλωση οίνου

Η αγορά του κρασιού χωρίζεται σε 2 κατηγορίες, στην «ζεστή αγορά», που περιλαμβάνει τα σούπερ μάρκετ, τις κάβες και οποιοδήποτε άλλο κατάστημα που διαθέτει προϊόν προς αγορά, και στην «κρύα αγορά», δηλαδή τους χώρους εστίασης. Η Ελλάδα είχε μία αυξητική τάση στην κατανάλωση οίνου μέχρι και το 2010, όπως και η παγκόσμια αγορά, και μετά υπήρξε μία αντίστοιχη ελαφριά πτώση. Ο Έλληνας καταναλωτής όταν πρόκειται να επιλέξει ανάμεσα σε αλκοολούχα ποτά, βάση ερευνών του ΥΠΑΑΤ, έχει σαν πρώτη επιλογή το κρασί, ανεξάρτητα από το φύλο του, την ηλικία του, το επίπεδο της μόρφωσης του, της εισοδηματικής κατάστασης και του τόπου κατοικίας του. Συγκεκριμένα η έρευνα έδειξε ότι από τον πληθυσμό της Ελλάδας, ποσοστό 63,1% καταναλώνει αλκοολούχα ποτά, το 16% όχι και το υπόλοιπο 20,9% δήλωσε ότι καταναλώνει αλκοολούχα ποτά μόνο σε ειδικές περιπτώσεις. Από τα άτομα που δήλωσαν ότι καταναλώνουν αλκοόλ, οι 54,9% προτιμούν κρασί, 20,4% μπύρα, 7,9% τσίπουρο ή ούζο, 7 % ουίσκι και 7,3% λοιπά αλκοολούχα ποτά.

Αντίστοιχα, το 67,5% του πληθυσμού που πίνει οινοπνευματώδη ποτά προτιμά τα ελληνικά ποτά. Το ποσοστό αυτό φτάνει στο 92% για άτομα ηλικίας 65 ετών και άνω, ενώ μειώνεται στο 32,% για άτομα ηλικίας 18-24, οι οποίοι είναι το μόνο target group που επιλέγει περισσότερο εισαγόμενα έναντι ελληνικών ποτών. Το εισόδημα είναι ένας παράγοντας, οποίος επηρεάζει άμεσα την επιλογή των ανθρώπων, καθώς υπάρχει μία θετική συσχέτιση του εισοδήματος με την επιλογή εισαγόμενων ποτών.

Όσον αφορά την επιλογή του οίνου, η προτίμηση προς τα ελληνικά προϊόντα είναι συντριπτική σε ποσοστό 95,1%. Οι Έλληνες όταν πίνουν κρασί δείχνουν σαφή προτίμηση προς τα ελληνικά κρασιά.

Επιπρόσθετα, η κατανάλωση του οίνου στην Ελλάδα διαφοροποιείται όσονα αφορά το εμφιαλωμένο και το χύμα κρασί. Ο Έλληνας καταναλωτής προτιμά το χύμα κρασί έναντι του εμφιαλωμένου σε ποσοστό γύρω στο 60%. Στην κατηγορία χύμα κρασί ανήκουν και οι συσκευασίες ασκών που βρίσκονται στο σούπερ μάρκετ. Σχετικά με τους τύπους του οίνου, σημειώνεται ότι τα επιτραπέζια κρασιά καλύπτουν το μεγαλύτερο μέρος της συνολικής αγοράς, ενώ τα κρασιά Ονομασίας Προέλευσης Ανώτερης Ποιότητας (ΟΠΑΠ) εκτιμάται ότι αντιπροσωπεύουν μερίδιο της τάξης του 10-12% (ICAP, 2010). Μία τάση που επικρατεί τα τελευταία χρόνια στην εγχώρια αγορά κρασιού, είναι η διάθεση από σούπερ μάρκετ κρασιών ιδιωτικής ετικέτας (private label), ως επί το πλείστον ελληνικής παραγωγής και σε ανταγωνιστικές τιμές.

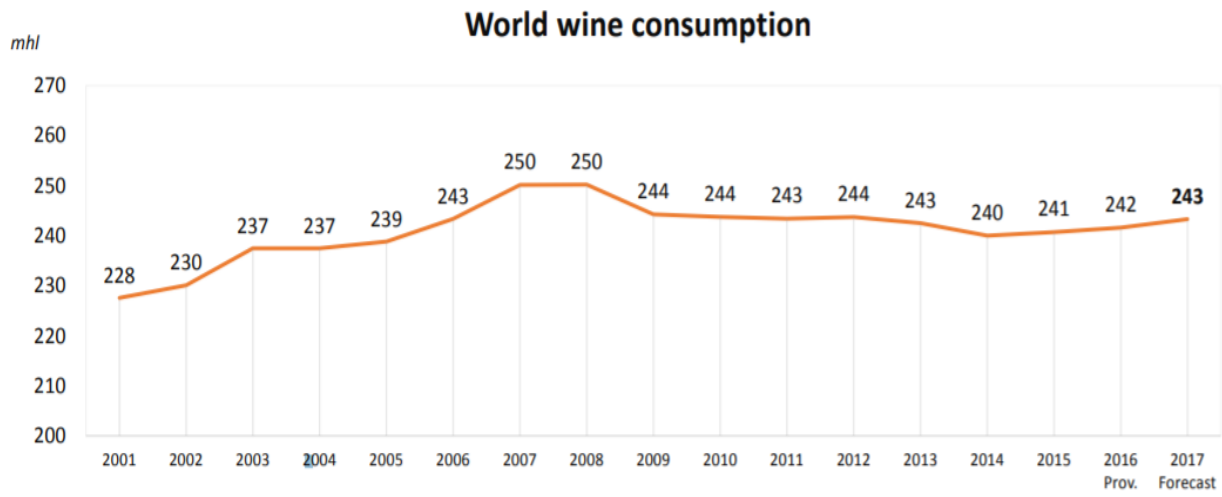
Πίνακας 3-7 Κατανάλωση οίνου στην Ελλάδα

Έτη	Ποσότητα σε 00HL	Ανα Κάτοικο	Ανα Καταναλωτή
1995-96	3.105	29,60	41,40
1996-97	3.300	27,60	38,70
1997-98	2.900	27,60	38,70
1998-99	2.958	28,20	39,40
1999-00	2.752	26,21	36,61
2000-01	2.747	26,20	36,70
2001-02	2.942	28,00	39,00
2002-03	2.466	23,00	32,90
2003-04	2.978	28,40	39,48
2004-05	3.207	30,50	42,51
2005-06	3.242	30,90	42,97
2006-07	3.218	30,60	42,66
2007-08	3.188	30,40	42,26
2008-09	2.926	27,90	38,79
2009-10	3,248	30,90	43,05
2010-11	3.158	30,10	41,85

Παρατηρούμε, ότι παρά την οικονομική κρίση που έκανε την εμφάνιση της το 2009 και προκάλεσε μείωση στην παραγωγή οίνου, όπως αναφέρθηκε παραπάνω, η κατανάλωση του στην Ελλάδα σε αυτό το έτος και το επόμενο, ανήλθε στα 3,2 εκατομμύρια hl. Όχι μόνο η κρίση δεν επηρέασε

αρνητικά την κατανάλωση κρασιού, αλλά προκάλεσε και αύξηση της τάξης του 10% από την προηγούμενη χρονία. Ο λόγος είναι ότι το κρασί προσέλκυσε το καταναλωτικό κοινό των πιο βαρέων ποτών (όπως τζιν, βότκα, ουίσκι) που συνήθως είναι ακριβότερα.

Πίνακας 3-8 Παγκόσμια κατανάλωση οίνου



Η παγκόσμια κατανάλωση κρασιού το 2017 εκτιμήθηκε στα 243 εκατομμύρια hl, μία αύξηση 1,8 εκατομμυρίων hl σε σχέση με το 2016.

Η κατανάλωση στις ΗΠΑ εκτιμάται στα 32,6 εκατομμύρια hl, και παραμένει στην πρωτιά της κατανάλωσης από το 2011, κρατώντας μία αυξητική τάση σε σχέση με το 2016.

Το 2017 ταυτόχρονα σταμάτησε η αρνητική τάση στην κατανάλωση στην Ευρώπη. Ενώ υπήρξε μία μείωση στην Γαλλία στα 27 εκατομμύρια hl, η Ιταλία είχε μία αύξηση στα επίπεδα των 22,6 εκατομμυρίων hl, η Ισπανία στα 10,3 και η Γερμανία στα 20,2 εκατομμύρια hl.

Η Κίνα είχε μία αύξηση του 3,5% σε σχέση με το 2016 και η Ωκεανία ακόμα και την πτωτική τάση της Νέας Ζηλανδίας είχε μία ελαφριά αύξηση σε σχέση με το 2016.

Πίνακας 3-9 Παγκόσμια κατανάλωση οίνου (αναλυτικά)

Main wine-consuming countries[a]

mhl	2013	2014	2015	2016[b]	2017[c]	2017/2016 Variation in volume	2017/2016 Variation in %
United States	30.8	30.6	30.9	31.7	32.6	0.9	2.9%
France	27.8	27.5	27.3	27.1	27.0	-0.1	-0.4%
Italy	20.8	19.5	21.4	22.4	22.6	0.2	0.9%
Germany	20.4	20.3	19.6	20.1	20.2	0.1	0.3%
China*	16.5	15.5	16.2	17.3	17.9	0.6	3.5%
United Kingdom	12.7	12.6	12.7	12.9	12.7	-0.2	-1.4%
Spain	9.8	9.9	10.0	9.9	10.3	0.3	3.1%
Argentina	10.4	9.9	10.3	9.4	8.9	-0.5	-5.2%
Russia	10.4	9.6	9.2	9.1	8.9	-0.2	-2.5%
Australia	5.4	5.4	5.5	5.5	5.8	0.3	4.9%
Canada	4.9	4.7	4.9	5.0	4.9	-0.1	-1.7%
Portugal	4.2	4.3	4.8	4.6	4.5	-0.1	-2.0%
South Africa	3.7	4.0	4.3	4.4	4.5	0.1	2.4%
Romania	4.6	4.7	4.0	3.8	4.1	0.3	8.5%
Japan	3.4	3.5	3.5	3.5	3.5	0.0	0.0%
Netherlands	3.3	3.4	3.5	3.4	3.5	0.1	2.2%
Brazil	3.5	3.2	3.3	3.1	3.3	0.2	6.0%
Belgium	2.9	2.7	3.0	3.0	3.0	0.0	0.0%
Switzerland	2.7	2.8	2.9	2.8	2.8	0.0	0.0%
Austria	2.8	3.0	2.4	2.4	2.5	0.1	4.4%
Hungary	2.0	2.3	2.2	2.3	2.4	0.1	4.5%
Sweden	2.4	2.3	2.4	2.4	2.4	0.0	-0.3%
Greece	3.0	2.6	2.4	2.3	2.3	0.0	1.4%
Chile	2.9	3.0	2.6	2.4	2.2	-0.2	-9.6%
Serbia	2.3	2.4	2.4	2.8	2.2	-0.6	-21.3%
Czech Rep.	1.6	1.6	1.9	1.9	1.8	-0.1	-5.5%
Denmark	1.6	1.6	1.6	1.6	1.5	0.0	-2.4%
Poland	0.9	1.0	1.1	1.1	1.2	0.1	7.3%
Croatia	1.4	1.2	1.1	1.2	1.1	-0.1	-8.9%
World	**243**	**240**	**241**	**242**	**243**	**1.7**	**0.7%**

Sources: OIV, OIV Experts, Trade Press

a) Countries for which information has been provided with wine consumption of more than 1 mhl

b) 2016: provisional data

c) 2017: forecasted data

* Apparent consumption calculated using the "Production + Imports – Exports" report for 2016 and 2017

3.4 Εμπόριο οίνου

3.4.1 Εμπόριο οίνου στην Ελλάδα

Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, οι Έλληνες καταναλωτές δείχνουν μια μεγάλη προτίμηση στο ελληνικό κρασί με συντριπτικό ποσοστό που κυμαίνεται από 92-95%. Το υπολοιπόμενο αυτό ποσοστό της τάξης 5-8% που εισάγεται, εισάγεται κυρίως από χώρες της ΕΕ, σε ένα ποσοστό της τάξης του 95-99%. Το υπόλοιπο ποσοστό προέρχεται από Τρίτες Χώρες.

Ο μεγαλύτερος προμηθευτής κρασιού στην Ελλάδα είναι η Ιταλία (ICAP, 2010). Το 2009 η χώρα αυτή κάλυψε το 70% των εισαγόμενων κρασιών. Αυτό το ποσοστό παραμένει σταθερό μέχρι και προσφάτως. Η Γαλλία και η Ισπανία είναι αντίστοιχα η δεύτερη και η Τρίτη χώρα προμηθευτής οίνου προς την Ελλάδα, με ποσοστά γύρω στο 8-9%.

Το υπόλοιπο ποσοστό εισαγωγών καλύπτεται από Τρίτες Χώρες με κυρίαρχο να είναι οι ΗΠΑ με ένα ποσοστό της τάξης του 30% των εισαγωγών από Τρίτες Χώρες και 2% επί του συνόλου των εισαγωγών. Το υπόλοιπο ποσοστό του εισαγόμενου κρασιού προήλθε από χώρες όπως η Αργεντινή, η Χιλή, η Αυστραλία, ωστόσο τα μεγέθη αυτά είναι πολύ μικρά.

Όσον αφορά τις εξαγωγές οίνου της Ελλάδας, ο κυριότερος προορισμός εξαγωγών είναι Γερμανία με ένα ποσοστό της τάξης του 49%. Ο δεύτερος και τρίτος συμφέρων προορισμός ελληνικού κρασιού είναι η Γαλλία με ποσοστό γύρω στο 13% και οι ΗΠΑ με ποσοστό 7%. Τα ποσοστά αυτά συνήθως απορροφώνται από το μεγάλο πληθυσμό ομογενών που βρίσκονται σε χώρες όπως η Γερμανία, οι ΗΠΑ και ο Καναδάς. Αυτό σημαίνει ότι υπάρχει ζήτηση για το ελληνικό κρασί σε αυτές τις χώρες, όμως καθηλώνεται σε ένα μικρό μέρος της αγοράς που είναι ομογενείς, μην αφήνοντας περιθώρια διάδοσης τους στην ευρύτερη αγορά.

Δυστυχώς το ελληνικό κρασί στο εξωτερικό έχει ένα αρνητικό στερεότυπο, κάτι που ευτυχώς αρχίζει να μειώνεται με το πέρασμα των χρόνων, ότι το ελληνικό κρασί είναι η ρετσίνα. Αυτό το στερεότυπο επηρεάζει την αγορά των ελληνικών κρασιών στο εξωτερικό, ασχέτως των διακρίσεων που έχουν αποσπάσει ελληνικά κρασιά σε διεθνείς διαγωνισμούς. Το κυριότερο brand name ελληνικών οίνων στο εξωτερικό είναι η Σαντορίνη και συγκεκριμένα οι ποικιλίες Ασύρτικο και Vinsanto. Ένα μεγάλο πρόβλημα των εξαγωγών ελληνικού οίνου είναι τα κόστη παραγωγής και η διάθεση των οίνων σε ανταγωνιστικές τιμές. Η Ελλάδα έχει πολύ μικρότερη παραγωγική ικανότητα και αντίστοιχα κόστη παραγωγής σε σχέση με οινοποιεία του εξωτερικού που μπορούν και αξιοποιούν οικονομίες κλίμακας, δημιουργώντας πολύ στενά περιθώρια κέρδους για τους Έλληνες παραγωγούς.

3.4.2 Παγκόσμιο εμπόριο οίνου

Το 2017 η παγκόσμια αγορά οίνου εκτιμήθηκε στα 107,9 εκατομμύρια hl όσον αφορά των όγκο των πωλήσεων (μία αύξηση της τάξης του 3,4% σε σχέση με το 2016) και 30,4 δισεκατομμύρια ευρώ όσον αφορά την αξία (μία αύξηση της τάξης του 4,8% σε σχέση με το 2016).

Εξαγωγές με βάση τον όγκο:

- Η Ισπανία παρέμεινε ως ο μεγαλύτερος εξαγωγέας με 22,1 εκατομμύρια hl και με ένα παγκόσμιο μερίδιο αγοράς 20,5%
- Οι εξαγωγές από τη Νέα Ζηλανδία, Χιλή, Πορτογαλία, Γαλλία, Ιταλία και Νότια Αφρική αυξήθηκαν πάνω από 3% σε σχέση με το 2016.
- Υπήρχε μία μείωση των εξαγωγών από την Αργεντινή, Ισπανία και τις ΗΠΑ.

Εξαγωγές με βάση την αξία:

- Παγκόσμιο σύνολο: 30,4 δισεκατομμύρια ευρώ
- Αύξηση 4,8% από το σύνολο των 29 δισεκατομμυρίων το 2016, με σημαντικές αυξήσεις στην Αυστραλία, Γαλλία, Ισπανία, Ιταλία, Πορτογαλία και Νέα Ζηλανδία. Οι πιο σημαντικές μειώσεις ήταν στις ΗΠΑ, Αργεντινή και Νότια Αμερική.
- Από άποψη αξίας, η Γαλλία ήταν ο μεγαλύτερος εξαγωγέας, με εξαγωγές 9 δισεκατομμυρίων ευρώ το 2017.

Όσον αφορά τον τύπο του προϊόντος, οι τάσεις στην παγκόσμια αγορά είναι οι εξής:

- Στο διεθνές εμπόριο οίνου όσον αφορά τον όγκο, το μερίδιο των πωλήσεων εμφιαλωμένου κρασιού εκτιμάται ότι αυξήθηκε από 54 σε 57% από το 2016 στο 2017. Η εξέλιξη αυτή αποκλίνει από την τάση που παρατηρείται εδώ και αρκετά χρόνια, μεταξύ του 2000 και 2016, το μερίδιο των εξαγωγών εμφιαλωμένου κρασιού μειώθηκε από 65% σε 54%. Το 2017, το μερίδιο εξαγωγών εμφιαλωμένων κρασιών (<2 L) ήταν πολύ υψηλό στη Γερμανία, Πορτογαλία, Αργεντινή και Γαλλία. Όσον αφορά τις εξαγωγές από άποψη αξίας, το εμφιαλωμένο κρασί αντιπροσωπεύει το 72% της συνολικής αξίας κρασιού που εξάγεται το 2017.

- Τα αφρώδη κρασιά (8,6 εκατομμύρια hl εξαγωγών το 2017) είδαν για άλλη μία φορά τη μεγαλύτερη αύξηση, και από άποψη όγκου αλλά και αξίας (11,2% και 8,9% αντίστοιχα σε σχέση με το 2016). Όσον αφορά τον όγκο, ένα μεγάλο μερίδιο των εξαγωγών της Ιταλίας και της Γαλλίας συσχετίστηκαν με το αφρώδες κρασί (18% και 13% αντίστοιχα). Τα αφρώδη κρασιά έχουν μία αυξητική τάση στην Ισπανία και τη Νότια Αφρική. Από θέμα

αξίας, τα αφρώδη κρασιά αντιπροσωπεύουν το 19% της παγκόσμιας αγοράς, αντιστοιχώντας μόνο στο 8% από άποψη όγκου εξαγωγών.

- Ο όγκος του χύμα κρασιού είχε μία απότομη πτώση το 2017 σε σχέση με το 2016. Το μερίδιο από πλευράς όγκου εξακολουθεί να είναι σημαντικό στην Ισπανία, τη Νότια Αφρική, τη Χιλή, την Αυστραλία και τις ΗΠΑ. Αντίστοιχα οι εξαγωγές χύμα κρασιού μειώθηκαν στη Γερμανία, την Αργεντινή και την Πορτογαλία, ενώ αυξήθηκαν στη Νέα Ζηλανδία. Το 2017, το χύμα κρασί (ή οι οίνου σε δοχεία των 2 λίτρων ή περισσότερο) αντιπροσώπευαν το 8% της συνολικής αξίας εξαγωγών οίνου, ενώ αντιπροσώπευαν το 35% της παγκόσμιας αγοράς σε όγκο.

Πίνακας 3-10 Παγκόσμιο εμπόριο οίνου

World wine market (excluding musts)

Volume (mhl)		Value (bn EUR)		Type	2017 Vertical structure	
2016	2017	2016	2017		volume	value
104.4	107.9	29.0	30.4	bottled	57%	72%
				sparkling	8%	19%
3.4% variation		4.8% variation		bulk and >2L	35%	8%

Sources: OIV, GTA

3.4.2.1 Βασικοί εξαγωγείς

Μία ανάλυση ανά χώρα δείχνει ότι η παγκόσμια αγορά οίνου κυριαρχείται σε μεγάλο βαθμό από την Ισπανία, την Ιταλία και τη Γαλλία, που μαζί αντιπροσωπεύουν το 54,6% (58,9 εκατομμύρια hl) του συνολικού όγκου της αγοράς και το 58,2% (17,7 δισεκατομμύρια ευρώ) των εξαγωγών από άποψη αξίας.

Όσον αφορά τον όγκο, σημειώθηκε αύξηση των εξαγωγών από την Ιταλία και τη Γαλλία, σε μεγάλο βαθμό εις βάρος της Ισπανίας. Όπως και πέρυσι, η Χιλή και η Νέα Ζηλανδία σημείωσαν σχετικά σημαντικές αυξήσεις, όπως και η Αυστραλία μεταξύ του 2016 και 2017. Το 2017, τα αντίστοιχα μερίδια αγοράς ανήλθαν σε 9%, 2% και 7% αντίστοιχα. Η Αργεντινή και οι ΗΠΑ κατέγραψαν τις σημαντικότερες μειώσεις σε σχετικούς όρους, -14% και 13,5% αντίστοιχα σε σχέση με το 2016, ακολουθούμενες από την Ισπανία με -9,7%.

Όσον αφορά την αξία, η Ιταλία και η Γαλλία συνέχισαν να κυριαρχούν στην αγορά με μερίδια της τάξης του 29,6% και 19,3% αντίστοιχα.

Ασχέτως του μεγάλου όγκου των εξαγωγών της Ισπανίας, ένα μεγάλο μερίδιο σε χύμα κρασί (55% σε όγκο το 2017 αλλά μόλις 20% σε συνολική αξία) είχε ως αποτέλεσμα χαμηλότερη συνολική σταθμισμένη μέση τιμή για τις συνολικές εξαγωγές από εκείνες που παρατηρήθηκαν στην Ιταλία και τη Γαλλία, στις οποίες το χύμα κρασί αντιστοιχεί στο 26% και 12% αντίστοιχα από άποψη όγκου και 6% και 2% αντίστοιχα από θέμα αξίας. Σαν αποτέλεσμα, η Ισπανία αντιστοιχεί στο 9,3% του παγκόσμιου εμπορίου σε αξία, αλλά στο 20,5% από άποψη όγκου.

Πίνακας 3-11 Βασικοί εξαγωγείς οίνου

Main wine exporters (excluding juice and musts)

	Volume (mhl)		Value (m EUR)	
	2016	2017	2016	2017
Spain	24.4	22.1	2,649	2,814
Italy	20.6	21.4	5,582	5,873
France	14.4	15.4	8,263	8,989
Chile	9.1	9.8	1,668	1,741
Australia	7.5	8.0	1,543	1,727
South Africa	4.3	4.5	602	583
Germany	3.8	3.8	936	926
United States	3.8	3.3	1,415	1,280
Portugal	2.8	3.0	723	752
New Zealand	2.1	2.5	1,017	1,054
Argentina	2.6	2.2	739	713

Sources: OIV, GTA

3.4.2.2 Βασικοί εισαγωγείς

Οι 5 κύριες χώρες εισαγωγείς – η Γερμανία, το Ηνωμένο Βασίλειο, οι ΗΠΑ, η Γαλλία και η Κίνα- που τυπικά αντιπροσωπεύουν περισσότερο από το ήμισυ όλων των εισαγωγών εισήγαγαν ένα σύνολο των 55,3 εκατομμυρίων hl με μία αξίας ύψους 14,4 δισεκατομμύρια ευρώ το 2017.

Πίνακας 3-12 Βασικοί εισαγωγής οίνου

Main wine importers (excluding musts)

	Volume (mhl)		Value (m EUR)	
	2016	2017	2016	2017
Germany	15.2	15.2	2,510	2,469
United Kingdom	13.5	13.2	3,499	3,453
United States	11.1	11.8	5,009	5,190
France	7.6	7.6	741	812
China	6.4	7.5	2,143	2,458
Russia	4.0	4.5	662	878
Netherlands	4.0	4.4	980	1,139
Canada	4.2	4.1	1,604	1,653
Belgium	3.1	3.1	902	897
Japan	2.7	2.6	1,343	1,388

Sources: OIV, GTA

- Ο μεγαλύτερος εισαγωγές σε όγκο το 2017 ήταν ακόμα η Γερμανία, η οποία παρουσίασε ελαφριά μείωση εισαγωγών (-0,1% σε σχέση με το 2016). Η τάση στις εισαγωγές των entry-level κρασιών ξαναξεκίνησε, με μείωση στην αξία των εισαγωγών (-1,6% σε σχέση με το 2016).

- Το Ηνωμένο Βασίλειο παραμένει ο δεύτερος μεγαλύτερος εισαγωγέας σε όγκο (13,2 εκατομμύρια hl) και σε αξία (3,5 δισεκατομμύρια ευρώ με μία μείωση -1,3% σε σχέση με το 2016). Ταυτόχρονα είναι δύσκολο να γίνουν εκτιμήσεις στις μακροπρόθεσμες επιπτώσεις του Brexit στον κλάδο του οίνου.

- Μετά από μία σημαντική αύξηση στην αξία των εισαγωγών το 2015, ακολουθούμενη από μία παύση το 2016, οι ΗΠΑ είδαν τις εισαγωγές να αυξάνονται το 2017, από άποψη όγκου, +5,7% σε σχέση με το 2016, και αξίας, +3,6% σε σχέση με το 2016. Ως εκ τούτου, συγκρατεί την θέση του κορυφαίου εισαγωγέα σε αξία (5,2 δισεκατομμύρια ευρώ το 2017) , ενώ κατά όγκο κατέχει την τρίτη θέση μετά τη Γερμανία και το Ηνωμένο Βασίλειο, με 11,8 εκατομμύρια hl εισαγωγών.

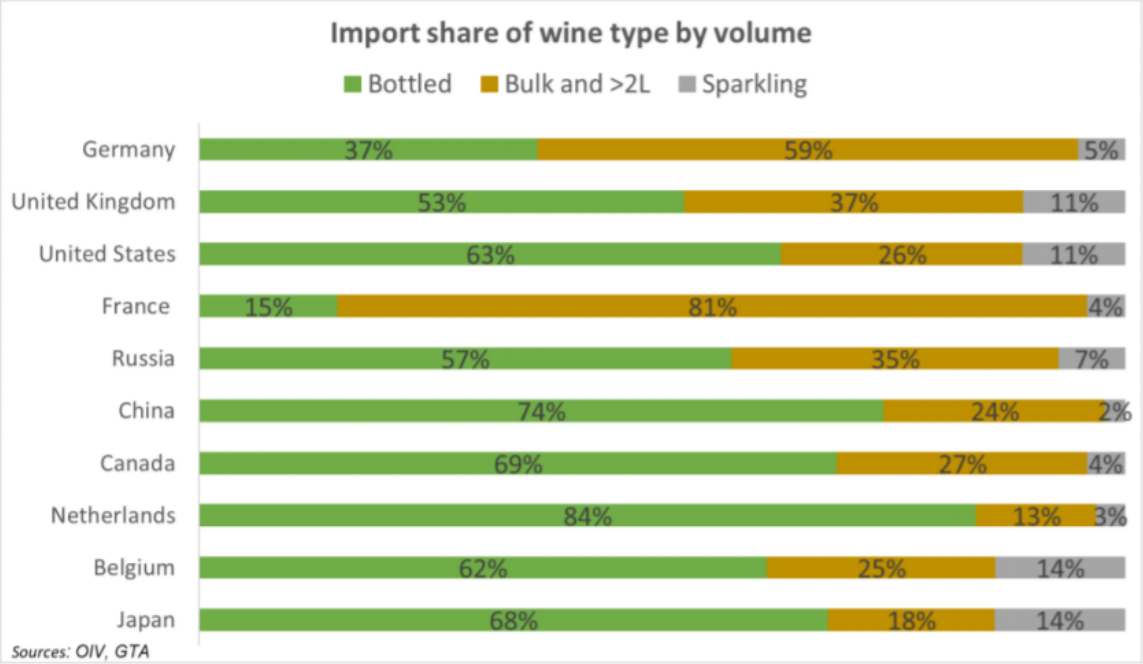
- Το 2017, η Γαλλία σημείωσε για μία ακόμη φορά υψηλό όγκο εισαγωγών με 7,6 εκατομμύρια hl, +0,4% σε σχέση με το 2016. Αυτό είναι ένα σημάδι του διαρθρωτικού της ελλείμματος σε σχέση με τους entry-level οίνους και η κατάσταση επιδεινώθηκε στο τέλος του έτους όπου οι δείκτες υπέδειξαν εξαιρετικά χαμηλή παραγωγή. Σε αυτό το πλαίσιο της χαμηλής προσφοράς μαζί με τις αυξημένες αρχικές τιμές αύξησαν τη συνολική αξία των γαλλικών εισαγωγών, +9,6% σε σχέση με το 2016.

- Η Κίνα είδε ακόμη μία μεγάλη αύξηση στις εισαγωγές όσον αφορά τον όγκο, +17% (7,5 εκατομμύρια hl) σε σχέση με το 2016. Το μερίδιο των εισαγωγών εμφιαλωμένων κρασιών , +15% σε σχέση με το 2016, βοήθησε την Κίνα να παραμείνει στην τέταρτη θέση σε αξία, 2,46 δισεκατομμύρια ευρω το 2017 (+14,7% σε σχέση με το 2016) και να φτάσει πολύ κοντά στην Γερμανία (2,47 δισεκατομμύρια ευρώ).

- Στη Ρωσία, μετά το εμπάργκο και τις οικονομικές δυσκολίες που προκάλεσε, η απότομη μείωση σε όγκο και αξία των εισαγωγών που παρατηρήθηκε κατά τα δύο προηγούμενα χρόνια φαίνεται πως ήρθαν σε ένα σταματημό και υπήρξε μία αύξηση σε όγκο, +10,4% σε σχέση με το 2016, και μία πολύ σημαντική αύξηση στην αξία της τάξης του 32,6% (878 εκατομμύρια ευρώ) το 2017.

- Αξίζει να σημειωθεί η σημαντική αύξηση των εισαγωγών στη Δανία με μία αύξηση του 10,9% σε όγκο και 16,2% σε αξία.

Πίνακας 3-13 Εισαγωγή οίνου ανα κατηγορία



3.5 Το οινοποιείο Κώστα Λαζαρίδη

3.5.1 Ιστορική αναδρομή

Το 1986 ο Κώστας Λαζαρίδης κατασκευάζει το μοναδικό, για εκείνη την εποχή, σύγχρονο οινοποιείο στην ευρύτερη περιοχή της Δράμας, όπου οινοποιούνται τα σταφύλια των ιδιόκτητων αμπελώνων του και ανήκει στην προσωπική του εταιρεία «Κωνσταντίνος Λαζαρίδης, Οινοποείο-Εμφιαλωτήριο». Το 1987 ιδρύεται η εταιρεία «Λαζαρίδης ΟΒΓΕ Α.Ε.» μαζί με τον αδελφό του Νίκο Λαζαρίδη, στην οποία παρέμεινε Πρόεδρος και Διευθύνων Σύμβουλος μέχρι και το 1991, όπου τα 2 αδέρφια χωρίζουν τους δρόμους τους.

Το 1992 κατασκευάζεται το οινοποιείο στην Αδριανή Δράμας και κυκλοφορούν οι πρώτες φιάλες της σειράς Αμέθυστος, που γίνονται άμεσα δεκτές από την αγορά. Ταυτόχρονα παρουσιάζεται και τσίπουρο Ηδωνικό, το πρώτο προϊόν της κατηγορίας αυτής στην ευρύτερη περιοχή. Το 1996 δημιουργείται η γνωστή πλέον σε όλους σειρά κρασιών Château Julia. Το 2000 φυτεύεται ο αμπελώνας στο Καπανδρίτι Αττικής, έκτασης 200 στρεμμάτων και η εταιρεία Κτήμα Κώστα Λαζαρίδη Α.Ε εισάγεται στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Το 2003 αρχίζει η κατασκευή των εγκαταστάσεων του Κτήματος Οινότρια Γη, στο Καπανδρίτι Αττικής. Το 2011 εγκαινιάζεται το Μουσείο Οίνου Κώστα Λαζαρίδη στο Κτήμα Οινότρια Γη, αποτελώντας την πιο ολοκληρωμένη μέχρι στιγμής προσπάθεια παρουσίας της διαχρονικής πορείας του κρασιού. Το 2014 ολοκληρώνεται η οικογένεια Ηδωνικό με την παρουσίαση του Ούζο Ηδωνικο και το 2015 δημιουργείται η νέα σειρά κρασιών Domaine Costa Lazaridi.

3.5.2 Τα κτήματα

3.5.2.1 Κτήμα Κώστα Λαζαρίδη

Οι πρώτες φυτεύσεις το 1979, εκτείνονταν σε μόλις 85 στρέμματα, όμως οι ποικιλίες σταφυλιού που επιλέγονται , η ερυθρή Cabernet Sauvignon, η λευκή Sauvignon Blanc αλλά και το σαντορινιό Ασύρτικο, δοκιμάζονται για πρώτη φορά στα εδάφη και το κλίμα της περιοχής. Μάλιστα τα πηγαίνουν τόσο καλά, που θα αποτελέσουν τον κορμό ολόκληρης της οινοπαραγωγής του νομού στα επόμενα χρόνια.

Πλέον οι αμπελώνες του κτήματος στο νομό Δράμας είναι μοιρασμένοι σε τέσσερις ενότητες:

1. **Αδριανή:** Περίπου 700 στρέμματα, σε πλαγιά με βορεινή έκθεση, με υψόμετρο 200 μέτρα και σε αμμοαργιλώδη ή αργιλώδη κυρίως εδάφη.
2. **Καλή Βρύση:** 1400 στρέμματα στην Καλή Βρύση σε υψόμετρο 400 μέτρων και με εδάφη ως επί το πλείστον πετρώδη. Άλλα 50 στρέμματα απλώνονται σε διάφορες περιοχές του νομού.

3. **Κατάφυτο:** Το πιο πρόσφατο τμήμα του αμπελώνα, 350 στρέμματα, φυτεμένο με ποικιλίες που αγαπούν τη δροσιά, βρίσκεται στο δήμο Νευροκοπίου, στις πλαγιές του Ορβήλου όρους και σε υψόμετρο που πλησιάζει τα 900 μέτρα.
4. **Πλατανιά:** Ο αέρας που πνέει από την κοιλάδα του Νέστου επηρεάζει θετικά το μικροκλίμα της Πλατανιάς, έτσι ώστε ο αμπελώνας των 350 στρεμμάτων, που απλώνεται σε πετρώδη εδάφη και σε υψόμετρο περίπου 400 μέτρων, να δίνει ένα ιδιαίτερο χαρακτήρα στον καρπό του.

Το σύνολο των αναγκών του κτήματος, καλύπτεται από τους ιδιόκτητους αμπελώνες του, γεγονός που επιτρέπει τον πλήρη έλεγχο στην ποιότητα της πρώτης ύλης του. Ποιότητα που υποστηρίζεται και από την απόφαση για χαμηλές στρεμματικές αποδόσεις, έως 800 κιλά σταφύλια ανά στρέμμα.

Οι λευκές ποικιλίες που καλλιεργούνται:

- Sauvignon Blanc
- Ασύρτικο
- Chardonnay
- Sémillon
- Μαλαγουζιά

Οι ερυθρές ποικιλίες που καλλιεργούνται:

- Cabernet Sauvignon
- Merlot
- Syrah
- Cabernet Franc
- Refosco
- Αγιωργίτικο

3.5.2.2 Κτήμα Οινότρια Γη

Το 2000 γίνονται οι πρώτες φυτεύσεις και η πρώτη εμφιάλωση του κτήματος γίνεται από τον τρύγο του 2005. Ο αμπελώνας Οινότριας Γης, έκτασης περίπου 200 στρεμμάτων, αναπτύσσεται σε πλαγιές που αντικρίζουν τη λίμνη του Μαραθώνα. Έχει, στο μεγαλύτερο μέρος, βόρειο προσανατολισμό, έδαφος κυρίως αργιλώδες, με υψηλή αναλογία ασβεστίου και υψόμετρο μεταξύ 200 και 300 μέτρων. Η λίμνη λειτουργεί ως θερμορυθμιστικός μηχανισμός και εξασφαλίζει ισορροπημένες κλιματολογικές συνθήκες σχεδόν σε ολόκληρη τη διάρκεια του χρόνου.

Το κλίμα και κυρίως το έδαφος της περιοχής ευνοούν περισσότερο τις ερυθρές ποικιλίες σταφυλιού. Έτσι οι ποικιλίες που φυτεύονται είναι το Αγιωργίτικο, σε μία από τις πρώτες φυτεύσεις στην Αττική, και στις ποικιλίες που φυτεύονται και στη Δραμα, Cabernet Sauvignon και Syrah, που αποκαλύπτουν έναν διαφορετικό, πιο θερμό χαρακτήρα, καθώς καλλιεργούνται 600 χιλιόμετρα νοτιότερα. Οι στρεμματικές αποδόσεις διατηρούνται σε πολύ χαμηλά επίπεδα, συνήθως κάτω από 300 κιλά ανά στρέμμα, με αποτέλεσμα την εξαιρετική συμπύκνωση της πρώτης ύλης.

Οι αμπελώνες καλλιεργούνται σύμφωνα με τις αρχές της βιολογικής γεωργίας και πιστοποιούνται από την ΔΗΩ. Το πότισμα απαγορεύεται αυστηρά, καθώς βρίσκεται στη λεκάνη απορροής της λίμνης, οπότε τα αμπέλια δροσίζονται σε όσο νερό ή υγρασία δίνει η φύση.

3.5.3 Τα προϊόντα

Τα προϊόντα τα Κτήματος Κώστα Λαζαρίδη είναι εκτός των κρασιών, τα αποστάγματα και το βαλσάμικο ξύδι.

Συγκεκριμένα τα κρασιά χωρίζονται στις εξής κατηγορίες:

- **Αμέθυστος:** Το όνομα της δημοφιλέστερης σειράς του Κτήματος, που δημιουργήθηκε για πρώτη φορά το 1992.
- **Chateau Julia:** Αφιερωμένη στην κυρία του κτήματος, τη σύζυγο του Κώστα Λαζαρίδη,Ιουλία.
- **Domaine Costa Lazaridi:** Από τρία, μικρά, ξεχωριστά αμπελοτόπια του Κτήματος στην Αδριανή, με κλήματα ηλικίας άνω των 25 ετών και επιλεγμένα μονοποικιλιακά σταφύλια για την παραγωγή περιορισμένου αριθμού φιαλών.
- **Οινότρια Γη:** Κόκκινα κρασιά από τον Αττικό Αμπελώνα της Οινότριας Γης.
- **Oenodea:** Ένα ζευγάρι κρασιών που προορίζεται αποκλειστικά για τις αγορές του εξωτερικού.

Τα αποστάγματα:

- **Οικογένεια Ηδωνικό**
- **Οικογένεια Methexis**

4 Αποτίμηση Κώστα Λαζαρίδη

Για την αποτίμηση της εταιρείας θα χρησιμοποιήσουμε, όπως αναφέρθηκε και στο δεύτερο κεφάλαιο, το υπόδειγμα της αποτίμησης προεξοφλημένων ταμειακών ροών. Όλα τα δεδομένα που θα εισάγουμε στο μοντέλο είναι παρμένα από τις οικονομικές καταστάσεις που έχει αναρτήσει η ίδια η εταιρεία στο site της.

4.1 Κόστος Κεφαλαίου

Η αρχή της μεθόδου που θα χρησιμοποιήσουμε βασίζεται στο Κόστος Κεφαλαίου της εταιρείας με τη χρήση του μοντέλου τιμολόγησης περιουσιακών στοιχείων (CAPM), όπως προαναφέρθηκε στο δεύτερο κεφάλαιο.

Ο τύπος με τον οποίο θα υπολογίσουμε το Κόστος Κεφαλαίου:

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

Όπου

K_e = Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων

r_f = -0,57%

$E(R_m)$ = 9,63%

β = Μέτρο μη διαφοροποιημένου κινδύνου

Για να υπολογίσουμε το β θα χρησιμοποιήσουμε τον απομοχλευμένο συντελεστή β του κλάδου των αλκοολούχων ποτών.

$\beta_{\text{κλάδου}} = 1{,}05$

Ξένα προς Ίδια Κεφάλαια (Κώστα Λαζαρίδη) = 0,4791

Φορολογικός Συντελεστής = 0,29

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

Οπότε με βάση τα παραπάνω δεδομένα: $\beta_{\text{επιχείρησης}} = 1{,}39$

Συνεχίζουμε με βάση τα νέα μας δεδομένα για τον υπολογισμό του Κόστους Ιδίων Κεφαλαίων, το οποίο είναι K_e = 13,60%

4.2 Οικονομικά στοιχεία

Όλα τα οικονομικά στοιχεία των πινάκων που θα ακολουθήσουν είναι σε χιλιάδες ευρώ.

Πίνακας 4-1 Ισολογισμός Εταιρείας

Έτος	2014-12-31	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31
Operating Cash and Market. Sec.	657	606	814	1,202	814
Receivables	2,250	2,940	3,414	2,563	2,818
Inventories	6,419	5,780	5,041	4,496	4,284
Other Current Assets	0	0	0	648	610
Total Current Assets	9,326	9,326	9,269	8,909	8,526
PP&E (Net)	27,234	23,851	23,368	23,769	25,138
Investments	0	2,223	2,178	2,133	2,088
Intangibles	1	1	1	3	2
Other Assets	48	48	42	21	23
Total Assets	36,610	35,450	34,858	34,835	35,777
Current Debt	1,916	1,931	1,193	2,235	700
Accounts Payable	1,249	1,301	1,456	1,716	1,920
Income Taxes Payable	0	1	0	0	0
Other Current Liabilities	0	0	0	0	0
Total Current Liabilities	3,165	3,232	2,648	3,950	2,620
Long-Term Debt	7,160	7,086	7,160	5,728	6,489
Other Liabilities	1,900	1,795	1,711	1,636	1,679
Deferred Taxes	1,031	1,169	1,316	1,220	875
Total Liabilities	13,257	13,283	12,834	12,534	11,664
Minority Interest	0	0	0	0	0
Preferred Stock	0	0	0	0	0
Paid in Common Capital (Net)	9,338	9,338	9,338	10,135	10,135
Retained Earnings	14,015	12,829	12,685	12,166	13,978
Total Common Equity	23,353	22,167	22,023	22,301	24,113
Total Liabilities and Equity	36,610	35,450	34,858	34,835	35,777

Παρατηρούμε από του ισολογισμούς ότι τα Ίδια Κεφάλαια παραμένουν αρκετά σταθερα στις χρονιές από 2015-2017 και αυξάνονται στο έτος 2018. Επίσης τα αποθεματικά της επιχείρησης φαίνονται να είναι αρκετά μεγάλα σε σχέση με το σύνολο του ενεργητικού της, τα οποία αγγίζουν το 20% του σύνολου των πάγιων στοιχείων. Τα στοιχεία του πίνακα ισολογισμών θα σχολιασθούν περαιτέρω παρακάτω.

Πίνακας 4-2 Αποτελέσματα χρήσης

Έτος	**2014-12-31**	**2015-12-31**	**2016-12-31**	**2017-12-31**	**2018-12-31**
Sales (Net)	7,339	8,650	11,225	10,986	12,685
Cost of Goods Sold	(4,687)	(6,592)	(7,235)	(7,391)	(8,107)
Gross Profit	2,652	2,059	3,990	3,596	4,578
R&D Expense	(1,107)	0	0	0	0
SG&A Expense	(1,872)	(2,109)	(2,311)	(2,568)	(2,880)
EBITDA	(327)	(50)	1,678	1,028	1,697
Depreciation & Amortization	0	0	0	0	0
EBIT	(327)	(50)	1,678	1,028	1,697
Net Interest Expense	(850)	(621)	(596)	(493)	(389)
Non-Operating Income (Loss)	0	(739)	0	0	0
EBT	(1,177)	(1,411)	1,082	535	1,308
Income Taxes	(779)	(137)	(145)	(90)	(345)
Other Income (Loss)	235	358	269	(782)	159
Net Income Before Ext. Items	(1,722)	(1,190)	1,206	(336)	1,122
Ext. Items & Disc. Ops.	5	4	4	(15)	0
Minority Interest in Earnings	0	0	0	0	0
Preferred Dividends	0	0	0	0	0
Net Income (available to common)	(1,717)	(1,186)	1,210	(351)	1,122

Παρατηρούμε από τα αποτελέσματα χρήσης της εταιρείας ότι υπάρχει μία αύξηση των πωλήσεων σε κάθε έτος, με εξαίρεση το 2017, όπου υπήρξε μία μικρή πτώση. Δυστυχώς όμως ακόμα και με αύτη την αύξηση των πρώτων ετών το καθαρό αποτέλεσμα τις 2 πρώτες χρονιές είναι αρνητικό και ξαναγίνεται αρνητικό για άλλη μια φορά το 2017. Η επιχείρηση δηλαδή είναι αρνητική μέχρι στιγμής και συγκεκριμένα έχει πολλά ανεξήγητα έξοδα, τα οποία επηρεάζουν τα κέρδη της εταιρείας. Τα έξοδα διαθέσεως και διοικήσεως σε κάθε χρονιά αγγίζουν το 20% των πωλήσεων. Ακόμα και το 2017 η επιχείρηση με πωλήσεις 11 εκατομμύριων, είχε αρνητικά κέρδη.

Πίνακας 4-3 Προβλέψεις Ισολογισμών

Έτος	2019-12-31	2020-12-31	2021-12-31	2022-12-31	2023-12-31	2024-12-31
Operating Cash and Market. Sec.	930	1,053	1,180	1,309	1,437	1,562
Receivables	3,222	3,647	4,086	4,533	4,977	5,408
Inventories	4,898	5,544	6,213	6,892	7,567	8,222
Other Current Assets	698	790	885	982	1,078	1,171
Total Current Assets	9,748	11,034	12,365	13,716	15,060	16,364
PP&E (Net)	28,739	32,531	36,454	40,438	44,399	48,246
Investments	2,387	2,702	3,027	3,358	3,687	4,007
Intangibles	3	3	3	4	4	4
Other Assets	26	30	34	37	41	44
Total Assets	40,902	46,299	51,883	57,553	63,191	68,665
Current Debt	800	906	1,015	1,126	1,236	1,343
Accounts Payable	2,195	2,485	2,785	3,089	3,392	3,685
Income Taxes Payable	0	0	0	0	0	0
Other Current Liabilities	0	0	0	0	0	0
Total Current Liabilities	2,996	3,391	3,800	4,215	4,628	5,029
Long-Term Debt	7,419	8,397	9,410	10,439	11,461	12,454
Other Liabilities	1,920	2,173	2,436	2,702	2,966	3,223
Deferred Taxes	1,001	1,133	1,269	1,408	1,546	1,680
Total Liabilities	13,335	15,094	16,915	18,763	20,601	22,386
Minority Interest	0	0	0	0	0	0
Preferred Stock	0	0	0	0	0	0
Paid in Common Capital (Net)	12,451	14,802	17,126	19,352	21,403	23,194

Retained Earnings	15,116	16,403	17,843	19,438	21,187	23,085
Total Common Equity	27,567	31,205	34,968	38,790	42,590	46,279
Total Liabilities and Equity	40,902	46,299	51,883	57,553	63,191	68,665

Παρατηρούμε ότι στις προβλέψεις των ισολογισμών, η αξία των Ιδίων Κεφαλαίων συνεχώς αυξάνεται με υψηλό ρυθμό, αλλά ταυτόχρονα αυξάνονται σταθερά και οι συνολικές υποχρεώσεις.

Πίνακας 4-4 Προβλέψεις Αποτελεσμάτων Χρήσης

Έτος	**2019-31-12**	**2020-31-12**	**2021-31-12**	**2022-31-12**	**2023-31-12**	**2024-31-12**
Sales (Net)	14,502	16,415	18,395	20,405	22,404	24,345
Cost of Goods Sold	(9,269)	(10,491)	(11,757)	(13,042)	(14,319)	(15,560)
Gross Profit	5,233	5,924	6,638	7,364	8,085	8,786
R&D Expense	0	0	0	0	0	0
SG&A Expense	(3,293)	(3,727)	(4,177)	(4,633)	(5,087)	(5,528)
EBITDA	1,941	2,197	2,462	2,731	2,998	3,258
Depreciation & Amortization	0	0	0	0	0	0
EBIT	1,941	2,197	2,462	2,731	2,998	3,258
Net Interest Expense	(396)	(450)	(507)	(565)	(623)	(680)
Non-Operating Income (Loss)	0	0	0	0	0	0
EBT	1,545	1,747	1,955	2,166	2,375	2,577
Income Taxes	(407)	(460)	(515)	(571)	(626)	(679)
Other Income (Loss)	0	0	0	0	0	0
Net Income Before Ext. Items	1,138	1,286	1,440	1,595	1,749	1,898
Ext. Items & Disc. Ops.	0	0	0	0	0	0
Minority Interest in Earnings	0	0	0	0	0	0
Preferred Dividends	0	0	0	0	0	0
Net Income (available to common)	1,138	1,286	1,440	1,595	1,749	1,898

Στις προβλέψεις των αποτελεσμάτων χρήσης παρατηρούμε ότι η επιχείρηση έχει μία αύξηση πωλήσεων περίπου 10% ανά χρόνο και παρουσιάζει αντίστοιχα καθαρά κέρδη, χωρίς να βγαίνει αρνητική σε κάποιο χρόνο. Ταυτόχρονα όμως, τα κόστη πωλήσεων παραμένουν σε πολύ υψηλά επίπεδα αγγίζοντας το 60-70% των πωλήσεων, σε συνδυασμό με τα πολύ υψηλά κόστης διοικήσης και διαθέσεως. Συγκεκριμένα τα έξοδα διαθέσεως και διοικήσεως αγγίζουν το 20% των πωλήσεων.

Πίνακας 4-5 Κατάσταση των κερδών εις νέον

Έτος	**2014-12-31**	**2015-12-31**	**2016-12-31**	**2017-12-31**	**2018-12-31**
Beg. Retained Earnings		14,015	12,829	12,685	12,166
+Net Income		(1,186)	1,210	(351)	1,122
-Common Dividends	0	0	0	0	0
+/-Clean Surplus Plug (Ignore)		(0)	(1,354)	(168)	690
=End. Retained Earnings		12,829	12,685	12,166	13,978

Στον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι ενώ το 2015 και 2017 η επιχείρηση παρουσιάζει ζημιές, τα παρακρατηθέντα κέρδη παραμένουν πολύ θετικά.

Πίνακας 4-6 Προβλέψεις της Κατάστασης των κερδών εις νέον

Έτος	**2019-12-31**	**2020-12-31**	**2021-12-31**	**2022-12-31**	**2023-12-31**	**2024-12-31**
Beg. Retained Earnings	13,978	15,116	16,403	17,843	19,438	21,187
+Net Income	1,138	1,286	1,440	1,595	1,749	1,898
-Common Dividends	0	0	0	0	0	0
+/-Clean Surplus Plug (Ignore)	0	0	0	0	0	0
=End. Retained Earnings	15,116	16,403	17,843	19,438	21,187	23,085

Όπως αναμένεται από τον προήγουμενο πίνακα, τα αποτελέσματα είναι θετικά και συνεχίζει η αύξηση των παρακρατηθέντων κερδών με σταθερό ρυθμό. Η επιχείρηση δεν δίνει μερίσματα στους μετόχους της, γι' αυτό το λόγο κιόλας παρατηρούνται πολύ μεγάλα παρακρατηθέντα κέρδη, λογικά με στόχο την επανεπένδυση αυτών σε νέα προϊόντα,απαραίτητα μηχανήματα ή για εξόφληση των μακροπρόθεσμων δανείων.

Πίνακας 4-7 Ετήσιοι ρυθμοί ανάπτυξης

Έτος	**2014-12-31**	**2015-12-31**	**2016-12-31**	**2017-12-31**	**2018-12-31**
Annual Growth Rates					
Sales		17.9%	29.8%	-2.1%	15.5%
Assets		-3.2%	-1.7%	-0.1%	2.7%
Common Equity		-5.1%	-0.6%	1.3%	8.1%
Earnings		N/A	N/A	-129.0%	N/A
Sustainable Growth Rate			5.5%	-1.6%	4.8%

Πίνακας 4-8 Μελλοντικοί ετήσιοι ρυθμοί ανάπτυξης

Έτος	**2019-12-31**	**2020-12-31**	**2021-12-31**	**2022-12-31**	**2023-12-31**	**2024-12-31**
Annual Growth Rates						
Sales	14.3%	13.2%	12.1%	10.9%	9.8%	8.7%
Assets	14.3%	13.2%	12.1%	10.9%	9.8%	8.7%
Common Equity	14.3%	13.2%	12.1%	10.9%	9.8%	8.7%
Earnings	1.4%	13.1%	11.9%	10.8%	9.7%	8.5%
Sustainable Growth Rate	4.4%	4.4%	4.4%	4.3%	4.3%	4.3%

Οι πωλήσεις της επιχείρησης παρατηρούν αυξομειώσεις τις πρώτες 5 χρονιές και ακολουθεί σταθεροποίηση αυτών το 2019 και έπειτα, όπου παρατηρείται μία αρνητική τάση. Ποσοστιαία δεν μπορούμε να αναφερθούμε στα κέρδη της εταιρείας, καθώς για τις χρονιές 2014,2015 και 2017 είναι αρνητική, αλλα σταθεροποιείται από το 2019 και έπειτα, αντίστοιχα με έναν αρνητικό ρυθμό ανά χρονιά.

Πίνακας 4-9 Επιστροφή στα Ίδια Κεφάλαια

Έτος	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**
Profitability											
Return on Equity		(0.052)	0.055	(0.016)	0.048	0.044	0.044	0.044	0.043	0.043	0.043
Return on Net Operating Assets		(0.016)	0.056	0.002	0.046	0.043	0.042	0.042	0.042	0.042	0.042

Παρατηρούμε ότι για τις χρονιές 2015 και 2017, όπου η επιχείρηση είχε ζημίες, η επιστροφή στα Ίδια Κεφάλαια είναι αρνητική, όπως και ήταν αναμενόμενο. Ταυτόχρονα παραμένει στα ίδια επίπεδα για τις επόμενες χρονιές κρατώντας έναν σταθερό αρνητικό ρυθμό.

Η απόδοση των καθαρών λειτουργικών στοιχείων (Return on Net Operating Assets) ακολουθεί το ίδιο μοτίβο με αυτό των Ιδίων Κεφαλαίων.

Εδώ θα καταλήξουμε στο πρώτο πολύ σημαντικό συμπέρασμα. Ακόμα και όταν η Επιστροφή στα Ίδια Κεφάλαια γίνεται θετική παραμένει σε πάρα πολύ χαμηλά επίπεδα για να θεωρηθεί αξιόλογη προς επένδυση η επιχείρηση. Παραμένει σε επίπεδα κάτω του 5% σταθερά χωρίς σημάδια για βελτίωση στις προβλέψεις.

Πίνακας 4-10 Περιθώρια Κέρδους

Έτος	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Margin Analysis											
Gross Margin	0.361	0.238	0.355	0.327	0.361	0.361	0.361	0.361	0.361	0.361	0.361
EBITDA Margin	(0.045)	(0.006)	0.150	0.094	0.134	0.134	0.134	0.134	0.134	0.134	0.134
EBIT Margin	(0.045)	(0.006)	0.150	0.094	0.134	0.134	0.134	0.134	0.134	0.134	0.134
Net Operating Margin	(0.041)	(0.058)	0.154	0.005	0.111	0.099	0.099	0.099	0.099	0.099	0.099

Με εξαίρεση τις χρονιές 2014 και 2015, όπου λόγω αρνητικών κερδών τα περιθώρια κέρδους είναι αρνητικά, και το 2017, όπου έχουμε πολύ χαμηλά καθαρά κέρδη, τα περιθώρια κέρδους διαμορφώνονται και παραμένουν σταθερά από το 2018 και έπειτα με καθαρό περιθώριο κέρδους 9.99%.

Πίνακας 4-11 Αποδοτικότητα Επιχείρησης

Έτος	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**
Turnover Analysis										
Net Operating Asset Turnover	0.272	0.365	0.362	0.412	0.432	0.430	0.428	0.426	0.424	0.422
Net Working Capital Turnover	1.074	1.417	1.464	1.838	2.049	2.039	2.029	2.020	2.010	2.000
Avge Days to Collect Receivables	109.494	103.309	99.296	77.420	76.004	76.359	76.721	77.090	77.467	77.852
Avge Inventory Holding Period	337.760	272.946	235.497	197.655	180.799	181.643	182.504	183.383	184.280	185.195
Avge Days to Pay Payables	78.191	77.456	84.546	84.047	76.001	76.689	77.396	78.125	78.875	79.649
PP&E Turnover	0.339	0.475	0.466	0.519	0.538	0.536	0.533	0.531	0.528	0.526

Από την πρώτη στήλη βλέπουμε την επιστροφή στα λειτουργικά πάγια στοιχεία, δηλαδή τα καθαρά κέρδη προς τα λειτουργικά στοιχεία της επιχείρησης. Αυτό αντικατοπτρίζει με λίγα λόγια το εξής: Για κάθε 1 ευρώ σε λειτουργικά πάγια στοιχεία η επιχείρηση εισπράτει 27,2 λεπτά το 2014. Ακόμα και αν παρατηρήσουμε την αυξητική τάση των επόμενων χρόνων, παραμένει κάτω της μονάδας που θα θελάμε και συγκεκριμένα κάτω από 0,50 λεπτά.

Συνεχίζουμε με την Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Κεφαλαίου Κίνησης (Net Working Capital Turnover), ουσιαστικά την ικανότητα του Κεφαλαίου Κίνησης για δημιουργία εσόδων από πωλήσεις. Πάλι τα νούμερα για την εταιρεία παραμένουν σε χαμηλά επίπεδα και ας είναι θετικά.

Οι Μέρες Είσπραξης δείχνουν το διάστημα που χρειάζεται για την έισπραξη τους και με εξαίρεση τις χρονιες μέχρι το 2017 παραμένουν σε ικανοποιητικά επίπεδα για την επιχείρηση.

Η μέση διάρκεια αποθεμάτων της επιχείρησης είναι πάρα πολύ μεγάλη, άρα η επιχείρηση έχει μικρή ικανότητα ρευστοποίησης των αποθεμάτων της. Η μέση διάρκεια αποθεμάτων το 2015 είναι

σχεδόν ένας χρόνος!! Παρατηρούμε μείωση των μερών αποθεμάτων, αλλά και πάλι παραμένει στα επίπεδα των 6 μηνών.

Οι μέρες πληρωμών βρίσκονται σε λογικά πλαίσια αντίστοιχα.

Τέλος η Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Πάγιου Ενεργητικού είναι, όπως αναμέναμε, κάτω της μονάδας.

Συμπερασματικά, οι δείκτες αποδοτικότητας της επιχείρησης φαίνονται επί το πλείστον αρνητικοί.

Πίνακας 4-12 Ταμειακές Ροές

Έτος	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**
Operating:										
Net Income	(1,186)	1,210	(351)	1,122	1,138	1,286	1,440	1,595	1,749	1,898
+Depreciation & Amortization	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+Increase in Deferred Taxes	138	146	(96)	(344)	125	132	137	139	138	134
+Increase in Other Liabilities	(106)	(84)	(75)	43	241	253	262	266	265	257
+Minority Interest in Earnings	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+Preferred Dividends	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
=Funds From Operations	(1,154)	1,273	(522)	821	1,504	1,672	1,839	2,000	2,152	2,289
-Increase in Receivables	(690)	(474)	851	(255)	(404)	(425)	(440)	(447)	(444)	(431)
-Increase in Inventory	639	739	545	212	(614)	(646)	(669)	(679)	(675)	(656)
-Increase in Other Current Assets	0	0	(648)	37	(87)	(92)	(95)	(97)	(96)	(93)

+Increase in Accounts Payable	52	155	260	204	275	290	300	304	303	294
+Increase in Taxes Payable	1	(1)	0	0	0	0	0	0	0	0
+Increase in Other Curr. Liabilities	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
=Cash From Operations	(1,152)	1,692	486	1,020	674	798	935	1,082	1,239	1,403
Investing:										
-Capital Expenditures	3,383	483	(401)	(1,369)	(3,601)	(3,792)	(3,924)	(3,984)	(3,961)	(3,846)
-Increase in Investments	(2,223)	45	45	45	(299)	(315)	(326)	(331)	(329)	(319)
-Purchases of Intangibles	0	0	(2)	1	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
-Increase in Other Assets	(0)	6	22	(2)	(3)	(3)	(4)	(4)	(4)	(4)
=Cash From Investing	1,160	534	(336)	(1,325)	(3,904)	(4,110)	(4,253)	(4,319)	(4,294)	(4,170)
Financing:										
+Increase in Debt	(59)	(665)	(390)	(773)	1,030	1,084	1,122	1,139	1,133	1,100
-Dividends Paid to Minority Interest	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
-Dividends Paid on Preferred	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+Increase in Pref. Stock	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
-Dividends Paid on Common	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+/-Net Issuance of Common Stock	0	0	797	0	2,317	2,351	2,324	2,226	2,051	1,791

+/-Clean Surplus Plug (Ignore)	(0)	(1,354)	(168)	690	0	0	0	0	0	0
=Cash From Financing	(59)	(2,019)	239	(83)	3,347	3,435	3,446	3,366	3,183	2,891
Net Change in Cash	(51)	207	389	(389)	117	123	127	129	128	125
+ Beginning Cash Balance	657	606	814	1,202	814	930	1,053	1,180	1,309	1,437
= Ending Cash Balance	606	814	1,202	814	930	1,053	1,180	1,309	1,437	1,562

Παρατηρούμε συνολικά αφού υπολογίσουμε τις ταμειακές ροές από την λειτουργία (operating), επενδύσεις (investing) και χρηματοδότηση (financing), ότι έχουμε πολύ θετικά αποτελέσματα στις ταμειακές ροές με κάποιες αυξομειώσεις βέβαια τα πρώτα έτη εώς το 2020, όπου από κει και έπειτα παρατηρείται ένας αύξοντας ρυθμός. Σημαντικό να παρατηρήσουμε είναι οι πολύ αρνητικές ταμειακές ροές των επενδύσεων.

Πίνακας 4-13 Ταμειακές Ροές προς Ίδια Κεφάλαια

Έτος	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**
+Cash From Operations	(1,152)	1,692	486	1,020	674	798	935	1,082	1,239	1,403
-Increase in Cash	51	(207)	(389)	389	(117)	(123)	(127)	(129)	(128)	(125)
+Cash From Investing	1,160	534	(336)	(1,325)	(3,904)	(4,110)	(4,253)	(4,319)	(4,294)	(4,170)
+Increase in Debt	(59)	(665)	(390)	(773)	1,030	1,084	1,122	1,139	1,133	1,100
-Dividends Paid to Minority Interest	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
-Dividends Paid on Preferred	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

+Increase in Preferred Stock	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+/-Clean Surplus Plug (Ignore)	(0)	(1,354)	(168)	690	0	0	0	0	0	0
=Free Cash Flow to Common Equity	0	0	(797)	0	(2,317)	(2,351)	(2,324)	(2,226)	(2,051)	(1,791)

Στον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι οι ταμειακές ροές προς Ίδια Κεφάλαια καθόλη τη διάρκεια από το 2015 εώς το 2024 με εξαίρεση τα έτη 2015,2016 και 2018, όπου είναι μηδενικές, είναι σταθερά αρνητικές με με μείωση από το 2019 και μετά αλλά παραμένωντας σε πολύ χαμηλά επίπεδα. Τα αποτελέσματα με βάση το πρόγραμμα που χρησιμοποιήθηκε θα ξαναγίνουν θετικά και θα αρχίσουν να αυξάνονται με σταθερό ρυθμό από το 2028 και έπειτα. Το αποτελέσμα θα σχολιασθεί περαιτέρω στα συμπεράσματα στο Κεφάλαιο 5.

Πίνακας 4-14 Ρευστότητα

Έτος	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**
Current Ratio	2.946	2.885	3.500	2.255	3.254	3.254	3.254	3.254	3.254	3.254	3.254
Quick Ratio	0.918	1.097	1.596	0.953	1.386	1.386	1.386	1.386	1.386	1.386	1.386

Παρατηρούμε ότι και οι δύο δείκτες ρευστότητας είναι θετικοί εξαίρεση το 2014, δηλαδή η επιχείρηση μπορεί με τα παρόντα περιουσιακά στοιχεία να καλύψει τις υποχρεώσεις της.

Πίνακας 4-15 Χρηματοπιστωτικός Κίνδυνος

Έτος	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Analysis of Credit Risk											
Net Income to Total Assets	-0.047	-0.034	0.035	-0.010	0.031	0.028	0.028	0.028	0.028	0.028	0.028
implied default probability	5.5%	5.5%	3.0%	5.5%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Total Liabilities to Total Assets	0.362	0.375	0.368	0.360	0.326	0.326	0.326	0.326	0.326	0.326	0.326
implied default probability	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
Quick Ratio	0.918	1.097	1.596	0.953	1.386	1.386	1.386	1.386	1.386	1.386	1.386
implied default probability	4.2%	4.0%	2.5%	4.2%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
EBIT to Interest Expense	(0.38)	(0.08)	2.81	2.09	4.36	4.90	4.88	4.86	4.84	4.81	4.79
implied default probability	8.5%	7.0%	3.0%	5.0%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
Inventory Holding Period	499.90	320.07	254.30	222.05	192.88	192.88	192.88	192.88	192.88	192.88	192.88
implied default probability	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
Annual Sales Growth	0.0%	17.9%	29.8%	-2.1%	15.5%	14.3%	13.2%	12.1%	10.9%	9.8%	8.7%
implied default probability	4.2%	3.2%	4.2%	4.2%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Average Implied	5.3%	4.9%	3.7%	4.7%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%

Default Probability											

Στον παραπάνω πίνακα εμφανίζονται οι πιθανότητες κινδύνου για την επιχείρηση. Ξεκινώντας με πιθανότητες κινδύνου το 2014 5,3% διαμορφώνεται σιγά σιγά μέχρι το 2018 στο 3,5%, όπου και σταθεροποιείται ο κίνδυνος της επιχείρησης.

5 Συμπεράσματα

5.1 Αποτίμηση προεξοφλημένων ταμειακών ροών

Fiscal Year of Forecast	2019-12-31	2020-12-31	2021-12-31	2022-12-31	2023-12-31	2024-12-31	2025-12-31	2026-12-31	2027-12-31	2028-12-31
Valuation to Common Equity										
Free Cash Flow to Common Equity	(2,317)	(2,351)	(2,324)	(2,226)	(2,051)	(1,791)	(1,446)	(1,018)	(511)	64
Present Value of FCF	(2,039)	(1,822)	(1,585)	(1,337)	(1,084)	(833)	(592)	(367)	(162)	18
Present Value Beyond 10 Years	1,829									
Present Value of First 10 Years	(9,804)									
Forecast Equity Value Before Time Adj.	(7,975)									
Forecasted Value as of Valuation Date	(9,495)									
Less Value of Contingent Equity Claims	0									
Value Attributable to Common Equity	(9,495)									
Common Shares Outstanding at BS Date	18,017									

Με βάση τα αποτελέσματα της μεθόδου, οι ταμειακές ροές προς Ίδια Κεφάλαια, όπως αναφέρθηκε και στο προγόυμενο κεφάλαιο, είναι αρνητικές και θα παραμέινουν αρνητικές έως και το 2028. Αυτό δείχνει ότι η Καθαρή Παρούσα Αξία της επιχείρησης για τα πρώτα 10 χρόνια είναι αρνητική και μάλιστα σε υψηλο βαθμό. Η Καθαρή Παρούσα Αξία θα γίνει θετική ξανά μετά από αυτά τα 10 πρώτα χρόνια, δηλαδή μετά το 2028.

Είναι αδύνατον λοιπόν να γίνει εκτίμηση της αξίας της μετοχής, εφόσον οι ταμειακές ροές προς Ίδια Κεφάλαια είναι αρνητικές.

Σε αυτό το σημείο λοιπόν πρέπει να καταλήξουμε να απαντήσουμε στο ερώτημα «Αξίζει σαν επενδυτής να επενδύσω στην επιχείρηση Κώστας Λαζαρίδης?».

Η επιχείρηση δείχνει να έχει με πρώτη ματιά κέρδη από τους πίνακες των αποτελεσμάτων χρήσεις στα τελευταία δύο οικονομικά έτη (2018 – 2019) , αλλά όπως παρατηρήσαμε και υποδείξαμε παραπάνω, οι δείκτες αποδοτικότητας της επιχείρησης δεν είναι αρκετά υψηλοί, όπως θα περιμέναμε. Επίσης μέσω του μοντέλου, η Καθαρή Παρούσα Αξία της επιχείρησης για την επόμενη δεκαετία είναι αρνητική.

Το πιο σημαντικό κομμάτι όμως αυτής της αποτίμησης είναι οι ταμειακές ροές προς Ίδια Κεφάλαια. Οι αρνητικές ταμειακές ροές αυτές προκύπτουν λόγω της αδυναμίας της επιχείρησης να καλύπτει τις κεφαλαιακές της δαπάνες με τα λειτουργικά κέρδη της επιχείρησης. Αυτό το αποτέλεσμα έχει δύο πλευρές. Η μία είναι ότι εταιρεία επενδύει πολύ έντονα για να προσπαθήσει να αυξήσει το μερίδιο αγοράς της, με στόχο την όλο και μεγαλύτερη ανάπτυξη της, ή παρουσιάζει οικονομικές δυσκολίες. Στη συγκεκριμένη περίπτωση συμβαίνουν και τα δύο. Η επιχείρηση παρουσιάζει οικονομικές δυσκολίες από το 2011 έως και το 2017, αλλά ταυτόχρονα επενδύει πολύ έντονα για μελλοντική ανάπτυξη. Πολλές μεγάλες εταιρείες, όπως η Amazon και άλλες τεχνολογικές εταιρείες, είχαν αρνητικές ταμειακές ροές, λόγω των πολύ έντονων επενδύσεων τους, και στο τέλος λειτούργησε θετικά γι’ αυτούς. Αυτό όμως δεν είναι βιώσιμο για όλες τις εταιρείες και έρχεται με το αντίστοιχο ρίσκο.

Οπότε στην ερώτηση αν θα επενδύαμε στην εταιρεία Κώστας Λαζαρίδης, η απάντηση είναι όχι. Η επιχείρηση αυτή τη στιγμή είναι για πολύ λίγο καιρό θετική και οι δείκτες της δεν βρίσκονται σε ικανοποιητικά επίπεδα ώστε να θεωρηθεί μία καλή επένδυση.Συνεπώς με τόση αβεβαιότητα δεν γίνεται να εισηγηθούμε θετικά.

Βιβλιογραφία

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

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

Υπουργείο Αγροτικής Ανάπτυξης και Τροφίμων (ΥΠΑΑΤ)

Θεμιστοκλής Γ.Λαζαρίδης, 2005, «Αποτίμηση Επιχειρήσεων: Θεωρία – Μεθοδολογία – Πρακτική»

Νικήτας Α.Νιάρχος, 2004, «Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων»

Palepu Heally Bernard, 2004, «Business Analysis & Valuation- Using Financial Statements»

Καρολίδου Α.,2005, «Το Ελληνικό κρασί βγήκε κερδισμένο από την οικονομική κρίση»

Κορδής Γ., 1987, Μελέτη του κλάδου της οινοποιείας στα πλαίσια της ΕΟΚ

Πέτρου Κ., 2012, «Σε πτώση ο κλάδος της οινοποιείας»

ICAP, 2010, Κλαδική Μελέτη: Οινοποιία

ICAP, 2015: Σε πτωτική τροχιά η εγχώρια αγορά οίνου

ΚΕΣΟΕ, 2015, «Παγκόσμιο εμπόριο οίνων: Ισπανία μεγαλύτερος εξαγωγέας το 2014.»

ΕΛΣΤΑΤ, http://www.statistics.gr/

ΙΟΒΕ, (2013), " Ο κλάδος των αλκοολούχων ποτών στην Ελλάδα»

FAOSTAT, http://www.fao.org/faostat/en/#data/TP

Mediobanca Research Area, 2019, «Wine Industry Survey»

Mullen, T., (2018), "State Of The Wine Industry 2018 Highlights Key Trends», https://www.forbes.com/sites/tmullen/2018/02/15/state-of-the-wine-industry-2018- highlights-key-trends/#61c7cd942de9

OIV, (2017), «State of the Vitiniculture World Market»

http://www.mbres.it/en/publications/wine-industry-survey

http://www.minagric.gr/index.php/el/for-farmer-2/crop-production/ampeli/oin

http://www.minagric.gr/images/stories/docs/agrotis/Ampeli/statistika_oinoparagogis1984_2012.pdf

http://www.oiv.int/

https://www.domaine-lazaridi.gr/

http://www.newwinesofgreece.com/news_of_greek_wine/el_anoigoun_oi_agores_tou_exoterikou_gia_ta_ellinika_krasia.html

https://ec.europa.eu/eurostat/home?

Παραρτήματα

Πίνακας 0-1 Ισολογισμός 2014

		Ο Όμιλος		Η Εταιρεία	
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	**Σημ.**	**31/12/2015**	**31/12/2014**	**31/12/2015**	**31/12/2014**
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία					
Ιδιοχρησιμοποιούμενα ενσώματα πάγια στοιχεία	6.1	19.738.236,34	22.928.900,89	19.737.575,45	22.928.508,89
Επενδύσεις σε ακίνητα	6.2	2.223.196,52	0,00	2.223.196,52	0,00
Βιολογικά περιουσιακά στοιχεία	6.3	4.094.000,00	4.305.200,00	4.094.000,00	4.305.200,00
Άϋλα περιουσιακά στοιχεία	6.4	989,58	1.264,36	989,58	1.264,36
Επενδύσεις σε θυγατρικές επιχειρήσεις	6.5	0,00	0,00	10.000,00	10.000,00
Αναβαλλόμενος φόρος εισοδήματος	6.11	0,00	21,62	0,00	0,00
Διαθέσιμα για πώληση χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία		31.477,38	31.477,38	31.477,38	31.477,38
Άλλες μακροπρόθεσμες απαιτήσεις		16.785,05	16.725,05	16.785,05	16.725,05
		26.104.684,87	**27.283.589,30**	**26.114.023,98**	**27.293.175,68**
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία					
Αποθέματα	6.6	5.780.161,30	6.419.278,70	5.453.175,06	6.346.518,78
Πελάτες και λοιπές απαιτήσεις	6.7	2.939.832,63	2.250.004,64	3.256.982,30	2.305.237,22
Ταμιακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	6.8	606.465,14	657.142,65	562.522,91	650.746,35
		9.326.459,07	**9.326.425,99**	**9.272.680,27**	**9.302.502,35**
Σύνολο Ενεργητικού		**35.431.143,94**	**36.610.015,29**	**35.386.704,25**	**36.595.678,03**
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ					
Μετοχικό Κεφάλαιο	6.9	5.215.584,00	5.215.584,00	5.215.584,00	5.215.584,00
Υπέρ το άρτιο	6.9	4.122.528,39	4.122.528,39	4.122.528,39	4.122.528,39
Λοιπά αποθεματικά		7.914.065,37	7.914.065,37	7.914.065,37	7.914.065,37
Αποτελέσματα εις νέον		4.901.638,46	6.101.003,18	4.901.169,50	6.101.575,87
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων		**22.153.816,22**	**23.353.180,94**	**22.153.347,26**	**23.353.753,63**
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Δάνεια	6.10	7.086.315,43	7.159.503,31	7.086.315,43	7.159.503,31
Αναβαλλόμενος φόρος εισοδήματος	6.11	1.163.784,55	1.031.418,47	1.163.592,91	1.031.418,47
Προβλέψεις για παροχές στους εργαζόμενους	6.12	140.746,00	129.019,00	140.746,00	129.019,00
Επιχορηγήσεις περιουσιακών στοιχείων	6.13	1.654.152,85	1.771.476,65	1.654.152,85	1.771.476,65
		10.044.998,83	**10.091.417,43**	**10.044.807,19**	**10.091.417,43**
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	6.14	1.301.175,78	1.249.153,90	1.257.932,15	1.234.243,95
Τρέχων φόρος εισοδήματος		535,46	0,00	0,00	0,00
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	6.10	1.930.617,65	1.916.263,02	1.930.617,65	1.916.263,02
Προβλέψεις και λοιπές υποχρεώσεις		0,00	0,00	0,00	0,00
		3.232.328,89	**3.165.416,92**	**3.188.549,80**	**3.150.506,97**
Σύνολο υποχρεώσεων		**13.277.327,72**	**13.256.834,35**	**13.233.356,99**	**13.241.924,40**
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων και Υποχρεώσεων		**35.431.143,94**	**36.610.015,29**	**35.386.704,25**	**36.595.678,03**

Πίνακας 0-2 P&L 2014

		Ο Όμιλος		Η Εταιρεία	
	Σημ.	1.1-31.12.2015	1.1-31.12.2014	1.1-31.12.2015	1.1-31.12.2014
Πωλήσεις (μη βιολογικών περιουσιακών στοιχείων)		7.361.430,05	6.475.113,77	7.533.710,59	6.398.217,34
Πωλήσεις (βιολογικών περιουσιακών στοιχείων)		0,00	0,00	0,00	0,00
Σύνολο Πωλήσεων		**7.361.430,05**	**6.475.113,77**	**7.533.710,59**	**6.398.217,34**
Κόστος πωλήσεων		-5.191.273,60	-4.687.054,39	-5.404.576,86	-4.636.385,18
Μικτό κέρδος (των μη βιολογικών στοιχείων)		**2.170.156,45**	**1.788.059,38**	**2.129.133,73**	**1.761.832,16**
Επίπτωση επιμέτρησης βιολογικών περιουσιακών στοιχείων στην ευλογη αξία	6.3	-213.016,50	-112.296,15	-213.016,50	-112.296,15
Επιμέτρηση βιολογικής (γεωργικής) παραγωγής στην εύλογη αξία	6.15	1.288.789,00	976.356,00	1.288.789,00	976.356,00
Δαπάνες ανάπτυξης βιολογικών περιουσιακών στοιχείων		-1.205.989,70	-1.107.060,54	-1.205.989,70	-1.107.060,54
Μικτό κέρδος από τις δραστηριότητες		**2.039.939,25**	**1.545.058,69**	**1.998.916,53**	**1.518.831,47**
Άλλα έσοδα	6.16	397.888,08	296.164,06	397.760,08	296.114,91
Έξοδα διαθέσεως		-1.391.314,20	-1.175.414,30	-1.355.342,06	-1.154.448,56
Έξοδα διοικήσεως		-717.315,60	-696.724,25	-714.110,84	-694.622,16
Άλλα έξοδα		-40.096,71	-61.553,29	-40.096,71	-61.553,29
Χρηματοοικονομικά έξοδα		-621.435,00	-850.301,71	-621.251,55	-850.206,91
Ζημία από απομείωση ακινήτων		-739.087,38	0,00	-739.087,38	0,00
Κέρδος / Ζημία προ φόρων		**-1.071.421,56**	**-942.770,80**	**-1.073.211,93**	**-945.884,54**
Φόρος εισοδήματος	6.17	-131.478,96	-778.734,01	-130.730,24	-777.791,53
Καθαρό κέρδος / ζημία από συνεχιζόμενες δραστηριότητες		**-1.202.900,52**	**-1.721.504,81**	**-1.203.942,17**	**-1.723.676,07**
Κέρδος από διακοπείσες δραστηριότητες		0,00	0,00	0,00	0,00
Κέρδη / Ζημίες μετά από φόρους (Α)		**-1.202.900,52**	**-1.721.504,81**	**-1.203.942,17**	**-1.723.676,07**
Λοιπά συνολικά έσοδα μετά από φόρους (Β)					
Στοιχεία που δεν θα ανακατατάσσονται μεταγενέστερα στα αποτελέσματα					
Επαναεπιμετρήσεις προγραμμάτων καθορισμένων παροχών		4.980,00	6.105,00	4.980,00	6.105,00
Φόρος εισοδήματος		-1.444,20	-1.587,30	-1.444,20	-1.587,30
Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα μετά από φόρους (Α)+(Β)		**-1.199.364,72**	**-1.716.987,11**	**-1.200.406,37**	**-1.719.158,37**
Κέρδη / Ζημίες μετά από φόρους ανά μετοχή	6.18	**-0,0761**	**-0,1089**	**-0,0762**	**-0,1091**

Πίνακας 0-3 Ισολογισμος 2015

		Ο Όμιλος		Η Εταιρεία	
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	**Σημ.**	**31/12/2016**	**31/12/2015**	**31/12/2016**	**31/12/2015**
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία					
Ιδιοχρησιμοποιούμενα ενσώματα πάγια στοιχεία	6.1	23.008.186,79	23.400.862,40	23.007.709,91	23.400.201,51
Επενδύσεις σε ακίνητα	6.2	2.178.003,57	2.223.196,52	2.178.003,57	2.223.196,52
Βιολογικά περιουσιακά στοιχεία	6.3	360.000,00	450.000,00	360.000,00	450.000,00
Άϋλα περιουσιακά στοιχεία	6.4	537,14	989,58	537,14	989,58
Επενδύσεις σε θυγατρικές επιχειρήσεις	6.5	0,00	0,00	10.000,00	10.000,00
Αναβαλλόμενος φόρος εισοδήματος	6.11	49,78	0,00	0,00	0,00
Διαθέσιμα για πώληση χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία		31.477,38	31.477,38	31.477,38	31.477,38
Άλλες μακροπρόθεσμες απαιτήσεις		10.865,25	16.785,05	10.865,25	16.785,05
		25.589.119,91	**26.123.310,93**	**25.598.593,25**	**26.132.650,04**
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία					
Αποθέματα	6.6	5.040.756,19	5.780.161,30	4.866.613,30	5.453.175,06
Πελάτες και λοιπές απαιτήσεις	6.7	3.414.319,33	2.939.832,63	3.578.673,91	3.256.982,30
Ταμιακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	6.8	813.635,44	606.465,14	787.457,25	562.522,91
		9.268.710,96	**9.326.459,07**	**9.232.744,46**	**9.272.680,27**
Σύνολο Ενεργητικού		**34.857.830,87**	**35.449.770,00**	**34.831.337,71**	**35.405.330,31**
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ					
Μετοχικό Κεφάλαιο	6.9	5.689.728,00	5.215.584,00	5.689.728,00	5.215.584,00
Υπέρ το άρτιο	6.9	3.648.384,39	4.122.528,39	3.648.384,39	4.122.528,39
Λοιπά αποθεματικά		7.914.065,37	7.914.065,37	7.914.065,37	7.914.065,37
Αποτελέσματα εις νέον		4.771.202,01	4.914.862,96	4.772.674,11	4.914.394,00
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων		**22.023.379,77**	**22.167.040,72**	**22.024.851,87**	**22.166.571,76**
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Δάνεια	6.10	7.159.503,31	7.086.315,43	7.159.503,31	7.086.315,43
Αναβαλλόμενος φόρος εισοδήματος	6.11	1.315.506,31	1.169.186,11	1.315.506,31	1.168.994,47
Προβλέψεις για παροχές στους εργαζόμενους	6.12	147.120,00	140.746,00	147.120,00	140.746,00
Επιχορηγήσεις περιουσιακών στοιχείων	6.13	1.563.845,87	1.654.152,85	1.563.845,87	1.654.152,85
		10.185.975,49	**10.050.400,39**	**10.185.975,49**	**10.050.208,75**
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	6.14	1.455.741,85	1.301.175,78	1.427.776,59	1.257.932,15
Τρέχων φόρος εισοδήματος		0,00	535,46	0,00	0,00
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	6.10	1.192.733,76	1.930.617,65	1.192.733,76	1.930.617,65
Προβλέψεις και λοιπές υποχρεώσεις		0,00	0,00	0,00	0,00
		2.648.475,61	**3.232.328,89**	**2.620.510,35**	**3.188.549,80**
Σύνολο υποχρεώσεων		**12.834.451,10**	**13.282.729,28**	**12.806.485,84**	**13.238.758,55**
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων και Υποχρεώσεων		**34.857.830,87**	**35.449.770,00**	**34.831.337,71**	**35.405.330,31**

Πίνακας 0-4 P&L 2015

		Ο Όμιλος		Η Εταιρεία	
	Σημ.	1.1-31.12.2016	1.1-31.12.2015	1.1-31.12.2016	1.1-31.12.2015
Πωλήσεις (μη βιολογικών περιουσιακών στοιχείων)		8.507.142,08	7.361.430,05	8.292.135,22	7.533.710,59
Πωλήσεις (βιολογικών περιουσιακών στοιχείων)		0,00	0,00	0,00	0,00
Σύνολο Πωλήσεων		**8.507.142,08**	**7.361.430,05**	**8.292.135,22**	**7.533.710,59**
Κόστος πωλήσεων		-5.789.436,30	-5.191.273,60	-5.636.451,38	-5.404.576,86
Μικτό κέρδος (των μη βιολογικών στοιχείων)		**2.717.705,78**	**2.170.156,45**	**2.655.683,84**	**2.129.133,73**
Επιμέτρηση βιολογικής (γεωργικής) παραγωγής στην εύλογη αξία	6.15	1.363.598,40	1.288.789,00	1.363.598,40	1.288.789,00
Δαπάνες ανάπτυξης βιολογικών περιουσιακών στοιχείων		-1.445.759,86	-1.400.380,14	-1.445.759,86	-1.400.380,14
Μικτό κέρδος από τις δραστηριότητες		**2.635.544,32**	**2.058.565,31**	**2.573.522,38**	**2.017.542,59**
Άλλα έσοδα	6.16	400.901,29	397.888,08	399.824,98	397.760,08
Έξοδα διαθέσεως		-1.474.934,86	-1.391.314,20	-1.418.373,36	-1.355.342,06
Έξοδα διοικήσεως		-836.359,03	-717.315,60	-828.177,51	-714.110,84
Άλλα έξοδα		-131.860,89	-40.096,71	-131.608,65	-40.096,71
Χρηματοοικονομικά έξοδα		-596.316,37	-621.435,00	-596.030,89	-621.251,55
Ζημία από απομείωση ακινήτων		0,00	-739.087,38	0,00	-739.087,38
Κέρδος / Ζημία προ φόρων		**-3.025,54**	**-1.052.795,50**	**-843,05**	**-1.054.585,87**
Φόρος εισοδήματος	6.17	-144.636,26	-136.880,52	-144.877,69	-136.131,80
Καθαρό κέρδος / ζημία από συνεχιζόμενες δραστηριότητες		**-147.661,80**	**-1.189.676,02**	**-145.720,74**	**-1.190.717,67**
Κέρδος από διακοπείσες δραστηριότητες		0,00	0,00	0,00	0,00
Κέρδη / Ζημίες μετά από φόρους (Α)		**-147.661,80**	**-1.189.676,02**	**-145.720,74**	**-1.190.717,67**
Λοιπά συνολικά έσοδα μετά από φόρους (Β)					
Στοιχεία που δεν θα ανακατατάσσονται μεταγενέστερα στα αποτελέσματα					
Επαναεπιμετρήσεις προγραμμάτων καθορισμένων παροχών		5.635,00	4.980,00	5.635,00	4.980,00
Φόρος εισοδήματος		-1.634,15	-1.444,20	-1.634,15	-1.444,20
Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα μετά από φόρους (Α)+(Β)		**-143.660,95**	**-1.186.140,22**	**-141.719,89**	**-1.187.181,87**
Κέρδη / Ζημίες μετά από φόρους ανά μετοχή	6.18	**-0,0093**	**-0,0753**	**-0,0092**	**-0,0753**

Πίνακας 0-5 Ισολογισμός 2016

		Ο Όμιλος		Η Εταιρεία	
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	**Σημ.**	**31/12/2017**	**31/12/2016**	**31/12/2017**	**31/12/2016**
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία					
Ιδιοχρησιμοποιούμενα ενσώματα πάγια στοιχεία	6.1	23.408.788,36	23.008.186,79	23.408.495,49	23.007.709,91
Επενδύσεις σε ακίνητα	6.2	2.132.810,62	2.178.003,57	2.132.810,62	2.178.003,57
Βιολογικά περιουσιακά στοιχεία	6.3	360.000,00	360.000,00	360.000,00	360.000,00
Άϋλα περιουσιακά στοιχεία	6.4	2.999,98	537,14	2.999,98	537,14
Επενδύσεις σε θυγατρικές επιχειρήσεις	6.5	0,00	0,00	10.000,00	10.000,00
Αναβαλλόμενος φόρος εισοδήματος	6.11	0,00	49,78	0,00	0,00
Διαθέσιμα για πώληση χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία		9.865,97	31.477,38	9.865,97	31.477,38
Άλλες μακροπρόθεσμες απαιτήσεις		10.865,25	10.865,25	10.865,25	10.865,25
		25.925.330,18	**25.589.119,91**	**25.935.037,31**	**25.598.593,25**
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία					
Αποθέματα	6.6	4.496.122,77	5.040.756,19	4.376.520,85	4.866.613,30
Πελάτες και λοιπές απαιτήσεις	6.7	3.251.528,96	3.414.319,33	3.405.474,56	3.578.673,91
Ταμιακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	6.8	1.202.375,43	813.635,44	1.173.665,93	787.457,25
		8.950.027,16	**9.268.710,96**	**8.955.661,34**	**9.232.744,46**
Σύνολο Ενεργητικού		**34.875.357,34**	**34.857.830,87**	**34.890.698,65**	**34.831.337,71**
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ					
Μετοχικό Κεφάλαιο	6.9	6.486.289,92	5.689.728,00	6.486.289,92	5.689.728,00
Υπέρ το άρτιο	6.9	3.648.384,39	3.648.384,39	3.648.384,39	3.648.384,39
Λοιπά αποθεματικά		7.060.235,04	7.914.065,37	7.060.235,04	7.914.065,37
Αποτελέσματα εις νέον		5.146.302,94	4.771.202,01	5.183.460,31	4.772.674,11
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων		**22.341.212,29**	**22.023.379,77**	**22.378.369,66**	**22.024.851,87**
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Δάνεια	6.10	5.727.602,64	7.159.503,31	5.727.602,64	7.159.503,31
Αναβαλλόμενος φόρος εισοδήματος	6.11	1.219.734,76	1.315.506,31	1.219.837,91	1.315.506,31
Προβλέψεις για παροχές στους εργαζόμενους	6.12	145.141,00	147.120,00	145.141,00	147.120,00
Επιχορηγήσεις περιουσιακών στοιχείων	6.13	1.491.299,50	1.563.845,87	1.491.299,50	1.563.845,87
		8.583.777,90	**10.185.975,49**	**8.583.881,05**	**10.185.975,49**
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	6.14	1.715.805,30	1.455.741,85	1.693.886,09	1.427.776,59
Τρέχων φόρος εισοδήματος		0,00	0,00	0,00	0,00
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	6.10	2.234.561,85	1.192.733,76	2.234.561,85	1.192.733,76
Προβλέψεις και λοιπές υποχρεώσεις		0,00	0,00	0,00	0,00
		3.950.367,15	**2.648.475,61**	**3.928.447,94**	**2.620.510,35**
Σύνολο υποχρεώσεων		**12.534.145,05**	**12.834.451,10**	**12.512.328,99**	**12.806.485,84**
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων και Υποχρεώσεων		**34.875.357,34**	**34.857.830,87**	**34.890.698,65**	**34.831.337,71**

Πίνακας 0-6 P&L 2016

		Ο Όμιλος		Η Εταιρεία	
	Σημ.	1.1-31.12.2017	1.1-31.12.2016	1.1-31.12.2017	1.1-31.12.2016
Πωλήσεις (μη βιολογικών περιουσιακών στοιχείων)		9.646.989,41	8.507.142,08	9.546.263,57	8.292.135,22
Πωλήσεις (βιολογικών περιουσιακών στοιχείων)		0,00	0,00	0,00	0,00
Σύνολο Πωλήσεων		**9.646.989,41**	**8.507.142,08**	**9.546.263,57**	**8.292.135,22**
Κόστος πωλήσεων		-5.882.275,70	-5.789.436,30	-5.848.083,78	-5.636.451,38
Μικτό κέρδος (των μη βιολογικών στοιχείων)		**3.764.713,71**	**2.717.705,78**	**3.698.179,79**	**2.655.683,84**
Επιμέτρηση βιολογικής (γεωργικής) παραγωγής στην εύλογη αξία	6.15	1.339.299,34	1.363.598,40	1.339.299,34	1.363.598,40
Δαπάνες ανάπτυξης βιολογικών περιουσιακών στοιχείων		-1.508.401,12	-1.445.759,86	-1.508.401,12	-1.445.759,86
Μικτό κέρδος από τις δραστηριότητες		**3.595.611,93**	**2.635.544,32**	**3.529.078,01**	**2.573.522,38**
Άλλα έσοδα	6.16	265.945,88	400.901,29	265.914,23	399.824,98
Έξοδα διαθέσεως		-1.633.493,43	-1.474.934,86	-1.572.540,53	-1.418.373,36
Έξοδα διοικήσεως		-934.491,96	-836.359,03	-926.091,84	-828.177,51
Άλλα έξοδα		-515.875,57	-131.860,89	-483.360,77	-131.608,65
Χρηματοοικονομικά έξοδα		-492.601,37	-596.316,37	-492.164,99	-596.030,89
Ζημία από απομείωση ακινήτων		0,00	0,00	0,00	0,00
Κέρδος / Ζημία προ φόρων		**285.095,48**	**-3.025,54**	**320.834,11**	**-843,05**
Φόρος εισοδήματος	6.17	89.614,24	-144.636,26	89.560,88	-144.877,69
Καθαρό κέρδος / ζημία από συνεχιζόμενες δραστηριότητες		**374.709,72**	**-147.661,80**	**410.394,99**	**-145.720,74**
Κέρδος από διακοπείσες δραστηριότητες		0,00	0,00	0,00	0,00
Κέρδη / Ζημίες μετά από φόρους (Α)		**374.709,72**	**-147.661,80**	**410.394,99**	**-145.720,74**
Λοιπά συνολικά έσοδα μετά από φόρους (Β)					
Στοιχεία που ανακατάσσονται μεταγενέστερα στα αποτελέσματα					
Διαφορά από απομείωση αξίας διαθέσιμων για πώληση χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων		-21.611,41	0,00	-21.611,41	0,00
Φόρος εισοδήματος		6.267,31	0,00	6.267,31	0,00
Στοιχεία που δεν θα ανακατατάσσονται μεταγενέστερα στα αποτελέσματα					
Επαναεπιμετρήσεις προγραμμάτων καθορισμένων παροχών		551,00	5.635,00	551,00	5.635,00
Φόρος εισοδήματος		-159,79	-1.634,15	-159,79	-1.634,15
Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα μετά από φόρους (Α)+(Β)		**359.756,83**	**-143.660,95**	**395.442,10**	**-141.719,89**
Κέρδη / Ζημίες μετά από φόρους ανά μετοχή	6.18	**0,0237**	**-0,0093**	**0,0260**	**-0,0092**

Πίνακας 0-7 Ισολογισμός 2017 + 2018

		Ο Όμιλος		Η Εταιρεία	
ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	**Σημ.**	**31/12/2018**	**31/12/2017**	**31/12/2018**	**31/12/2017**
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία					
Ιδιοχρησιμοποιούμενα ενσώματα πάγια στοιχεία	6.1	24.777.574,53	23.408.788,36	24.777.465,67	23.408.495,49
Επενδύσεις σε ακίνητα	6.2	2.087.617,67	2.132.810,62	2.087.617,67	2.132.810,62
Βιολογικά περιουσιακά στοιχεία	6.3	360.000,00	360.000,00	360.000,00	360.000,00
Άϋλα περιουσιακά στοιχεία	6.4	2.309,06	2.999,98	2.309,06	2.999,98
Επενδύσεις σε θυγατρικές επιχειρήσεις	6.5	0,00	0,00	10.000,00	10.000,00
Χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία στην εύλογη αξία μέσω λοιπών εισοδημάτων		9.865,97	9.865,97	9.865,97	9.865,97
Άλλες μακροπρόθεσμες απαιτήσεις		13.245,24	10.865,25	13.245,24	10.865,25
		27.250.612,47	**25.925.330,18**	**27.260.503,61**	**25.935.037,31**
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία					
Αποθέματα	6.6	4.284.184,34	4.496.122,77	4.157.685,25	4.376.520,85
Πελάτες και λοιπές εμπορικές απαιτήσεις	6.7	2.817.885,34	2.563.165,58	3.042.847,11	2.835.634,04
Λοιπές απαιτήσεις	6.8	610.342,70	647.790,76	551.485,02	540.181,32
Ταμιακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	6.9	813.837,61	1.202.375,43	778.582,67	1.173.665,93
		8.526.249,99	**8.909.454,54**	**8.530.600,05**	**8.926.002,14**
Σύνολο Περιοσυσιακων Στοιχείων		**35.776.862,46**	**34.834.784,72**	**35.791.103,66**	**34.861.039,45**
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ					
Μετοχικό Κεφάλαιο	6.10	6.486.289,92	6.486.289,92	6.486.289,92	6.486.289,92
Υπέρ το άρτιο	6.10	3.648.384,39	3.648.384,39	3.648.384,39	3.648.384,39
Λοιπά αποθεματικά		7.060.235,04	7.060.235,04	7.060.235,04	7.060.235,04
Αποτελέσματα εις νέον		6.918.053,74	5.105.730,32	6.971.550,55	5.153.801,11
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων		**24.112.963,09**	**22.300.639,67**	**24.166.459,90**	**22.348.710,46**
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Δάνεια	6.11	6.489.000,00	5.727.602,64	6.489.000,00	5.727.602,64
Αναβαλλόμενος φόρος εισοδήματος	6.12	875.282,08	1.219.734,76	875.413,74	1.219.837,91
Προβλέψεις για παροχές στους εργαζόμενους	6.13	156.176,00	145.141,00	156.176,00	145.141,00
Επιχορηγήσεις περιουσιακών στοιχείων	6.14	1.523.269,82	1.491.299,50	1.523.269,82	1.491.299,50
		9.043.727,90	**8.583.777,90**	**9.043.859,56**	**8.583.881,05**
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	6.15	1.920.171,47	1.715.805,30	1.880.784,20	1.693.886,09
Τρέχων φόρος εισοδήματος		0,00	0,00	0,00	0,00
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	6.11	700.000,00	2.234.561,85	700.000,00	2.234.561,85
Προβλέψεις και λοιπές υποχρεώσεις		0,00	0,00	0,00	0,00
		2.620.171,47	**3.950.367,15**	**2.580.784,20**	**3.928.447,94**
Σύνολο υποχρεώσεων		**11.663.899,37**	**12.534.145,05**	**11.624.643,76**	**12.512.328,99**
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων και Υποχρεώσεων		**35.776.862,46**	**34.834.784,72**	**35.791.103,66**	**34.861.039,45**

Πίνακας 0-8 P&L 2017 + 2018

		Ο Όμιλος		Η Εταιρεία	
	Σημ.	1.1-31.12.2018	1.1-31.12.2017	1.1-31.12.2018	1.1-31.12.2017
Πωλήσεις (μη βιολογικών περιουσιακών στοιχείων)		11.147.076,63	9.646.989,41	11.066.322,43	9.546.263,57
Πωλήσεις (βιολογικών περιουσιακών στοιχείων)		0,00	0,00	0,00	0,00
Σύνολο Πωλήσεων		**11.147.076,63**	**9.646.989,41**	**11.066.322,43**	**9.546.263,57**
Κόστος πωλήσεων		-6.614.920,02	-5.882.275,70	-6.607.282,20	-5.848.083,78
Μικτό κέρδος (των μη βιολογικών στοιχείων)		**4.532.156,61**	**3.764.713,71**	**4.459.040,23**	**3.698.179,79**
Επιμέτρηση βιολογικής (γεωργικής) παραγωγής στην εύλογη αξία	6.16	1.537.589,20	1.339.299,34	1.537.589,20	1.339.299,34
Δαπάνες ανάπτυξης βιολογικών περιουσιακών στοιχείων		-1.492.160,38	-1.508.401,12	-1.492.160,38	-1.508.401,12
Μικτό κέρδος από τις δραστηριότητες		**4.577.585,43**	**3.595.611,93**	**4.504.469,05**	**3.529.078,01**
Άλλα έσοδα	6.17	641.461,13	265.945,88	641.451,18	265.914,23
Έξοδα διαθέσεως		-1.769.181,94	-1.633.493,43	-1.699.569,25	-1.572.540,53
Έξοδα διοικήσεως		-1.110.990,14	-934.491,96	-1.104.604,46	-926.091,84
Άλλα έξοδα		-482.768,65	-515.875,57	-480.636,37	-483.360,77
Χρηματοοικονομικά έξοδα		-389.075,09	-492.601,37	-388.624,88	-492.164,99
Ζημία από απομείωση ακινήτων		0,00	0,00	0,00	0,00
Κέρδος / Ζημία προ φόρων		**1.467.030,74**	**285.095,48**	**1.472.485,27**	**320.834,11**
Φόρος εισοδήματος	6.18	344.696,27	89.614,24	344.667,76	89.560,88
Καθαρό κέρδος / ζημία από συνεχιζόμενες δραστηριότητες		**1.811.727,01**	**374.709,72**	**1.817.153,03**	**410.394,99**
Κέρδος από διακοπείσες δραστηριότητες		0,00	0,00	0,00	0,00
Κέρδη / Ζημίες μετά από φόρους (Α)		**1.811.727,01**	**374.709,72**	**1.817.153,03**	**410.394,99**
Λοιπά συνολικά έσοδα μετά από φόρους (Β)					
Στοιχεία που ανακατάσσονται μεταγενέστερα στα αποτελέσματα					
Διαφορά από απομείωση αξίας διαθέσιμων για πώληση χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων		0,00	-21.611,41	0,00	-21.611,41
Φόρος εισοδήματος		0,00	6.267,31	0,00	6.267,31
Στοιχεία που δεν θα ανακατατάσσονται μεταγενέστερα στα αποτελέσματα					
Επαναεπιμετρήσεις προγραμμάτων καθορισμένων παροχών		840,00	551,00	840,00	551,00
Φόρος εισοδήματος		-243,60	-159,79	-243,60	-159,79
Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα μετά από φόρους (Α)+(Β)		**1.812.323,41**	**359.756,83**	**1.817.749,43**	**395.442,10**
Κέρδη / Ζημίες μετά από φόρους ανά μετοχή	6.19	**0,1146**	**0,0000**	**0,1150**	**0,0000**