



**ΓΕΩΠΟΝΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΑΓΡΟΤΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ
ΤΜΗΜΑ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ ΤΡΟΦΙΜΩΝ ΚΑΙ ΔΙΑΤΡΟΦΗΣ ΤΟΥ ΑΝΘΡΩΠΟΥ**

**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΟΡΓΑΝΩΣΗ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΤΡΟΦΙΜΩΝ & ΓΕΩΡΓΙΑΣ**

Μεταπτυχιακή Διατριβή

Χρηματοοικονομική ανάλυση και αξιολόγηση εταιρειών του κλάδου τροφίμων και ποτών στην Ελλάδα. Το υπόδειγμα Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών σε επιχειρήσεις του κλάδου της Οινοποιίας

Ιφιγένεια Μ. Πανίδου

Επιβλέπων Καθηγητής:

Αρτίκης Παναγιώτης, Καθηγητής Πανεπιστημίου Πειραιά

Αθήνα 2020



ΓΕΩΠΟΝΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΑΓΡΟΤΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ
ΤΜΗΜΑ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ ΤΡΟΦΙΜΩΝ ΚΑΙ ΔΙΑΤΡΟΦΗΣ ΤΟΥ ΑΝΘΡΩΠΟΥ

Μεταπτυχιακή Διατριβή

Χρηματοοικονομική ανάλυση και αξιολόγηση εταιρειών του κλάδου τροφίμων και ποτών στην Ελλάδα. Το υπόδειγμα Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών σε επιχειρήσεις του κλάδου της Οινοποιίας

“Financial analysis and evaluation of companies in the Food and Beverage sector in Greece. The Discounted Cash Flow model in companies of the Winery sector”

Ιφιγένεια Μ. Πανίδου

Εξεταστική επιτροπή:

Αρτίκης Παναγιώτης, Καθηγητής Πανεπιστημίου Πειραιά (επιβλέπων)
Τσιμπούκας Κων/νος, Καθηγητής ΓΠΑ
Γεωργακόπουλος Γεώργιος, Αναπληρωτής Καθηγητής ΓΠΑ

Χρηματοοικονομική ανάλυση και αξιολόγηση εταιρειών του κλάδου τροφίμων και ποτών στην Ελλάδα. Το υπόδειγμα Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών σε επιχειρήσεις του κλάδου της Οινοποιίας

Τμήμα Αγροτικής Οικονομίας και Ανάπτυξης

Τμήμα Επιστήμης Τροφίμων και Διατροφής του Ανθρώπου

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα διπλωματική εργασία αποτελεί μία προσπάθεια παράθεσης των βασικών μεθόδων αποτίμησης επιχειρήσεων, και ανάλυσης της μεθόδου αποτίμησης με το μοντέλο προεξόφλησης ταμειακών ροών. Στα πλαίσια αυτής, παρουσιάζονται θεμελιώδεις έννοιες της χρηματοοικονομικής θεωρίας, όπως οι μορφές των επενδύσεων, η αξία της επιχείρησης και τα πεδία εφαρμογής της αποτίμησης. Παρουσιάζονται, επίσης, οι βασικές μέθοδοι αποτίμησης, με μεγαλύτερη εμβάθυνση στην μέθοδο προεξόφλησης ταμειακών ροών, καθώς και στις παραμέτρους αυτής, όπως το κόστος δανειακών κεφαλαίων, το κόστος ιδίων κεφαλαίων και το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου. Στη συνέχεια, γίνεται πρακτική εφαρμογή των υποδειγμάτων προεξόφλησης ταμειακών ροών για έξι επιλεγμένες επιχειρήσεις του κλάδου της Οινοποιίας, καταλήγοντας σε μετρήσιμα αποτελέσματα. Τέλος, γίνεται η σύνοψη των αποτελεσμάτων για την κάθε επιχείρηση.

Επιστημονική Περιοχή: Αποτίμηση Επιχειρήσεων

Λέξεις-κλειδιά: αποτίμηση, αξιολόγηση, επιχειρήσεις, προεξόφληση ταμειακών ροών, τρόφιμα ποτά, οινοποιία

**Financial analysis and evaluation of companies in the Food and Beverage sector in Greece.
The Discounted Cash Flow model in companies of the Winery sector**

Department of Agricultural Economics and Development
Department of Food Science and Human Nutrition

ABSTRACT

This dissertation is an attempt to list the basic methods of business valuation, and to analyze the discounted cash flow valuation model. In this context, fundamental concepts of financial theory are presented, such as the forms of investment, the value of the business and the fields of application of valuation. The basic valuation methods are also presented, with a greater deepening of the cash flow discount method, as well as its parameters, such as the cost of debt, cost of equity and weighted average cost of capital. Then, the discounted cash flow models are practically applied for six selected companies in the Winery sector, resulting in measurable results. Finally, the results for each company are summarized.

Scientific Area: Business Valuation

Keywords: valuation, evaluation, business, cash flow discount model, food drinks, winery

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ήθελα να εκφράσω τις ευχαριστίες μου στον επιβλέποντα καθηγητή μου, κ. Αρτίκη Παναγιώτη, για την καθοδήγηση και την ενθάρρυνση που μου παρείχε καθ' όλη την διάρκεια συγγραφής της παρούσας εργασίας.

Επίσης, ευχαριστώ θερμά το οικογενειακό μου περιβάλλον, για την υποστήριξη και την κατανόηση σε όλες τις συγκυρίες της ζωής μου.

Αισθάνομαι την ανάγκη να ευχαριστήσω το φιλικό μου περιβάλλον για την ουσιαστική βοήθεια και στήριξη που μου προσέφερε.

Τέλος, ευχαριστώ το Ίδρυμα Κρατικών Υποτροφιών, καθώς οι μεταπτυχιακές μου σπουδές ολοκληρώθηκαν με την καθοριστική συμβολή του και την επιλογή μου ανάμεσα στο σύνολο των αριστευσάντων φοιτητών.

Αθήνα, Νοέμβριος 2020

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	8
2. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΡΜΗΝΕΙΕΣ.....	10
2.1. Μορφές μιας Επένδυσης	10
2.2. Βασικά Χαρακτηριστικά μιας Επένδυσης	11
2.2.1. Κίνδυνος	11
2.2.2 Απόδοση	13
2.2.3. Ρευστότητα	13
2.2.4. Αύξηση κεφαλαίου	14
2.2.5. Κάλυψη.....	14
2.3 Υπολογισμός των Περιουσιακών Στοιχείων μιας Επιχείρησης.....	14
3. Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ	18
3.1. Η Αξία της Επιχείρησης	18
3.2. Μύθοι που σχετίζονται με την Αποτίμηση	19
3.3. Πεδία Εφαρμογής της Αποτίμησης.....	21
4. Η ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΤΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ	24
4.1. Υποδείγματα Αποτίμησης Επιχειρήσεων	24
4.2. Το Υπόδειγμα Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών.....	24
4.2.1. Προεξόφληση Καθαρών Ταμειακών Ροών προς τους Μετόχους	26
4.2.2. Προεξόφληση Καθαρών Ταμειακών Ροών προς την Επιχείρηση.....	28
4.3. Αποτίμηση Μη Εισηγμένης Επιχείρησης	31
4.4 Παράμετροι Υποδείγματος Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών	33
4.4.1. Προβλέψεις του ρυθμού ανάπτυξης	33
4.4.2. Συντελεστές Προεξόφλησης.....	34
4.4.2.1. Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων.....	34
4.4.2.2. Κόστος Δανειακών Κεφαλαίων.....	37
4.4.2.3. Κόστος Προνομιούχων Μετοχών.....	38
4.4.2.4. Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου	39
4.4.3. Υπολειμματική αξία	40
4.4.4. Αξία Επιχείρησης	41
5. ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΤΡΟΦΙΜΩΝ ΚΑΙ ΠΟΤΩΝ.....	42
5.1. Ο Κλάδος - Αγορά	42
5.1.1. Ο Κλάδος Τροφίμων και Ποτών	42
5.1.2. Ο Υποκλάδος της Οινοποιίας.....	49

5.2. Αποτίμηση Εταιρειών του Κλάδου της Οινοποιίας	53
5.2.1. «ΚΤΗΜΑ ΚΩΣΤΑ ΛΑΖΑΡΙΔΗ Α.Ε.» - ΕΙΣΗΓΜΕΝΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	53
5.2.2. «ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΕΛΛΑΡΙΑ ΟΙΝΩΝ Δ. ΚΟΥΡΤΑΚΗΣ Α.Ε.»	61
5.2.3. «ΚΑΒΙΝΟ Α.Ε.»	68
5.2.4. «ΚΤΗΜΑ ΒΙΒΛΙΑ ΧΩΡΑ».....	75
5.2.5. «ΚΤΗΜΑ ΑΛΦΑ».....	82
5.2.6 «ΚΥΡ-ΓΙΑΝΝΗ».....	89
6. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	96
7. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	100
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ.....	102
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι – ΑΝΑΛΥΤΙΚΟΙ ΠΙΝΑΚΕΣ.....	102
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙ – ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΧΡΗΣΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ	109

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στην καθημερινότητα τους, οι άνθρωποι προβαίνουν σε μία διαδικασία αποτίμησης των αγαθών τους, προσπαθώντας να συγκρίνουν την αξία ενός προϊόντος σε σχέση με το αντίτιμο που καταβάλλουν. Στον επιχειρησιακό κόσμο η διαδικασία αποτίμησης είναι πιο σύνθετη, καθώς μία επιχείρηση μετατρέπει εισροές με την βοήθεια των παραγωγικών συντελεστών σε εκροές, δηλαδή αγαθά και υπηρεσίες. Ο κλάδος στον οποίο μία επιχείρηση δραστηριοποιείται, το μέγεθος της, τα περιουσιακά στοιχεία που διαθέτει, οι οικονομικοί δείκτες και τα καθαρά αποτελέσματα της, σε συνδυασμό με τον μεγάλο αριθμό των μεθόδων αποτίμησης που είναι διαθέσιμοι, κάνουν την αποτίμηση μίας επιχείρησης μία ιδιαίτερος ενδιαφέρουσα διαδικασία.

Η εκπόνηση της παρούσας διπλωματικής επιδιώκει την ανάλυση και την εφαρμογή μιας μεθόδου αποτίμησης, την προεξόφληση ταμειακών ροών. Συγκεκριμένα, επιλέχθηκε ο κλάδος της Οινοποιίας, και έξι εκ των δέκα μεγαλύτερων επιχειρήσεων του κλάδου βάσει του κύκλου εργασιών τους.

Στο πρώτο κεφάλαιο γίνεται μία γενική εισαγωγή στο περιεχόμενο της παρούσας εργασίας. Το δεύτερο κεφάλαιο περιλαμβάνει κάποιες εισαγωγικές χρηματοοικονομικές έννοιες, όπως είναι οι μορφές των επενδύσεων, τα βασικά χαρακτηριστικά μιας επένδυσης, αλλά και τον τρόπο υπολογισμού των περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης. Η έννοια της Αποτίμησης αναλύεται στο τρίτο κεφάλαιο, όπου συναντώνται η έννοια της Αξίας της επιχείρησης, μύθοι σχετικά με τη διαδικασία της αποτίμησης, καθώς και τα πεδία στα οποία η αποτίμηση βρίσκει πρακτική εφαρμογή.

Στο τέταρτο κεφάλαιο παρουσιάζονται οι τεχνικές αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων και μετοχών των επιχειρήσεων. Αναλύεται το υπόδειγμα προεξόφλησης καθαρών ταμιακών ροών, το οποίο και θα χρησιμοποιηθεί. Επίσης, γίνεται αναφορά και στην διαφορετική προσέγγιση που θα πρέπει να επιδεικνύεται κατά την αποτίμηση εταιρειών μη εισηγμένων στο χρηματιστήριο, αφού παρουσιάζουν κάποιες ιδιαιτερότητες σε σχέση με την εφαρμογή των μοντέλων. Επιπλέον, στο συγκεκριμένο κεφάλαιο αναλύονται οι παράμετροι των υποδειγμάτων, αφού αποτελούν καθοριστικό παράγοντα για την ορθή αποτίμηση.

Το πέμπτο κεφάλαιο αποτελεί την πρακτική εφαρμογή της αποτίμησης. Εκτός από την συνοπτική παρουσίαση των χαρακτηριστικών του κλάδου Τροφίμων και

Ποτών και του κλάδου της Οινοποιίας, παρουσιάζονται οι έξι εταιρείες που θα μελετηθούν, πιο συγκεκριμένα η εταιρεία «Κτήμα Κώστα Λαζαρίδη», της οποίας οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών, η εταιρεία «Ελληνικά Κελλάρια Οίνων Δ. Κουρτάκης», η εταιρεία «ΚΑΒΙΝΟ», το «Κτήμα Βίβλια Χώρα», το «Κτήμα Άλφα» και η εταιρεία «Κυρ-Γιάννη». Σε πρώτο στάδιο παρουσιάζονται τα βασικά ιστορικά οικονομικά μεγέθη των εταιρειών που θα βοηθήσουν την διαδικασία της αποτίμησης δίνοντας μια πρώτη εικόνα για την πορεία και την θέση τους στην αγορά. Στην συνέχεια, εφαρμόζεται η μέθοδος αποτίμησης με προεξόφληση ταμειακών ροών για τις έξι εταιρείες του κλάδου.

Η εργασία ολοκληρώνεται αποτυπώνοντας τα συμπεράσματα που διεξάγονται από την χρήση των συγκεκριμένων υποδειγμάτων στις επιχειρήσεις του κλάδου Οινοποιίας που επιλέχθηκαν και τις προτάσεις για μελλοντική έρευνα.

2. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΡΜΗΝΕΙΕΣ

2.1. Μορφές μιας Επένδυσης

Σε χρηματοοικονομικούς όρους, επένδυση ονομάζεται η αγορά ενός περιουσιακού στοιχείου, το οποίο μπορεί να παρέχει μελλοντικό εισόδημα ή να επανεκτιμηθεί στο μέλλον για τη δημιουργία πλούτου. Η επιτυχία και η κερδοφορία των πάγιων επενδύσεων των επιχειρήσεων θα καθορίσει σε μεγάλο βαθμό και τη συνολική τους απόδοση. Οι βασικές κατηγορίες επενδύσεων είναι οι ακόλουθες:

- Μετοχές

Οι μετοχές είναι ένα μερίδιο κυριότητας επί μιας εταιρείας. Οι εταιρείες πωλούν μετοχές προκειμένου να συγκεντρώσουν κεφάλαια. Σε αντάλλαγμα, οι μέτοχοι μπορούν να εισπράξουν μερίσματα, να τους διανεμηθούν κέρδη επί των μετοχών τους ή να εισπράξουν την απόδοση της επένδυσής τους σε περίπτωση που ανεβεί η τιμή των μετοχών. Οι τιμές των μετοχών κυμαίνονται ανάλογα με την προσφορά και τη ζήτηση. Οι επενδυτές επιδιώκουν να αποκομίσουν κέρδος εκτιμώντας την κατεύθυνση προς την οποία θα κινηθεί η τιμή μιας μετοχής. Οι τιμές των μετοχών διαμορφώνονται στο Χρηματιστήριο. Η τιμή της μετοχής δεν καθορίζεται από κάποιο οργανισμό, αλλά αντιπροσωπεύει την τιμή που είναι κάποιος διατεθειμένος να καταβάλει για την εν λόγω μετοχή.

- Τίτλοι Σταθερού Εισοδήματος

Οι επενδύσεις σταθερού εισοδήματος είναι οι επενδύσεις που παρέχουν στους επενδυτές αποδόσεις με τη μορφή σταθερών περιοδικών πληρωμών και πλήρη επιστροφή του κεφαλαίου στη λήξη τους. Επενδύσεις σταθερού εισοδήματος είναι οι καταθέσεις σταθερού επιτοκίου, τα κυβερνητικά και εταιρικά ομόλογα (πληρωμή σταθερού ποσού κουπονιών μέχρι τη λήξη τους), οι προνομιούχες μετοχές που εκδίδονται με τον όρο ότι θα καταβάλλουν ένα σταθερό μερίσμα, κ.α. Σταθερό επίπεδο εισοδήματος μπορεί να θεωρηθεί και η καταβολή της μηνιαίας σύνταξης, ενώ αντιθέτως δεν μπορούν να χαρακτηρισθούν πληρωμές σταθερού εισοδήματος οι τόκοι των δανείων με κυμαινόμενο επιτόκιο ή τα μερίσματα που αναμένεται να εισπραχθούν από κοινές μετοχές.

- Επενδύσεις σε πραγματικά περιουσιακά στοιχεία

Οι επενδύσεις σε πραγματικά περιουσιακά στοιχεία, αφορούν την δημιουργία νέου κεφαλαιουχικού εξοπλισμού (νέα ακίνητα, νέος μηχανολογικός εξοπλισμός, επεκτάσεις του προϋπάρχοντος κεφαλαιουχικού εξοπλισμού, νέα εμπορεύματα). Συμβάλλει στην αύξηση της παραγωγικής υποδομής της επιχείρησης.

Σύμφωνα με τον Somil (2007), υπέρμαχος της θεωρίας του ορθολογικού επενδυτή, ένα άτομο λαμβάνει μία επενδυτική απόφαση με τις αρχές της ιδιοτέλειας, της μεγιστοποίησης και της συνεπούς επιλογής, με την υπόθεση πως έχει πλήρη πληροφόρηση του περιβάλλοντος του και παίρνει αποφάσεις με μοναδικό στόχο την μεγιστοποίηση του κέρδους. Σύμφωνα όμως με μελέτες, η κρίση του ορθολογικού επενδυτή δεν θα μπορούσε να οδηγήσει σε μία αγορά με διακυμάνσεις τιμών. Αντίθετα, έρευνες δείχνουν πως η αγορά επηρεάζεται από τον μη ορθολογικό επενδυτή (noise traders) και την ανθρώπινη φύση του, επηρεασμένο από συμπεριφορικούς, συναισθηματικούς, και τυχαίους παράγοντες του περιβάλλοντος. (Statman, 2008).

2.2. Βασικά Χαρακτηριστικά μιας Επένδυσης

2.2.1. Κίνδυνος

Ο κίνδυνος, σε παραδοσιακούς όρους, θεωρείται ως κάτι αρνητικό. Στα χρηματοοικονομικά, όμως, ο ορισμός του κινδύνου αναφέρεται στην πιθανότητα να λάβουμε μια απόδοση μιας επένδυσης που είναι διαφορετική από την επιστροφή που περιμένουμε να έχει. Έτσι, ο κίνδυνος περιλαμβάνει όχι μόνο το κακό αποτελέσματα (αποδόσεις που είναι χαμηλότερες από το αναμενόμενο), αλλά και καλά αποτελέσματα (αποδόσεις που είναι σε υψηλότερα επίπεδα από το αναμενόμενο). Μάλιστα, ο κίνδυνος (risk) αναφέρεται ως μείγμα επικίνδυνης κατάστασης και ευκαιρίας (expected return).

Όταν οι επιχειρήσεις / επενδυτές επιθυμούν ευκαιρίες (υψηλότερες αποδόσεις), θα πρέπει να συνηθίσουν στην ύπαρξη του μεγαλύτερου κινδύνου.

Ο συνολικός κίνδυνος μίας επένδυσης, σε όρους διακύμανσης και τυπικής απόκλισης των αποδόσεων μιας επιχείρησης, επιμερίζεται σε δύο βασικές κατηγορίες:

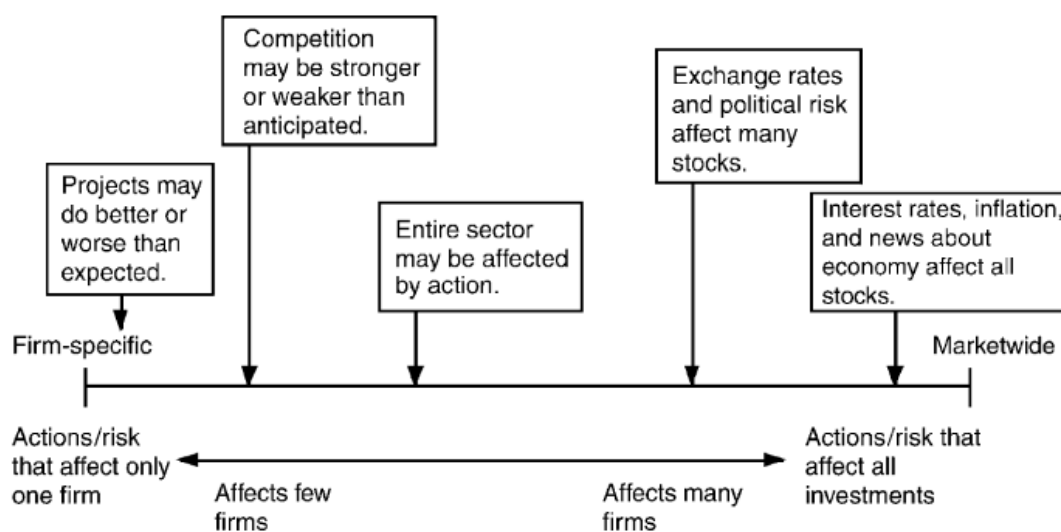
- **Τον Κίνδυνο Αγοράς (Συστηματικός Κίνδυνος)**

Ο Κίνδυνος Αγοράς πηγάζει από σύνολο μακροοικονομικών παραγόντων, όπως επιτόκια, μεταβολές πληθωρισμού, νέα για την κατάσταση της οικονομίας, που επηρεάζουν το σύνολο της αγοράς. Για παράδειγμα, η πανδημία CoViD-19 έχει

αυξήσει τον συστηματικό κίνδυνο επηρεάζοντας το σύνολο της οικονομίας σε παγκόσμιο επίπεδο.

- **Τον Ειδικό Κίνδυνο (Μη Συστηματικός Κίνδυνος)**

Ο Ειδικός Κίνδυνος προκύπτει από τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά μιας εταιρείας, όπως η πορεία των επενδύσεων που έχει πραγματοποιήσει μια επιχείρηση.



Εικόνα 2.1. Ο καταμερισμός του κινδύνου. (Πηγή: Damodaran, 2012)

Τα διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια προσφέρουν το πλεονέκτημα χαμηλότερου συνολικού κινδύνου, καθώς σε αυτά μειώνεται, εάν όχι εξαλείφεται, το κομμάτι του ειδικού κινδύνου της επιχείρησης. Ο Κίνδυνος Αγοράς υπάρχει σε όλα τα χαρτοφυλάκια και δεν εξαλείφεται κατά την εφαρμογή οποιασδήποτε διαφοροποίησης.

Σε οικονομική βάση, η διαφοροποίηση και τήρηση μεγάλου χαρτοφυλακίου εξαλείφει τον ειδικό κίνδυνο επιχείρησης για δύο λόγους:

(α) Κάθε συγκεκριμένη επένδυση είναι πολύ μικρότερο ποσοστό του χαρτοφυλακίου, εξαλείφοντας την επίδραση (θετική ή αρνητική) στο συνολικό χαρτοφυλάκιο.

(β) Οι δράσεις συγκεκριμένης επιχείρησης μπορούν να είναι είτε θετικές είτε αρνητικές. Υποστηρίζεται, πως σ' ένα μεγάλο χαρτοφυλάκιο, οι επιδράσεις αυτές θα έρθουν κατά μέσο όρο στο μηδέν. (Για κάθε επιχείρηση, όπου συμβαίνει κάτι άσχημο, θα υπάρχει μια άλλη επιχείρηση, όπου κάτι καλό θα συμβαίνει).

Μορφές διαφοροποίησης χαρτοφυλακίου μπορεί να είναι οι επενδύσεις σε διαφορετικούς κλάδους της οικονομίας, οι επενδύσεις σε διαφορετικές χώρες, η παράλληλη επένδυση σε διαφορετικά είδη επενδύσεων (μετοχές, ομόλογα, πραγματικά περιουσιακά στοιχεία).

2.2.2 Απόδοση

Η επιτυχία και η κερδοφορία των πάγιων επενδύσεων των επιχειρήσεων θα καθορίσει σε μεγάλο βαθμό και τη συνολική τους απόδοση. Η Απόδοση εκφράζει κατά πόσο μια επιχείρηση χρησιμοποιεί τα κεφάλαια της για να παράγει κέρδος. Για να υπάρχει το κίνητρο να πραγματοποιηθεί κάποια επένδυση, αυτή θα πρέπει να αποζημιώνει τον επενδυτή με μια ελάχιστη απόδοση η οποία τον καλύπτει για το κομμάτι του κινδύνου που έχει αναλάβει.

Ένας επενδυτής επιλέγει να επενδύσει είτε 1) σε μία επένδυση με χαμηλό - ιδανικά μηδενικό - κίνδυνο οπότε και η απόδοση που θα περιμένει να εισπράξει θα είναι χαμηλή (Risk free rate of return), είτε 2) σε μία πιο επικίνδυνη επένδυση όπου ο επενδυτής θα πρέπει να αποζημιωθεί με την Αμοιβή/Πριμ κινδύνου. Το άθροισμα της Απόδοσης Επένδυσης μηδενικού κινδύνου και της Αμοιβής Κινδύνου μας δίνει την Ελάχιστη Απόδοση της επένδυσης.

$$\begin{aligned} & \text{Ελάχιστη Απόδοση} = \\ & = \text{Απόδοση Επένδυσης μηδενικού κινδύνου} + \text{Πριμ ή Αμοιβή Κινδύνου} \end{aligned}$$

Η ελάχιστη απόδοση θα είναι υψηλότερη για πιο επικίνδυνα επενδυτικά σχέδια απ' ό,τι για ασφαλέστερα.

2.2.3 Ρευστότητα

Η ρευστότητα σημαίνει πως οι επενδύσεις μπορούν εύκολα να μετατραπούν σε ταμειακή θέση ή να είναι εμπορεύσιμες, δηλαδή να έχουν προοπτικές μεταβίβασης ή πώλησης. Η ρευστότητα μιας επιχείρησης αναφέρεται στην ικανότητα της να αποπληρώνει βραχυπρόθεσμο δανεισμό. Όταν η ρευστότητα είναι υψηλή, τότε η απόδοση μπορεί να είναι χαμηλή.

2.2.4. Αύξηση κεφαλαίου

Η αύξηση κεφαλαίου πηγάζει από την εκτίμηση των επενδύσεων. Οι επενδυτές και οι σύμβουλοι τους αναζητούν «αποθέματα ανάπτυξης» στον κατάλληλο κλάδο και αγοράζουν πάντα την κατάλληλη στιγμή. (Αρτίκης, 2002, σελ.44)

2.2.5. Κάλυψη

Η κάλυψη είναι ένα ακόμη κύριο χαρακτηριστικό μιας επένδυσης και ο όρος αυτός φανερώνει πως η επένδυση είναι ασφαλής από κυβερνητικές δεσμεύσεις, κοινωνικές διαταραχές ή πολύ υψηλά επίπεδα φορολογίας.

2.3 Υπολογισμός των Περιουσιακών Στοιχείων μιας Επιχείρησης

Κατά την χρηματοοικονομική ανάλυση οποιασδήποτε εταιρείας, είναι σημαντικό να υπάρχουν κάποιες πληροφορίες σχετικά με την εταιρεία όπως, τους τύπους των περιουσιακών στοιχείων που έχει στην κατοχή της, την αξία αυτών των περιουσιακών στοιχείων και τον βαθμό αβεβαιότητας σχετικά με αυτήν την αξία. Οι οικονομικές καταστάσεις χρησιμοποιούνται για να κατηγοριοποιήσουν τα περιουσιακά στοιχεία που ανήκουν στην εταιρεία, όμως παρέχουν ελάχιστες πληροφορίες σχετικά με την αξία των στοιχείων αυτών και την αβεβαιότητα τους.

Assets		Liabilities	
Long-lived real assets	Fixed Assets	Current Liabilities	Short-term liabilities of firm
Short-lived assets	Current Assets	Debt	Debt obligations of firm
Investments in securities and assets of other firms	Financial Investments	Other Liabilities	Other long-term obligations
Assets that are not physical, like patents and trademarks	Intangible Assets	Equity	Equity investment in firm

Εικόνα 2.2. Η κατάσταση Ισολογισμού της Επιχείρησης (Πηγή: Damodaran, 2012)

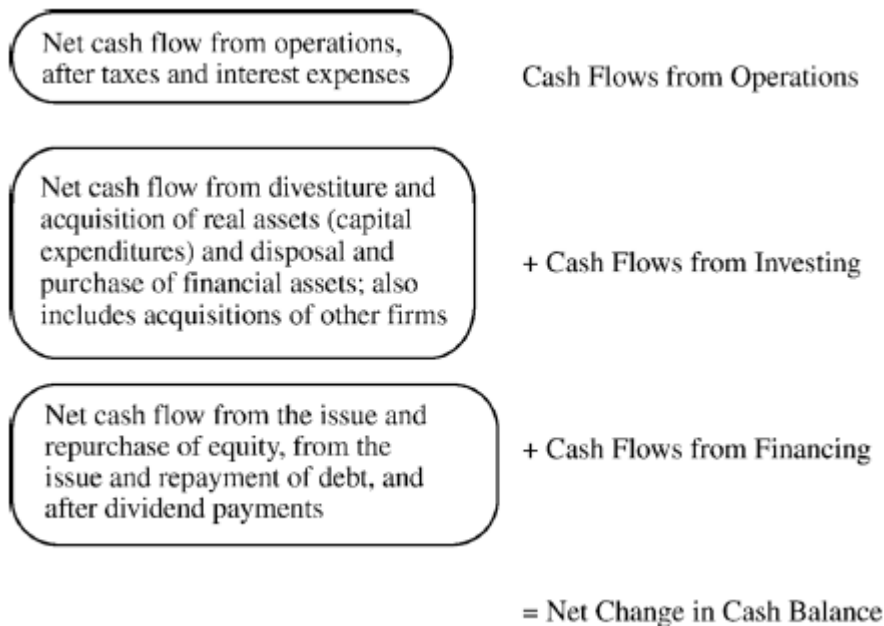
Υπάρχουν τρεις βασικές οικονομικές καταστάσεις που συνοψίζουν πληροφορίες για μια επιχείρηση. Η πρώτη είναι ο ισολογισμός, που φαίνεται στην

Εικόνα 2.2, ο οποίος συνοψίζει τα περιουσιακά στοιχεία που ανήκουν σε μια εταιρεία, την αξία αυτών των περιουσιακών στοιχείων, καθώς και τις πηγές χρηματοδότησης (ίδια κεφάλαια, δανεισμός) σε μια δεδομένη χρονική στιγμή.

Η επόμενη είναι η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης, η οποία παρέχει πληροφορίες σχετικά με τα έσοδα και τα έξοδα της επιχείρησης κατά τη διάρκεια μιας περιόδου (Εικόνα 2.3). Τέλος, υπάρχει και η κατάσταση ταμειακών ροών, όπως φαίνεται στην Εικόνα 2.4, που καθορίζει τις πηγές και τις χρήσεις χρημάτων στην επιχείρηση από δραστηριότητες λειτουργίας, επενδύσεων και χρηματοδότησης κατά τη διάρκεια μιας περιόδου.

Gross revenues from sale of products or services	Revenues
Expenses associated with generating revenues	– Operating Expenses
Operating income for the period	= Operating Income
Expenses associated with borrowing and other financing	– Financial Expenses
Taxes due on taxable income	– Taxes
Earnings to common and preferred equity for current period	= Net Income before Extraordinary Items
Profits or losses not associated with operations	– (+) Extraordinary Losses (Profits)
Profits or losses associated with changes in accounting rules	– Income Changes Associated with Accounting Changes
Dividends paid to preferred stockholders	– Preferred Dividends
	= Net Income to Common Stockholders

Εικόνα 2.3. Η κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης της Επιχείρησης. (Πηγή: Damodaran, 2012)



Εικόνα 2.4. Η κατάσταση Ταμειακών Ροών της Επιχείρησης. (Πηγή: Damodaran, 2012)

Οι οικονομικές καταστάσεις παραμένουν η κύρια πηγή πληροφοριών για τους περισσότερους επενδυτές και αναλυτές. Παρόλο που τα περιουσιακά στοιχεία μπορούν να κατηγοριοποιηθούν σε επενδύσεις που έχουν ήδη πραγματοποιηθεί (περιουσιακά στοιχεία σε ισχύ) και επενδύσεις που δεν έχουν ακόμη πραγματοποιηθεί (περιουσιακά στοιχεία σε ανάπτυξη), οι λογιστικές καταστάσεις παρέχουν ουσιαστικές πληροφορίες για ιστορικά στοιχεία, και περιορισμένα στοιχεία για την ανάπτυξη της επιχείρησης. Σαν αποτέλεσμα, οι λογιστικές καταστάσεις μπορούν να οδηγήσουν σε σημαντικές διαφορές μεταξύ της δηλωμένης αξίας αυτών των περιουσιακών στοιχείων και της αγοραίας αξίας τους.

Ένα δεύτερο ζήτημα αφορά τον υπολογισμό της κερδοφορίας της επιχείρησης. Η κερδοφορία υπολογίζεται με χρήση των οικονομικών καταστάσεων και οι δαπάνες κατηγοριοποιούνται σε λειτουργικές, χρηματοοικονομικές και κόστη χρήσης κεφαλαίου. Σε αυτές εμφανίζονται τα έσοδα και τα έξοδα την περίοδο κατά την οποία πραγματοποιούνται οι συναλλαγές, όχι όμως όταν εισπράττονται ή καταβάλλονται χρηματικά ποσά. Επιπλέον, ενώ τα λειτουργικά και χρηματοοικονομικά έξοδα εμφανίζονται στις καταστάσεις αποτελεσμάτων χρήσης, οι κεφαλαιουχικές δαπάνες κατανέμονται σε αρκετές χρονικές περιόδους και παίρνουν τη μορφή απόσβεσης. «Μάλιστα, τα λογιστικά πρότυπα εσφαλμένα κατηγοριοποιούν την λειτουργική

μίσθωση (operating lease) και τα έξοδα έρευνας και ανάπτυξης (r&d) ως λειτουργικά έξοδα, καθώς το πρώτο πρέπει να κατηγοριοποιηθεί ως χρηματοοικονομική δαπάνη και το δεύτερο ως έξοδο χρήσης κεφαλαίου.» (Damodaran A., 2012, σελ.55)

Τέλος, με την χρήση των οικονομικών καταστάσεων εξετάζεται ο βραχυπρόθεσμος κίνδυνος ρευστότητας (liquidity risk), αλλά και ο μακροπρόθεσμος κίνδυνος χρηματοοικονομικής αθέτησης (default risk), δηλαδή το ενδεχόμενο οι εταιρείες να μην μπορούν να πραγματοποιήσουν τις πληρωμές με τις οποίες έχουν δεσμευτεί. Ενώ, δίνεται μεγάλη έμφαση από τους αναλυτές στις παραπάνω δύο κατηγορίες κινδύνου, υπάρχει πολύ μικρή εστίαση στον κίνδυνο επένδυσης σε μετοχικό κεφάλαιο.

3. Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Η αποτίμηση των επιχειρήσεων ορίζεται εν μέρει ως τέχνη, αν και από μερικούς αναλυτές προτιμάται ο όρος «κρίση και εν μέρει επιστήμη». (*Link A., et al, 1999, σελ. 29*).

Η τέχνη της αποτίμησης συγκεντρώνει την κατανόηση της οικονομικής διάστασης της αποδοτικότητας των περιουσιακών στοιχείων σε σύγκριση με την αποσβεστέα αξία τους, του κλάδου που δραστηριοποιείται η επιχείρηση και του γενικότερου οικονομικού περιβάλλοντος. Επιπλέον, επιλογή της κατάλληλης μεθόδου αποτίμησης και η κατανόηση των ιδιαιτεροτήτων των επιχειρήσεων, συμπεριλαμβάνονται στον ορισμό της τέχνης που αφορά την αποτίμηση.

Συχνά, με την αποτίμηση σχετίζεται και η αβεβαιότητα. Η αβεβαιότητα μπορεί να προέλθει από το περιουσιακό στοιχείο που αποτιμάται, αλλά και από το μοντέλο αποτίμησης που επιλέγεται να χρησιμοποιηθεί.

3.1. Η Αξία της Επιχείρησης

Κάθε περιουσιακό στοιχείο, οικονομικό ή πραγματικό, έχει αξία. Το κλειδί για την επιτυχημένη διαχείριση των περιουσιακών αυτών στοιχείων, αλλά και γενικότερα για πραγματοποίηση επιτυχημένων επενδύσεων, έγκειται στην κατανόηση όχι μόνο της τιμής τους, αλλά και της αξίας τους.

Οι αντιλήψεις της αξίας πρέπει να υποστηρίζονται από την πραγματικότητα, που συνεπάγεται ότι η τιμή που καταβάλλεται για οποιοδήποτε περιουσιακό στοιχείο πρέπει να αντικατοπτρίζει τις ταμειακές ροές που αναμένεται να δημιουργήσει.

Ο καθορισμός της αξίας είναι ιδιαίτερα σημαντικός σε μια οικονομία, καθώς οι επενδύσεις πραγματοποιούνται αποσκοπώντας την απολαβή οφέλους που θα ξεπεράσει την αξία της επένδυσης και θα αποζημιώσει για τον κίνδυνο που έχει αναληφθεί. (*Koller T. et al, 2010, σελ. 55*).

Για να μεγιστοποιηθεί η αξία μιας επιχείρησης (value of a firm) θα πρέπει να ληφθούν 3 ορθές οικονομικές αποφάσεις για την επιχείρηση:

➤ Η επενδυτική απόφαση, δηλαδή η απόφαση επένδυσης σε περιουσιακά στοιχεία που κερδίζουν μία επιστροφή υψηλότερη από το ελάχιστο επίπεδο απόδοσης (hurdle rate).

- Η απόφαση χρηματοοικονομικών πόρων, δηλαδή η απόφαση σχετικά με το σωστό είδος χρέους για την εταιρεία και το λειτουργικό μείγμα ξένων και ιδίων κεφαλαίων για την χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων της επιχείρησης.
- Η απόφαση περί μερισμάτων, δηλαδή την δυνατότητα αποπληρωμής των μετόχων της επιχείρησης, ειδικά εάν δεν υπάρχουν επενδύσεις που επιστρέφουν την ελάχιστη δυνατή απόδοση.

3.2. Μύθοι που σχετίζονται με την Αποτίμηση

Εφαρμόζοντας την Αποτίμηση κατά τη διάρκεια των ετών, έχουν δημιουργηθεί διάφοροι μύθοι/αποκλίσεις από την πραγματική ερμηνεία της, και αυτοί αναλύονται παρακάτω:

1) *«Δεδομένου ότι τα μοντέλα αποτίμησης είναι ποσοτικά, η αποτίμηση είναι αντικειμενική».*

Τα μοντέλα που χρησιμοποιούνται στην αποτίμηση μπορεί να είναι ποσοτικά, αλλά οι εισροές αφήνουν πολλά περιθώρια για υποκειμενικές κρίσεις. Έτσι, η τελική τιμή που λαμβάνουμε από αυτά τα μοντέλα χρωματίζονται από την προκατάληψη που φέρνει ο αναλυτής στη διαδικασία. Δεδομένης της έκθεσης σε εξωτερικές πληροφορίες, αναλύσεις και απόψεις για μια εταιρεία, είναι απίθανο να μην υπάρχει κάποια προκατάληψη. Σε πάρα πολλές περιπτώσεις (για παράδειγμα στις εξαγορές), η απόφαση για το αν η εταιρεία είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη προηγείται της πραγματικής αποτίμησης, οδηγώντας σε σοβαρά προκατειλημμένες αναλύσεις. Η προφανής λύση είναι να εξαλειφθούν όλες οι προκαταλήψεις πριν ξεκινήσει μια αποτίμηση, είτε αφορούν το ατομικό επίπεδο του αναλυτή, είτε αφορούν ισχυρές δημόσιες απόψεις.

2) *«Μια καλοσχεδιασμένη και καλά διερευνημένη αποτίμηση είναι διαχρονική».*

Η τιμή που λαμβάνεται από οποιοδήποτε μοντέλο αποτίμησης επηρεάζεται εκτός από την συγκεκριμένη εταιρεία, και από πληροφορίες από όλη την αγορά. Δεδομένης της συνεχούς ροής πληροφοριών στις χρηματοπιστωτικές αγορές, η αποτίμηση που γίνεται σε μια εταιρεία πρέπει να ενημερώνεται και να αντικατοπτρίζει τις τρέχουσες πληροφορίες, καθώς μπορεί να επηρεάσει όλες τις επιχειρήσεις ενός τομέα. Η αναφορά κερδών μιας εταιρείας πρέπει να περιέχει όχι μόνο πληροφορίες για την απόδοση της

την πιο πρόσφατη χρονική περίοδο, αλλά, και για το επιχειρηματικό μοντέλο που έχει υιοθετήσει. Κάποιες εταιρείες (2010: Linked In) προσφέρουν αρχικά τεράστιες υποσχέσεις λόγω των μελών τους, αλλά εξακολουθούν να βρίσκονται στα αρχικά στάδια εμπορευματοποίησης αυτής της υπόσχεσης τα επόμενα χρόνια. Εταιρείες χρηματοοικονομικών υπηρεσιών που αποτιμήθηκαν πολύ στις αρχές του 2008, με την υπόθεση ότι η υψηλή ανάπτυξη και οι αποδόσεις από τα προηγούμενα χρόνια θα συνεχιστούν στο μέλλον, αποτιμήθηκαν πολύ λιγότερο στις αρχές του 2009, καθώς η τραπεζική κρίση του 2008 έδειξε τις αδυναμίες και τους κρυμμένους κινδύνους των επιχειρήσεων αυτών. Τέλος, οι πληροφορίες σχετικά με την κατάσταση της οικονομίας και το επίπεδο του επιτοκίου επηρεάζουν όλες τις αποτιμήσεις σε μια οικονομία. Η αποδυνάμωση της οικονομίας μπορεί να οδηγήσει σε μια επανεκτίμηση του ρυθμού ανάπτυξης σε γενικές γραμμές, αν και η επίδραση στα κέρδη είναι πιθανό να είναι μεγαλύτερη σε κυκλικές εταιρείες. Ομοίως, θα παρουσιάσουν μία αύξηση τα επιτόκια των επενδύσεων.

3) *«Μια καλή αποτίμηση παρέχει μια ακριβή εκτίμηση αξίας».*

Ακόμα και στο τέλος της πιο προσεκτικής και λεπτομερούς αποτίμησης, δεν είναι ρεαλιστικό να περιμένουμε απόλυτη βεβαιότητα αποτελεσμάτων, καθώς οι ταμειακές ροές και τα προεξοφλητικά επιτόκια που εκτιμώνται είναι βασισμένα τις εκτιμήσεις που κάνουμε για το μέλλον της εταιρείας και της οικονομίας. Η αποτίμηση μπορεί να σχετίζεται με το στάδιο που βρίσκεται μια επιχείρηση στον κύκλο ζωής της. Οι ώριμες εταιρίες εκτιμώνται ευκολότερα από τις εταιρείες ανάπτυξης, και οι νέες εταιρείες σε αναδυόμενες αγορές είναι πιο δύσκολο να εκτιμηθούν από τις εταιρείες με καθιερωμένα προϊόντα και αγορές.

4) *«Όσο πιο ποσοτικό είναι ένα μοντέλο, τόσο καλύτερη η αποτίμηση».*

Το πρόβλημα που συχνά αντιμετωπίζετε στις αποτιμήσεις δεν είναι οι ελάχιστες πληροφορίες, αλλά το πλεόνασμα πληροφοριών και η περιπλοκότητα τους. Ο διαχωρισμός των πληροφοριών που έχουν πραγματική σημασία από τις πληροφορίες που δεν είναι εξίσου σημαντικές, είναι το ίδιο σοβαρό με την εύρεση του ορθού μοντέλου και της τεχνικής αποτίμησης που θα χρησιμοποιηθεί για την εκτίμηση μιας εταιρείας.

5) «Για να είναι κερδοφόρα μία αποτίμηση, πρέπει να υπάρχει η υπόθεση πως οι αγορές είναι αναποτελεσματικές (αλλά ότι θα καταστούν αποδοτικές)».

Είναι προτιμότερο, το ζήτημα της αποτελεσματικότητας της αγοράς να αντιμετωπίζεται μετά από σκέψη, δηλαδή να αναγνωρίζεται ότι αφενός οι αγορές κάνουν λάθη αλλά, αφετέρου, βρίσκοντας αυτά τα λάθη, απαιτείται συνδυασμός δεξιοτήτων και τύχης. Αυτή η άποψη των αγορών οδηγεί στα ακόλουθα συμπεράσματα: Πρώτον, αν κάτι φαίνεται πολύ καλό για να είναι αληθινό, μάλλον δεν είναι αλήθεια. Δεύτερον, όταν η αξία μετά από μία ανάλυση διαφέρει σημαντικά από την τιμή της αγοράς, είναι προτιμότερο να θεωρείται ως τεκμήριο πως η αγορά είναι σωστή, προτού καταλήξουμε στο συμπέρασμα ότι κάτι είναι υπερτιμημένο ή υποτιμημένο.

6) «Το αποτέλεσμα της αποτίμησης (δηλαδή, η εύρεση αξίας) είναι αυτό που έχει σημασία. Η διαδικασία αποτίμησης δεν είναι σημαντική».

Στην διαδικασία της αποτίμησης υπάρχει ο κίνδυνος να γίνει εστίαση αποκλειστικά στο αποτέλεσμα (δηλαδή, την αξία της εταιρείας και αν είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη), και να λείπουν πολύτιμες πληροφορίες που μπορούν να ληφθούν από την διαδικασία αποτίμησης, όπως τι αξίζει μία επωνυμία, ποια είναι η επίδραση των περιθωρίων κέρδους, ποια είναι η τιμή που πρέπει να πληρώσει για υψηλή ανάπτυξη, κ.α.

3.3. Πεδία Εφαρμογής της Αποτίμησης

«Η αποτίμηση χρησιμοποιείται σε ένα ευρύ φάσμα εργασιών, όμως ο ρόλος που διαδραματίζει μπορεί να εμφανίσει διαφοροποίηση ανάλογα το πεδίο εφαρμογής» (Damodaran A., 2012, σελ. 6).

Η αποτίμηση χρησιμοποιείται στην διαχείριση χαρτοφυλακίου, στην απόκτηση ή πώληση ενός περιουσιακού στοιχείου, στις συγχωνεύσεις και εξαγορές, καθώς και στην εταιρική χρηματοδότηση. Πιο αναλυτικά:

- **Διαχείριση χαρτοφυλακίου**

Ο ρόλος που παίζει η αποτίμηση στη διαχείριση χαρτοφυλακίου καθορίζεται σε μεγάλο βαθμό από την επενδυτική φιλοσοφία του επενδυτή, αφού σε παθητικές

διαχειρίσεις δεν διαδραματίζει σπουδαίο ρόλο. Αντίθετα, στην ενεργητική διαχείριση η αποτίμηση είναι μεγαλύτερης σημασίας και μάλιστα, η φύση και ο ρόλος της αποτίμησης διαφέρουν ανάλογα των χαρακτηριστικών της ενεργής επένδυσης. (Damodaran A., 2012, σελ. 6)

Στη θεμελιώδη ανάλυση, το βασικό θέμα είναι η εύρεση της πραγματικής αξίας μιας επιχείρησης βασισμένη πάντα στα οικονομικά της χαρακτηριστικά, όπως τον κίνδυνο στον οποίο είναι εκτεθειμένη, τις προοπτικές ανάπτυξης και τις ταμειακές ροές της. Οποιαδήποτε απόκλιση από αυτήν την τιμή είναι ένα σημάδι ότι μια επιχείρηση είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη. Με αυτόν τον τρόπο, χαράζεται μία μακροπρόθεσμη στρατηγική για τις επενδύσεις και στηρίζεται στις ακόλουθες παραδοχές:

- ο Η σχέση μεταξύ αξίας και των χρηματοοικονομικών παραγόντων είναι μετρήσιμη.
- ο Η σχέση των θεμελιωδών στοιχείων και της αποτίμησης είναι σταθερή με την πάροδο του χρόνου.
- ο Τυχόν αποκλίσεις από αυτήν την σχέση μπορούν να διορθωθούν σε βάθος χρόνου.

Οι αναλυτές χρησιμοποιούν διάφορα μοντέλα αποτίμησης κατά την θεμελιώδη ανάλυση στην διαχείριση χαρτοφυλακίων, όπως το υπόδειγμα προεξόφλησης ταμειακών ροών, αριθμοδείκτες, πολλαπλασιαστές, κλπ.

Η ψυχολογία των επενδυτών θεωρείται πως είναι ένας παράγοντας, πέρα των χρηματοοικονομικών μεταβλητών, που επηρεάζει με τον ίδιο βαθμό τις τιμές. Οι διαθέσιμες πληροφορίες από τις διάφορες συναλλαγές, όπως ο όγκος των συναλλαγών, οι μεταβολές τιμών, οι σύντομες πωλήσεις, κλπ, δίνουν μία ένδειξη για τις μελλοντικές κινήσεις των τιμών, καθώς και για την ψυχολογία των επενδυτών. Θεωρείται, δηλαδή, πως οι τιμές κινούνται με προβλέψιμα μοτίβα, και πως ο μέσος επενδυτής στην αγορά καθοδηγείται περισσότερο από το συναίσθημα παρά από την ορθολογική ανάλυση.

- **Απόκτηση (ή πώληση) επιχειρήσεων**

Η αποτίμηση διαδραματίζει σπουδαίο ρόλο στις περιπτώσεις αγοράς ή πώλησης επιχειρήσεων, δεδομένου ότι είναι αναγκαίο να καθοριστεί μια λογική τιμή για την προσφορά που θα συμφέρει τόσο την εταιρεία-στόχο, όσο και την αγοράζουσα επιχείρηση. Η αποτίμηση σε αυτές τις περιπτώσεις εξετάζει και άλλους παράγοντες.

Αρχικά, είναι σημαντικό να μελετηθούν τα οικονομικά αποτελέσματα λόγω της συνέργειας των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων, και μάλιστα είναι σωστό να ποσοτικοποιηθούν με σκοπό την απόφαση του ύψους της προσφοράς. Επιπλέον, εξετάζονται οι επιπτώσεις στην αξία της επιχείρησης-στόχου από τις μεταβολές στην διοίκησή της και την αναδιάρθρωση των λειτουργιών της. Με αυτόν τον τρόπο καθορίζεται μια δίκαιη τιμή-προσφορά, μία διαδικασία όμως που εμφανίζει ιδιαίτερη δυσκολία σε εχθρικές εξαγορές.

Η αποτίμηση σε εξαγορές επηρεάζεται σε μεγάλο βαθμό από συνθήκες της αγοράς και τις προκαταλήψεις ή τα σφάλματα που μπορεί να εισάγει ο αναλυτής στην διαδικασία, καθιστώντας με αυτόν τον τρόπο το αποτέλεσμα της αποτίμησης πλασματικό. Σε εχθρικές εξαγορές, για παράδειγμα, η επιχείρηση-στόχος πιθανόν να είναι υπερβολικά αισιόδοξη σχετικά με την αξία της εταιρείας, σε μια προσπάθεια αποτροπής των μετόχων για την επικείμενη εξαγορά, καθώς οι τιμές είναι πολύ χαμηλές. Όμοια οι εταιρείες που εξαγοράζονται, για στρατηγικούς λόγους, μπορούν να ασκήσουν πιέσεις σε αναλυτές για την διεξαγωγή αποτελεσμάτων αποτίμησης που παρουσιάζουν εύνοια προς το μέρος τους.

Στις περιπτώσεις αγοράς επιχειρήσεων με δικαιόχρηση (franchise), μεταξύ των λίγων επιχειρήσεων, το ενδιαφέρον στρέφεται κυρίως σε υποτιμημένες επιχειρήσεις, τις οποίες οι επενδυτές είναι σε θέση να κατανοούν πλήρως και να προσθέσουν μελλοντική αξία κατά την αναδιάρθρωση και τη σωστή λειτουργία της επιχείρησης.

- **Εταιρική Χρηματοδότηση**

Σε περιπτώσεις χρηματοδότησης επιχειρήσεων, εάν ο στόχος είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης, θα πρέπει να καθοριστεί η σχέση μεταξύ των χρηματοοικονομικών αποφάσεων, της εταιρικής στρατηγικής και της αξίας της. Τα τελευταία έτη, όλο και περισσότερες εταιρείες στρέφονται σε επιχειρήσεις παροχής συμβουλευτικών υπηρεσιών επιθυμώντας να μεγιστοποιήσουν την αξία τους, και κυρίως οι προτάσεις τους εστιάζουν στην αναδιάρθρωση των εταιρειών.

Η υιοθέτηση της στρατηγικής της επιχείρησης, καθώς και οι αποφάσεις για την οικονομική και μερισματική πολιτική της, σχετίζονται άμεσα με την αξία της επιχείρησης. Η κατανόηση αυτής της σχέσης αποτελεί το κλειδί για την λήψη αποφάσεων σχετικά με μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης, αλλά και την οικονομική αναδιάρθρωση της με ορθολογικό τρόπο.

4. Η ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΤΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

4.1. Υποδείγματα Αποτίμησης Επιχειρήσεων

Οι αναλυτές χρησιμοποιούν ένα ευρύ φάσμα μοντέλων κατά την αποτίμηση, που όμως όλα μοιράζονται ορισμένα κοινά χαρακτηριστικά, και μπορούν να ταξινομηθούν με ευρύτερους όρους. Με την ταξινόμηση, είναι ευκολότερο να κατανοηθεί αν τα μεμονωμένα μοντέλα ταιριάζουν στο ευρύτερο σύνολο και τον λόγο που παρουσιάζουν διαφορετικά αποτελέσματα και θεμελιώδη σφάλματα λογικής.

Κατά την Αποτίμηση, υπάρχουν τρεις προσεγγίσεις (*Damodaran, 2012*):

- 1) Η **Προεξόφληση Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flow Valuation)**, η οποία συνδέει την αξία ενός περιουσιακού στοιχείου με την παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών ταμειακών ροών του περιουσιακού αυτού στοιχείου.
- 2) Η **Συγκριτική Αποτίμηση (Relative Valuation)** κατά την οποία η αξία ενός περιουσιακού στοιχείου μπορεί να εκτιμηθεί παρατηρώντας την διαμόρφωση των τιμών της αγοράς για συγκρίσιμα περιουσιακά στοιχεία και ομοειδείς επιχειρήσεις.
- 3) Η **Αποτίμηση μέσω των Ενδεχόμενων Αξιώσεων (Contingent Claim Valuation)**, η οποία χρησιμοποιεί υποδείγματα τιμολόγησης δικαιωμάτων προαίρεσης (options) για να αποτιμήσει τα περιουσιακά στοιχεία τα οποία έχουν χαρακτηριστικά δικαιωμάτων προαίρεσης. Τα κύρια χαρακτηριστικά αυτού του μοντέλου συνδέονται με την τιμή και τη μεταβλητότητα της τιμής του υποκείμενου τίτλου (π.χ. μετοχής), αλλά και με την επιθυμητή απόδοση, κάτω από την υπόθεση ότι η διαπραγμάτευση του υποκείμενου στοιχείου, μαζί με τη δυνατότητα εξάσκησης του δικαιώματος, είναι συνεχής και δεν έχει περιορισμούς.

4.2. Το Υπόδειγμα Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών

Κατά την μέθοδο αποτίμησης με Προεξόφληση Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flow Valuation – DCF), η αξία ενός περιουσιακού στοιχείου είναι η παρούσα αξία (PV) όλων των αναμενόμενων μελλοντικών ταμειακών ροών του περιουσιακού στοιχείου.

Κάθε περιουσιακό στοιχείο έχει ουσιαστική αξία που μπορεί να εκτιμηθεί με βάση τα χαρακτηριστικά των ταμειακών ροών του, της ανάπτυξης και του κινδύνου.

Απαραίτητα στοιχεία, κατά την εφαρμογή αυτής της μεθόδου αποτίμησης είναι η ζωή ενός περιουσιακού στοιχείου, οι ταμειακές ροές (cash flows) κατά τη διάρκεια της ζωής του περιουσιακού στοιχείου και το επιτόκιο προεξόφλησης (discount rate). Πιο συγκεκριμένα, αποτυπώνεται με τον παρακάτω τύπο:

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

Όπου, n = Η ζωή ενός περιουσιακού στοιχείου

CF_t = Οι ταμειακές ροές κατά τη διάρκεια ζωής ενός περιουσιακού στοιχείου (t)

r = Το επιτόκιο προεξόφλησης

Η αξία κάθε περιουσιακού στοιχείου, συμπεριλαμβανομένων και των μετοχών, εξαρτάται από τις αναμενόμενες ταμειακές ροές που θα παράγει. Οι καθαρές ταμειακές ροές αποτελούν τις πραγματικές ταμειακές ροές που παράγει μια επιχείρηση σε αντίθεση με τα καθαρά κέρδη τα οποία προκύπτουν και από τον συσχετισμό μη ταμειακών ροών. Επειδή οι αποσβέσεις «αποτελούν μη ταμειακές χρεώσεις» προστίθενται στις λειτουργικές ταμειακές ροές για να προκύψουν οι καθαρές ταμειακές ροές. (Brigham, E. F. & Houston, J. F., 2007, σελ.169). Οι καθαρές ταμειακές ροές αποτελούν τις ταμειακές ροές που είναι διαθέσιμες προς όλους τους επενδυτές μιας επιχείρησης (μετόχους και δανειστές).

Σε κάποιες περιπτώσεις, οι καθαρές ταμειακές ροές μπορεί να είναι αρνητικές και οι επενδυτές θα πρέπει να χρηματοδοτήσουν την επιχείρηση με επιπλέον κεφάλαια. Αν οι αρνητικές καθαρές ταμειακές ροές προέρχονται από αρνητικά καθαρά λειτουργικά κέρδη τότε η επιχείρηση αντιμετωπίζει πρόβλημα, ενώ αν προέρχεται από υψηλές επενδύσεις σε λειτουργικά περιουσιακά στοιχεία, αυτό μπορεί να συνεπάγεται με μελλοντική αύξηση της κερδοφορίας.

Η μέθοδος Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών που χρησιμοποιείται στην αποτίμηση επιχειρήσεων διαχωρίζεται σε δύο κατηγορίες. Η πρώτη είναι η αποτίμηση μόνο του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης (Equity Valuation), ενώ η δεύτερη είναι η αποτίμηση ολόκληρης της επιχείρησης (Firm Valuation). Ενώ και οι δύο τρόποι στηρίζονται στην ίδια φιλοσοφία προεξόφλησης καθαρών ταμειακών ροών, οι σχετικές ταμειακές ροές καθώς και τα επιτόκια προεξόφλησης είναι διαφορετικά για την κάθε περίπτωση.

Το επιτόκιο προεξόφλησης αντικατοπτρίζει τον κίνδυνο των εκτιμώμενων ταμειακών ροών, παίρνοντας υψηλότερες τιμές όταν τα περιουσιακά στοιχεία είναι περισσότερο επικίνδυνα, και χαμηλότερες τιμές για περισσότερο ασφαλή περιουσιακά στοιχεία.

Το βασικό σφάλμα που πρέπει να αποφευχθεί κατά την εφαρμογή της μεθόδου Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών είναι η λάθος αντιστοίχιση των ταμειακών ροών με τα προεξοφλητικά επιτόκια, καθώς «η προεξόφληση ταμειακών ροών προς τους μετόχους με προεξοφλητικό επιτόκιο το κόστος κεφαλαίου θα οδηγήσει σε μια ανοδική εκτίμηση της αξίας των ιδίων κεφαλαίων, ενώ η προεξόφληση ταμειακών ροών προς την επιχείρηση με προεξοφλητικό επιτόκιο των κόστος ιδίων κεφαλαίων θα αποδώσει μία πτωτική εκτίμηση της αξίας της επιχείρησης.» (Damodaran A., 2012)

4.2.1. Προεξόφληση Καθαρών Ταμειακών Ροών προς τους Μετόχους

Η αξία των ιδίων κεφαλαίων προέρχεται από την εκτίμηση των προεξοφλημένων ταμειακών ροών προς τους μετόχους (όπως οι υπολειμματικές ταμειακές ροές μετά την κάλυψη όλων των εξόδων, φορολογικών υποχρεώσεων και αποπληρωμών τόκων και δανειακών κεφαλαίων), προεξοφλημένες στο κόστος ιδίων κεφαλαίων (όπως της απαιτούμενης από πλευράς μετοχικών επενδυτών απόδοσης της επιχείρησης).

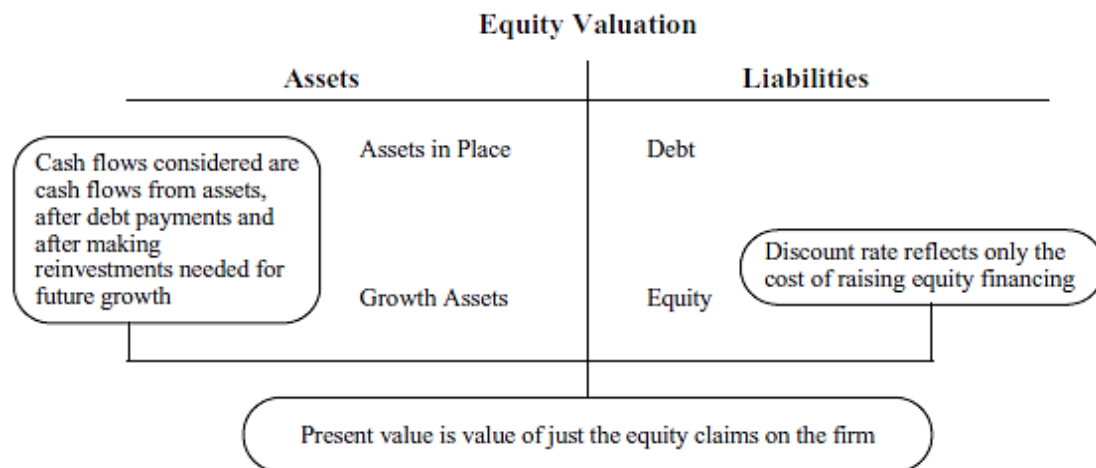
Πιο συγκεκριμένα η Αξία των Ιδίων Κεφαλαίων κατά την μέθοδο Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών προς τους Μετόχους (FCFE), αποτυπώνεται με τον παρακάτω τύπο:

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

Όπου, n = Η ζωή ενός περιουσιακού στοιχείου

$CF \text{ to equity}_t$ = Οι υπολειμματικές ταμειακές ροές που αναμένουν να εισπράξουν οι μέτοχοι κατά τη διάρκεια ζωής ενός περιουσιακού στοιχείου (t)

k_e = Το κόστος ιδίων κεφαλαίων



Διάγραμμα 4.1. Προεξόφληση Καθαρών Ταμειακών Ροών προς τους Μετόχους. (Πηγή: Damodaran, 2012)

Ο υπολογισμός του ποσού που μια εταιρεία μπορεί να αποδώσει στους μετόχους στο μέλλον ξεκινά από τα καθαρά κέρδη της. Για να πραγματοποιήσει μία επιχείρηση αύξηση των ιδίων κεφαλαίων της, προϋποθέτει να αυξήσει την κερδοφορία της, χωρίς όμως να αυξηθεί και ο κίνδυνος της. Αυτό επιτυγχάνεται με μείωση των κεφαλαιουχικών δαπανών καθώς αποτελούν ταμειακές εκροές, μείωση του κεφαλαίου κίνησης, αλλά και αύξηση δανεισμού, μόνο εάν μία εταιρεία έχει επενδύσει σε κερδοφόρες κινήσεις και αυξήσει τα κέρδη της αποτελεσματικά, χωρίς να την απασχολεί η αύξηση του χρηματοπιστωτικού κινδύνου. Οι μεταβολές στο κεφάλαιο κίνησης μπορούν να επιδράσουν στις διαθέσιμες ταμειακές ροές μιας εταιρείας αφού οι αυξήσεις έχουν σαν αποτελέσματα μεγαλύτερες ανάγκες σε κεφάλαιο κίνησης, ενώ οι μειώσεις επιφέρουν υψηλότερες ταμειακές ροές για τους επενδυτές. Επιπλέον, οι καθαρές ταμειακές ροές προς τους μετόχους επηρεάζονται από τις μεταβολές στο χρέος της επιχείρησης, δηλαδή τυχόν αποπληρωμές δανειακών κεφαλαίων και εκδόσεις νέου δανεισμού. Με βάση τα παραπάνω δεδομένα, οι ελεύθερες ταμειακές ροές προς τους μετόχους υπολογίζονται ως εξής:

$$\begin{aligned}
 \text{F.C.F.E} = & \text{Καθαρά Κέρδη} \\
 & + \text{Αποσβέσεις} \\
 & - (\text{Ανάγκες Επανεπένδυσης σε κεφαλαιουχικές δαπάνες (CapEx)}) \\
 & - \text{Μεταβολές σε μη ταμιακές ροές στο Κεφάλαιο Κίνησης (W.C.)} \\
 & + (\text{Καθαρός νέος δανεισμός} - \text{Αποπληρωμή παλιού})
 \end{aligned}$$

Στην περίπτωση όπου υπάρχουν προνομιούχες μετοχές, τότε οι ελεύθερες ταμειακές ροές προς τους μετόχους υπολογίζονται ως εξής:

F.C.F.E = Καθαρά Κέρδη

+ Αποσβέσεις

- Ανάγκες Επανεπένδυσης σε κεφαλαιουχικές δαπάνες (CapEx)

- (Μέρισμα Προνομιούχων Μετοχών – Έκδοση Προνομιούχων Μετοχών)

- Μεταβολές σε μη ταμειακές ροές στο Κεφάλαιο Κίνησης (W.C.)

+ (Καθαρός νέος δανεισμός (Net Debt) – Αποπληρωμή παλιού)

Η προεξόφληση των καθαρών ταμειακών ροών προς τους μετόχους λαμβάνει ως επιτόκιο προεξόφλησης το κόστος ιδίων κεφαλαίων και ο υπολογισμός της παρούσας αξίας πραγματοποιείται από τον τύπο:

$$PV_{\text{Ιδίων Κεφαλαίων}} = \frac{FCFE_1}{(1 + k_e)^1} + \frac{FCFE_2}{(1 + k_e)^2} + \dots + \frac{FCFE_\infty}{(1 + k_e)^\infty}$$

4.2.2. Προεξόφληση Καθαρών Ταμειακών Ροών προς την Επιχείρηση

Η αξία της επιχείρησης προέρχεται από την προεξόφληση των ταμειακών ροών της επιχείρησης (όπως οι υπολειμματικές ταμειακές ροές μετά την κάλυψη όλων των λειτουργικών δαπανών και φορολογικών υποχρεώσεων, μα προ αποπληρωμένων δανείων), προεξοφλημένες στο σταθμισμένο μέσο κόστος κεφαλαίων (WACC), το οποίο είναι το κόστος των διαφορετικών συστατικών χρηματοδότησης της επιχείρησης, σταθμισμένο με τις σχετικές αγοραίες αξίες τους.

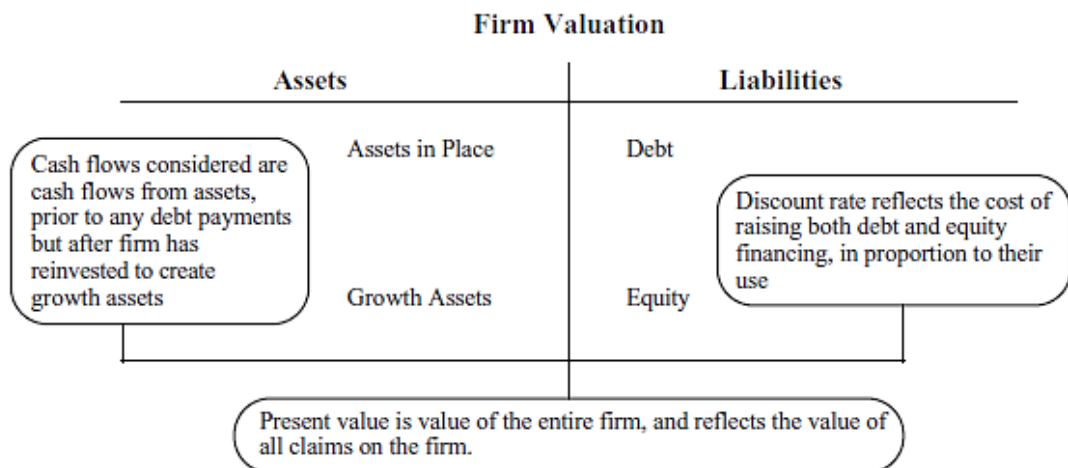
Πιο συγκεκριμένα η Αξία της Επιχείρησης κατά την μέθοδο Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών προς την Επιχείρηση (FCFF), αποτυπώνεται με τον παρακάτω τύπο:

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

Όπου, n = Η ζωή ενός περιουσιακού στοιχείου

CF to firm_{*t*} = Οι ταμειακές ροές που αναμένουν να εισπράξουν οι μέτοχοι και οι δανειστές κατά τη διάρκεια ζωής ενός περιουσιακού στοιχείου - επιχείρησης (*t*)

WACC = Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίων



Διάγραμμα 4.2. Προεξόφληση Καθαρών Ταμειακών Ροών προς την Επιχείρηση. (Πηγή: Damodaran, 2012)

Ο υπολογισμός του ποσού που μια εταιρεία μπορεί να αποδώσει σε όλους τους επενδυτές της, μετόχους και δανειστές, αντιπροσωπεύει τα λειτουργικά κέρδη μετά φόρων της επιχείρησης. Για να πραγματοποιήσει μία επιχείρηση αύξηση των λειτουργικών της κερδών, προϋποθέτει να αυξήσει τις πωλήσεις της, το μικτό περιθώριο κέρδους της, αλλά και το λειτουργικό περιθώριο κέρδους της. Πιο συγκεκριμένα, οι αναμενόμενες καθαρές ταμειακές ροές προς την επιχείρηση αποτελούν τα καθαρά λειτουργικά κέρδη μείον τις επενδύσεις σε κεφαλαιουχικές δαπάνες και σε κεφάλαιο κίνησης, και υπολογίζονται ως εξής:

$$\begin{aligned}
 \text{F.C.F.F.} = & \text{Λειτουργικά Κέρδη μετά φόρων } [(EBIT) \cdot (1-t)] \\
 & + \text{Αποσβέσεις} \\
 & - \text{Ανάγκες Επανεπένδυσης σε κεφαλαιουχικές δαπάνες (CapEx)} \\
 & - \text{Μεταβολές στο Καθαρό Λειτουργικό Κεφάλαιο Κίνησης (W.C.)}
 \end{aligned}$$

Η προεξόφληση των καθαρών ταμειακών ροών προς την επιχείρηση λαμβάνει ως επιτόκιο προεξόφλησης το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC) και ο υπολογισμός της παρούσας αξίας πραγματοποιείται από τον τύπο:

$$PV_{\text{Επιχείρησης}} = \frac{FCFF_1}{(1 + WACC)^1} + \frac{FCFF_2}{(1 + WACC)^2} + \dots + \frac{FCFF_\infty}{(1 + WACC)^\infty}$$

Αναλυτικά, τα βήματα για την αποτίμηση μιας επιχείρησης με την μέθοδο της Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών είναι:

1. Πρόβλεψη πωλήσεων, δαπανών και ταμειακών ροών σε ετήσια βάση για το χρονικό διάστημα που έχει επιλεγεί, συνήθως πέντε έτη.
2. Υπολογισμός των καθαρών ταμειακών ροών που αναμένονται, για κάθε έτος πρόβλεψης.
3. Υπολογισμός της υπολειμματικής αξίας της επιχείρησης έπειτα από το τελευταίο έτος πρόβλεψης.
4. Προεξόφληση των ετήσιων καθαρών ταμειακών ροών.
5. Προεξόφληση της υπολειμματικής αξίας της επιχείρησης.
6. Άθροιση των προεξοφλημένων αναμενόμενων ταμειακών ροών και υπολογισμός της αγοραίας αξίας της επιχείρησης.
7. Αφού υπολογισθεί η συνολική αξία της επιχείρησης, μπορεί εύκολα να προσδιοριστεί η αξία της μετοχής (αξία προς τους μετόχους), αν από την αγοραία αξία της επιχείρησης αφαιρεθεί το σύνολο των δανειακών κεφαλαίων.
8. Το σύνολο των προεξοφλημένων καθαρών ταμειακών ροών προς τους μετόχους μπορεί να αναχθεί σε αξία της μιας μετοχής, αν διαιρεθεί με τον συνολικό αριθμό των μετοχών σε κυκλοφορία. Αν η αξία αυτή προσεγγίζει την αξία που η μετοχή διαπραγματεύεται στην αγορά τότε υπάρχει ένα επίπεδο ισορροπίας. Αν είναι μικρότερη τότε η μετοχή θεωρείται υπερτιμημένη, ενώ αν είναι υψηλότερη από αυτό το επίπεδο τότε θεωρείται υποτιμημένη.

4.3. Αποτίμηση Μη Εισηγμένης Επιχείρησης

Όταν μια εταιρεία δεν διαπραγματεύεται σε χρηματιστηριακές αγορές, μπορεί να αποτιμηθεί υπολογίζοντας το κόστος των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας αυτής. Εφόσον δεν είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο, δεν υπάρχει τρέχουσα τιμή μετοχής σε ημερήσια βάση όπως και ημερήσιες αποδόσεις για την επιχείρηση. Επομένως, για τον υπολογισμό του κόστους των ιδίων κεφαλαίων υπολείπεται ο συντελεστής β (beta) της επιχείρησης, ο οποίος δεν μπορεί να υπολογιστεί μέσω της μεθόδου γραμμικής παλινδρόμησης.

Bottom-up betas

Η αποτίμηση μη εισηγμένων επιχειρήσεων πραγματοποιείται με τη συγκέντρωση στοιχείων που αφορούν την λειτουργική μόχλευση της επιχείρησης (σταθερά/μεταβλητά έξοδα), την χρηματοοικονομική της μόχλευση (ξένα/ίδια κεφάλαια) και τον συντελεστή φόρου εισοδήματος (tax rate) της. Στη συνέχεια, συγκεντρώνονται στοιχεία επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου στον οποίο ανήκει και η προς εξέταση επιχείρηση, οι οποίες όμως είναι εισηγμένες σε κάποιο χρηματιστήριο. Τα στοιχεία που συλλέγονται από αυτές τις επιχειρήσεις είναι ο συντελεστής β της κάθε επιχείρησης, η λειτουργική τους μόχλευση, η χρηματοοικονομική τους μόχλευση και ο συντελεστής φόρου εισοδήματος τους. Συλλέγονται δηλαδή δεδομένα, από τα οποία ο μέσος όρος τους αντικατοπτρίζει τον κλάδο στον οποίο ανήκει η προς εξέταση επιχείρηση και με αυτόν τον τρόπο υπολογίζεται ο συντελεστής β των εισηγμένων επιχειρήσεων του κλάδου.

Πολλοί αναλυτές συγχέουν αυτόν τον συντελεστή β του κλάδου με τον συντελεστή β της μη εισηγμένης επιχείρησης που εξετάζεται, όμως είναι κάτι που αμφισβητείται, καθώς τα αποτελέσματα της εταιρείας μπορεί να διαφέρουν από αυτά του κλάδου. Η σωστή πρακτική είναι να αφαιρεθούν από τον συντελεστή β του κλάδου οι μέσοι όροι των αποτελεσμάτων του κλάδου (απομόχλευση), δηλαδή κατά σειρά οι παράγοντες κινδύνου (χρηματοοικονομική μόχλευση, λειτουργική μόχλευση). Επομένως, ο συντελεστής β του κλάδου θα αφορά μόνο τον κίνδυνο του προϊόντος. Αυτός θα είναι και ο σωστός συντελεστής που θα προσαρμοστεί στον υπολογισμό του συντελεστή β της μη εισηγμένης επιχείρησης του κλάδου. Πιο αναλυτικά, οι τύποι που

θα χρησιμοποιηθούν στον υπολογισμό beta επιχείρησης της οποίας οι μετοχές δεν διαπραγματεύονται σε κάποιο χρηματιστήριο παρουσιάζονται παρακάτω.

Βρίσκεται ο unlevered beta χρησιμοποιώντας τον μέσο όρο των παραμέτρων των εισηγμένων επιχειρήσεων που αναφέρθηκαν νωρίτερα. Ο βυ συνεχίζει να εμπεριέχει τον λειτουργική μόχλευση.

$$\beta_u = \frac{\beta_L}{(1 + (1 - t) * D/E)}$$

Για να αφαιρεθεί η λειτουργική μόχλευση του μέσου όρου των εταιρειών, ώστε πλέον ο beta να εμπεριέχει μόνο τον κίνδυνο του προϊόντος της επιχείρησης, ακολουθεί:

$$\beta_{business} = \frac{\beta_u}{(1 + Fixed\ Costs/Variable\ Costs)}$$

Για να υπολογιστούν τα αποτελέσματα που αντιπροσωπεύουν την επιχείρηση που δεν είναι εισηγμένη, χρησιμοποιούνται οι παράμετροι που αντιστοιχούν στην ίδια.

$$Private\ firm\ \beta_u = \beta_{business} * (1 + Fixed\ Costs/Variable\ Costs)$$

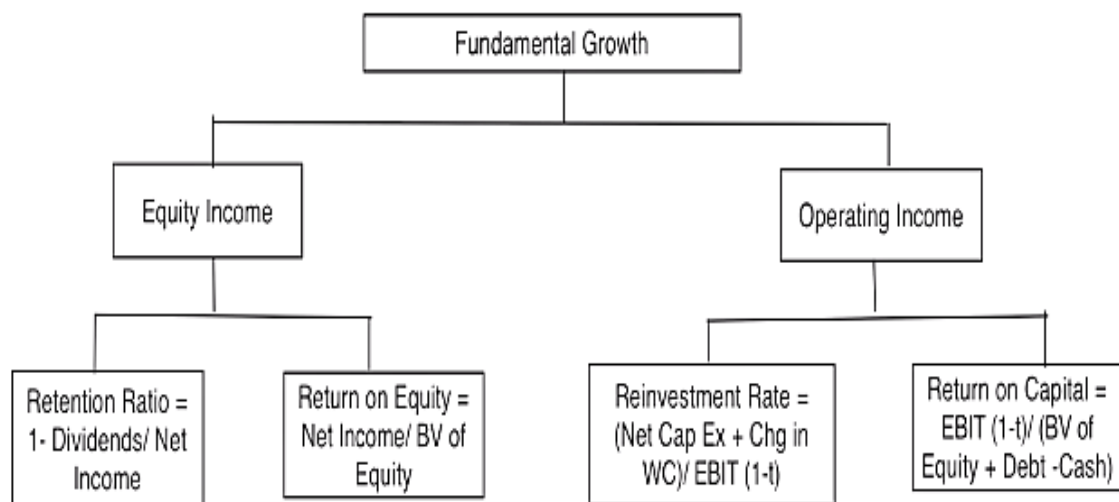
$$Private\ firm\ \beta_L = \beta_{u\ priv.firm} * (1 + (1 - t) * D/E)$$

4.4 Παράμετροι Υποδείγματος Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών

4.4.1. Προβλέψεις του ρυθμού ανάπτυξης

Η αξία μιας επιχείρησης καθορίζεται από την παρούσα αξία των αναμενόμενων ταμειακών ροών της. Μια επιχείρηση κατά τον πρώτο χρόνο λειτουργίας της θεωρείται πως θα λειτουργήσει επ' αόριστο. Κατά την αποτίμησή της, όμως, με βάση κάποια μέθοδο προεξόφλησης θέτεται κάποιος χρονικός περιορισμός (5έτη). Από αυτόν τον χρονικό ορίζοντα και μετά, γίνεται μία πρόβλεψη του ρυθμού ανάπτυξης της επιχείρησης. Στην εκτίμηση του ρυθμού ανάπτυξης διάφοροι παράγοντες λαμβάνονται υπόψη, όπως ο κλάδος στον οποίο ανήκει η επιχείρηση, η γενικότερη φάση της οικονομίας της χώρας, η ανάπτυξή της κατά την διάρκεια των χρόνων, κ.α.

Σύμφωνα με τον Damodaran, η επιτυχία της ανάπτυξης μίας επιχείρησης εξαρτάται από δύο παράγοντες, από το μέγεθος επανεπένδυσης των κερδών της και από την ποιότητα αυτών των επενδύσεων. Ανάλογα με την μέθοδο αποτίμησης που θα χρησιμοποιηθεί (equity/firm valuation), επιλέγονται και οι κατάλληλες παράμετροι υπολογισμού του ρυθμού ανάπτυξης (growth in equity income/growth in operating income). Στο διάγραμμα που ακολουθεί, αναλύονται ακριβώς οι παράμετροι που χρησιμοποιούνται στην κάθε περίπτωση.



Διάγραμμα 4.3. Προβλέψεις του ρυθμού ανάπτυξης με θεμελιώδη μεγέθη. (Πηγή: Damodaran Online)

Στην Αποτίμηση Καθαρών Ταμειακών Ροών ως προς τους Μετόχους επιλέγεται σαν ρυθμός ανάπτυξης $g = \text{Retention Ratio} * ROE$, ενώ στην

περίπτωση της Αποτίμησης Καθαρών Ταμειακών Ροών ως προς την Επιχείρησης επιλέγεται σαν ρυθμός ανάπτυξης (πρόβλεψη) $g = \text{Reinvestment Ratio} * ROC$.

4.4.2. Συντελεστές Προεξόφλησης

Κάθε επιχείρηση πρέπει να πραγματοποιεί κέρδη, τα οποία σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα είναι ικανά να καλύψουν το κόστος των ξένων και ιδίων κεφαλαίων. Τα ξένα κεφάλαια περιλαμβάνουν τα ομόλογα καθώς και τον δανεισμό (τραπεζικά δάνεια μεγάλης/ μικρής διάρκειας) στον οποίο έχει προβεί η εταιρεία, ενώ τα ίδια κεφάλαια περιλαμβάνουν το μετοχικό κεφάλαιο και παρακρατηθέντα κέρδη. Τόσο οι δανειστές, όσο και οι μέτοχοι, προσδοκούν να εισπράξουν μία ορισμένη αμοιβή για την συμμετοχή τους στην επιχείρηση. Το Κόστος Κεφαλαίου μπορεί να οριστεί ως η ελάχιστη απόδοση του ενεργητικού, την οποία πρέπει η επιχείρησης να επιτύχει προκειμένου να ικανοποιήσει τους επενδυτές της. Η απαιτούμενη απόδοση είναι η ελάχιστη απόδοση η οποία είναι απαραίτητη για να προσελκύσει επενδυτές να αγοράσουν και να διατηρήσουν τα αξιόγραφα της συγκεκριμένης επιχείρησης. Η συμμετοχή στην επιχείρηση σημαίνει ότι οι επενδυτές θυσιάζουν την απόδοση η οποία προκύπτει από την αμέσως μετά την συγκεκριμένη επιχείρηση καλύτερη εναλλακτική επένδυση.

Όταν υπολογίζονται οι ταμειακές ροές προς τους μετόχους, το κόστος κεφαλαίου είναι το κόστος ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας, ενώ όταν υπολογίζονται οι καθαρές ταμειακές ροές προς την εταιρεία, το κόστος κεφαλαίου είναι το συνολικό κόστος κεφαλαίων της επιχείρησης. (Damodaran, 2012, σελ.353).

4.4.2.1. Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων

Το CAPM (Capital Asset Pricing Model), το οποίο είναι ευρέως χρησιμοποιούμενο μοντέλο για την αποτίμηση περιουσιακών στοιχείων, εξηγεί τη σχέση μεταξύ προσδοκώμενης απόδοσης των επενδυτικών στοιχείων της εταιρείας και του κινδύνου που ενέχουν τα εκτιμώμενα κέρδη της. Προσδιορίζεται από την διαχρονική αξία του χρήματος και τον κίνδυνο της επιχείρησης, και εισάχθηκε πρώτη φορά από τη θεωρία χαρτοφυλακίου Markowitz το 1952 (Sharpe, 1964). Πιο συγκεκριμένα, το CAPM ορίζεται ως η απαιτούμενη απόδοση μιας επένδυσης και είναι γραμμική συνάρτηση του συντελεστή βήτα αυτού του στοιχείου. Το CAPM εκφράζει ότι η προσδοκώμενη αποδόση ενός χρεογράφου ή ενός χαρτοφυλακίου είναι ίση με

τον δείκτη απόδοσης ενός χρεογράφου απαλλαγμένο από κίνδυνο (risk-free) συν κάποιο ασφάλιστρο κινδύνου (risk premium) του χρεογράφου ή του χαρτοφυλακίου. Ο υπολογισμός του συγκεκριμένου μοντέλου περιγράφεται από την σχέση:

$$CAPM = R_f + \beta * [E(R_m) - R_f]$$

Όπου, R_f = Η απόδοση επένδυσης μηδενικού κινδύνου

β = Μέτρο μη διαφοροποιημένου κινδύνου. Το κόστος ιδίων κεφαλαίων σχετίζεται άμεσα με την επικινδυνότητα.

$E(R_m)$ = Η απαιτούμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς

$[E(R_m) - R_f]$ = Μέση Αμοιβή Κινδύνου (Market Risk Premium)

Απόδοση Άνευ Κινδύνου (R_f): Ως απόδοση άνευ κινδύνου θεωρείται η ελάχιστη άνευ κινδύνου απόδοση, την οποία θα απαιτούσε ένας λογικός επενδυτής από μία επένδυση σε ευρώ. Την απόδοση αυτή θεωρείται ότι προσφέρουν τα ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου (ΟΕΔ).

Ο Συντελεστής Βήτα υπολογίζεται από τη διαίρεση της συνδιακύμανσης της απόδοσης του περιουσιακού στοιχείου με την απόδοση της αγοράς με τη διακύμανση της απόδοσης της αγοράς ($\beta_i = \sigma_{iM} / \sigma^2_M$). Αντικατοπτρίζει τον κίνδυνο που έχουν αναλάβει οι μέτοχοι επενδύοντας χρήματα στην συγκεκριμένη επιχείρηση. Ο συντελεστής βήτα μιας επιχείρησης εξαρτάται από τρεις παράγοντες:

- ο Τον κλάδο στον οποίο ανήκει η εταιρεία, δηλαδή αναλόγως τις υπηρεσίες και τα προϊόντα που παράγουν. Ο κλάδος στον κλάδο των τροφίμων (μη κυκλικές επιχειρήσεις) έχουν χαμηλή μεταβλητότητα στην κερδοφορία τους και χαμηλό κίνδυνο, δηλαδή δεν εξαρτώνται από την φάση στην οποία βρίσκεται η οικονομία, με αποτέλεσμα ο συντελεστής βήτα να παρουσιάζεται σε αυτές χαμηλότερος της μονάδας.
- ο Την λειτουργική μόχλευση της εταιρείας, δηλαδή στην αναλογία του συνολικού κόστους της επιχείρησης το οποίο είναι σταθερό. Το μέτρο σταθερού κόστους αντικατοπτρίζει την αναλογία μεταξύ σταθερών και μεταβλητών κοστών (αυξομειώνονται αναλόγως του ύψους της παραγωγικής δραστηριότητας). Εάν έχουμε πρόσβαση στις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας, όπου τα σταθερά

κόστη είναι υψηλότερα από τα μεταβλητά κόστη, τότε αυτή εμφανίζει έντονη λειτουργική μόχλευση, άρα ο συντελεστής βήτα της συγκεκριμένης εταιρείας είναι μεγαλύτερος και θεωρείται περισσότερο επικίνδυνη. Εναλλακτικά, μπορούμε να υπολογίσουμε την λειτουργική μόχλευση μιας εταιρείας με το κλάσμα της ποσοστιαίας μεταβολής στα λειτουργικά κέρδη της προς την ποσοστιαία μεταβολή στις πωλήσεις της από την μια χρονιά στην άλλη. Αν παρουσιάζεται μία υψηλή μεταβλητότητα στην λειτουργική κερδοφορία της επιχείρησης, τότε η επιχείρηση έχει υψηλή λειτουργική μόχλευση, άρα ο συντελεστής βήτα είναι υψηλός και οι επιχειρήσεις αυτή παρουσιάζεται περισσότερο επικίνδυνη. Εταιρείες παραγωγής ή μεταποιητικές εταιρείες είναι επιχειρήσεις υψηλής λειτουργικής μόχλευσης, ενώ εμπορικές επιχειρήσεις παρουσιάζουν χαμηλότερη σταθερά κόστη από ότι μεταβλητά, και επομένως έχουν χαμηλότερη λειτουργική μόχλευση.

- ο Την χρηματοοικονομική μόχλευση της εταιρείας, δηλαδή τη σχέση μεταξύ ξένων και ιδίων κεφαλαίων. Τα ξένα κεφάλαια (δανεισμός) αυξάνουν την πιθανότητα χρεοκοπίας μιας επιχείρησης, επομένως έχουν υψηλότερη χρηματοοικονομική μόχλευση και αυξάνουν τον συντελεστή β.

Αναλυτικότερα, εάν ο συντελεστής β είναι μεγαλύτερος της μονάδας (>1) αποτελεί ένδειξη ότι η επένδυση εμπεριέχει μεγαλύτερο κίνδυνο απ' ότι η αγορά στο σύνολό της (ο επενδυτής αναμένει μεγαλύτερη απόδοση), ενώ ο συντελεστής β που είναι μικρότερος της μονάδας (<1) δείχνει το αντίθετο.

Προσαύξηση Κινδύνου Κεφαλαιαγοράς (R_m): Σύμφωνα με την οικονομική θεωρία, ένας επενδυτής που τοποθετεί τα κεφάλαιά του σε μετοχές μιας εταιρίας μπορεί δικαιολογημένα να απαιτεί μια αυξημένη απόδοση σε σχέση με αυτή των ανωτέρω κρατικών ομολόγων ή άλλης επένδυσης μηδενικού κινδύνου, ως αποζημίωση για το υψηλότερο ρίσκο που αναλαμβάνει. Η ποσοτικοποίηση της διαφοράς αυτής είναι γνωστή ως προσαύξηση κινδύνου κεφαλαιαγοράς (R_m).

Μέση Αμοιβή Κινδύνου (Market Risk Premium): Η αμοιβή που περιμένει ένας επενδυτής κάνοντας μία επένδυση μέτριας επικινδυνότητας.

4.4.2.2. Κόστος Δανειακών Κεφαλαίων

- Εάν μια επιχείρηση έχει εκδώσει ομολογίες, και αυτές υπόκεινται σε διαπραγμάτευση (σε αγορά ομολόγων), η απόδοση στη λήξη ενός μακροπρόθεσμου, καθαρού (χωρίς ιδιαίτερα χαρακτηριστικά) ομολόγου μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως το κόστος δανείων.

Η απόδοση στην λήξη (YTM) εξαρτάται από το κουπόνι, την τιμή, την διαφορά τιμής και ονομαστικής αξίας και την διάρκεια του ομολόγου.

$$K_d = YTM * (1 - t)$$

Όπου, K_d = Το κόστος των δανειακών κεφαλαίων μετά από φόρους

t = Ο συντελεστής φόρου εισοδήματος

- Εάν μια επιχείρηση δεν έχει εκδώσει ομολογίες, αλλά αξιολογείται από οίκους και έχει λάβει πιστοληπτική διαβάθμιση, μπορεί να εκτιμηθεί το κόστος δανειακών κεφαλαίων της με την χρήση των Πινάκων Πιστοληπτικής Ικανότητας (Default Spreads), όπου εμφανίζεται ένα τυπικό περιθώριο χρεοκοπίας για τα ομόλογα με την αξιολόγηση αυτή. Πιο συγκεκριμένα, οι πίνακες αυτοί μας φανερώνουν πόσο παραπάνω αποδίδουν εταιρικά ομόλογα συγκεκριμένης πιστοληπτικής διαβάθμισης σε σχέση με το αντίστοιχο κυβερνητικό.

For smaller and riskier firms

<i>If interest coverage ratio is</i>			
greater than	≤ to	Rating is	Spread is
-100000	0,499999	D2/D	21,66%
0,5	0,799999	C2/C	16,25%
0,8	1,249999	Ca2/CC	12,38%
1,25	1,499999	Caa/CCC	11,75%
1,5	1,999999	B3/B-	10,08%
2	2,499999	B2/B	8,25%
2,5	2,999999	B1/B+	4,31%
3	3,499999	Ba2/BB	2,95%
3,5	3,999999	Ba1/BB+	2,32%
4	4,499999	Baa2/BBB	1,81%
4,5	5,999999	A3/A-	1,34%
6	7,499999	A2/A	1,19%
7,5	9,499999	A1/A+	1,08%
9,5	12,499999	Aa2/AA	0,86%
12,5	100000	Aaa/AAA	0,76%

Πίνακας 4.1. Πίνακας Πιστοληπτικής Ικανότητας για μικρές επιχειρήσεις. (*Spreads updated in 2020, www.bondsonline.com*)

- Εάν μια επιχείρηση δεν έχει εκδώσει εταιρικά ομόλογα και δεν έχει λάβει πιστοληπτική διαβάθμιση, εκτιμάται μια συνθετική αξιολόγηση για την εταιρεία ώστε να καταλήξουμε σε μια εκτίμηση του πιστωτικού κινδύνου μιας εταιρείας.

Η πιστοληπτική διαβάθμιση μιας εταιρείας μπορεί να εκτιμηθεί από τα χρηματοοικονομικά της χαρακτηριστικά. Σε αυτή την περίπτωση, μπορεί να χρησιμοποιηθεί ο δείκτης κάλυψης τόκων (Interest Coverage Ratio), ο οποίος φανερώνει την ικανότητα της επιχείρησης να αποπληρώνει τους τόκους ενός δανείου. Ο δείκτης αυτός συγκρίνει λειτουργικά κέρδη με χρεωστικούς τόκους και αποτυπώνεται από την παρακάτω τύπο:

$$\text{Interest Coverage Ratio} = \text{EBIT} / \text{Interest Expenses}$$

Για να έχει θετικά αποτελέσματα μια επιχείρηση, θα πρέπει ο δείκτης να ισούται με αποτέλεσμα μεγαλύτερο της μονάδας. Επιχειρήσεις οι οποίες έχουν υψηλό δείκτη κάλυψης τόκων, μπορούν να πληρώνουν πολύ πιο εύκολα τις ταμειακές τους υποχρεώσεις.

Γνωρίζοντας τον δείκτη κάλυψης τόκων μιας επιχείρησης, μπορούμε να καταλήξουμε σε μια εκτίμηση της πιστοληπτικής της διαβάθμισης. Σε συνδυασμό με τους πίνακες των default spreads εκτιμάται το κόστος ξένων κεφαλαίων της επιχείρησης. Όσο μειώνεται ο δείκτης κάλυψης τόκων, η πιστοληπτική διαβάθμιση της επιχείρησης μειώνεται και ο πιστωτικός κίνδυνος για τη συγκεκριμένη επιχείρηση αυξάνεται.

4.4.2.3. Κόστος Προνομιούχων Μετοχών

Οι προνομιούχες μετοχές έχουν κάποια προνόμια έναντι των κοινών μετοχών. Ανεξαρτήτως τα έσοδα της επιχείρησης, οι προνομιούχοι μέτοχοι 1) έχουν σταθερό μερίσμα ανά μετοχή, γνωρίζοντας δηλαδή προγενέστερα την αποζημίωση τους χωρίς αυτή να εξαρτάται από την απόφαση της διοίκησης και 2) έχουν προτεραιότητα στην είσπραξη του μερίσματος. Επιπλέον, έχουν και ένα τρίτο προνόμιο που αναφέρεται με τον όρο «σωρευτικό δικαίωμα», έχουν δηλαδή την δυνατότητα είσπραξης σωρευτικών μερισμάτων για όλα τα έτη που η επιχείρηση εμφάνιζε ζημίες και όχι κέρδη.

Οι προνομιούχες μετοχές χαρακτηρίζονται ως «υβριδικά» αξιόγραφα καθώς έχουν κάποια κοινά χαρακτηριστικά τόσο με τα δανειακά κεφάλαια – το προνομιούχο μέρισμα είναι προκαθορισμένο από τη στιγμή της έκδοσης και καταβάλλεται προ του κοινού μερίσματος –όσο και με τα ίδια κεφάλαια – οι προνομιούχες μετοχές είναι τίτλος ιδιοκτησίας και οι πληρωμές τους δεν εκπίπτουν φορολογικά.

$$K_p = \frac{\text{Μερισματική Απόδοση} * \text{Ονομαστική Αξία}}{\text{Τιμή Έκδοσης Μετοχής} * (1 - \text{έξοδα έκδοσης ως \% της τιμής})}$$

4.4.2.4. Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου

Για τις επιχειρήσεις που η κεφαλαιακή διάρθρωση περιλαμβάνει μίγμα ιδίων κεφαλαίων και ξένης χρηματοδότησης, θα πρέπει να προσδιοριστεί το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίων (WACC- Weighted Average Cost of Capital). Η παράμετρος αυτή αντικατοπτρίζει συνολικά το κόστος κεφαλαίου μιας επιχείρησης για κάθε πηγή χρηματοδότησης, σύμφωνα με τον παρακάτω τύπο:

$$WACC = w_1 * K_d + w_2 * K_p + w_3 * K_e$$

Όπου, w_1 = Αναλογία μακροπρόθεσμων δανείων

w_2 = Αναλογία προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου

w_3 = Αναλογία κοινού μ.κ. ή/και αποθεματικών

Η χρήση μίας πηγής χρηματοδότησης χωρίς μέτρο, μπορεί να οδηγήσει κάθε επιχείρηση σε κίνδυνο. Η κατάλληλη κεφαλαιακή διάρθρωση που εξασφαλίζει το ελάχιστο σταθμικό κόστος κεφαλαίου, διατηρεί την επικινδυνότητα της εταιρείας σε χαμηλά επίπεδα. Το WACC αποτελεί το ελάχιστο ποσοστό απόδοσης (rate of return) που απαιτείται για την προεξόφληση των ταμειακών ροών που θα δημιουργηθούν από τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης, και το οποίο θα πρέπει να είναι τουλάχιστον ίσο με το κόστος χρηματοδότησής τους.

4.4.3. Υπολειμματική αξία

Η υπολειμματική αξία είναι το τελευταίο συστατικό της αξίας της αποτίμησης βάσει των προεξοφλημένων ταμιακών ροών, όπου δηλώνει την αξία της επιχείρησης μετά το χρονικό διάστημα προβλέψεων. Η υπολειμματική αξία είναι εξαιρετικά σημαντική, δεδομένου ότι αντιπροσωπεύει ένα σημαντικό μέρος της συνολικής αξίας της επιχείρησης (Hitchner, 2006).

Η υπολειμματική αξία υπολογίζεται σύμφωνα με το μοντέλο του Gordon Growth Model (Hitchner, 2006). Ο τύπος υπολογισμού είναι ο παρακάτω:

$$\text{Υπολειμματική αξία} = [\text{CF}_n * (1 + g)] / (k - g)$$

όπου:

CF_n = οι ταμειακές ροές

n = το τελευταίο έτος πρόβλεψης των ταμιακών ροών

k = το προεξοφλητικό επιτόκιο

g = ο μακροπρόθεσμος ρυθμός ανάπτυξης της επιχείρησης

Η παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών μιας εταιρίας υπολογίζεται κατά την προεξόφληση των ταμειακών ροών μιας συγκεκριμένης χρονικής περιόδου για την οποία υπάρχουν συγκεκριμένες προβλέψεις.

Τέλος, υπολογίζεται η τερματική αξία που αφορά την παρούσα αξία των ταμειακών ροών στο διηνεκές. Η παρούσα αξία στο διηνεκές εκφράζει το ύψος του κεφαλαίου το οποίο ένας επενδυτής θα ήταν διατεθειμένος να επενδύσει σε μια εταιρία, προκειμένου να απολαμβάνει το σύνολο των μελλοντικών ταμειακών ροών που θα προκύψουν μετά το πέρας της ανωτέρω περιόδου των προβλέψεων. Ο προσδιορισμός των μελλοντικών αυτών εσόδων προϋποθέτει την εκτίμηση του ρυθμού ανάπτυξης μιας εταιρίας στο διηνεκές, λαμβάνοντας υπόψη τη δυναμική και τις προοπτικές της.). Για λόγω συντηρητικότητας επιλέγεται σαν μακροπρόθεσμος ρυθμός ανάπτυξης ο πληθωρισμός. Για την περίοδο αυτή, οι αποσβέσεις, οι κεφαλαιουχικές δαπάνες και οι ανάγκες σε κεφάλαια κίνησης της εταιρίας αναπροσαρμόζονται έτσι ώστε να εκφράζουν τα αποτελέσματα που πραγματοποιεί μια εταιρία σε κατάσταση ισορροπίας και ωρίμανσης των εργασιών της.

4.4.4. Αξία Επιχείρησης

Η μέτρηση της κερδοφορίας μιας επιχείρησης μπορεί να προσδιοριστεί είτε με τη μέθοδο των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση, στην οποία υπολογίζονται οι ελεύθερες ταμειακές ροές των λειτουργικών κερδών μετά φόρους είτε με τη μέθοδο των ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους, όπου υπολογίζονται από τα καθαρά κέρδη.

Στην αποτίμηση των επιχειρήσεων, τόσο τα λειτουργικά όσο και τα καθαρά κέρδη, όπως παρουσιάζονται στις λογιστικές καταστάσεις, δεν ανταποκρίνονται πλήρως στην πραγματική κερδοφορία των επιχειρήσεων και επιπλέον θα πρέπει να «επικαιροποιηθούν στα τωρινά δεδομένα καθώς οι εταιρείες παρουσιάζουν μεταβολές με την πάροδο του χρόνου» (Damodaran, 2012, σελ.329) και σύμφωνα πάντα με τον ρυθμό ανάπτυξης μιας επιχείρησης.

Σύμφωνα με τον ορισμό της ρευστοποίησης μιας επιχείρησης (liquidation value approach), μια εταιρεία έχει πεπερασμένη ζωή και η αξία της θα ρευστοποιηθεί στο τέλος της ζωής της. Ωστόσο, οι εταιρείες μπορούν να επανεπενδύσουν μερικές από τις ταμειακές ροές τους σε νέα περιουσιακά στοιχεία, με αποτέλεσμα να παρατείνουν την διάρκεια ζωής τους.

Με βάση την ανωτέρω μέθοδο προεξοφλητικών ταμειακών ροών προσδιορίζεται η αξία μιας εταιρίας.

$$\text{Αξία Επιχείρησης} =$$

$$\text{Παρούσα Αξία των Μελλοντικών Ταμειακών Ροών (περιόδου προβλέψεων)} + \text{Παρούσα Αξία στο Διηνεκές (Τερματική Αξία)}$$

5. ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΤΡΟΦΙΜΩΝ ΚΑΙ ΠΟΤΩΝ

5.1. Ο Κλάδος - Αγορά

5.1.1. Ο Κλάδος Τροφίμων και Ποτών

Η βιομηχανία τροφίμων και ποτών συγκαταλέγεται ανάμεσα στους βασικούς πυλώνες της ελληνικής μεταποίησης, παραμένοντας βασικός μοχλός ανάπτυξης της παραγωγικής δραστηριότητας αλλά και της αναπτυξιακής πορείας της χώρας. Η ελληνική βιομηχανία Τροφίμων και Ποτών αποτελεί έναν κλάδο δυναμικό και ανταγωνιστικό από τους σημαντικότερους της εγχώριας οικονομίας, με σημαντικές επενδύσεις, προοπτικές ανάπτυξης, έντονη εξωστρέφεια και ισχυρή επιχειρηματική δραστηριότητα στην Ελλάδα, τα Βαλκάνια και σε όλη την Ευρώπη.

Χαρακτηριστικά που αναδεικνύουν τον ρόλο της εγχώριας βιομηχανίας τροφίμων και ποτών στον παγκόσμιο χάρτη της μεταποίησης αποτελούν τα υψηλής ποιότητας προϊόντα, το ελληνικό brand name, καθώς και η οργανωμένη προώθηση των ελληνικών τροφίμων στις διεθνείς αγορές. Οι προοπτικές ανάπτυξης του κλάδου τροφίμων και ποτών διαφαίνονται έντονες, που σε συνδυασμό με την αποτελεσματικότερη συνεργασία των εκπροσώπων του κλάδου και των αρμόδιων φορέων μπορούν να συμβάλουν όχι μόνο στη βελτίωση της αποδοτικότητας, αλλά και στην ύπαρξη ενός νέου αναπτυξιακού υποδείγματος, ενισχύοντας την ελληνική οικονομία. Η δημιουργία προστιθέμενης αξίας και η ενίσχυση της εξωστρέφειας του κλάδου εναπόκειται σε μεγάλο βαθμό και στην προβολή του ελληνικού προϊόντος, μέσα από τα κατάλληλα σχεδιασμένα κανάλια διανομής, την ποιότητα και διαφοροποίηση και την ενίσχυση του προτύπου της ελληνικής / μεσογειακής κουζίνας. Η κατάλληλη δικτύωση, οι συνεργασίες καθώς και ο στοχευμένος στρατηγικός σχεδιασμός αποτελούν βασικό μέσο για την ανάδειξη των ελληνικών προϊόντων, προσθέτοντας σε αυτά αξία και εξαγωγική δυναμική. Η σύνδεση της μεταποίησης τροφίμων με τον πρωτογενή τομέα της οικονομίας, αλλά και με τον τομέα των υπηρεσιών, όπως εστιατόρια, ξενοδοχεία και εν γένει τον τουρισμό, σε συνδυασμό με τις συνέργειες που αναπτύσσονται στον χώρο των τροφίμων, καθιστά θεμελιώδη τον ρόλο του κλάδου σε όλους τους τομείς της οικονομίας.

Σύμφωνα με τελευταία έρευνα του IOBE, η εγχώρια βιομηχανία τροφίμων και ποτών, το 2018 κάλυπτε το 27,6% του συνόλου των επιχειρήσεων της ελληνικής

μεταποίησης, γεγονός που την κατατάσσει **πρώτη ανάμεσα στους κλάδους της μεταποίησης**. (Παράρτημα, Πίνακας 7.1). Ταυτόχρονα, συνιστά και τον μεγαλύτερο εργοδότη της εγχώριας μεταποίησης, αφού σε αυτήν απασχολείται το 36,8% του συνόλου των απασχολουμένων. Η παρουσία του τομέα είναι επίσης θεμελιώδους σημασίας υπό καθαρά οικονομικούς όρους, αφού βρίσκεται ανάμεσα στους πρώτους κλάδους της μεταποίησης, με την αξία παραγωγής να αγγίζει το 25,5%, την ακαθάριστη προστιθέμενη αξία να αγγίζει το 28,1%, ενώ καταλαμβάνει την δεύτερη θέση σε όρους κύκλου εργασιών (26,6%, με πρώτο τον Οπτόανθρακα και τα προϊόντα διύλισης με 28,5%). Συγκρίσιμα αποτελέσματα με τις χώρες της Ευρωζώνης, φανερώνονται στον Πίνακα 8.1. του Παραρτήματος.

Πίνακας 5.1: Ποσοστιαία μεταβολή 2018/2017 βασικών διαρθρωτικών μεγεθών Τροφίμων και Ποτών σε Ελλάδα. (Πηγή: Eurostat, *Structural Business Statistics*; ΕΕΔ-ΕΛ.ΣΤΑΤ., *Επεξεργασία IOBE 2020*)

Μέγεθος	Μεταποίηση	Τρόφιμα	Ποτά
Αριθμός επιχειρήσεων	↑ 1.5%	↓ -2.7%	↑ 2.4%
Κύκλος εργασιών	↑ 7.5%	↑ 0.9%	↑ 5.9%
Αξία παραγωγής	↑ 7.6%	↑ 1.9%	↑ 2.5%
Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία*	↑ 10.5%	↑ 10.2%	↓ -6.9%
Αριθμός εργαζομένων	↓ -0.1%	↓ -4.6%	↑ 29.9%

Τα ποσοστά μεταβολής στα βασικά διαρθρωτικά μεγέθη της εγχώριας βιομηχανίας τροφίμων και ποτών το 2018 σε σχέση με το 2017 (Πίνακας 5.1), υποδηλώνουν μείωση στον αριθμό των επιχειρήσεων του κλάδου (-2,7%), ενώ στο σύνολο της μεταποίησης, σημειώθηκε αύξηση (+1,5%). Θετική μεταβολή του αριθμού των επιχειρήσεων καταγράφεται και στον κλάδο των Ποτών (+2,4%). Αντίστροφη εικόνα εντοπίζεται στον κύκλο εργασιών των δύο κλάδων της οικονομίας, με αύξηση στη μεταποίηση (+7,5%), στα Τρόφιμα (+0,9%), ενώ αύξηση του κύκλου εργασιών σημειώνεται και στα Ποτά (+5,9%). Θετικές τάσεις σημειώνονται επίσης και στην αξία παραγωγής στη μεταποίηση και στα Ποτά (κατά +7,6% και +2,5% αντίστοιχα), όταν η αξία παραγωγής συνολικά στα Τρόφιμα καταγράφει άνοδο (+1,9%). Όσον αφορά σε όρους ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας, μείωση σημειώνεται στα Ποτά (-6,9%), όταν στο σύνολο του μεταποιητικού κλάδου και στα Τρόφιμα παρατηρείται αύξηση της τάξης του +10,5% και +10,2% αντίστοιχα. Μεγαλύτερος είναι κατά 0,8% και ο αριθμός

των εργαζομένων στα Τρόφιμα το 2018 σε σχέση με το 2017 (+1,9% για τη μεταποίηση), ενώ αύξηση καταγράφεται και στον κλάδο των Ποτών (+0,9%).

Στην Ελλάδα, ως προς την **κατανομή των υποκλάδων των Τροφίμων και Ποτών με βάση τα διαρθρωτικά χαρακτηριστικά** που εξετάζονται (Διάγραμμα 5.1), προκύπτουν τα εξής:

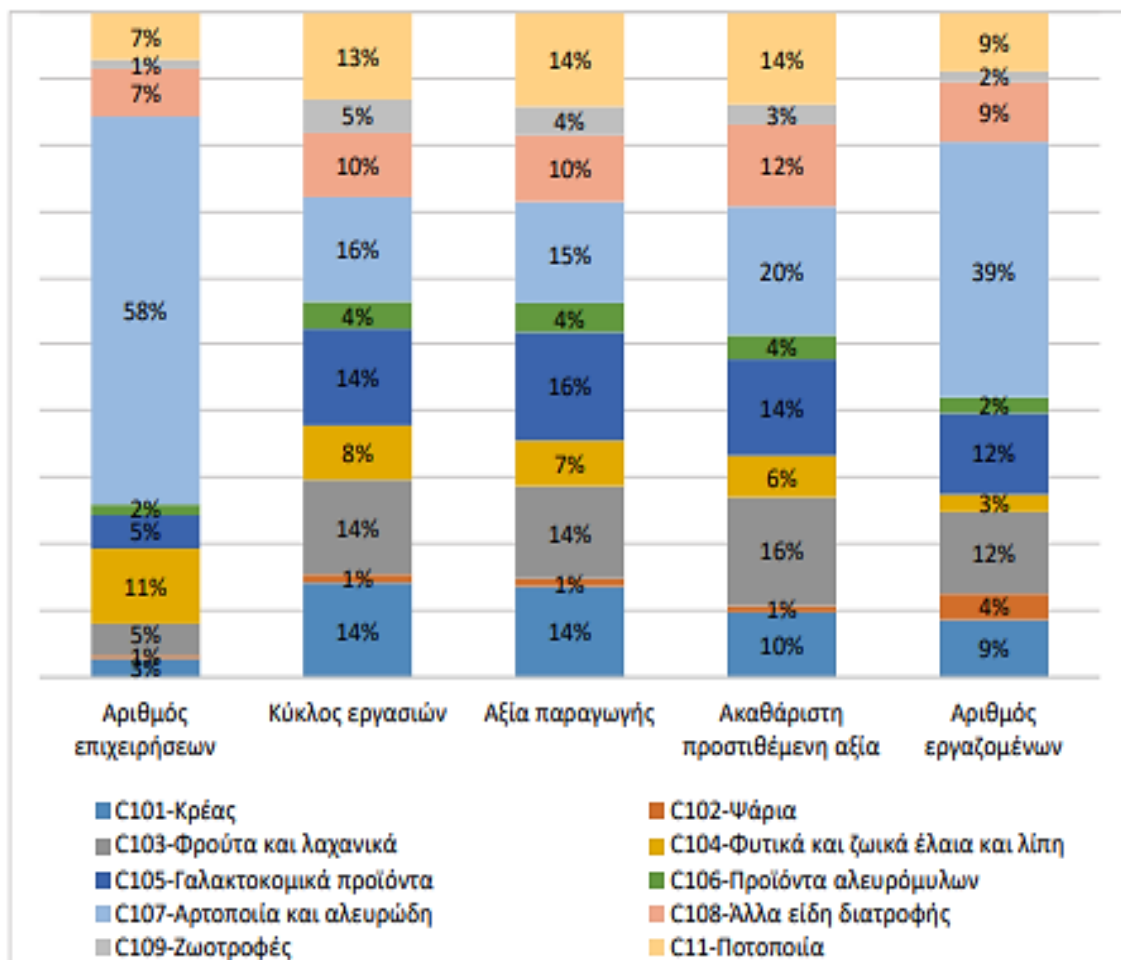
- Στην *ακαθάριστη προστιθέμενη αξία* ξεχωρίζει η Αρτοποιία και τα αλευρώδη με το μεγαλύτερο ποσοστό της σχετικής κατανομής (20%), τα Φρούτα και λαχανικά (16%), ενώ την τρίτη θέση καταλαμβάνουν τα Γαλακτοκομικά και τα Ποτά (από 14%).

- Σχετικά με την *αξία παραγωγής*, το σημαντικότερο μερίδιο της σχετικής κατανομής κατέχουν τα Γαλακτοκομικά (16%), η Αρτοποιία και τα αλευρώδη (15%), ενώ ακολουθούν τα Ποτά, τα Φρούτα και λαχανικά και το Κρέας (από 14%).

- Στον *αριθμό των επιχειρήσεων του κλάδου*, το μεγαλύτερο μερίδιο έχει η Αρτοποιία και τα αλευρώδη (58%), ενώ ακολουθούν τα Έλαια και λίπη (11%), τα Άλλα είδη διατροφής και τα Ποτά (από 7%).

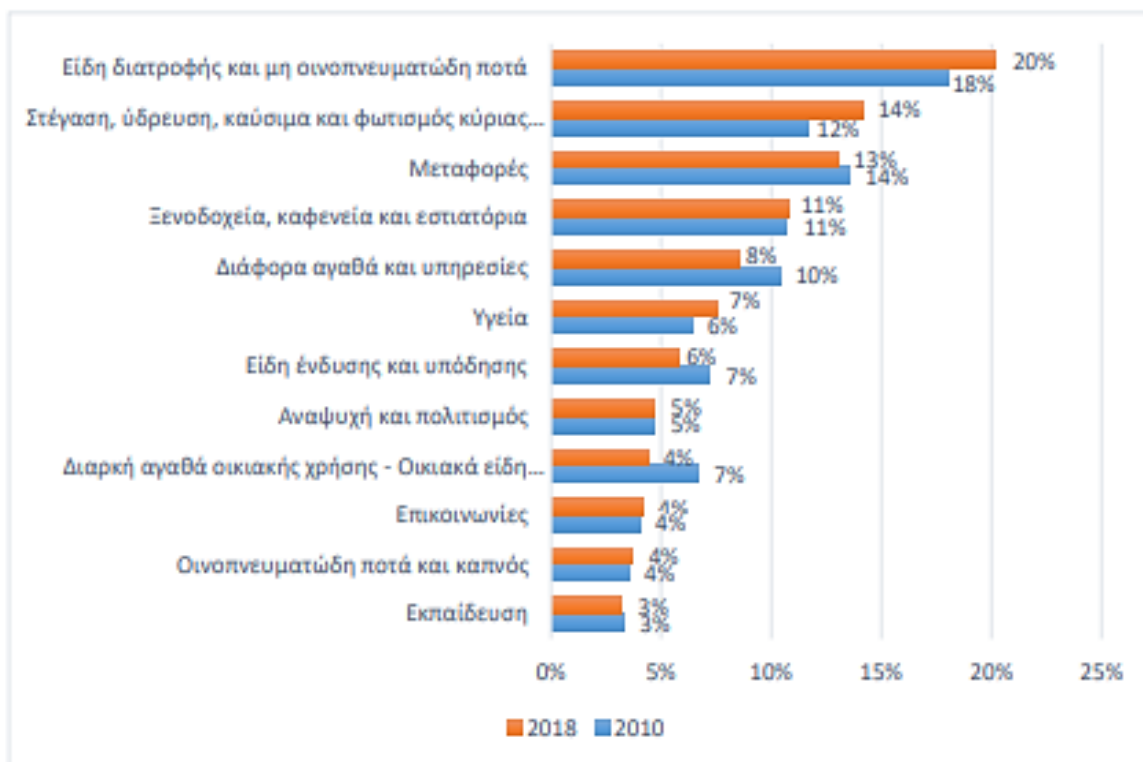
- Όσον αφορά τον *κύκλο εργασιών*, το υψηλότερο μερίδιο κατέχουν η Αρτοποιία και αλευρώδη (16%), τα Γαλακτοκομικά προϊόντα, τα Φρούτα και λαχανικά και το Κρέας (από 14%), με τα Ποτά να ακολουθούν (13%).

- Ως προς τον *αριθμό των εργαζομένων*, η Αρτοποιία και τα αλευρώδη (39%) έρχονται πρώτα στη σχετική κατάταξη, δεύτερα τα Φρούτα και λαχανικά και τα Γαλακτοκομικά προϊόντα (από 12%) και ακολουθούν τα Άλλα είδη διατροφής, τα Ποτά και το Κρέας (από 9%).



Διάγραμμα 5.1: Ποσοστιαία κατανομή υποκλάδων τροφίμων στο σύνολο της βιομηχανίας Τροφίμων και Ποτών στην Ελλάδα, με βάση τα κύρια διαρθρωτικά στοιχεία (2018). (Πηγή: Eurostat, Structural Business Statistics; ΕΕΔ-ΕΛ.ΣΤΑΤ., Επεξεργασία IOBE 2020)

Σύμφωνα με στοιχεία που έχουν ληφθεί από τις Έρευνες Οικογενειακού Προϋπολογισμού (ΕΟΠ) της Ελληνικής Στατιστικής Αρχής, **η ποσοστιαία κατανομή της μέσης μηνιαίας δαπάνης των νοικοκυριών** στις δώδεκα (12) βασικές κατηγορίες αγαθών και υπηρεσιών (κατά COICOP - HBS 2013, ταξινόμηση που χρησιμοποιείται στα πλαίσια του Ευρωπαϊκού Στατιστικού Συστήματος) για τα έτη 2018 και 2010 παρουσίασε ήπιες μεταβολές (Διάγραμμα 5.2).



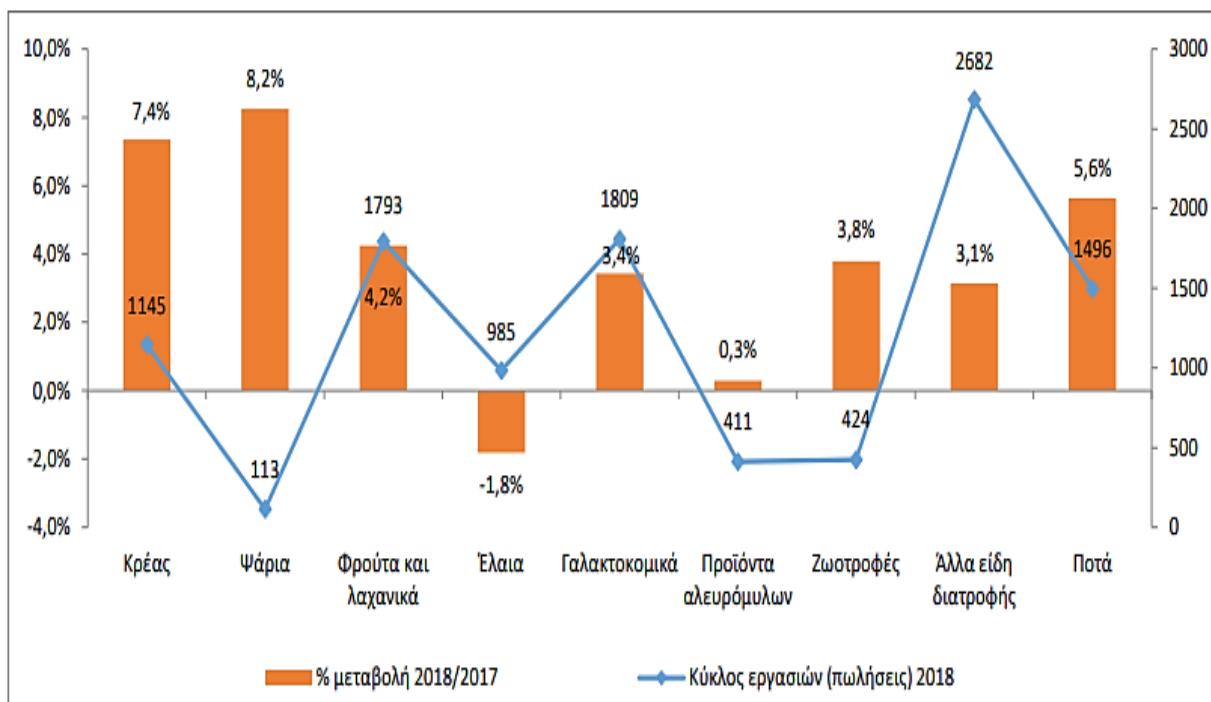
Διάγραμμα 5.2: Κατανομή δαπάνης ελληνικών νοικοκυριών ανά σκοπό κατανάλωσης (2010-2018). (Πηγή: ΕΟΠ,ΕΛ.ΣΤΑΤ., Επεξεργασία IOBE 2020)

Η **συνολική μηνιαία κατά κεφαλή κατανάλωση ειδών διατροφής και ποτών** το 2018 αυξήθηκε στα €308 σε σχέση με το 2017, ενώ το 2010 βρισκόταν στα €368, σημειώνοντας πτώση της τάξης του 16% σωρευτικά. Η κύρια δαπάνη των Ελλήνων καταναλωτών στη μηνιαία κατανάλωση τροφίμων και ποτών αφορά πρώτα το Κρέας (€65,4 το 2018), τα Γαλακτοκομικά (€47,3 το 2018) και στη συνέχεια το Αλεύρι, το Ψωμί και τα δημητριακά (€45,9 το 2018). Αξίζει να σημειωθεί ότι την υψηλότερη ποσοστιαία άνοδο καταγράφουν οι δαπάνες για Φρούτα (+5%) και για Καφέ, τσάι και κακάο και Κρασί (από +3%) το 2017 σε σχέση με το 2016, ενώ μικρότερες αυξήσεις σημειώνουν οι δαπάνες για τις υπόλοιπες κατηγορίες. Εξαίρεση αποτελούν οι δαπάνες για Αποστάγματα οι οποίες καταγράφουν μείωση της τάξης του 5% καθώς και οι δαπάνες για Γαλακτοκομικά προϊόντα και αυγά και Μύρα για οι οποίες καταγράφουν μείωση (από -2% εκατέρωθεν) (Πίνακας 5.2).

Πίνακας 5.2: Μηνιαία μέση δαπάνης ελληνικών νοικοκυριών ανά σκοπό κατανάλωσης στα είδη διατροφής (2010-2018). (Πηγή: ΕΟΠ,ΕΛ.ΣΤΑΤ., Επεξεργασία IOBE 2020)

ΕΙΔΗ ΔΙΑΤΡΟΦΗΣ ΚΑΙ ΠΟΤΑ	2010	2017	2018	2018/2017	2018/2010
Αλεύρι, ψωμί, δημητριακά	49,1	45,2	45,9	1%	-7%
Κρέας	81,8	65,3	65,4	0%	-20%
Ψάρια	27,8	20,7	20,9	1%	-25%
Γαλακτοκομικά προϊόντα και αυγά	59,9	48,1	47,3	-2%	-21%
Ελαια και λίπη	19,6	17,2	17,0	-1%	-13%
Φρούτα	26,9	20,7	21,8	5%	-19%
Λαχανικά	41,3	35,6	36,2	2%	-13%
Ζάχαρη, μαρμελάδα, μέλι, σιρόπια, σοκολάτα και ζαχαρωτά	19,0	14,8	15,0	2%	-21%
Λοιπά είδη διατροφής	5,5	6,2	6,2	0%	14%
Καφές, τσάι και κακάο	7,1	7,1	7,4	3%	3%
Μεταλλικά νερά, αναψυκτικά, χυμοί φρούτων και λαχανικών	13,7	8,1	8,2	2%	-40%
Αποστάγματα	7,4	6,0	5,8	-5%	-22%
Κρασί	5,0	6,6	6,8	3%	36%
Μπύρα	3,9	4,0	3,9	-2%	0%
Σύνολο ειδών διατροφής και ποτών	368,0	305,7	307,8	1%	-16%
ΣΥΝΟΛΟ ΑΓΟΡΩΝ	1.956	1.414	1.441	2%	-26%

Τα στοιχεία που ακολουθούν για τη **χρηματοοικονομική ανάλυση του κλάδου τροφίμων και ποτών** βασίζονται σε δείγμα επιχειρήσεων το οποίο ελήφθη από τη βάση δεδομένων της ICAP, με βάση την παλαιά κωδικοποίηση του κλάδου (ΣΤΑΚΟΔ – 03, Κλάδος 15: Τρόφιμα και Ποτά). Τα μεγέθη αφορούν τα έτη 2017-2018 και βασίζονται σε διαχρονικά κοινό δείγμα 774 επιχειρήσεων από τους βασικούς υποκλάδους των τροφίμων (Διάγραμμα 5.3). Από τους εξεταζόμενους υποκλάδους του δείγματος **σε όρους κύκλου εργασιών**, τον υψηλότερο τζίρο καταγράφουν συνολικά τα άλλα είδη διατροφής, αφού στο δείγμα έχουν και τις περισσότερες επιχειρήσεις, ενώ ακολουθούν τα γαλακτοκομικά, τα φρούτα και λαχανικά και τα ποτά. Ωστόσο, σε όρους ποσοστιαίας μεταβολής του κύκλου εργασιών το 2018 σε σχέση με το προηγούμενο έτος, τη μεγαλύτερη θετική μεταβολή στο συγκεκριμένο δείγμα καταγράφουν τα Ψάρια (8,2%), η Παραγωγή κρέατος (7,4%) και τα Ποτά (5,6%).



Διάγραμμα 5.3: Κύκλος εργασιών στους υποκλάδους των τροφίμων (εκατ. €). (Πηγή: ICAP/Hellastat. Επεξεργασία στοιχείων: IOBE, 2020)

Σε επίπεδο υποκλάδων σε όρους καθαρών αποτελεσμάτων χρήσης προ φόρων το 2018 (Διάγραμμα 5.4), ενώ όλοι παρουσιάζουν αθροιστικά θετικά αποτελέσματα, τα κέρδη έχουν μειωθεί σε σχέση με το 2017.

Κλάδος	Καθαρά αποτελέσματα χρήσεως προ φόρων		Καθαρά αποτελέσματα χρήσεως μετά φόρων	
	2017	2018	2017	2018
Κρέας	29.8	-27.1	25.3	-34.7
Ψάρια	4.7	4.1	3.7	2.9
Φρούτα και λαχανικά	83.8	86.3	52.9	55.3
Έλαια	23.8	26.7	14.8	17.3
Γαλακτοκομικά	82.2	91.0	60.9	60.0
Προϊόντα αλευρόμυλων	7.8	5.6	4.0	4.1
Ζωοτροφές	28.3	24.8	19.3	16.8
Άλλα είδη διατροφής	143.9	92.4	100.6	53.1
Ποτά	66.6	74.7	37.9	47.6
ΤΡΟΦΙΜΑ ΚΑΙ ΠΟΤΑ	470.9	378.5	319.4	222.4

Διάγραμμα 5.4: Καθαρά αποτελέσματα προ και μετά φόρων στους υποκλάδους των τροφίμων (εκατ. €). (Πηγή: ICAP/Hellastat. Επεξεργασία στοιχείων: IOBE, 2020)

5.1.2. Ο Υποκλάδος της Οινοποιίας

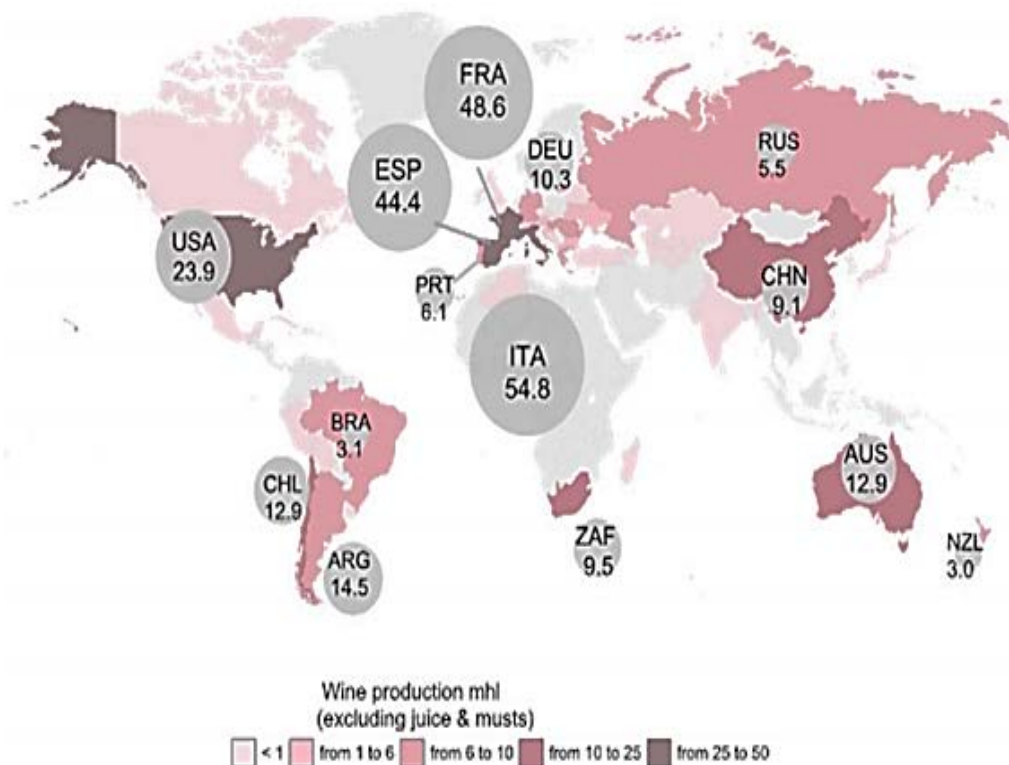
Ο οίνος αποτελεί πολύτιμο και αναπόσπαστο μέρος της Ελληνικής πολιτιστικής κληρονομιάς αφού παρέμεινε, στο πέρασμα των αιώνων, διαχρονικά ριζωμένο στα Ελληνικά ήθη και έθιμα. Η καλλιέργεια του αμπελιού στην Ελλάδα έχει βαθιές ρίζες που χάνονται στην εποχή του χαλκού (3.200 – 2.000 π.Χ.).

Σημαντική είναι η συμβολή του κλάδου της οινοποιίας στην ελληνική οικονομία, ο οποίος αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους κλάδους του πρωτογενούς τομέα και διέπεται από πολύπλοκη νομοθεσία. Σημαντικά προνόμια αποκτούν οι επιχειρήσεις που λειτουργούν κάτω από την προστασία του καθεστώτος της Προστατευόμενης Ονομασίας Προέλευσης (Π.Ο.Π) και της Προστατευόμενης Γεωγραφικής Ένδειξης (Π.Γ.Ε).

Οι βασικότεροι προσδιοριστικοί παράγοντες της ζήτησης του οίνου είναι η τιμή του σε συνδυασμό με το διαθέσιμο εισόδημα, η εποχικότητα, ο εισερχόμενος τουρισμός, οι διατροφικές συνήθειες των καταναλωτών, οι τάσεις της εποχής, η διαφήμιση και τα δημογραφικά χαρακτηριστικά.

Ο οινοποιητικός κλάδος αποτελείται σε πολύ υψηλό βαθμό από παραγωγικές επιχειρήσεις. Η εγχώρια παραγωγή είναι κατακερματισμένη σε μεγάλο πλήθος οινοποιητικών μονάδων. Στην παρούσα φάση ο κλάδος της οινοποιίας στην Ελλάδα περιλαμβάνει λίγες οινοβιομηχανίες μεγάλου μεγέθους με ευρύ δίκτυο διανομής, πλήθος μεσαίων, αλλά και μικρών (τοπικών) οινοποιητικών επιχειρήσεων, καθώς και ενώσεων αγροτικών συνεταιρισμών.

Η **παγκόσμια παραγωγή οίνου** για το 2018 ανήλθε στα 292.000.000 εκατόλιτρα, με κυριότερες χώρες οινοπαραγωγής την Ιταλία, Γαλλία, Ισπανία, ΗΠΑ, Αργεντινή, Χιλή και Αυστραλία (Παράρτημα, Πίνακας 8.2). Η **παγκόσμια κατανάλωση οίνου** ανήλθε σε 246.000.000 εκατόλιτρα, με κυριότερες χώρες τις ΗΠΑ, Γαλλία, Ιταλία, Γερμανία και Κίνα (Παράρτημα, Πίνακας 8.3). Οι **κυριότερες χώρες εξαγωγής οίνου** είναι η Ισπανία, Ιταλία, Γαλλία, Χιλή και Αυστραλία (Παράρτημα, Πίνακας 8.4), ενώ οι **κυριότερες χώρες εισαγωγής οίνου** είναι η Γερμανία, Αγγλία και οι ΗΠΑ (Παράρτημα, Πίνακας 8.5).



Εικόνα 5.1. Η παγκόσμια παραγωγή οίνου 2018. (Πηγή: FAO, OIV)

Σύμφωνα με τελευταία στοιχεία του Διεθνή Οργανισμού Αμπέλου και Οίνου (International Organization of Vine and Wine, OIV), το 2018 ο **συνολικός αριθμός αμπελώνων στην Ελλάδα** είναι 1.060.000 στρέμματα (Πηγή: FAO, OIV).

Η **παραγωγή οίνου στην Ελλάδα** ανέρχεται στα 2.200.000 εκατόλιτρα (2018), 0,75% της παγκόσμιας παραγωγής. Η **κατανάλωση οίνου στην Ελλάδα** το 2018 υπολογίστηκε 2.100.000 εκατόλιτρα, 0,85% της παγκόσμιας κατανάλωσης. Σύμφωνα με στοιχεία της Ελληνικής Στατιστικής Αρχής, οι **εισαγωγές κρασιών στην Ελλάδα** το 2018 ανήλθαν σε 17.475.223 λίτρα, αξίας 42.245.527 Ευρώ, με κυριότερες χώρες την Ιταλία και την Ισπανία, ενώ οι **εξαγωγές Ελληνικών κρασιών** το έτος 2018 ανήλθαν σε 32.501.860 λίτρα, αξίας 82.648.547 Ευρώ. Οι κυριότερες χώρες εξαγωγής Ελληνικού κρασιού απεικονίζονται στον παρακάτω πίνακα, σε ποσότητα και αξία.

Πίνακας 5.2. Οι κυριότερες χώρες εξαγωγής Ελληνικού κρασιού. (Πηγή: Hellastat)

ΕΤΟΣ	ΧΩΡΑ	ΠΟΣΟΤΗΤΑ	ΑΞΙΑ	ΤΙΜΗ/ΛΙΤΡΟ
2018	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	14.513.633	31.643.470	2,18 ΕΥΡΩ
2018	ΓΑΛΛΙΑ	4.253.580	6.876.230	1,61 ΕΥΡΩ
2018	Η.Π.Α.	2.299.803	12.271.398	5,33 ΕΥΡΩ
2018	ΚΥΠΡΟΣ	2.014.752	5.548.446	2,75 ΕΥΡΩ
2018	ΙΤΑΛΙΑ	1.489.035	1.960.406	1,32 ΕΥΡΩ
2018	ΚΑΝΑΔΑΣ	1.178.282	5.448.336	4,62 ΕΥΡΩ

Στη παρούσα διπλωματική μελέτη, θα μελετηθούν έξι εκ των δέκα μεγαλύτερων εταιρειών (βάσει του κύκλου εργασιών τους), για τις οποίες υπάρχουν προς δημοσιότητα τα οικονομικά στοιχεία για το τελευταίο έτος χρήσης τους (2019). Πιο συγκεκριμένα, αυτές είναι οι επιχειρήσεις:

- «ΚΤΗΜΑ ΚΩΣΤΑ ΛΑΖΑΡΙΔΗ Α.Ε.»
- «ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΕΛΛΑΡΙΑ ΟΙΝΩΝ Δ.ΚΟΥΡΤΑΚΗΣ Α.Ε.»
- «ΚΑΒΙΝΟ Α.Ε.»
- «ΚΤΗΜΑ ΒΙΒΛΙΑ ΧΩΡΑ Α.Ε.»
- «ΚΤΗΜΑ ΑΛΦΑ Α.Ε.»
- «ΚΥΡ-ΓΙΑΝΝΗ Α.Ε.»

Στη συνέχεια, παρατίθεται Πίνακας με τα σημαντικότερα οικονομικά στοιχεία των μεγαλύτερων εταιρειών του κλάδου Οινοποιίας στην Ελλάδα για τα έτη 2016-2019.(Πίνακας 5.3). Να σημειωθεί πως για την εταιρεία Τσάνταλης Ευάγγελος Α.Ε., δεν υπάρχουν δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις από το 2016, έτσι δεν προχωράμε στην ανάλυση της. Το ίδιο συμβαίνει και με την εταιρεία Ι. Μπουτάρης και Υιός Α.Ε., της οποίας η διαπραγμάτευση στο Χρηματιστήριο Αθηνών βρίσκεται σε αναστολή από το 2018, καθώς διανύει περίοδο οικονομικών προβλημάτων. Επίσης, η εταιρεία Μαλαματίνας Ε. και Υιός Α.Ε.Β.Ε. εμφανίζει μεγάλες ζημίες και υψηλό δανεισμό, και κρίνεται σκόπιμο να μην αξιολογηθεί.

Πίνακας 5.3. Χρηματοοικονομικό προφίλ των 11 μεγαλύτερων εταιρειών του κλάδου της Οινοποιίας.

	(σε €)	2016				2017				2018				2019			
		Κύκλος Εργασιών	Μικτό Αποτέλεσμα	Κέρδη Προ Φόρων	Ξένα/Ιδια Κεφάλαια	Κύκλος Εργασιών	Μικτό Αποτέλεσμα	Κέρδη Προ Φόρων	Ξένα/Ιδια Κεφάλαια	Κύκλος Εργασιών	Μικτό Αποτέλεσμα	Κέρδη Προ Φόρων	Ξένα/Ιδια Κεφάλαια	Κύκλος Εργασιών	Μικτό Αποτέλεσμα	Κέρδη Προ Φόρων	Ξένα/Ιδια Κεφάλαια
1	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΕΛΛΑΡΙΑ ΟΙΝΩΝ Δ. ΚΟΥΡΤΑΚΗΣ Α.Ε.	28.764.897,89	11.067.343,06	113.120,24	1,27	29.329.809,39	10.691.111,72	-491.695,90	1,42	31.213.254,91	11.046.946,94	104.189,35	1,36	28.479.715,60	9.049.492,35	97.439,74	1,34
2	ΤΣΑΝΤΑΛΗΣ ΕΥΑΓΓΕΛΟΣ Α.Ε.	28.234.690,53	8.666.353,69	-4.079.332,42	2,87												
3	ΚΑΒΙΝΟ Α.Ε.	19.036.136,00	3.097.000,00	1.193.473,00	1,91	20.691.435,00	3.315.000,00	1.083.071,00	1,88	22.688.629,00	3.742.838,00	1.060.140,00	1,75	22.828.157,00	7.897.071,00	1.360.439,00	0,89
4	ΜΑΛΑΜΑΤΙΝΑΣ Ε. ΚΑΙ ΥΙΟΣ Α.Ε.Β.Ε.	17.180.315,60	7.412.459,50	-764.299,13	6,40	14.448.792,68	5.120.511,41	-1.616.163,61	13,92	13.582.795,61	4.561.000,00	-3.526.513,82	201,01	13.379.862,16	5.206.325,84	-11.844.916,96	-4,79
5	Ι. ΜΠΟΥΤΑΡΗΣ ΚΑΙ ΥΙΟΣ Α.Ε.	11.109.000,00	3.910.000,00	-3.094.000,00	-8,67	11.331.000,00	3.774.000,00	-149.000,00	-8,44								
6	ΚΤΗΜΑ ΚΩΣΤΑ ΛΑΖΑΡΙΔΗ Α.Ε.	8.292.135,22	2.655.683,84	-843,05	0,58	9.546.263,57	3.698.179,79	320.834,11	0,56	11.066.322,43	4.459.040,23	1.472.485,27	0,48	13.055.187,35	5.350.880,64	2.539.560,86	0,64
7	ΚΤΗΜΑ ΒΙΒΛΙΑ ΧΩΡΑ Α.Ε.	7.576.094,99	3.978.309,52	1.764.611,74	0,15	8.122.609,88	4.228.202,09	2.809.194,92	0,27	8.731.681,19	4.453.724,83	2.937.095,10	0,29	9.383.854,98	4.217.527,65	2.329.723,59	0,30
9	ΚΤΗΜΑ ΑΛΦΑ Α.Ε.	5.889.440,44	1.978.816,00	163.320,83	1,67	6.666.917,99	2.515.768,48	336.632,46	1,68	7.421.579,48	3.337.884,37	1.069.138,54	1,48	8.874.997,19	3.716.629,24	1.038.006,47	1,40
8	ΚΥΡ-ΓΙΑΝΝΗ Α.Ε.	5.690.034,53	2.280.409,66	407.482,54	3,36	7.235.860,97	3.563.926,37	1.023.842,87	2,79	7.457.388,57	3.615.000,90	1.208.829,81	2,38	8.001.276,13	3.654.053,76	1.225.402,97	2,46
10	ΚΤΗΜΑ ΓΕΡΟΒΑΣΙΛΕΙΟΥ Α.Ε.	5.038.213,08	3.030.270,77	1.047.427,94	0,18	6.229.533,33	3.629.893,31	1.501.526,88	0,23	6.905.067,54	3.948.290,42	1.888.701,28	0,20	7.671.598,68	4.519.511,09	2.447.410,92	0,15
11	ΚΟΥΤΣΟΔΗΜΟΣ Γ.Α.Α.Ε.	5.900.552,82	1.807.079,50	280.889,04	2,25	6.295.340,03	2.388.900,31	228.106,73	2,30	6.295.478,33	2.386.418,19	152.310,36	2,12	6.170.682,73	2.232.016,99	158.020,21	2,31

5.2. Αποτίμηση Εταιρειών του Κλάδου της Οινοποιίας

5.2.1. «ΚΤΗΜΑ ΚΩΣΤΑ ΛΑΖΑΡΙΔΗ Α.Ε.» - ΕΙΣΗΓΜΕΝΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ

I) Παρουσίαση Εταιρείας

Η Εταιρεία «ΚΤΗΜΑ ΚΩΣΤΑ ΛΑΖΑΡΙΔΗ Α.Ε.» είναι Ανώνυμη Εταιρεία (ΑΡ. ΓΕΜΗ: 51520819000), ιδρύθηκε το έτος 1992 , δραστηριοποιείται στον τομέα παραγωγής και εμφιάλωσης κρασιών και αποσταγμένων οινοπνευματωδών ποτών.

Η Εταιρεία «ΚΤΗΜΑ ΚΩΣΤΑ ΛΑΖΑΡΙΔΗ Α.Ε.» είναι εγκατεστημένη στην Αδριανή Δράμας, όπου είναι και η έδρα της, και στο Καπανδρίτι Αττικής , όπου λειτουργεί με υποκατάστημα. Όλες οι μετοχές της Εταιρείας είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών στην κατηγορία της Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης και στον κλάδο «Τρόφιμα και Ποτά – Απόσταξη και Οινοπαραγωγή ».

Τον Σεπτέμβριο του 2013 ιδρύθηκε η εταιρεία «AMALAGOS ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ Ι.Κ.Ε», η οποία αποτελεί 100% θυγατρική της «ΚΤΗΜΑ ΚΩΣΤΑ ΛΑΖΑΡΙΔΗ Α.Ε.» και δραστηριοποιείται στον τομέα της εμπορίας οίνων. Οι ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας καλύπτουν την εταιρεία και την θυγατρική της (Ο Όμιλος).

Εταιρεία	% Συμμετοχής	Έδρα	Μέθοδος Ενοποίησης
ΚΤΗΜΑ ΚΩΣΤΑ ΛΑΖΑΡΙΔΗ Α.Ε.	Μητρική	Αδριανή Δράμας	Ολική Ενοποίηση
ΑΜΑΛΑΓΟΣ ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ Ι.Κ.Ε.	100%	Αδριανή Δράμας	Ολική Ενοποίηση

Οι πωλήσεις των οίνων και αποσταγμάτων πραγματοποιούνται σε εσωτερικό και εξωτερικό, με τις πωλήσεις στο εσωτερικό να φθάνουν 10.220.814,50€ (αύξηση κατά 20,75% από 2018), και με τις πωλήσεις στο εξωτερικό να φθάνουν τις 2.834.372,85 (αύξηση κατά 8,95% από 2018), με μεγαλύτερη αύξηση στις πωλήσεις σε χώρες εκτός Ε.Ε.

Μεγάλες επωνυμίες προϊόντων της εταιρείας είναι οι οίνοι Αμέθυστος, Domaine Costa Lazaridi, Chateau Julia, Οινότρια Γη και τα αποστάγματα Ηδωνικό, Methexis.

II) Βασικά Οικονομικά Στοιχεία

Οι πωλήσεις της εταιρείας διαμορφώνονται από μη βιολογικά προϊόντα, η εξέλιξη των οποίων συνολικά την τελευταία πενταετία παρουσιάζεται στο παρακάτω

γράφημα. Ωστόσο, η εταιρεία επενδύει μεγάλα ποσά στην ανάπτυξη βιολογικών περιουσιακών στοιχείων τα τελευταία χρόνια. Σύμφωνα με τον γεωμετρικό μέσο της πενταετίας, οι πωλήσεις αυξάνονται συνολικά τα τελευταία πέντε χρόνια κατά 15%, ειδικά το 2019 ανήλθαν σε 13,06 εκατ. ευρώ έναντι 11,07 εκατ. ευρώ το 2018, παρουσιάζοντας αύξηση κατά 17,97%. Η αύξηση των πωλήσεων σε σχέση με την προηγούμενη αντίστοιχη περίοδο προήλθε από την ενίσχυση των πωλήσεων των οίνων και των αποσταγμάτων, τόσο στο εξωτερικό όσο και στο εσωτερικό.

Αναλυτικά οι οικονομικές καταστάσεις χρήσης για τα έτη 2015-2019 βρίσκονται στους Πίνακες 8.7 και 8.8 του Παραρτήματος.



Διάγραμμα 5.5. Πωλήσεις «Κτήμα Κ. Λαζαρίδη» για τα έτη 2015-2019.

Τα κέρδη προ φόρων ανήλθαν σε 2.540 χιλ. ευρώ περίπου έναντι κερδών 1.472 χιλ. ευρώ πέρσι. Στο διάγραμμα που ακολουθεί παρουσιάζεται η πορεία των καθαρών αποτελεσμάτων την τελευταία πενταετία.

Παρακολουθούμε πως τα καθαρά αποτελέσματα της εταιρείας παρουσιάζουν έναν αυξητικό ρυθμό με την μεγαλύτερη αύξηση να συμβαίνει μεταξύ των 2016-2018. Μεταξύ 2018-2019, παρατηρείται αύξηση κατά 6%.

Το μετοχικό κεφάλαιο της Εταιρείας διαιρείται σε 18.017.472 κοινές ονομαστικές μετοχές ονομαστικής αξίας 0,36 Ευρώ η κάθε μία.

Στις 11 Νοεμβρίου 2019 η Εταιρεία σύναψε με την «ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ ΑΕ» Σύμβαση Κάλυψης Κοινού Ενυπόθηκου Ομολογιακού Δανείου ποσού ευρώ 8.125.000,00. Το ομολογιακό δάνειο είναι διάρκειας δέκα ετών.



Διάγραμμα 5.6. Καθαρά Αποτελέσματα «Κτήμα Κ. Λαζαρίδη» για τα έτη 2015-2019.

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται μετά από υπολογισμούς τα σημαντικότερα οικονομικά μεγέθη της εταιρείας.

Πίνακας 5.4. Βασικά οικονομικά στοιχεία «Κτήμα Κ. Λαζαρίδη» 2015-2019.

ΚΤΗΜΑ ΚΩΣΤΑ ΛΑΖΑΡΙΔΗ Α.Ε.					
	2015	2016	2017	2018	2019
Δείκτης Γενικής Ρευστότητας (Current Ratio)	2,91	3,52	2,27	3,31	3,76
Δείκτης Πραγματικής Ρευστότητας (Quick Ratio)	1,20	1,67	1,16	1,69	2,45
Δείκτης Κάλυψης Τόκων (Interest Coverage Ratio)	-1,00	0,82	1,53	4,11	8,05
Καθαρό Χρέος / Ίδια κεφάλαια	0,38	0,34	0,30	0,27	0,27
Σύνολο υποχρεώσεων/Σύνολο ενεργητικού	0,37	0,37	0,36	0,32	0,39
Μεικτό Περιθώριο Κέρδους (Gross Margin)	28,26%	32,03%	38,74%	40,29%	40,99%
Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)	-5,36%	-0,64%	1,77%	7,52%	7,39%
Μέρισμα ανά μετοχή (€)	- €	- €	- €	- €	- €
Ποσοστό Διανομής	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Αριθμός μετοχών	15.804.800,00	15.804.800,00	15.804.800,00	18.017.472,00	18.017.472,00
Κέρδη / (ζημίες) ανά μετοχή (σε €)	- 0,08 €	- 0,01 €	0,03 €	0,10 €	0,11 €
Χρηματιστηριακή Τιμή (Τελευταία ημέρα Δεκ.)	0,24 €	0,23 €	0,50 €	0,75 €	1,44 €

Ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας την πενταετία σημειώνει διακυμάνσεις και το 2019 διαμορφώνεται σε 3,76, ενώ ο αριθμοδείκτης πραγματικής ρευστότητας στο 2,45, φανερώνοντας πως δεν υπάρχει λόγος άμεσης ανησυχίας για την δυνατότητα της εταιρείας να ανταποκριθεί στις τρέχουσες υποχρεώσεις της.

Ο δείκτης κάλυψης τόκων, μέτρο δανειακής κατάστασης, διαμορφώνεται το 2019 σε 8,05. Η μόχλευση της εταιρείας μειώνεται με τα χρόνια με τον αριθμοδείκτη να φθάνει στο 0,27 (2019), κι αυτό οφείλεται κυρίως στην αύξηση των ιδίων κεφαλαίων από το 2017 και την εν συνεχεία αυξητική τάση των αποτελεσμάτων εις νέο. Η αναλογία των ιδίων κεφαλαίων στο σύνολο των κεφαλαίων για το έτος 2019, είναι περίπου 79%. Επίσης, ο δείκτης συνόλου υποχρεώσεων προς σύνολο ενεργητικού, ο οποίος εκφράζει πόσα ουσιαστικά από τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας δημιουργούνται από υποχρεώσεις, διαμορφώνεται σε 0,39 (2019), φανερώνοντας πως η εταιρεία έχει ισχυρή χρηματοοικονομική διάρθρωση.

Τα μικτά κέρδη από το σύνολο των δραστηριοτήτων επηρεασμένα θετικά από την ανάπτυξη των πωλήσεων, αυξήθηκαν κατά 22,34% περίπου έναντι του 2018, ενώ το περιθώριο μικτού κέρδους αυξήθηκε σε 41% το 2019.

Η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων διαμορφώνεται το 2019 στο 7,39%. Η εταιρεία δεν προτείνει την διανομή μερισμάτων τα τελευταία έτη. Παρατηρείται πως η χρηματιστηριακή τιμή για το 2019 ήταν η υψηλότερη της πενταετίας στα 1,440€



Διάγραμμα 5.7: Πορεία χρηματιστηριακής τιμής Κτήμα Κ.Λαζαρίδη(KTILA) για την περίοδο 02/11/2015 έως 31/12/2019.

III) Προβλέψεις και Υπολογισμοί

Προβλέψεις

Ο σημαντικότερος παράγοντας που προσδιορίζει τις οικονομικές εξελίξεις παγκοσμίως το 2020 είναι η πανδημία του κορονοϊού, η οποία μέσα σε διάστημα μερικών μηνών επηρέασε όλες τις χώρες, θέτοντας σε συναγερμό την παγκόσμια οικονομία. Σαν γεγονός, θα έχει αντίκτυπο σε κάθε μεμονωμένη επιχείρηση, σε μεγαλύτερο ή μικρότερο βαθμό.

Η εταιρεία για να ξεπεράσει τις δυσκολίες του παρελθόντος και βασισμένη στα κέρδη της και στη συμμετοχή των μετόχων της, προχωρούσε πάντα σε υψηλές επενδύσεις, σε ποσά μεγαλύτερα από τα καθαρά της κέρδη. Επηρεασμένη από τα γεγονότα της τρέχουσας οικονομίας, η εταιρεία πιστεύεται πως θα κινηθεί με μικρότερα επίπεδα κεφαλαιουχικών δαπανών (-27%) για να μπορέσει να διατηρήσει την οικονομική διάρθρωση της. Επίσης, θα οδηγηθεί σε μείωση του κεφαλαίου κίνησης κατά 53%. Δίνοντας βάση στην ανάπτυξη των βιολογικών προϊόντων της, αναμένεται να κρατήσει το μικτό περιθώριο κέρδους της σε υψηλά επίπεδα, σύμφωνα πάντα με τις πωλήσεις και το κόστος των πωλήσεων. Οι πωλήσεις της εκτιμάται πως θα μειωθούν κατά 15% περίπου, μειώνοντας όμως σε αντίστοιχο βαθμό και τα κόστη των πωλήσεων, θα διατηρήσει ένα μικτό περιθώριο κέρδους κοντά στο 41%. Μάλιστα, εκτιμάται πως τα λειτουργικά της κέρδη θα μειωθούν κατά 6% και θα ακολουθήσει μία μείωση στα καθαρά κέρδη της κατά 10%. Τα επόμενα χρόνια όμως, και ξεπερνώντας τις δυσκολίες του 2020, εκτιμάται πως θα συνεχίσει να έχει τον ίδιο ρυθμό και την ίδια ποιότητα επανεπενδύσεων, όπως κατάφερε τα έτη 2018 και 2019 όπου τα αποτελέσματα της ήταν ιδιαίτερα κερδοφόρα σε σχέση με τα προηγούμενα έτη.

Πίνακας 5.5. Πορεία επανεπενδύσεων και ανάπτυξης της εταιρείας «Κτήμα Κ. Λαζαρίδη» για τα έτη 2016-2019.

	2016	2017	2018	2019
Reinvestment Ratio	17%	72%	205%	201%
ROC	1%	2%	4%	6%
Growth rate (FCFF)=	0%	1%	8%	13%
Retention Ratio	100%	100%	100%	100%
ROE	-1%	2%	8%	7%
Growth rate (FCFE)=	-1%	2%	8%	7%

Ο χρονικός ορίζοντας της αποτίμησης που χρησιμοποιήθηκε σε πρώτο στάδιο είναι τα 5 έτη, στα οποία εκτιμάται μία πορεία ανάπτυξης (Growth rate) 10% και μία απόδοση επενδυμένου κεφαλαίου (ROC) ίση με 5%, ενώ σε δεύτερο στάδιο, για τα επόμενα χρόνια εκτιμάται ένας σταθερός ρυθμός ανάπτυξης κοντά στις τιμές του πληθωρισμού για λόγους συντηρητικότητας, δηλαδή 1% και τιμή ROC ίση με 4%. Το 2020 όμως, χρησιμοποιούμε μικρότερες εκτιμήσεις λόγω της πανδημίας, και με όσα εκτιμήθηκαν παραπάνω η εταιρεία παρουσιάζεται με ρυθμού επανεπένδυσης ίσο με 102%.

Για το έτος 2020 εκτιμάται πως η εταιρεία θα καταφέρει να αποπληρώσει τον βραχυπρόθεσμο δανεισμό της χρησιμοποιώντας τα ταμειακά της διαθέσιμα που είναι πολύ ικανοποιητικά, και ίσως συμφωνήσει παράταση αποπληρωμής του ομολογιακού δανείου της μακροπρόθεσμα. Επίσης, εκτιμάται ότι θα προχωρήσει σε σχηματισμού τακτικού αποθεματικού με σκοπό η εταιρεία να συνεχίσει να έχει την ίδια διάρθρωση κεφαλαίων, το οποίο και θα χρησιμοποιηθεί στις εκτιμήσεις.

Υπολογισμοί

Για τον υπολογισμό του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου αρχικά υπολογίζεται το κόστος ιδίων κεφαλαίων με το υπόδειγμα CAPM. Ο συντελεστής beta της εταιρείας υπολογίζεται από τις μηνιαίες αποδόσεις της μετοχής της ΚΤΗΛΑ (Κτήμα Λαζαρίδη) και τις αποδόσεις του γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών για την περίοδο 1/1/2015 έως 31/12/2019. Οι τιμές της μετοχής και του Γενικού Δείκτη ανακτήθηκαν από την ιστοσελίδα Yahoo Finance (2019). Ο συντελεστής beta της εταιρείας υπολογίστηκε σε 0,438. (Παράρτημα).

Το ασφάλιστρο αγοράς για τον Σεπτέμβριο του 2020 έχει την τιμή $IMRP=12,3\%$ (<http://www.market-risk-premia.com/gr.html>), ενώ η απόδοση χωρίς κίνδυνο, υπολογιζόμενη από τις αποδόσεις του δεκαετούς κρατικού ομολόγου, έχει την τιμή $Rf=0,83\%$ (20/10/2020, <https://tradingeconomics.com/greece/government-bond-yield>). Σύμφωνα με τα παραπάνω, το κόστος των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας υπολογίζεται με το υπόδειγμα CAPM και είναι:

$$CAPM = rf + \beta * [E(Rm) - rf] = 0,0083 + 0,438 * 0,123 = 0,0622 \text{ ή } 6,22\%$$

Για να προχωρήσουμε στον υπολογισμό του κόστους ξένων κεφαλαίων της επιχείρησης, υπολογίζουμε τον δείκτη κάλυψης τόκων ίσο με 8,05 και σε συνδυασμό τους Πίνακες των Default Spread για μικρές επιχειρήσεις, μας δίνει μία τιμή Spread ίση με 1,08%. Λαμβάνοντας υπόψη την τρέχουσα απόδοση του δεκαετούς

κυβερνητικού ομολόγου (20/10/2020: 0,83) και τον φορολογικό συντελεστή των ΑΕ από 1^{ης} Ιανουαρίου του 2019 ο οποίος είναι 24%, το κόστος των δανειακών κεφαλαίων είναι ίσο με: $Kd = (0,83\% + 1,08\%)*(1-24\%) = 1,45\%$

Με την παραδοχή ότι η εταιρεία θα διατηρήσει την ίδια αναλογία ξένου και ίδιου δανεισμού (τα ξένα κεφάλαια αποτελούν το 21,02% του συνόλου), το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίων είναι:

$$WACC = 78,98\% * 6,22\% + 21,02\% * 1,45\% * (1-24\%) = 5,14\%$$

IV) Αποτίμηση με την χρήση των υποδειγμάτων FCFF και FCFE.

Με βάση τις παραδοχές και εκτιμήσεις των παραπάνω, η προεξόφληση των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση, και προς τους μετόχους παρουσιάζεται στους παρακάτω πίνακες (5.6 και 5.7 αντίστοιχα). Για τον υπολογισμό χρησιμοποιήθηκε υπόδειγμα υπολογισμού των ελεύθερων ταμειακών ροών(Damodaran Online).

Οι προεξοφλημένες ελεύθερες ταμειακές ροές τόσο προς την επιχείρηση όσο και προς τους μετόχους, υπολογίστηκαν σε 25.544.701,60€, ενώ με τον αριθμό των 18.017.472 μετοχών, δίδουν μία τιμή των 1,42€ευρώ ανά μετοχή.

Η τιμές αυτές, είναι σημαντικά διαφοροποιημένες από την χρηματιστηριακή τιμή (20/10/2020: 1,01€), καταδεικνύοντας ότι η μετοχή είναι υποτιμημένη.

Πίνακας 5.6. Προεξόφληση ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση «Κτήμα Κ. Λαζαρίδη».

Expected Growth rate		5%	10%	10%	10%	10%	1%
Reinvestment rate		102,41%	200,00%	200,00%	200,00%	200,00%	25,0%
EBIT		2.571.427,29 €	2.828.570,02 €	3.111.427,02 €	3.422.569,72 €	3.764.826,69 €	3.802.474,96 €
Taxes		617.142,55 €	678.856,80 €	746.742,48 €	821.416,73 €	903.558,41 €	912.593,99 €
EBIT(1-t)		1.954.284,74 €	2.149.713,21 €	2.364.684,53 €	2.601.152,99 €	2.861.268,29 €	2.889.880,97 €
- Reinvestment		2.001.402,98 €	4.299.426,43 €	4.729.369,07 €	5.202.305,97 €	5.722.536,57 €	722.470,24 €
FCFF		- 47.118,24 €	- 2.149.713,21 €	- 2.364.684,53 €	- 2.601.152,99 €	- 2.861.268,29 €	2.167.410,73 €
Terminal Value						52.325.831,54 €	
Present Value		- 44.813,85 €	- 1.944.584,76 €	- 2.034.429,94 €	- 2.128.426,21 €	38.495.508,24 €	
Value of Firm =	32.343.253,48 €	34.053.508,05 €	37.954.301,31 €	42.270.650,26 €	47.045.420,50 €	52.325.831,54 €	
Value of Equity =	25.544.701,60 €	! Equity as % of value					
Value of Debt =	6.798.551,88 €	! Debt as % of value					

Πίνακας 5.7. Προεξόφληση ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους «Κτήμα Κ. Λαζαρίδη».

	0	1	2	3	4	5	Terminal Year
EBIT		2.571.427,29 €	2.828.570,02 €	3.111.427,02 €	3.422.569,72 €	3.764.826,69 €	3.802.474,96 €
Interest Exp		98.579,00 €	99.708,80 €	115.680,91 €	128.836,71 €	143.389,74 €	159.483,90 €
EBT		2.472.848,29 €	2.728.861,22 €	2.995.746,10 €	3.293.733,01 €	3.621.436,95 €	3.642.991,06 €
Taxes		593.483,59 €	654.926,69 €	718.979,06 €	790.495,92 €	869.144,87 €	874.317,85 €
Net Income		1.879.364,70 €	2.073.934,53 €	2.276.767,04 €	2.503.237,08 €	2.752.292,09 €	2.768.673,20 €
- Reinvestment		2.001.402,98 €	4.299.426,43 €	4.729.369,07 €	5.202.305,97 €	5.722.536,57 €	722.470,24 €
+ New Debt Issued		77.917,00 €	1.101.525,26 €	907.296,55 €	1.003.656,70 €	1.109.942,40 €	109.988,90 €
FCFE		- 44.121,29 €	- 1.123.966,64 €	- 1.545.305,48 €	- 1.695.412,19 €	- 1.860.302,08 €	2.156.191,86 €
Terminal Value of Equity						41.326.941,75 €	
Present Value		- 41.538,66 €	- 996.235,68 €	- 1.289.517,81 €	- 1.331.964,45 €	29.191.191,23 €	
Value of Equity =	25.531.934,63 €						

5.2.2. «ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΕΛΛΑΡΙΑ ΟΙΝΩΝ Δ. ΚΟΥΡΤΑΚΗΣ Α.Ε.»

I) Παρουσίαση Εταιρείας

Η εταιρεία «ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΕΛΛΑΡΙΑ ΟΙΝΩΝ Δ. ΚΟΥΡΤΑΚΗΣ Α.Ε.» είναι Ανώνυμη Εταιρεία (ΑΡ. ΓΕΜΗ: 280001000), ιδρύθηκε το έτος 1895 από τον Βασίλη Κουρτάκη, έναν από τους πρώτους Έλληνες που απέκτησαν δίπλωμα οινολογίας. Σήμερα παραμένει στην οικογένεια με την τρέχουσα ιδιοκτησία να βρίσκεται στα χέρια της τρίτης γενιάς Κουρτάκη. Η εταιρεία δραστηριοποιείται παραγωγή οίνων, την εμφιάλωση, την χονδρική πώληση των εμφιαλωμένων οίνων, ρετσίνας και με την εμπορία τσίπουρου και ούζου.

Η Εταιρεία «ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΕΛΛΑΡΙΑ ΟΙΝΩΝ Δ. ΚΟΥΡΤΑΚΗΣ Α.Ε.» είναι εγκατεστημένη στο Μαρκόπουλο στα Μεσόγια, διαθέτοντας επίσης εκτάσεις στην Ριτσώνα Βοιωτίας και στο Λεχαίο Κορινθίας. Λειτουργεί και με υποκατάστημα στην Ριτσώνα Βοιωτίας.

Οι πωλήσεις της εταιρείας πραγματοποιούνται κατά μεγαλύτερο ποσοστό στο εσωτερικό, ενώ και οι διεθνείς εξαγωγές είναι σημαντικές. Μεγάλες επωνυμίες προϊόντων της εταιρείας είναι οι οίνοι Apelia, Calliga και Kouros.

II) Βασικά Οικονομικά Στοιχεία

Οι πωλήσεις της εταιρείας συνολικά την τελευταία πενταετία παρουσιάζεται στο παρακάτω γράφημα. Σύμφωνα με τον γεωμετρικό μέσο της πενταετίας, οι πωλήσεις αυξάνονται συνολικά τα τελευταία πέντε χρόνια κατά 1,76%, όμως το 2019 ανήλθαν σε 28,48 εκατ. ευρώ έναντι 31,21 εκατ. ευρώ το 2018, παρουσιάζοντας μείωση κατά 8,76%. Η μείωση αυτή οφείλεται σύμφωνα με την οικονομική κατάσταση του 2019, λόγω μειωμένων εσόδων από πωλήσεις έτοιμων και ημιτελών προϊόντων. Αναλυτικά οι οικονομικές καταστάσεις χρήσης για τα έτη 2015-2019 βρίσκονται στους Πίνακες 8.9 και 8.10 του Παραρτήματος.



Διάγραμμα 5.8. Πωλήσεις «Ελληνικά Κελλάρια Οίνων Δ.Κουρτάκης» για τα έτη 2015-2019.

Τα κέρδη προ φόρων ανήλθαν σε 57.192,41 ευρώ περίπου έναντι κερδών 104.189,35 ευρώ πέρσι. Στο διάγραμμα που ακολουθεί παρουσιάζεται η πορεία των καθαρών αποτελεσμάτων την τελευταία πενταετία.



Διάγραμμα 5.9. Καθαρά Αποτελέσματα «Ελληνικά Κελλάρια Οίνων Δ.Κουρτάκης» για τα έτη 2015-2019.

Παρακολουθούμε πως τα καθαρά αποτελέσματα της εταιρείας παρουσίασαν μια μεγάλη αύξηση το 2018, ενώ το έτος 2019 εμφανίζονται μειωμένα κατά 45%.

Το μετοχικό κεφάλαιο της Εταιρείας διαιρείται σε 3.758.000 ονομαστικές μετοχές ονομαστικής αξίας 2,93 Ευρώ η κάθε μία.

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται μετά από υπολογισμούς τα σημαντικότερα οικονομικά μεγέθη της εταιρείας.

Πίνακας 5.8. Βασικά οικονομικά στοιχεία «Ελληνικά Κελλάρια Οίνων Δ.Κουρτάκης» 2015-2019.

ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΕΛΛΑΡΙΑ ΟΙΝΩΝ Δ. ΚΟΥΡΤΑΚΗΣ Α.Ε.					
	2015	2016	2017	2018	2019
Δείκτης Γενικής Ρευστότητας (Current Ratio)	2,09	1,81	1,52	1,29	1,54
Δείκτης Πραγματικής Ρευστότητας (Quick Ratio)	1,09	0,95	0,75	0,67	0,76
Δείκτης Κάλυψης Τόκων (Interest Coverage Ratio)	1,37	1,14	0,40	1,12	1,17
Καθαρό Χρέος / Ίδια κεφάλαια	0,81	0,85	0,92	0,76	0,73
Σύνολο υποχρεώσεων/Σύνολο ενεργητικού	0,55	0,56	0,59	0,58	0,57
Μεικτό Περιθώριο Κέρδους (Gross Margin)	34%	38%	36%	35%	32%
Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)	0,10%	0,10%	-3,94%	0,70%	0,38%
Μέρισμα ανά μετοχή (€)	- €	- €	- €	- €	- €
Ποσοστό Διανομής	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Αριθμός μετοχών	3.758.000,00	3.758.000,00	3.758.000,00	3.758.000,00	3.758.000,00
Κέρδη/ (ζημίες) ανά μετοχή (€)	0,00	0,00	-0,16	0,03	0,02

Ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας την πενταετία σημειώνει διακυμάνσεις και το 2019 διαμορφώνεται σε 1,54, ενώ ο αριθμοδείκτης πραγματικής ρευστότητας στο 0,76, φανερώνοντας πως υπάρχει μικρή ανησυχία για την δυνατότητα της εταιρείας να ανταποκριθεί στις τρέχουσες υποχρεώσεις της.

Ο δείκτης κάλυψης τόκων, μέτρο δανειακής κατάστασης, διαμορφώνεται το 2019 σε 1,17. Η μόχλευση της εταιρείας εμφανίζεται μειωμένη με τον αριθμοδείκτη να φθάνει στο 0,73 (2019), το συνολικό χρέος της εταιρείας σε σχέση με τον αριθμό των ιδίων κεφαλαίων είναι αρκετό, όμως γίνονται προσπάθειες να μειωθεί με τα χρόνια. Η αναλογία των ιδίων κεφαλαίων στο σύνολο των κεφαλαίων για το έτος 2019, είναι περίπου 58,53%. Επίσης, ο δείκτης συνόλου υποχρεώσεων προς σύνολο ενεργητικού, ο οποίος εκφράζει πόσα ουσιαστικά από τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας δημιουργούνται από υποχρεώσεις, διαμορφώνεται σε 0,57 (2019), φανερώνοντας πως η χρηματοοικονομική διάρθρωση της εταιρείας εγκυμονεί κινδύνους.

Τα μικτά κέρδη επηρεασμένα αρνητικά από την μείωση των πωλήσεων, μειώθηκαν κατά 18,08% έναντι του 2018, ενώ το περιθώριο μικτού κέρδους μειώθηκε σε 32% το 2019. Το κόστος των πωλήσεων συναντάται αρκετά υψηλό.

Η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων διαμορφώνεται το 2019 στο 0,38%. Η εταιρεία δεν προτείνει την διανομή μερισμάτων τα τελευταία έτη.

III) Προβλέψεις και Υπολογισμοί

Προβλέψεις

Ο σημαντικότερος παράγοντας που προσδιορίζει τις οικονομικές εξελίξεις παγκοσμίως το 2020 είναι η πανδημία του κορονοϊού, η οποία μέσα σε διάστημα μερικών μηνών επηρέασε όλες τις χώρες, θέτοντας σε συναγερμό την παγκόσμια οικονομία. Σαν γεγονός, θα έχει αντίκτυπο σε κάθε μεμονωμένη επιχείρηση, σε μεγαλύτερο ή μικρότερο βαθμό.

Η εταιρεία επηρεασμένη από τα γεγονότα της τρέχουσας οικονομίας, πιστεύεται πως θα κινηθεί με ακόμη μικρότερα επίπεδα επενδύσεων για να μπορέσει να διατηρήσει την οικονομική διάρθρωση της. Παρατηρείται πως στα προηγούμενα χρόνια η εταιρεία δεν οδηγείται σε μεγάλες επανεπενδύσεις, αλλά και η ποιότητα των επανεπενδύσεων της είναι χαμηλή. Ωστόσο αναμένεται να κρατήσει το μικτό περιθώριο κέρδους της στα ίδια επίπεδα, σύμφωνα πάντα με τις πωλήσεις και το κόστος των πωλήσεων. Οι πωλήσεις της εκτιμάται πως θα μειωθούν κατά 15% περίπου, μειώνοντας όμως σε αντίστοιχο βαθμό και τα κόστη των πωλήσεων. Λόγω των συνθηκών της παγκόσμιας οικονομίας, εκτιμάται πως τα λειτουργικά της κέρδη θα μειωθούν κατά 6%. Η πορεία της εταιρείας είναι λίγο αβέβαιη για τα επόμενα χρόνια γεγονός που θα πρέπει να την οδηγήσει σε κεφαλαιακή διάρθρωση και σε μείωση των υποχρεώσεων της και των εξόδων της.

Πίνακας 5.9. Πορεία επανεπενδύσεων και ανάπτυξης της εταιρείας «Ελληνικά Κελλάρια Οίνων Δ. Κουρτάκης» για τα έτη 2016-2019.

	2016	2017	2018	2019
Reinvestment Ratio	175%	-138%	-265%	-74%
ROC	2%	1%	2%	2%
Growth rate (FCFF)=	4%	-1%	-6%	-2%
Retention Ratio	1	1	1	1
ROE	0%	-4%	1%	0%
Growth rate (FCFE)=	0%	-4%	1%	0%

Το ποσοστό επανεπένδυσης για μια επιχείρηση μπορεί να είναι αρνητικό εάν η απόσβεσή του υπερβαίνει τις κεφαλαιουχικές δαπάνες της ή εάν το κεφάλαιο κίνησης μειώνεται σημαντικά κατά τη διάρκεια του έτους. Για τις περισσότερες εταιρείες, αυτό το αρνητικό ποσοστό επανεπένδυσης είναι ένα προσωρινό φαινόμενο που αντικατοπτρίζει τις άκαμπτες κεφαλαιουχικές δαπάνες ή το ασταθές κεφάλαιο κίνησης. Για αυτές τις εταιρείες, το ποσοστό επανεπένδυσης του τρέχοντος έτους (το οποίο είναι αρνητικό) μπορεί να αντικατασταθεί με ένα μέσο ποσοστό επανεπένδυσης τα τελευταία χρόνια (*Damodaran Online*). Το ίδιο θα εφαρμοστεί και την συγκεκριμένη εταιρεία, καθώς εμφανίζει αρνητικά ποσοστά επανεπένδυσης τα οποία οφείλονται στο ασταθές κεφάλαιο κίνησης που διαθέτει.

Ο χρονικός ορίζοντας της αποτίμησης που χρησιμοποιήθηκε σε πρώτο στάδιο είναι τα 5 έτη, στα οποία εκτιμάται μία πορεία ανάπτυξης (Growth rate) 1% (το καλύτερο σενάριο με βάση την τρέχουσα κεφαλαιακή διάρθρωση) και μία απόδοση επενδυμένου κεφαλαίου (ROC) ίση με 2%, ενώ σε δεύτερο στάδιο, καθώς το ίδιο εκτιμάται και για τα επόμενα χρόνια κοντά στις τιμές του πληθωρισμού για λόγους συντηρητικότητας, δηλαδή 1% και τιμή ROC ίση με 2%. Το 2020 όμως, χρησιμοποιούμε μικρότερες εκτιμήσεις λόγω της πανδημίας, και με όσα εκτιμήθηκαν παραπάνω η εταιρεία παρουσιάζεται με ρυθμό επανεπένδυσης ίσο με -226% και μία ανάπτυξη ίση με -5%.

Για το έτος 2020 εκτιμάται πως η εταιρεία θα δυσκολευτεί να αποπληρώσει τον βραχυπρόθεσμο δανεισμό της χρησιμοποιώντας μόνο τα ταμειακά της διαθέσιμα, καθώς είναι ελάχιστα, και ίσως συμφωνήσει παράταση αποπληρωμής του δανεισμού της. Επίσης, εκτιμάται ότι θα προχωρήσει σε σχηματισμού τακτικού αποθεματικού, ή θα προχωρήσει σε πωλήσεις παγίων, με σκοπό να συνεχίσει να έχει την ίδια διάρθρωση κεφαλαίων, το οποίο και θα χρησιμοποιηθεί στις εκτιμήσεις.

Υπολογισμοί

Για τον υπολογισμό του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου αρχικά υπολογίζεται το κόστος ιδίων κεφαλαίων με το υπόδειγμα *capm*. Ο συντελεστής *beta* της εταιρείας υπολογίζεται από τα στοιχεία του κλάδου των Οινοπνευματώδων Ποτών (Beverage - Alcoholic) των εισηγμένων επιχειρήσεων για την Ευρώπη (2020), οι οποίες μας δίνουν τον δείκτη χρέους προς ίδια κεφάλαια ίσο με $D/E = 44,12\%$ και τον συντελεστή $\beta = 0,60$. Χρησιμοποιώντας τους τύπους για τον απομοχλευμένο συντελεστή β , ο συντελεστής β της εταιρείας υπολογίστηκε σε 0,70.

Το ασφάλιστρο αγοράς για τον Σεπτέμβριο του 2020 έχει την τιμή $IMRP=12,3\%$ (<http://www.market-risk-premia.com/gr.html>), ενώ η απόδοση χωρίς κίνδυνο, υπολογιζόμενη από τις αποδόσεις του δεκαετούς κρατικού ομολόγου, έχει την τιμή $Rf=0,83\%$ (20/10/2020, <https://tradingeconomics.com/greece/government-bond-yield>). Σύμφωνα με τα παραπάνω, το κόστος των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας υπολογίζεται με το υπόδειγμα CAPM και είναι:

$$CAPM = rf + \beta * [E(Rm) - rf] = 0,0083 + 0,70 * 0,123 = 0,0944 \text{ ή } 9,44\%$$

Για να προχωρήσουμε στον υπολογισμό του κόστους ξένων κεφαλαίων της επιχείρησης, υπολογίζουμε τον δείκτη κάλυψης τόκων ίσο με 1,17 και σε συνδυασμό τους Πίνακες των Default Spread για μικρές επιχειρήσεις, μας δίνει μία τιμή Spread ίση με 12,38%. Λαμβάνοντας υπόψη την τρέχουσα απόδοση του δεκαετούς κυβερνητικού ομολόγου (20/10/2020: 0,83) και τον φορολογικό συντελεστή των ΑΕ από 1^{ης} Ιανουαρίου του 2019 ο οποίος είναι 24%, το κόστος των δανειακών κεφαλαίων είναι ίσο με: $Kd = (0,83\% + 12,38\%)*(1-24\%) = 10,04\%$

Με την παραδοχή ότι η εταιρεία θα διατηρήσει την ίδια αναλογία ξένου και ίδιου δανεισμού (τα ξένα κεφάλαια αποτελούν το 8,66% του συνόλου), το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίων είναι:

$$WACC = 58,53\% * 9,44\% + 41,47\% * 10,04\% * (1-24\%) = 8,69\%$$

IV) Αποτίμηση με την χρήση των υποδειγμάτων FCFF και FCFE.

Με βάση τις παραδοχές και εκτιμήσεις των παραπάνω, η προεξόφληση των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση, και προς τους μετόχους παρουσιάζεται στους παρακάτω πίνακες (5.10 και 5.11 αντίστοιχα). Για τον υπολογισμό χρησιμοποιήθηκε υπόδειγμα υπολογισμού των ελεύθερων ταμειακών ροών (Damodaran Online).

Οι προεξοφλημένες ελεύθερες ταμειακές ροές τόσο προς την επιχείρηση όσο και προς τους μετόχους, υπολογίστηκαν σε 1.999.219,51€, ενώ με τον αριθμό των 3.758.000 μετοχών, δίδουν μία τιμή αξίας 0,05€ ευρώ ανά μετοχή.

Πίνακας 5.10. Προεξόφληση καθαρών ταμειακών ροών προς την επιχείρηση «Ελληνικά Κελλάρια Οίνων Δ. Κουρτάκης».

Expected Growth rate		-5%	1%	1%	1%	1%	1%
Reinvestment rate		-226,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%
EBIT	686.950,80	645.733,75 €	652.191,09 €	658.713,00 €	665.300,13 €	671.953,13 €	678.672,66 €
Taxes		154.976,10 €	156.525,86 €	158.091,12 €	159.672,03 €	161.268,75 €	162.881,44 €
EBIT(1-t)		490.757,65 €	495.665,23 €	500.621,88 €	505.628,10 €	510.684,38 €	515.791,22 €
- Reinvestment		10.000,00 €	247.832,61 €	250.310,94 €	252.814,05 €	255.342,19 €	257.895,61 €
FCFF		489.257,65 €	247.832,61 €	250.310,94 €	252.814,05 €	255.342,19 €	257.895,61 €
Terminal Value						3.353.862,41 €	
Present Value		450.142,47 €	209.789,23 €	194.947,17 €	181.155,14 €	2.379.432,19 €	
Value of Firm =	3.415.466,21 €	3.222.995,86 €	3.255.225,82 €	3.287.778,07 €	3.320.655,86 €	3.353.862,41 €	
Value of Equity =	1.999.219,51 €	! Equity as % of value					
Value of Debt =	1.416.246,70 €	! Debt as % of value					

Πίνακας 5.11. Προεξόφληση καθαρών ταμειακών ροών προς τους μετόχους «Ελληνικά Κελλάρια Οίνων Δ. Κουρτάκης».

	0	1	2	3	4	5	Terminal Year
EBIT	686.950,80	645.733,75 €	652.191,09 €	658.713,00 €	665.300,13 €	671.953,13 €	678.672,66 €
Interest Exp		142.185,50 €	134.172,98 €	135.514,71 €	136.869,86 €	138.238,56 €	139.620,94 €
EBT		503.548,25 €	518.018,11 €	523.198,29 €	528.430,27 €	533.714,57 €	539.051,72 €
Taxes		120.851,58 €	124.324,35 €	125.567,59 €	126.823,26 €	128.091,50 €	129.372,41 €
Net Income		382.696,67 €	393.693,76 €	397.630,70 €	401.607,01 €	405.623,08 €	409.679,31 €
- Reinvestment		10.000,00 €	247.832,61 €	250.310,94 €	252.814,05 €	255.342,19 €	257.895,61 €
+ New Debt Issued	-	79.809,16 €	13.364,38 €	13.498,02 €	13.633,00 €	13.769,33 €	13.907,02 €
FCFE		292.887,51 €	159.225,52 €	160.817,78 €	162.425,96 €	164.050,22 €	165.690,72 €
Terminal Value of Equity						1.963.160,16 €	
Present Value		267.623,82 €	132.941,48 €	122.689,05 €	113.227,28 €	1.354.971,06 €	
Value of Equity =	1.991.452,70 €						

5.2.3. «KABINO A.E.»

I) Παρουσίαση Εταιρείας

Η εταιρεία «KABINO A.E.» είναι Ανώνυμη Εταιρεία εγγεγραμμένη στην Ελλάδα (ΑΡ. ΓΕΜΗ 034931716000), ιδρύθηκε το 1958 και δραστηριοποιείται στην παραγωγή και εμπορία κρασιών κυρίως.

Το εργοστάσιο οινοποιίας δημιουργήθηκε στο Αίγιο – Αχαΐας της επαρχίας Αιγιάλειας, με σκοπό την αμπελοκαλλιέργεια και οινοποίηση. Από το 1969 ο όμιλος ασχολείται αποκλειστικά με την οινοποίηση, παραγωγή, εμφιάλωση ποιοτικών οίνων, ως επίσης και την παραγωγή ούζου.

Παράλληλα η CAVINO από το 1997 έχει εντάξει στα προγράμματά της την παραγωγή οίνων Βιολογικής Καλλιέργειας με πιστοποίηση BIO Ελλάς.

Μία από τις μεγαλύτερες εξαγωγικές ελληνικές εταιρείες εμφιαλωμένων οίνων, η CAVINO σήμερα εξάγει σε περισσότερες από 30 χώρες όπως, Κράτη Ευρωπαϊκής Ένωσης, Η.Π.Α, Καναδά, Ιαπωνία, Ρωσία, το δε ποσοστό εξαγωγών ανέρχεται στο 72,27 % (2019) του ετήσιου κύκλου εργασιών της.

Ο όμιλος απαρτίζεται από την Ανώνυμη Βιομηχανική Εταιρεία Οινοποιία - Ποτοποιία ΑΙΓΙΟΥ με διακριτικό τίτλο «KABINO A.E.» (μητρική) και την εταιρεία με διακριτικό τίτλο «ΜΕΓΑ ΣΠΗΛΑΙΟ ΙΚΕ», οι οποίες αποκαλούνται (ο Όμιλος).

Εταιρεία	Αντικείμενο	Χώρα	31/12/19		31/12/18	
			% συμμετοχής		% συμμετοχής	
			Άμεση	Έμμεση	Άμεση	Έμμεση
ΜΕΓΑ ΣΠΗΛΑΙΟ ΙΚΕ	Η εταιρεία δραστηριοποιείται στον κλάδο της οινοποιίας-ποτοποιίας	Ελλάδα	100%	-	100%	-

Ο όμιλος από τη χρήση 2017 έχει ξεκινήσει συνεργασία με το οινοποιείο «ΧΑΤΖΗΣΤΑΜΑΤΙΟΥ – ΒΑΚΑΚΗ» για την παραγωγή οίνου μοσχάτο Σάμου.

Μεγάλες επωνυμίες προϊόντων της εταιρείας είναι οι οίνοι Οiwνός, Black Label, Ίριδα, Πανδώρα, Atelier και Μέγα Σπήλαιο (του ομίλου), καθώς και τα οινοπνευματώδη Ούζο 10, Τσίπουρο Romios.

II) Βασικά Οικονομικά Στοιχεία

Οι πωλήσεις της εταιρείας διαμορφώνονται από βιολογικά και μη βιολογικά προϊόντα, η εξέλιξη των οποίων συνολικά την τελευταία πενταετία παρουσιάζεται στο παρακάτω γράφημα. Σύμφωνα με τον γεωμετρικό μέσο της πενταετίας, οι πωλήσεις αυξάνονται συνολικά τα τελευταία πέντε χρόνια κατά 7,12%, ειδικά το 2019 ανήλθαν σε 22,82 εκατ. ευρώ έναντι 22,68 εκατ. ευρώ το 2018, παρουσιάζοντας αύξηση κατά

0,60%. Η αύξηση των πωλήσεων σε σχέση με την προηγούμενη αντίστοιχη περίοδο προήλθε από την ενίσχυση των πωλήσεων των οίνων και των αποσταγμάτων, τόσο στο εξωτερικό όσο και στο εσωτερικό.

Αναλυτικά οι οικονομικές καταστάσεις χρήσης για τα έτη 2015-2019 βρίσκονται στους Πίνακες 8.11 και 8.12 του Παραρτήματος.



Διάγραμμα 5.10. Πωλήσεις «KABINO» για τα έτη 2015-2019.

Τα κέρδη προ φόρων ανήλθαν σε 1.360 χιλ. ευρώ περίπου έναντι κερδών 1.060 χιλ. ευρώ πέρσι. Στο διάγραμμα που ακολουθεί παρουσιάζεται η πορεία των καθαρών αποτελεσμάτων την τελευταία πενταετία.

Παρακολουθούμε πως τα καθαρά αποτελέσματα της εταιρείας παρουσιάζουν έναν αυξητικό ρυθμό. Μεταξύ 2018-2019, παρατηρείται αύξηση κατά 24%.

Το μετοχικό κεφάλαιο της Εταιρείας διαιρείται σε 106.356 κοινές ονομαστικές μετοχές ονομαστικής αξίας 34,02€η κάθε μία.



Διάγραμμα 5.11. Καθαρά Αποτελέσματα «ΚΑΒΙΝΟ» για τα έτη 2015-2019.

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται μετά από υπολογισμούς τα σημαντικότερα οικονομικά μεγέθη της εταιρείας.

Πίνακας 5.12. Βασικά οικονομικά στοιχεία «ΚΑΒΙΝΟ» 2015-2019.

KABINO A.E.					
	2015	2016	2017	2018	2019
Δείκτης Γενικής Ρευστότητας (Current Ratio)	1,41	1,44	1,33	1,34	1,72
Δείκτης Πραγματικής Ρευστότητας (Quick Ratio)	0,77	0,82	0,71	0,69	0,88
Δείκτης Κάλυψης Τόκων (Interest Coverage Ratio)	3,60	3,89	3,77	3,25	4,27
Καθαρό Χρέος / Ίδια κεφάλαια	0,78	0,69	0,70	0,73	0,62
Σύνολο υποχρεώσεων/Σύνολο ενεργητικού	0,67	0,66	0,65	0,64	0,61
Μεικτό Περιθώριο Κέρδους (Gross Margin)	31%	33%	34%	34%	35%
Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)	2,72%	9,79%	7,83%	8,93%	9,95%
Μέρισμα ανά μετοχή (€)	- €	- €	- €	- €	- €
Ποσοστό Διανομής	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Αριθμός μετοχών	106.356,00	106.356,00	106.356,00	106.356,00	106.356,00
Κέρδη/ (ζημίες) ανά μετοχή (€)	2,02 €	8,07 €	6,99 €	8,76 €	10,84 €

Ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας την πενταετία σημειώνει διακυμάνσεις και το 2019 διαμορφώνεται σε 1,72, ενώ ο αριθμοδείκτης πραγματικής ρευστότητας στο 0,88, φανερώνοντας πως δεν υπάρχει λόγος άμεσης ανησυχίας για την δυνατότητα της εταιρείας να ανταποκριθεί στις τρέχουσες υποχρεώσεις της.

Ο δείκτης κάλυψης τόκων, μέτρο δανειακής κατάστασης, διαμορφώνεται το 2019 σε 4,27. Η μόγλευση της εταιρείας εμφανίζεται μειωμένη με τον αριθμοδείκτη να φθάνει στο 0,62 (2019), κι αυτό οφείλεται κυρίως στην αύξηση των ιδίων κεφαλαίων και την εν συνεχεία αυξητική τάση των αποτελεσμάτων εις νέο. Η αναλογία των ιδίων κεφαλαίων στο σύνολο των κεφαλαίων για το έτος 2019, είναι περίπου 61,72%. Επίσης, ο δείκτης συνόλου υποχρεώσεων προς σύνολο ενεργητικού, ο οποίος εκφράζει πόσα ουσιαστικά από τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας δημιουργούνται από υποχρεώσεις, διαμορφώνεται σε 0,61 (2019), φανερώνοντας πως η εταιρεία θα ήταν υγιές να μειώσει τα ξένα κεφάλαια.

Τα μικτά κέρδη από το σύνολο των δραστηριοτήτων επηρεασμένα θετικά από την ανάπτυξη των πωλήσεων, αυξήθηκαν κατά 3,34% περίπου έναντι του 2018, ενώ το περιθώριο μικτού κέρδους αυξήθηκε σε 35% το 2019.

Η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων διαμορφώνεται το 2019 στο 9,95%. Η εταιρεία δεν προτείνει την διανομή μερισμάτων τα τελευταία έτη.

III) Προβλέψεις και Υπολογισμοί

Προβλέψεις

Ο σημαντικότερος παράγοντας που προσδιορίζει τις οικονομικές εξελίξεις παγκοσμίως το 2020 είναι η πανδημία του κορονοϊού, η οποία μέσα σε διάστημα μερικών μηνών επηρέασε όλες τις χώρες, θέτοντας σε συναγερμό την παγκόσμια οικονομία. Σαν γεγονός, θα έχει αντίκτυπο σε κάθε μεμονωμένη επιχείρηση, σε μεγαλύτερο ή μικρότερο βαθμό.

Επηρεασμένη από τα γεγονότα της τρέχουσας οικονομίας, η εταιρεία πιστεύεται πως θα κινηθεί με μικρότερα επίπεδα επενδύσεων (-27%) για να μπορέσει να διατηρήσει την οικονομική διάρθρωση της. Δίνοντας βάση στην ανάπτυξη των βιολογικών προϊόντων της, αναμένεται να κρατήσει το μικτό περιθώριο κέρδους της σε υψηλά επίπεδα, σύμφωνα πάντα με τις πωλήσεις και το κόστος των πωλήσεων. Οι πωλήσεις της εκτιμάται πως θα μειωθούν κατά 15% περίπου. Μάλιστα, εκτιμάται πως τα λειτουργικά της κέρδη θα μειωθούν κατά 6%. Τα επόμενα χρόνια όμως, και ξεπερνώντας τις δυσκολίες του 2020, εκτιμάται πως θα συνεχίσει να έχει τον ίδιο ρυθμό και την ίδια ποιότητα επανεπενδύσεων, όπως κατάφερε το 2019 όπου τα αποτελέσματα της ήταν ιδιαίτερα κερδοφόρα.

Πίνακας 5.13. Πορεία επανεπενδύσεων και ανάπτυξης της εταιρείας «KABINO» για τα έτη 2016-2019.

	2016	2017	2018	2019
Reinvestment Ratio	98%	154%	187%	91%
ROC	8%	6%	6%	7%
Growth rate (FCFF)=	8%	10%	11%	7%
Retention Ratio	1	1	1	1
ROE	10%	8%	9%	10%
Growth rate (FCFE)=	10%	8%	9%	10%

Ο χρονικός ορίζοντας της αποτίμησης που χρησιμοποιήθηκε σε πρώτο στάδιο είναι τα 5 έτη, στα οποία εκτιμάται μία πορεία ανάπτυξης (Growth rate) 8% και μία απόδοση επενδυμένου κεφαλαίου (ROC) ίση με 6%, ενώ σε δεύτερο στάδιο, για τα επόμενα χρόνια εκτιμάται ένας σταθερός ρυθμός ανάπτυξης κοντά στις τιμές του πληθωρισμού για λόγους συντηρητικότητας, δηλαδή 1% και τιμή ROC ίση με 5%. Το 2020 όμως, χρησιμοποιούμε μικρότερες εκτιμήσεις λόγω της πανδημίας, και με όσα εκτιμήθηκαν παραπάνω η εταιρεία παρουσιάζεται με ρυθμού επανεπένδυσης ίσο με -61% και μία ανάπτυξη ίση με -4%.

Για το έτος 2020 εκτιμάται πως η εταιρεία θα δυσκολευτεί να αποπληρώσει τον βραχυπρόθεσμο δανεισμό της χρησιμοποιώντας μόνο τα ταμειακά της διαθέσιμα, καθώς είναι ελάχιστα συγκριτικά με τα δανειακά κεφάλαια, και ίσως συμφωνήσει παράταση αποπληρωμής του δανεισμού της. Επίσης, εκτιμάται ότι θα προχωρήσει σε σχηματισμού τακτικού αποθεματικού με σκοπό η εταιρεία να συνεχίσει να έχει την ίδια διάρθρωση κεφαλαίων, το οποίο και θα χρησιμοποιηθεί στις εκτιμήσεις.

Υπολογισμοί

Για τον υπολογισμό του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου αρχικά υπολογίζεται το κόστος ιδίων κεφαλαίων με το υπόδειγμα *capm*. Ο συντελεστής *beta* της εταιρείας υπολογίζεται από τα στοιχεία του κλάδου των Οινοπνευματώδων Ποτών (Beverage - Alcoholic) των εισηγμένων επιχειρήσεων για την Ευρώπη (2020), οι οποίες μας δίνουν τον δείκτη χρέους προς ίδια κεφάλαια ίσο με $D/E = 44,12\%$ και τον συντελεστή $\beta = 0,60$. Χρησιμοποιώντας τους τύπους για τον απομοχλευμένο συντελεστή β , ο συντελεστής β της εταιρείας υπολογίστηκε σε 0,66.

Το ασφάλιστρο αγοράς για τον Σεπτέμβριο του 2020 έχει την τιμή $IMRP=12,3\%$ (<http://www.market-risk-premia.com/gr.html>), ενώ η απόδοση χωρίς

κίνδυνο, υπολογιζόμενη από τις αποδόσεις του δεκαετούς κρατικού ομολόγου, έχει την τιμή $R_f=0,83\%$ (20/10/2020, <https://tradingeconomics.com/greece/government-bond-yield>). Σύμφωνα με τα παραπάνω, το κόστος των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας υπολογίζεται με το υπόδειγμα CAPM και είναι:

$$\text{CAPM} = r_f + \beta * [E(R_m) - r_f] = 0,0083 + 0,66 * 0,123 = 0,0895 \text{ ή } 8,95\%$$

Για να προχωρήσουμε στον υπολογισμό του κόστους ξένων κεφαλαίων της επιχείρησης, υπολογίζουμε τον δείκτη κάλυψης τόκων ίσο με 4,27 και σε συνδυασμό τους Πίνακες των Default Spread για μικρές επιχειρήσεις, μας δίνει μία τιμή Spread ίση με 1,81%. Λαμβάνοντας υπόψη την τρέχουσα απόδοση του δεκαετούς κυβερνητικού ομολόγου (20/10/2020: 0,83) και τον φορολογικό συντελεστή των ΑΕ από 1^{ης} Ιανουαρίου του 2019 ο οποίος είναι 24%, το κόστος των δανειακών κεφαλαίων είναι ίσο με: $K_d = (0,83\% + 1,81\%)*(1-24\%) = 2,01\%$

Με την παραδοχή ότι η εταιρεία θα διατηρήσει την ίδια αναλογία ξένου και ίδιου δανεισμού (τα ξένα κεφάλαια αποτελούν το 38,28% του συνόλου), το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίων είναι:

$$\text{WACC} = 61,72\%*8,95\% + 38,28\%*2,01\%*(1-24\%) = 6,11\%$$

IV) Αποτίμηση με την χρήση των υποδειγμάτων FCFF και FCFE.

Με βάση τις παραδοχές και εκτιμήσεις των παραπάνω, η προεξόφληση των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση, και προς τους μετόχους παρουσιάζεται στους παρακάτω πίνακες (5.14 και 5.15 αντίστοιχα). Για τον υπολογισμό χρησιμοποιήθηκε υπόδειγμα υπολογισμού των ελεύθερων ταμειακών ροών(Damodaran Online).

Οι προεξοφλημένες ελεύθερες ταμειακές ροές τόσο προς την επιχείρηση όσο και προς τους μετόχους, υπολογίστηκαν σε 13.101.643€, ενώ με τον αριθμό των 106.356 μετοχών, δίδουν μία τιμή αξίας 123,19€ευρώ ανά μετοχή.

Πίνακας 5.14. Προεξόφληση ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση «ΚΑΒΙΝΟ».

Expected Growth rate		-4%	8%	8%	8%	8%	1%
Reinvestment rate		-61,00%	91,10%	91,10%	91,10%	91,10%	20,0%
EBIT	1.776.693,00 €	1.670.091,42 €	1.803.698,73 €	1.947.994,63 €	2.103.834,20 €	2.272.140,94 €	2.294.862,35 €
Taxes		400.821,94 €	432.887,70 €	467.518,71 €	504.920,21 €	545.313,83 €	550.766,96 €
EBIT(1-t)		1.269.269,48 €	1.370.811,04 €	1.480.475,92 €	1.598.913,99 €	1.726.827,11 €	1.744.095,38 €
- Reinvestment		774.254,38 €	1.248.808,86 €	1.348.713,56 €	1.456.610,65 €	1.573.139,50 €	348.819,08 €
FCFF		495.015,10 €	122.002,18 €	131.762,36 €	142.303,35 €	153.687,61 €	1.395.276,31 €
Terminal Value						27.323.521,02 €	
Present Value		466.526,64 €	108.363,64 €	110.297,42 €	112.265,71 €	20.429.729,30 €	
Value of Firm =	21.227.182,71 €	22.028.406,07 €	23.251.569,08 €	24.539.664,39 €	25.895.876,28 €	27.323.521,02 €	
Value of Equity =	13.101.643,21 €	! Equity as % of value					
Value of Debt =	8.125.539,50 €	! Debt as % of value					

Πίνακας 5.15. Προεξόφληση ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους «ΚΑΒΙΝΟ».

	0	1	2	3	4	5	Terminal Year
EBIT	1.776.693,00 €	1.670.091,42 €	1.803.698,73 €	1.947.994,63 €	2.103.834,20 €	2.272.140,94 €	2.294.862,35 €
Interest Exp		163.030,82 €	169.184,45 €	178.578,69 €	188.471,63 €	198.887,72 €	209.852,44 €
EBT		1.507.060,60 €	1.634.514,28 €	1.769.415,94 €	1.915.362,57 €	2.073.253,21 €	2.085.009,91 €
Taxes		361.694,54 €	392.283,43 €	424.659,83 €	459.687,02 €	497.580,77 €	500.402,38 €
Net Income		1.145.366,05 €	1.242.230,86 €	1.344.756,12 €	1.455.675,56 €	1.575.672,44 €	1.584.607,53 €
- Reinvestment		774.254,38 €	1.248.808,86 €	1.348.713,56 €	1.456.610,65 €	1.573.139,50 €	348.819,08 €
+ New Debt Issued		306.699,77 €	468.213,77 €	493.069,17 €	519.143,47 €	546.487,20 €	104.591,53 €
FCFE		677.811,44 €	461.635,77 €	489.111,72 €	518.208,38 €	549.020,15 €	1.340.379,98 €
Terminal Value of Equity						16.864.368,14 €	
Present Value		622.142,16 €	388.920,59 €	378.225,05 €	367.813,26 €	11.344.542,16 €	
Value of Equity =	13.101.643,21 €						

5.2.4. «ΚΤΗΜΑ ΒΙΒΛΙΑ ΧΩΡΑ»

I) Παρουσίαση Εταιρείας

Η εταιρεία με την επωνυμία «**ΟΙΝΟΠΟΙΑ Β.ΤΣΑΚΤΣΑΡΛΗΣ-Ε.ΓΕΡΟΒΑΣΙΛΕΙΟΥ Α.Ε**» είναι ανώνυμη εταιρεία (ΑΡ. ΓΕΜΗ: 20544830000) με τον διακριτικό τίτλο και ευρέως διαδεδομένο ως «**ΚΤΗΜΑ ΒΙΒΛΙΑ ΧΩΡΑ Α.Ε**». Η εταιρεία δραστηριοποιείται παραγωγή, εμφιάλωση και πώληση οίνων.

Η εταιρεία «ΚΤΗΜΑ ΒΙΒΛΙΑ ΧΩΡΑ» βρίσκεται στις πλαγιές του Παγγαίου Όρους, στο Κοκκινοχώρι Καβάλας. Οι δημιουργοί του, οι οινολόγοι Βασίλης Τσακτσαρλής και Βαγγέλης Γεροβασιλείου, εγκατέστησαν εκεί το 1998 έναν αμπελώνα βιολογικής καλλιέργειας, που σήμερα καταλαμβάνει έκταση 570 στρεμμάτων. Στο σύγχρονο οινοποιείο, που περιβάλλεται από τον ιδιόκτητο αμπελώνα, παράγονται όλα τα κρασιά του Κτήματος. Η Εταιρεία διαθέτει ένα υποκατάστημα στην Γουμένισσα. Επιπλέον, σε συνεργασία με την οιολόγο Ιωάννα Βαμβακούρη, σχεδιάζει να δημιουργήσει οινοποιείο στη Θηρασιά.. Η εταιρεία που συστάθηκε φέρει την επωνυμία Κτήμα Μικρά Θήρα και στόχο έχει να αναδείξει τις δυνατότητες του αμπελώνα της Σαντορίνης και της Θηρασιάς, αξιοποιώντας περίπου 40 στρέμματα για την παραγωγή οίνου ΠΟΠ.

Οι πωλήσεις της εταιρείας πραγματοποιούνται στο εσωτερικό, ενώ και οι διεθνείς εξαγωγές είναι σημαντικές και κατευθύνονται σε ΗΠΑ, Κύπρο, Γερμανία, Καναδά (2018: 25%), ενώ ο επόμενος μεγάλος στόχος είναι οι αγορές της Ασίας και δη της Κίνας και της Νότιας Κορέας.

Μεγάλες επωνυμίες προϊόντων της εταιρείας είναι οι οίνοι Βίβλια Χώρα, Πλαγίως, Αρετή (Areti), Όβηλος (Ovilos), Βίβλινος (Biblinos), Sole, Etos.

II) Βασικά Οικονομικά Στοιχεία

Οι πωλήσεις της εταιρείας διαμορφώνονται από βιολογικά κυρίως προϊόντα, η εξέλιξη των οποίων συνολικά την τελευταία πενταετία παρουσιάζεται στο παρακάτω γράφημα. Σύμφωνα με τον γεωμετρικό μέσο της πενταετίας, οι πωλήσεις αυξάνονται συνολικά τα τελευταία πέντε χρόνια κατά 7,20%, ειδικά το 2019 ανήλθαν σε 9,38 εκατ. ευρώ έναντι 8,73 εκ. ευρώ το 2018, παρουσιάζοντας αύξηση κατά 7,5%. Η αύξηση των πωλήσεων σε σχέση με την προηγούμενη αντίστοιχη περίοδο προήλθε από την ενίσχυση των πωλήσεων των οίνων, τόσο στο εξωτερικό όσο και στο εσωτερικό.

Αναλυτικά οι οικονομικές καταστάσεις χρήσης για τα έτη 2015-2019 βρίσκονται στους Πίνακες 8.13 και 8.14 του Παραρτήματος.



Διάγραμμα 5.12. Πωλήσεις «Κτήμα Βίβλια Χώρα» για τα έτη 2015-2019.

Τα κέρδη προ φόρων ανήλθαν σε 2.329 χιλ. ευρώ περίπου έναντι κερδών 2.937 χιλ. ευρώ πέρσι. Στο διάγραμμα που ακολουθεί παρουσιάζεται η πορεία των καθαρών αποτελεσμάτων την τελευταία πενταετία.

Παρακολουθούμε πως τα καθαρά αποτελέσματα της εταιρείας παρουσιάζουν έναν αυξητικό ρυθμό, πλην των 2 τελευταίων χρόνων. Μεταξύ 2018-2019, παρατηρείται μείωση 15%.

Το μετοχικό κεφάλαιο της Εταιρείας διαιρείται σε 723.670 μετοχές ονομαστικής αξίας 4,00€η κάθε μία.



Διάγραμμα 5.13 Καθαρά Αποτελέσματα «Κτήμα Βίβλια Χώρα» για τα έτη 2015-2019.

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται μετά από υπολογισμούς τα σημαντικότερα οικονομικά μεγέθη της εταιρείας.

Πίνακας 5.16. Βασικά οικονομικά στοιχεία «Κτήμα Βίβλια Χώρα» 2015-2019.

ΚΤΗΜΑ ΒΙΒΛΙΑ ΧΩΡΑ Α.Ε.					
	2015	2016	2017	2018	2019
Δείκτης Γενικής Ρευστότητας (Current Ratio)	3,58	6,85	5,56	4,07	3,35
Δείκτης Πραγματικής Ρευστότητας (Quick Ratio)	2,33	4,59	3,93	2,86	2,28
Δείκτης Κάλυψης Τόκων (Interest Coverage Ratio)	17,23	70,38	72,35	33,93	19,97
Καθαρό Χρέος / Ίδια κεφάλαια	-0,10	-0,17	-0,17	-0,16	0,09
Σύνολο υποχρεώσεων/Σύνολο ενεργητικού	0,21	0,11	0,21	0,22	0,23
Μεικτό Περιθώριο Κέρδους (Gross Margin)	45%	53%	52%	51%	45%
Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)	2,62%	12,92%	16,37%	14,14%	10,66%
Μέρισμα ανά μετοχή (€)	400.000,00 €	- €	- €	620.000,00 €	- €
Ποσοστό Διανομής	29,00%	0,00%	0,00%	30,00%	0,00%
Αριθμός μετοχών	732.670,00	732.670,00	732.670,00	732.670,00	732.670,00
Κέρδη/ (ζημίες) ανά μετοχή (€)	0,32 €	1,72 €	2,95 €	2,83 €	2,39 €

Ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας την πενταετία σημειώνει διακυμάνσεις και το 2019 διαμορφώνεται σε 3,35, ενώ ο αριθμοδείκτης πραγματικής ρευστότητας στο 2,28, φανερώνοντας πως δεν υπάρχει λόγος άμεσης ανησυχίας για την δυνατότητα της εταιρείας να ανταποκριθεί στις τρέχουσες υποχρεώσεις της.

Ο δείκτης κάλυψης τόκων, μέτρο δανειακής κατάστασης, διαμορφώνεται το 2019 σε 19,97. Η μόχλευση εμφανίζεται αρνητική, καθώς η εταιρεία ήταν σε θέση να αποπληρώνει τον δανεισμό της μόνο με τα ταμειακά της διαθέσιμα τα οποία υπερέβαιναν τα ξένα κεφάλαια, και το 2019 φθάνει στο 0,09. Η εταιρεία παρουσιάζει αύξηση των ιδίων κεφαλαίων, καθώς υπάρχει μία εν συνεχεία αυξητική τάση των αποτελεσμάτων εις νέο. Η αναλογία των ιδίων κεφαλαίων στο σύνολο των κεφαλαίων για το έτος 2019, είναι περίπου 91,34%. Επίσης, ο δείκτης συνόλου υποχρεώσεων προς σύνολο ενεργητικού, ο οποίος εκφράζει πόσα ουσιαστικά από τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας δημιουργούνται από υποχρεώσεις, διαμορφώνεται σε 0,23 (2019), φανερώνοντας πως η εταιρεία έχει ισχυρή χρηματοοικονομική διάρθρωση.

Τα μικτά κέρδη από το σύνολο των δραστηριοτήτων εμφανίζονται μειωμένα κατά 5% από το 2018, καθώς η εταιρεία παρόλη την ανάπτυξη των πωλήσεων,

παρουσιάζει αύξηση στα κόστη πωληθέντων, όπως και το περιθώριο μικτού κέρδους μειώθηκε σε 45% το 2019.

Η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων διαμορφώνεται το 2019 στο 10,66%. Η εταιρεία το 2019 δεν προτείνει την διανομή μερισμάτων.

III) Προβλέψεις και Υπολογισμοί

Προβλέψεις

Ο σημαντικότερος παράγοντας που προσδιορίζει τις οικονομικές εξελίξεις παγκοσμίως το 2020 είναι η πανδημία του κορονοϊού, η οποία μέσα σε διάστημα μερικών μηνών επηρέασε όλες τις χώρες, θέτοντας σε συναγερμό την παγκόσμια οικονομία. Σαν γεγονός, θα έχει αντίκτυπο σε κάθε μεμονωμένη επιχείρηση, σε μεγαλύτερο ή μικρότερο βαθμό.

Η εταιρεία για να ξεπεράσει τις δυσκολίες του παρελθόντος και βασισμένη στα κέρδη της και στη συμμετοχή των μετόχων της, προχωρούσε πάντα σε υψηλές επενδύσεις, σε ποσά μεγαλύτερα από τα καθαρά της κέρδη. Επηρεασμένη από τα γεγονότα της τρέχουσας οικονομίας, η εταιρεία πιστεύεται πως θα κινηθεί με μικρότερα επίπεδα επενδύσεων για να μπορέσει να διατηρήσει την οικονομική διάρθρωση της. Δίνοντας βάση στην ανάπτυξη των βιολογικών προϊόντων της, αναμένεται να κρατήσει το μικτό περιθώριο κέρδους της σε υψηλά επίπεδα, σύμφωνα πάντα με τις πωλήσεις και το κόστος των πωλήσεων. Μάλιστα, εκτιμάται πως τα λειτουργικά της κέρδη θα μειωθούν κατά 6%. Τα επόμενα χρόνια όμως, και ξεπερνώντας τις δυσκολίες του 2020, εκτιμάται πως θα συνεχίσει να έχει τον ίδιο ρυθμό και την ίδια ποιότητα επανεπενδύσεων, όπως κατάφερε τα προηγούμενα έτη όπου τα αποτελέσματα της ήταν ιδιαίτερα κερδοφόρα.

Πίνακας 5.18. Πορεία επανεπενδύσεων και ανάπτυξης της εταιρείας «Κτήμα Βίβλια Χώρα» για τα έτη 2016-2019.

	2016	2017	2018	2019
Reinvestment Ratio	55%	187%	122%	83%
ROC	17%	20%	18%	10%
Growth rate (FCFF)=	9%	37%	22%	8%
Retention Ratio	1,0	1,0	0,7	1,0
ROE	13%	16%	14%	11%
Growth rate (FCFE)=	13%	16%	10%	11%

Ο χρονικός ορίζοντας της αποτίμησης που χρησιμοποιήθηκε σε πρώτο στάδιο είναι τα 5 έτη, στα οποία εκτιμάται μία πορεία ανάπτυξης (Growth rate) 19% και μία απόδοση επενδυμένου κεφαλαίου (ROC) ίση με 15%, ενώ σε δεύτερο στάδιο, για τα επόμενα χρόνια εκτιμάται ένας σταθερός ρυθμός ανάπτυξης κοντά στις τιμές του πληθωρισμού για λόγους συντηρητικότητας, δηλαδή 1% και τιμή ROC ίση με 14%. Το 2020 όμως, χρησιμοποιούμε μικρότερες εκτιμήσεις λόγω της πανδημίας, και με όσα εκτιμήθηκαν παραπάνω η εταιρεία παρουσιάζεται με ρυθμού επανεπένδυσης ίσο με -78% και μία ανάπτυξη ίση με -11%.

Για το έτος 2020 εκτιμάται πως η εταιρεία θα καταφέρει να αποπληρώσει τον βραχυπρόθεσμο δανεισμό της χρησιμοποιώντας τα ταμειακά της διαθέσιμα που είναι πολύ ικανοποιητικά, και ίσως συμφωνήσει παράταση αποπληρωμής του δανείου της μακροπρόθεσμα. Επίσης, εκτιμάται ότι θα προχωρήσει σε σχηματισμού τακτικού αποθεματικού με σκοπό η εταιρεία να συνεχίσει να έχει την ίδια διάρθρωση κεφαλαίων, το οποίο και θα χρησιμοποιηθεί στις εκτιμήσεις.

Υπολογισμοί

Για τον υπολογισμό του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου αρχικά υπολογίζεται το κόστος ιδίων κεφαλαίων με το υπόδειγμα $capm$. Ο συντελεστής beta της εταιρείας υπολογίζεται από τα στοιχεία του κλάδου των Οινοπνευματώδων Ποτών (Beverage - Alcoholic) των εισηγμένων επιχειρήσεων για την Ευρώπη (2020), οι οποίες μας δίνουν τον δείκτη χρέους προς ίδια κεφάλαια ίσο με $D/E = 44,12\%$ και τον συντελεστή $beta = 0,60$. Χρησιμοποιώντας τους τύπους για τον απομοχλευμένο συντελεστή beta, ο συντελεστής beta της εταιρείας υπολογίστηκε σε 0,48.

Το ασφάλιστρο αγοράς για τον Σεπτέμβριο του 2020 έχει την τιμή $IMRP=12,3\%$ (<http://www.market-risk-premia.com/gr.html>), ενώ η απόδοση χωρίς κίνδυνο, υπολογιζόμενη από τις αποδόσεις του δεκαετούς κρατικού ομολόγου, έχει την τιμή $Rf=0,83\%$ (20/10/2020, <https://tradingeconomics.com/greece/government-bond-yield>). Σύμφωνα με τα παραπάνω, το κόστος των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας υπολογίζεται με το υπόδειγμα CAPM και είναι:

$$CAPM = rf + \beta * [E(Rm) - rf] = 0,0083 + 0,48 * 0,123 = 0,0673 \text{ ή } 6,73\%$$

Για να προχωρήσουμε στον υπολογισμό του κόστους ξένων κεφαλαίων της επιχείρησης, υπολογίζουμε τον δείκτη κάλυψης τόκων ίσο με 19,97 και σε συνδυασμό τους Πίνακες των Default Spread για μικρές επιχειρήσεις, μας δίνει μία τιμή Spread ίση με 0,76%. Λαμβάνοντας υπόψη την τρέχουσα απόδοση του δεκαετούς κυβερνητικού ομολόγου (20/10/2020: 0,83) και τον φορολογικό συντελεστή των ΑΕ από 1^{ης} Ιανουαρίου του 2019 ο οποίος είναι 24%, το κόστος των δανειακών κεφαλαίων είναι ίσο με: $Kd = (0,83\% + 0,76\%)*(1-24\%) = 1,21\%$

Με την παραδοχή ότι η εταιρεία θα διατηρήσει την ίδια αναλογία ξένου και ίδιου δανεισμού (τα ξένα κεφάλαια αποτελούν το 8,66% του συνόλου), το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίων είναι:

$$WACC = 91,34\% * 6,73 + 8,66\% * 1,21\% * (1-24\%) = 6,23\%$$

IV) Αποτίμηση με την χρήση των υποδειγμάτων FCFE και FCFE.

Με βάση τις παραδοχές και εκτιμήσεις των παραπάνω, η προεξόφληση των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση, και προς τους μετόχους παρουσιάζεται στους παρακάτω πίνακες (5.19 και 5.20 αντίστοιχα). Για τον υπολογισμό χρησιμοποιήθηκε υπόδειγμα υπολογισμού των ελεύθερων ταμειακών ροών (Damodaran Online).

Οι προεξοφλημένες ελεύθερες ταμειακές ροές τόσο προς την επιχείρηση όσο και προς τους μετόχους, υπολογίστηκαν σε 39.211.803,37€, ενώ με τον αριθμό των 732.670 μετοχών, δίδουν μία τιμή αξίας 53,52€ ευρώ ανά μετοχή.

Πίνακας 5.19. Προεξόφληση ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση «Κτήμα Βίβλια Χώρα».

Expected Growth rate		-11%	19%	19%	19%	19%	1%
Reinvestment rate		-78,57%	135,71%	135,71%	135,71%	135,71%	7,7%
EBIT	2.420.777,20 €	2.275.530,57 €	2.707.881,38 €	3.222.378,84 €	3.834.630,82 €	4.563.210,67 €	4.608.842,78 €
Taxes		546.127,34 €	649.891,53 €	773.370,92 €	920.311,40 €	1.095.170,56 €	1.106.122,27 €
EBIT(1-t)		1.729.403,23 €	2.057.989,85 €	2.449.007,92 €	2.914.319,42 €	3.468.040,11 €	3.502.720,51 €
- Reinvestment		1.358.816,82 €	2.792.986,22 €	3.323.653,60 €	3.955.147,78 €	4.706.625,86 €	269.440,04 €
FCFF		370.586,41 €	- 734.996,37 €	- 874.645,68 €	- 1.040.828,36 €	- 1.238.585,75 €	3.233.280,47 €
Terminal Value						61.815.336,47 €	
Present Value		348.851,08 €	- 651.307,92 €	- 729.598,44 €	- 817.299,89 €	44.777.400,52 €	
Value of Firm =	42.928.045,34 €	45.232.111,14 €	48.785.315,64 €	52.699.553,53 €	57.023.852,56 €	61.815.336,47 €	
Value of Equity =	39.211.803,37 €	! Equity as % of value					
Value of Debt =	3.716.241,96 €	! Debt as % of value					

Πίνακας 5.20. Προεξόφληση ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους «Κτήμα Βίβλια Χώρα».

	0	1	2	3	4	5	Terminal Year
EBIT	2.420.777,20 €	2.275.530,57 €	2.707.881,38 €	3.222.378,84 €	3.834.630,82 €	4.563.210,67 €	4.608.842,78 €
Interest Exp		44.907,07 €	47.317,35 €	51.034,36 €	55.129,05 €	59.652,70 €	64.665,08 €
EBT		2.230.623,50 €	2.660.564,02 €	3.171.344,47 €	3.779.501,76 €	4.503.557,97 €	4.544.177,70 €
Taxes		535.349,64 €	638.535,37 €	761.122,67 €	907.080,42 €	1.080.853,91 €	1.090.602,65 €
Net Income		1.695.273,86 €	2.022.028,66 €	2.410.221,80 €	2.872.421,34 €	3.422.704,05 €	3.453.575,05 €
- Reinvestment		1.358.816,82 €	2.792.986,22 €	3.323.653,60 €	3.955.147,78 €	4.706.625,86 €	269.440,04 €
+ New Debt Issued		199.460,89 €	307.597,69 €	338.852,03 €	374.350,65 €	414.794,42 €	53.512,98 €
FCFE		535.917,92 €	- 463.359,87 €	- 574.579,78 €	- 708.375,80 €	- 869.127,39 €	3.237.647,99 €
Terminal Value of Equity						56.464.038,84 €	
Present Value		502.106,10 €	- 406.736,22 €	- 472.543,70 €	- 545.823,93 €	40.134.801,13 €	
Value of Equity =	39.211.803,37 €						

5.2.5. «ΚΤΗΜΑ ΑΛΦΑ»

I) Παρουσίαση Εταιρείας

Η εταιρεία με την επωνυμία **«ΚΤΗΜΑ ΑΛΦΑ (Α) – ΜΕΤΑΠΟΙΗΣΗΣ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΑΣ ΟΙΝΩΝ ΚΑΙ ΑΓΡΟΤΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ Α.Ε.»** είναι ανώνυμη εταιρεία (ΑΡ. ΓΕΜΗ: 17085255000) με τον διακριτικό τίτλο και ευρέως διαδεδομένο ως **«ΚΤΗΜΑ ΑΛΦΑ (Α) Α.Ε.»**. Η εταιρεία δραστηριοποιείται στην παραγωγή οίνου από νωπά σταφύλια, εκτός από τον αφρώδη οίνο μούστου σταφυλιών στην Ελλάδα.

Η εταιρεία «ΚΤΗΜΑ ΑΛΦΑ Α.Ε.» ιδρύθηκε το 1998 από τον αμπελουργό Μάκη Μαυρίδη και τον χημικό-οινολόγο Άγγελο Ιατρίδη, και εδρεύει στον Δήμο Αμυνταίου στο 2ο χλμ Αμυνταίου-Αγ. Παντελεήμονα. Η εταιρεία δεν είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο.

Οι πωλήσεις της εταιρείας πραγματοποιούνται στο εσωτερικό, ενώ και οι διεθνείς εξαγωγές είναι σημαντικές και κατευθύνονται σε αγορές της Ευρώπης, της Αμερικής (Η.Π.Α., Καναδάς, Βραζιλία), της Ασίας (Καμπότζη, Κίνα, Χονγκ Κονγκ, Σιγκαπούρη, Ιαπωνία) και της Αυστραλίας. Μεγάλες επωνυμίες προϊόντων της εταιρείας είναι οι οίνοι Κτήμα Άλφα Οικοσύστημα, Alpha One, Κτήμα Άλφα Ωμέγα, ΑΧΙΑ.

II) Βασικά Οικονομικά Στοιχεία

Οι πωλήσεις της εταιρείας διαμορφώνονται από προϊόντα, η εξέλιξη των οποίων συνολικά την τελευταία πενταετία παρουσιάζεται στο παρακάτω γράφημα. Σύμφωνα με τον γεωμετρικό μέσο της πενταετίας, οι πωλήσεις αυξάνονται συνολικά τα τελευταία πέντε χρόνια κατά 20,29%, ειδικά το 2019 ανήλθαν σε 8,87 εκατ. ευρώ έναντι 7,42 εκ. ευρώ το 2018, παρουσιάζοντας αύξηση κατά 19%. Η αύξηση των πωλήσεων σε σχέση με την προηγούμενη αντίστοιχη περίοδο προήλθε από την ενίσχυση των πωλήσεων των οίνων, τόσο στο εξωτερικό όσο και στο εσωτερικό.

Αναλυτικά οι οικονομικές καταστάσεις χρήσης για τα έτη 2015-2019 βρίσκονται στους Πίνακες 8.15 και 8.16 του Παραρτήματος.



Διάγραμμα 5.14. Πωλήσεις «Κτήμα Άλφα» για τα έτη 2015-2019.

Τα κέρδη προ φόρων ανήλθαν σε 1.038.006.47 ευρώ περίπου έναντι κερδών 1.069.138,54 ευρώ πέρσι. Στο διάγραμμα που ακολουθεί παρουσιάζεται η πορεία των καθαρών αποτελεσμάτων την τελευταία πενταετία.

Παρακολουθούμε πως τα καθαρά αποτελέσματα της εταιρείας παρουσιάζουν έναν αυξητικό ρυθμό, πλην της τελευταίας χρονιάς, στην οποία υπολογίστηκε και απομείωση περιουσιακών στοιχείων, όπου παρατηρείται μείωση 5%.

Το μετοχικό κεφάλαιο της Εταιρείας διαιρείται σε 200.631 κοινές ονομαστικές μετοχές ονομαστικής αξίας 29,50€η κάθε μία.



Διάγραμμα 5.15. Καθαρά Αποτελέσματα «Κτήμα Άλφα» για τα έτη 2015-2019.

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται μετά από υπολογισμούς τα σημαντικότερα οικονομικά μεγέθη της εταιρείας.

Πίνακας 5.21. Βασικά οικονομικά στοιχεία «Κτήμα Άλφα» 2015-2019.

ΚΤΗΜΑ ΑΛΦΑ Α.Ε.					
	2015	2016	2017	2018	2019
Δείκτης Γενικής Ρευστότητας (Current Ratio)	1,88	1,50	1,46	1,32	1,56
Δείκτης Πραγματικής Ρευστότητας (Quick Ratio)	0,67	0,58	0,65	0,45	0,74
Δείκτης Κάλυψης Τόκων (Interest Coverage Ratio)	1,32	1,46	1,96	4,15	3,82
Καθαρό Χρέος / Ίδια κεφάλαια	0,52	0,59	0,65	0,69	0,62
Σύνολο υποχρεώσεων/Σύνολο ενεργητικού	0,61	0,63	0,63	0,59	0,58
Μικτό Περιθώριο Κέρδους (Gross Margin)	36%	34%	38%	45%	42%
Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)	1,09%	1,66%	3,31%	8,61%	7,56%
Μέρισμα ανά μετοχή (€)	- €	- €	- €	- €	- €
Ποσοστό Διανομής	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Αριθμός μετοχών	195.015,00	195.015,00	200.631,00	200.631,00	200.631,00
Κέρδη/ (ζημίες) ανά μετοχή (€)	0,43 €	0,68 €	1,37 €	3,89 €	3,70 €

Ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας την πενταετία σημειώνει διακυμάνσεις και το 2019 διαμορφώνεται σε 1,56, ενώ ο αριθμοδείκτης πραγματικής ρευστότητας στο 0,74, φανερώνοντας πως υπάρχει μικρή ανησυχία για την δυνατότητα της εταιρείας να ανταποκριθεί στις τρέχουσες υποχρεώσεις της.

Ο δείκτης κάλυψης τόκων, μέτρο δανειακής κατάστασης, διαμορφώνεται το 2019 σε 3,82. Η μόχλευση της εταιρείας εμφανίζεται μειωμένη με τον αριθμοδείκτη να φθάνει στο 0,62 (2019). Η αναλογία των ιδίων κεφαλαίων στο σύνολο των κεφαλαίων για το έτος 2019, είναι περίπου 61,58%. Επίσης, ο δείκτης συνόλου υποχρεώσεων προς σύνολο ενεργητικού, ο οποίος εκφράζει πόσα ουσιαστικά από τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας δημιουργούνται από υποχρεώσεις, διαμορφώνεται σε 0,58 (2019), φανερώνοντας πως η εταιρεία καλό είναι να οδηγηθεί σε αλλαγές της χρηματοοικονομικής διάρθρωσης.

Τα μικτά κέρδη από το σύνολο των δραστηριοτήτων ακολουθώντας την ανάπτυξη των πωλήσεων, αυξήθηκαν κατά 11,3% από το 2018. Το περιθώριο μικτού κέρδους, όμως, μειώθηκε σε 42% το 2019, καθώς τα καθαρά κέρδη παρουσίασαν μείωση.

Η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων διαμορφώνεται το 2019 στο 8,95%. Η εταιρεία τα τελευταία χρόνια δεν προτείνει την διανομή μερισμάτων.

III) Προβλέψεις και Υπολογισμοί

Προβλέψεις

Ο σημαντικότερος παράγοντας που προσδιορίζει τις οικονομικές εξελίξεις παγκοσμίως το 2020 είναι η πανδημία του κορονοϊού, η οποία μέσα σε διάστημα μερικών μηνών επηρέασε όλες τις χώρες, θέτοντας σε συναγερμό την παγκόσμια οικονομία. Σαν γεγονός, θα έχει αντίκτυπο σε κάθε μεμονωμένη επιχείρηση, σε μεγαλύτερο ή μικρότερο βαθμό.

Η εταιρεία βασισμένη στα κέρδη της και στη συμμετοχή των μετόχων της, προχωρούσε πάντα σε υψηλές επενδύσεις, σε ποσά μεγαλύτερα από τα καθαρά της κέρδη. Επηρεασμένη από τα γεγονότα της τρέχουσας οικονομίας, η εταιρεία πιστεύεται πως θα κινηθεί με μικρότερα επίπεδα επενδύσεων (-27%) για να μπορέσει να διατηρήσει την οικονομική διάρθρωση της. Δίνοντας βάση στην ανάπτυξη των προϊόντων της, αναμένεται να κρατήσει το μικτό περιθώριο κέρδους της σε υψηλά επίπεδα, σύμφωνα πάντα με τις πωλήσεις και το κόστος των πωλήσεων. Οι πωλήσεις της εκτιμάται πως θα μειωθούν κατά 15% περίπου. Μάλιστα, εκτιμάται πως τα λειτουργικά της κέρδη θα μειωθούν κατά 6%. Τα επόμενα χρόνια όμως, και ξεπερνώντας τις δυσκολίες του 2020, εκτιμάται πως θα συνεχίσει να έχει τον ίδιο ρυθμό και την ίδια ποιότητα επανεπενδύσεων, όπως κατάφερε τα προηγούμενα έτη όπου τα αποτελέσματα της ήταν ιδιαίτερα κερδοφόρα.

Πίνακας 5.22. Πορεία επανεπενδύσεων και ανάπτυξης της εταιρείας «Κτήμα Άλφα» για τα έτη 2016-2019.

	2016	2017	2018	2019
Reinvestment Ratio	491%	471%	56%	346%
ROC	3%	4%	7%	7%
Growth rate (FCFF)=	15%	18%	4%	23%
Retention Ratio	1	1	1	1
ROE	2%	3%	9%	8%
Growth rate (FCFE)=	2%	3%	9%	8%

Ο χρονικός ορίζοντας της αποτίμησης που χρησιμοποιήθηκε σε πρώτο στάδιο είναι τα 5 έτη, στα οποία εκτιμάται μία πορεία ανάπτυξης (Growth rate) 19% και μία απόδοση επενδυμένου κεφαλαίου (ROC) ίση με 15%, ενώ σε δεύτερο στάδιο, για τα επόμενα χρόνια εκτιμάται ένας σταθερός ρυθμός ανάπτυξης κοντά στις τιμές του

πληθωρισμού για λόγους συντηρητικότητας, δηλαδή 1% και τιμή ROC ίση με 14%. Το 2020 όμως, χρησιμοποιούμε μικρότερες εκτιμήσεις λόγω της πανδημίας, και με όσα εκτιμήθηκαν παραπάνω η εταιρεία παρουσιάζεται με ρυθμού επανεπένδυσης ίσο με -20% και μία ανάπτυξη ίση με -3%.

Για το έτος 2020 εκτιμάται πως η εταιρεία θα καταφέρει να αποπληρώσει τον βραχυπρόθεσμο δανεισμό της χρησιμοποιώντας τα ταμειακά της διαθέσιμα που είναι πολύ ικανοποιητικά, και ίσως συμφωνήσει παράταση αποπληρωμής του δανείου της μακροπρόθεσμα. Επίσης, εκτιμάται ότι θα προχωρήσει σε σχηματισμού τακτικού αποθεματικού με σκοπό η εταιρεία να συνεχίσει να έχει την ίδια διάρθρωση κεφαλαίων, το οποίο και θα χρησιμοποιηθεί στις εκτιμήσεις.

Υπολογισμοί

Για τον υπολογισμό του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου αρχικά υπολογίζεται το κόστος ιδίων κεφαλαίων με το υπόδειγμα CAPM. Ο συντελεστής beta της εταιρείας υπολογίζεται από τα στοιχεία του κλάδου των Οινοπνευματώδων Ποτών (Beverage - Alcoholic) των εισηγμένων επιχειρήσεων για την Ευρώπη (2020), οι οποίες μας δίνουν τον δείκτη χρέους προς ίδια κεφάλαια ίσο με $D/E = 44,12\%$ και τον συντελεστή $\beta = 0,60$. Χρησιμοποιώντας τους τύπους για τον απομοχλευμένο συντελεστή beta, ο συντελεστής beta της εταιρείας υπολογίστηκε σε 0,66.

Το ασφάλιστρο αγοράς για τον Σεπτέμβριο του 2020 έχει την τιμή $IMRP=12,3\%$ (<http://www.market-risk-premia.com/gr.html>), ενώ η απόδοση χωρίς κίνδυνο, υπολογιζόμενη από τις αποδόσεις του δεκαετούς κρατικού ομολόγου, έχει την τιμή $R_f=0,83\%$ (20/10/2020, <https://tradingeconomics.com/greece/government-bond-yield>). Σύμφωνα με τα παραπάνω, το κόστος των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας υπολογίζεται με το υπόδειγμα CAPM και είναι:

$$CAPM = r_f + \beta * [E(R_m) - r_f] = 0,0083 + 0,66 * 0,123 = 0,0895 \text{ ή } 8,95\%$$

Για να προχωρήσουμε στον υπολογισμό του κόστους ξένων κεφαλαίων της επιχείρησης, υπολογίζουμε τον δείκτη κάλυψης τόκων ίσο με 3,82 και σε συνδυασμό τους Πίνακες των Default Spread για μικρές επιχειρήσεις, μας δίνει μία τιμή Spread ίση με 2,32%. Λαμβάνοντας υπόψη την τρέχουσα απόδοση του δεκαετούς κυβερνητικού ομολόγου (20/10/2020: 0,83) και τον φορολογικό συντελεστή των ΑΕ από 1^{ης} Ιανουαρίου του 2019 ο οποίος είναι 24%, το κόστος των δανειακών κεφαλαίων είναι ίσο με: $K_d = (0,83\% + 2,32\%)*(1-24\%) = 2,39\%$.

Με την παραδοχή ότι η εταιρεία θα διατηρήσει την ίδια αναλογία ξένου και ίδιου δανεισμού (τα ξένα κεφάλαια αποτελούν το 38,42% του συνόλου), το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίων είναι:

$$WACC = 61,58\% * 8,95\% + 38,42\% * 2,39\% * (1 - 24\%) = 6,21\%$$

IV) Αποτίμηση με την χρήση των υποδειγμάτων FCFE και FCFE.

Με βάση τις παραδοχές και εκτιμήσεις των παραπάνω, η προεξόφληση των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση, και προς τους μετόχους παρουσιάζεται στους παρακάτω πίνακες (5.23 και 5.24 αντίστοιχα). Για τον υπολογισμό χρησιμοποιήθηκε υπόδειγμα υπολογισμού των ελεύθερων ταμειακών ροών (Damodaran Online).

Οι προεξοφλημένες ελεύθερες ταμειακές ροές τόσο προς την επιχείρηση όσο και προς τους μετόχους, υπολογίστηκαν σε 7.113.312,66€, ενώ με τον αριθμό των 200.631 μετοχών, δίδουν μία τιμή αξίας 35,45€ ευρώ ανά μετοχή.

Πίνακας 5.23. Προεξόφληση ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση «Κτήμα Άλφα».

Expected Growth rate		12%	18%	18%	18%	18%	1%
Reinvestment rate		194,00%	300,00%	300,00%	300,00%	300,00%	20,0%
EBIT	1.406.134,91 €	1.321.766,82 €	1.559.684,84 €	1.840.428,11 €	2.171.705,17 €	2.562.612,11 €	2.588.238,23 €
Taxes		317.224,04 €	374.324,36 €	441.702,75 €	521.209,24 €	615.026,91 €	621.177,17 €
EBIT(1-t)		1.004.542,78 €	1.185.360,48 €	1.398.725,37 €	1.650.495,93 €	1.947.585,20 €	1.967.061,05 €
- Reinvestment		1.948.812,99 €	3.556.081,44 €	4.196.176,10 €	4.951.487,80 €	5.842.755,60 €	393.412,21 €
FCFF		- 944.270,21 €	- 2.370.720,96 €	- 2.797.450,73 €	- 3.300.991,86 €	- 3.895.170,40 €	1.573.648,84 €
Terminal Value						30.210.973,15 €	
Present Value		- 889.069,11 €	- 2.101.642,79 €	- 2.334.963,75 €	- 2.594.187,61 €	19.472.099,55 €	
Value of Firm =	11.552.236,28 €	13.213.769,27 €	16.404.915,34 €	20.220.925,14 €	24.777.406,97 €	30.210.973,15 €	
Value of Equity =	7.113.312,66 €	! Equity as % of value					
Value of Debt =	4.438.923,62 €	! Debt as % of value					

Πίνακας 5.24. Προεξόφληση ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους «Κτήμα Άλφα».

	0	1	2	3	4	5	Terminal Year
EBIT	1.406.134,91 €	1.321.766,82 €	1.559.684,84 €	1.840.428,11 €	2.171.705,17 €	2.562.612,11 €	2.588.238,23 €
Interest Exp		106.267,83 €	121.552,10 €	150.907,13 €	186.010,21 €	227.924,81 €	277.907,63 €
EBT		1.215.498,98 €	1.438.132,74 €	1.689.520,99 €	1.985.694,97 €	2.334.687,29 €	2.310.330,60 €
Taxes		291.719,76 €	345.151,86 €	405.485,04 €	476.566,79 €	560.324,95 €	554.479,34 €
Net Income	742.375,15	923.779,23 €	1.092.980,88 €	1.284.035,95 €	1.509.128,17 €	1.774.362,34 €	1.755.851,25 €
- Reinvestment		1.948.812,99 €	3.556.081,44 €	4.196.176,10 €	4.951.487,80 €	5.842.755,60 €	393.412,21 €
+ New Debt Issued		638.440,72 €	1.226.191,48 €	1.466.294,11 €	1.750.819,01 €	2.087.836,91 €	116.085,06 €
FCFE		- 386.593,05 €	- 1.236.909,08 €	- 1.445.846,04 €	- 1.691.540,62 €	- 1.980.556,35 €	1.478.524,10 €
Terminal Value of Equity						18.602.467,31 €	
Present Value		- 354.841,80 €	- 1.042.075,66 €	- 1.118.057,82 €	- 1.200.619,47 €	10.828.907,42 €	
Value of Equity =	7.113.312,66 €						

5.2.6 «ΚΥΡ-ΓΙΑΝΝΗ»

I) Παρουσίαση Εταιρείας

Η εταιρεία με την επωνυμία **«ΚΥΡ-ΓΙΑΝΝΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΜΠΕΛΟΟΙΝΙΚΩΝ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΩΝ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΝ»** είναι ανώνυμη εταιρεία (ΑΡ.ΓΕΜΗ: 21267026000) με τον διακριτικό τίτλο και ευρέως διαδεδομένο ως **«ΚΥΡ-ΓΙΑΝΝΗ Α.Ε.»**. Η εταιρεία δραστηριοποιείται παραγωγή, εμφιάλωση και πώληση οίνων.

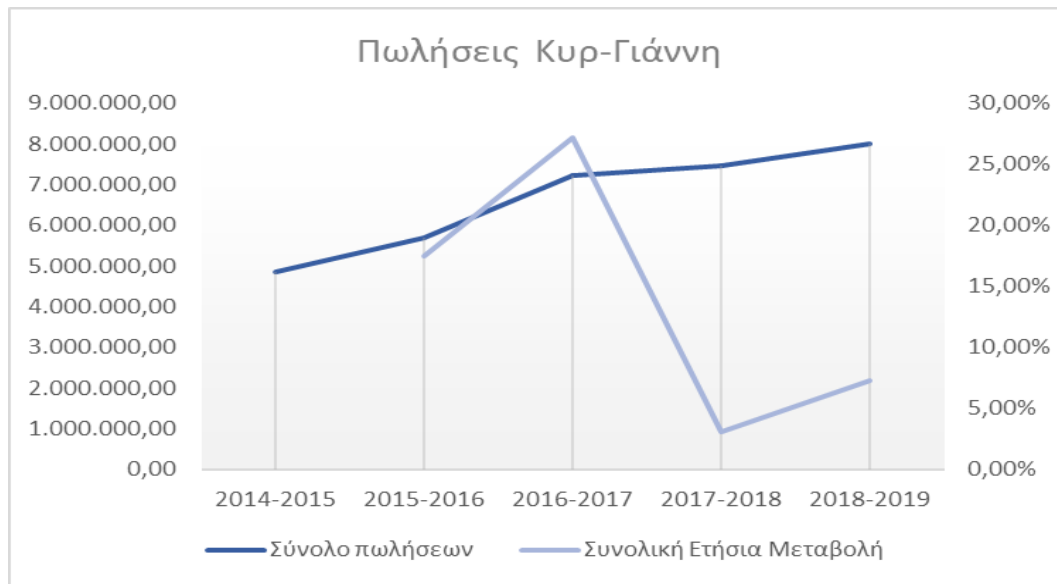
Η εταιρεία «ΚΥΡ-ΓΙΑΝΝΗ» ιδρύθηκε το 1997 από το Γιάννη Μπουτάρη, μια από τις ξεχωριστές μορφές της ελληνικής οινοποιίας, όταν εκείνος αποχώρησε από την οικογενειακή οινοποιητική εταιρία που είχε δημιουργήσει ο παππούς του το 1879. Οι εγκαταστάσεις της εταιρείας βρίσκονται στην Νάουσα και στο Αμύνταιο. Στο Γιαννακοχώρι της Νάουσας και στην ευρύτερη περιοχή του Αγίου Παντελεήμονα Αμυνταίου καλλιεργούνται συνολικά πάνω από 740 στρέμματα αμπελώνων.

Οι πωλήσεις της εταιρείας πραγματοποιούνται στο εσωτερικό, ενώ και οι διεθνείς εξαγωγές είναι σημαντικές σε 15 χώρες. Μεγάλες επωνυμίες προϊόντων της εταιρείας είναι οι οίνοι Κυρ-Γιαννη Παράγκα, Ακακίες, VERONI, Μπλε τρακτέρ, Νάουσα, Διάπορος, Ντρούμο, Σαμαρόπετρα, Μπλε αλεπού κ.α.

II) Βασικά Οικονομικά Στοιχεία

Οι πωλήσεις της εταιρείας διαμορφώνονται από προϊόντα, η εξέλιξη των οποίων συνολικά την τελευταία πενταετία παρουσιάζεται στο παρακάτω γράφημα. Σύμφωνα με τον γεωμετρικό μέσο της πενταετίας, οι πωλήσεις αυξάνονται συνολικά τα τελευταία πέντε χρόνια κατά 13,36%, ειδικά το 2019 ανήλθαν σε 8 εκατ. ευρώ έναντι 7,5 εκατ. ευρώ το 2018, παρουσιάζοντας αύξηση κατά 7%. Η αύξηση των πωλήσεων σε σχέση με την προηγούμενη αντίστοιχη περίοδο προήλθε από την ενίσχυση των πωλήσεων των οίνων, τόσο στο εξωτερικό όσο και στο εσωτερικό.

Αναλυτικά οι οικονομικές καταστάσεις χρήσης για τα έτη 2015-2019 βρίσκονται στους Πίνακες 8.17 και 8.18 του Παραρτήματος.

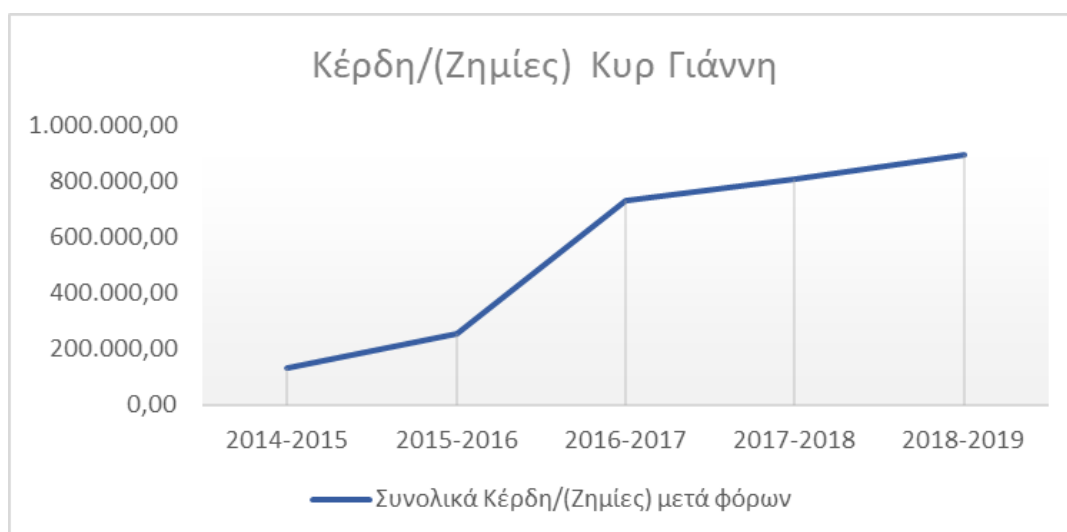


Διάγραμμα 5.16. Πωλήσεις «Κυρ-Γιάννη» για τα έτη 2015-2019.

Τα κέρδη προ φόρων ανήλθαν σε 1.225.403 € περίπου έναντι κερδών 1.208.829€ ευρώ πέρσι. Στο διάγραμμα που ακολουθεί παρουσιάζεται η πορεία των καθαρών αποτελεσμάτων την τελευταία πενταετία.

Παρακολουθούμε πως τα καθαρά αποτελέσματα της εταιρείας παρουσιάζουν έναν αυξητικό ρυθμό με την μεγαλύτερη αύξηση να συμβαίνει μεταξύ των 2016-2017. Μεταξύ 2018-2019, παρατηρείται αύξηση κατά 11%.

Το μετοχικό κεφάλαιο της Εταιρείας διαιρείται σε 1.895.325 κοινές μετοχές ονομαστικής αξίας 1€ η κάθε μία.



Διάγραμμα 5.17. Καθαρά Αποτελέσματα «Κυρ-Γιάννη» για τα έτη 2015-2019.

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται μετά από υπολογισμούς τα σημαντικότερα οικονομικά μεγέθη της εταιρείας.

Πίνακας 5.25. Βασικά οικονομικά στοιχεία «Κυρ-Γιάννη» 2015-2019.

ΚΥΡ-ΓΙΑΝΝΗ Α.Ε.					
	2014-2015	2015-2016	2016-2017	2017-2018	2018-2019
Δείκτης Γενικής Ρευστότητας (Current Ratio)	1,09	0,89	1,21	1,18	1,27
Δείκτης Πραγματικής Ρευστότητας (Quick Ratio)	0,60	0,47	0,56	0,43	0,62
Δείκτης Κάλυψης Τόκων (Interest Coverage Ratio)	1,61	1,95	2,96	3,27	2,98
Καθαρό Χρέος / Ίδια κεφάλαια	2,03	1,96	1,63	1,41	1,26
Σύνολο υποχρεώσεων/Σύνολο ενεργητικού	0,77	0,77	0,74	0,70	0,66
Μεικτό Περιθώριο Κέρδους (Gross Margin)	35%	40%	49%	48%	46%
Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)	4,35%	7,72%	18,09%	16,50%	13,18%
Μέρισμα ανά μετοχή (€)	- €	- €	- €	- €	118.953,00 €
Ποσοστό Διανομής	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	13,28%
Αριθμός μετοχών	1.134.532,00	1.134.532,00	1.134.532,00	1.189.535,00	1.189.535,00
Κέρδη/ (ζημίες) ανά μετοχή (€)	0,12 €	0,22 €	0,64 €	0,68 €	0,75 €

Ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας την πενταετία σημειώνει διακυμάνσεις και το 2019 διαμορφώνεται σε 1,27, ενώ ο αριθμοδείκτης πραγματικής ρευστότητας στο 0,62, φανερώνοντας πως δεν υπάρχει μικρή ανησυχίας για την δυνατότητα της εταιρείας να ανταποκριθεί στις τρέχουσες υποχρεώσεις της.

Ο δείκτης κάλυψης τόκων, μέτρο δανειακής κατάστασης, διαμορφώνεται το 2019 σε 2,98. Η μόχλευση της εταιρείας μειώνεται με τα χρόνια με τον αριθμοδείκτη να φθάνει στο 1,26 (2019), κι αυτό οφείλεται κυρίως στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου από το 2017 και την εν συνεχεία αυξητική τάση των αποτελεσμάτων εις νέο, μάλιστα το 2019 προχώρησε σε αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά 1.000.000€. Η αναλογία των ιδίων κεφαλαίων στο σύνολο των κεφαλαίων για το έτος 2019, είναι περίπου 44,15%. Επίσης, ο δείκτης συνόλου υποχρεώσεων προς σύνολο ενεργητικού, ο οποίος εκφράζει πόσα ουσιαστικά από τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας δημιουργούνται από υποχρεώσεις, διαμορφώνεται σε 0,66 (2019).

Τα μικτά κέρδη από το σύνολο των δραστηριοτήτων επηρεασμένα θετικά από την ανάπτυξη των πωλήσεων, αυξήθηκαν κατά 1% περίπου έναντι του 2018, ενώ το περιθώριο μικτού κέρδους βρίσκεται στο 46% το 2019.

Η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων διαμορφώνεται το 2019 στο 12,52%. Η εταιρεία πρότεινε διανομή μερισμάτων το 2019.

III) Προβλέψεις και Υπολογισμοί

Προβλέψεις

Ο σημαντικότερος παράγοντας που προσδιορίζει τις οικονομικές εξελίξεις παγκοσμίως το 2020 είναι η πανδημία του κορονοϊού, η οποία μέσα σε διάστημα μερικών μηνών επηρέασε όλες τις χώρες, θέτοντας σε συναγερμό την παγκόσμια οικονομία. Σαν γεγονός, θα έχει αντίκτυπο σε κάθε μεμονωμένη επιχείρηση, σε μεγαλύτερο ή μικρότερο βαθμό.

Η εταιρεία βασισμένη στα κέρδη της και στη συμμετοχή των μετόχων της, προχώρησε τα δύο τελευταία χρόνια σε επενδύσεις μεγαλύτερες από τα καθαρά της κέρδη. Επηρεασμένη από τα γεγονότα της τρέχουσας οικονομίας, η εταιρεία πιστεύεται πως θα κινηθεί με μικρότερα επίπεδα κεφαλαιουχικών δαπανών (-27%) για να μπορέσει να διατηρήσει την οικονομική διάρθρωση της. Αναμένεται να κρατήσει το μικτό περιθώριο κέρδους της σε υψηλά επίπεδα, σύμφωνα πάντα με τις πωλήσεις και το κόστος των πωλήσεων. Οι πωλήσεις της εκτιμάται πως θα μειωθούν κατά 15% περίπου, μειώνοντας όμως σε αντίστοιχο βαθμό και τα κόστη των πωλήσεων, θα διατηρήσει ένα μικτό περιθώριο κέρδους κοντά στο 46%. Μάλιστα, εκτιμάται πως τα λειτουργικά της κέρδη θα μειωθούν κατά 6%. Τα επόμενα χρόνια όμως, και ξεπερνώντας τις δυσκολίες του 2020, εκτιμάται πως θα συνεχίσει να έχει τον ίδιο ρυθμό και την ίδια ποιότητα επανεπενδύσεων, όπως κατάφερε τα προηγούμενα έτη.

Πίνακας 5.26. Πορεία επανεπενδύσεων και ανάπτυξης της εταιρείας «Κυρ-Γιάννη» για τα έτη 2016-2019.

		2016	2017	2018	2019
Reinvestment Ratio		149%	110%	78%	165%
ROC		6%	10%	10%	10%
Growth rate (FCFF)=		9%	11%	8%	16%
Retention Ratio		1,0	1,0	1,0	0,87
ROE		8%	18%	16%	15%
Growth rate (FCFE)=		8%	18%	16%	13%

Ο χρονικός ορίζοντας της αποτίμησης που χρησιμοποιήθηκε σε πρώτο στάδιο είναι τα 5 έτη, στα οποία εκτιμάται μία πορεία ανάπτυξης (Growth rate) 11% και μία απόδοση επενδυμένου κεφαλαίου (ROC) ίση με 9%, ενώ σε δεύτερο στάδιο, για τα επόμενα χρόνια εκτιμάται ένας σταθερός ρυθμός ανάπτυξης κοντά στις τιμές του πληθωρισμού για λόγους συντηρητικότητας, δηλαδή 1% και τιμή ROC ίση με 8%. Το 2020 όμως, χρησιμοποιούμε μικρότερες εκτιμήσεις λόγω της πανδημίας, και με όσα εκτιμήθηκαν παραπάνω η εταιρεία παρουσιάζεται με ρυθμού επανεπένδυσης ίσο με 13%.

Για το έτος 2020 εκτιμάται πως η εταιρεία θα καταφέρει να αποπληρώσει τον βραχυπρόθεσμο δανεισμό της χρησιμοποιώντας τα ταμειακά της διαθέσιμα, και ίσως συμφωνήσει παράταση αποπληρωμής του δανείου της μακροπρόθεσμα. Επίσης, εκτιμάται ότι θα προχωρήσει σε σχηματισμού τακτικού αποθεματικού με σκοπό η εταιρεία να συνεχίσει να έχει την ίδια διάρθρωση κεφαλαίων, το οποίο και θα χρησιμοποιηθεί στις εκτιμήσεις.

Υπολογισμοί

Για τον υπολογισμό του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου αρχικά υπολογίζεται το κόστος ιδίων κεφαλαίων με το υπόδειγμα CAPM. Ο συντελεστής beta της εταιρείας υπολογίζεται από τις μηνιαίες αποδόσεις της μετοχής της ΚΤΗΛΑ (Κτήμα Λαζαρίδη) και τις αποδόσεις του γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών για την περίοδο 1/1/2015 έως 31/12/2019. Οι τιμές της μετοχής και του Γενικού Δείκτη ανακτήθηκαν από την ιστοσελίδα Yahoo Finance (2019). Ο συντελεστής beta της εταιρείας υπολογίστηκε σε 0,88.

Το ασφάλιστρο αγοράς για τον Σεπτέμβριο του 2020 έχει την τιμή $IMRP=12,3\%$ (<http://www.market-risk-premia.com/gr.html>), ενώ η απόδοση χωρίς κίνδυνο, υπολογιζόμενη από τις αποδόσεις του δεκαετούς κρατικού ομολόγου, έχει την τιμή $Rf=0,83\%$ (20/10/2020, <https://tradingeconomics.com/greece/government-bond-yield>). Σύμφωνα με τα παραπάνω, το κόστος των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας υπολογίζεται με το υπόδειγμα CAPM και είναι:

$$CAPM = r_f + \beta * [E(R_m) - r_f] = 0,0083 + 0,88 * 0,123 = 0,011654 \text{ ή } 11,65\%$$

Για να προχωρήσουμε στον υπολογισμό του κόστους ξένων κεφαλαίων της επιχείρησης, υπολογίζουμε τον δείκτη κάλυψης τόκων ίσο με 2,98 και σε συνδυασμό τους Πίνακες των Default Spread για μικρές επιχειρήσεις, μας δίνει μία τιμή Spread ίση με 4,31%. Λαμβάνοντας υπόψη την τρέχουσα απόδοση του δεκαετούς

κυβερνητικού ομολόγου (20/10/2020: 0,83) και τον φορολογικό συντελεστή των ΑΕ από 1^{ης} Ιανουαρίου του 2019 ο οποίος είναι 24%, το κόστος των δανειακών κεφαλαίων είναι ίσο με: $Kd = (0,83\% + 4,31\%)*(1-24\%) = 3,91\%$

Με την παραδοχή ότι η εταιρεία θα διατηρήσει την ίδια αναλογία ξένων και ιδίου δανεισμού (τα ξένα κεφάλαια αποτελούν το 55,85% του συνόλου), το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίων είναι:

$$WACC = 44,15\%*11,65\% + 55,85\%*3,91\%*(1-24\%) = 6,80\%$$

IV) Αποτίμηση με την χρήση των υποδειγμάτων FCFF και FCFE.

Με βάση τις παραδοχές και εκτιμήσεις των παραπάνω, η προεξόφληση των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση, και προς τους μετόχους παρουσιάζεται στους παρακάτω πίνακες (5.27 και 5.28 αντίστοιχα). Για τον υπολογισμό χρησιμοποιήθηκε υπόδειγμα υπολογισμού των ελεύθερων ταμειακών ροών(Damodaran Online).

Οι προεξοφλημένες ελεύθερες ταμειακές ροές τόσο προς την επιχείρηση όσο και προς τους μετόχους, υπολογίστηκαν σε 9.616.421,19€, ενώ με τον αριθμό των 1.189.535,00 μετοχών, δίδουν μία τιμή των 8,08€ευρώ ανά μετοχή.

Πίνακας 5.27. Προεξόφληση ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση «Κυρ-Γιάννη».

Expected Growth rate		1%	11%	11%	11%	11%	1%
Reinvestment rate		13,00%	122,22%	122,22%	122,22%	122,22%	12,5%
EBIT	1.844.199,19 €	1.733.547,24 €	1.924.237,43 €	2.135.903,55 €	2.370.852,94 €	2.631.646,77 €	2.657.963,23 €
Taxes		416.051,34 €	461.816,98 €	512.616,85 €	569.004,71 €	631.595,22 €	637.911,18 €
EBIT(1-t)		1.317.495,90 €	1.462.420,45 €	1.623.286,70 €	1.801.848,24 €	2.000.051,54 €	2.020.052,06 €
- Reinvestment		171.274,47 €	1.787.402,77 €	1.984.017,08 €	2.202.258,96 €	2.444.507,44 €	252.506,51 €
FCFF		1.146.221,43 €	- 324.982,32 €	- 360.730,38 €	- 400.410,72 €	- 444.455,90 €	1.767.545,55 €
Terminal Value						30.455.738,46 €	
Present Value		1.073.204,33 €	- 284.896,77 €	- 296.090,44 €	- 307.723,92 €	21.595.039,80 €	
Value of Firm =	21.779.533,00 €	22.115.115,54 €	23.944.733,71 €	25.934.580,82 €	28.099.490,57 €	30.455.738,46 €	
Value of Equity =	9.616.421,19 €	! Equity as % of value					
Value of Debt =	12.163.111,81 €	! Debt as % of value					

Πίνακας 5.28. Προεξόφληση ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους «Κυρ-Γιάννη».

	0	1	2	3	4	5	Terminal Year
EBIT	1.844.199,19 €	1.733.547,24 €	1.924.237,43 €	2.135.903,55 €	2.370.852,94 €	2.631.646,77 €	2.657.963,23 €
Interest Exp		475.139,80 €	482.460,83 €	522.375,57 €	565.785,85 €	613.015,27 €	664.418,91 €
EBT		1.258.407,44 €	1.441.776,60 €	1.613.527,98 €	1.805.067,10 €	2.018.631,50 €	1.993.544,33 €
Taxes		302.017,79 €	346.026,39 €	387.246,72 €	433.216,10 €	484.471,56 €	478.450,64 €
Net Income	742.375,15	956.389,65 €	1.095.750,22 €	1.226.281,27 €	1.371.850,99 €	1.534.159,94 €	1.515.093,69 €
- Reinvestment		171.274,47 €	1.787.402,77 €	1.984.017,08 €	2.202.258,96 €	2.444.507,44 €	252.506,51 €
+ New Debt Issued		187.411,18 €	1.021.778,12 €	1.111.260,41 €	1.209.026,81 €	1.315.882,51 €	170.084,71 €
FCFE		972.526,37 €	330.125,57 €	353.524,60 €	378.618,85 €	405.535,01 €	1.432.671,89 €
Terminal Value of Equity						13.447.267,62 €	
Present Value		871.017,93 €	264.807,69 €	253.978,40 €	243.615,60 €	7.983.001,58 €	
Value of Equity =	9.616.421,19 €						

6. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Ο Κλάδος της Οινοποιίας είναι ένας ιδιαίτερα ενδιαφέρον κλάδος στην Ελλάδα. Το έδαφος, καθώς και οι κλιματολογικές συνθήκες, έχουν θετική επίδραση στην καλλιέργεια αμπελώνων στη χώρα, και μάλιστα μεγάλος αριθμός τοπικών οίνων κατέχει διακρίσεις στην Ευρώπη, αλλά και παγκοσμίως. Οι επιχειρήσεις που μελετήθηκαν βρίσκονται στις πρώτες θέσεις ανάμεσα στους Έλληνες παραγωγούς, σύμφωνα με τον κύκλο εργασιών τους.

Η εταιρεία «ΚΤΗΜΑ Κ.ΛΑΖΑΡΙΔΗ» είναι η μόνη εταιρεία της οποίας οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Φαίνεται πως η πορεία της είναι αρκετά ικανοποιητική, στοχεύοντας από το 2016 και μετά όπου παρουσίασε αρνητικά αποτελέσματα, σε αύξηση των πωλήσεων, αλλά και των καθαρών κερδών της. Παράλληλα με την αύξηση του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων, προχωράει σε έκδοση ομολογιακού δανείου για τα επόμενα χρόνια, με το δείκτη ρευστότητας να μας δείχνει πως δεν υπάρχει λόγος άμεσης ανησυχίας για την δυνατότητα της να ανταποκριθεί στις τρέχουσες υποχρεώσεις της. Η εταιρεία φαίνεται πως χρησιμοποιεί μεγάλα ποσά σε επενδύσεις, κάτι που πιστεύεται πως συνεχίσει να το κάνει για τα επόμενα χρόνια, σύμφωνα πάντα με τα καθαρά αποτελέσματα της.

Η εταιρεία «ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΕΛΛΑΡΙΑ ΟΙΝΩΝ Δ. ΚΟΥΡΤΑΚΗΣ» παρουσιάζει μία εντυπωσιακή αύξηση των καθαρών κερδών της το 2018, ενώ το 2019 μειώνονται κατά 45%. Η εταιρεία δραστηριοποιείται σε μεγάλο βαθμό εκτός από την παραγωγή, και στην εμπορία οίνων. Η κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρείας εγκυμονεί κινδύνους, καθώς καταφεύγει σε ποσοστό πάνω από 42% σε ξένα κεφάλαια, με τον δείκτη ρευστότητας να φανερώνει πως υπάρχει λόγος ανησυχίας για την δυνατότητα της εταιρείας να ανταποκριθεί στις τρέχουσες υποχρεώσεις της. Εκτιμάται ότι τα επόμενα χρόνια θα γίνουν προσπάθειες να μειώσει τον δανεισμό της, και να αυξήσει το κεφάλαιο κίνησης της, κάτι που δεν τις επιτρέπει να κινηθεί σε μεγάλα επίπεδα επενδύσεων. Επίσης, καθώς είναι η εταιρεία με τις μεγαλύτερες πωλήσεις σε Ελλάδα και εξωτερικό, έχει αρκετά αυξημένο κόστος πωλήσεων, κάτι που θα ήταν καλό να μειώσει σε επίπεδα που δεν θα επηρεάζουν αρνητικά τα αποτελέσματα της και την συνολική της πορεία.

Η εταιρεία «ΚΑΒΙΝΟ» παρουσιάζει ανοδικά αποτελέσματα τόσο στις πωλήσεις της, όσο και στα καθαρά της κέρδη, κυρίως τα τελευταία χρόνια. Επίσης,

άνοδο παρουσιάζουν και τα ίδια κεφάλαια που χρησιμοποιεί η εταιρεία. Θα ήταν βέβαια ακόμη πιο προσοδοφόρο εάν καταφέρει να μειώσει τα ξένα κεφάλαια σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια που χρησιμοποιεί, εάν και ο δείκτης ρευστότητας φανερώνει πως δεν υπάρχει άμεση ανησυχία, καθώς δεν καταφεύγει σε υψηλό δανεισμό. Οι πωλήσεις σε Ελλάδα και εξωτερικό είναι αρκετά ικανοποιητικές, και κινείται σε φυσιολογικά επίπεδα επανεπενδύσεων με το κεφάλαιο κίνησης της και τις κεφαλαιουχικές της δαπάνες να αυξάνονται, κάτι που θα συνεχίσει να κάνει και τα επόμενα χρόνια.

Τα τελευταία έτη, η εταιρεία «ΒΙΒΛΙΑ ΧΩΡΑ» παρουσιάζει συνεχώς θετική αύξηση στις πωλήσεις της, όμως συγκριτικά με το 2017 τα καθαρά της κέρδη εμφανίζονται μειωμένα. Αυτό οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στα κόστη πωλήσεων και διαθέσεως, τα οποία αναλογικά με τις πωλήσεις, εμφανίζονται αυξημένα. Η εταιρεία έχει υγιή κεφαλαιακή διάθρωση, και καταφεύγει πάντα σε μηδενική ή ελάχιστη χρήση ξένων κεφαλαίων. Για το 2019 η αναλογία των ιδίων προς τα ξένα κεφάλαια διαμορφώνεται σε 91,34%. Η εταιρεία παρουσιάζει συνεχή αύξηση στο κεφάλαιο κίνησης της, και οδηγείται σε υγιείς επανεπενδύσεις, και η πορεία της αυτή εκτιμάται πως θα συνεχίσει κατά αυτόν τον τρόπο.

Η εταιρεία «ΚΤΗΜΑ ΑΛΦΑ» παρουσιάζει αύξηση των πωλήσεων της, με τα καθαρά της αποτελέσματα να εμφανίζονται ιδιαίτερα αυξημένα το 2018, ενώ το 2019 μειώνονται κατά 4%. Η εταιρεία ενώ εμφανίζει θετικά αποτελέσματα εις νέον και αύξηση των ιδίων κεφαλαίων της (με τον γεωμετρικό μέσο όρο της πενταετίας 6%), καταφεύγει στη χρήση υψηλού ξένου δανεισμού σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια, ανησυχία που αποδεικνύουν και οι δείκτες ρευστότητας. Η εταιρεία θα μπορούσε να οδηγηθεί σε αλλαγές τις χρηματοοικονομικής της διάρθρωσης για να αποκτήσει λιγότερο κίνδυνο ανταπόκρισης στις υποχρεώσεις της. Επιλέγει να κινείται με αυξημένο κεφάλαιο κίνησης ανά τα χρόνια και οδηγείται σε επανεπενδύσεις μεγαλύτερες των καθαρών αποτελεσμάτων της.

Η εταιρεία «ΚΥΡ-ΓΙΑΝΝΗ» παρουσιάζει ανοδικό ρυθμό πωλήσεων την τελευταία πενταετία, όπως και καθαρών αποτελεσμάτων. Διαθέτει μία υγιή κεφαλαιουχική διάρθρωση, και το μετοχικό της κεφάλαιο, καθώς και τα αποτελέσματα εις νέον εμφανίζονται συνεχώς αυξημένα. Κινείται με υγιείς επανεπενδύσεις, χρησιμοποιώντας κεφαλαιουχικές δαπάνες μεγαλύτερες των καθαρών αποτελεσμάτων της, κάτι που θα συνεχίσει να κάνει τα επόμενα χρόνια με σκοπό της ανάπτυξη της εταιρείας.

Σκοπός όχι μόνο των επιχειρήσεων, αλλά και των μεμονωμένων ατόμων είναι η απόκτηση εσόδων, και κατ' επέκταση κερδών, έτσι ώστε να καταφέρουν να επιβιώσουν. Τα κέρδη αυτά επενδύονται σε υλικά ή άυλα αγαθά, έτσι ώστε είτε να αυξηθεί η αξία τους, είτε μέσω των επενδύσεων αυτών να υποστηρίξουν τις δραστηριότητες και τη λειτουργία τους. Το θέμα της αποτίμησης αποτελεί ένα αντικείμενο εκτενούς μελέτης και ανάλυσης τόσο σε ακαδημαϊκό, όσο και σε επιστημονικό επίπεδο. Τα αποτελέσματα που χρησιμοποιήθηκαν για τους υπολογισμούς βασίζονται στις εξελίξεις της οικονομίας και θεωρούνται εκτιμήσεις.

Προτάσεις για μελλοντική έρευνα

Οι εταιρείες που μελετήθηκαν έρχονται αντιμέτωπες καθημερινά με κινδύνους. Κίνδυνος μπορεί να είναι ο κίνδυνος επιτοκίου, λόγω μεταβολών που μπορεί να συμβούν στον δανεισμό τους, καθώς επίσης κίνδυνος ρευστότητας, ο οποίος σχετίζεται με την δυνατότητα της εταιρείας να εκπληρώσει τις χρηματοοικονομικές της υποχρεώσεις, όταν αυτές γίνουν απαιτητές. Η παρακολούθηση του κινδύνου ρευστότητας επικεντρώνεται στη διαχείριση του χρονικού συσχετισμού των ταμειακών ροών και στην εξασφάλιση επαρκών ταμειακών διαθεσίμων για την κάλυψη των τρεχουσών συναλλαγών. Επιπρόσθετα, ο κίνδυνος καιρικών συνθηκών διακατέχει όλες τις αγροτικές επιχειρήσεις. Ένας ακόμη κίνδυνος με τον οποίο έρχονται αντιμέτωπες οι εταιρείες είναι ο πιστωτικός κίνδυνος, ο οποίος αφορά κυρίως τις απαιτήσεις από πελάτες. Οι εταιρείες λαμβάνοντας υπόψη την πρωτόγνωρη οικονομική κρίση και το περιβάλλον της αγοράς στο οποίο δραστηριοποιούνται, παρακολουθούν στενά τις απαιτήσεις αυτές.

Από την έναρξη της επιδημίας COVID-19 μέχρι και σήμερα, φαίνεται πως αυτή θα έχει αρνητικές επιπτώσεις τόσο στην παγκόσμια οικονομία όσο και στην εγχώρια, τουλάχιστον για το έτος 2020. Το μέγεθος των επιπτώσεων στην εγχώρια οικονομία, θα προσδιοριστεί σε σημαντικό βαθμό και από το δεύτερο κύμα της νέας πανδημίας θα και τον νέο γύρο περιοριστικών μέτρων.

Πρόταση μελλοντικής έρευνας είναι η μελέτη των επιχειρήσεων του κλάδου της Οινοποιίας, μετά από τα καθοριστικά αποτελέσματα που θα επιφέρει το 2020 και η νέα πανδημία στο σύνολο της οικονομίας. Σύμφωνα με τις εξελίξεις, οι συνέπειες της

πανδημίας είναι ιδιαίτερα σημαντικές και έχουν επιφέρει τεράστιες πιέσεις στους κλάδους της εστίασης και του τουρισμού. Συνεπώς η ζήτηση των προϊόντων και κατ' επέκταση ο τζίρος των επιχειρήσεων της Οινοποιίας, και κάθε επιχείρησης, εκτιμάται ότι θα επηρεαστούν από την κρίση που έχει προκληθεί.

Ελπίζουμε οι ελληνικές επιχειρήσεις παράλληλα με την στήριξη της κυβέρνησης, να καταφέρουν να αντιμετωπίσουν τις πιέσεις που έχουν προκληθεί το 2020, όπως έχουν κατορθώσει και στο παρελθόν να ξεπεράσουν με επιτυχία τις σημαντικές προκλήσεις της ελληνικής οικονομίας.

7. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Αρτίκης Γ. (2002). Χρηματοοικονομική διοίκηση: Ανάλυση επενδύσεων, Αθήνα: Interbooks.

Brigham, E. F. & Houston, J. F., (2007). Fundamentals of Financial Management. 11th Edition επιμ. Mason: Thomson South-Western.

Damodaran, A., (2012). Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. Third Edition επιμ. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Hitchner James R. (2006), Financial Valuation: Applications and Models, USA: John Wiley & Sons.

Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D., (2010). Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. Fifth Edition επιμ. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Link, A. N. & Boger, M. B., (1999). The Art and Science of Business Valuation. London: Quorum Books.

Ross A. Stephen, Westerfield W. Randolph, Jaffe Jeffrey, (2017), Corporate Finance, Broken Hill Publishers LTD.

Somil, N. (2007). Investigating the Factors Affecting the Investment Decision in Residential Development. An Individual Management report presented in part consideration for the degree of MBA (Finance), University of Nottingham.

Steiger, F. (2008). The validity of company valuation discounted cash flow methods

Statman M. (2008). What is Behavioral Finance? Handbook of Finance, Volume II. Investment Management and Finance Management. Wiley Online Library.

Sharpe W.F. (1964), Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk, The journal of finance, Wiley Online Library

Ηλεκτρονικές πηγές

ΓΕΜΗ: www.businessregistry.gr/publicity

ΕΛΣΤΑΤ – ELSTAT: www.statistics.gr

Ίδρυμα Οικονομικών & Βιομηχανικών Ερευνών (IOBE): www.iobe.gr

Ναυτεμπορική: www.naftemporiki.gr

Damodaran Online - <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Eurostat: <https://ec.europa.eu/eurostat/>

International Organisation of Vine and Wine (OIV): www.oiv.int

Investopedia: <https://www.investopedia.com>

Market-Risk-Primia - <http://www.market-risk-premia.com/gr.html>

Trading Economics - <https://tradingeconomics.com/greece>

Yahoo Finance: www.finance.yahoo.com

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι – ΑΝΑΛΥΤΙΚΟΙ ΠΙΝΑΚΕΣ

Πίνακας 8.1: Βασικά διαρθρωτικά στοιχεία στους κυριότερους κλάδους της μεταποίησης (στοιχεία 2018). (Πηγή: Eurostat, Structural Business Statistics; ΕΕΔ-ΕΛ.ΣΤΑΤ., Επεξεργασία IOBE 2020)

Αριθμός επιχειρήσεων			
Ελλάδα		ΕΕ-27	
Μεταποίηση (58.247 επιχ.)	100.0%	Μεταποίηση (2.014.434 επιχ.)	100.0%
Τρόφιμα-Ποτά	27.6%	Μεταλλικά προϊόντα	18.5%
Μεταλλικά προϊόντα	14.6%	Τρόφιμα-Ποτά	14.4%
Άλλοι τομείς μεταποίησης	7.4%	Επισκευή μηχανημάτων και εξοπλισμού	9.9%
Είδη ένδυσης	6.9%	Προϊόντα ξύλου	8.1%
Επισκευή μηχανημάτων και εξοπλισμού	6.7%	Άλλοι τομείς μεταποίησης	7.4%
Κύκλος εργασιών			
Ελλάδα		ΕΕ-27	
Μεταποίηση (€58.195 εκατ.)	100.0%	Μεταποίηση (€7.420.000 εκατ.)	100.0%
Οπτόανθρακας και προϊόντα διύλισης	28.5%	Κατασκευή μηχανοκίνητων οχημάτων	14.3%
Τρόφιμα-Ποτά	26.6%	Τρόφιμα-Ποτά	16.2%
Παραγωγή βασικών μετάλλων	5.3%	Κατασκευή μηχανημάτων και ειδών εξοπλισμού	9.4%
Μεταλλικά προϊόντα	4.2%	Μεταλλικά προϊόντα	6.6%
Χημικά προϊόντα	4.2%	Οπτόανθρακας και προϊόντα διύλισης	5.7%
Αξία παραγωγής			
Ελλάδα		ΕΕ-27	
Μεταποίηση (€52.016 εκατ.)	100.0%	Μεταποίηση (€6.740.000 εκατ.)	100.0%
Οπτόανθρακας και προϊόντα διύλισης	30.1%	Τρόφιμα-Ποτά	16.4%
Τρόφιμα-Ποτά	25.5%	Κατασκευή μηχανοκίνητων οχημάτων	12.5%
Παραγωγή βασικών μετάλλων	5.0%	Κατασκευή μηχανημάτων και ειδών εξοπλισμού	9.6%
Μεταλλικά προϊόντα	4.1%	Χημικά προϊόντα	7.4%
Χημικά προϊόντα	4.1%	Μεταλλικά προϊόντα	7.0%
Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία			
Ελλάδα		ΕΕ-27	
Μεταποίηση (€11.521 εκατ.)	100.0%	Μεταποίηση (€2.020.000 εκατ.)	100.0%
Τρόφιμα-Ποτά	28.1%	Τρόφιμα-Ποτά	12.2%
Οπτόανθρακας και προϊόντα διύλισης	16.0%	Κατασκευή μηχανοκίνητων οχημάτων	11.1%
Μεταλλικά προϊόντα	6.0%	Κατασκευή μηχανημάτων και ειδών εξοπλισμού	10.8%
Παραγωγή βασικών μετάλλων	5.9%	Μεταλλικά προϊόντα	9.1%
Άλλα μη μεταλλικά ορυκτά προϊόντα	5.2%	Χημικά προϊόντα	6.9%
Αριθμός εργαζομένων			
Ελλάδα		ΕΕ-27	
Μεταποίηση (357.764 εργαζόμενοι)	100.0%	Μεταποίηση (29.147.845 εργαζόμενοι)	100.0%
Τρόφιμα-Ποτά	36.8%	Τρόφιμα-Ποτά	16.5%
Μεταλλικά προϊόντα	6.2%	Μεταλλικά προϊόντα	12.1%
Πλαστικά	4.3%	Κατασκευή μηχανημάτων και ειδών εξοπλισμού	10.1%
Έπιπλα	3.8%	Κατασκευή μηχανοκίνητων οχημάτων	8.6%
Εκτυπώσεις	3.6%	Προϊόντα από καουτσούκ και πλαστικό	5.6%

Πίνακας 8.2: Κυριότερες χώρες παραγωγής οίνου. (Πηγή: FAO, OIV)

million hl	2014	2015	2016	2017	2018	2018/2017 Variation in volume	2018/2017 Variation in %
Italy	44.2	50.0	50.9	42.5	54.8	12.3	29%
France	46.5	47.0	45.3	36.3	48.6	12.3	34%
Spain	39.5	37.7	39.7	32.5	44.4	11.9	37%
USA*	23.1	21.7	23.7	23.3	23.9	0.5	2%
Argentina	15.2	13.4	9.4	11.8	14.5	2.7	23%
Chile	9.9	12.9	10.1	9.5	12.9	3.4	36
Australia	11.9	11.9	13.1	13.7	12.9	-0.8	-6%
Germany	9.2	8.8	9.0	7.5	10.3	2.8	38%
South Africa	11.5	11.2	10.5	10.8	9.5	-1.4	-12%
China	13.5	13.3	13.2	11.6	9.1	-2.6	-22%
Portugal	6.2	7.0	6.0	6.7	6.1	-0.7	-10%
Russian Federation	5.1	5.6	6.6	5.8	5.5	-0.2	-4%
Romania	3.7	3.6	3.3	4.3	5.1	0.8	18%
Hungary	2.4	2.8	2.8	3.2	3.6	0.5	15%
Brazil	2.6	2.7	1.3	3.6	3.1	-0.5	-13%
New Zealand	3.2	2.3	3.1	2.9	3.0	0.2	6%
Austria	2.0	2.3	2.0	2.5	2.8	0.3	11%
Greece	2.8	2.5	2.5	2.6	2.2	-0.4	-15%
Ukraine	1.5	1.1	1.1	1.9	2.0	0.1	5%
Moldova	1.6	1.6	1.5	1.8	1.9	0.1	5%
Switzerland	0.9	0.9	1.1	0.8	1.1	0.3	40%
Bulgaria	0.8	1.4	1.2	1.2	1.0	-0.1	-10%
World	270	275	270	249	292	43	17%

Πίνακας 8.3: Κυριότερες χώρες κατανάλωσης οίνου. (Πηγή: FAO, OIV)

million hl	2014	2015	2016	2017	2018	2018/2014 Variation in volume	2018/2014 Variation in %
USA	30.6	30.9	31.7	32.6	33.0	2.3	7.6%
France	27.5	27.3	27.1	27.0	26.8	-0.7	-2.6%
Italy	19.5	21.4	22.4	22.6	22.4	2.9	14.9%
Germany	20.3	20.5	20.2	19.7	20.0	-0.3	-1.5%
China	17.4	18.1	19.2	19.3	17.6	0.2	1.3%
United Kingdom	12.6	12.7	12.9	12.7	12.4	-0.2	-1.7%
Russian Federation	11.1	10.8	10.5	11.1	11.9	0.9	7.7%
Spain	9.8	9.8	9.9	10.5	10.5	0.7	6.7%
Argentina	9.9	10.3	9.4	8.9	8.4	-1.5	-15.5%
Australia	5.4	5.5	5.4	5.9	6.0	0.6	10.7%
Portugal	4.3	4.8	4.7	5.2	5.5	1.2	29.0%
Canada	4.6	4.8	5.0	5.0	4.9	0.2	4.8%
Romania	4.7	4.0	3.8	4.1	4.5	-0.2	-3.9%
South Africa	4.0	4.3	4.4	4.5	4.3	0.4	9.2%
Netherlands	3.4	3.5	3.4	3.5	3.5	0.1	3.3%
Japan	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	0.0	0.1%
Brazil	3.2	3.3	3.1	3.3	3.3	0.1	1.6%
Belgium	2.7	3.0	3.0	3.0	3.0	0.3	12.5%
Switzerland	2.8	2.8	2.7	2.7	2.6	-0.2	-6.9%
Hungary	2.3	2.2	2.3	2.3	2.4	0.1	5.5%
Austria	3.0	2.4	2.4	2.4	2.4	-0.6	-21.6%
Sweden	2.3	2.3	2.4	2.3	2.3	0.0	0.2%
Chile	3.0	2.6	2.4	2.3	2.3	-0.7	-22.2%
Greece	2.6	2.4	2.3	2.3	2.1	-0.5	-20.6%
Czech Republic	1.6	1.9	1.9	1.8	1.8	0.2	10.9%
Denmark	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5	-0.1	-7.7%
Poland	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2	0.2	21.2%
Mexico	0.9	0.8	1.1	1.1	1.2	0.3	28.6%
Croatia	1.2	1.1	1.2	1.1	1.1	-0.1	-7.4%
Serbia	1.1	1.0	1.0	1.1	1.1	0.0	0.8%
Bulgaria	0.9	1.0	1.0	0.9	1.0	0.1	12.4%
World	241	243	244	246	246	5	2.0%

Πίνακας 8.4: Κυριότερες χώρες εξαγωγής οίνου. (Πηγή: FAO, OIV)

million hl	2014	2015	2016	2017	2018	2018/2014 Variation in %
Spain	23.0	24.7	22.6	23.0	21.1	-8%
Italy	20.4	20.0	20.6	21.2	19.7	-4%
France	14.3	13.9	14.1	15.0	14.1	-1%
Chile	8.1	8.8	9.1	9.4	9.3	15%
Australia	7.0	7.4	7.3	7.8	8.6	22%
South Africa	4.2	4.2	4.3	4.5	5.3	25%
Germany	4.2	3.9	3.6	3.8	3.7	-11%
USA	4.0	4.2	3.8	3.5	3.5	-14%
Portugal	2.8	2.8	2.8	3.0	3.0	5%
Argentina	2.6	2.7	2.6	2.2	2.8	5%
New zealand	1.9	2.1	2.1	2.6	2.6	36%
Moldova	1.2	1.2	1.3	1.4	1.4	19%
World	104	106	104	108	108	3%

billion €	2014	2015	2016	2017	2018	2018/2014 Variation in %
France	7.7	8.3	8.3	9.1	9.3	21%
Italy	5.1	5.4	5.6	6.0	6.1	21%
Spain	2.5	2.6	2.6	2.9	2.9	15%
Australia	1.3	1.5	1.5	1.8	1.8	45%
Chile	1.4	1.6	1.7	1.8	1.7	21%
United States	1.1	1.4	1.4	1.3	1.2	11%
Germany	1.0	1.0	0.9	1.0	1.0	6%
New Zealand	0.8	1.0	1.0	1.1	1.0	20%
Portugal	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	11%
United Kingdom	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7	26%
Argentina	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	7%
South Africa	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	12%
World	26	28	29	31	31	23%

Πίνακας 8.5: Κυριότερες χώρες εισαγωγής οίνου. (Πηγή: FAO, OIV)

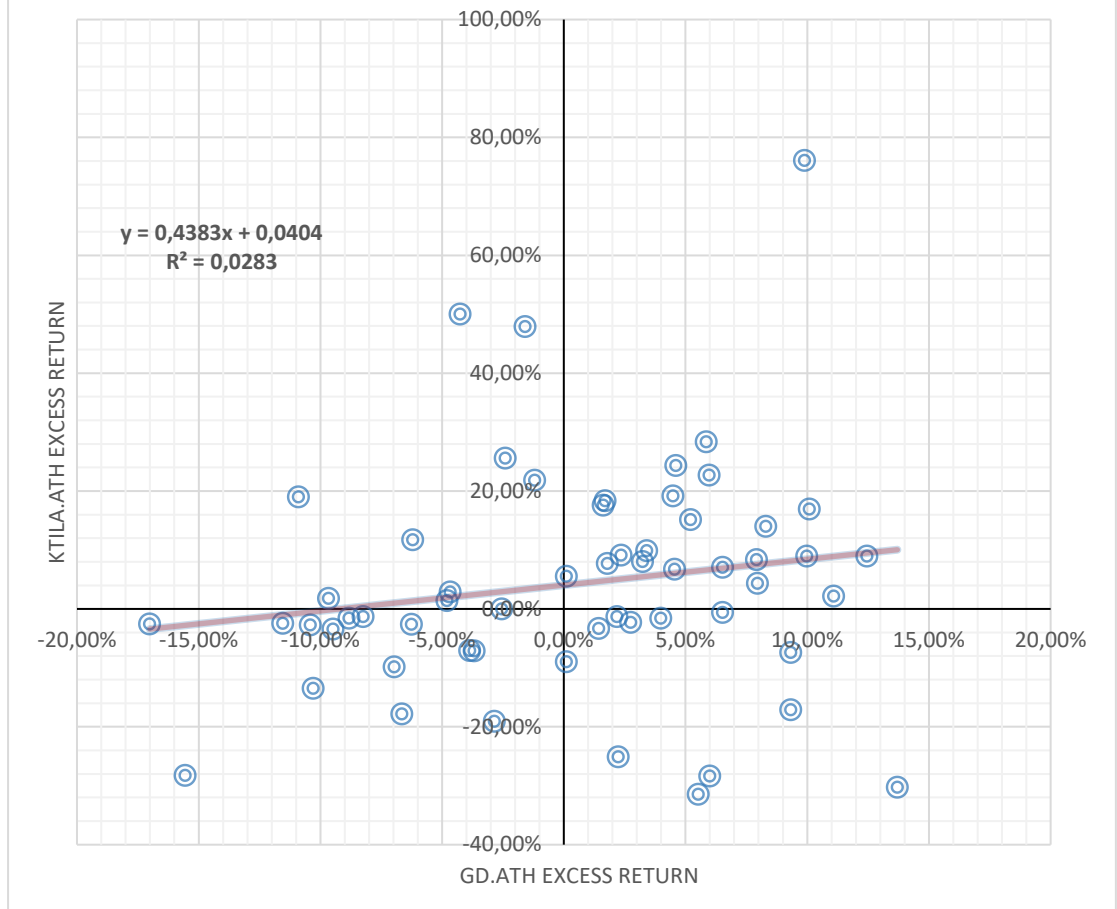
million hl	2014	2015	2016	2017	2018	2018/2014 Variation in %
Germany	15.5	15.4	14.9	15.2	14.7	-5%
United Kingdom	13.4	13.6	13.6	13.3	13.2	-2%
USA	10.8	11.0	11.1	12.1	11.5	7%
France	6.9	7.6	7.8	7.8	7.1	2%
China	3.8	5.6	6.4	7.5	6.9	79%
Canada	3.8	4.1	4.2	4.2	4.2	10%
Netherlands	3.8	3.8	4.5	4.4	4.2	11%
Russia	4.7	4.0	4.0	4.5	4.1	-13%
Belgium	3.1	3.1	3.1	3.1	3.0	-3%
Japan	2.7	2.8	2.7	2.8	2.6	-3%
Italy	2.8	2.9	1.7	2.1	2.1	-23%
Sweden	2.3	2.2	2.2	2.2	2.1	-9%
Portugal	2.3	2.2	1.8	2.1	1.9	-17%
Switzerland	1.9	1.9	1.8	1.9	1.8	-6%
World	103	104	104	108	107	4%

billion C	2014	2015	2016	2017	2018	2018/2014 Variation in %
United States	4.0	4.9	5.0	5.2	5.3	30%
United Kingdom	3.6	3.9	3.5	3.5	3.5	-2%
Germany	2.6	2.5	2.5	2.6	2.6	3%
China	1.1	1.8	2.1	2.5	2.4	111%
Canada	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7	16%
Japan	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4	17%
Hong Kong	0.8	1.3	1.4	1.4	1.3	58%
Netherlands	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2	22%
Switzerland	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	12%
Belgium	1.0	0.9	0.9	0.9	1.0	-2%
France	0.6	0.7	0.7	0.8	0.9	51%
Russia	0.9	0.6	0.7	0.9	0.9	4%
Sweden	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	10%
Denmark	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	15%
World	26	28	29	30	31	2%

Πίνακας 8.6: Υπολογισμός συντελεστή β εισηγμένης εταιρείας «Κτήμα Κ.Λαζαρίδη».

	Κτήμα Λαζαρίδη (ΚΤΗΛΑ)	Γενικός Δείκτης (ΓΔ)	Κτήμα Λαζαρίδη (ΚΤΗΛΑ)	Γενικός Δείκτης (ΓΔ)
Trade Date	Τιμή (Close)	Τιμή (Close)	Απόδοση	Απόδοση
2/1/2015	0,341	836,240		
2/2/2015	0,347	755,420	1,76%	-9,66%
2/3/2015	0,242	858,950	-30,26%	13,70%
1/4/2015	0,288	765,370	19,01%	-10,89%
4/5/2015	0,312	826,040	8,33%	7,93%
2/6/2015	0,312	804,960	0,00%	-2,55%
3/8/2015	0,304	668,060	-2,56%	-17,01%
1/9/2015	0,274	621,510	-9,87%	-6,97%
1/10/2015	0,301	642,710	9,85%	3,41%
2/11/2015	0,328	722,800	8,97%	12,46%
1/12/2015	0,320	639,330	-2,44%	-11,55%
4/1/2016	0,259	621,120	-19,06%	-2,85%
1/2/2016	0,224	557,160	-13,51%	-10,30%
1/3/2016	0,184	520,080	-17,86%	-6,66%
1/4/2016	0,324	571,560	76,09%	9,90%
4/5/2016	0,350	590,050	8,02%	3,24%
1/6/2016	0,290	645,100	-17,14%	9,33%
1/7/2016	0,208	544,760	-28,28%	-15,55%
1/8/2016	0,222	569,600	6,73%	4,56%
1/9/2016	0,261	578,870	17,57%	1,63%
3/10/2016	0,386	569,720	47,89%	-1,58%
1/11/2016	0,289	582,450	-25,13%	2,23%
1/12/2016	0,198	614,610	-31,49%	5,52%
2/1/2017	0,228	646,610	15,15%	5,21%
1/2/2017	0,342	619,050	50,00%	-4,26%
1/3/2017	0,245	656,170	-28,36%	6,00%
3/4/2017	0,290	667,320	18,37%	1,70%
2/5/2017	0,316	733,930	8,97%	9,98%
1/6/2017	0,314	781,850	-0,63%	6,53%
3/7/2017	0,403	827,650	28,34%	5,86%
1/8/2017	0,491	817,740	21,84%	-1,20%
1/9/2017	0,447	818,660	-8,96%	0,11%
2/10/2017	0,440	746,480	-1,57%	-8,82%
1/11/2017	0,430	767,070	-2,27%	2,76%
1/12/2017	0,540	748,660	25,58%	-2,40%
2/1/2018	0,500	818,510	-7,41%	9,33%
1/2/2018	0,570	886,440	14,00%	8,30%
1/3/2018	0,555	831,000	-2,63%	-6,25%
3/4/2018	0,620	779,450	11,71%	-6,20%
2/5/2018	0,725	858,060	16,94%	10,09%
1/6/2018	0,700	776,770	-3,45%	-9,47%
2/7/2018	0,650	748,210	-7,14%	-3,68%
1/8/2018	0,700	761,660	7,69%	1,80%
3/9/2018	0,720	726,130	2,86%	-4,66%
1/10/2018	0,730	691,300	1,39%	-4,80%
1/11/2018	0,710	619,320	-2,74%	-10,41%
3/12/2018	0,760	659,720	7,04%	6,52%
2/1/2019	0,750	605,340	-1,32%	-8,24%
1/2/2019	0,920	641,480	22,67%	5,97%
1/3/2019	0,940	712,610	2,17%	11,09%
1/4/2019	0,925	741,010	-1,60%	3,99%
2/5/2019	1,150	775,160	24,32%	4,61%
3/6/2019	1,200	836,840	4,35%	7,96%
1/7/2019	1,430	874,380	19,17%	4,49%
1/8/2019	1,560	895,040	9,09%	2,36%
2/9/2019	1,450	860,510	-7,05%	-3,86%
1/10/2019	1,530	861,500	5,52%	0,12%
1/11/2019	1,510	880,360	-1,31%	2,19%
2/12/2019	1,460	892,970	-3,31%	1,43%
beta = 0,438				

Υπολογισμός beta



ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙ – ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΧΡΗΣΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

Πίνακας 8.7. Κατάσταση Οικονομικής Θέσης ΚΤΗΜΑ Κ.ΛΑΖΑΡΙΔΗ Α.Ε.

Ι. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ (ποσά σε €)	2015	2016	2017	2018	2019	GEO MEAN
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ						
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία						
Ιδιοχρησιμοποιούμενα ενσώματα πάγια στοιχεία	23.400.201,51	23.007.709,91	23.408.495,49	24.777.465,67	26.885.308,26	3,53%
Επενδύσεις σε ακίνητα	2.223.196,52	2.178.003,57	2.132.810,62	2.087.617,67	2.042.424,71	-2,10%
Δικαιώματα χρήσης παγίων	0,00	0,00	0,00	0,00	117.118,74	N/A
Βιολογικά περιουσιακά στοιχεία	450.000,00	360.000,00	360.000,00	360.000,00	520.000,00	3,68%
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	989,58	537,14	2.999,98	2.309,06	41.315,46	154,19%
Επενδύσεις σε θυγατρικές επιχειρήσεις	10.000,00	10.000,00	10.000,00	10.000,00	10.000,00	0,00%
Αναβαλλόμενος φόρος εισοδήματος	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	N/A
Διαθέσιμα για πώληση χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία	31.477,38	31.477,38	9.865,97	9.865,97	9.865,97	-25,18%
Άλλες μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	16.785,05	10.865,25	10.865,25	13.245,24	14.673,51	-3,31%
	26.132.650,04	25.598.593,25	25.935.037,31	27.260.503,61	29.640.706,65	3,20%
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία						
Αποθέματα	5.453.175,06	4.866.613,30	4.376.520,85	4.157.685,25	4.576.432,08	-4,29%
Πελάτες και λοιπές απαιτήσεις	3.256.982,30	3.578.673,91	3.375.815,36	3.594.332,13	4.010.206,73	5,34%
Ταμιακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	562.522,91	787.457,25	1.173.665,93	778.582,67	4.575.910,18	68,88%
	9.272.680,27	9.232.744,46	8.926.002,14	8.530.600,05	13.162.548,99	9,15%
Σύνολο Ενεργητικού	35.405.330,31	34.831.337,71	34.861.039,45	35.791.103,66	42.803.255,64	4,86%
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ						
Μετοχικό Κεφάλαιο	5.215.584,00	5.689.728,00	6.486.289,92	6.486.289,92	6.486.289,92	5,60%
Υπέρ το άρτιο	4.122.528,39	3.648.384,39	3.648.384,39	3.648.384,39	3.648.384,39	-3,01%
Λοιπά αποθεματικά	7.914.065,37	7.914.065,37	7.060.235,04	7.060.235,04	8.040.955,00	0,40%
Αποτελέσματα εις νέον	4.914.394,00	4.772.674,11	5.153.801,11	6.971.550,55	7.919.145,65	12,67%
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	22.166.571,76	22.024.851,87	22.348.710,46	24.166.459,90	26.094.774,96	4,16%
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ						
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις						
Δάνεια	7.086.315,43	7.159.503,31	5.727.602,64	6.489.000,00	9.998.996,00	8,99%
Αναβαλλόμενος φόρος εισοδήματος	1.168.994,47	1.315.506,31	1.219.837,91	875.413,74	1.433.860,41	5,24%
Προβλέψεις για παροχές στους εργαζομένους	140.746,00	147.120,00	145.141,00	156.176,00	164.125,00	3,92%
Υποχρεώσεις μισθώσεων	0,00	0,00	0,00	0,00	94.727,76	N/A
Επιχορηγήσεις περιουσιακών στοιχείων	1.654.152,85	1.563.845,87	1.491.299,50	1.523.269,82	1.515.481,38	-2,17%
	10.050.208,75	10.185.975,49	8.583.881,05	9.043.859,56	13.207.190,55	7,07%
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις						
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	1.257.932,15	1.427.776,59	1.693.886,09	1.880.784,20	2.025.852,76	12,65%
Τρέχων φόρος εισοδήματος	0,00	0,00	0,00	0,00	47.174,14	N/A
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	1.930.617,65	1.192.733,76	2.234.561,85	700.000,00	1.404.004,00	-7,65%
Προβλέψεις και λοιπές υποχρεώσεις	0,00	0,00	0,00	0,00	24.259,23	N/A
	3.188.549,80	2.620.510,35	3.928.447,94	2.580.784,20	3.501.290,13	2,37%
Σύνολο υποχρεώσεων	13.238.758,55	12.806.485,84	12.512.328,99	11.624.643,76	16.708.480,68	5,99%
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων και Υποχρεώσεων	35.405.330,31	34.831.337,71	34.861.039,45	35.791.103,66	42.803.255,64	4,86%

Πίνακας 8.8. Κατάσταση Συνολικού Εισοδήματος ΚΤΗΜΑ Κ.ΛΑΖΑΡΙΔΗ Α.Ε.

II. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ (ποσά σε €)	2015	2016	2017	2018	2019	GEO MEAN
Πωλήσεις (μη βιολογικών περιουσιακών στοιχείων)	7.533.710,59	8.292.135,22	9.546.263,57	11.066.322,43	13.055.187,35	14,73%
Πωλήσεις (βιολογικών περιουσιακών στοιχείων)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	N/A
Σύνολο Πωλήσεων	7.533.710,59	8.292.135,22	9.546.263,57	11.066.322,43	13.055.187,35	14,73%
Κόστος Πωλήσεων	-5.404.576,86	-5.636.451,38	-5.848.083,78	-6.607.282,20	-7.704.306,71	9,27%
Μικτό κέρδος (των μη βιολογικών στοιχείων)	2.129.133,73	2.655.683,84	3.698.179,79	4.459.040,23	5.350.880,64	25,91%
Επίπτωση επιμέτρησης βιολογικών περιουσιακών στοιχείων στην εύλογη αξία:						
Επιμέτρηση βιολογικής (γεωργικής) παραγωγής στην εύλογη αξία	1.288.789,00	1.363.598,40	1.339.299,34	1.537.589,20	2.280.247,67	15,33%
Δαπάνες ανάπτυξης βιολογικών περιουσιακών στοιχείων	-1.400.380,14	-1.445.759,86	-1.508.401,12	-1.492.160,38	-2.120.247,67	10,93%
	-111.591,14	-82.161,46	-169.101,78	45.428,82	160.000,00	N/A
Μικτό κέρδος από τις δραστηριότητες	2.017.542,59	2.573.522,38	3.529.078,01	4.504.469,05	5.510.880,64	28,56%
Άλλα έσοδα	397.760,08	399.824,98	265.914,23	641.451,18	642.171,75	12,72%
Έξοδα διαθέσεως	-1.355.342,06	-1.418.373,36	-1.572.540,53	-1.699.569,25	-1.550.468,89	3,42%
Έξοδα διοικήσεως	-714.110,84	-828.177,51	-926.091,84	-1.104.604,46	-1.274.864,56	15,59%
Άλλα έξοδα	-40.096,71	-131.608,65	-483.360,77	-480.636,37	-449.904,06	83,02%
Χρηματοοικονομικά έξοδα	-621.251,55	-596.030,89	-492.164,99	-388.624,88	-338.254,02	-14,10%
Ζημία από απομείωση ακινήτων	-739.087,38	0,00	0,00	0,00	0,00	-100,00%
	-3.072.128,46	-2.574.365,43	-3.208.243,90	-3.031.983,78	-2.971.319,78	-0,83%
Κέρδος/ Ζημία προ φόρων	-1.054.585,87	-843,05	320.834,11	1.472.485,27	2.539.560,86	N/A
Φόρος εισοδήματος	-136.131,80	-144.877,69	89.560,88	344.667,76	-607.170,63	45,32%
Καθαρό κέρδος/ζημία από συνεχιζόμενες δραστηριότητες	-1.190.717,67	-145.720,74	410.394,99	1.817.153,03	1.932.390,23	N/A
Κέρδος από διακοπείσες δραστηριότητες	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	N/A
Κέρδη/ Ζημίες μετά από φόρους (Α)	-1.190.717,67	-145.720,74	410.394,99	1.817.153,03	1.932.390,23	N/A

Πίνακας 8.9. Κατάσταση Οικονομικής Θέσης ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΕΛΛΑΡΙΑ ΟΙΝΩΝ

Δ.ΚΟΥΡΤΑΚΗΣ Α.Ε.

I. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ						
(ποσά σε €)	2015	2016	2017	2018	2019	GEO MEAN
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ						
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία						
Ακίνητα	6.302.490,79	6.266.844,72	6.271.375,20	6.542.971,44	6.626.694,00	1,26%
Μηχανολογικός εξοπλισμός	443.995,49	410.512,54	426.167,36	416.805,95	488.943,54	2,44%
Λοιπός εξοπλισμός	1.062.908,95	1.050.592,64	1.010.584,31	973.777,08	956.665,43	-2,60%
	7.809.395,23	7.727.949,90	7.708.126,87	7.933.554,47	8.072.302,97	0,83%
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	38.041,82	27.870,38	22.936,31	27.055,70	23.119,04	-11,71%
Συμμετοχές σε θυγατρικές, συγγενείας και κοινοπραξίες	891.872,00	891.872,00	891.872,00	1.184.872,00	1.184.872,00	7,36%
Λοιπά	19.915,10	24.796,82	25.555,52	27.244,04	24.826,96	5,67%
	8.759.224,15	8.672.489,10	8.648.490,70	9.172.726,21	9.305.120,97	1,52%
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία						
Αποθέματα	12.090.133,33	12.497.838,07	13.726.007,22	12.394.400,82	12.934.496,37	1,70%
Εμπορικές απαιτήσεις	12.525.851,95	13.132.793,29	12.317.194,18	13.039.562,19	12.075.616,23	-0,91%
Δουλεωμένα έσοδα περιόδου	94.101,98	94.101,98	94.101,98	94.101,98	94.101,98	0,00%
Λοιπές απαιτήσεις	208.017,71	245.325,45	605.613,28	266.343,97	276.927,15	7,42%
Προπληρωμένα έξοδα	18.686,49	18.937,22	17.858,95	17.305,14	17.628,86	-1,45%
Ταμιακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	370.371,63	260.947,24	369.187,55	223.432,73	304.476,20	-4,78%
	25.307.163,09	26.249.943,25	27.129.963,16	26.035.146,83	25.703.246,79	0,39%
Σύνολο Ενεργητικού	34.066.387,24	34.922.432,35	35.778.453,86	35.207.873,04	35.008.367,76	0,68%
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ						
Μετοχικό Κεφάλαιο	11.010.940,00	11.010.940,00	11.010.940,00	11.010.940,00	11.010.940,00	0,00%
Αποθεματικά νόμων ή καταστατικού	5.247.564,42	5.247.564,42	5.247.564,42	5.247.564,42	5.247.564,42	0,00%
Αφορολόγητα αποθεματικά	169.809,99	169.809,99	169.809,99	169.809,99	169.809,99	0,00%
Αποτελέσματα εις νέον	-1.059.292,09	-1.044.530,89	-1.628.065,10	-1.523.875,75	-1.466.683,34	8,48%
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	15.369.022,32	15.383.783,52	14.800.249,31	14.904.438,66	14.961.631,07	-0,67%
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ						
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις						
Μακροπρόθεσμα δάνεια	6.446.118,57	4.962.057,72	3.000.840,69	0,00	3.250.000,00	126,55%
Κρατικές επιχορηγήσεις	123.371,33	98.489,80	83.794,08	69.182,20	54.621,08	-18,43%
	6.569.489,90	5.060.547,52	3.084.634,77	69.182,20	3.304.621,08	-15,78%
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις						
Βραχυπρόθεσμα τραπεζικά δάνεια	4.423.511,16	6.438.915,80	8.666.732,00	7.457.649,33	7.403.292,63	13,74%
Βραχυπρόθεσμο μέρος μακροπρόθεσμων δανείων	1.552.764,73	1.738.510,37	1.921.216,28	3.926.458,33	250.000,00	-36,66%
Εμπορικές υποχρεώσεις	5.235.660,76	5.374.665,66	6.407.842,47	7.979.937,46	8.407.893,46	12,57%
Φόρος εισοδήματος	272.120,73	34.902,17	0,00	-1.807,53	38.459,26	-38,69%
Λοιποί φόροι και τέλη	287.875,94	449.068,72	387.069,86	330.135,28	227.651,73	-5,70%
Οργανισμοί κοινωνικής ασφάλισης	218.528,44	224.508,27	275.968,05	273.041,71	250.664,72	3,49%
Λοιπές υποχρεώσεις	39.561,79	58.587,16	79.314,13	75.515,99	67.823,75	14,43%
Έξοδα χρήσεως δουλεωμένα	97.851,47	158.943,16	155.426,99	193.321,61	96.330,06	-0,39%
	12.127.875,02	14.478.101,31	17.893.569,78	20.234.252,18	16.742.115,61	8,39%
Σύνολο υποχρεώσεων	18.697.364,92	19.538.648,83	20.978.204,55	20.303.434,38	20.046.736,69	1,76%
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων και Υποχρεώσεων	34.066.387,24	34.922.432,35	35.778.453,86	35.207.873,04	35.008.367,76	0,68%

Πίνακας 8.10. Κατάσταση Συνολικού Εισοδήματος ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΕΛΛΑΡΙΑ ΟΙΝΩΝ

Δ.ΚΟΥΡΤΑΚΗΣ Α.Ε..

II. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ (ποσά σε €)	2015	2016	2017	2018	2019	GEO MEAN
Κύκλος εργασιών (καθαρός)	26.561.253,39	28.754.897,89	29.329.809,39	31.213.254,91	28.479.715,60	1,76%
Κόστος Πωλήσεων	-17.574.018,44	-17.687.554,83	-18.638.697,67	-20.166.289,97	-19.430.223,25	2,54%
Μικτό Αποτέλεσμα	8.987.234,95	11.067.343,06	10.691.111,72	11.046.964,94	9.049.492,35	0,17%
Λοιπά συνήθη έσοδα	217.269,89	183.938,10	639.708,57	496.229,33	630.919,46	30,54%
Έξοδα διάθεσης	-7.167.393,53	-8.910.259,42	-9.475.377,53	-9.679.198,61	-7.888.582,63	2,43%
Έξοδα διοίκησης	-858.334,58	-805.265,70	-994.136,36	-986.777,50	-1.106.620,30	6,56%
Απομειώσεις περιουσιακών στοιχείων (καθαρό ποσό)	-101.010,89	-633.602,15	-514.737,44	0,00	0,00	-100,00%
Κέρδη/ζημίες από διάθεση μη κυκλοφ. στοιχείων	338,72	0,00	0,00	149,99	0,00	-100,00%
Λοιπά έξοδα και ζημίες	-25.360,38	-26.328,06	-34.301,35	-20.408,94	-16.551,47	-10,12%
Λοιπά έσοδα και κέρδη	28.542,07	25.653,30	22.232,43	14.503,46	18.293,39	-10,52%
Κέρδος/ Ζημία προ τόκων και φόρων	1.081.286,25	901.479,13	334.500,04	871.462,67	686.950,80	-10,72%
Πιστωτικοί τόκοι και συναφή έσοδα	703,56	675,00	17.521,71	8.777,36	0,00	-100,00%
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	-790.633,52	-789.033,89	-843.737,65	-776.050,68	-589.514,06	-7,08%
Αποτέλεσμα προ φόρων	291.356,29	113.120,24	-491.715,90	104.189,35	97.436,74	-23,95%
Φόρος εισοδήματος	-276.520,73	-98.359,04	-91.838,31	0,00	-40.244,33	-38,23%
Αποτέλεσμα περιόδου μετά από φόρους	14.835,56	14.761,20	-583.554,21	104.189,35	57.192,41	40,12%

Πίνακας 8.11. Κατάσταση Οικονομικής Θέσης ΚΑΒΙΝΟ Α.Ε.

Ι. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ						
(ποσά σε €)	2015	2016	2017	2018	2019	GEO MEAN
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ						
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία						
Ιδιοχρησιμοποιούμενα ενσώματα πάγια στοιχεία	10.453.404,00	10.789.458,00	11.160.437,00	11.464.762,00	11.523.215,00	2,47%
Περιουσιακά στοιχεία με δικαίωμα χρήσης	0,00	0,00	0,00	0,00	395.971,00	N/A
Βιολογικά περιουσιακά στοιχεία	523.007,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-100,00%
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	0,00	222,00	25.845,00	105.446,00	181.587,00	N/A
Συμμετοχή σε θυγατρικές	0,00	0,00	0,00	30.000,00	30.000,00	N/A
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	13.159,00	18.400,00	19.658,00	21.694,00	22.255,00	14,04%
	10.989.570,00	10.808.080,00	11.205.940,00	11.621.902,00	12.153.028,00	2,55%
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία						
Αποθέματα	5.989.785,00	6.302.158,00	7.493.469,00	8.253.919,00	8.658.719,00	9,65%
Εμπορικές και λοιπές απαιτήσεις	6.811.281,00	7.912.706,00	8.069.107,00	8.164.201,00	8.688.605,00	6,27%
Ταμιακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	383.787,00	468.594,00	610.775,00	706.014,00	413.079,00	1,86%
	13.184.853,00	14.683.458,00	16.173.351,00	17.124.134,00	17.760.403,00	7,73%
Σύνολο Ενεργητικού	24.174.423,00	25.491.538,00	27.379.291,00	28.746.036,00	29.913.431,00	5,47%
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ						
Μετοχικό Κεφάλαιο	3.618.231,00	3.618.231,00	3.618.231,00	3.618.231,00	3.618.231,00	0,00%
Αποθεματικά	1.457.517,00	1.457.517,00	1.458.901,00	1.508.797,00	1.566.310,00	1,82%
Αποτελέσματα εις νέον	2.826.981,00	3.684.797,00	4.427.139,00	5.309.385,00	6.404.990,00	22,69%
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	7.902.729,00	8.760.545,00	9.504.271,00	10.436.413,00	11.589.531,00	10,05%
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ						
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις						
Μακροπρόθεσμα δάνεια	3.516.946,00	3.171.357,00	2.378.789,00	2.378.681,00	4.622.969,00	7,08%
Αναβαλλόμενες Φορολογικές Υποχρεώσεις	1.433.454,00	1.466.147,00	1.486.739,00	1.293.951,00	1.166.877,00	-5,01%
Προβλέψεις για παροχές στους εργαζομένους	120.180,00	133.451,00	156.795,00	173.282,00	204.980,00	14,28%
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις από μισθώσεις	0,00	0,00	0,00	0,00	302.044,00	N/A
Κρατικές επιχορηγήσεις	1.754.731,00	1.740.665,00	1.699.852,00	1.659.107,00	1.618.362,00	-2,00%
Λοιπές μακροπρόθεσμες προβλέψεις	80.000,00	0,00	0,00	0,00	76.479,00	-1,12%
	6.905.311,00	6.511.620,00	5.722.175,00	5.505.021,00	7.991.711,00	3,72%
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις						
Εμπορικές και λοιπές υποχρεώσεις	6.227.419,00	6.692.022,00	7.211.974,00	6.850.496,00	7.646.378,00	5,27%
Τρέχουσα φορολογική υποχρέωση	140.950,00	165.414,00	14.384,00	6.838,00	10.006,00	-48,38%
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	2.998.014,00	3.361.937,00	4.926.487,00	5.947.268,00	2.576.036,00	-3,72%
Μακροπρ. υποχρεώσεις από μισθώσεις πληρωτέες στην επόμενη χρήση	0,00	0,00	0,00	0,00	99.769,00	N/A
	9.366.383,00	10.219.373,00	12.152.845,00	12.804.602,00	10.332.189,00	2,48%
Σύνολο υποχρεώσεων	16.271.694,00	16.730.993,00	17.875.020,00	18.309.623,00	18.323.900,00	3,01%
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων και Υποχρεώσεων	24.174.423,00	25.491.538,00	27.379.291,00	28.746.036,00	29.913.431,00	5,47%

Πίνακας 8.12. Κατάσταση Συνολικού Εισοδήματος ΚΑΒΙΝΟ Α.Ε.

II. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ (ποσά σε €)	2015	2016	2017	2018	2019	GEO MEAN
Κύκλος εργασιών (καθαρός)	17.336.487,00	19.036.163,00	20.691.435,00	22.688.629,00	22.828.157,00	7,12%
Κόστος Πωλήσεων	-11.968.313,00	-12.737.155,00	-13.735.019,00	-15.046.625,00	-14.931.086,00	5,69%
Μικτό Αποτέλεσμα	5.368.174,00	6.299.008,00	6.956.416,00	7.642.004,00	7.897.071,00	10,13%
Λοιπά συνήθη έσοδα	320.410,00	418.337,00	237.290,00	72.750,00	218.976,00	-9,08%
Παροχές σε εργαζομένους	-1.592.296,00	-1.812.856,00	-2.072.706,00	-2.283.264,00	-2.334.956,00	10,04%
Άλλα έξοδα εκμεταλλεύσεως	-2.403.847,00	-2.915.694,00	-3.262.289,00	-3.465.723,00	-3.444.041,00	9,41%
EBITDA	1.692.441,00	1.988.795,00	1.858.711,00	1.965.767,00	2.337.050,00	8,40%
Αποσβέσεις	-381.115,00	-382.193,00	-384.582,00	-433.443,00	-560.357,00	10,12%
Κέρδος/ Ζημία προ τόκων και φόρων (ΕΒΙΤ)	1.311.326,00	1.606.602,00	1.474.129,00	1.532.324,00	1.776.693,00	7,89%
Χρηματοοικονομικά έσοδα και έξοδα	-364.581,00	-413.129,00	-391.057,00	-472.185,00	-416.255,00	3,37%
Ζημιά από καταστροφή αποθεμάτων	-432.206,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-100,00%
Αποτέλεσμα προ φόρων	514.539,00	1.193.473,00	1.083.072,00	1.060.139,00	1.360.438,00	27,52%
Φόρος εισοδήματος	-308.431,00	-335.657,00	-337.140,00	-127.997,00	-192.392,00	-11,13%
Καθαρά Κέρδη (ζημίες χρήσης)	206.108,00	857.816,00	745.932,00	932.142,00	1.168.046,00	54,29%
Αναλογιστικά κέρδη/(ζημίες) από συνταξιοδοτικά προγράμματα καθορισμένων Αναλογούν φόροι που αναγνωρίζονται στα λοιπά έσοδα	12.273,00	0,00	-3.106,00	0,00	-19.643,00	N/A
	-3.559,00	0,00	901,00	0,00	4.714,00	N/A
						N/A
Συνολικά αποτελέσματα περιόδου	214.822,00	857.816,00	743.727,00	932.142,00	1.153.117,00	52,21%

Πίνακας 8.13. Κατάσταση Οικονομικής Θέσης ΚΤΗΜΑ ΒΙΒΛΙΑ ΧΩΡΑ Α.Ε.

I. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ (ποσά σε €)	2015	2016	2017	2018	2019	GEO MEAN
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ						
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία						
Ακίνητα	1.638.995,63	1.474.743,03	1.382.156,07	3.162.642,55	3.625.624,46	21,96%
Μηχανολογικός εξοπλισμός	87.405,03	81.582,49	829.040,77	1.203.856,73	1.491.966,51	103,26%
Λοιπός εξοπλισμός	195.416,09	181.354,92	251.586,44	286.489,40	324.686,17	13,53%
Βιολογικά περιουσιακά στοιχεία	725.434,68	703.948,97	609.582,94	835.497,89	1.133.926,60	11,81%
Άυλα πάγια στοιχεία	14.956,70	13.201,67	11.446,64	9.691,61	8.061,62	-14,32%
Προκαταβολές και μη κυκλοφορούντα στοιχεία	0,00	46.000,00	869.227,35	17.449,02	604.005,28	N/A
Συμμετοχές σε θυγατρικές, συγγενείς, κοινοπραξίες	203.600,00	226.820,00	426.820,00	426.820,00	1.331.820,00	59,93%
Λοιπά	6.861,23	6.861,23	6.861,23	4.332,48	3.931,01	-13,00%
	2.872.669,36	2.734.512,31	4.386.721,44	5.946.779,68	8.524.021,65	31,25%
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία						
Αποθέματα	3.163.520,87	3.245.274,18	3.652.648,75	3.875.252,63	4.107.743,17	6,75%
Εμπορικές απαιτήσεις	2.884.158,97	2.943.630,55	3.181.667,28	3.088.811,78	3.759.031,79	6,85%
Δουλευμένα έσοδα	3,41	5,92	2,07	3,26	0,96	-27,16%
Λοιπές απαιτήσεις	551.807,92	986.308,50	1.364.232,13	1.445.247,75	1.764.234,90	33,72%
Λοιπά χρηματοοικονομικά στοιχεία	1.000.000,00	1.000.000,00	0,00	447.808,41	1.073.839,53	1,80%
Προπληρωμένα έξοδα	11.749,56	13.246,24	26.389,92	12.450,07	14.968,90	6,24%
Ταμιακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	1.424.103,33	1.658.409,75	4.262.521,08	4.196.448,54	2.157.831,36	10,95%
	9.035.344,06	9.846.875,14	12.487.461,23	13.066.022,44	12.877.650,61	9,26%
Σύνολο Ενεργητικού	11.908.013,42	12.581.387,45	16.874.182,67	19.012.802,12	21.401.672,26	15,78%
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ						
Μετοχικό Κεφάλαιο	2.930.680,00	2.930.680,00	2.930.680,00	2.930.680,00	2.930.680,00	0,00%
Αποθεματικά νόμων ή καταστατικού	324.066,71	508.971,18	1.702.683,35	1.806.916,50	1.895.392,80	55,51%
Αφορολόγητα αποθεματικά	4.376.649,44	4.373.052,99	4.369.456,54	4.365.860,09	4.365.860,09	-0,06%
Αποτελέσματα εις νέο	1.370.434,80	1.946.447,48	4.205.287,87	5.553.670,71	7.213.998,04	51,47%
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	9.001.830,95	9.759.151,65	13.208.107,76	14.657.127,30	16.405.930,93	16,19%
ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ						
Προβλέψεις για παροχές σε εργαζομένους	95.501,98	95.501,98	95.501,98	95.501,98	95.501,98	0,00%
Λοιπές προβλέψεις	290.000,00	1.290.000,00	0,00	0,00	0,00	-100,00%
	385.501,98	1.385.501,98	95.501,98	95.501,98	95.501,98	-29,45%
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ						
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις						
Δάνεια	0,00	0,00	1.324.024,72	1.049.974,08	1.055.740,61	N/A
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις						
Τραπεζικά δάνεια	0,00	0,00	70.925,61	0,00	1.505.642,22	N/A
Βραχυπρόθεσμο μέρος μακροπρόθεσμων	505.951,81	0,00	601.412,97	840.593,34	1.151.296,91	22,82%
Εμπορικές υποχρεώσεις	828.234,51	656.232,97	758.607,32	932.191,17	343.682,57	-19,74%
Φόρος εισοδήματος	608.194,53	503.694,58	646.642,36	864.479,11	580.919,96	-1,14%
Λοιποί φόροι και τέλη	268.235,93	186.588,40	75.314,28	55.990,14	52.369,24	-33,53%
Οργανισμοί κοινωνικής ασφάλισης	89.090,00	78.789,38	75.242,22	81.739,42	93.988,88	1,35%
Λοιπές υποχρεώσεις	198.528,78	1.577,32	3.859,41	431.847,64	93.448,63	-17,17%
Έξοδα χρήσεως δουλευμένα	22.444,93	9.851,17	14.544,04	3.359,94	23.150,33	0,78%
	2.520.680,49	1.436.733,82	2.246.548,21	3.210.200,76	3.844.498,74	11,13%
Σύνολο υποχρεώσεων	2.520.680,49	1.436.733,82	3.570.572,93	4.260.174,84	4.900.239,35	18,08%
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων και Υποχρεώσεων	11.908.013,42	12.581.387,45	16.874.182,67	19.012.804,12	21.401.672,26	15,78%

Πίνακας 8.14. Κατάσταση Συνολικού Εισοδήματος ΚΤΗΜΑ ΒΙΒΛΙΑ ΧΩΡΑ Α.Ε.

II. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ (ποσά σε €)	2015	2016	2017	2018	2019	GEO MEAN
Σύνολο Πωλήσεων	7.104.335,53	7.576.094,99	8.122.609,88	8.731.681,19	9.383.854,98	7,20%
Κόστος Πωλήσεων	-3.878.454,84	-3.597.785,47	-3.894.407,79	-4.277.956,36	-5.166.327,33	7,43%
Μικτό κέρδος	3.225.880,69	3.978.309,52	4.228.202,09	4.453.724,83	4.217.527,65	6,93%
Άλλα έσοδα	62.131,27	55.433,90	354.127,39	392.583,59	142.934,28	23,16%
Έξοδα διοίκησης	-450.956,70	-691.731,17	-1.120.259,80	-1.158.901,14	-1.078.741,72	24,36%
Έξοδα διαθέσεως	-1.593.626,09	-1.561.820,75	-621.044,21	-708.642,93	-842.600,29	-14,73%
Λοιπά έξοδα και ζημιές	-367.295,70	-1.537,27	-12.713,85	-11.897,36	-32.220,23	-45,58%
Λοιπά έσοδα και κέρδη	5.224,11	3.619,14	8.208,05	11.473,58	13.877,51	27,67%
Κέρδος/ Ζημία προ φόρων και τόκων	881.357,58	1.782.273,37	2.836.519,67	2.978.340,57	2.420.777,20	28,74%
Πιστωτικοί τόκοι και συναφή έσοδα	13.138,14	7.660,32	11.878,08	46.532,09	30.181,56	23,11%
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	-51.146,56	-25.321,95	-39.202,83	-87.777,56	-121.235,17	24,08%
Κέρδη/(Ζημιές) προ φόρων	843.349,16	1.764.611,74	2.809.194,92	2.937.095,10	2.329.723,59	28,92%
Φόρος εισοδήματος	-607.351,88	-503.694,58	-646.642,36	-864.479,11	-580.919,96	-1,11%
Κέρδη/ (Ζημιές) μετά από φόρους	235.997,28	1.260.917,16	2.162.552,56	2.072.615,99	1.748.803,63	64,99%

Πίνακας 8.15. Κατάσταση Οικονομικής Θέσης ΚΤΗΜΑ ΑΛΦΑ Α.Ε.

I. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ						
(ποσά σε €)	2015	2016	2017	2018	2019	GEOMEAN
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ						
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία						
<u>Ιδιοχρησιμοποιούμενα ενσώματα πάγια στοιχεία:</u>						
Επενδύσεις σε ακίνητα	6.898.455,95	6.827.715,64	7.281.054,42	7.063.799,74	7.434.551,09	1,89%
Μηχανολογικός εξοπλισμός	2.659.186,75	2.496.897,32	2.430.761,94	2.457.399,95	2.322.259,18	-3,33%
Λοιπός εξοπλισμός	796.229,66	833.175,93	1.202.695,51	1.348.599,07	1.732.655,46	21,46%
Βιολογικά περιουσιακά στοιχεία	677.109,25	959.000,79	872.504,18	894.903,46	795.119,06	4,10%
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	111.001,53	217.063,04	224.607,12	207.859,65	175.407,04	12,12%
Προκαταβολές και μη κυκλοφορούντα στοιχεία υπό κατασκευή	233.518,23	1.206.566,88	978.898,73	1.600.640,39	1.489.778,03	58,93%
<u>Χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία:</u>						
Δάνεια και απαιτήσεις	4.756,00	4.891,00	4.891,00	13.901,96	14.081,96	31,18%
Λοιποί συμμετοχικοί τίτλοι	82.896,74	82.896,74	82.896,74	492.896,74	652.021,24	67,47%
	11.463.154,11	12.628.207,34	13.078.309,64	14.080.000,96	14.615.873,06	6,26%
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία						
<u>Αποθέματα:</u>						
Έτοιμα και ημιτελή προϊόντα	4.943.441,04	4.858.309,45	4.508.010,45	4.031.492,55	3.141.331,67	-10,72%
Πρώτες ύλες και διάφορα υλικά	298.636,14	542.743,40	537.949,10	1.465.320,22	1.545.023,64	50,82%
Προκαταβολές για αποθέματα	87.295,27	15.934,34	40.698,34	34.447,61	30.803,26	-22,93%
<u>Χρηματοοικονομικά στοιχεία και προκαταβολές:</u>						
Εμπορικές απαιτήσεις	2.613.793,18	3.046.372,24	3.510.624,83	1.760.348,12	2.544.346,05	-0,67%
Δουλευμένα έσοδα περιόδου	0,00	0,03	1.126,64	2.700,03	1.098,33	N/A
Λοιπές απαιτήσεις	114.681,92	124.560,68	168.607,57	404.230,52	466.782,36	42,04%
Προπληρωμένα έξοδα	11.440,64	11.114,45	10.834,73	40.237,43	37.645,79	34,68%
Ταμιακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	219.724,10	254.321,60	439.737,84	700.175,47	1.271.612,87	55,10%
	8.289.012,29	8.853.356,19	9.217.589,50	8.438.951,95	9.038.643,97	2,19%
Σύνολο Ενεργητικού	19.752.166,40	21.481.563,53	22.295.899,14	22.518.952,91	23.654.517,03	4,61%
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ						
Μετοχικό Κεφάλαιο	5.755.597,50	5.755.597,50	5.918.614,50	5.918.614,50	5.918.614,50	0,70%
Υπέρ το άρτιο	1.333.343,46	1.333.343,46	1.441.984,62	1.441.984,62	1.441.984,62	1,98%
Καταθέσεις ιδιοκτητών	0,00	271.658,16	0,00	0,00	0,00	N/A
Αποθεματικά νόμων ή καταστατικού	9.468,13	9.468,13	9.468,13	37.653,38	460.821,25	164,13%
Αφορολόγητα αποθεματικά	1.141.375,00	1.141.375,00	1.141.375,00	1.141.375,00	1.141.375,00	0,00%
Αποτελέσματα εις νέον	-625.733,12	-492.499,27	-217.630,82	535.519,65	854.726,93	N/A
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	7.614.050,97	8.018.942,98	8.293.811,43	9.075.147,15	9.817.522,30	6,56%
Προβλεψεις για παροχές σε εργαζομένους	0,00	36.358,47	45.990,46	57.332,93	71.935,26	N/A
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ						
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις						
Δάνεια	3.025.552,97	3.274.655,92	3.704.733,47	3.498.662,24	4.532.273,89	10,63%
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	1.400.000,00	1.120.000,00	840.000,00	560.000,00	280.000,00	-33,13%
Κρατικές επιχορηγήσεις περιουσιακών στοιχείων	3.293.430,23	3.144.077,95	3.094.845,37	2.927.517,14	3.149.676,47	-1,11%
	7.718.983,20	7.538.733,87	7.639.578,84	6.986.179,38	7.961.950,36	0,78%
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις						
Τραπεζικά δάνεια	346.684,70	738.293,97	1.180.002,34	2.323.513,34	1.433.507,51	42,60%
Βραχυπρόθεσμο μέρος μακροπρόθεσμων δανείων	818.233,70	993.305,71	936.373,05	1.120.542,91	1.432.264,22	15,02%
Εμπορικές υποχρεώσεις	712.964,00	1.948.740,96	1.375.894,38	1.585.729,67	1.523.278,17	20,90%
Φόρος εισοδήματος	24.499,33	40.846,22	94.214,64	514.638,71	238.070,09	76,56%
Λοιποί φόροι τέλη	32.062,12	72.504,48	113.088,61	63.297,35	222.546,05	62,31%
Οργανισμοί κοινωνικής ασφάλισης	46.740,31	49.077,96	78.110,30	63.939,72	49.996,40	1,70%
Λοιπές υποχρεώσεις	2.432.521,76	2.020.807,40	2.522.226,91	720.083,09	885.627,11	-22,32%
Έξοδα χρήσεως δουλευμένα	5.426,31	23.951,51	16.608,18	8.548,66	17.819,55	34,62%
	4.419.132,23	5.887.528,21	6.316.518,41	6.400.293,45	5.803.109,10	7,05%
Σύνολο υποχρεώσεων	12.138.115,43	13.426.262,08	13.956.097,25	13.386.472,83	13.765.059,46	3,19%
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων και Υποχρεώσεων	19.752.166,40	21.481.563,53	22.295.899,14	22.518.952,91	23.654.517,02	4,61%

Πίνακας 8.16. Κατάσταση Συνολικού Εισοδήματος ΚΤΗΜΑ ΑΛΦΑ Α.Ε.

II. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ (ποσά σε €)	2015	2016	2017	2018	2019	GEO MEAN
Σύνολο Πωλήσεων	4.239.016,98	5.889.440,44	6.666.917,99	7.421.579,48	8.874.997,19	20,29%
Κόστος Πωλήσεων	-2.694.040,92	-3.910.624,44	-4.151.149,51	-4.083.695,11	-5.158.367,95	17,63%
Μικτό κέρδος	1.544.976,06	1.978.816,00	2.515.768,48	3.337.884,37	3.716.629,24	24,54%
Λοιπά συνήθη έσοδα	1.641.449,51	1.681.839,67	1.331.024,84	697.034,32	438.579,16	-28,10%
Έξοδα διοίκησης	-296.268,46	-384.194,03	-415.870,62	-633.433,43	-691.594,94	23,61%
Έξοδα διαθέσεως	-2.139.620,47	-2.651.592,63	-2.684.329,96	-2.045.462,45	-1.842.029,71	-3,67%
Λοιπά έξοδα και ζημιές	-233.074,39	-67.256,73	-59.066,95	-38.673,90	-176.641,52	-6,70%
Απομειώσεις περιουσιακών στοιχείων (Καθαρό ποσό)	-100.000,00	-40.000,00	0,00	0,00	-41.375,50	-19,80%
Κέρδη&Ζημιές από διάθεση μη κυκλοφορούντων στοιχείων	120,00	180,00	1.349,97	3.889,54	2.484,60	113,31%
Έσοδα συμμετοχών και επενδύσεων	1,21	12,38	12,00	57,08	78,41	183,72%
Λοιπά έσοδα και κέρδη	8.728,61	1.729,13	69,99	87.225,14	5,17	-84,40%
	-2.760.113,50	-3.141.121,88	-3.157.835,57	-2.626.398,02	-2.749.073,49	-0,10%
Κέρδος/ Ζημία προ φόρων και τόκων	426.312,07	519.533,79	688.957,75	1.408.520,67	1.406.134,91	34,76%
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	-322.857,40	-356.212,96	-352.325,29	-339.382,13	-368.128,44	3,33%
Αποτελέσματα προ φόρων	103.454,67	163.320,83	336.632,46	1.069.138,54	1.038.006,47	77,98%
Φόρος εισοδήματος	-20.134,24	-30.086,98	-61.764,01	-287.802,82	-295.631,32	95,75%
Καθαρά Κέρδη (Ζημιές)	83.320,43	133.233,85	274.868,45	781.335,72	742.375,15	72,77%

Πίνακας 8.17. Κατάσταση Οικονομικής Θέσης ΚΥΡ-ΓΙΑΝΝΗ Α.Ε.

Ι. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ (ποσά σε €)	2014-2015	2015-2016	2016-2017	2017-2018	2018-2019	GEO MEAN
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ						
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία						
Ιδιοχρησιμοποιούμενα ενσώματα πάγια στοιχεία	8.135.670,03	8.905.682,33	9.410.003,82	10.393.088,92	11.117.679,73	8,12%
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	627,42	6.186,58	8.008,84	8.719,53	6.794,34	81,40%
Επενδύσεις σε θυγατρικές & συγγενείς επιχειρήσεις	1.150.724,17	1.136.115,36	1.136.115,36	1.136.115,36	1.136.115,36	-0,32%
Αναβαλλόμενος φόρος εισοδήματος	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	N/A
Επενδύσεις διαθέσιμες προς πώληση	0,00	64.400,00	86.000,00	58.400,00	61.280,00	N/A
Άλλες μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	5.000,68	77.055,68	158.701,68	148.742,00	65.206,60	90,03%
	9.292.022,30	10.189.439,95	10.798.829,70	11.745.065,81	12.387.076,03	7,45%
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία						
Αποθέματα	1.723.903,18	1.983.882,42	2.385.748,48	3.066.411,81	3.949.109,80	23,03%
Πελάτες και λοιπές εμπορικές απαιτήσεις	743.430,87	956.738,32	806.309,73	804.870,40	2.215.870,23	31,39%
Λοιπές απαιτήσεις	1.327.743,70	1.234.424,20	1.214.941,61	946.954,50	1.439.877,70	2,05%
Χρηματοοικονομικά στοιχεία διαθέσιμα προς πώληση	2.372,04	0,00	0,00	0,00	0,00	-100,00%
Ταμιακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	16.564,24	36.740,33	80.415,10	10.505,09	80.643,97	48,54%
	3.814.014,03	4.211.785,27	4.487.414,92	4.828.741,80	7.685.501,70	19,14%
Σύνολο Ενεργητικού	13.106.036,33	14.401.225,22	15.286.244,62	16.573.807,61	20.072.577,73	11,25%
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ						
Μετοχικό Κεφάλαιο	1.134.532,00	1.134.532,00	1.134.532,00	1.189.532,00	1.189.532,00	1,19%
Αποθεματικό εύλογης αξίας	2.799.276,48	2.743.676,48	2.765.276,48	2.737.676,48	2.860.129,47	0,54%
Αποθεματικά (διαφορά)	75.843,30	75.843,30	75.843,30	75.843,30	120.569,68	12,29%
Αποτελέσματα εις νέον	-959.853,15	-649.080,83	59.020,42	894.527,56	1.623.385,76	N/A
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	3.049.798,63	3.304.970,95	4.034.672,20	4.897.579,34	5.793.616,91	17,40%
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ						
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις						
Δάνεια	4.759.943,54	4.600.000,00	5.571.582,03	5.531.739,31	5.400.424,99	3,21%
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	1.124.241,07	1.100.783,83	1.116.066,28	1.144.446,25	1.016.786,71	-2,48%
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	65.685,52	85.844,95	93.227,72	123.133,46	142.958,58	21,46%
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	605.679,85	595.492,80	749.478,19	769.832,38	683.089,28	3,05%
	6.555.549,98	6.382.121,58	7.530.354,22	7.569.151,40	7.243.259,56	2,53%
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις						
Προμηθευτές	827.619,42	1.152.902,42	552.170,85	804.573,43	996.971,07	4,76%
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	1.460.145,37	1.908.519,03	1.101.699,78	1.367.020,45	3.272.970,94	22,36%
Τρέχουσες φορολογικές υποχρεώσεις	130.195,33	245.885,08	374.215,62	434.138,94	248.232,36	17,51%
Λοιπές υποχρεώσεις	1.082.727,60	1.406.826,16	1.693.131,95	1.501.344,05	2.517.526,88	23,48%
	3.500.687,72	4.714.132,69	3.721.218,20	4.107.076,87	7.035.701,25	19,07%
Σύνολο υποχρεώσεων	10.056.237,70	11.096.254,27	11.251.572,42	11.676.228,27	14.278.960,81	9,16%
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων και Υποχρεώσεων	13.106.036,33	14.401.225,22	15.286.244,62	16.573.807,61	20.072.577,72	11,25%

Πίνακας 8.18. Κατάσταση Συνολικού Εισοδήματος ΚΥΡ-ΓΙΑΝΝΗ Α.Ε.

II. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ						
(ποσά σε €)	2014-2015	2015-2016	2016-2017	2017-2018	2018-2019	GEO MEAN
Σύνολο Πωλήσεων	4.845.291,64	5.690.034,53	7.235.860,97	7.457.388,57	8.001.276,13	13,36%
Κόστος Πωλήσεων	-3.130.579,94	-3.409.624,87	-3.671.934,60	-3.842.387,67	-4.347.222,37	8,55%
Μικτό κέρδος	1.714.711,70	2.280.409,66	3.563.926,37	3.615.000,90	3.654.053,76	20,82%
Άλλα έσοδα	626.410,52	503.166,18	402.111,46	222.252,61	180.862,61	-26,70%
Έξοδα διοίκησης	-380.328,12	-484.261,53	-655.238,39	-678.111,39	-655.388,78	14,57%
Έξοδα διαθέσεως	-1.314.032,99	-1.418.433,85	-1.585.235,51	-1.396.895,46	-1.304.934,45	-0,17%
Λοιπά έξοδα	-1.529,26	-44.214,51	-179.579,55	-20.248,00	-30.393,95	111,14%
Κέρδη/(Ζημίες) προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων (ΕΒΙΤ)	645.231,85	836.665,95	1.545.984,38	1.741.998,66	1.844.199,19	30,02%
Χρηματοοικονομικά έσοδα/ (έξοδα)	-399.716,19	-429.183,41	-522.141,51	-533.168,85	-618.796,22	11,54%
Κέρδος/ Ζημία προ φόρων	245.515,66	407.482,54	1.023.842,87	1.208.829,81	1.225.402,97	49,47%
Φόρος εισοδήματος	-112.928,59	-96.710,22	-315.741,62	-373.322,66	-332.865,19	31,03%
Κέρδη/ (Ζημίες) μετά από φόρους (Α)	132.587,07	310.772,32	708.101,25	835.507,15	892.537,78	61,08%
Λοιπά συνολικά έσοδα/ (έξοδα) περιόδου μετά από φόρους (Β)	0,00	-55.600,00	21.600,00	-27.600,00	2.880,00	N/A
Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα μετά από φόρους (Α) + (Β)	132.587,07	255.172,32	729.701,25	807.907,15	895.417,78	61,21%