



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (ΜΒΑ)

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ & ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΟΥ
ΚΛΑΔΟΥ ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ

ΠΑΤΣΟΥΡΗ ΜΑΡΙΑ- ΚΑΛΛΙΟΠΗ
ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ : Ν. ΤΣΑΓΚΑΡΑΚΗΣ

ΠΕΙΡΑΙΑΣ 2018

Παράρτημα Β: Βεβαίωση Εκπόνησης Διπλωματικής Εργασίας



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

(περιλαμβάνεται ως ξεχωριστή (δεύτερη) σελίδα στο σώμα της διπλωματικής εργασίας)

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η διπλωματική εργασία για τη λήψη του μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών του Πανεπιστημίου Πειραιώς, στη Διοίκηση Επιχειρήσεων (MBA) με τίτλο

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΥΛΙΑΣ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ

έχει συγγραφεί από εμένα αποκλειστικά και στο σύνολό της. Δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού προγράμματος ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό, ούτε είναι εργασία ή τμήμα εργασίας ακαδημαϊκού ή επαγγελματικού χαρακτήρα.

Δηλώνω επίσης υπεύθυνα ότι οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης εργασίας, αναφέρονται στο σύνολό τους, κάνοντας πλήρη αναφορά στους συγγραφείς, τον εκδοτικό οίκο ή το περιοδικό, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο. Παράβαση της ανωτέρω ακαδημαϊκής μου ευθύνης αποτελεί ουσιώδη λόγο για την ανάκληση του πτυχίου μου».

Υπογραφή Μεταπτυχιακού Φοιτητή/ τριας.....

Όνοματεπώνυμο.....

Ημερομηνία.....

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Αισθάνομαι την ανάγκη να ευχαριστήσω θερμά τους κάτωθι:

Καταρχήν, θέλω να εκφράσω θερμές ευχαριστίες στον επιβλέποντα της διπλωματικής εργασίας μου, Καθηγητή κ. Τσαγκαράκη Νικόλαο για την καθοδήγηση και την πολύτιμη βοήθεια του.

Επίσης θα ήθελα να ευχαριστήσω τους γονείς μου και τους φίλους μου, για την συμπαράσταση που μου προσέφεραν καθ' όλη την διάρκεια των σπουδών μου, καθώς επίσης και για την εμπιστοσύνη τους σε κάθε μου βήμα, για την συμπαράστασή και την εμπύχωση τους κατά την διάρκεια της εκπόνησης της διατριβής μου.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Τα τελευταία έτη ο κλάδος των Υλικών Κατασκευών έχει μεταβληθεί σημαντικά τόσο σε εθνικό όσο και σε διεθνές επίπεδο, ενώ η κρίση του 2008 σηματοδότησε τις εξελίξεις στον κλάδο σημαντικά. Η μεταβολή της ζήτησης και της παραγωγής σε άλλες αγορές οδήγησαν τις υφιστάμενες εταιρείες σε σημαντικές αναδιαρθρώσεις, κυρίως συγκεντρωτικού χαρακτήρα. Στην ελληνική αγορά η πτώση της ζήτησης είναι πολύ μεγάλη και σε συνδυασμό με την τρέχουσα ύφεση, μετά την διεθνή κρίση του 2008, οδήγησαν τις δύο επιχειρήσεις παραγωγής τσιμέντου στην Ελλάδα, TITAN και ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ να ανασυγκροτηθούν αναπτύσσοντας περισσότερο εξωστρεφή χαρακτήρα. Για την εταιρεία TITAN υπάρχει σταδιακή αύξηση των πωλήσεων από το 2011 έως το 2015, γεγονός που την βοηθά να αναστρέψει τις ζημιές τις πρώτης τριετίας της εξεταζόμενης περιόδου και να είναι κερδοφόρα από το 2014 και μετά. Η ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ το 2012 έχασε μεγάλο μέρος των εσόδων της και ενώ τα επόμενα έτη σε γενικές γραμμές αυξάνει τα έσοδά της, δεν καταφέρνει να φθάσει τα επίπεδα του 2011 και καθ' όλη την εξεταζόμενη περίοδο έχει ζημιές.

Από την χρηματοοικονομική ανάλυση που πραγματοποιήθηκε για τις δύο εταιρείες σε γενικές γραμμές παρατηρήθηκε ότι από το 2011 έως το 2013 υπήρξε σταδιακή επιδείνωση σε όλα τα μεγέθη των δύο εταιρειών, ενώ χαρακτηριστικά την διετία 2014-2015 σημειώνεται ανάκαμψη. Χαρακτηριστικά ευρήματα της ανάλυσης με αριθμοδείκτες για την TITAN είναι ότι έχει ιδιαίτερα υψηλή γενική ρευστότητα, διακρατώντας υψηλά αποθέματα, τα οποία με την πάροδο του χρόνου τα διαχειρίζεται πιο αποτελεσματικά. Η κεφαλαιακή εξάρτηση από ξένο δανεισμό σταδιακά μειώνεται, δημιουργώντας ιδιαίτερα υψηλή κεφαλαιακή αυτονομία. Από την άλλη μεριά για την ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ η γενική ρευστότητα κυμαίνεται σε χαμηλότερα επίπεδα, αλλά διακρατεί λιγότερα αποθέματα, τα οποία ανακυκλώνει ταχύτερα και αυτό την βοηθά να έχει άμεση ρευστότητα σχεδόν ίδια με την εταιρεία TITAN. Η κεφαλαιακή της αυτονομία είναι ακόμα υψηλότερη, έχοντας ελάχιστο ξένο δανεισμό. Η Αποτίμηση των μετοχών με την μέθοδο προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους, δείχνει ότι η μετοχή της TITAN στο τέλος του 2015 ήταν υπερτιμημένη ενώ αντίθετα της ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ υποτιμημένη.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	4
ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ	5
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ	8
ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ.....	9
ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΠΙΝΑΚΩΝ	10
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ	11
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΚΛΑΔΟΣ ΤΣΙΜΕΝΤΟΥ.....	18
2.1 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΣΤΟΝ ΚΛΑΔΟ ΤΟΥ ΤΣΙΜΕΝΤΟΥ.....	18
2.2 ΓΕΝΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ	20
2.3 ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΚΑΙ ΕΓΧΩΡΙΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ.....	21
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ	26
3.1 ΤΙΤΑΝ.....	26
3.1.1 ΙΣΤΟΡΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ.....	26
3.1.2 ΠΡΟΪΟΝΤΑ	29
3.1.3 ΣΤΟΧΟΣ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΕΣ ΑΞΙΕΣ.....	31
3.1.4 ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ ΚΑΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ	31
3.1.5 SWOT ΑΝΑΛΥΣΗ	36
3.1.6 ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΣΥΝΘΕΣΗ ΚΑΙ ΠΟΡΕΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	37
3.2 ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ.....	40
3.2.1 ΙΣΤΟΡΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ.....	40
3.2.2 ΠΡΟΪΟΝΤΑ	41
3.2.3 ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ ΚΑΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ	42
3.2.4 SWOT ΑΝΑΛΥΣΗ	44
3.2.5 ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΣΥΝΘΕΣΗ ΚΑΙ ΠΟΡΕΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	45
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ.....	47
4.1 ΜΕΤΡΗΣΗ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΜΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ	47
4.1.1 ΕΝΝΟΙΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ	49
4.2 ΛΟΓΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ	51
4.3 ΘΕΜΕΛΙΩΔΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗ	52
4.4 ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ	55

4.4.1 ΜΕΘΟΔΟΣ ΠΑΡΟΥΣΑΣ ΑΞΙΑΣ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ	57
4.4.2 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΠΡΟΣ ΤΗΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ	57
4.4.3 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΠΡΟΣ ΤΟΥΣ ΜΕΤΟΧΟΥΣ	58
4.5 ΒΑΣΙΚΕΣ ΠΑΡΑΔΟΧΕΣ ΚΑΙ ΕΚΤΙΜΗΣΕΙΣ	60
4.5.1 ΧΡΟΝΙΚΟΣ ΟΡΙΖΟΝΤΑΣ	60
4.5.2 ΡΥΘΜΟΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ	62
4.5.3 ΤΕΡΜΑΤΙΚΗ ΑΞΙΑ	63
4.5.4 ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	64
4.5.5 ΑΝΑΠΤΥΞΗ GORDON GROWTH MODEL	67
4.5.6 ΜΕΣΟ ΣΤΑΘΜΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ	68
4.5.7 ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ	69
4.5.8 ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	72
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ	74
5.1 ΑΝΑΓΚΗ ΓΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ	74
5.2 ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ	75
5.3 ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ	76
5.4 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΙΤΑΝ 2011-2015	78
5.4.1 ΠΟΙΟΤΗΤΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ	78
5.4.2 ΕΞΕΛΙΞΗ ΠΩΛΗΣΕΩΝ ΚΑΙ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ 2011-2015	79
5.4.3 ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΟΙΝΟΥ ΜΕΓΕΘΟΥΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ	80
5.4.4 ΑΝΑΛΥΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΧΡΗΣΗ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ	87
5.5 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ 2011-2015	91
5.5.1 ΠΟΙΟΤΗΤΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ	91
5.5.2 ΕΞΕΛΙΞΗ ΠΩΛΗΣΕΩΝ ΚΑΙ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ 2011-2015	91
5.5.3 ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΟΙΝΟΥ ΜΕΓΕΘΟΥΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ	92
5.5.4 ΑΝΑΛΥΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΧΡΗΣΗ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ	99

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ: ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ	103
6.1 ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΤΙΤΑΝ	103
6.1.1 ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΚΑΙ ΠΑΡΑΔΟΧΕΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ	103
6.1.2 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	104
6.1.3 ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΚΑΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ.....	105
6.2 ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ	108
6.2.1 ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΚΑΙ ΠΑΡΑΔΟΧΕΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ.....	108
6.2.2 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	109
6.2.3 ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΚΑΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ.....	110
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	113
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	115
ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	115
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	116
ΔΙΑΔΙΚΤΥΑΚΕΣ ΔΙΕΥΘΥΝΣΕΙΣ	117

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ	119
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1: ΜΗΝΙΑΙΕΣ ΤΙΜΕΣ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΗΣ ΤΙΤΑΝ ΚΑΙ ΓΕΝΙΚΟΥ ΔΕΙΚΤΗ	119
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 2: ΤΡΟΠΟΣ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΤΩΝ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ	123
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 3 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΤΙΤΑΝ 2011-2015.....	125
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 4: ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ 2011-2015	126
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 5: ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΤΙΤΑΝ 2011-2015	127
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 6: ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ 2011-2015	134
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 7: ΠΡΟΒΛΕΨΗ ΚΑΘΑΡΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΤΙΤΑΝ 2016-2023	140
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 8:ΠΡΟΒΛΕΨΗ ΚΑΘΑΡΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ 2016-2023	141

ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Γράφημα 1: Διαχρονική εξέλιξη στη παγκόσμια παραγωγή τσιμέντου 2001-2015	22
Γράφημα 2: Παγκόσμια παραγωγή τσιμέντου 2015	23
Γράφημα 3: Μεταβολή στην κατανάλωση τσιμέντου 2014-2015 στην Ευρώπη	24
Γράφημα 4: Παραγωγή τσιμέντου στην Ελλάδα (σε χιλ. τόνους) 2006-2015	25
Γράφημα 5: Κατανομή πωλήσεων ανά προϊόν Τιτάν 2013-2015 (σε εκ. μετρικούς τόνους).....	30
Γράφημα 6: Κατανομή πωλήσεων Τιτάν ανά γεωγραφικό τομέα 2011-2015	32
Γράφημα 7: Γεωγραφική κατανομή πωλήσεων Τιτάν 2015	33
Γράφημα 8: Ανάλυση SWOT της εταιρείας Τιτάν	37
Γράφημα 9: Μετοχική σύνθεση 31/12/2016	38
Γράφημα 10:Μηνιαίες τιμές και αποδόσεις μετοχής Τιτάν 01/01/2011-01/07/2016 ..	39
Γράφημα 11: Κατανομή πωλήσεων ανά κλάδο Αγέτ Ηρακλής 2014-2015 (σε χιλ. €)	42
Γράφημα 12: Ανάλυση S.W.O.T. της εταιρείας Αγέτ Ηρακλής	44
Γράφημα 13: Ημερήσιες τιμές και αποδόσεις μετοχής Αγέτ Ηρακλής 03/01/2011-03/04/2016	46
Γράφημα 14: Πωλήσεις και Καθαρά Αποτελέσματα Τιτάν 2011-2015 (σε χιλ. €).....	79
Γράφημα 15: Αριθμοδείκτες κερδοφορίας Τιτάν 2011-2015.....	88
Γράφημα 16: Αριθμοδείκτες ρευστότητας Τιτάν 2011-2015.....	89
Γράφημα 17: Πωλήσεις και Καθαρά Αποτελέσματα Αγέτ Ηρακλής 2011-2015	92
Γράφημα 18: Αριθμοδείκτες κερδοφορίας Αγέτ Ηρακλής 2011-2015.....	100
Γράφημα 19: Αριθμοδείκτες ρευστότητας Αγέτ Ηρακλής 2011-2015	101

ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1: Βασικοί μέτοχοι εταιρείας Τιτάν 31/12/2015	38
Πίνακας 2: Κατάσταση Κοινού Μεγέθους Αποτελεσμάτων Χρήσης Τιτάν 2011-2015.....	81
Πίνακας 3: Κατάσταση Κοινού Μεγέθους Ισολογισμού Τιτάν 2011-2015.....	83
Πίνακας 4: Κατάσταση Κοινού Μεγέθους Ταμειακών Ροών Τιτάν 2011-2015.....	86
Πίνακας 5: Αριθμοδείκτες δραστηριότητας Τιτάν 2011-2015.....	90
Πίνακας 6: Αριθμοδείκτες χρέους και βιωσιμότητας Τιτάν 2011-2015	90
Πίνακας 7: Κατάσταση Κοινού Μεγέθους Αποτελεσμάτων Χρήσης Αγέτ Ηρακλής..	93
Πίνακας 8: Κατάσταση Κοινού Μεγέθους Ισολογισμού Αγέτ Ηρακλής.....	95
Πίνακας 9: Κατάσταση Κοινού Μεγέθους Ταμειακών Ροών Αγέτ Ηρακλής.....	98
Πίνακας 10: Αριθμοδείκτες δραστηριότητας Αγέτ Ηρακλής 2011-2015	101
Πίνακας 11: Αριθμοδείκτες βιωσιμότητας Αγέτ Ηρακλής 2011-2015.....	102
Πίνακας 12: Προεξόφληση FCFE και αποτίμηση μετοχής Τιτάν	106
Πίνακας 13: Προεξόφληση FCFE και αποτίμηση μετοχής Αγέτ Ηρακλής	111

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ο όρος αποτίμηση αναφέρεται στον τρόπο με τον οποίο καθορίζεται η τιμή ενός αξιόγραφου-μετοχής στην αγορά και η αποτίμηση οδηγεί στον υπολογισμό της οικονομικής αξίας μιας μετοχής και κατ' επέκταση της αξίας μιας επιχείρησης (Βασιλείου, 2008). Η αποτίμηση μιας επιχείρησης είναι ιδιαίτερα σημαντική και η ανάγκη προσδιορισμού της μπορεί να πηγάζει από διάφορες αιτίες, όχι μόνο σε περιπτώσεις εξαγορών ή συγχωνεύσεων αλλά και για την αναγνώριση πηγών δημιουργίας ή μείωσης της οικονομικής αξίας (Fernandez, 2015).

Η αξία μιας επιχείρησης μπορεί να προσδιοριστεί με την χρήση διάφορων επιστημονικών μεθόδων και κάθε φορά θα πρέπει να επιλέγεται κάποια ανάλογα με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της επιχείρησης, λαμβάνοντας υπόψη τον κλάδο που ανήκει και τις προοπτικές του (Ρεγκούζας, 2011). Η αξία μιας επιχείρησης σχετίζεται με την ικανότητά της να παράγει καθαρό κέρδος-εισόδημα για τους μετόχους της τόσο στο παρόν όσο και στο μέλλον. Η ικανότητα αυτή επηρεάζεται από πολλούς παράγοντες, εσωτερικούς και εξωτερικούς και καθώς οι παράγοντες αυτοί μεταβάλλονται με την πάροδο του χρόνου μεταβάλλεται και η αξία μιας επιχείρησης.

Η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών για την αποτίμηση μιας επιχείρησης συσχετίζει τα υπάρχοντα οικονομικά δεδομένα (πωλήσεις, περιθώριο λειτουργικού κέρδους, κλπ) με την αξία, δηλαδή με την μελλοντική της ανάπτυξη, τις αναμενόμενες ταμειακές της ροές, αναγόμενες σε παρούσα αξία (Ρούσης & Εμπέογλου, 2014).

Ο κλάδος της τσιμεντοβιομηχανίας τόσο κατά το παρελθόν όσο και στην τρέχουσα δυσμενή οικονομική συγκυρία της χώρας, είναι ένας κλάδος με σπουδαία δραστηριότητα, κυρίως όσον αφορά τις εξαγωγικές της δυνατότητες αλλά και την μεγάλη συμβολή του στην εθνική οικονομία. Το μεγάλο της πλεονέκτημα είναι η αφθονία ασβεστολιθικού υλικού στην Ελλάδα που είναι η κυριότερη πρώτη ύλη στην παραγωγή τσιμέντου και αδρανών υλικών (orykta, 2016). Μέχρι την έναρξη της οικονομικής κρίσης, ο κλάδος (τσιμεντοβιομηχανία, παραγωγή σκυροδέματος και οικοδομική δραστηριότητα) ήταν ο δυναμικότερος στην ελληνική οικονομία με μεγάλο αριθμό απασχολούμενων. Παρόλα αυτά, η

τσιμεντοβιομηχανία ακόμη και σήμερα διατηρεί την δυναμική της, λόγω της εξωστρέφειας και της διεθνούς παρουσίας των εταιρειών που δραστηριοποιούνται στην παραγωγή τσιμέντου.

Η εταιρεία TITAN ΑΕ τσιμέντων αποτελεί την ηγέτιδα εταιρεία στην Ελλάδα στον κλάδο της τόσο σε ετήσια παραγωγική ικανότητα (6,9 εκ. τόνοι το 2014) όσο και σε πωλήσεις (264 εκ. ευρώ το 2014) (oryktosploutos, 2015). Η εταιρεία έχει ιστορία που ξεπερνά τα 110 έτη (ίδρυση το 1902), ενώ σήμερα ο όμιλος έχει αναπτύξει καθιερωμένη δραστηριότητα (παραγωγική και εμπορική) σε 14 χώρες.

Η διαχρονικά επιτυχημένη επιχειρηματική πορεία και καταξίωση του Ομίλου TITAN στηρίχθηκε στην εφαρμογή των εκάστοτε πιο σύγχρονων τεχνολογιών, διαδικασιών και μεθόδων έρευνας παραγωγής και διακίνησης-εμπορίας προϊόντων, στην συστηματική έρευνα και την συνεχώς αναβαθμισμένη τεχνογνωσία του, στο υψηλής ποιότητας ανθρώπινο δυναμικό του.

Η εταιρεία ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ είναι επίσης μια ηγετική δύναμη στον κλάδο του τσιμέντου στην χώρα μας με εξίσου μακρά ιστορία και παρεμφερή ετήσια παραγωγική δυνατότητα τσιμέντου (6,7 εκ. τόνοι). Ιδρυθείσα το 1911, η εταιρεία έχει περάσει από διάφορες φάσεις ανάπτυξης, πάντα διαδραματίζοντας σημαντικό ρόλο στην εγχώρια παραγωγή και αγορά. Πλέον είναι μέλος του μεγαλύτερου ομίλου παγκοσμίως στην αγορά του τσιμέντου, της LafargeHolcim και καθώς η εγχώρια αγορά τα τελευταία έτη βιώνει παρατεταμένη ύφεση έχει στρέψει το ενδιαφέρον της στις αγορές του εξωτερικού. Η εξαγωγική της δραστηριότητα εκτείνεται σε 20 χώρες, καλύπτοντας περισσότερο από το 60% των πωλήσεών της, ενώ κατέχει μερίδιο της εγχώριας αγοράς περισσότερο του 40% (FortuneGreece, 2016).

Με την παρούσα εργασία πραγματοποιείται η χρηματοοικονομική ανάλυση και η αποτίμηση των δύο προαναφερθέντων ελληνικών εταιρειών του κλάδου του τσιμέντου, που στην ουσία αποτελούν την ανάλυση του κλάδου των Υλικών Κατασκευών αφού η συντριπτική πλειοψηφία της παραγωγής και της ζήτησης στην χώρα καλύπτεται από αυτές. Καθώς η οικονομία αλλά και ειδικότερα ο κλάδος των δομικών υλικών στην χώρα, τα τελευταία έτη πλήττονται λόγω της παρατεταμένης ύφεσης και της χαμηλής κατασκευαστικής δραστηριότητας, η

ανάλυση των συγκεκριμένων εταιρειών καθώς και η αξιολόγηση των προοπτικών τους παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον.

Ειδικότερα θα πραγματοποιηθεί η χρηματοοικονομική ανάλυση των δύο εταιρειών, με την χρήση διάφορων τεχνικών, όπως καταστάσεις κοινού μεγέθους και αριθμοδείκτες, ώστε να μελετηθεί και να αξιολογηθεί η τρέχουσα οικονομική κατάσταση της κάθε εταιρείας. Η χρηματοοικονομική ανάλυση θα μπορέσει να φανερώσει σημεία της λειτουργίας τους που πλεονεκτούν αλλά και σημεία όπου οι εταιρείες φαίνεται να αντιμετωπίζουν προβλήματα, που ενδεχομένως έχουν πρόσκαιρο χαρακτήρα ή έχουν βαθύτερες ρίζες. Τα παραπάνω σε συνδυασμό με τον υπολογισμό της εύλογης αξίας των μετοχών των δύο εταιρειών (προεξοφλώντας τις αναμενόμενες ταμειακές ροές) θα αποτελέσουν τα κριτήρια για την διαπίστωση εάν οι συγκεκριμένες μετοχές έχουν αποτιμηθεί ορθά από την αγορά και αν η τιμή που διαπραγματεύονται παρουσιάζει εύλογα την αξία τους.

Όπως διαπιστώθηκε από την μελέτη των οικονομικών στοιχείων των δύο εταιρειών τα τελευταία έτη, η πορεία τους ανακόπηκε από την κρίση και τα αρνητικά τους αποτελέσματα κορυφώθηκαν το 2013, όμως η εντατικοποιημένη εξωστρέφεια που έδειξαν και η καλύτερη διαχείριση των πόρων τους, ανέστρεψε τα δυσμενή αποτελέσματα, κυρίως για την TITAN. Σημαντικό είναι το γεγονός ότι και οι δύο εταιρείες έχουν ιδιαίτερα υψηλή κεφαλαιακή αυτονομία, ούσες σε ένα κλάδο υψηλής εντάσεως κεφαλαίων. Η αποτίμηση της μετοχής της εταιρείας TITAN έδειξε ότι η μετοχή είναι υπερτιμημένη στην αγορά, καταδεικνύοντας την εμπιστοσύνη που οι επενδυτές δείχνουν για την μελλοντικές αποδόσεις της εταιρείας. Από την άλλη μεριά η μετοχή της ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ διαπιστώθηκε ότι είναι υποτιμημένη, αν και σε κάποιο βαθμό ήταν αναμενόμενο αφού η διαπραγμάτευσή της τα τελευταία έτη είχε παγώσει, ενόψει της διαγραφής της από το χρηματιστήριο, έπειτα από ολοσχερή απόκτηση των μετοχών της από τον όμιλο Lafarge.

Η παρούσα εργασία επιδιώκει δύο βασικούς στόχους, την χρηματοοικονομική ανάλυση δύο κορυφαίων ελληνικών εταιρειών, της TITAN και της ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ, καθώς και την αποτίμηση της αξίας τους. Με την χρηματοοικονομική ανάλυση επιδιώκεται ο εντοπισμός των δυνατών και αδύνατων σημείων της λειτουργίας τους, οι πρόσφατες επιδόσεις τους καθώς και

η διάρθρωση των κεφαλαίων τους. Η υλοποίηση της χρηματοοικονομικής ανάλυσης πρόκειται να πραγματοποιηθεί έχοντας ως εργαλεία αριθμοδείκτες, διαχρονικές τάσεις και κοινά μεγέθη (Κάντζος, 2002).

Η χρηματοοικονομική ανάλυση, με βάση τα πρόσφατα ιστορικά στοιχεία έτσι όπως αποτυπώνονται στις οικονομικές τους καταστάσεις θα διαφωτίσει σημαντικές πτυχές της λειτουργίας τους και θα αποτελέσει το έναυσμα για την απάντηση του δεύτερου βασικού ερωτήματος, δηλαδή ποια είναι η αξία της μετοχής κάθε εταιρείας. Η αξία μιας επιχείρησης είναι ιδιαίτερα σημαντική γιατί σχετίζεται με την ικανότητά της να είναι κερδοφόρα και να αποδίδει, σήμερα αλλά και μελλοντικά, στους μετόχους της καθαρό κέρδος-εισόδημα.

Η ικανότητα αυτή καθορίζεται από πολλούς παράγοντες, εσωτερικούς και εξωτερικούς οι οποίοι όμως μπορούν να μεταβληθούν διαχρονικά, οδηγώντας και στην μεταβολή της αξίας μιας επιχείρησης. Για τον προσδιορισμό της αξίας της κάθε επιχείρησης θα χρησιμοποιηθεί μια από τις βασικότερες και αξιόπιστες μεθόδους αποτίμησης, η μέθοδος της προεξόφλησης των ταμειακών ροών. Έτσι με βάση τα στοιχεία του παρελθόντος θα είναι δυνατός ο καθορισμός κάποιων παραδοχών και προβλέψεων για το μέλλον και η αποτίμηση των μετοχών να αποδώσει κατά το δυνατό πιο έγκυρα αποτελέσματα.

Για την επίτευξη του τελικού στόχου της εργασίας θα πρέπει να ακολουθηθούν διάφορα στάδια θεωρητικά και πρακτικά που θα συντελέσουν στην απάντηση του δεύτερου βασικού ερωτήματος, την εξεύρεση της εύλογης αξίας των μετοχών των δύο εταιρειών. Όπως προαναφέρθηκε πολλοί είναι οι εξωγενείς παράγοντες που επηρεάζουν την λειτουργία μιας επιχείρησης και σε μεγαλύτερο ή μικρότερο βαθμό επιδρούν στην πορεία της και τις αναμενόμενες ταμειακές ροές της. Έτσι η ανάλυση του κλάδου δραστηριοποίησης μπορεί να προσδώσει χρήσιμες πληροφορίες για τις διεθνείς, εγχώριες τάσεις και προοπτικές, αλλά και τους πιθανούς κινδύνους. Πέρα από τους εξωγενείς παράγοντες, υπάρχουν και εσωτερικοί παράγοντες που διαμορφώνουν το μέλλον μιας επιχείρησης, όπως οι στρατηγικές της αποφάσεις, τα δυνατά και αδύνατα σημεία της, η ιστορία της, η θέση της στην αγορά, ο ανθρώπινος παράγοντας, οι κίνδυνοι στους οποίους είναι εκτεθειμένη, κ.ο.κ.

Κατά συνέπεια η γνώση για την κάθε εταιρεία, είναι ένας σημαντικός παράγοντας που θα εξυπηρετήσει τον προσδιορισμό διάφορων συστατικών στοιχείων της αποτίμησης, όπως το κόστος κεφαλαίων και οι προβλέψεις. Σε αυτό θα συμβάλλει σημαντικά και η χρηματοοικονομική ανάλυση που θα αποδώσει χρήσιμες πληροφορίες για την πρόσφατη και τρέχουσα οικονομική κατάσταση των εταιρειών, ενώ σε συνδυασμό με τις ιστορικές τάσεις, μπορούν να προκύψουν πιο ασφαλή συμπεράσματα για την αναμενόμενη πορεία διάφορων βασικών μεγεθών που θα αποτελέσουν την βάση της αποτίμησης. Για την επίτευξη του τελικού στόχου, θα ακολουθηθούν τα παρακάτω βήματα:

- Παρουσίαση των εταιρειών και συγκεκριμένα της ιστορίας, των προϊόντων, αλλά και των στόχων που έχουν τεθεί από τις διοικήσεις.
- Στην συνέχεια θα παρουσιαστούν οι δραστηριότητες των επιχειρήσεων και η κατανομή των πωλήσεών τους (σε Ελλάδα και εξωτερικό) αλλά και οι κίνδυνοι με τους οποίους είναι αντιμέτωπες και οφείλουν να διαχειριστούν.
- Για την διερεύνηση των δυνάμεων και αδυναμιών των εταιρειών αλλά και των ευκαιριών και απειλών που έχουν στον κλάδο που δραστηριοποιούνται, διενεργείται η ανάλυση S.W.O.T.
- Η απόδοση και η πορεία των δύο εταιρειών την τελευταία πενταετία θα μελετηθεί, μέσω της χρηματοοικονομικής ανάλυσης. Πέρα από την μελέτη των πρόσφατων οικονομικών εξελίξεων για κάθε εταιρεία, η χρηματοοικονομική ανάλυση θα μπορέσει να αποτελέσει την βάση για την μετέπειτα αποτίμηση, αφού στα ιστορικά ευρήματα θα βασιστούν οι προβλέψεις για τα μελλοντικά αποτελέσματα.
- Σε όλα τα παραπάνω θα βασιστούν οι παραδοχές που πρόκειται να ληφθούν, και θα διενεργηθούν στην συνέχεια οι προβλέψεις των αναμενόμενων χρηματοοικονομικών μεγεθών, καθώς και ο υπολογισμός του κόστους των κεφαλαίων που δεσμεύονται για την λειτουργία των επιχειρήσεων.
- Ολοκληρώνοντας θα προσδιοριστούν οι ελεύθερες ταμειακές ροές των εταιρειών για την επόμενη οκταετία, οι οποίες έπειτα από την αναγωγή τους στην παρούσα αξία (προεξόφληση) θα αποδώσουν την εύλογη αξία των μετοχών.

Η εργασία στηρίζεται στην συλλογή δευτερογενών δεδομένων που αφορούν τις δύο εξεταζόμενες εταιρείες, την TITAN και την ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ. Σημαντική πηγή άντλησης δεδομένων και στις δύο περιπτώσεις είναι οι επίσημες ιστοσελίδες των εταιρειών, από τις οποίες λαμβάνονται χρήσιμες πληροφορίες. Οι πληροφορίες αυτές αφορούν τόσο ιστορικά στοιχεία των εταιρειών αλλά και σημαντικές πληροφορίες τόσο για την δραστηριότητα τους όσο και τους στόχους τους. Επίσης, από τις ιστοσελίδες των εταιρειών αντλήθηκαν και οι ετήσιες οικονομικές εκθέσεις τους, της τελευταίας πενταετίας 2011-2015, βασική πηγή άντλησης όχι μόνο οικονομικών δεδομένων, από τις οικονομικές καταστάσεις αλλά και άλλων δεδομένων μέσω των γνωστοποιήσεων και των λοιπών αναλύσεων (ανάλυση κινδύνων, μελλοντικών προγραμμάτων, κλπ). Παράλληλα χρησιμοποιήθηκαν δεδομένα από άλλες πηγές, εκτός των επιχειρήσεων, δεδομένα που αφορούν την εξέλιξη των τιμών των δύο μετοχών, στοιχεία για τον κλάδο καθώς και για τις ίδιες τις εταιρείες.

Η εργασία αναπτύσσεται σε έξι κεφάλαια, που προσεγγίζουν την ανάλυση του θέματος θεωρητικά αλλά κυρίως πρακτικά.

Στο πρώτο κεφάλαιο έπειτα από την παρουσίαση κάποιων εισαγωγικών στοιχείων για την εργασία, διατυπώνεται το ερευνητικό ερώτημα της παρούσας μελέτης και παρουσιάζεται η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε καθώς και οι πηγές άντλησης των δεδομένων.

Στο δεύτερο κεφάλαιο αναλύεται η αγορά του τσιμέντου, παρουσιάζοντας την ιστορική του εξέλιξη, τα γενικά χαρακτηριστικά του κλάδου καθώς και τις εγχώριες και διεθνείς τρέχουσες εξελίξεις.

Στο τρίτο κεφάλαιο πραγματοποιείται η παρουσίαση των δύο εταιρειών, με αναφορά στην ιστορική τους πορεία ,τους στόχους αλλά και τις εταιρικές αξίες. Επίσης, παρουσιάζονται συνοπτικά οι δραστηριότητες και οι κίνδυνοι στους οποίους είναι εκτεθειμένες, καθώς και οι δυνάμεις, αδυναμίες, ευκαιρίες και απειλές που αντιμετωπίζουν. Το κεφάλαιο ολοκληρώνεται με αναφορά στην μετοχική σύνθεση κάθε εταιρείας και την πορεία της τιμής των μετοχών τους από το 2011 έως σήμερα.

Το τέταρτο κεφάλαιο αναφέρεται στην θεωρητική προσέγγιση της σημασίας και των μεθόδων αποτίμησης των επιχειρήσεων. Η χρηματοοικονομική ανάλυση των εταιρειών γίνεται στο πέμπτο κεφάλαιο με την χρήση καταστάσεων κοινού μεγέθους και αριθμοδεικτών για την πενταετία 2011-2015.

Η αποτίμηση των εταιρειών πραγματοποιείται στο έκτο κεφάλαιο με την χρήση της μεθόδου προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους, έπειτα από την παρουσίαση των παραδοχών και εκτιμήσεων για τις προβλέψεις και τον υπολογισμό του κόστους ιδίων κεφαλαίων. Η ολοκλήρωση της εργασίας πραγματοποιείται με την αποτύπωση των συμπερασμάτων που προκύπτουν από την έρευνα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΚΛΑΔΟΣ ΤΣΙΜΕΝΤΟΥ

Το κεφάλαιο αυτό παρουσιάζει την ιστορική αναδρομή στον κλάδο του τσιμέντου, από τα αρχαία χρόνια με την παρασκευή των πρώτων συναφών σκευασμάτων, έως και την συστηματική παραγωγή του με την σημερινή μορφή. Ειδικότερα γίνεται αναφορά στην εξέλιξη του κλάδου στην Ελλάδα, κυρίως από τις αρχές του 20^{ου} αιώνα, έως και σήμερα. Στην συνέχεια αναλύονται τα γενικά χαρακτηριστικά του κλάδου καθώς και οι διεθνείς και εγχώριες εξελίξεις τα τελευταία έτη, όσον αφορά τις μεταβολές στην κατανάλωση αλλά και την παραγωγή του τσιμέντου.

2.1 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΣΤΟΝ ΚΛΑΔΟ ΤΟΥ ΤΣΙΜΕΝΤΟΥ

Σήμερα το τσιμέντο αποτελεί ένα από τα πιο ευρέως χρησιμοποιούμενα υλικά στην δομική βιομηχανία και ανήκει στην κατηγορία των υδραυλικών υλικών, τα οποία σε λεπτόκοκκο διαμερισμό είναι ικανά να πήζουν και να σκληραίνουν, μετά από ανάμειξη με νερό, δίνοντας ένα στερεό προϊόν (HCIA, 2016). Το τσιμέντο θεωρείται το πιο βασικό συστατικό για την παραγωγή του σκυροδέματος, που είναι πλέον το πιο διαδεδομένο δομικό υλικό παγκοσμίως. Το τσιμέντο και το σκυρόδεμα σφράγισαν τον τρόπο και την μορφή δόμησης τον εικοστό αιώνα. Παρά το γεγονός ότι το τσιμέντο και το σκυρόδεμα είναι δύο διαφορετικά υλικά στη συνείδηση των καταναλωτών είναι συνυφασμένα και η ιστορική τους εξέλιξη αλληλοεξαρτώμενη.

Το αρχαιότερο γνωστό σκυρόδεμα χρονολογείται από το 7000 π.Χ. στην νότια Γαλιλαία και αποτελεί ένα μίγμα από ασβέστη και πέτρες. Το 2500 π.Χ. αναφέρεται ότι στην Κίνα χρησιμοποιήθηκαν τσιμεντάρει υλικά για την κατασκευή του Σινικού Τείχους. Η τέχνη αυτή του χτισίματος φαίνεται ότι μεταφέρθηκε και στην Αρχαία Ελλάδα, όπου χρησιμοποιήθηκαν διάφορα μίγματα ασβέστη για χτίσιμο και για επικάλυψη πλίνθων φτιαγμένων από πηλό και ξεραμένων στον ήλιο. Ο πρόδρομος του σημερινού σκυροδέματος στην Αρχαία Ελλάδα, αναφέρεται ως «έμπλεκτον» σε χειρόγραφο του Ρωμαίου αρχιτέκτονα – συγγραφέα Vitruvius τον 13^ο αιώνα προ Χριστού. Έως και τον Μεσαίωνα (όπου δεν παρατηρείται καμιά εξέλιξη) υπήρξαν αρκετές προσπάθειες και προστέθηκαν

διάφορα υλικά για να βελτιώσουν τις ιδιότητές του και την ανθεκτικότητά του.

Το πρώτο ουσιαστικά βήμα για την δημιουργία του τσιμέντου υπό τη μορφή που χρησιμοποιείται σήμερα θα μπορούσε να αποδοθεί στον Άγγλο μηχανικό John Smeaton στα μέσα του 1700 μ.Χ. Η συστηματικότερη όμως παρασκευή τσιμέντου αποδίδεται στον Άγγλο μηχανικό Joseph Aspdin ο οποίος έδωσε στο υλικό (για το οποίο πήρε δίπλωμα ευρεσιτεχνίας) το όνομα που και σήμερα χρησιμοποιείται ως «τσιμέντο Portland». Από τότε η παραγωγή του τσιμέντου εξαπλώθηκε σε όλο τον κόσμο και παρουσίασε σημαντικές εξελίξεις για να φθάσει στο σημερινό επίπεδο εξέλιξης.

Στην Ελλάδα η βιομηχανική επεξεργασία του τσιμέντου ξεκινά τον 20^ο αιώνα, με την ίδρυση των εταιρειών που αποτέλεσαν τον κλάδο στην χώρα. Η ίδρυση των ελληνικών βιομηχανιών τσιμέντου πραγματοποιήθηκε με την παρακάτω χρονική σειρά:

- το 1902 ιδρύθηκε η εταιρεία TITAN ΑΕ
- το 1911 ιδρύθηκε η Ανώνυμη Γενική Εταιρεία Τσιμέντων ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ
- το 1926 ιδρύθηκε η εταιρεία ΤΣΙΜΕΝΤΑ ΧΑΛΚΙΔΟΣ ΑΕ
- το 1934 ιδρύθηκε η εταιρεία Σ. ΚΟΤΣΙΡΑΣ & ΣΙΑ ΕΠΕ

Η τελευταία επανιδρύθηκε το 1943 με νέα επωνυμία ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ ΧΑΛΥΨ ΑΕ. Η ζήτηση τσιμέντου στην εγχώρια αγορά ήταν αυξανόμενη με αποτέλεσμα την σημαντική ανάπτυξη του κλάδου, ενώ πριν τον 2^ο Παγκόσμιο Πόλεμο είχαν ήδη δημιουργηθεί οι προϋποθέσεις για εξαγωγές. Από την λήξη του πολέμου και έως το 1983 οι ρυθμοί ανάπτυξης του κλάδου ήταν ραγδαίοι και η ζήτηση προερχόταν τόσο από την εγχώρια αγορά (σημαντική ανάπτυξη και ανοικοδόμηση), όσο και από τις κοντινές αγορές του εξωτερικού (Περσικός Κόλπος, Ερυθρά Θάλασσα, χώρες Βορείου και Δυτικής Αφρικής). Οι δύο πετρελαϊκές κρίσεις την δεκαετία του '70 και '80 ,καθώς και η δημιουργία ιδίων τσιμεντοβιομηχανιών στις χώρες εξαγωγής του προϊόντος, μείωσαν σημαντικά την τιμή του τσιμέντου. Όμως η ελληνική τσιμεντοβιομηχανία κατάφερε να παραμείνει μια από τις ισχυρότερες εξαγωγικές χώρες, στρέφοντας το ενδιαφέρον της σε νέες αναπτυσσόμενες περιοχές (ΗΠΑ, χώρες τις Δυτικής Ευρώπης), βασιζόμενη στα ακόλουθα βασικά χαρακτηριστικά (HCIA, 2016).

- Υψηλή τεχνολογία και τεχνογνωσία
- Άριστη ποιότητα προϊόντος και υποστήριξη του πελάτη από εξειδικευμένα στελέχη
- Έλεγχο και κατά συνέπεια την μείωση του κόστους

2.2 ΓΕΝΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ

Η τσιμεντοβιομηχανία έχει τα παρακάτω βασικά χαρακτηριστικά (Cembureau, 2016):

- **Αποτελεί μια διαδικασία - βιομηχανία εντάσεως κεφαλαίου:** το κόστος για την κατασκευή ενός εργοστασίου ξεπερνά τα 150 εκ. ευρώ για ετησία παραγωγική ικανότητα ενός εκατομμυρίου τόνων προϊόντος. Το κόστος αυτό ισοδυναμεί στον κύκλο εργασιών περίπου τριών ετών και ως εκ τούτου απαιτείται μακροπρόθεσμος χρονικός ορίζοντας για την ανάκτηση των επενδυμένων κεφαλαίων και προσεκτικός σχεδιασμός από τις εταιρείες του κλάδου λαμβάνοντας υπόψη την μακροπρόθεσμη φύση του κλάδου.
- **Αποτελεί μια ιδιαίτερα ενεργοβόρο βιομηχανία:** για κάθε τόνο παραγόμενου τσιμέντου απαιτείται η κατανάλωση 60 έως 130 κιλών μαζούτ (ανάλογα την ποικιλία τσιμέντου και της παραγόμενης διαδικασίας) ή ισοδύναμό του περίπου 110 KWh ηλεκτρικής ενέργειας.
- **Είναι μια βιομηχανία χαμηλής έντασης εργασίας:** με την σημαντική εξέλιξη της τεχνολογίας η παραγωγή πραγματοποιείται με αυτοματοποιημένα μηχανήματα χρησιμοποιώντας περιορισμένο αριθμό εξειδικευμένου εργατικού δυναμικού. Έτσι ένα σύγχρονο εργοστάσιο απασχολεί συνήθως λιγότερο από 150 άτομα ενώ στην Ευρωπαϊκή Ένωση η βιομηχανία τσιμέντου αντιστοιχεί σε περίπου 45.000 άμεσες θέσεις εργασίας.
- **Αποτελεί μια βιομηχανία με παραγωγή ομογενούς προϊόντος:** παρά το γεγονός ότι από παραγωγό σε παραγωγό μπορεί να υπάρχουν μικρές διαφοροποιήσεις στην παραγωγή του προϊόντος, το τσιμέντο θεωρείται ένα τυποποιημένο προϊόν, με την ύπαρξη μερικών τύπων. Ως εκ τούτου η τιμή καθώς και η εξυπηρέτηση του πελάτη αποτελούν σημαντικές παράμετροι για

την επίτευξη πωλήσεων. Η διάκριση στην ποιότητα είναι εφικτή αλλά δεν αποδίδει σημαντικά στην τιμή.

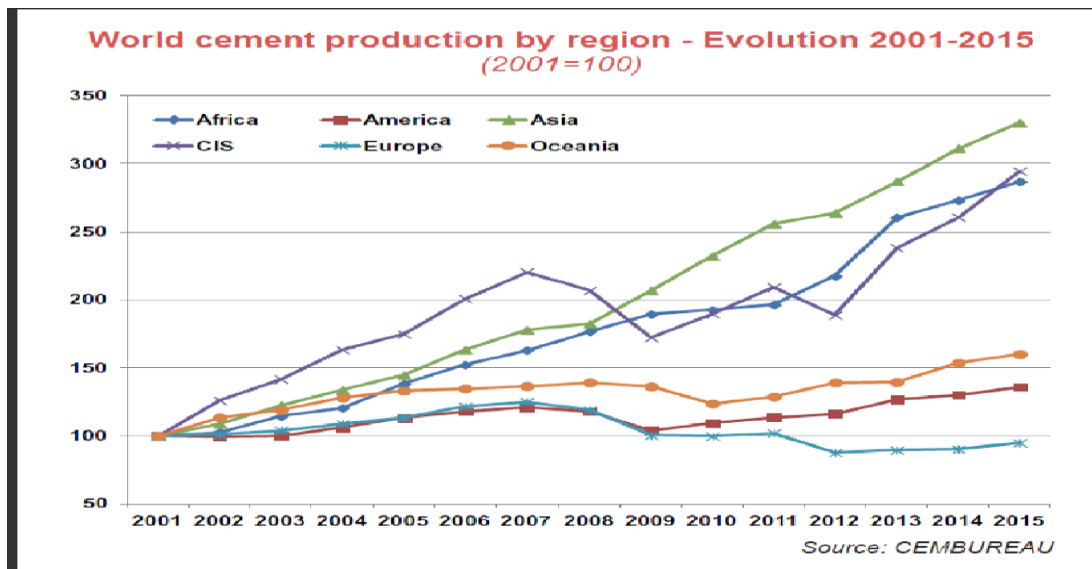
- **Είναι ένα βαρύ προϊόν:** το κόστος της οδικής μεταφοράς του προϊόντος είναι εξαιρετικά μεγάλο (πρόκειται για ένα ιδιαίτερα βαρύ φορτίο) και μπορεί να ξεπεράσει και το κόστος παραγωγής και ως εκ τούτου προτιμάται η θαλάσσια μεταφορά του, που είναι αρκετά φθηνότερη. Πιο συγκεκριμένα το κόστος να διασχίσει τον Ατλαντικό ένα πλοίο με φορτίο 35000 τόνων είναι μικρότερο από οδική μεταφορά για μια απόσταση 300 χιλιομέτρων. Σε μεγάλες χώρες το κόστος μεταφοράς είναι διαφορετικό ανά περιοχές.
- **Είναι ένα ώριμο προϊόν:** η ζήτηση του τσιμέντου αυξήθηκε τον 20^ο αιώνα αντικατοπτρίζοντας την έντονη βιομηχανοποίηση και την αστικοποίηση. Η κατανάλωση σε βιομηχανοποιημένες χώρες αυξήθηκε έξι με οκτώ φορές περισσότερο μετά τον 2^ο Παγκόσμιο Πόλεμο. Στις ώριμες αγορές η ζήτηση του τσιμέντου περιορίστηκε κατά 20% με 40% μετά την πετρελαϊκή κρίση του 1975. Παρόλα αυτά τις τελευταίες δεκαετίες, κάποιες ευρωπαϊκές χώρες έχουν διπλασιάσει ή και τριπλασιάσει την κατανάλωση τσιμέντου.
- **Οι παράμετροι της αγοράς:** η κατανάλωση του τσιμέντου συνδέεται στενά με την οικονομική κατάσταση μιας χώρας ή περιοχής ή ακόμα και με τον οικονομικό κύκλο. Στις ώριμες αγορές, όπως στην Ευρώπη όπου η κατά κεφαλήν κατανάλωση του τσιμέντου διαφέρει σημαντικά από χώρα σε χώρα, οι πωλήσεις τσιμέντου εξαρτώνται από την εξέλιξη και τις συνθήκες στον κατασκευαστικό τομέα, η εξέλιξη του οποίου συνήθως είναι σύνεγγυς (μετά από μια μικρή καθυστέρηση) με την γενικότερη εξέλιξη της οικονομίας.

2.3 ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΚΑΙ ΕΓΧΩΡΙΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ

Ξεκινώντας θα παρουσιαστούν οι εξελίξεις στην διεθνή αγορά του τσιμέντου, την τελευταία δεκαετία. Ειδικότερα με την χρήση γραφημάτων θα αποτυπωθεί η διεθνής κατάσταση όσον αφορά την τάση στην παραγωγή ανά ήπειρο από το 2001 έως το 2015 ενώ στην συνέχεια παρουσιάζονται οι ηγέτιδες χώρες στην παραγωγή του τσιμέντου για το 2015. Επίσης, παρουσιάζεται η μεταβολή (αύξηση ή μείωση) της κατανάλωσης τσιμέντου στις Ευρωπαϊκές

χώρες την διετία 2014-2015, αλλά και η διαχρονική παραγωγή τσιμέντου στην Ελλάδα (2006-2015). Στο γράφημα που ακολουθεί παρουσιάζεται η ετήσια εξέλιξη στην παραγωγή τσιμέντου (στο γράφημα αποτυπώνονται οι ετήσιες μεταβολές στην παραγωγή, έχοντας ως έτος βάσης το 2001) ανά περιοχή από το 2001 έως το 2015.

Γράφημα 1: Διαχρονική Εξέλιξη στην Παγκόσμια Παραγωγή Τσιμέντου 2001-2015 στην Ευρώπη

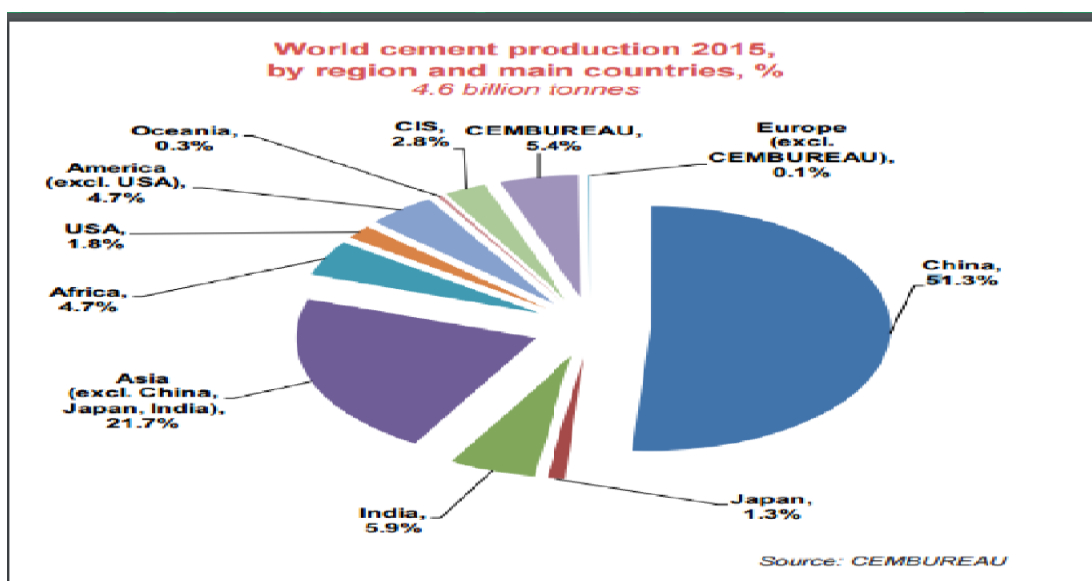


Πηγή: CEMBUREAU, (2016)

Την τελευταία δεκαπενταετία η παραγωγή τσιμέντου σταδιακά αυξήθηκε στις περισσότερες περιοχές παγκοσμίως. Από το 2008 και μετά στην Ευρώπη η παραγωγή τσιμέντου έχει σημειώσει πτώση αν και από το 2012 και έπειτα παρατηρείται μια ελαφρά ανοδική τάση. Τόσο στην Αμερική όσο και στην Αυστραλία διαχρονικά υπάρχει μια μικρή άνοδος από το 2001, αν και το μεσοδιάστημα 2005 έως και το 2010 υπάρχει σταθερότητα ή πτώση. Οι περιοχές που έχουν μεγάλη αύξηση στην παραγωγή τσιμέντου από το 2001 και μετά είναι η Αφρική, η Ασία και οι χώρες της πρώην Σοβιετικής Ένωσης, αν και στις τελευταίες υπάρχουν έντονες διακυμάνσεις. Από το 2009 και μετά στην Ασία πραγματοποιείται η υψηλότερη παραγωγή τσιμέντου, η οποία μαζί με την Ευρώπη και την Κοινοπολιτεία Ανεξάρτητων Κρατών (CIS) έχουν σημειώσει τις μεγαλύτερες αυξήσεις στην παραγωγή τσιμέντου.

Στο ακόλουθο γράφημα παρουσιάζεται η παραγωγή για το 2015 και οι χώρες που συμμετείχαν περισσότερο για την διαμόρφωση της συνολικής παραγωγής, η οποία συνολικά ανήλθε σε 4,6 δις τόνους. Το 51,3% του τσιμέντου για το 2015 παρήχθη στην Κίνα, το 5,9% στην Ινδία, το 1,3% στην Ιαπωνία και το 21,7% στις λοιπές ασιατικές χώρες. Όπως παρατηρείται περίπου το 80% της παγκόσμιας παραγωγής για το 2015 πραγματοποιείται στην Ασία. Η υπόλοιπη παραγωγή επιμερίζεται στις υπόλοιπες Ηπείρους, όπου το 5,5% παρήχθη στην Ευρώπη, και από 4,7% σε Αμερική και Αφρική.

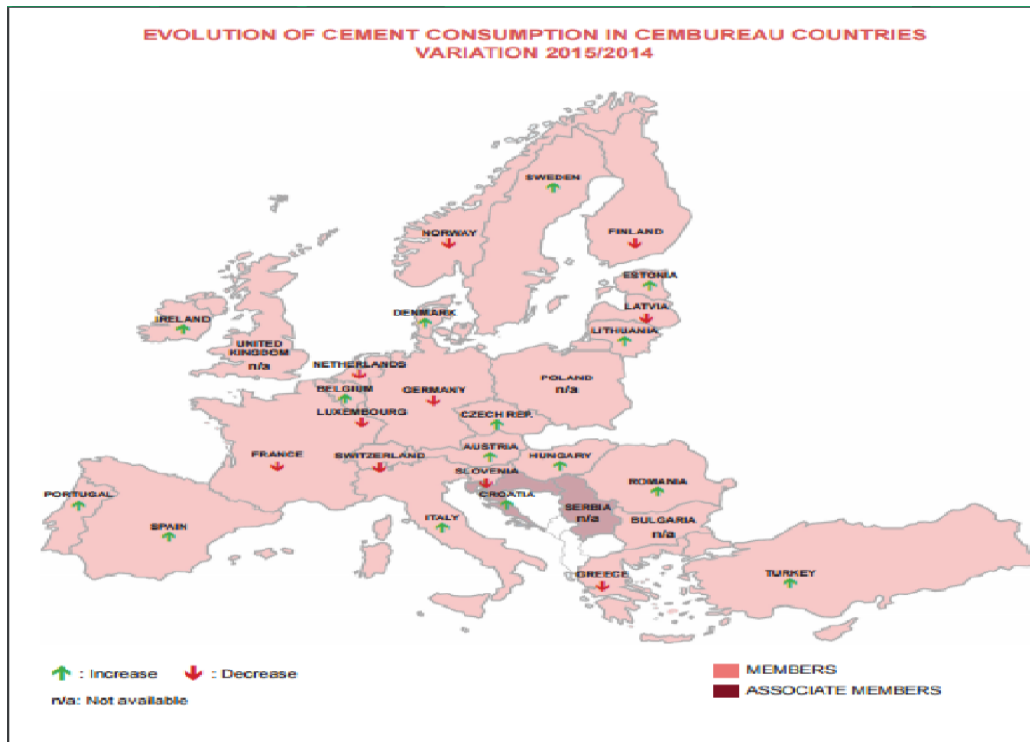
Γράφημα 2: Παγκόσμια Παραγωγή Τσιμέντου 2015



Πηγή: CEMBUREAU, (2016)

Το γράφημα που ακολουθεί παρουσιάζει την μεταβολή (άνοδος ή πτώση) στην κατανάλωση στις χώρες της Ευρώπης για το 2015 (συγκρινόμενη με την κατανάλωση του προηγούμενου έτους). Όπως φαίνεται από το ακόλουθο γράφημα το 2015, αρκετές χώρες της Ευρώπης παρουσίασαν άνοδο, σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά, στην κατανάλωση τσιμέντου. Στις περισσότερες χώρες της Μεσογείου αυξήθηκε η κατανάλωση πλην της Ελλάδας και της Γαλλίας. Άνοδος στην κατανάλωση επίσης υπήρξε στην Ιρλανδία, το Βέλγιο, την Αυστρία, την Τσεχία, την Ουγγαρία, την Κροατία, την Ρουμανία, την Λιθουανία, την Εσθονία και την Σουηδία. Στις λοιπές σκανδιναβικές χώρες και την κεντρική Ευρώπη η κατανάλωση τσιμέντου μειώθηκε το 2015.

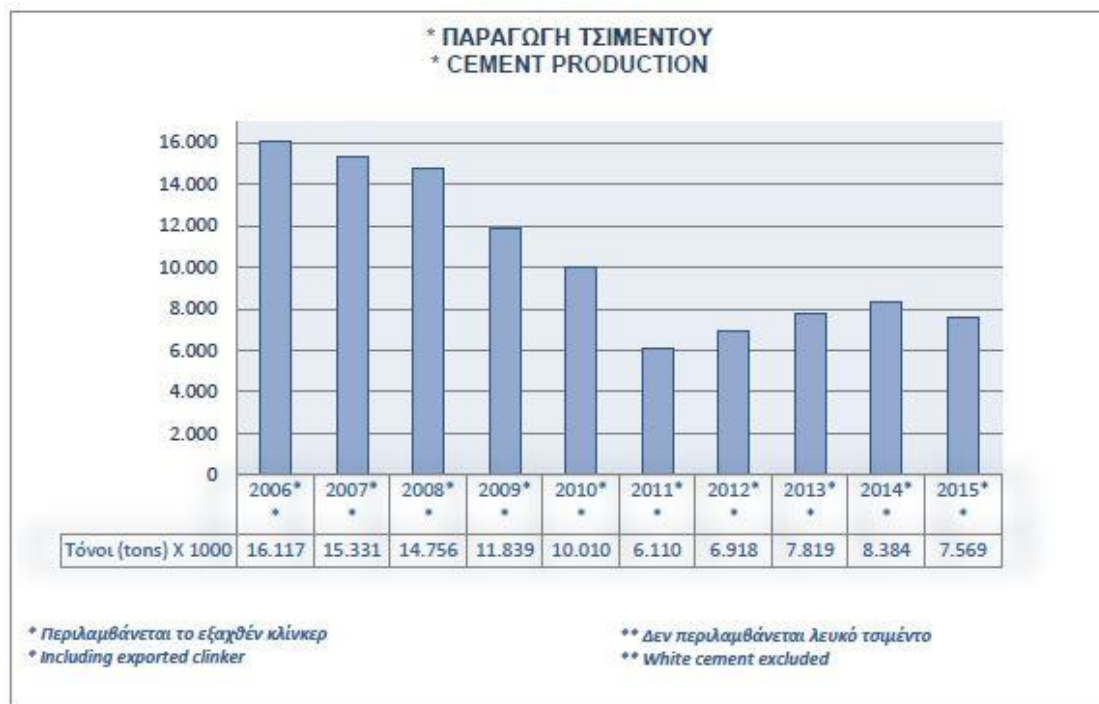
Γράφημα 3: Μεταβολή στην Κατανάλωση Τσιμέντου 2014-2015 στην Ευρώπη



Πηγή: CEMBUREAU, (2016)

Οι εξελίξεις στην Ελλάδα την τελευταία δεκαετία δείχνουν σημαντική κάμψη της παραγωγής. Ειδικότερα από το 2006 έως και το 2011 η παραγωγή τσιμέντου στην χώρα είχε σταδιακά φθίνουσα πορεία, οδηγώντας στον περιορισμό της παραγωγής περισσότερο από το μισό. Το 2006 παρήχθησαν περίπου 16 εκ. τόνοι τσιμέντου, ενώ έπειτα από τις σταδιακές μειώσεις η παραγωγή το 2011 διαμορφώθηκε στα 6 εκ. τόνους. Η επόμενη τριετία έδειξε σημάδια ανάκαμψης, καθώς από έτος σε έτος υπήρξε άνοδος στην ποσότητα που παράχθηκε στην Ελλάδα, όμως παρόλα αυτά η παραγωγή παρέμεινε σε χαμηλά επίπεδα (σε σχέση με το 2006). Το 2015 υπήρξε εκ νέου μείωση όπου τελικά η παραγωγή διαμορφώθηκε στους 7,6 εκ. τόνους.

Γράφημα 4: Παραγωγή τσιμέντου στην Ελλάδα (σε χιλ. τόνους) 2006-2015



Πηγή: Ένωση Τσιμεντοβιομηχανιών Ελλάδος, (2017)

Πιο συγκεκριμένα για το 2015 στην Ελλάδα το πρώτο τετράμηνο του έτους ο όγκος παραγωγής τσιμέντου μειώθηκε κατά 6,5%. Η ελληνική τσιμεντοβιομηχανία που συνθέτεται από τις εταιρείες Ηρακλής, Τιτάν και Χάλυψ, το συγκεκριμένο διάστημα αντιμετώπισε χαμηλή ζήτηση τόσο από το εσωτερικό όσο και από την διεθνή αγορά. Το 2014 τα οικονομικά αποτελέσματα του κλάδου της τσιμεντοβιομηχανίας ήταν βελτιωμένα σε σχέση με το προηγούμενο έτος, κυρίως λόγω της βελτίωσης του μικτού περιθωρίου κέρδους καθώς και από υψηλά ανόργανα έσοδα (από μερίσματα θυγατρικών εταιρειών του εξωτερικού) (inr.gr, 2016).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

Στο παρόν κεφάλαιο θα γίνει η πρώτη λεπτομερής επαφή με τις δύο εξεταζόμενες εταιρείες του κλάδου του τσιμέντου, ΤΙΤΑΝ και ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ. Αρχικά και για τις δύο εταιρείες ξεχωριστά, θα γίνει αναφορά στην ιστορική τους πορεία από την ίδρυσή τους έως σήμερα, επισημαίνοντας σημαντικά γεγονότα και σταθμούς στην διαχρονική τους πορεία.. Επίσης, θα παρουσιαστεί η επιχειρηματική τους δραστηριότητα ,καθώς οι στόχοι αλλά και οι εταιρικές αξίες, οι οποίες έχουν τεθεί από τις διοικήσεις και με βάση τις οποίες πορεύονται. Στην συνέχεια θα παρουσιαστεί η δραστηριότητα κάθε μιας εταιρείας, με αναφορά στην κατανομή των πωλήσεων τους αλλά και με τους κινδύνους με τους οποίους έρχονται αντιμέτωπες όπου και καλούνται να διαχειριστούν. Η ενότητα για κάθε εταιρεία ολοκληρώνεται με την ανάλυση S.W.O.T. , την ανάλυση της τρέχουσας μετοχικής τους σύνθεσης , καθώς και των πιο πρόσφατων εξελίξεων στην τιμή της μετοχής στην αγορά (τιμές και αποδόσεις μετοχής την τελευταία πενταετία).

3.1 ΤΙΤΑΝ

3.1.1 ΙΣΤΟΡΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ

Η εταιρεία ΤΙΤΑΝ ιδρύθηκε το 1902 με την ανέγερση του πρώτου τσιμεντοποιείου στην Ελευσίνα, έχοντας έδρα στον Πειραιά. Το 1910 η εταιρεία μετατρέπεται σε ανώνυμη εταιρεία και δύο χρόνια αργότερα οι μετοχές της εισάγονται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Το 1933 πραγματοποιούνται οι πρώτες εξαγωγές τσιμέντου στην Βραζιλία και το 1937 πραγματοποιείται γενική ανακαίνιση στο εργοστάσιο στην Ελευσίνα. Από τις αρχές της δεκαετίας του '50 η παραγωγή του εργοστασίου αυξάνει κατακόρυφα και οι εξαγωγές της να διευρύνονται συνεχώς, φθάνοντας το 52% των συνολικών πωλήσεων, ενώ η εταιρεία κατέχει το ήμισυ της εγχώριας αγοράς. Το 1962 ξεκινά η λειτουργία του δεύτερου εργοστασίου της στην Νέα Ευκαρπία Θεσσαλονίκης, δυναμικότητας 180-200 χιλιάδες τόνους ετησίως. Το τρίτο εργοστάσιο, στο Δρέπανο Αχαΐας, τίθεται σε λειτουργία το 1968, έχοντας δυναμικότητα 250 χιλιάδων τόνων

ετησίως. Το 1976 ξεκινά η λειτουργία του τέταρτου εργοστασίου στο Καμάρι Βοιωτίας και το 1980 η εταιρεία κατατάσσεται στην 2^η θέση των μεγαλύτερων εξαγωγικών βιομηχανιών στην Ελλάδα. Την τετραετία 1989-1993 ιδρύονται σταθμοί διανομής στην Δυτική Ευρώπη, στο Hull στο Ηνωμένο Βασίλειο, Βενετία, Ιταλία και Μασσαλία στην Γαλλία. Το 2003 ξεκινά την λειτουργία της, έπειτα από επένδυση 70 εκ. ευρώ, η νέα υπερσύγχρονη γραμμή παραγωγής στο εργοστάσιο Νέας Ευκαρπίας στην Θεσσαλονίκη.

Από την ίδρυσή της η εταιρεία επιδεικνύει ιδιαίτερη ευαισθησία στην προστασία του περιβάλλοντος, εφαρμόζοντας τεχνικές παραγωγής και εγκαθιστώντας συσκευές για την αύξηση της ασφάλειας και της προστασίας του περιβάλλοντος. Η εταιρεία έχει βραβευτεί αρκετές φορές στην ιστορία της τόσο για την ευαισθησία της ως προς το περιβάλλον, ενώ έχει αναλάβει αρκετές δράσεις για την ανάπτυξη της τοπικής κοινωνίας αλλά και του κλάδου. Ιδιαίτερη έμφαση έχει δοθεί στην προστασία των εργαζομένων της και την βελτιστοποίηση των συνθηκών εργασίας, ενώ στην συνέχεια παρουσιάζονται επιγραμματικά οι σημαντικότερες, πρωτοπόρες δράσεις της εταιρείας για το προσωπικό της. Το 1922 ασφαλίζει το προσωπικό της για εργατικά ατυχήματα, το 1927 μειώνει τις ώρες απασχόλησής τους από 12 σε 8 και το 1934 και 1938, δύο δεκαετίες πριν την νομοθέτησή τους, καθιερώνει την καταβολή δώρου Χριστουγέννων και δώρου Πάσχα αντίστοιχα. Το 1964 εισάγει τον θεσμό του κοινωνικού λειτουργού σε όλα της τα εργοστάσια και το 1967 δημιουργεί τράπεζα αίματος με εθελοντική αιμοδοσία των εργαζομένων. Το 1969 μειώνει τις ώρες της εβδομαδιαίας απασχόλησης των εργαζομένων της σε 48 (από 56) χωρίς την περικοπή των αποδοχών τους και το 1975 μειώνει τις εβδομαδιαίες ώρες περαιτέρω σε 44. Το 1974 δημιουργήθηκε ειδική υπηρεσία πρόληψης ατυχημάτων έπειτα από μετάκληση αμερικανού συμβούλου για την εκπαίδευση στην πρόληψη ατυχημάτων.

Όσον αφορά την ανάπτυξη της εταιρείας και την διαμόρφωση των εταιρειών του ομίλου TITAN, με χρονολογική κατάταξη παρατίθενται οι βασικότεροι σταθμοί στην ιστορία της (TITAN, 2016):

- 1977:Ίδρυση θυγατρικής INTERMPIETON ΔΟΜΙΚΑ ΥΛΙΚΑ ΑΕ με αντικείμενο την παραγωγή, μεταφορά και εμπορία έτοιμου σκυροδέματος. Η εταιρεία με την πάροδο του χρόνου σημείωσε ταχύρρυθμη ανάπτυξη, με λειτουργία νέων δικών της μονάδων και εξαγορά άλλων εταιρειών του κλάδου σκυροδέματος και λατομείων-ορυχείων
- 1979:Σταθμοί αποθήκευσης (πλωτοί) στη Τσάντα της Σαουδικής Αραβίας και την Αλεξάνδρεια της Αιγύπτου
- 1988:Ίδρυση σταθμού διανομής τσιμέντου στις ΗΠΑ (New Jersey)
- 1992:Απόκτηση ελέγχου της τσιμεντοβιομηχανίας Roanoke Cement Company Inc. στις ΗΠΑ
- 1998:Εξαγορά της πλειοψηφίας των μετοχών της εταιρείας Plevenski Cement στην Βουλγαρία και της Cementarnica Usje στη FYROM
- 1998:Επέκταση και εκσυγχρονισμός του εργοστασίου Roanoke στις ΗΠΑ
- 1999:Σε συνεργασία με την Lafarge αποκτά το 50% των μετοχών της αιγυπτιακής εταιρείας Beni Suef Cement
- 1998: Λειτουργία νέου σταθμού στη Σάφαγκα της Αιγύπτου
- 2000: Εξαγορά της TARMAC America Inc (η οποία το 2001 μετονομάστηκε σε TITAN AMERICA) και πλήρη απόκτηση των εργοστασίων Roanoke και Pennsuco στη Φλόιδα, καθώς και των λατομείων, μονάδων παραγωγής και σταθμών διανομής των εταιρειών στις ΗΠΑ
- 2002:Απόκτηση από τον όμιλο της Separation Technologies (για την επεξεργασία ιπτάμενης τέφρας)
- 2002:Απόκτηση ελέγχου της τσιμεντοβιομηχανίας Kosjeric στη Σερβία
- 2002:Απόκτηση ελέγχου (σε κοινοπραξία με τη Lafarge) της Alexandria Portland Cement στην Αίγυπτο
- 2004:Εξαγορά των μετοχών της εταιρείας Zlatna Panega A.D. στη Βουλγαρία
- 2004:Έναρξη λειτουργίας νέου σταθμού διανομής τσιμέντου στη Tampa της Φλώριδας των ΗΠΑ

- 2005:Εγκαίνια νέας παραγωγικής μονάδας τσιμέντου του εργοστασίου Pennsuco (επένδυση 200 εκ. ευρώ)
- 2006:Η TITAN America εξαγοράζει τρεις ανεξάρτητες εταιρείες παραγωγής έτοιμου σκυροδέματος στις ΗΠΑ
- 2006:Εγκαίνια νέου σύγχρονου σταθμού διανομής τσιμέντου στο Port Newark στο New Jersey των ΗΠΑ
- 2006: Κατασκευή σταθμού διανομής τσιμέντου στον Αυλώνα Αλβανίας
- 2007:Έναρξη κατασκευής νέου εργοστασίου παραγωγής τσιμέντου στην περιοχή Kruje στην Αλβανία (παραγωγικής δυναμικότητας 1,5 εκ. τόνων τσιμέντου)
- 2007:Εξαγορά από την TITAN America δύο ακόμα εταιρειών έτοιμου σκυροδέματος και λατομείου ασβεστόλιθου στις ΗΠΑ
- 2008: Εξαγορά της τουρκικής Adocim Cimento Beton Sanayi ve Ticaret A.S.
- 2008:Πλήρης απόκτηση της κοινοπρακτικής επιχείρησης Lafarge-Titan Egyptian Investments στην Αίγυπτο (με δύο εργοστάσια παραγωγής τσιμέντου, παραγωγικής δυναμικότητας 3,3 εκ. τόνων)
- 2010:Εγκαίνια νέου εργοστασίου παραγωγής τσιμέντου ANEA στην Αλβανία (επένδυση ύψους 200 εκ. ευρώ και παραγωγική δυναμικότητα 1,5 εκ. τόνων)
- 2010: Εξαγορά εργοστασίου παραγωγής τσιμέντου στο Κόσσοβο

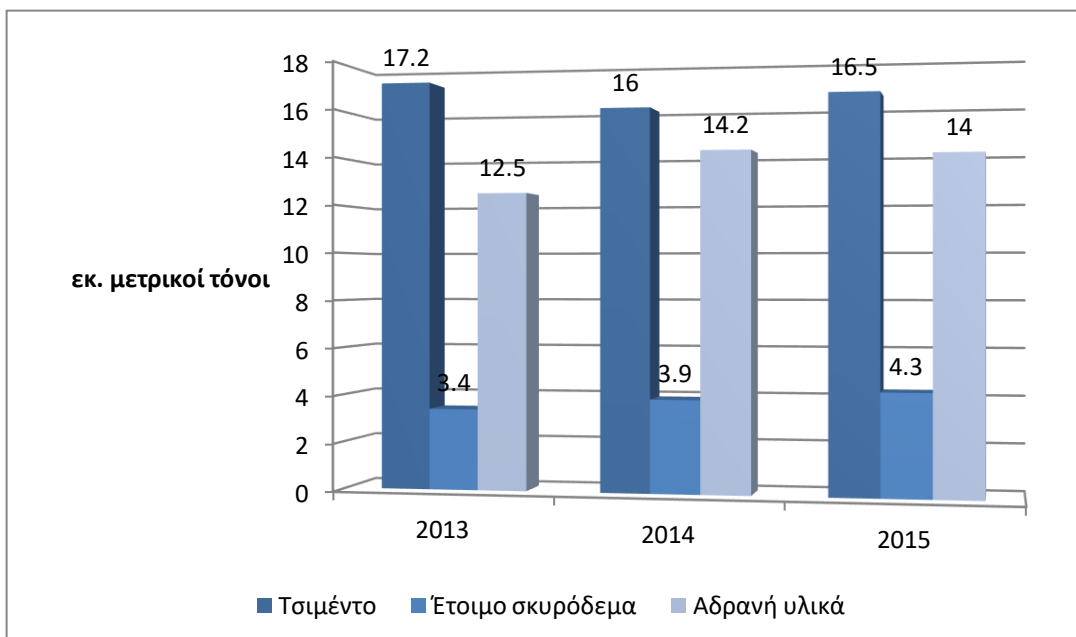
3.1.2 ΠΡΟΪΟΝΤΑ

Η επιχειρηματική δραστηριότητα της εταιρείας TITAN κατά κύριο λόγο αφορά την παραγωγή τσιμέντου, έτοιμου σκυροδέματος και αδρανών υλικών. Το τσιμέντο είναι ένα συνδετικό υλικό και αποτελεί το πιο βασικό συστατικό του έτοιμου σκυροδέματος. Παράγεται από την άλεση κλίνκερ, γύψου και άλλων υλικών με αντίστοιχες υδραυλικές ιδιότητες, σε ψιλή σκόνη. Το έτοιμο σκυρόδεμα παράγεται από την ανάμιξη τσιμέντου, αδρανών υλικών και νερού που δίνουν ένα ανθεκτικό προϊόν, το οποίο μπορεί να υπάρξει σε διάφορες μορφές. Συνήθως αναμειγνύεται σύμφωνα με τις προδιαγραφές στα εργοστάσια παραγωγής και κατόπιν μεταφέρεται στα εργοτάξια. Αδρανή υλικά είναι η άμμος,

το χαλίκι, τα προϊόντα θραύσης πετρωμάτων και το ανακυκλωμένο σκυρόδεμα από κατεδαφίσεις οικοδομών. Εξορύσσονται πιο συχνά από οποιοδήποτε άλλο υλικό στον κόσμο και χρησιμοποιούνται ως πρώτη ύλη για το τσιμέντο, καθώς και ως ενισχυτικός παράγοντας, για παράδειγμα στην ασφαλτο ή στο έτοιμο σκυρόδεμα. Μπορούν επίσης να χρησιμοποιηθούν στην οδοποιία και στις σιδηροδρομικές γραμμές (TITAN, 2016).

Στο ακόλουθο γράφημα παρουσιάζεται η συμμετοχή των παραπάνω υλικών στις πωλήσεις σε εκατομμύρια μετρικών τόνων της εταιρείας για την τριετία 2013-2015. Στο σύνολο των πωληθέντων προϊόντων της εταιρείας η μεγάλη συνεισφορά προέρχεται από το τσιμέντο και τα αδρανή υλικά και δευτερευόντως από το έτοιμο σκυρόδεμα. Πιο συγκεκριμένα το 2013 ,η εταιρεία πούλησε 17,2 εκ. τόνους τσιμέντου, 12,5 εκ. τόνους αδρανών υλικών και 3,4 εκ. τόνους έτοιμο σκυρόδεμα. Το 2015 μειώθηκε η ποσότητα που πωλήθηκε από τσιμέντο όμως αύξηση είχε η πώληση αδρανών υλικών (κατά 1,7 εκ. μετρικούς τόνους), καθώς και του έτοιμου σκυροδέματος. Αντίθετα το 2015 πωλήθηκε περισσότερη ποσότητα σε τσιμέντο και λιγότερη σε αδρανή υλικά (σε σχέση με το 2014), ενώ ο όγκος πωλήσεων για το έτοιμο σκυρόδεμα συνέχισε να έχει ανοδική πορεία.

Γράφημα 5: Κατανομή πωλήσεων ανά προϊόν Τιτάν 2013-2015 (σε εκ. μετρικούς τόνους)



3.1.3 ΣΤΟΧΟΣ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΕΣ ΑΞΙΕΣ

Σήμερα ο όμιλος TITAN διαθέτει εργοστάσια τσιμέντου σε 10 χώρες και απασχολεί περισσότερους από 5.654 εργαζόμενους, έχοντας ως κυρίαρχο στόχο την ανάπτυξή του ως ανεξάρτητη πολύ-περιφερειακή δύναμη στην διεθνή αγορά των δομικών υλικών, συνδυάζοντας την επιχειρηματική ικανότητα και ανταγωνιστικότητα με σεβασμό στον άνθρωπο, την κοινωνία και το περιβάλλον (TITAN, 2016). Οι αρχές τις εταιρείας προερχόμενες από το όραμα των ιδρυτών της, αποτελούν παράδοσή της και αποτελούν θεμελιώδη στοιχεία της κουλτούρας αλλά και του οικογενειακού πνεύματός της. Οι βασικές εταιρικές αξίες της TITAN είναι:

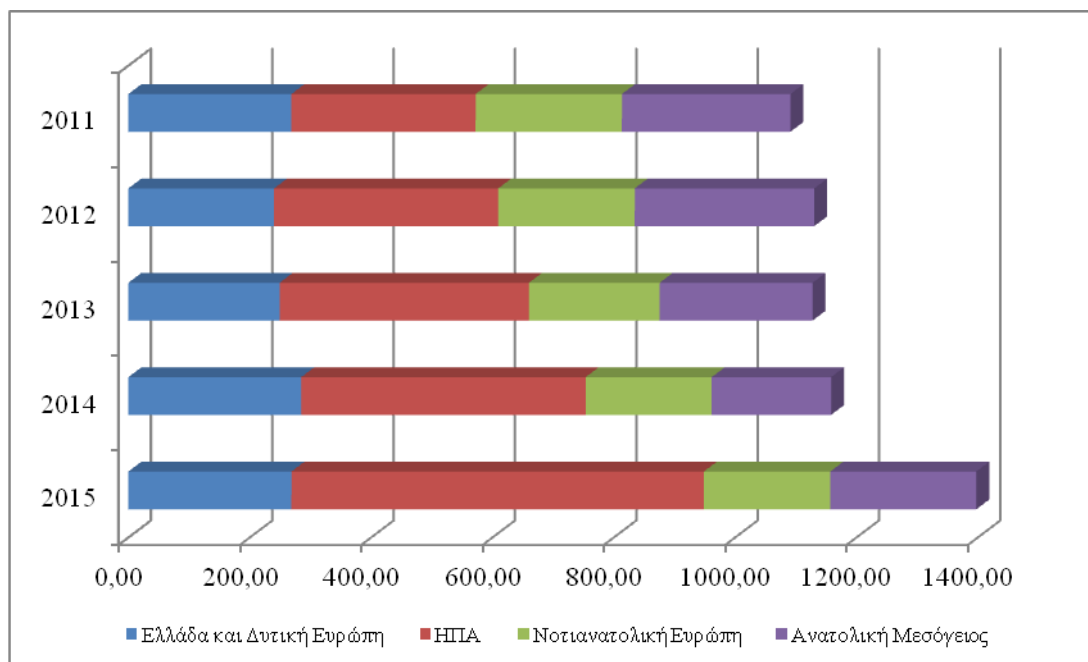
- Η ακεραιότητα με βάση την οποία όλες οι επιχειρηματικές πρακτικές στηρίζονται στην ηθική, την διαφάνεια, την αξιοπιστία και την άμεση και ανοικτή επικοινωνία.
- Ο εμπλουτισμός της εταιρικής γνώσης που αποτελεί την βάση για υψηλή κατάρτιση σε όλους τους τομείς και την αριστεία σε βασικές ικανότητες.
- Η αξία στον πελάτη, προσπαθώντας την ικανοποίηση των αναγκών τους, την παροχή πρωτοποριακών λύσεων, προϊόντων και υπηρεσίες υψηλής ποιότητας.
- Δέσμευση στους στόχους οι οποίοι είναι ξεκάθαροι με βάση τα υψηλά πρότυπα, ώστε να μεγιστοποιείται η αξία για τους μετόχους.
- Η διαρκής βελτίωση, με γνώμονες την οργάνωση, την πρωτοβουλία και την ανταπόκριση στις προκλήσεις.
- Η εταιρική κοινωνική ευθύνη, δίνοντας προτεραιότητα στην ασφάλεια, στην εργασία, στην στόχευση βιώσιμης ανάπτυξης και την συνεργασία με όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη.

3.1.4 ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ ΚΑΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ

Ο όμιλος TITAN είναι ένας ανεξάρτητος παραγωγός τσιμέντου και άλλων δομικών υλικών. Ειδικότερα οι δραστηριότητες περιλαμβάνουν την παραγωγή, μεταφορά και την διανομή τσιμέντου, σκυροδέματος, αδρανών υλικών, ιπτάμενης τέφρας, κονιαμάτων και άλλων δομικών υλικών (TITAN, 2016). Η διεξαγωγή

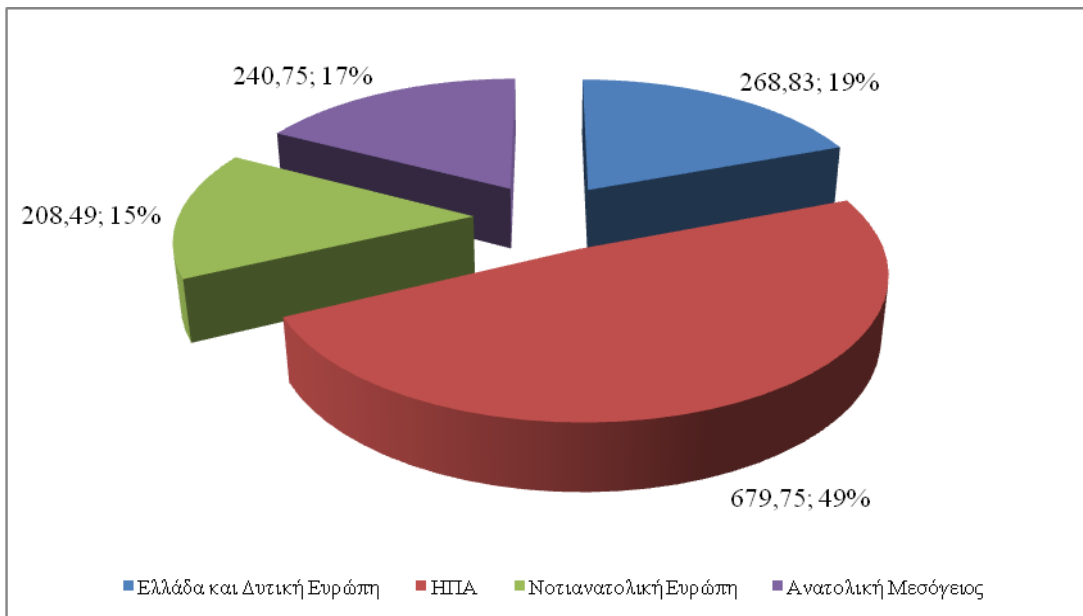
των δραστηριοτήτων πραγματοποιείται από εταιρείες που ανήκουν στον όμιλο αλλά και από κοινοπραξίες με αναγνωρισμένους εταίρους. Στον όμιλο ανήκουν εργοστάσια τσιμέντου σε εννιά χώρες (ενώ δραστηριοποιείται σε 14 χώρες) και η λειτουργία του οργανώνεται σε τέσσερις γεωγραφικούς τομείς, στις ΗΠΑ, την Δυτική Ευρώπη, την Νοτιανατολική Ευρώπη και την Ανατολική Μεσόγειο. Η κατανομή των πωλήσεων την τελευταία πενταετία παρουσιάζεται στο ακόλουθο γράφημα (TITAN, 2016).

Γράφημα 6: Κατανομή Πωλήσεων Τιτάν ανά Γεωγραφικό Τομέα 2011-2015



Όπως φαίνεται από το γράφημα 6 οι πωλήσεις του ομίλου του 2015 αυξήθηκαν πάρα πολύ σε σχέση με το 2014 και συγκεκριμένα κατά περίπου 240 εκ. ευρώ (+20,67%), με αυξήσεις σε όλους τους γεωγραφικούς τομείς (κυρίως στις ΗΠΑ), ενώ μείωση παρατηρήθηκε μόνο στην περιοχή της Ελλάδας και της Δυτικής Ευρώπης. Αν εξαιρεθεί η χρήση του 2013 που ο όμιλος είχε μικρή πτώση στις πωλήσεις του, την τελευταία πενταετία υπάρχει ανοδική τάση και ειδικά το 2015. Για το τελευταίο έτος η γεωγραφική κατανομή των πωλήσεων είναι:

Γράφημα 7: Γεωγραφική Κατανομή Πωλήσεων Τιτάν 2015



Οι μισές περίπου πωλήσεις του ομίλου πραγματοποιούνται στις ΗΠΑ, ενώ το υπόλοιπο κατανέμεται σχεδόν ισόποσα (με υπεροχή της περιοχής της Ελλάδας και Δυτικής Ευρώπης) στους λοιπούς γεωγραφικούς τομείς όπου δραστηριοποιείται ο ΤΙΤΑΝ. Συγκεκριμένα το 2015 οι πωλήσεις στις ΗΠΑ έφθασαν σχεδόν τα 680 εκ. ευρώ (49%), στην Δυτική Ευρώπη και Ελλάδα τα 269 εκ.(19%), στην Ανατολική Μεσόγειο τα 241 εκ. (17%) και στην Νοτιανατολική Ευρώπη τα 208 εκ (15%).

Η λειτουργία του ομίλου (λόγω της φύσης εργασιών αλλά και της γεωγραφικής διαφοροποίησης των δραστηριοτήτων του) εκτίθεται σε διάφορους κινδύνους και αβεβαιότητες όπου ομαδοποιούνται στις ακόλουθες κατηγορίες (ΤΙΤΑΝ, 2016):

Χρηματοοικονομικοί κίνδυνοι

- **Ρευστότητας:** για την διασφάλιση της απρόσκοπτης λειτουργίας του ομίλος πέρα των λειτουργικών ταμειακών του ροών, διατηρεί επαρκή μετρητά και άμεσα ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία, ενώ η αυξημένη πιστοληπτική του ικανότητα του επιτρέπει να χρησιμοποιεί αποδοτικά τις διεθνείς χρηματαγορές για την κάλυψη των χρηματοδοτικών του αναγκών.

- **Επιτοκίου:** ο όμιλος είναι εκτεθειμένος στον κίνδυνο από την μεταβολή των επιτοκίων, δεδομένου ότι ανάλογα με τις κρατούσες συνθήκες (συνθήκες στην αγορά, την εκάστοτε στρατηγική, και τις χρηματοδοτικές ανάγκες) η αναλογία μεταξύ κυμαινόμενων και σταθερών επιτοκίων μεταβάλλεται (ειδικά για το 2015 ο δανεισμός με κυμαινόμενο επιτόκιο αποτελούσε το 43% του συνολικού δανεισμού). Για την εξισορρόπηση του κινδύνου ο όμιλος χρησιμοποιεί περιστασιακά παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα επιτοκίου.
- **Συναλλαγματικός κίνδυνος:** ο οποίος απορρέει από τις υπάρχουσες και αναμενόμενες ταμειακές ροές σε ξένο νόμισμα (πλην του ευρώ), δηλαδή από τις εισαγωγές εξαγωγές με τρίτες χώρες (πλην της ευρωζώνης), καθώς και από επενδύσεις σε χώρες του εξωτερικού. Η διαχείριση των συναλλαγματικών κινδύνων διαχειρίζεται με την χρήση φυσικών αντισταθμιστικών μέσων, με παράγωγα σε συνάλλαγμα και με προθεσμιακά συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης σε συνάλλαγμα. Ειδικά για τις επενδύσεις που πραγματοποιούνται σε θυγατρικές εταιρείες του εξωτερικού για την αντιστάθμιση του κινδύνου χρησιμοποιείται ο δανεισμός στο αντίστοιχο νόμισμα των περιουσιακών στοιχείων που χρηματοδοτούνται.
- **Πιστωτικός κίνδυνος:** που προέρχεται από την αδυναμία εκπλήρωσης των υποχρεώσεων των πελατών, αλλά και την αδυναμία χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους προς τον όμιλο, όσον αφορά τις τοποθετήσεις, τις επενδύσεις και τα συμβόλαια χρηματοοικονομικών παραγώγων. Σχετικά με τις απαιτήσεις από πελάτες δεν υφίσταται σημαντικός κίνδυνος αφού υπάρχει ευρεία πελατειακή βάση, ενώ η χρηματοοικονομική τους κατάσταση παρακολουθείται διαρκώς. Όσον αφορά την δεύτερη πηγή πιστωτικού κινδύνου αντιμετωπίζεται με την χρήση εγκεκριμένων ορίων ανάλογα με τον βαθμό έκθεσης σε κάθε μεμονωμένο χρηματοοικονομικό ίδρυμα.

Λειτουργικοί κίνδυνοι

- **Κίνδυνοι από το κλίμα και φυσικές καταστροφές:** η γεωγραφική διασπορά των δραστηριοτήτων του ομίλου εγκυμονεί διάφορους κινδύνους από φυσικά φαινόμενα (τυφώνες, αμμοθύελλες, σεισμούς, κλπ). Γι' αυτό εφαρμόζονται αυστηρότεροι κανόνες από ότι προβλέπεται από την νομοθεσία, ενώ υπάρχουν σχέδια έκτακτης ανάγκης για την διαφύλαξη της ακεραιότητας των υποδομών και την προστασία της ζωής των εργαζομένων.
- **Κίνδυνοι σχετιζόμενοι με το κόστος παραγωγής:** οι σημαντικότεροι συντελεστές κόστους είναι η κατανάλωση θερμικής και ηλεκτρικής ενέργειας καθώς και οι πρώτες ύλες, η μεταβλητότητα των οποίων επηρεάζει σημαντικά το κόστος παραγωγής. Για την διασφάλιση από τον συγκεκριμένο κίνδυνο ο όμιλος επενδύει σε εξοπλισμό χαμηλής ενεργειακής κατανάλωσης, την υποκατάσταση των ορυκτών καυσίμων από εναλλακτικά καύσιμα και λαμβάνονται μέτρα για την διασφάλιση της επάρκειας των απαιτούμενων ποσοτήτων σε πρώτες ύλες.
- **Κίνδυνοι σχετικοί με την ασφάλεια στην εργασία:** έχοντας την ασφάλεια των εργαζομένων ως κυρίαρχη προτεραιότητα διεξάγεται συστηματική προσπάθεια βελτίωσης της ασφάλειας σε όλες τις λειτουργίες, οι παραγωγικές μονάδες στελεχώνονται με ικανό αριθμό μηχανικών ασφαλείας, τηρούνται αυστηρά συστήματα υγιεινής και ασφάλειας και διεξάγονται ευρύτατα εκπαιδευτικά προγράμματα για την εκπαίδευση και την επιμόρφωση των εργαζομένων.
- **Κίνδυνος διαφθοράς:** στις χώρες που δραστηριοποιείται ο όμιλος ο κίνδυνος διαφθοράς (με βάση τον δείκτη αντίληψης για τη διαφθορά της Διεθνούς Διαφάνειας) έχει αυξητική τάση. Για την σχετική διασφάλιση υπάρχουν ρητές διατάξεις στον Κώδικα Δεοντολογίας του ομίλου όπου λειτουργεί γραμμή άμεσης επικοινωνίας και οι εργαζόμενοι ενθαρρύνονται να την χρησιμοποιούν για την καταγγελία περιπτώσεων διαφθοράς. Η Επιτροπή Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης είναι υπεύθυνη για τον κατάλληλο σχεδιασμό των αναγκαίων πολιτικών και τη λήψη των απαιτούμενων μέτρων για την αποτελεσματική αντιμετώπιση του

συγκεκριμένου κινδύνου.

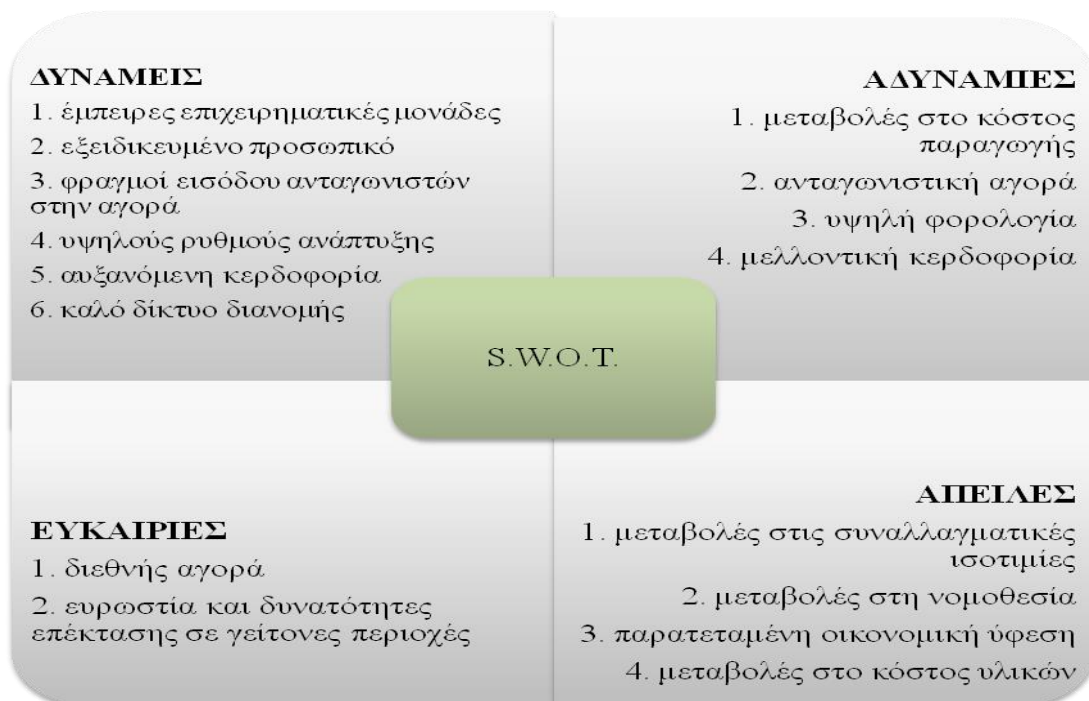
- **Περιβαλλοντικοί κίνδυνοι:** έχοντας ως σταθερή προτεραιότητα την προστασία του περιβάλλοντος και την βιώσιμη ανάπτυξη, πραγματοποιούνται συστηματικές επενδύσεις σε Βέλτιστες Διαθέσιμες τεχνικές και γίνονται προσπάθειες για την εκ των προτέρων εφαρμογή της νομοθεσίας για την προστασία του περιβάλλοντος.
- **Πολιτικοί κίνδυνοι:** κάποιες από τις δραστηριότητες του ομίλου πραγματοποιούνται σε περιοχές όπου κατά καιρούς επικρατούν συνθήκες έντονης πολιτικής αστάθειας, ταραχών και εξεγέρσεων. Για την διαχείριση αυτών των κινδύνων λαμβάνονται συγκεκριμένα μέτρα ανά περίπτωση με στόχο την μεγαλύτερη δυνατή θωράκιση των τοπικών επενδύσεων.
- **Κίνδυνοι από την επιβολή κεφαλαιακών ελέγχων στην Ελλάδα:** η τραπεζική αργία το καλοκαίρι του 2015 (η οποία έληξε στις 20/7/2015) και εν ισχύ έλεγχοι κεφαλαίων είχαν αρνητικές συνέπειες στην ελληνική οικονομία και επιδείνωσαν την οικοδομική δραστηριότητα. Παρόλα αυτά ο όμιλος διατηρεί σημαντικά αποθέματα μετρητών και καταθέσεις σε διεθνείς τράπεζες και δεν είναι ιδιαίτερα εκτεθειμένος στον συγκεκριμένο κίνδυνο. Επιπρόσθετα η πιστοληπτική ικανότητα του ομίλου έχει βελτιωθεί (στις 29/6/2015 ο όμιλος αξιολογήθηκε σε BB από τον οίκο αξιολόγησης Standard & Poor's).

3.1.5 SWOT ΑΝΑΛΥΣΗ

Η ανάλυση SWOT (Strengths – Weaknesses – Opportunities – Threats) αποτελεί μια σχετικά απλή και ιδιαίτερα διαδεδομένη μέθοδο που παραθέτει τις δυνάμεις και τις αδυναμίες της επιχείρησης (ή ενός τμήματος) απέναντι στις ευκαιρίες και τις απειλές που καθορίζει το εξωτερικό της περιβάλλον. Οι δυνάμεις και οι αδυναμίες αφορούν την επιχείρηση και το εσωτερικό της περιβάλλον ή τις βασικές της σχέσεις με τους προμηθευτές, ενδιάμεσους και πελάτες. Έμφαση δίνεται στο τι μπορεί να κάνει καλύτερα η επιχείρηση από τους ανταγωνιστές της, καθώς και ποιες είναι οι σχετικές αδυναμίες της. Οι δυνάμεις είναι σημαντικές όταν βοηθούν την επιχείρηση να ικανοποιήσει καλύτερα τις ανάγκες ή τις επιθυμίες των πελατών της. Αδυναμίες που δεν βελτιώνονται

μπορούν να καταλήξουν να γίνουν περιορισμοί για την επιχείρηση. Έτσι οι επιχειρήσεις θα πρέπει να επιδιώκουν την μετατροπή των αδυναμιών τους σε δυνάμεις ή καλύτερα σε ικανότητες, για την επίτευξη προσφοράς μεγαλύτερης αξίας στους πελάτες της. Όσον αφορά τις ευκαιρίες και τις απειλές αναφέρονται στο εξωτερικό περιβάλλον και αφορούν χαρακτηριστικά της αγοράς και την οικονομία. Βασικοί τομείς που εντοπίζονται ευκαιρίες ή απειλές είναι το οικονομικό, κοινωνικό, πολιτιστικό, ανταγωνιστικό, πολιτικό, νομικό και τεχνολογικό περιβάλλον (Σιώμκος, 2004). Η ανάλυση SWOT για την εταιρεία TITAN είναι:

Γράφημα 8 : Ανάλυση SWOT Εταιρείας Τιτάν



3.1.6 ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΣΥΝΘΕΣΗ ΚΑΙ ΠΟΡΕΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ

Οι κοινές μετοχές της εταιρείας είναι εισηγμένες στην κύρια αγορά στο χρηματιστήριο Αθηνών (υπερκλάδος κατασκευών και υλικών κατασκευών) από το 1912 ενώ οι προνομιούχες από το 1990. Το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας διαιρείται σε 77.063.568 κοινές μετοχές και 7.568.960 προνομιούχες. Η μετοχική σύνθεση στις 31 Δεκεμβρίου του 2015 είναι (TITAN, 2016):

Γράφημα 9: Μετοχική Σύνθεση 31/12/2016



Πηγή: ΤΙΤΑΝ, (2016)

Οι βασικοί μέτοχοι της εταιρείας που στις 31 Δεκεμβρίου του 2015 κατέχουν περισσότερο από 5% του μετοχικού κεφαλαίου είναι:

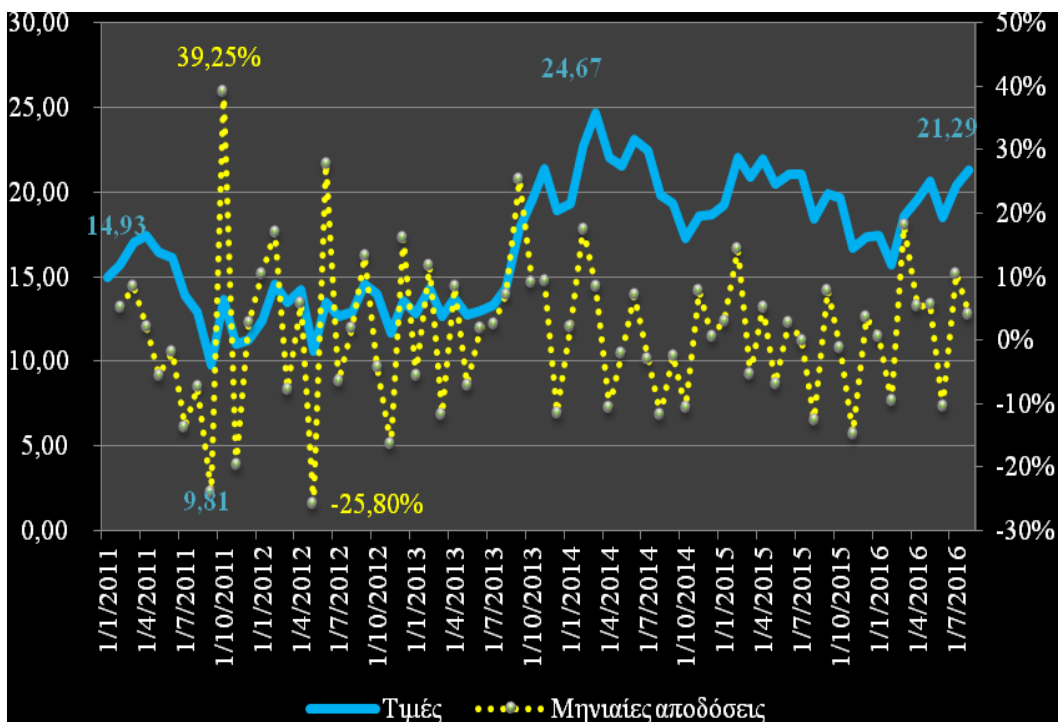
Πίνακας 1: Βασικοί μέτοχοι εταιρείας Τιτάν 31/12/2015

ΜΕΤΟΧΟΙ	ΠΟΣΟΣΤΟ
ΕΔΥΒΕΜ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ	11,16%
ΚΑΝΕΛΛΟΠΟΥΛΟΣ ΑΝΔΡΕΑΣ	10,72%
ΙΔΡΥΜΑ ΠΑΥΛΟΥ ΚΑΙ ΑΛΕΞΑΝΔΡΑΣ ΚΑΝΕΛΛΟΠΟΥΛΟΥ	9,95%
ΚΑΝΕΛΛΟΠΟΥΛΟΣ ΛΕΩΝΙΔΑΣ	6,10%

Πηγή: ΤΙΤΑΝ, (2015)

Στο παρακάτω γράφημα παρουσιάζονται οι μηνιαίες τιμές της κοινής μετοχής της εταιρείας το διάστημα 1/1/2011 έως 01/07/2016 από τις οποίες υπολογίζονται οι μηνιαίες αποδόσεις της (παράρτημα 1) (Yahoo Finance, 2016).

Γράφημα 10 : Μηνιαίες τιμές και Αποδόσεις μετοχής Τιτάν 01/01/2011-01/07/2016



Την 1 Ιανουαρίου του 2011 η τιμή της μετοχής του Τιτάν ήταν 14,93€. Από τον Μάιο έως και Σεπτέμβριο του ίδιου έτους ακολούθησε μια πτωτική πορεία και η τιμή της έπεσε στο κατώτατο σημείο της εξεταζόμενης περιόδου με τιμή 9,81€. Τον επόμενο μήνα υπήρξε η μεγαλύτερη μηνιαία αύξηση και η τιμή της ανέβηκε κατά 39,25%. Έως και το καλοκαίρι του 2013 δεν υπήρξαν σημαντικές μεταβολές στην τιμή της αν και παρατηρούνται πολλές διακυμάνσεις. Από τον Ιούλιο του 2013 έως τον Ιούνιο του 2014 ακολούθησε μια ιδιαίτερα ανοδική πορεία, με την μετοχή να φθάνει στο υψηλότερο σημείο τα 24,6%. Στην συνέχεια η τιμή της μειώθηκε ενώ παρατηρούνται περίοδοι ανάκαμψης στις αρχές του 2015 καθώς και το καλοκαίρι του 2016. Την 1^η Ιουλίου η τιμή της μετοχής έκλεισε στα 21,29€. Η μέση μηνιαία απόδοση το εξεταζόμενο διάστημα είναι 1,21% ενώ η μέση ετήσια απόδοση για την πενταετία είναι 5,44%.

3.2 ΗΡΑΚΛΗΣ

3.2.1 ΙΣΤΟΡΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ

Η εταιρεία ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ (Ανώνυμη Γενική Εταιρεία Τσιμέντου) ιδρύθηκε το 1911 από τους επιχειρηματίες Ζαμάνος και Ζαβογιάννης, με μετοχικό κεφάλαιο 2 εκ. δρχ, ενώ το εργοστάσιό της στην Δραπετσώνα άρχισε να λειτουργεί δύο χρόνια αργότερα το 1913. Από το 1917 που η εταιρεία άρχισε να διοικείται από τον Α. Χατζηκυριάκο ξεκίνησε η ανοδική πορεία της εταιρείας. Η εταιρεία το 1928 εξαγοράζει το εργοστάσιο τσιμέντων «Ο Όλυμπος» και το 1931 η παραγωγή των δύο εργοστασίων καλύπτει το μισό της ελληνικής παραγωγής τσιμέντου.

Την περίοδο της κατοχής ανακόπηκε η ανοδική πορεία της εταιρείας, που όμως από το 1945 και μετά η εταιρεία αρχίζει να ανασυγκροτείται (όπως και η ελληνική οικονομία). Επίσης, το 1955 η εταιρεία καλύπτει το 50% της εγχώριας παραγωγής τσιμέντου και στα τέλη της δεκαετίας η εταιρεία είχε αναδειχθεί σε μια από τις σημαντικότερες τσιμεντοβιομηχανίες της ευρωπαϊκής αγοράς, έπειτα από διαρκή εκσυγχρονισμό των παραγωγικών της εγκαταστάσεων. Τις επόμενες δεκαετίες η εταιρεία εξελίσσεται σε όμιλο (επεκτείνοντας την δραστηριότητά του και σε άλλους κλάδους) και την δεκαετία του '80 δημιουργείται το τρίτο εργοστάσιο παραγωγής τσιμέντου και ο τερματικός σταθμός άνθρακα στο Μηλάκι Ευβοίας.

Στις αρχές της δεκαετίας του '90 στην ευρωπαϊκή αγορά τσιμέντου γίνονται σημαντικές ανακατατάξεις και έτσι το 70% της ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ μεταβιβάστηκε στην ιταλική εταιρεία τσιμέντου Calcestruzzi, που σήμερα φέρει την επωνυμία Concretum. Η ιταλική εταιρεία αφού «συμμάχησε» με την γαλλική Lafarge ανοίχθηκε σε νέες αγορές και τον Οκτώβριο του 1999 η ιταλική ιδιοκτησία αναζήτησε και πάλι αγοραστή (Χαροντάκης, 2000). Το 2000 η βρετανική Blue Circle (που στην συνέχεια αποκτήθηκε από τη γαλλική Lafarge) επικράτησε στο σχετικό πλειστηριασμό με αντίπαλο την ομάδα Ελλήνων επιχειρηματιών. Το 2015 η Lafarge Cementos υπέβαλλε υποχρεωτική δημόσια πρόταση για το 11,01% της ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ που βρισκόταν σε διασπορά με στόχο την έξοδο της εταιρείας από το Χρηματιστήριο Αθηνών, στο οποίο οι

μετοχές της διαπραγματεύονταν από τον Ιούνιο του 1919 (Κόλλιας, 2015).

Σήμερα η έδρα της εταιρείας είναι στο δήμο Παιανίας και ανήκει κατά πλειοψηφία 93,61% στον όμιλο LafargeHolcim με έδρα την Ελβετία. Την 10^η Ιουλίου 2015, ολοκληρώθηκε η συγχώνευση των Ομίλων Lafarge και Holcim, με την δημιουργία ενός νέου Ομίλου LafargeHolcim. Κατά συνέπεια, η Εταιρεία LafargeHolcim Ltd απέκτησε εμμέσως δικαιώματα ψήφου που αντιστοιχούσαν σε 63.253.403 μετοχές και ποσοστό 88,99% του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου της ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ μέσω της απόκτησης ελέγχου στην απώτερη μέχρι τότε της μητρικής εταιρείας της ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ, Lafarge S.A. Η εταιρεία LafargeHolcim Ltd αύξησε την έμμεση συμμετοχή της στην ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ στο πλαίσιο της δημόσιας πρότασης της άμεσης μετόχου Lafarge Cementos SAU στις 30 Ιουλίου 2015 για την απόκτηση του συνόλου των μετοχών της Εταιρείας και έτσι στις 31 Δεκεμβρίου 2015 κατείχε 66.543.599 μετοχές (ΗΡΑΚΛΗΣ, 2015).

3.2.2 ΠΡΟΪΟΝΤΑ

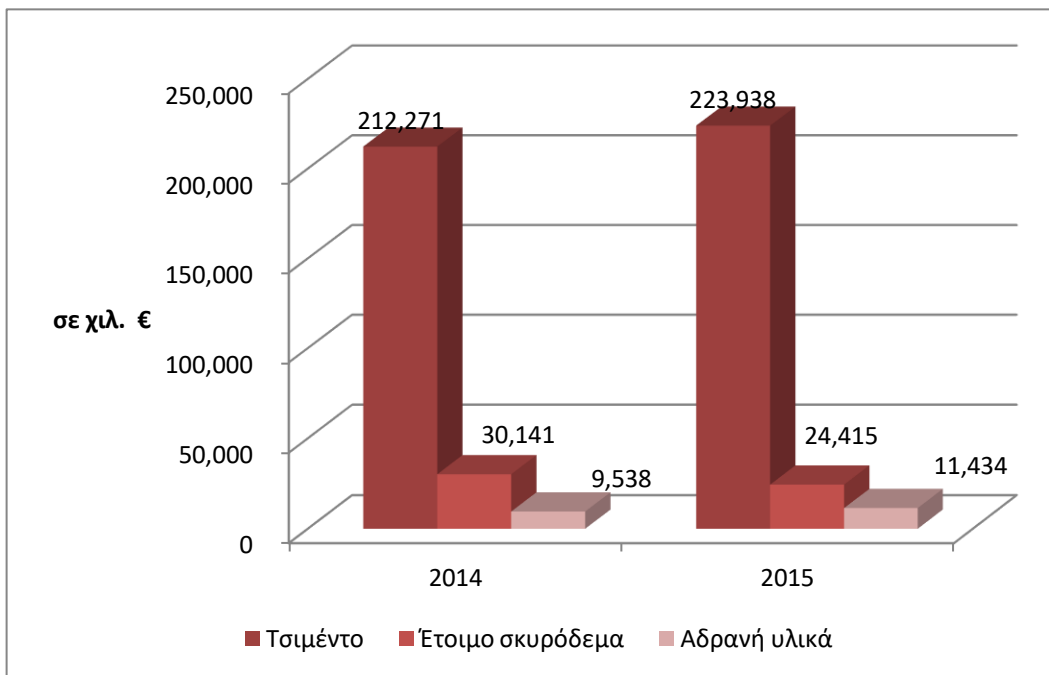
Η εταιρεία ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ δραστηριοποιείται κατά κύριο λόγο στην παραγωγή και εμπορία τσιμέντου και μέσω της θυγατρικής της εταιρείας Lafarge Beton ABEE δραστηριοποιείται στον κλάδο του σκυροδέματος και των αδρανών υλικών. Βασικό μέλημα της εταιρείας είναι η παροχή στην βιομηχανία κατασκευών και στο ευρύ κοινό καινοτόμων λύσεων που θα εξασφαλίζουν μεγαλύτερη ασφάλεια, άνεση και ποιότητα στο καθημερινό περιβάλλον. Οι επιχειρηματικοί τομείς της εταιρείας αντλούν σχεδόν αποκλειστικά τα έσοδά τους από τα παρακάτω προϊόντα (ΗΡΑΚΛΗΣ, 2015):

- Μια μεγάλη ποικιλία τσιμέντου και υδραυλικών συνδετικών υλικών προσαρμοσμένη στις ανάγκες του κατασκευαστικού κλάδου
- Σκυρόδεμα και αδρανή υλικά

Η χρηματική συνεισφορά κάθε κλάδου (σε χιλιάδες ευρώ) στο σύνολο των εσόδων την τελευταία διετία (2014-2015) παρουσιάζεται στο παρακάτω γράφημα. Όπως φαίνεται η συντριπτική πλειοψηφία των εσόδων της εταιρείας προέρχεται

από την πώληση τσιμέντου και δευτερευόντως από τις πωλήσεις σκυροδέματος και αδρανών υλικών. Το 2015 υπήρξε αύξηση στα έσοδα από τις πωλήσεις τσιμέντου, περίπου 12 εκ. ευρώ, διαμορφώνοντας τα έσοδα περίπου στα 224 εκ. ευρώ. Αντίθετα πτώση υπήρξε στα έσοδα από το σκυρόδεμα, τα οποία το 2015 ήταν περίπου 24,4 εκ. ευρώ ενώ τα έσοδα των αδρανών υλικών είχαν αξιοσημείωτη αύξηση από 9,5 εκ. ευρώ το 2014 σε 11,4 εκ. ευρώ το 2015.

Γράφημα 11: Κατανομή πωλήσεων ανά κλάδο Αγέτ Ηρακλής 2014-2015 (σε χιλ. €)



Πηγή: ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ, (2015), Ετήσια Οικονομική Έκθεση

3.2.3 ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ ΚΑΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ

Η εταιρεία ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ διαθέτει στην αγορά ευρεία ποικιλία σε χύδην και σακευμένα προϊόντα τσιμέντου και σκυροδέματος όπου ανταποκρίνονται απόλυτα σε κάθε βασική ή εξειδικευμένη οικοδομική εφαρμογή. Η ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ πραγματοποιεί την παραγωγή τσιμέντου από τα δυο εργοστάσια Βόλου και Μηλακίου Εύβοιας και διαθέτει έξι κέντρα διανομής. Λειτουργεί λατομεία κοντά στα εργοστάσια, καθώς και τα τρία λατομεία στην Μήλο, στο Γυαλί Νισύρου και το Αλτσί Κρήτης (Lafarge, 2017).

Η εταιρεία ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ, μέλος του μεγαλύτερου ομίλου παγκοσμίως της LafargeHolcim, αποτελεί μια ηγέτιδα δύναμη στην εγχώρια αγορά με ετήσια παραγωγική δυναμικότητα που φθάνει τους 6,7 εκατομμύρια τόνους τσιμέντου (Η Καθημερινή, 2014). Ο όμιλος ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ έχοντας στο επίκεντρο τα δύο εργοστάσια στο Βόλο και στο Μηλάκι, απασχολεί περισσότερους από 700 εργαζόμενους σε 33 σημεία στην Ελλάδα και έχει περισσότερους από 1.500 συνεργάτες και εργολάβους. Η εταιρεία στοχεύει διαρκώς στην βελτίωση και ενίσχυση της ανταγωνιστικότητάς της στην εγχώρια αγορά (με μερίδιο αγοράς πλέον του 40%) και διοχετεύοντας την πλεονάζουσα παραγωγή στο εξωτερικό, σε χώρες της Μεσογείου αλλά και στις χώρες της Μέσης Ανατολής και των ΗΠΑ. Η οργανωτική δομή καθώς και η αποτελεσματική διαχείριση των πόρων έχουν συμβάλει στην πραγματοποίηση σημαντικών εξαγωγών τσιμέντου, κλίνκερ, ελαφρόπετρας, ειδικών πρώτων υλών και στερεών καυσίμων, σε περισσότερες από 20 χώρες (FortuneGreece, 2016).

Η εταιρεία και ο όμιλος ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ έχουν λάβει μέτρα για την διασφάλιση της εύρυθμης λειτουργίας των μονάδων τους στην εγχώρια αγορά, παρά την δύσκολη οικονομική συγκυρία, την έλλειψη ρευστότητας, το υψηλό ποσοστό ανεργίας, την υψηλή φορολογική επιβάρυνση και την παρατεταμένη αστάθεια. Η εταιρεία δεν αντιμετωπίζει σημαντικό κίνδυνο ρευστότητας αφού διατηρεί άμεσα διαθέσιμα κεφάλαια σε τράπεζες του εξωτερικού, ενώ έχει άμεση πρόσβαση, με ιδιαίτερα ευνοϊκούς όρους, σε διεθνείς πηγές χρηματοδότησης, στην περίπτωση που κριθεί απαραίτητο. Παράλληλα η διαρκής προσπάθεια εύρεσης νέων αγορών στο εξωτερικό και η παραγωγή καινοτομικών προϊόντων, αντισταθμίζουν μερικώς τις συνέπειες της έλλειψης ρευστότητας και του εκτιμώμενου χαμηλού επιπέδου ζήτησης δομικών υλικών στην εγχώρια αγορά. Για την διαχείριση και την αντιστάθμιση των χρηματοοικονομικών κινδύνων η εταιρεία λαμβάνει τα ακόλουθα μέτρα (ΗΡΑΚΛΗΣ, 2015):

- Η διοίκηση παρακολουθεί σε συνεχή βάση την κεφαλαιακή διάρθρωση, ώστε να βελτιστοποιείται η σχέση μεταξύ δανεισμού και ιδίων κεφαλαίων και να μεγιστοποιείται η απόδοση προς τους μετόχους.
- Το μέγεθος και η οικονομική θέση του ομίλου διασφαλίζουν πρόσβαση σε ανταγωνιστικά επιτόκια και όρους δανεισμού, με συνέπεια τα έξοδα και οι

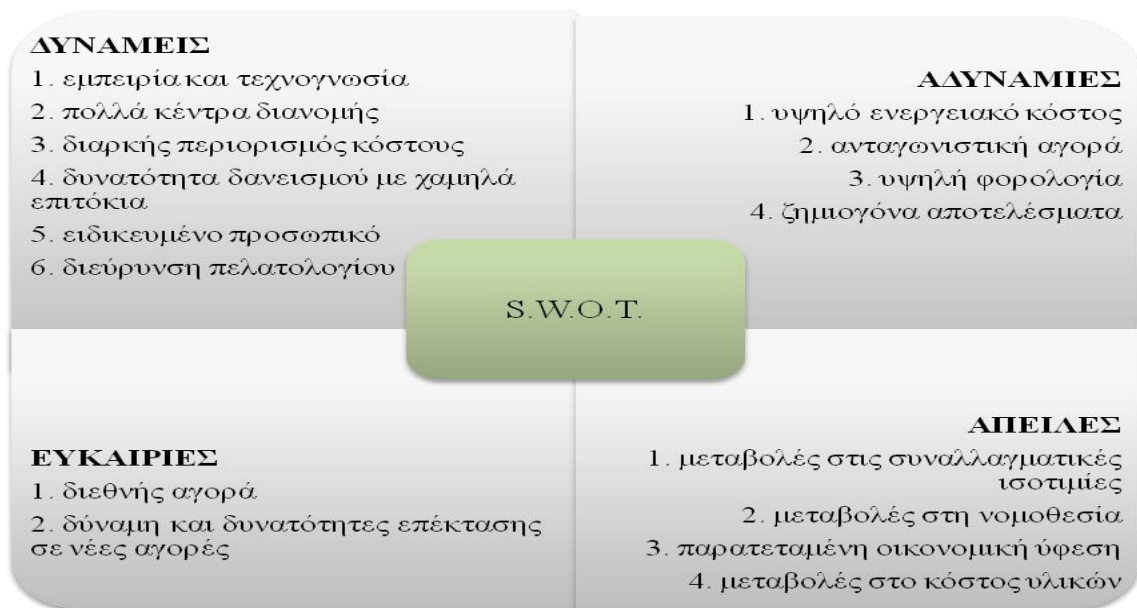
ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες να μην επηρεάζονται σημαντικά από τις διακυμάνσεις των επιτοκίων. Η διαχείριση της ρευστότητας επιτυγχάνεται με τον κατάλληλο συνδυασμό χρηματικών διαθεσίμων και εγκεκριμένων γραμμών τραπεζικών πιστώσεων που χρησιμοποιούνται εφόσον συντρέχει λόγος.

- Για επισφαλείς απαιτήσεις αναγνωρίζονται οι προβλέψεις ανάλογα με τον χρόνο ωρίμανσης των εκπρόθεσμων υπολοίπων των πελατών και τις εκτιμήσεις της διοίκησης για ειδικούς πιστωτικούς κινδύνους. Ο στενός έλεγχος των χορηγούμενων πιστωτικών ορίων στους πελάτες, η ασφάλιση των πιστώσεων και η λήψη πρόσθετων εμπράγματων εγγυήσεων από τους πελάτες αποτελούν κορυφαίες προτεραιότητες για την εταιρεία.
- Το μεγαλύτερο μέρος των συναλλαγών πραγματοποιείται σε ευρώ και το υπόλοιπο σε δολάρια ΗΠΑ και κατά συνέπεια υπάρχει κάποιος βαθμός έκθεσης στις διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών, που αντισταθμίζεται με την χρήση παράγωγων χρηματοοικονομικών προϊόντων, κυρίως προθεσμιακών συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης σε συνάλλαγμα. Το γεγονός ότι η εταιρεία αγοράζει στερεά καύσιμα σε δολάρια και εξάγει τα προϊόντα της στο ίδιο νόμισμα, αποτελεί σε κάποιο βαθμό φυσική αντιστάθμιση για αυτές τις συναλλαγές.

3.2.4 SWOT ΑΝΑΛΥΣΗ

Για την εταιρεία ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ οι δυνάμεις και αδυναμίες καθώς και οι ευκαιρίες και οι απειλές που αντιμετωπίζει παρουσιάζονται στο παρακάτω γράφημα.

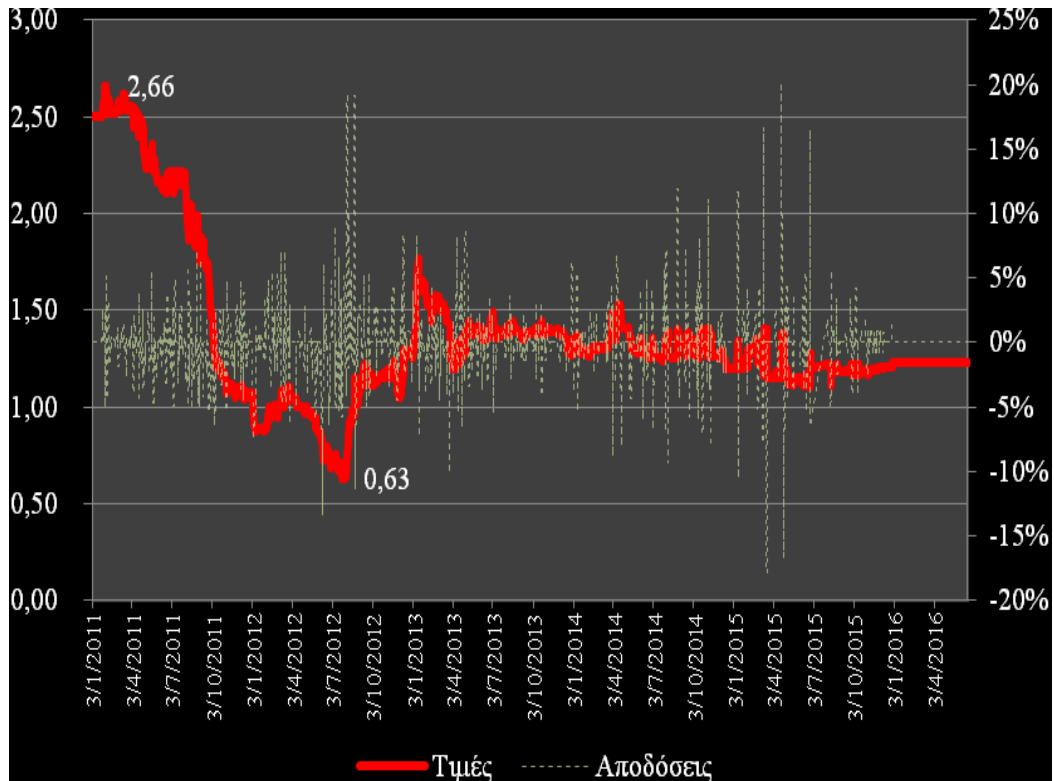
Γράφημα 12: Ανάλυση S.W.O.T Εταιρείας Αγέτ Ηρακλής



3.2.5 ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΣΥΝΘΕΣΗ ΚΑΙ ΠΟΡΕΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ

Όλες οι μετοχές της εταιρείας ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ είναι κοινές ονομαστικές και έχουν δικαίωμα ψήφου. Το σύνολο των μετοχών της εταιρείας στις 18 Μαρτίου 2016 ανήκει στην εταιρεία Lafarge Holcim Ltd (Lafarge, 2017). Οι μετοχές της εταιρείας έπαυσαν να διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αθηνών από την 10^η Μαρτίου του 2016, ενώ η διαγραφή των μετοχών της από το Χρηματιστήριο εγκρίθηκε από το διοικητικό συμβούλιο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς την 26^η Ιουνίου 2016 (Naftemporiki.gr, 2016). Στο παρακάτω γράφημα παρουσιάζονται τα ιστορικά ημερήσια κλεισίματα της μετοχής καθώς και οι αποδόσεις της από την 1^η Ιανουαρίου 2011 έως και την ημέρα διαγραφής των μετοχών από το Χρηματιστήριο Αθηνών (Capital.gr, 2017).

Γράφημα 13: Ημερήσιες Τιμές και Αποδόσεις μετοχής Αγέτ Ηρακλής 03/01/2011- 03/04/2016



Από τις αρχές του 2011 έως και το καλοκαίρι του 2012 η τιμή της μετοχής της ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ μειώθηκε σημαντικά, πέφτοντας από 2,66€ στα 0,63€. Το επόμενο διάστημα και έως τις αρχές του 2013 ανέκτησε μέρος της αξίας της, όμως έκτοτε και έως την διακοπή της διαπραγμάτευσής της, είχε φθίνουσα πορεία. Οι υψηλότερες διακυμάνσεις στην τιμή της μετοχής της εταιρείας παρατηρούνται το καλοκαίρι του 2012 καθώς και στις αρχές του 2015, αν και στο δεύτερο χρονικό διάστημα δεν υπήρξαν σημαντικές μεταβολές στην τιμή διαπραγμάτευσης της μετοχής. Από το τέλος Δεκεμβρίου του 2015 έως και την διαγραφή της από το Χρηματιστήριο η τιμή της μετοχής της ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ παρέμεινε σταθερή στα 1,23€.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Η παρούσα ενότητα της εργασίας αφορά την θεωρητική ανάλυση της αποτίμησης των επιχειρήσεων. Πιο συγκεκριμένα αναφέρονται η έννοια της μέτρησης της αξίας μιας επιχείρησης, οι λόγοι για τους οποίους πραγματοποιείται η αποτίμηση καθώς και η θεμελιώδης ανάλυση (των τρόπων προσέγγισής της και των εφαρμοζόμενων μεθόδων). Στην συνέχεια αναφέρονται οι ευρέως χρησιμοποιούμενες μέθοδοι αποτίμησης των επιχειρήσεων και κυρίως αναλύεται η μέθοδος της προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών, δίνοντας έμφαση στις παραδοχές και εκτιμήσεις στις οποίες βασίζεται αλλά και στον τρόπο εφαρμογής της.

4.1 ΜΕΤΡΗΣΗ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΜΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Η αξία μιας επιχείρησης μπορεί να προσδιοριστεί με βάση την τιμή διαπραγμάτευσης των μετοχών της στο Χρηματιστήριο. Όμως η αξιολόγηση μιας εταιρείας με βάση την χρηματιστηριακή τιμή των μετοχών της μπορεί να οδηγήσει σε εσφαλμένα συμπεράσματα. Στην περίπτωση που οι αγορές είναι αποτελεσματικές, τότε η αποτίμηση με βάση τα στοιχεία της αγοράς μπορεί να προσεγγίζει σε μεγάλο βαθμό την πραγματική αξία της επιχείρησης. Για να θεωρηθεί μια αγορά αποτελεσματική θα πρέπει να ισχύουν τα παρακάτω (Βασιλείου, 2008):

- Στην αγορά δραστηριοποιούνται πολλοί επενδυτές, οι οποίοι δρουν ορθολογιστικά και ανεξάρτητα, επιδιώκοντας την μεγιστοποίηση των κερδών τους.
- Οι πληροφορίες είναι διαθέσιμες σε όλους τους επενδυτές χωρίς κόστος και σχεδόν ταυτόχρονα.
- Οι πληροφορίες στην αγορά φθάνουν με τυχαίο τρόπο και είναι ανεξάρτητες μεταξύ τους.
- Η αντίδραση των επενδυτών στις νέες πληροφορίες γίνεται άμεσα και με ακρίβεια, οδηγώντας άμεσα στην αναπροσαρμογή των τιμών των μετοχών.

Όμως ακόμα κι αν η αγορά είναι σε κάποιο βαθμό αποτελεσματική υπάρχουν πιθανά εμπόδια που μπορούν να προκαλέσουν απόκλιση μεταξύ των χρηματιστηριακών τιμών και των πραγματικών. Για παράδειγμα τυχόν συγκαλυμμένες, παραπλανητικές πληροφορίες ή πληροφορίες που φθάνουν στην αγορά με χρονική υστέρηση, μπορούν να προκαλέσουν σημαντικές αποκλίσεις μεταξύ χρηματιστηριακής και πραγματικής αξίας των μετοχών. Αποφάσεις που οδηγούν στην μεγιστοποίηση της τιμής των μετοχών μιας επιχείρησης δεν συνάδουν με την μακροπρόθεσμη μεγιστοποίηση της αξίας της. Προβλήματα που ενδεχομένως μπορούν να οδηγήσουν σε λανθασμένη αποτίμηση των μετοχών στην αγορά (Damodaran, 2011):

- Οι χρηματιστηριακές αγορές δεν είναι πάντα λογικές και δεν αξιολογούν ορθολογικά τις επιπτώσεις των νέων πληροφοριών, οδηγώντας σε υψηλότερη μεταβλητότητα των τιμών από ότι η θεμελιώδης ανάλυση.
- Οι χρηματιστηριακές αγορές κάποιες φορές υπερβάλλουν σε κάποιες πληροφορίες και μπορεί να οδηγήσουν σε υπερβολή αύξηση των τιμών όταν οι πληροφορίες είναι θετικές ή να μειώσουν πολύ τις τιμές όταν οι πληροφορίες δεν είναι ευνοϊκές.
- Υπάρχουν περιπτώσεις ατόμων ή ομάδων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες που τις χρησιμοποιούν προς ίδιο όφελος και κατά συνέπεια σε βάρος των λοιπών επενδυτών.

Τα διάφορα μοντέλα αποτίμησης μπορούν να οδηγήσουν σε διαφορετικά αποτελέσματα (που είτε υπερεκτιμούν είτε υποτιμούν την αξία μιας επιχείρησης), όμως η διαδικασία της αποτίμησης μπορεί να δια φωτίσει πολλά σημεία και να εξηγήσει τους παράγοντες που καθορίζουν την αξία της. Έτσι ακόμα και σε περιπτώσεις, όπου οι αγορές είναι αποτελεσματικές, η διαδικασία χρήσης μεθόδων αποτίμησης, μπορεί να αποδώσει ιδιαίτερα χρήσιμες πληροφορίες σχετικές με την λειτουργία και τις προοπτικές μιας επιχείρησης (Damodaran, 2012).

Όταν στόχος της διοίκησης μιας επιχείρησης είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της, η σχέση μεταξύ χρηματοοικονομικών αποφάσεων, επιχειρηματικής στρατηγικής και αποτίμησης θα πρέπει να διαχωριστούν. Η αξία μιας επιχείρησης

σχετίζεται άμεσα με τις αποφάσεις που λαμβάνει, τα επενδυτικά προγράμματα που πραγματοποιεί, τον τρόπο χρηματοδότησής τους και την μερισματική πολιτική που υιοθετεί. Όταν αυτή η σχέση (η οποία είναι διαφορετική σε κάθε περίπτωση και χρονική στιγμή) γίνει κατανοητή τότε μια επιχείρηση είναι σε θέση να λάβει αποφάσεις που θα οδηγήσουν στην αύξηση της αξίας της και θα την βοηθήσουν να προβεί σε λογικές χρηματοοικονομικές ανακατατάξεις.

4.1.1 ENNOIA ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Η αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων είναι η διαδικασία αξιολόγησης της αξίας μιας εταιρείας, μιας ακίνητης περιουσίας ή οποιουδήποτε άλλου στοιχείου αξίας, και συγκεκριμένα των περιουσιακών στοιχείων που παράγουν οι ταμειακές ροές. Η αποτίμηση περιουσιακών στοιχείων πραγματοποιείται συνήθως πριν από την αγορά ή πώληση ενός περιουσιακού στοιχείου ή πριν από την αγορά ασφάλισης για ένα περιουσιακό στοιχείο. Η αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων μπορεί να βασίζεται σε ταμειακές ροές, συγκρίσιμες μετρήσεις αποτίμησης ή αξία συναλλαγής. Ένα μεγάλο μέρος της οικονομικής θεωρίας επικεντρώνεται στην αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων.

Ως <<αποτίμηση>> ορίζεται ο προσδιορισμός της αξίας των περιουσιακών στοιχείων αλλά και των υποχρεώσεων μιας οικονομικής μονάδας, εκφρασμένη στην ίδια νομισματική μονάδα. Για τον προσδιορισμό της αξίας των περιουσιακών στοιχείων προαπαιτείται η καταμέτρηση και η καταγραφή τους και στην συνέχεια γίνεται η αποτίμησή τους.

Τα περιουσιακά στοιχεία μπορούν να περιλαμβάνουν μετοχές, ομόλογα, κτίρια, εξοπλισμό και άυλα περιουσιακά στοιχεία, όπως εμπορικά σήματα, υπεραξία και εργασία. Ως εκ τούτου, η αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων αποτελείται συχνά από υποκειμενικές και αντικειμενικές μετρήσεις. Για παράδειγμα, δεν ορίζεται κάποιος αριθμός στις οικονομικές καταστάσεις που να λέει στους επενδυτές πόσο αξίζει το εμπορικό σήμα της εταιρείας. Το εμπορικό σήμα είναι άυλο περιουσιακό στοιχείο και η αποτίμηση είναι υποκειμενική. Από την άλλη πλευρά, το καθαρό κέρδος είναι η αντικειμενική μέτρηση που βασίζεται στα στοιχεία εσόδων και εξόδων της εταιρείας. Εάν μια εταιρεία προσπαθεί να

αποκτήσει περιουσιακά στοιχεία άλλης εταιρείας, μπορεί να εξετάσει την λογιστική αξία των περιουσιακών στοιχείων, την αγοραία αξία των περιουσιακών στοιχείων και την συναλλαγή ή την αξία αντικατάστασης. Όταν οι αναλυτές εκτιμούν μια εταιρεία, εξετάζουν την λογιστική αξία των περιουσιακών στοιχείων και την αγοραία αξία των περιουσιακών στοιχείων. Η λογιστική αξία είναι γενικά χαμηλότερη από την αγοραία αξία, επειδή τα περιουσιακά στοιχεία παρατίθενται στο ιστορικό τους κόστος. Οι κοινές μέθοδοι για τον προσδιορισμό της αξίας ενός περιουσιακού στοιχείου περιλαμβάνουν την σύγκριση με παρόμοια περιουσιακά στοιχεία και την αξιολόγηση του δυναμικού ταμειακών ροών του. Το κόστος απόκτησης, το κόστος αντικατάστασης και η σωρευμένη αξία απόσβεσης είναι επίσης μέθοδοι αποτίμησης του ενεργητικού. Ένας από τους πιο συνηθισμένους τρόπους αξιολόγησης των περιουσιακών στοιχείων βασίζεται στις μελλοντικές ταμειακές ροές. Για παράδειγμα, η αξία του αποθέματος βασίζεται σε μελλοντικές ταμειακές ροές από μερίσματα και από ανατίμηση της τιμής της μετοχής. Η αξία των ομολόγων βασίζεται στις μελλοντικές ταμειακές ροές για πληρωμές τόκων. Η αξία των εμπορικών ακινήτων βασίζεται, εν μέρει, στο ενοίκιο. Αυτή η μέθοδος λειτουργεί μόνο για τα στοιχεία ενεργητικού που παράγουν ταμειακές ροές. Εάν τα περιουσιακά στοιχεία δεν παράγουν ταμειακές ροές, ο αναλυτής μπορεί να πραγματοποιήσει ανάλυση συναλλαγών. Τα πιο ρευστά περιουσιακά στοιχεία μπορούν να αποτελέσουν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην αγορά και επομένως να έχουν αγοραία αξία. Τα στοιχεία ενεργητικού που έχουν αγοραία αξία αποτιμώνται με βάση τα πολλαπλάσια αυτής της αξίας. Για παράδειγμα, τα αποθέματα συχνά αποτιμώνται με βάση ένα πολλαπλάσιο της τιμής στα κέρδη, την τιμή προς την λογιστική αξία ή τις ροές των τιμών προς ταμειακές ροές. Η ανάλυση συναλλαγής ή αντικατάστασης κόστους επιδιώκει να βρει συναλλαγές που αφορούν παρόμοια περιουσιακά στοιχεία. Αυτή η μέθοδος είναι καλή για τα μη ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία ή τα περιουσιακά στοιχεία που δεν έχουν αγοραία αξία.

Η αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων βασίζεται στις ακόλουθες βασικές αρχές:

- *Στην αρχή του ιστορικού κόστους.* Με βάση την συγκεκριμένη αρχή η αποτίμηση γίνεται στην τιμή κτήσης ή στο κόστος παραγωγής.
- *Στην αρχή της αυτοτέλειας των χρήσεων.* Στα αποτελέσματα κάθε χρήσης καταχωρούνται μόνο τα έξοδα και τα έσοδα που πραγματοποιήθηκαν εκτός της συγκεκριμένης χρήσης, ανεξάρτητα από το πότε πληρώθηκαν ή εισπράχθηκαν.
- *Στην αρχή της συνεχιζόμενης δραστηριότητας της επιχείρησης.* Η αποτίμηση στηρίζεται στην πεποίθηση ότι η επιχείρηση θα συνεχίσει την λειτουργία της.
- *Στην αρχή της συνέπειας των λογιστικών μεθόδων.* Η αποτίμηση των στοιχείων γίνεται με πάγια χρήση των λογιστικών μεθόδων που υιοθετούνται από την επιχείρηση, ώστε τα στοιχεία που προκύπτουν να είναι συγκρίσιμα.
- *Στην αρχή της χωριστής αποτίμησης των στοιχείων του Ενεργητικού και του Παθητικού.* Με βάση την συγκεκριμένη αρχή δεν επιτρέπεται ο συμψηφισμός των απαιτήσεων και των υποχρεώσεων και τα μεγέθη πρέπει να εμφανίζονται αυτούσια.
- *Στην αρχή της συνέχειας των Ισολογισμών.* Τα ποσά που εμφανίζονται στις οικονομικές καταστάσεις τέλους χρήσης αποτελούν τα ποσά που ανοίγουν τους λογαριασμούς της επόμενης χρήσης".

4.2 ΛΟΓΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Όσο κοινότυπο και αν ακούγεται οι περισσότερες αποτιμήσεις, κυρίως των μη εισηγμένων εταιρειών, γίνονται για «φορολογικούς ή νομικούς λόγους» (Damodaran A. 2001 Investment Valuation. Second Edition σελ.80). Αρχικά και κάθε φορά που ένας εταίρος εισέρχεται σε μια εταιρεία θα πρέπει να αποτιμάται άμεσα η αξία της επιχείρησης, ώστε να δίνεται η απαραίτητη ενημέρωση στον νέο εταίρο, αυτό ισχύει και στην περίπτωση που όταν κάποιος εταίρος αποσύρεται (Brigham and Houston, 2007). Επιπροσθέτως, αποτίμηση γίνεται και όταν οι ιδιοκτήτες προτίθενται σε διακοπή της συνεργασίας τους, οπότε πρέπει να διαχωρίσουν την περιουσία της εταιρείας και μέσα από την παρούσα διαδικασία να την αποτιμήσουν.

Στον αντίποδα οι φορολογικοί λόγοι είναι ένας βασικός λόγος αποτίμησης. Οι επιχειρήσεις αποτιμώνται στις περιπτώσεις που υφίσταται ακίνητη υπό φορολόγηση περιουσία αλλά και κάποιος από τους ιδιοκτήτες αποβιώνει ή βρίσκεται σε δικαστική διαμάχη. Η αποτίμηση δεν είναι σωστό να διαφοροποιείται ανά περίπτωση, παρόλα αυτά σε νομικές περιπτώσεις η αξία της επιχείρησης επαναπροσδιορίζεται ανάλογα με το ποια τιμή το δικαστήριο θα κάνει αποδεκτή ανεξάρτητα εάν αυτή η τιμή καλύπτει με ακρίβεια την αξία μιας επιχείρησης (Damodaran, 2012).

Επομένως, σκοπός κάθε μεθόδου αποτίμησης είναι να υπολογίσει την παρούσα αξία της επιχείρησης και να προσδιορίσει κάποιες μελλοντικές προβλέψεις τις οποίες θα προσπαθήσει να πραγματοποιήσει γνωρίζοντας τους κινδύνους που μπορεί να αντιμετωπίσει. Κατά καιρούς έχουν γίνει πολλές έρευνες για τις μεθόδους αποτίμησης, σχετικά με το ποια είναι καλύτερη και πιο αποδοτική για μια επιχείρηση. Οι ερευνητές δεν κατάφεραν να συμφωνήσουν έτσι ώστε να ξεχωρίσουν τις μεθόδους ανάλογα με την αποδοτικότητά τους, αλλά κατάφεραν να συμφωνήσουν ως προς τους στόχους που πρέπει να ικανοποιεί η κάθε μέθοδος αποτίμησης (Ehrhardt and Brigham, 2011): α) Η πληροφόρηση για την επιχείρηση θα πρέπει να είναι εύχρηστη για να μπορέσει να γίνει κατανοητή στα ενδιαφερόμενα μέρη και πάνω από όλα να είναι χρήσιμη, β) Η αποτίμηση χρησιμοποιείται ως βάση εξέτασης των ιδιαιτεροτήτων μιας επιχείρησης, γ) Η αποτίμηση βοηθά στην εκτίμηση του κινδύνου, δ) Η αποτίμηση κάνει ξεκάθαρες παρελθούσες οικονομικές επιδόσεις, ε) Η αποτίμηση γίνεται με στόχο να κατανοηθεί το περιβάλλον δράσης της επιχείρησης, τέλος ζ) η αποτίμηση βοηθά στις προβλέψεις αλλά και στην ερμηνεία αποτελεσμάτων.

4.3 ΘΕΜΕΛΙΩΔΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗ

Η θεμελιώδης ανάλυση αναφέρεται στην ανάλυση μιας μετοχής, ώστε να καθοριστεί η εύλογη αξία της με βάση τις επιχειρησιακές προοπτικές της εταιρείας (Brealey, et al., 2011). Έτσι η πραγματική αξία της επιχείρησης συσχετίζεται με τα ιδιαίτερα χρηματοοικονομικά χαρακτηριστικά της, όπως οι προοπτικές ανάπτυξης, το προφίλ του κινδύνου, οι ταμειακές ροές της, κλπ. Εστιάζει στην αποτίμηση, ενώ οι αναλυτές χρησιμοποιούν διαφορετικές τεχνικές,

όπως η προεξόφληση των ταμειακών ροών ή οι πολλαπλασιαστές (Damodaran, 2012).

Πραγματοποιείται έπειτα από προσεκτική μελέτη της πορείας και των προοπτικών όχι μόνο της εξεταζόμενης εταιρείας, του κλάδου αλλά και του γενικότερου οικονομικού περιβάλλοντος. Για την διερεύνηση της πορείας της εταιρείας εξετάζονται τομείς όπως τα κέρδη, η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων, η ρευστότητα, οι ταμειακές ροές, η ικανότητα και η αξιοπιστία της διοίκησης, κλπ. Στην θεμελιώδη ανάλυση γίνεται προσπάθεια προσδιορισμού του κινδύνου που ενέχει κάθε μετοχή (Πουφινάς, 2014).

Στο επίκεντρο της θεμελιώδους ανάλυσης των επιχειρήσεων βρίσκεται η ικανότητα υπολογισμού, ανάλυσης και ερμηνείας των χρηματοοικονομικών δεικτών. Οι δείκτες μπορούν να χαρακτηριστούν ως διαγνωστικά εργαλεία που χρησιμοποιούνται για τον εντοπισμό μεταβολών και τυχών προβληματικών σημείων για την μελλοντική πορεία μιας επιχείρησης. Εναλλακτικά οι αριθμοδείκτες μπορούν να οριστούν ως ένας τρόπος τυποποίησης της απόδοσης βασικών οικονομικών μεταβλητών, στοιχείων που περιλαμβάνονται στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης. Ως εκ τούτου το πρώτο βήμα για την θεμελιώδη ανάλυση των μετοχών είναι η διενέργεια μιας πλήρους ανάλυσης αριθμοδεικτών και των μελλοντικών επενδυτικών προοπτικών της εταιρείας (Kuhle & Ogilby, 2010).

Τα στάδια της θεμελιώδους ανάπτυξης είναι τα εξής (Kuhle & Ogilby, 2010):

Στάδιο 1^ο: Ανάλυση της Οικονομίας

Στο παρόν στάδιο αξιολογείται το οικονομικό κλίμα στην Ελλάδα αλλά και σε παγκόσμιο επίπεδο. Στο παρόν στάδιο μελετώνται τα μακρό-οικονομικά μεγέθη αλλά και οι δείκτες της οικονομίας, τα οποία είναι δεδομένο ότι καθορίζουν άμεσα ή έμμεσα την πορεία της αγοράς. Είναι δεδομένο και αποδεκτό ότι υπάρχει άμεση και ισχυρή σχέση μεταξύ της πορείας της οικονομίας αλλά και της πορείας του χρηματιστηρίου μέσα από διαφορετικές εμπειρικές έρευνες, οι οποίες βοηθούν στην τελική επιβεβαίωση. Παρακάτω αναφέρονται κάποια βασικά μεγέθη: η πορεία του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος, η πορεία του πληθωρισμού, η πορεία των επιτοκίων, η Ανεργία, ο Προϋπολογισμός-έλλειμμα,

η πορεία του Δημόσιου χρέους, το εμπορικό έλλειμμα, η Παραγωγικότητα, το εργατικό κόστος, το εμπορικό ισοζύγιο, οι κατασκευές, η βιομηχανική παραγωγή, ο δείκτης λιανικής πώλησης, η πιστωτική πολιτική, το κατά κεφαλήν εισόδημα. Η ανάλυση των δεδομένων που προηγήθηκαν βοηθούν τον επενδυτή να λάβει άμεσες αποφάσεις δεδομένου τα παρόντα επηρεάζουν σε μεγάλο βαθμό την λειτουργία της επιχείρησης του. Τα παραπάνω δεδομένα μπορούν να βοηθήσουν έναν ερευνητή να κάνει πρόσθετες και αξιόλογες προβλέψεις για την μεταβολή των οικονομικών μεγεθών. Μεγάλη σημασία έχει να γνωρίζει ο επενδυτής ποιους δείκτες ταυτίζονται μεταξύ τους συνέχεια, ώστε με βάση και τον συνδυασμό των δεικτών να παρθούν τελικές αποφάσεις.

Στάδιο 2^ο: Ανάλυση του κλάδου

Το δεύτερο στάδιο της μελέτης αναφέρεται στην ευρύτερη ανάλυση ενός κλάδου αλλά και την επίδραση που έχει σε μια εταιρεία. Είναι βασικό να γίνει κατανοητό ότι δεν έχουν όλοι οι κλάδοι τα ίδια δεδομένα και ουσιαστικά είναι ξεκάθαρο ότι όλοι οι κλάδοι δεν συμπεριφέρονται με τον ίδιο τρόπο κατά τις διάφορες φάσεις του οικονομικού κύκλου. Στο παρόν σημείο τα βασικά ερωτήματα, που καλείται μια εταιρεία να απαντήσει είναι τα ακόλουθα: α) Σε ποια φάση του οικονομικού κύκλου βρίσκεται ο κλάδος δράσης, β) Ποιες είναι οι μελλοντικές προκλήσεις του κλάδου, γ) Ποιο είναι το μέγεθος του κλάδου και η αγορά που εστιάζει, δ) Ποιοι είναι οι παράγοντες ανάπτυξης του κλάδου, ε) Ποιο είναι το μερίδιο αγοράς, ποιες εταιρίες πλαισιώνουν την δομή και λειτουργία του κλάδου, ζ) Ποιος ο βαθμός ευκολίας εισόδου ή εξόδου από το κλάδο.

Στάδιο 3^ο: Ανάλυση Εταιρείας

Στο τρίτο και τελευταίο στάδιο της ανάλυσης γίνεται η αξιολόγηση της εταιρείας που ενδιαφέρει έναν επενδυτή. Το παρόν στάδιο είναι το πιο απαιτητικό και χρονοβόρο της όλης διαδικασίας. Καθίσταται απαραίτητη η συλλογή δεδομένων για μια εταιρεία σε βάθος χρόνου ώστε με αυτό τον τρόπο να υπάρξει ολοκληρωμένη εικόνα της δυναμικής της. Αφού υπάρξουν τα απαραίτητα στοιχεία γίνεται λεπτομερή ανάλυση των παραγόντων ποιοτικών, ποσοτικών που καθορίζουν την πορεία της υπό ανάλυσης εταιρείας. Οι παράγοντες αυτοί είναι οι ακόλουθοι: α) Εξέλιξη οικονομικών μεγεθών εταιρείας σε βάθος 5ετών, β) Ρυθμός ανάπτυξης εταιρείας τα τελευταία χρόνια, γ) Τοποθέτηση της εταιρείας

μέσα στον κλάδο, γ) Αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων, ε) Ρευστότητα της εταιρείας, ζ) Βαθμός προβλέψεων, η) Ικανότητα και αξιοπιστία της διοίκησης, θ) Μερισματική πολιτική εταιρείας, ι) Παρούσα τιμή της μετοχής, κ) Διαχρονική πορεία της τιμής της μετοχής, λ) Σύγκριση δεικτών με δείκτες υπόλοιπων εταιρειών.

4.4 ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Κάθε επιχείρηση είναι εκτεθειμένη σε διάφορες μορφές κινδύνων και προϋπόθεση για την αναγνώρισή τους είναι η βαθιά γνώση των λειτουργιών και της μορφής της επιχείρησης, της αγοράς, του νομικού, κοινωνικοπολιτικού και πολιτισμικού περιβάλλοντος που δραστηριοποιείται, αλλά και των στρατηγικών και λειτουργικών στόχων και της λειτουργίας υλοποίησής τους. Για να υπάρξει μια μεθοδική προσέγγιση στην αναγνώριση του κινδύνου θα πρέπει να προσδιορίζονται και να κατηγοριοποιούνται όλες οι δραστηριότητες μιας επιχείρησης, καθώς και οι κίνδυνοι που απορρέουν από αυτές. Οι βασικότερες δραστηριότητες μιας επιχείρησης μπορεί να είναι στρατηγικές, λειτουργικές, χρηματοοικονομικές, σχετικές με την γνώση τεχνολογιών, πνευματικής ιδιοκτησίας, κλπ και συμμόρφωσης (Κυριαζόγλου, et al., 2007).

Για την αποτίμηση των επιχειρήσεων υπάρχουν διάφορες μέθοδοι, οι βασικότερες εκ των οποίων ομαδοποιούνται ως εξής (Fernandez, 2015):

1. Σε αυτές που στηρίζονται στα στοιχεία του Ισολογισμού μιας επιχείρησης (Balance Sheet methods). Οι συγκεκριμένες μέθοδοι καθορίζουν την αξία μιας επιχείρησης με βάση την αξία των περιουσιακών της στοιχείων. Λόγω της στατικής φύσης της ανάλυσης, δεν λαμβάνεται υπόψη η πιθανή μελλοντική εξέλιξη της επιχείρησης όπως και άλλα στοιχεία που δεν εμφανίζονται στον Ισολογισμό, όπως η αξία των ανθρώπινων πόρων, η τρέχουσα κατάσταση του κλάδου, κλπ. Οι κυριότερες μέθοδοι αυτής της κατηγορίας είναι της λογιστικής αξίας, της προσαρμοσμένης λογιστικής αξίας, της αξίας ρευστοποίησης, της αξίας αντικατάστασης κλπ.
2. Η κατηγορία μεθόδων αποτίμησης που στηρίζονται σε στοιχεία της κατάστασης αποτελεσμάτων (income statement-based methods), με

βασικότερες μεθόδους αυτή των πολλαπλασιαστών, των πωλήσεων, του δείκτη χρηματιστηριακής αξίας προς καθαρά κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA), κλπ. Οι συγκεκριμένες μέθοδοι εστιάζουν στην αποτίμηση με βάση τα στοιχεία της κατάστασης αποτελεσμάτων, όπως τα καθαρά κέρδη, οι πωλήσεις ή άλλα σχετικά μεγέθη.

3. Μικτών μεθόδων (υπεραξίας) των οποίων η προσέγγιση στηρίζεται στην στατική αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης, σε συνδυασμό με την προσπάθεια ποσοτικοποίησης της αξίας άλλων στοιχείων της, όπως το κεφαλαιουχικό κέρδος που αναμένεται να προκύψει από την αξία των μελλοντικών κερδών.
4. Προεξόφλησης ταμειακών ροών, με βασικές μεθόδους την προεξόφληση των ιδίων κεφαλαίων, την προεξόφληση των αναμενόμενων μελλοντικών μερισμάτων, την προεξόφληση των ελεύθερων ταμειακών ροών, την προεξόφληση των κεφαλαιακών ροών, κλπ. Με τις συγκεκριμένες μεθόδους καθορίζεται η αξία μιας επιχείρησης, με βάση τις εκτιμήσεις των ταμειακών ροών που αναμένεται να παράγει στο μέλλον και την προεξόφλησή τους με ένα επιτόκιο που αντανακλά τον κίνδυνο των εξεταζόμενων ταμειακών ροών. Αυτές οι μέθοδοι αντιμετωπίζουν την επιχείρηση ως πηγή δημιουργίας ταμειακών ροών όπου η αξία της υπολογίζεται ανάγοντας τις ταμειακές ροές σε παρούσα αξία, χρησιμοποιώντας το κατάλληλο κατά περίπτωση προεξοφλητικό επιτόκιο. Η βάση αυτών των μεθόδων είναι η λεπτομερής και προσεκτική πρόβλεψη των ταμειακών ροών των επόμενων περιόδων, θυμίζοντας την θεωρητική προσέγγιση της κατάρτισης των προϋπολογισμών καθώς και την επιλογή του σωστού επιτοκίου προεξόφλησης, που συχνά καθορίζεται από τα ενδιαφερόμενα μέρη.
5. Η κατηγορία μεθόδων δημιουργίας αξίας για μια επιχείρηση. Σε αυτή την κατηγορία ανήκουν οι μέθοδοι της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας (EVA), του οικονομικού κέρδους, της Ταμειακής Προστιθέμενης Αξίας (CVA), κλπ.
6. Διάφορων σύνθετων μέτρων και υποδειγμάτων όπως αυτό των Black – Scholes, των εναλλακτικών χρήσεων, των επενδυτικών επιλογών, κλπ.

4.4.1 ΜΕΘΟΔΟΙ ΠΑΡΟΥΣΑΣ ΑΞΙΑΣ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Η έννοια της προεξόφλησης ταμειακών ροών εισήχθη από τον J.B. Williams το 1938. Οι ταμειακές ροές σχετίστηκαν με την εσωτερική αξία της επιχείρησης και την αγοραία τιμή της. Σκοπός της μεθόδου αυτής είναι η κατά το δυνατόν ακριβής πρόβλεψη των μελλοντικών ταμειακών ροών αλλά και η χρήση του σωστού συντελεστή για τον υπολογισμό της παρούσας αξίας. Ζητούμενο είναι ο ερευνητής, βάσει του ανωτέρω υπολογισμού, να οδηγηθεί στο συμπέρασμα αν η τρέχουσα τιμή της μετοχής μίας επιχείρησης είναι δίκαιη ή όχι (υπερτιμημένη/υποτιμημένη).

Τα βήματα για την εφαρμογή της μεθόδου της προεξόφλησης ταμειακών ροών, σύμφωνα με τον Fernandez (2007) είναι τα εξής: • Διενέργεια στρατηγικής και οικονομικής ανάλυσης τόσο για την εταιρεία όσο και για τον παραγωγικό κλάδο που ανήκει. • Πρόβλεψη των ταμειακών ροών της επιχείρησης σύμφωνα με τις προβλέψεις για την επιχείρηση και τον κλάδο. • Υπολογισμός της απαιτούμενης απόδοσης για κάθε επιμέρους δείκτη • Προσδιορισμός της Παρούσας Αξίας των Μελλοντικών Ταμειακών Ροών της Επιχείρησης, σύμφωνα με το προεξοφλητικό επιτόκιο που έχουμε υπολογίσει στα προηγούμενα βήματα, αλλά και της υπολειμματικής αξίας. • Ερμηνεία αποτελεσμάτων: Συγκρίνονται τα αποτελέσματα με ανταγωνιστικές επιχειρήσεις, σε ορισμένες περιπτώσεις γίνεται ανάλυση ευαισθησίας της αξίας στις βασικές παραμέτρους του μοντέλου, αποφασίζεται αν η τιμή της μετοχής είναι δίκαιη ή όχι.

4.4.2 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΠΡΟΣ ΤΗΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ

Ένα μοντέλο που χρησιμοποιείται εναλλακτικά ή συμπληρωματικά με το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων (ειδικά σε περιπτώσεις όπου δεν διανέμεται μέρισμα) είναι το μοντέλο προεξόφλησης των καθαρών ταμειακών ροών της επιχείρησης. Με την χρήση αυτού του μοντέλου μπορεί να υπολογιστεί η αξία όλης της επιχείρησης, «υπολογίζοντας τις αναμενόμενες καθαρές ταμειακές ροές και στην συνέχεια με την αναγωγή τους στην παρούσα αξία αποτιμάται η επιχείρηση». (Atrill Peter, (2009), Financial Management for Decision Makers, 5th Edition, Harlow, Pearson Education Limited σελ.258).

Σύμφωνα με αυτή την μέθοδο η αξία της επιχείρησης ισούται με την παρούσα αξία των ταμειακών πλεονασμάτων που αναμένεται να πραγματοποιηθούν σε ορισμένο αριθμό ετών, συν την παρούσα αξία της υπολειμματικής αξίας της επιχείρησης. Αν η επιχείρηση έχει στην κατοχή της περιουσιακά στοιχεία που δεν χρησιμοποιούνται, η αξία αυτών των στοιχείων προστίθενται στην αξία των προεξοφλημένων ταμειακών πλεονασμάτων. Η αναγωγή των μελλοντικών πλεονασμάτων στο παρόν γίνεται με ένα συντελεστή, το ύψος του οποίου εξαρτάται από το μέγεθος των κινδύνων που αναλαμβάνει μία μικρή επιχείρηση. Με την προσέγγιση αυτή, μία επιχείρηση παρομοιάζεται με μία ομολογία που για μία σειρά ετών αποφέρει ορισμένο ετήσιο κέρδος και στο τέλος εξαργυρώνεται στην ονομαστική της αξία. Σύμφωνα με τα ως άνω, ο γενικός τύπος για την εύρεση των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών είναι ο εξής :

Ελεύθερες Ταμειακές Ροές της Επιχείρησης (FCFF)

$$\text{Λειτουργικές Ταμειακές Ροές – Επενδύσεις σε Λειτουργικό Κεφάλαιο} = \\ [(EBIT) \cdot (1 - T) + (\text{Αποσβέσεις}) - (\text{Κεφαλαιουχικές Επενδύσεις} + \text{Μεταβολή στο} \\ \text{καθαρό λειτουργικό κεφάλαιο κίνησης})]$$

Η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται για την αποτίμηση τόσο εισηγμένων όσο και μη εισηγμένων επιχειρήσεων. Βασίζεται στην προεξόφληση των ελεύθερων ταμειακών ροών της επιχείρησης βάσει του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου. Για τον υπολογισμό των ελεύθερων ταμειακών ροών εκπονείται επιχειρηματικό πλάνο με ορίζοντα 5ετίας και εξάγονται οι σχετικές προβλέψεις πωλήσεων και κερδοφορίας.

4.4.3 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΠΡΟΣ ΤΟΥΣ ΜΕΤΟΧΟΥΣ

Ο υπολογισμός του ποσού που μια επιχείρηση μπορεί να αποδώσει μελλοντικά στους μετόχους της ξεκινά από τα καθαρά έσοδά της, το λογιστικό μέτρο της κερδοφορίας των μετοχών. Από αυτά θα πρέπει να αφαιρεθούν τυχόν κεφαλαιουχικές δαπάνες (πχ εξαγορές) γιατί αποτελούν ταμειακές εκροές, ενώ θα πρέπει να προστεθούν μη ταμειακά έξοδα της επιχείρησης, όπως αποσβέσεις. Η

διαφορά μεταξύ των κεφαλαιουχικών επενδύσεων και των αποσβέσεων μπορεί να καθορίσει τον ρυθμό ανάπτυξης μιας επιχείρησης, «αφού εταιρείες με υψηλή ανάπτυξη έχουν υψηλές καθαρές κεφαλαιουχικές δαπάνες σε σχέση με τα κέρδη τους και το αντίθετο» (Damodaran, 2012 Investment Valuation σελ.329). Επίσης, οι μεταβολές στο κεφάλαιο κίνησης μπορούν να επιδράσουν στις διαθέσιμες ταμειακές ροές μιας επιχείρησης αφού οι αυξήσεις συνεπάγονται μεγαλύτερες ανάγκες σε κεφάλαιο κίνησης ενώ οι μειώσεις επιφέρουν υψηλότερες ταμειακές ροές για τους επενδυτές. Για τις ανάγκες της προεξόφλησης των μελλοντικών ταμειακών ροών το ενδιαφέρον εστιάζει στις μεταβολές σε μη ταμειακές ροές σε κεφάλαιο κίνησης. Τέλος, οι ελεύθερες ταμειακές ροές προς τους μετόχους επηρεάζονται από τις μεταβολές στο χρέος της επιχείρησης, δηλαδή τυχόν αποπληρωμένες δανειακών κεφαλαίων και εκδόσεις νέου δανεισμού. Με βάση τα παραπάνω οι ελεύθερες ταμειακές ροές προς τους μετόχους υπολογίζονται ως εξής:

$$\begin{aligned} \text{Ελεύθερες Ταμειακές Ροές προς τους Μετόχους (FCFE)} &= \text{Καθαρά Κέρδη} \\ &- (\text{Κεφαλαιουχικές δαπάνες} - \text{Αποσβέσεις}) \\ &- (\text{Μεταβολές σε μη ταμειακές ροές στο κεφάλαιο κίνησης}) \\ &+ (\text{Καθαρός νέος δανεισμός} - \text{Αποπληρωμή παλαιού δανεισμού}) \end{aligned}$$

Η παρούσα αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους υπολογίζεται με βάση τον παρακάτω τύπο:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1 + k_e)^t} + \frac{P_n}{(1 + k_e)^n},$$

Όπου P_n η τελική αξία για το διάστημα μετά την περίοδο πρόβλεψης, η οποία υπολογίζεται:

$$P_n = \frac{FCFE_{n+1}}{k_e - g}$$

4.5 ΒΑΣΙΚΕΣ ΠΑΡΑΔΟΧΕΣ ΚΑΙ ΕΚΤΙΜΗΣΕΙΣ

Στην διαδικασία αποτίμησης μιας επιχείρησης, θα πρέπει να αναλύονται τα ακόλουθα ώστε να ελαχιστοποιούνται οι αποκλίσεις στα αποτελέσματα (Damodaran,2012):

- Να λαμβάνονται υπόψη και να αναλύονται τα χαρακτηριστικά και οι πιθανές ιδιαιτερότητες της εξεταζόμενης επιχείρησης.
- Να υπολογίζεται το επίπεδο κινδύνου.
- Να εξετάζονται ιστορικά δεδομένα της επιχείρησης και στοιχεία όπως οι παρελθούσες οικονομικές επιδόσεις, οι αποδόσεις κεφαλαίων, η διαχρονική ανάπτυξη, κλπ.
- Να εξετάζεται το περιβάλλον, κλάδος, χώρα, κλπ στο οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση και οι προοπτικές του.
- Οι προβλέψεις που πραγματοποιούνται για την ολοκλήρωση της διαδικασίας της αποτίμησης θα πρέπει να στηρίζονται σε λογικές παραδοχές.
- Η ερμηνεία των αποτελεσμάτων θα πρέπει να γίνεται από άτομα που διαθέτουν την απαραίτητη γνώση.

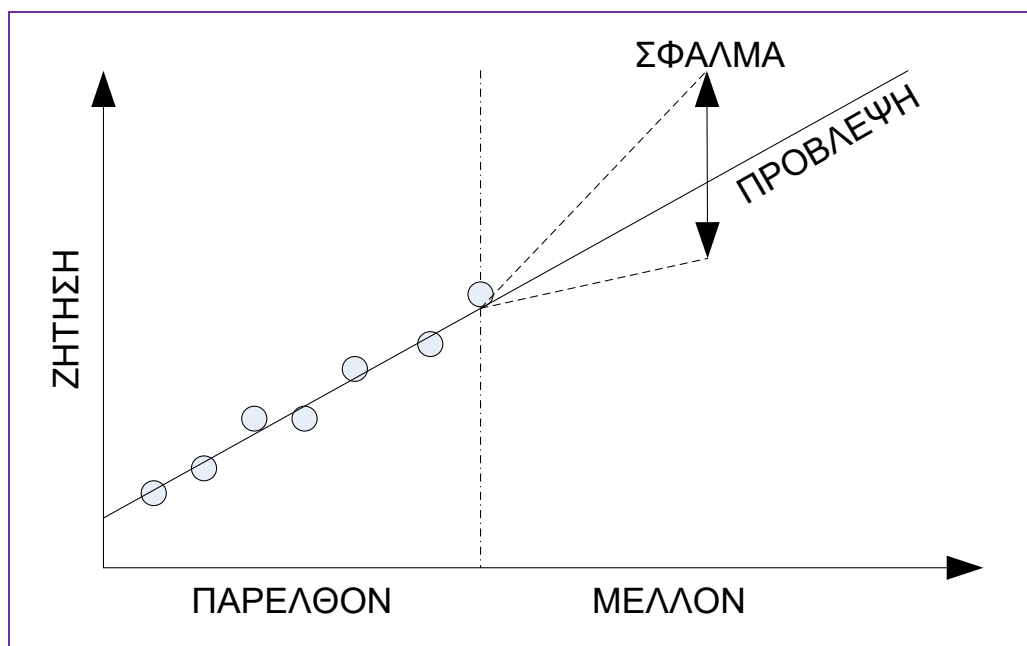
Κατά την αποτίμηση θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη κάποιοι παράγοντες και να γίνονται κάποιες εκτιμήσεις, όπως για τον χρονικό ορίζοντα της αποτίμησης, τον ρυθμό ανάπτυξης, την τελική αξία, του κόστους ιδίων κεφαλαίων, κλπ.

4.5.1 ΧΡΟΝΙΚΟΣ ΟΡΙΖΟΝΤΑΣ

Χρονικός ορίζοντας πρόβλεψης καλείται το διάστημα όπου εκτιμάται το ενδεχόμενο εμφάνισης ασυνέπειας. Μια επιχείρηση θεωρείται ότι ιδρύεται για να λειτουργήσει εις το διηνεκές. Η εκτίμηση της αξίας της μια δεδομένη στιγμή μπορεί να θεωρηθεί ότι είναι η αξία ρευστοποίησής της. Όμως κατά την διάρκεια της αποτίμησης της με βάση κάποια μέθοδο προεξόφλησης λαμβάνεται υπόψη κάτι ενδιάμεσο, δηλαδή θέτεται κάποιος χρονικός περιορισμός.

Ο χρονικός ορίζοντας είναι ιδιαίτερα σημαντικός κατά την αποτίμηση, αφού οι μακροπρόθεσμες επενδύσεις ενέχουν περισσότερο κίνδυνο. Ο χρονικός ορίζοντας της αποτίμησης σχετίζεται με την φύση της επένδυσης, την χρησιμοποιούμενη μέθοδο, αλλά και τους λειτουργικούς κύκλους μιας επιχείρησης (Damodaran,2012).

Σε σχέση με το αν η πρόβλεψη θα είναι βραχυπρόθεσμη ή μακροπρόθεσμη, το διάστημα μελέτης της συμπεριφοράς της εκάστοτε εταιρείας, κινείται, κατά βάση, από ένα έως πέντε έτη. Η μεθοδολογία αναπτύχθηκε με στόχο την βραχυπρόθεσμη προνόηση του ενδεχομένου ασυνέπειας των εταιρειών μέσα σε διάστημα 12 μηνών από την αξιολόγησή τους. Η πρόβλεψη της ζήτησης αποτελεί μια σκιαγράφιση της διακύμανσης της ζήτησης στο μέλλον και η αξιοπιστία της επηρεάζεται από τον χρονικό ορίζοντα της πρόβλεψης στο μέλλον. Όσο μεγαλώνει ο χρονικός ορίζοντας πρόβλεψης τόσο αυξάνεται και το σφάλμα της (Σχήμα 4.1).



Σχήμα 4.1: Σφάλμα πρόβλεψης

4.5.2 ΡΥΘΜΟΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ

Η αξία μιας επιχείρησης καθορίζεται από την παρούσα αξία των αναμενόμενων ταμειακών ροών της, όπου μπορεί να αποφέρει στους μετόχους της κέρδη μελλοντικά. Κατά συνέπεια ο υπολογισμός του ποσοστού αύξησης αυτών στο μέλλον είναι «ιδιαίτερα χρήσιμος και καθοριστικός» (Damodaran, 2012 Investment Valuation (σελ.260). Στην εκτίμηση του ρυθμού ανάπτυξης διάφοροι παράγοντες θα πρέπει να συνυπολογιστούν, όπως ο κλάδος που ανήκει μια επιχείρηση, η γενικότερη οικονομική συγκυρία, η φάση ανάπτυξής της, κλπ. Αυτό που μπορεί να αποδώσει μελλοντικά προέρχεται από τα καθαρά έσοδα και αποτελεί λογιστικό μέτρο της κερδοφορίας των μετοχών.

Κατά κύριο λόγο υπάρχουν τρεις τρόποι για τον υπολογισμό του ρυθμού ανάπτυξης που μπορούν να εφαρμοστούν σε οποιαδήποτε επιχείρηση, οι οποίες βασίζονται (Damodaran,2012):

- στα ιστορικά στοιχεία της εταιρείας
- στις εκτιμήσεις αναλυτών
- στα θεμελιώδη στοιχεία της

Η παρελθούσα ανάπτυξη μιας επιχείρησης (ανάπτυξη κερδών, πωλήσεων, κλπ) δεν είναι πάντα αντιπροσωπευτικός δείκτης για το μέλλον. Παρόλα αυτά δίνει χρήσιμες πληροφορίες για την εκτίμηση της μελλοντικής πορείας. Κατά την μέτρηση του ιστορικού ρυθμού ανάπτυξης, πχ των κερδών, προβλήματα μπορούν να ανακύψουν είτε από τον τρόπο υπολογισμού του μέσου όρου είτε από την ύπαρξη ζημιών.

Ο αριθμητικός μέσος υπολογίζεται από την διαίρεση των αθροισμάτων των τιμών με το πλήθος των τιμών και αποτελεί ένα από τους δημοφιλέστερους τρόπους μέτρησης της κεντρικής τάσης. Ο αριθμητικός μέσος μπορεί να υπολογιστεί εφαρμόζοντας και διάφορους συντελεστές στάθμισης στις τιμές ανάλογα την βαρύτητα της κάθε τιμής και ονομάζεται σταθμισμένος αριθμητικός μέσος. Ο γεωμετρικός μέσος ονομάζεται η νιοστή ρίζα του γινομένου μιας σειράς θετικών αριθμών και υπολογίζεται (Ανδρουλάκης, 2013):

$$G = \sqrt[n]{(x_1 \cdot x_2 \cdot x_3 \dots x_n)} = \left(\frac{x_n}{x_0} \right)^{1/(n-1)}$$

Ο υπολογισμός της μέσης τιμής είναι ειδικά σε περιπτώσεις όπου υπάρχουν μεγάλες διακυμάνσεις μεταξύ των τιμών. Σε περιπτώσεις έντονων διακυμάνσεων ορθότερο είναι να χρησιμοποιείται ο γεωμετρικός μέσος, έχοντας βέβαια το μειονέκτημα ότι εστιάζει μόνο στην αρχική και τελική τιμή αγνοώντας τις ενδιάμεσες τιμές ενώ ταυτόχρονα δεν μπορεί να εφαρμοστεί σε περιπτώσεις αρνητικών τιμών (Damodaran,2012).

Η θεμελιώδης εκτίμηση της ανάπτυξης βασίζεται σε ενδογενή στοιχεία και υπολογίζει την μεγέθυνση του εισοδήματος ιδίων κεφαλαίων για τον καθορισμό και στην συνέχεια, του ρυθμού ανάπτυξης του λειτουργικού εισοδήματος. Ο πιο απλός τρόπος υπολογισμού της ανάπτυξης των κερδών ιδίων κεφαλαίων είναι ο δείκτης παρακράτησης κερδών όπου πολλαπλασιαζόμενος με τον δείκτη απόδοσης ιδίων κεφαλαίων υπολογίζεται ο μελλοντικός ρυθμός ανάπτυξης (Damodaran, 2012):

$$(g = \text{retention ratio} * \text{ROE})$$

4.5.3 ΤΕΡΜΑΤΙΚΗ ΑΞΙΑ

Η τελική αξία είναι η αξία της αναμενόμενης ταμειακής ροής ενός έργου πέραν του ρητού χρονικού ορίζοντα πρόβλεψης. Μια εκτίμηση της τελικής αξίας είναι κρίσιμη για την χρηματοοικονομική μοντελοποίηση, καθώς αντιπροσωπεύει ένα μεγάλο ποσοστό της αξίας του έργου σε μια εκτίμηση των προεξοφλημένων ταμειακών ροών. Αυτό το σεμινάριο επικεντρώνεται στους τρόπους με τους οποίους η τερματική τιμή μπορεί να υπολογιστεί σε ένα μοντέλο χρηματοδότησης έργου.

Η τελική αξία στην αποτίμηση μιας επιχείρησης αποτελεί ένα σημαντικό μέγεθος κατά την αναγωγή των μελλοντικών ταμειακών ροών σε παρούσα αξία. Η τελική αξία μπορεί να εκτιμηθεί είτε υπό την παραδοχή της ρευστοποίησης της επιχείρησης στο τέλος του χρονικού ορίζοντα των προβλέψεων είτε υπό την

παραδοχή ότι η επιχείρηση θα συνεχίσει την δραστηριότητά της. Στην πρώτη περίπτωση λαμβάνονται υπόψη τα λογιστικά μεγέθη, η υπολειμματική τους αξία, αλλά και η αγοραία αξία των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης. Στην περίπτωση της προεξόφλησης ταμειακών ροών η τελική αξία υπολογίζεται με την παραδοχή ότι η επιχείρηση θα συνεχίσει να παράγει ταμειακές ροές προς τους μετόχους της (υπολογίζοντας τα μερίσματα) ή προς την εταιρεία (υπολογίζοντας τις καθαρές ταμειακές ροές), ενώ θα πρέπει να καθοριστεί και το ποσοστό με το οποίο εκτιμάται ότι θα συνεχίσουν οι ταμειακές ροές να αυξάνουν. Προκειμένου να υπολογιστεί η τερματική αξία θεωρείται η ταμειακή ροή του τελευταίου χρόνου ως αξία στο διηνεκές που πρέπει να κεφαλαιοποιείται και να προεξοφλείται εμφανιζόμενη σε παρούσα αξία. Η τελική αξία υπολογίζεται με βάση την ακόλουθη σχέση:

$$\text{Value} = \frac{CF_1}{(1+r)} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \frac{CF_4}{(1+r)^4} + \frac{CF_5}{(1+r)^5} + [CF_5 * \frac{(1+g)}{(r-g)} * \frac{1}{(1+r)^5}]$$

**Τελική Αξία = Ταμειακή ροή ένα χρόνο μετά το τέλος του χρόνου πρόβλεψης
Κόστος Κεφαλαίων – Ρυθμός Αύξησης Ταμειακών Ροών**

4.5.4 ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Το κόστος των ιδίων κεφαλαίων είναι η ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση από τις μετοχές. Η τιμή των μετοχών εξαρτάται από τις εκτιμήσεις αγοράς για την απόδοση των επενδυτικών στοιχείων της εταιρείας αλλά και τον κίνδυνο που ενέχουν τα αναμενόμενα από τους επενδυτές κέρδη (Καραθανάσης, 2002). Το πιο διαδεδομένο μέτρο για τον υπολογισμό του κινδύνου και της απόδοσης είναι το μοντέλο αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων CAPM (Capital Asset Pricing Model). Ο υπολογισμός του μοντέλου γίνεται από την σχέση (Damodaran, 2012):

$$\text{CAPM} = r_f + b * (E(R_m) - r_f), \text{ όπου}$$

r_f : η αναμενόμενη απόδοση των χρεογράφων χωρίς κίνδυνο

$E(R_m)$: η αναμενόμενη απόδοση της αγοράς

b : η συνδιακύμανση του περιουσιακού στοιχείου με την αγορά προς την διακύμανση της αγοράς ($b = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2}$)

Το κόστος του κεφαλαίου αποτελεί πολύ σημαντική έννοια στην οικονομική λήψη αποφάσεων καθώς χαρακτηρίζεται το πιο ευρέως διαδεδομένο μέτρο για τον υπολογισμό του κινδύνου, επενδύοντας οι επενδυτές με σκοπό να κερδίσουν μια δίκαιη απόδοση στο μέλλον στις επενδύσεις τους ως ανταμοιβή για την αναβολή των σημερινών του αναγκών. Από την άλλη πλευρά, από την άποψη της επιχείρησης που χρησιμοποιεί το κεφάλαιο, το κόστος του κεφαλαίου είναι η τιμή που καταβάλλεται στον επενδυτή για την χρήση του κεφαλαίου που του παρέχεται. Έτσι, το κόστος του κεφαλαίου είναι η ανταμοιβή για την χρήση του κεφαλαίου. Η προοδευτική διαχείριση πάντα λαμβάνει υπόψη το σημαντικό κόστος του κεφαλαίου λαμβάνοντας ταυτόχρονα τις οικονομικές αποφάσεις, καθώς είναι πολύ συναφής στους ακόλουθους τομείς:

Σχεδιασμός της κεφαλαιακής διάρθρωσης: Το κόστος του κεφαλαίου είναι ο σημαντικός παράγοντας στον σχεδιασμό μιας ισορροπημένης και βέλτιστης κεφαλαιακής διάρθρωσης μιας επιχείρησης. Κατά τον σχεδιασμό της, η διοίκηση πρέπει να εξετάσει τον στόχο της μεγιστοποίησης της αξίας της επιχείρησης και της ελαχιστοποίησης του κόστους του κεφαλαίου. Συγκρίνοντας τα διάφορα συγκεκριμένα κόστη των διαφορετικών πηγών κεφαλαίου, ο οικονομικός διευθυντής μπορεί να επιλέξει την καλύτερη και πιο οικονομική πηγή χρηματοδότησης και μπορεί να σχεδιάσει μια υγιή και ισορροπημένη δομή κεφαλαίου.

Αποφάσεις για τον προϋπολογισμό κεφαλαίου: Το κόστος των πηγών κεφαλαίου αποτελεί χρήσιμο εργαλείο στην διαδικασία λήψης αποφάσεων για τον προϋπολογισμό κεφαλαίου. Η αποδοχή ή η απόρριψη οποιασδήποτε επενδυτικής πρότασης εξαρτάται από το κόστος του κεφαλαίου. Μια πρόταση δεν θα γίνει αποδεκτή μέχρις ότου ο συντελεστής απόδοσης της να είναι μεγαλύτερος από το

κόστος του κεφαλαίου. Σε διάφορες μεθόδους των προεξοφλημένων ταμειακών ροών του προϋπολογισμού κεφαλαίου, το κόστος του κεφαλαίου μετράει την οικονομική απόδοση και καθορίζει την αποδοχή όλων των επενδυτικών προτάσεων με προεξόφληση των ταμειακών ροών.

Συγκριτική μελέτη των πηγών χρηματοδότησης: Υπάρχουν διάφορες πηγές χρηματοδότησης ενός έργου. Από αυτές, το ποια πηγή θα πρέπει να επιλεγεί και να χρησιμοποιηθεί σε συγκεκριμένο χρονικό σημείο, θα πρέπει να αποφασιστεί συγκρίνοντας και λαμβάνοντας υπόψη το κόστος των διαφόρων πηγών χρηματοδότησης ,καταλήγοντας στο τέλος στην πηγή χρηματοδότησης που θα φέρει το ελάχιστο κόστος κεφαλαίου. Παρόλο που το κόστος του κεφαλαίου αποτελεί σημαντικό παράγοντα σε τέτοιες αποφάσεις, εξίσου σημαντικές είναι και οι συνέπειες της διατήρησης του ελέγχου και της αποφυγής των κινδύνων.

Αξιολογήσεις οικονομικών επιδόσεων: Το κόστος κεφαλαίου μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την αξιολόγηση της οικονομικής απόδοσης των επενδυτικών σχεδίων. Οι αξιολογήσεις μπορούν να γίνουν με την σύγκριση της πραγματικής κερδοφορίας του έργου που αναλήφθηκε με το πραγματικό κόστος του κεφαλαίου, της αύξησης κεφαλαίων για την χρηματοδότηση του σχεδίου. Εάν η πραγματική κερδοφορία του έργου είναι μεγαλύτερη από το πραγματικό κόστος του κεφαλαίου, η απόδοση μπορεί να εκτιμηθεί ως ικανοποιητική.

Η γνώση των επιχειρήσεων αναμένει εισόδημα και εγγενείς κινδύνους: Οι επενδυτές μπορούν να γνωρίζουν τα αναμενόμενα εισοδήματα και τους κινδύνους που συνυπάρχουν από το κόστος του κεφαλαίου. Εάν το κόστος κεφαλαίου μιας επιχείρησης είναι υψηλό, αυτό σημαίνει ότι οι επιχειρήσεις έχουν χαμηλότερες αποδόσεις, ο κίνδυνος είναι μεγαλύτερος και η κεφαλαιακή διάρθρωση δεν είναι ισορροπημένη, επομένως σε τέτοιες καταστάσεις οι επενδυτές αναμένουν υψηλότερο ποσοστό απόδοσης.

Χρηματοδότηση και αποφάσεις μερισμάτων: Η έννοια του κεφαλαίου μπορεί εύκολα να χρησιμοποιηθεί ως εργαλείο για την λήψη άλλων σημαντικών οικονομικών αποφάσεων. Στην βάση, μπορούν να ληφθούν αποφάσεις σχετικά με την μερισματική πολιτική, την κεφαλαιοποίηση κερδών και την επιλογή πηγών κεφαλαίου κίνησης.

4.5.5 ANΑΠΤΥΞΗ GORDON GROWTH MODEL

Το μοντέλο ανάπτυξης Gordon χρησιμοποιείται για τον προσδιορισμό της εγγενούς αξίας ενός αποθέματος με βάση μια μελλοντική σειρά μερισμάτων που αναπτύσσονται με σταθερό ρυθμό. Δεδομένου ότι το μέρισμα ανά μετοχή καταβάλλεται σε ένα έτος και η υπόθεση ότι το μέρισμα αυξάνεται με σταθερό ρυθμό για πάντα, το μοντέλο επιλύει την παρούσα αξία της άπειρης σειράς μελλοντικών μερισμάτων. Επειδή το μοντέλο υιοθετεί απλώς ένα σταθερό ρυθμό ανάπτυξης, χρησιμοποιείται γενικά μόνο για εταιρείες με σταθερούς ρυθμούς αύξησης μερισμάτων ανά μετοχή. Αξιολογεί τα αποθέματα μιας εταιρείας χρησιμοποιώντας μια παραδοχή της σταθερής αύξησης των πληρωμών που κάνει μια εταιρεία στους μετόχους της.

Οι τρεις βασικές εισροές στο μοντέλο είναι τα μερίσματα ανά μετοχή, ο ρυθμός αύξησης των μερισμάτων ανά μετοχή και ο απαιτούμενος ρυθμός απόδοσης. Τα μερίσματα (D) ανά μετοχή αντιπροσωπεύουν τις ετήσιες πληρωμές που καταβάλλει μια εταιρεία στους μετόχους της, ενώ ο ρυθμός αύξησης (G) στα μερίσματα ανά μετοχή είναι ο μέσος όρος των μερισμάτων ανά μετοχή από το ένα έτος στο άλλο. Ο απαιτούμενος συντελεστής απόδοσης (k) είναι ένα ελάχιστο ποσοστό απόδοσης που οι επενδυτές είναι διατεθειμένοι να δεχτούν όταν αγοράζουν ένα απόθεμα μιας εταιρείας και υπάρχουν πολλά μοντέλα που χρησιμοποιούν οι επενδυτές για να υπολογίσουν αυτό το ποσοστό.

Το μοντέλο ανάπτυξης του Gordon υποθέτει ότι μια εταιρεία υπάρχει για πάντα και καταβάλλει μερίσματα ανά μετοχή που αυξάνονται με σταθερό ρυθμό. Για να εκτιμήσει την αξία ενός αποθέματος, το μοντέλο παίρνει την άπειρη σειρά μερισμάτων ανά μετοχή και τα εκπτώνει πίσω στο παρόν χρησιμοποιώντας το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης.

Το αποτέλεσμα είναι μια απλή φόρμουλα, η οποία βασίζεται σε μαθηματικές ιδιότητες μιας άπειρης σειράς αριθμών που αναπτύσσονται με σταθερό ρυθμό. Το μοντέλο ανάπτυξης Gordon, γνωστό και ως μοντέλο ανάπτυξης μερισμάτων, υποθέτει ότι τα μερίσματα αυξάνονται με σταθερό ρυθμό. Ο τύπος είναι η εγγενής τιμή του αποθέματος $= D / (k-g)$.

Μελετάται μια εταιρεία η μετοχή της οποίας διαπραγματεύεται στα 110 δολάρια ανά μετοχή. Αυτή η εταιρεία απαιτεί ένα ελάχιστο ποσοστό απόδοσης

8% και πληρώνει μερίσματα 3 δολάρια ανά μετοχή, τα οποία αναμένεται να αυξηθούν κατά 5% ετησίως. Η εγγενής αξία του αποθέματος υπολογίζεται ως $\$ 3 / (.08-.05) = \$ 100$. Ο κύριος περιορισμός του μοντέλου ανάπτυξης του Gordon έγκειται στην ανάληψη μιας σταθερής αύξησης των μερισμάτων ανά μετοχή. Είναι πολύ σπάνιο για τις εταιρείες να επιδεικνύουν σταθερή αύξηση των μερισμάτων τους λόγω επιχειρηματικών κύκλων και απροσδόκητων οικονομικών δυσχερειών ή επιτυχιών.

Ως εκ τούτου, το μοντέλο περιορίζεται σε επιχειρήσεις που παρουσιάζουν σταθερούς ρυθμούς ανάπτυξης. Το δεύτερο ζήτημα συμβαίνει με την σχέση μεταξύ του συντελεστή έκπτωσης και του ρυθμού ανάπτυξης που χρησιμοποιείται στο μοντέλο. Εάν ο απαιτούμενος ρυθμός απόδοσης είναι μικρότερος από τον ρυθμό αύξησης των μερισμάτων ανά μετοχή, το αποτέλεσμα είναι μια αρνητική τιμή, καθιστώντας το μοντέλο άχρηστο. Επίσης, εάν ο απαιτούμενος ρυθμός απόδοσης είναι ο ίδιος με τον ρυθμό ανάπτυξης, η τιμή ανά μετοχή πλησιάζει το άπειρο. (Duncan et al., 2017).

4.5.6 ΜΕΣΟ ΣΤΑΘΜΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ

Η τυπική κοστολόγηση είναι η πρακτική της αντικατάστασης ενός αναμενόμενου κόστους για ένα πραγματικό κόστος στα λογιστικά βιβλία και στην συνέχεια, η καταγραφή περιοδικών καταστάσεων που παρουσιάζουν την διαφορά μεταξύ του αναμενόμενου και του πραγματικού κόστους. Αυτή η προσέγγιση αντιπροσωπεύει μια απλοποιημένη εναλλακτική λύση στα συστήματα στρωματοποίησης κόστους, όπως οι μέθοδοι FIFO και LIFO, όπου πρέπει να διατηρούνται μεγάλα ποσά ιστορικών στοιχείων κόστους για τα στοιχεία που βρίσκονται σε απόθεμα. (Damodaran, 2012).

Η τυποποιημένη κοστολόγηση συνεπάγεται την δημιουργία εκτιμώμενων (δηλ. Τυπικών) δαπανών για ορισμένες ή όλες τις δραστηριότητες μιας εταιρείας. Ο βασικός λόγος για την χρήση του τυποποιημένου κόστους είναι ότι υπάρχουν αρκετές εφαρμογές στις οποίες είναι πολύ χρονοβόρα η συλλογή πραγματικών δαπανών, επομένως τα τυποποιημένα έξοδα χρησιμοποιούνται ως στενή προσέγγιση με τα πραγματικά κόστη.

Δεδομένου ότι το τυποποιημένο κόστος είναι συνήθως ελαφρώς διαφορετικό από το πραγματικό κόστος, ο λογιστής του κόστους υπολογίζει περιοδικά τις διαφορές που προκαλούνται από παράγοντες, όπως οι μεταβολές του εργατικού δυναμικού και το κόστος των υλικών. Ο οικονομικός ελεγκτής μπορεί επίσης να αλλάζει περιοδικά τις τυποποιημένες δαπάνες για να τις ευθυγραμμίσει στενότερα με το πραγματικό κόστος. (Damodaran,2012).

Το WACC μιας επιχείρησης ορίζεται ως «ο σταθμικός μέσος όρος του κόστους των διαφόρων πηγών χρηματοδότησης της επιχείρησης, όπου οι σταθμίσεις είναι τα ποσοστά συμμετοχής της κάθε πηγής στην σύνθεση του κεφαλαίου της επιχείρησης» (Βασιλείου Δ., Ηρειώτης Ν.,2008). Ο υπολογισμός του μέσο σταθμικού κόστους κεφαλαίων γίνεται ως εξής:

$$WACC = \text{Cost of equity} * \frac{\text{Equity}}{\text{Dept} + \text{Equity}} + \text{Cost of debt} * \frac{\text{Dept}}{\text{Dept} + \text{Equity}} * (1-T)$$

Όπως γίνεται αντιληπτό από τον ανωτέρω τύπο, το WACC υπολογίζεται πάντοτε σε μετά φόρου βάση. Επίσης, αξίζει να τονιστεί ότι η βάση για την προσέγγιση του WACC είναι το γεγονός ότι οι εταιρίες χρηματοδοτούν τα σχέδια τους με ίδια και με δανειακά κεφάλαια. Το WACC θα μπορούσαμε να πούμε ότι αποτελεί τον ελάχιστο συντελεστή απόδοσης που η επιχείρηση πρέπει να εξασφαλίζει από τις διάφορες επενδύσεις που πραγματοποιεί, για να είναι σε θέση να ικανοποιεί τους επενδυτές της.

4.5.7 ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Η Αποτίμηση Κινδύνου είναι μία διαδικασία, η οποία έχει ως αντικείμενο την εκτίμηση του βαθμού της αποδοχής της έκθεσης του προγράμματος σε κάθε παράγοντα κινδύνου σε σχέση με τα κριτήρια κινδύνου που καθορίζονται για το πρόγραμμα. Διερευνά, επίσης, σε πρώτο επίπεδο και τις αντιδράσεις / μέσα, με τα οποία μπορούν να μειωθούν τα απαράδεκτα επίπεδα έκθεσης σε κίνδυνο.

<ul style="list-style-type: none"> • Είναι αποδεκτοί οι παράγοντες κινδύνου; • Τι μπορεί να γίνει για να μειωθούν; 	
Αποδοχή	<ul style="list-style-type: none"> • Καθιέρωση κριτηρίων αποδοχής των παραγόντων κινδύνου. • Εκτίμηση του βαθμού αποδοχής της έκθεσης σε κάθε παράγοντα κινδύνου.
Εναλλακτικές	<ul style="list-style-type: none"> • Μεταφορά : Μεταφορά του παράγοντα κινδύνου σε τρίτους. • Δράση : Εξέταση των μέσων μείωσης της έκθεσης σε αποδεκτά επίπεδα. • Αποφυγή : Αν είναι εφικτό, επιλογή μίας εκ των εναλλακτικών λύσεων, η οποία εξασφαλίζει μηδενικά επίπεδα έκθεσης στον υπό εξέταση παράγοντα κινδύνου.
Τεκμηρίωση παραγόντων κινδύνου	<ul style="list-style-type: none"> • Καταγραφή για κάθε παράγοντα κινδύνου του βαθμού αποδοχής του και των προτεινόμενων εναλλακτικών αντιδράσεων για την αντιμετώπισή του.

Η Αποτίμηση Κινδύνου χαρακτηρίζεται ως ζωτικής σημασίας και αποτελεί προαπαιτούμενο βήμα για την Διαχείριση Κινδύνου. Χωρίς αυτή, η αποτελεσματική διαχείριση δεν μπορεί να πραγματοποιηθεί, δεδομένου ότι οι υπεύθυνοι δεν θα έχουν γνώση και άποψη για τους σημαντικότερους παράγοντες κινδύνου που θα οδηγήσουν το πρόγραμμα σε αστοχίες. Υπάρχει επομένως ο γενικότερος κίνδυνος να διαχειριστούν πρώτα τα προβλήματα με τα οποία αισθάνονται πιο οικείοι, ή με τα οποία έχουν προγενέστερη εμπειρία και να καθυστερήσουν ή να μην προσπαθήσουν να ελέγξουν άλλες σημαντικές δραστηριότητες. Όποια κι αν είναι η περίπτωση, η επιτυχής επίτευξη των στόχων του προγράμματος γίνεται πολύ λιγότερο πιθανή.

Εάν η ανάλυση κινδύνου έχει εκτελεσθεί σε ποσοτική βάση, κατόπιν είναι σχετικά εύκολο να συγκριθούν τα αριθμητικά επίπεδα έκθεσης με τα αποδεκτά

όρια που εκφράζονται στις ίδιες μονάδες. Για τις ποιοτικές αξιολογήσεις πρέπει να υιοθετηθούν περισσότερο προσεγγιστικές μέθοδοι, όπως είναι η γραμμή ανοχής η οποία φαίνεται στο επόμενο σχήμα. Το όριο ανοχής κινδύνου (γραμμή ανοχής), είναι η μέγιστη πιθανή έκθεση σε κίνδυνο, που μπορεί να γίνει αποδεκτή, με βάση τις πιθανές συνέπειες αλλά και τα εμπλεκόμενα οφέλη που σχετίζονται με τις αιτίες των επικίνδυνων ενδεχομένων. Το όριο ανοχής αφορά κάθε επιμέρους παράγοντα κινδύνου, αλλά και την συνολική έκθεση σε κίνδυνο.

Για να προσδιοριστεί το όριο ανοχής για κάθε πρόγραμμα, θα πρέπει να εξεταστεί ιδιαίτερα προσεκτικά για κάθε σημαντικό παράγοντα κινδύνου ο οποίος ενδέχεται να βρίσκεται έξω από το όριο ανοχής και άρα να αποτελεί αιτία διακοπής του προγράμματος, το βάρος του και η σοβαρότητά του ή η πιθανότητα εμφάνισής του και οι επιπτώσεις από ενδεχόμενη εμφάνισή του, ανάλογα με ποια μέθοδο εκτίμησης χρησιμοποιούμε, οι εναλλακτικές δυνατότητες αντίδρασης για την αντιμετώπισή του, καθώς και το μέγεθος των επιπτώσεων που διακινδυνεύεται να προκύψουν από τις αντιδράσεις αυτές. Η ανοχή απέναντι σε έναν παράγοντα κινδύνου μπορεί να ποικίλει ανάλογα με την σοβαρότητα του, αλλά και τον χρόνο, όπως και την περιοχή, που ενδέχεται να προκύψει.

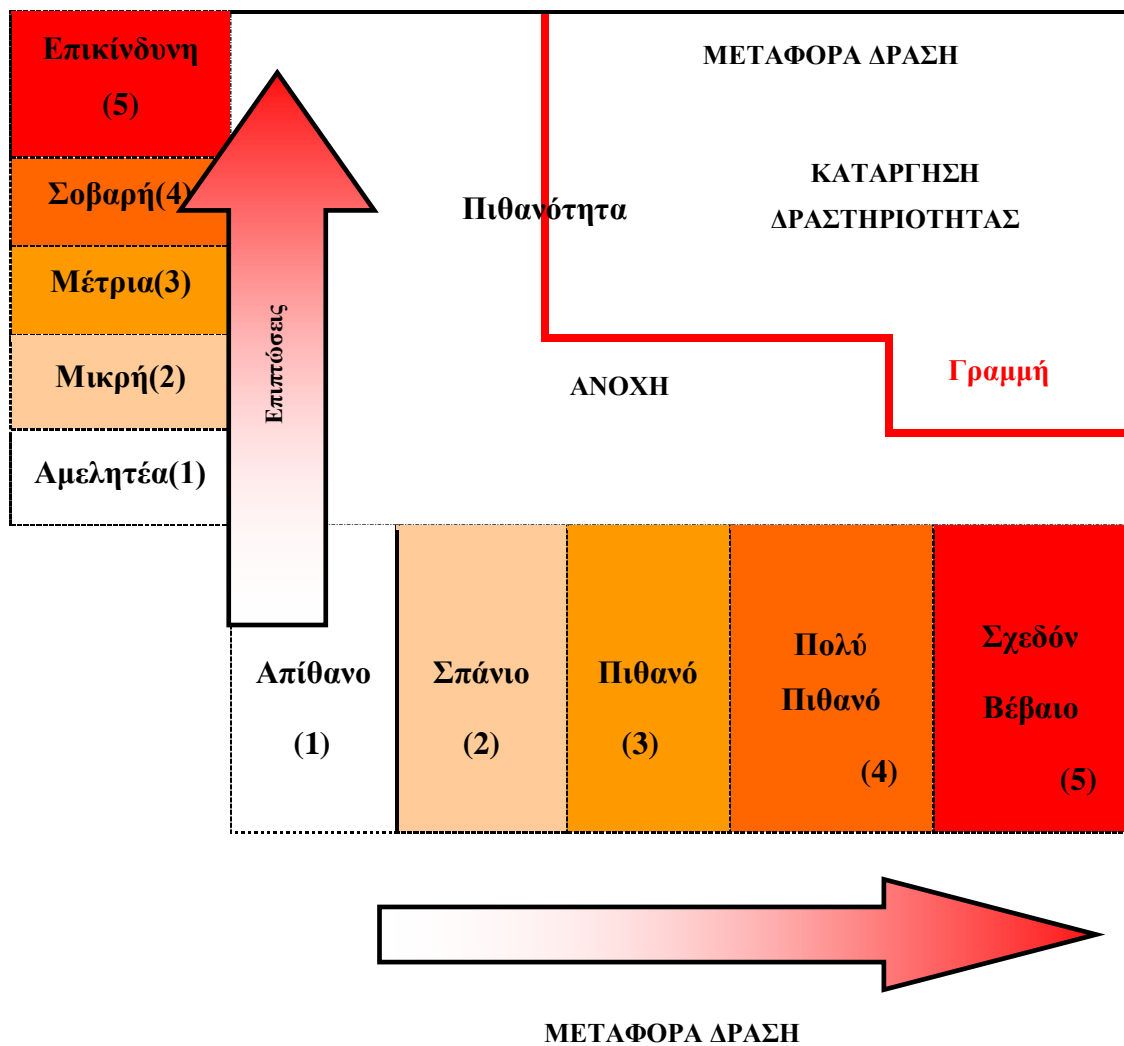
Παρακάτω φαίνεται ένα παράδειγμα γραμμής ανοχής (κόκκινη γραμμή) στη μήτρα Πιθανότητας-Επιπτώσεων και οι πιθανές αντιδράσεις για την αντιμετώπιση παραγόντων κινδύνου που βρίσκονται σε αντίστοιχες περιοχές

Μήτρα Πιθανότητας / Επιπτώσεων (με τις πιθανές αντιδράσεις)

Μήτρα Πιθανότητας / Επιπτώσεων (με τις πιθανές αντιδράσεις)

Επικίνδυνα

Μήτρα Πιθανότητας / Επιπτώσεων (με τις πιθανές αντιδράσεις)



Σχήμα: Αποτίμηση Κινδύνου (Στάδιο 3)

4.5.8 ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

Η διαχείριση χαρτοφυλακίου βασίζεται στην μελέτη του H. Markowitz, ο οποίος όρισε το λεγόμενο άριστο χαρτοφυλάκιο. Με τον παρόν όρο εννοούνται οι απαραίτητες ενέργειες που κάνει ένας επενδυτής, για κάθε χαρτοφυλάκιο το οποίο και δημιουργεί, προκειμένου να εξασφαλίσει το κεφάλαιο το οποίο και έχει επενδύσει. Αποτελεί μια διαδικασία συνδυασμού διαφόρων χρεογράφων σε ένα χαρτοφυλάκιο, το οποίο δημιουργείται με βάση τις ανάγκες που έχει ο κάθε επενδυτής. Η διαχείριση του χαρτοφυλακίου εμπεριέχει τα ακόλουθα στάδια δράσεων (Ferran and Ho, 2014): α) Ανάλυση των αξιόγραφων, εδώ εξετάζονται

όλα τα διαθέσιμα χρεόγραφα αυτά που έχουν τη μεγαλύτερη απόδοση, β) Ανάλυση του χαρτοφυλακίου, γ) Επιλογή χαρτοφυλακίου, στο παρόν στάδιο επιλέγεται από τα χαρτοφυλάκια που μειώνουν το κίνδυνο αυτό που ταιριάζει περισσότερο σε έναν επενδυτή. Τα χαρακτηριστικά του επενδυτή σχετίζονται και καθορίζονται από τα χρήματα που θέλει να επενδύσει και από το διάστημα επένδυσης (Titman, Keown and Martin, 2017).

Η μοντέρνα θεωρία χαρτοφυλακίου, χρησιμοποιεί αρκετά βασικά στατιστικά μέτρα για την ανάπτυξη ενός σχεδίου για το χαρτοφυλάκιο. Η στατιστική διαφοροποίηση αποτελεί σημαντικό παράγοντα στην επιλογή χρεογράφων για την δημιουργία ενός χαρτοφυλακίου. Η παραδοσιακή διαχείριση χαρτοφυλακίου έχει να κάνει κυρίως με την δημιουργία ενός αποτελεσματικού χαρτοφυλακίου το οποίο θα απαρτίζεται από μια ευρεία ποικιλία χρεογράφων (Markowitz, 1952).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Το τρέχον κεφάλαιο διακρίνεται σε δύο βασικά μέρη, στην θεωρητική προσέγγιση της χρηματοοικονομικής ανάλυσης και στην πρακτική εφαρμογή των τεχνικών της στις εξεταζόμενες εταιρείες, TITAN και ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ . Στο πρώτο μέρος αποσαφηνίζονται οι λόγοι διεξαγωγής της χρηματοοικονομικής ανάλυσης, οι ανάγκες που καλύπτει, καθώς και η επίδραση των επιχειρηματικών κινδύνων που προέρχονται από το εξωτερικό περιβάλλον μιας επιχείρησης όπου θα πρέπει να συνυπολογιστούν κατά την χρηματοοικονομική ανάλυση. Επίσης, αναλύονται οι τρόποι διενέργειας της χρηματοοικονομικής ανάλυσης από τα οικονομικά στοιχεία τα οποία παρουσιάζονται στις δημοσιευόμενες οικονομικές καταστάσεις. Στο δεύτερο μέρος διακεκριμένα για κάθε εταιρεία πραγματοποιείται η χρηματοοικονομική ανάλυση, εξετάζοντας την ποιότητα των λογιστικών καταστάσεων, την εξέλιξη των πωλήσεων και των αποτελεσμάτων την πενταετία 2011-2015, τον υπολογισμό, παρουσίαση και σχολιασμό καταστάσεων κοινού μεγέθους και αριθμοδεικτών (κερδοφορίας, ρευστότητας, δραστηριότητας και χρέους-βιωσιμότητας).

5.1 ΑΝΑΓΚΗ ΓΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ

Η χρηματοοικονομική ανάλυση διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στην κοινωνία και σχετίζεται άμεσα με την μετάδοση πληροφοριών ώστε η χρήση τους να οδηγεί σε αποτελεσματικότερες οικονομικές αποφάσεις. Η χρηματοοικονομική ανάλυση είναι χρήσιμη σε πολλούς χρήστες σε μια κοινωνία όπως δυνητικούς επενδυτές, μετόχους, πιστωτικά ιδρύματα, συνεργάτες, ανταγωνιστές, κράτος, αναλυτές, κλπ. Η ανάλυση των πληροφοριών που συνήθως αποτελούν τα στοιχεία εισόδου για την πρόβλεψη και αποτίμηση, μπορούν να προέρχονται από μεγάλη ποικιλία πηγών, όμως σημαντικότερη πηγή άντλησης χρηματοοικονομικών πληροφοριών είναι το λογιστικό σύστημα μιας επιχείρησης αλλά και οι δημοσιευμένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις. Πρόκειται για μια πηγή πληροφόρησης χαμηλού σχετικά κόστους, έγκαιρων πληροφοριών και αξιόπιστων ειδικά όταν έχουν ελεγχθεί από εξωτερικούς ελεγκτές (Κάντζος,

2002).

Για να είναι χρήσιμες οι χρηματοοικονομικές πληροφορίες στην λήψη αποφάσεων θα πρέπει να είναι σχετικές, αξιόπιστες, έγκαιρες, ακριβείς και συγκρίσιμες. Τα κυριότερα προβλήματα που μπορούν να ανακύψουν κατά την χρηματοοικονομική ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων είναι οι αποκλίσεις στις επιλεγθείσες λογιστικές μεθόδους και τυχόν πολυμορφία στην λογιστική πρακτική (Κάντζος, 2002). Με την καθιέρωση των ΔΠΧΑ επιδιώκεται η προαγωγή της διαφάνειας και η παροχή αξιόπιστων, έγκαιρων και συγκρίσιμων οικονομικών πληροφοριών (Βρουστούρης, 2007). Το πόρισμα των εξωτερικών ελεγκτών αποτελεί ένα ιδιαίτερα σημαντικό πιστοποιητικό για την ορθότητα και την αξιοπιστία των χρηματοοικονομικών πληροφοριών που παρέχονται από τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις, αφού ο εξωτερικός ελεγκτής δεν έχει δεσμούς με την διοίκηση και την δράση της επιχείρησης και μπορεί αντικειμενικά να προσδιορίσει τις δυνατότητες και τις αδυναμίες μιας επιχείρησης, όσον αφορά την αποτελεσματικότητα του λογιστικού συστήματος (ΤΕΙ Κρήτης, 2006).

5.2 ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ

Το σύνολο των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων επηρεάζεται από τον κίνδυνο, δηλαδή από περιπτώσεις όπου δεν είναι δυνατό να προβλεφθεί το αποτέλεσμα της δραστηριότητας. Σε περιόδους όπου επικρατεί αβεβαιότητα οι κίνδυνοι μεγεθύνονται και η διαχείρισή τους βρίσκεται στο επίκεντρο των διοικήσεων, χαράσσοντας τις κατάλληλες στρατηγικές και εφαρμογές μέτρων για την στάθμιση των κινδύνων. Κάποιες από τις βασικές κατηγορίες κινδύνων είναι (Specisoft, 2009):

- ο κίνδυνος της αγοράς που αναφέρεται στους ανταγωνιστές, τον κλάδο και την οικονομία γενικότερα.
- οι λειτουργικοί κίνδυνοι, που πηγάζουν από εσωτερικές διαδικασίες, όπως η παραγωγή, οι εγκαταστάσεις, η ασφάλεια των μηχανογραφικών συστημάτων, κλπ.
- οι χρηματοοικονομικοί κίνδυνοι όπου μπορεί να πηγάζουν από το ύψος του δανεισμού και την ενδεχόμενη αδυναμία εξυπηρέτησής του, τις διακυμάνσεις

στα επιτόκια, τις διακυμάνσεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες, κλπ.

- κίνδυνοι που απορρέουν από το νομοθετικό και θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας μιας επιχείρησης, συμπεριλαμβανομένων των νόμων και κανόνων για το περιβάλλον, την εργασία, την ασφάλεια, την φορολογία, κλπ.

5.3 ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ

Η μελέτη της πορείας μιας επιχείρησης διαχρονικά στηρίζεται στην ανάλυση των στοιχείων των οικονομικών καταστάσεων για περισσότερες από μια διαχειριστικές χρήσεις. Η παρελθούσα εμπειρία μιας επιχείρησης μπορεί να αποτελέσει την βάση για την δημιουργία εσωτερικών προτύπων, ώστε διαχρονικά να ελέγχεται και να αξιολογείται η πορεία της. Παράλληλα οι τρέχοντες στόχοι μιας επιχείρησης μπορούν από μόνοι τους να αποτελέσουν εσωτερικά πρότυπα και να κατευθύνουν την πορεία της. Η διαχρονική ανάλυση αποσκοπεί στην διαπίστωση και μελέτη κάποιων τάσεων που μπορεί να διαδραματίσουν σπουδαίο ρόλο στην διαμόρφωση μοντέλων πρόβλεψης της μελλοντικής πορείας της επιχείρησης. Επίσης, βοηθά στον εντοπισμό τυχόν ενδογενών και εξωγενών γεγονότων που πιθανά επηρέασαν την εξέλιξη των εξεταζόμενων μεγεθών (Κάντζος, 2002).

Οι καταστάσεις κοινού μεγέθους χρησιμοποιούνται για την ανάλυση της δομής της επιχείρησης, καθώς εξετάζουν την αναλογία των επιμέρους στοιχείων των λογιστικών καταστάσεων στο σύνολο του οποίου αποτελούν μέρος. Οι συγκεκριμένες καταστάσεις βοηθούν στην παρατήρηση τυχών μεταβολών στην αναλογία των διαφόρων αλληλοεξαρτώμενων μεγεθών διαχρονικά και στην αξιολόγηση της σημασίας τους. Για παράδειγμα, η δυσανάλογη μεταβολή της αναλογίας του κόστους των πωλήσεων προς τις πωλήσεις, προκαλεί την προσοχή για τον εντοπισμό των αιτιών που οδήγησαν σε αυτή την αύξηση ή μείωση (Κάντζος, 2002).

Η χρήση των αριθμοδεικτών για την ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων παρέχει ταχεία και ιδιαίτερα διαφωτιστική εικόνα σε συγκεκριμένους, επιδιωκόμενους τομείς ανάλυσης. Συνήθως κατά την έναρξη της

χρηματοοικονομικής ανάλυσης, ο αναλυτής γνωρίζει ποια ζωτικά χαρακτηριστικά της επιχείρησης θα του παρέχουν επαρκή στοιχεία τόσο για την διαμόρφωση της άποψης για την θέση και την απόδοση της επιχείρησης όσο και για τη περαιτέρω ανάλυση (Κάντζος, 2002). Ένας θεμελιώδης τομέας έρευνας είναι η μέτρηση της κερδοφορίας και των κερδών. Πέρα από το τελικό αποτέλεσμα, σημαντική είναι και η λεπτομερέστερη ανάλυση, δηλαδή από το που πηγάζουν αυτά τα κέρδη (πχ από τις λειτουργικές δραστηριότητες ή από ασυνήθιστες και έκτακτες πηγές, κλπ), ώστε να διαφωτιστούν δυνατά και αδύνατα σημεία της λειτουργίας της επιχείρησης. Τρεις βασικοί αριθμοδείκτες μέτρησης της κερδοφορίας είναι ο αριθμοδείκτης απόδοσης ενεργητικού, ο αριθμοδείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων και ο αριθμοδείκτης απόδοσης των επενδυμένων κεφαλαίων (παράρτημα 2). Επίσης, σημαντικό κομμάτι της χρηματοοικονομικής ανάλυσης είναι η μέτρηση του κινδύνου τόσο των επενδύσεων που η επιχείρηση πραγματοποιεί διαχρονικά όσο και της επιχείρησης ως προς τους μετόχους της αρχικά αλλά και προς τους υπόλοιπους ενδιαφερόμενους (πιστωτές, προμηθευτές, κλπ). Η μέτρηση του κινδύνου πραγματοποιείται τόσο σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα με τους αριθμοδείκτες ρευστότητας όσο και σε μακροπρόθεσμο με την χρήση των αριθμοδεικτών βιωσιμότητας. Η μέτρηση της ρευστότητας γίνεται σε πρώτη φάση με τους αριθμοδείκτες συσχέτισης των άμεσα διαθέσιμων ρευστών της επιχείρησης ως προς τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της και στην συνέχεια με τους αριθμοδείκτες ανακύκλωσης αποθεμάτων και απαιτήσεων, δεδομένου ότι όσο ταχύτερη είναι η ανακύκλωση των υπολοίπων τους τόσο αυξάνει η ρευστότητα της επιχείρησης και βελτιώνεται η διαχείρισή τους. Η μέτρηση της βιωσιμότητας μιας επιχείρησης μπορεί να γίνει με την μελέτη της ικανότητας της να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της από τον δανεισμό, αλλά και από την συσχέτιση της αναλογίας των διαφορετικών πηγών χρηματοδότησης της επιχείρησης (Damodaran, 2012).

5.4 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΙΤΑΝ 2011-2015

5.4.1 ΠΟΙΟΤΗΤΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ

Οι ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας και του ομίλου ΤΙΤΑΝ από το 2011 έως το 2015 έχουν καταρτιστεί σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα. Οι ετήσιες καταστάσεις έχουν ελεγχθεί από την εταιρεία Ernst & Young (πλην του 2015) και σε όλες τις εκθέσεις ελέγχου που καταρτίζουν προς τους μετόχους της Ανώνυμης Εταιρείας Τσιμέντων ΤΙΤΑΝ (και συμπεριλαμβάνονται στις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της ΤΙΤΑΝ) εκφέρουν σύμφωνη γνώμη, επιβεβαιώνοντας ότι οι ατομικές και οι ενοποιημένες καταστάσεις παρουσιάζουν εύλογα την οικονομική θέση, την χρηματοοικονομική επίδοση και τις ταμιακές ροές, έτσι όπως προβλέπεται από τα ΔΠΧΑ. Οι ετήσιες καταστάσεις του 2015 ελέχθησαν από την εταιρεία PWC η οποία επίσης εξέφρασε σύμφωνη γνώμη.

Η εταιρεία και ο όμιλος εφαρμόζουν τις ίδιες βασικές λογιστικές αρχές για την κατάρτιση των οικονομικών καταστάσεων σε όλες τις διαχειριστικές χρήσεις. Τροποποιήσεις στις λογιστικές πολιτικές των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων πραγματοποιούνται μόνο από την υποχρεωτική υιοθέτηση νέων προτύπων και διερμηνειών. Ειδικά το 2014 μεταβολή επήλθε από την υιοθέτηση του ΔΠΧΑ (από κοινού συμφωνίες) που προκάλεσε μεταβολές στην παρουσίαση των οικονομικών καταστάσεων και για αυτό το λόγο πραγματοποιήθηκε η αναπροσαρμογή όλων των στοιχείων των οικονομικών καταστάσεων της χρήσης του 2013.

Η εταιρεία δίνει μεγάλη βαρύτητα στην ποιότητα των λογιστικών της καταστάσεων διότι μέσα από την παρούσα διαδικασία βελτιώνει ευρύτερα την οικονομική της κατάσταση, καθορίζει την οικονομική της λειτουργία και επιτυγχάνει τους στόχους της. Μέσα από την συγκεκριμένη διαδικασία η εταιρεία καθορίζει την ποιότητα των αναφερόμενων κερδών της κρίνοντας το βαθμό στον οποίο τα παρόντα δημοσιευμένα κέρδη της συνδέονται με τις αναμενόμενες μελλοντικές ταμιακές ροές της.

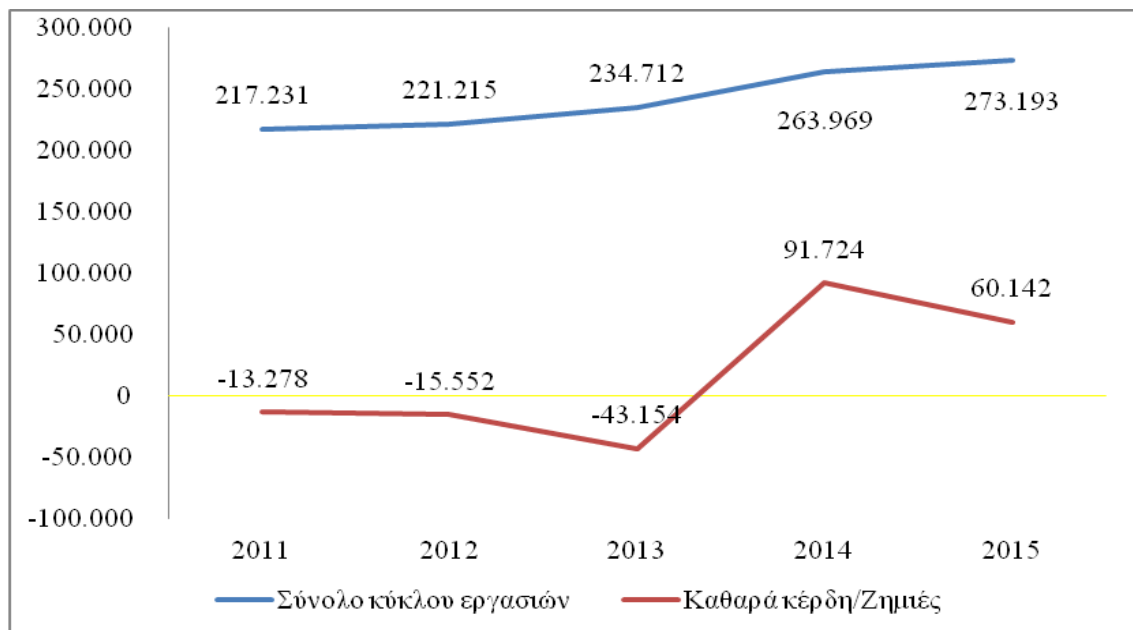
Η εταιρεία μέσω της διαδικασίας ενημερώνει τους επενδυτές, τους μετόχους και γενικά όλα τα εμπλεκόμενα μέρη τα οποία ενδιαφέρονται για την ευρύτερη

λειτουργία μορφής της εταιρείας, ευρύτερα για την κερδοφορία της αλλά και για την θέση της στην αγορά. Σε κάποιες περιπτώσεις η εταιρεία κάνει χρήση των εταιρειών που δρουν ως ελεγκτές και συμβουλευτικά με στόχο να βοηθήσει την λειτουργία και την δράση της, καθώς και να αξιολογήσει την οικονομική της κατάσταση και θέση.

5.4.2 ΕΞΕΛΙΞΗ ΠΩΛΗΣΕΩΝ ΚΑΙ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΤΙΤΑΝ 2011-2015

Στην παρούσα ενότητα θα μελετηθεί και θα παρουσιαστεί η εξέλιξη των πωλήσεων και των αποτελεσμάτων της εταιρείας, προκειμένου να διαπιστωθεί η οικονομική της κατάσταση και πιο συγκεκριμένα να εξεταστούν το πώς διαμορφώνονται οι πωλήσεις της ώστε μέσα από την διαδικασία αυτή να γίνει ευρύτερα κατανοητή η πορεία αλλά και η θέση της εταιρείας στην αγορά σήμερα και στο μέλλον. Την πενταετία 2011-2015 οι πωλήσεις της εταιρείας ΤΙΤΑΝ παρουσίασαν διαδοχικές αυξήσεις. Όπως φαίνεται και από το παρακάτω γράφημα το 2011 οι πωλήσεις ήταν 217,2 εκ. ευρώ και έπειτα από σταδιακές αυξήσεις το 2015 διαμορφώθηκαν σε 273,2 εκ. ευρώ. Η μέση ετήσια αύξηση του κύκλου εργασιών της ΤΙΤΑΝ την εξεταζόμενη πενταετία ήταν 4,7% (παράρτημα 5)

Γράφημα 14: Πωλήσεις και Καθαρά Αποτελέσματα Τιτάν 2011- 2015(σε χιλ. €)



Παρά την συνεχή αύξηση των πωλήσεων την τριετία 2011-2013 τα αποτελέσματα της εταιρείας ήταν ζημιογόνα και μάλιστα οι ζημιές το 2013 κορυφώθηκαν στα 43,2 εκ. ευρώ. Το γεγονός αυτό κατά κύριο λόγο οφείλεται στην υπέρμετρη αύξηση του κόστους των πωλήσεων (σε σχέση με τις πωλήσεις), οδηγώντας σε χαμηλότερα περιθώρια κάλυψης των λοιπών λειτουργικών εξόδων αλλά και των χρηματοοικονομικών που επίσης ήταν αυξημένα σε σχέση με τις υπόλοιπες χρονιές. Τα επόμενα δύο έτη και κυρίως το 2014 τα ιδιαίτερα υψηλά έσοδα από συμμετοχές και χρεόγραφα βοήθησαν την εταιρεία να αποκτήσει κέρδη (91,7 και 60,1 εκ. ευρώ αντίστοιχα). Σημαντικό είναι ότι το 2014 και το 2015 φαίνεται σταδιακή σημαντική βελτίωση στο μικτό κέρδος ενώ το 2015 υπάρχει μεγάλη πτώση στα χρηματοοικονομικά έξοδα, γεγονότα που επίσης βοηθούν στην βελτίωση των καθαρών αποτελεσμάτων. Η εταιρεία σε γενικές γραμμές έχει καταφέρει μέσα στην κρίση να κρατήσει σταθερή την θέση της, σε επίπεδο πωλήσεων. Αυτό δείχνει η εταιρεία ότι χαίρει την εμπιστοσύνη της αγοράς, ότι έχει καλές σχέσεις με τα σημεία πώλησης και έχει ευρύτερα την εμπιστοσύνη των πελατών της. Η εταιρεία λόγω των υψηλών πωλήσεων και κερδών, μπόρεσε να κάνει επενδύσεις στην αγορά, οι οποίες την κράτησαν ανταγωνιστική σε σχέση με άλλες εταιρίες του κλάδου.

5.4.3 ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΟΙΝΟΥ ΜΕΓΕΘΟΥΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ

Στην παρούσα ενότητα θα γίνει η ανάλυση του κοινού μεγέθους χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Συγκεκριμένα η ανάλυση αυτή θα βοηθήσει και θα δώσει μια ευρύτερη και καλύτερη εικόνα της εταιρείας σε σχέση με την θέση της στην αγορά, την δράση της και γενικά σε σχέση με την σωστή διαχείριση εσόδων, εξόδων που σίγουρα καθίσταται σημαντική στην ευρύτερη λειτουργία της αλλά και την μελλοντική της πορεία σε επίπεδο βιωσιμότητας.

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται τα κυριότερα μεγέθη των καταστάσεων αποτελεσμάτων της εταιρείας TITAN στην πενταετία 2011-2015, εκφρασμένα ως αναλογία προς τις πωλήσεις.

Πίνακας 2: Κατάσταση Κοινού Μεγέθους Αποτελεσμάτων Χρήσης Τιτάν 2011-2015

ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΚΟΙΝΟΥ ΜΕΓΕΘΟΥΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ						
	2011	2012	2013	2014	2015	Μεταβολή
Σύνολο κύκλου εργασιών	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100%
Κόστος πωλήσεων	64,1%	74,1%	84,2%	78,8%	74,1%	3,7%
Μικτά κέρδη προ αποσβέσεων	35,9%	25,9%	15,8%	21,2%	25,9%	-7,8%
Άλλα έσοδα εκμετάλλευσης	2,5%	6,1%	3,1%	4,0%	6,1%	25,3%
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας και διάθεσης	15,1%	14,3%	13,5%	13,5%	13,6%	-2,5%
Άλλα έξοδα εκμετάλλευσης	4,4%	0,7%	0,7%	0,1%	2,4%	-14,6%
EBITDA	18,8%	17,0%	4,7%	11,6%	16,0%	-3,9%
Αποσβέσεις	5,4%	6,2%	5,6%	5,1%	5,0%	-2,3%
Απομειώσεις	0,5%	0,1%	0,0%	-0,3%	0,0%	-100,0%
EBIT	12,8%	10,7%	-0,9%	6,8%	11,1%	-3,7%
Έσοδα συμμετοχών και χρεογράφων	1,6%	0,0%	0,0%	42,4%	20,2%	88,3%
Έξοδα συμμετοχών και χρεογράφων	1,2%	0,0%	0,0%	2,0%	0,0%	-100,0%
Έσοδα χρηματοοικονομικής	0,7%	1,7%	1,1%	0,0%	0,0%	-59,8%

λειτουργίας						
Έξοδα χρηματοοικονομικής λειτουργίας	19,4%	20,0%	20,2%	16,4%	8,6%	-18,5%
Κέρδη/Ζημιές προ φόρων	-5,4%	-7,6%	-19,9%	31,5%	23,3%	0,0%
Φόρος εισοδήματος	-0,7%	0,5%	1,5%	3,3%	-1,3%	14,3%
Κέρδη/Ζημιές μετά από φόρους	-6,1%	-7,0%	-18,4%	34,7%	22,0%	0,0%

Σημαντική είναι η απόκλιση της αναλογίας του κόστους των πωλήσεων από έτος σε έτος. Το 2011 το κόστος πωληθέντων αποτελεί το 64,1% των πωλήσεων (το χαμηλότερο ποσοστό της πενταετίας), αφήνοντας μεγαλύτερο μικτό περιθώριο για την κάλυψη των υπόλοιπων δαπανών. Έως το 2013 υπήρξε μεγάλη αύξηση στο κόστος των πωλήσεων συγκρινόμενο με τις πωλήσεις του ίδιου έτους, περιορίζοντας το περιθώριο μικτού κέρδους στο 15,8% (από 35,9% που ήταν το 2011). Τα δύο επόμενα έτη σημειώθηκε σταδιακή βελτίωση και το 2015 το περιθώριο μικτού κέρδους ήταν 25,9%. Η μέση ετήσια μεταβολή (γεωμετρικός μέσος όρος) του κόστους πωληθέντων ήταν 3,7% ενώ τα μικτά κέρδη προ αποσβέσεων είχαν μείωση -7,8%. Μείωση υπήρξε και στην αναλογία των εξόδων διοικητικής λειτουργίας και διάθεσης (κατά -2,5%), πέφτοντας στο 13,6% το 2015 από 15,1% που ήταν το 2011. Οι αποσβέσεις της εταιρείας τα δύο τελευταία έτη κυμαίνονται περίπου στο 5% των πωλήσεων. Σημαντική είναι η μείωση στα χρηματοοικονομικά έξοδα την πενταετία και συγκεκριμένα τα δύο τελευταία έτη το ποσοστό ως προς τις πωλήσεις την τριετία 2011-2013 ήταν περίπου 20%, ενώ το 2015 μειώθηκε σε 8,6% τα τελευταία έτη.

Πίνακας 3: Κατάσταση Κοινού Μεγέθους Ισολογισμού Τιτάν 2011-2015

ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΚΟΙΝΟΥ ΜΕΓΕΘΟΥΣ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ						
	2011	2012	2013	2014	2015	Μεταβολή
Ενεργητικό						
Ενσώματες ακίνητοποιήσεις	15,6%	14,6%	14,4%	19,1%	19,2%	5,3%
Συμμετοχές σε θυγατρικές	73,4%	74,5%	76,9%	68,2%	67,6%	-2,0%
Σύνολο μη κυκλοφορούντος ενεργητικού	89,9%	90,1%	92,3%	88,5%	88,0%	-0,6%
Αποθέματα	4,3%	4,2%	4,3%	5,9%	5,7%	7,3%
Απαιτήσεις και προπληρωμές	4,0%	3,5%	2,8%	4,3%	5,5%	8,6%
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	1,8%	2,2%	0,5%	1,4%	0,7%	-21,6%
Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού	10,1%	9,9%	7,7%	11,5%	12,0%	4,6%
Ίδια κεφάλαια και υποχρεώσεις	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Μετοχικό κεφάλαιο	21,0%	20,8%	20,9%	27,3%	27,1%	6,6%
Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο	1,4%	1,4%	1,4%	1,8%	1,8%	6,6%

Ίδιες μετοχές	-5,6%	-5,5%	-5,4%	-6,7%	-6,3%	3,3%
Λοιπά αποθεματικά	31,7%	31,2%	31,6%	40,0%	41,6%	7,0%
Κέρδη εις νέο	0,3%	-0,4%	-3,2%	3,8%	4,5%	97,0%
Σύνολο Ιδίων κεφαλαίων	49,0%	47,7%	45,6%	66,4%	68,9%	8,9%
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	38,5%	45,5%	46,1%	27,1%	24,1%	-11,1%
Υποχρεώσεις συνταξιοδοτικών παροχών	0,9%	0,7%	0,7%	1,1%	1,0%	4,0%
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	41,5%	48,1%	48,0%	29,1%	26,2%	-10,8%
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	6,5%	1,5%	3,1%	0,0%	0,7%	-41,8%
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	2,9%	2,6%	3,0%	4,2%	3,7%	5,8%
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	9,5%	4,2%	6,4%	4,5%	4,9%	-15,5%

Η εταιρεία TITAN όπως φαίνεται από τον παραπάνω πίνακα είναι μια εταιρεία με υψηλό βαθμό παγιοποίησης, αφού το μη κυκλοφορούν ενεργητικό κυμαίνεται περίπου στο 90% του συνολικού ενεργητικού της. Η μεγαλύτερη αναλογία αφορά την συμμετοχή της σε θυγατρικές εταιρείες με ποσοστά 76,9% το 2013 (το υψηλότερο της πενταετίας) και 67,6% το 2015 (το χαμηλότερο της πενταετίας). Τα ενσώματα πάγια τα τρία πρώτα έτη κατείχαν περίπου το 15% του ενεργητικού, ενώ μετά υπήρξε άνοδος του ποσοστού τους σε 19,2% (το 2015). Από το κυκλοφορούν ενεργητικό που αποτελεί περίπου το 10% του ενεργητικού (φθάνοντας στο 12% το 2015), τα σημαντικότερα στοιχεία του είναι τα

αποθέματα και απαιτήσεις, με ποσοστά περίπου 5,5% το καθένα, ενώ διαχρονικά αύξηση υπήρξε και στα δύο. Τα ταμειακά διαθέσιμα της εταιρείας ως ποσοστό του ενεργητικού μειώθηκαν κατά μέσο όρο ετησίως 21,6% και η αναλογία τους το 2015 διαμορφώθηκε σε 0,7%.

Τα δύο τελευταία εξεταζόμενα έτη αυξήθηκε η αναλογία των ιδίων κεφαλαίων σε μέγιστο βαθμό, σημειώνοντας μέση ετήσια αύξηση 8,9%. Η αύξηση αυτή κυρίως οφείλεται στην ύπαρξη μεταφερόμενων κερδών από το 2014 και μετά, ενώ προγενέστερα υπήρχαν συσσωρευμένες ζημιές. Η αύξηση της αναλογίας των ιδίων κεφαλαίων στο σύνολο επίσης οφείλεται στην ταυτόχρονη μείωση των υποχρεώσεων της εταιρείας στο σύνολο, την διετία 2014-2015. Έτσι το 2015 η αναλογία των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων ήταν 26,2% ενώ των βραχυπρόθεσμων ήταν σε πολύ χαμηλότερα επίπεδα και συγκεκριμένα 4,9%. Τις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις, κατά κύριο λόγο, διαμορφώνουν οι μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις ενώ τις βραχυπρόθεσμες οι προμηθευτές.

Στον ακόλουθο πίνακα παρουσιάζονται τα βασικότερα στοιχεία των καταστάσεων των ταμειακών ροών της εταιρείας εκφρασμένα ως ποσοστό των πωλήσεων. Οι εισροές της εταιρείας από λειτουργικές δραστηριότητες σε σχέση με τις πωλήσεις της διαχρονικά εμφανίζουν μειωμένο ποσοστό, το οποίο το 2015 διαμορφώνεται στο 10,5%. Από το 2013 και μετά η εταιρεία επενδύει όλο και περισσότερο συγκριτικά με τις πωλήσεις που πραγματοποιεί, φθάνοντας το 2015 στο 6,1%. Μεμονωμένα άλλα στοιχεία των επενδυτικών δραστηριοτήτων που παρουσιάζουν αξιοσημείωτη μεταβολή έχουν τα εισπραχθέντα μερίσματα (την τελευταία διετία), η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου (την διετία 2012-2013) και η μείωση του μετοχικού κεφαλαίου θυγατρικών το 2014. Στις ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες, την διετία 2014-2015 υπήρξε σημαντική μείωση στους καταβεβλημένους τόκους από τον δανεισμό, όπως μεγάλη είναι και η μείωση της αναλογίας των αναληφθέντων δανείων. Αντίθετα το 2014 η εταιρεία κατέβαλε το 24,1% των πωλήσεών της για την εξόφληση μέρους του δανεισμού της. Οι εκροές για την πληρωμή μερισμάτων δεν είναι σταθερές ενώ το 2011-2012 δεν υπήρξε διανομή μερισμάτων. Σταδιακά τα ταμειακά διαθέσιμα της εταιρείας στο τέλος του έτους, περιορίστηκαν συγκριτικά με τις πωλήσεις της,

φθάνοντας το 2015 στο 3,2%, ενώ το 2012 ήταν 16,1%

Πίνακας 4 :Κατάσταση Κοινού Μεγέθους Ταμειακών Ροών Τιτάν 2011-2015

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΚΟΙΝΟΥ ΜΕΓΕΘΟΥΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ						
	2011	2012	2013	2014	2015	Μεταβολή
Ταμειακές ροές λειτουργικών δραστηριοτήτων						
Ταμειακές ροές από την κύρια εκμετάλλευση	21,1%	17,5%	12,8%	10,4%	10,7%	-15,5%
Σύνολο εισροών από λειτουργικές δραστηριότητες	12,5%	16,3%	12,3%	10,3%	10,5%	-4,4%
Ταμειακές ροές επενδυτικών δραστηριοτήτων						
Αγορά ενσώματων ακινητοποιήσεων	-2,9%	-2,6%	-4,2%	-5,1%	-6,1%	20,1%
Εισπράξεις από πωλήσεις ενσώματων και ασώματων ακινητοποιήσεων	0,1%	2,9%	0,3%	0,1%	0,1%	-0,3%
Μερίσματα εισπραχθέντα	0,1%	0,0%	0,0%	42,4%	20,1%	257,1%
Απόκτηση θυγατρικών εταιρειών	-2,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-100,0%
Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου θυγατρικών	0,0%	-13,8%	-13,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Μείωση μετοχικού κεφαλαίου θυγατρικών	0,0%	0,0%	0,0%	148,9%	0,4%	0,0%
Σύνολο από επενδυτικές δραστηριότητες	-5,4%	-13,8%	-16,9%	186,2%	14,0%	0,0%
Ταμειακές ροές χρηματοδοτικών δραστηριοτήτων						
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα καταβεβλημένα	-17,4%	-17,3%	-18,2%	-16,7%	-8,2%	-17,2%
Μερίσματα πληρωθέντα και διανεμηθέντα αποθεματικά	-7,0%	0,0%	0,0%	-3,2%	-9,3%	7,2%
Εισπράξεις από εκδοθέντα/αναληφθέντα δάνεια	72,3%	96,9%	106,4%	67,4%	34,2%	-17,1%
Εξοφλήσεις δανείων	-42,8%	-79,4%	-95,2%	-241,1%	-44,6%	1,0%
Σύνολο από χρηματοδοτικές δραστηριότητες	5,1%	0,3%	-6,9%	-193,4%	-27,7%	0,0%
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα στο τέλος της χρήσης	13,6%	16,1%	3,7%	6,4%	3,2%	-30,5%

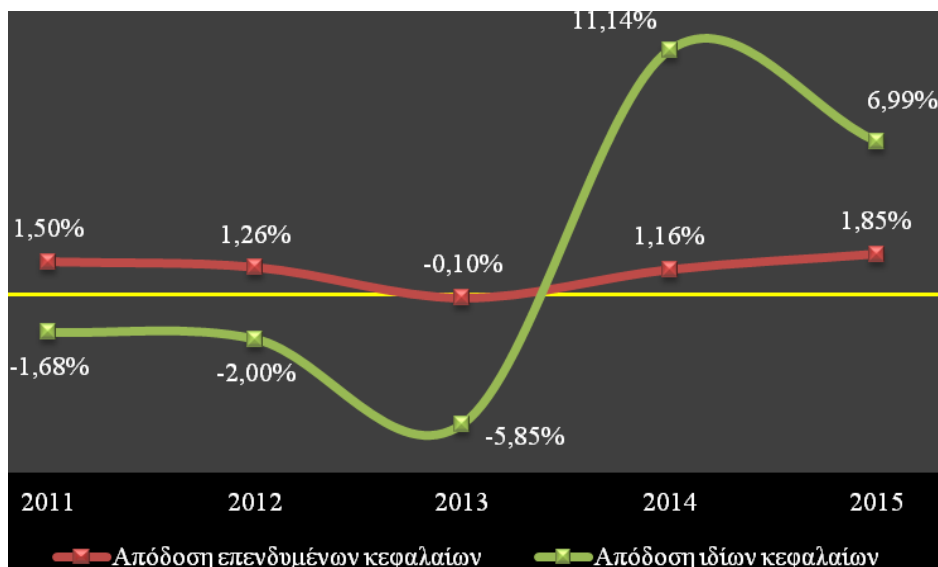
5.4.4 ΑΝΑΛΥΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΧΡΗΣΗ ΑΡΙΘΜΟΛΕΙΚΤΩΝ

Η απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων της εταιρείας (δανειακών υποχρεώσεων και ιδίων κεφαλαίων) συνολικά την πενταετία έχει μικρή αύξηση, ενώ το μεσοδιάστημα παρουσίασε κάμψη, όπου το 2013 οι ζημιές οδήγησαν σε

αρνητικό δείκτη. Το 2015 η απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων ήταν 1,85%, ενώ σε παρεμφερή επίπεδα σημειώνοντας τις ίδιες διακυμάνσεις ήταν οι τιμές του δείκτη απόδοσης ενεργητικού. Έντονες ήταν οι διακυμάνσεις στις τιμές του δείκτη απόδοσης ιδίων κεφαλαίων την εξεταζόμενη πενταετία.

Έως το 2013 ο δείκτης ήταν αρνητικός, ενώ το 2014 βελτιώθηκε σημαντικά φθάνοντας στο 11,14% (το υψηλότερο ποσοστό της πενταετίας) και το 2015 διαμορφώθηκε σε 6,99%. Στο γράφημα 15 παρουσιάζεται ο δείκτης κερδοφορίας, ο οποίος δηλώνει την εξέλιξη των κερδών της εταιρείας μέσα στα εξεταζόμενα χρόνια ,δείχνοντας το πώς η εταιρεία διαχειρίστηκε τα έσοδα της και ευρύτερα την δυναμική της στο συγκεκριμένο πεδίο (Παράρτημα 2-Τύποι αριθμοδεικτών).

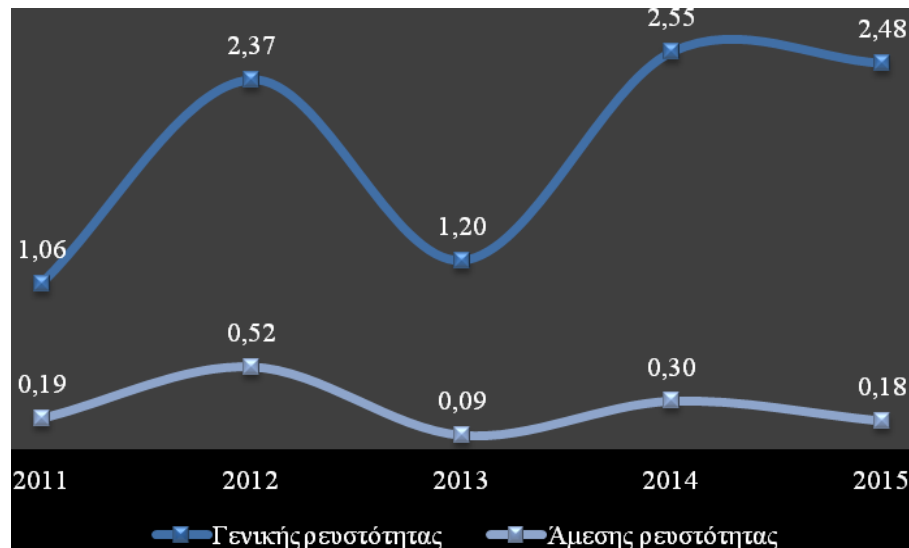
Γράφημα 15: Αριθμοδείκτες Κερδοφορίας Τιτάν 2011-2015



Παρά τις μεγάλες μεταβολές στον δείκτη γενικής ρευστότητας είναι εμφανής η διαχρονική βελτίωσή του, έχοντας μέση ετήσια αύξηση 2,37%. Το 2011 οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της εταιρείας καλύπτονται οριακά από το κυκλοφορούν ενεργητικό και ο δείκτης γενικής ρευστότητας είχε τιμή 1,06, ενώ το 2015 η τιμή του αυξήθηκε στο 2,48. Η άμεση ρευστότητα της εταιρείας είναι σε χαμηλά επίπεδα, όπου στην ουσία εξετάζοντας την ικανότητα της εταιρείας να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της από τα ταμειακά της διαθέσιμα, παρουσιάζει χαμηλές τιμές που έπειτα από διαδοχικές αυξομειώσεις το 2015 έχει δείκτη άμεσης ρευστότητας 0,18. Στην ρευστότητα παρατηρείται

προβληματισμός εφόσον κινείται σε χαμηλά επίπεδα και αυτό επηρεάζει την εταιρεία σε σχέση με την θέση της στην αγορά και την ευρύτερη διαχείριση των αναγκών που δημιουργούνται δεδομένης της στρατηγικής που ακολουθεί (Παράρτημα 2-Τύποι αριθμοδεικτών).

Γράφημα 16: Αριθμοδείκτες Ρευστότητας Τιτάν 2011-2015



Η διαχείριση των αποθεμάτων την τελευταία τριετία βελτιώνεται, έχοντας μέση ετήσια διακράτηση περίπου τέσσερις μήνες, ενώ το 2011 τα αποθέματα της εταιρείας ανακυκλώνονταν κάθε έξι μήνες. Αντίστοιχα βελτίωση υπήρξε (εξαιρούμενου του 2015) στην είσπραξη των απαιτήσεων, όπου την διετία 2013-2014 το διάστημα ήταν περίπου δύομισή μήνες, από περίπου τέσσερις το 2011. Τελικά το 2015 η εταιρεία χρειαζόταν 92 ημέρες για ανακυκλώσει τα υπόλοιπα των πελατών της. Η εταιρεία κατάφερε να βελτιώσει την θέση της σε επίπεδο διαχείρισης αποθεμάτων, πράγμα που σημαίνει ότι ελέγχει καλύτερα τα κόστη της αφού διαθέτει πιο γρήγορα στην αγορά τα παραγόμενα είδη αλλά και όποια απαίτηση εκφράζεται από τους πελάτες της (Παράρτημα 2-Τύποι αριθμοδεικτών).

Πίνακας 5: Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας Τιτάν 2011-2015

	2011	2012	2013	2014	2015	Μεταβολή
Μέρες διακράτησης αποθεμάτων	180	154	129	128	127	-8,3%
Μέρες ανακύκλωσης απαιτήσεων	107	95	71	74	92	-3,8%

Έως το 2013 η εταιρεία αυξάνει τον βαθμό μόχλευσης των κεφαλαίων της, έχοντας δανειακές υποχρεώσεις ελαφρά υψηλότερες από το ύψος των ιδίων κεφαλαίων και αριθμοδείκτη χρέους προς κεφάλαια 51,9%. Το γεγονός αυτό σε συνδυασμό με την ύπαρξη λειτουργικών ζημιών την συγκεκριμένη χρήση, επιδεινώνει τον αριθμοδείκτη κάλυψης τόκων. Από την επόμενη χρονιά που αρχίζει να μειώνεται το χρέος της εταιρείας σε σχέση με τα συνολικά κεφάλαιά της βελτιώνεται ο δείκτης κάλυψης τόκων και το 2015 είναι 1,29, ενώ η αναλογία χρέους προς τα συνολικά κεφάλαια είναι 26,49%. Το γεγονός ότι ο δείκτης μακροπρόθεσμου χρέους προς κεφάλαια είναι σε παρεμφερή επίπεδα με το ποσοστό του συνολικού χρέους, δείχνει ότι η συντριπτική πλειοψηφία των δανειακών υποχρεώσεών της είναι μακροπρόθεσμες. Η κάλυψη τόκων από την πλευρά της εταιρείας, βελτιώνει την οικονομική της κατάσταση και την καθιστά πιο ανταγωνιστική στην αγορά, δεδομένου ότι βελτιώνει συνεχώς μέσω της διαδικασίας αυτής την ρευστότητα της.

Πίνακας 6: Αριθμοδείκτες Χρέους Και Βιωσιμότητας Τιτάν 2011-2015

	2011	2012	2013	2014	2015	Μεταβολή
Κάλυψης τόκων	0,66	0,54	-0,04	0,41	1,29	18,2%
Χρέους / Κεφάλαια	47,87%	49,67%	51,90%	29,03%	26,49%	-13,8%
Μακροπρόθεσμο χρέους / Κεφάλαια	44,00%	48,86%	50,28%	29,03%	25,90%	-12,4%

5.5 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ 2011-2015

5.5.1 ΠΟΙΟΤΗΤΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ

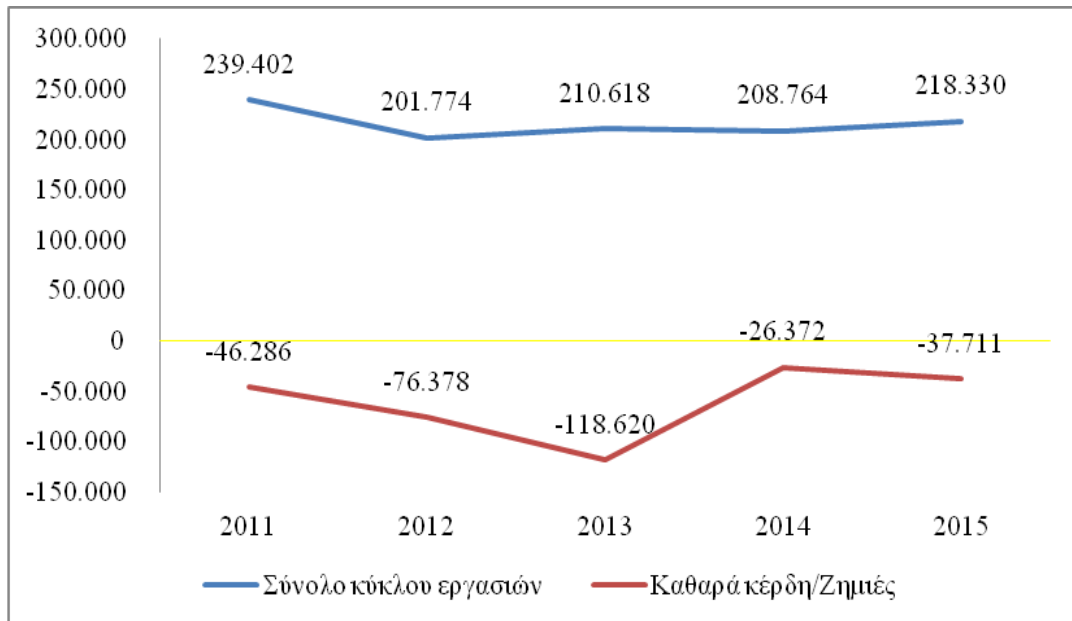
Η εταιρεία και ο όμιλος ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ καταρτίζουν τις οικονομικές καταστάσεις τους σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς. Οι ετήσιες οικονομικές καταστάσεις από το 2011 έως τα 2015 ελεγχθήκαν από την εταιρεία Deloitte και εκφράστηκε σύμφωνη γνώμη, δηλαδή ότι οι οικονομικές καταστάσεις παρουσιάζουν εύλογα, από κάθε ουσιώδη άποψη, την οικονομική θέση της εταιρείας και του ομίλου, καθώς και την χρηματοοικονομική επίδοση και τις ταμειακές ροές τους.

Όλα τα εξεταζόμενα έτη η κατάρτιση των οικονομικών καταστάσεων έχει πραγματοποιηθεί με βάση την αρχή του ιστορικού ή τεκμαρτού κόστους εκτός από τα παράγωγα που αποτιμούνται στην εύλογη αξία. Οι βασικές λογιστικές αρχές, εκτιμήσεις και υπολογισμοί που ακολουθήθηκαν παρέμειναν αμετάβλητες από χρήση σε χρήση.

5.5.2 ΕΞΕΛΙΞΗ ΠΩΛΗΣΕΩΝ ΚΑΙ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΑΓΕΤ-ΗΡΑΚΛΗΣ 2011-2015

Όπως φαίνεται από το παρακάτω γράφημα οι πωλήσεις της εταιρείας ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ το 2012 είχαν σημαντική πτώση, περίπου 38 εκ. ευρώ. Το 2013 αυξήθηκαν ελαφρά, φθάνοντας τα 210,6 εκ. ευρώ, ενώ έπειτα από μικρές αυξομειώσεις και τα επόμενα έτη, το 2015 διαμορφώθηκαν στα 218,3 εκ. ευρώ. Η μεγάλη μείωση των πωλήσεων το 2012, προκάλεσε μέση ετήσια μείωση την τελευταία πενταετία -2,3%. Μολαταύτα η αύξηση του 2015 (σε σχέση με την προηγούμενη διαχειριστική χρήση) ήταν 4,6%. Η εταιρεία πρέπει να εστιάσει στο συγκεκριμένο πεδίο, να ελέγξει τις πωλήσεις της και να επιδιώξει να τις αυξήσει για να ενισχύσει στο μέλλον την ρευστότητα της, ώστε να επιτύχει τους στόχους της. Η όλη διαδικασία θα την βοηθήσει και σε επίπεδο κερδοφορίας.

Γράφημα 17: Πωλήσεις Και Καθαρά Αποτελέσματα Αγέτ Ηρακλής 2011-2015



Το καθαρό αποτέλεσμα της εταιρείας όλα τα έτη είναι αρνητικό. Από το 2011 έως το 2013 οι ζημιές μεγεθύνονται, όπου φθάνουν στα 118,5 εκ. ευρώ. Η μεγάλη αύξηση των ζημιών το 2013 προήλθε από τα άλλα έξοδα εκμετάλλευσης (κατά κύριο λόγο από το κόστος αναδιάρθρωσης της παραγωγικής δομής τσιμέντου της εταιρείας, από την παύση της λειτουργίας του εργοστασίου της Χαλκίδας και την απομείωση της γραμμής παραγωγής 2 στο εργοστάσιο του Βόλου), που την συγκεκριμένη χρήση ήταν ιδιαίτερα αυξημένα. Το 2014 οι ζημιές περιορίζονται στα -26,4 εκ ευρώ, ενώ το επόμενο έτος διαμορφώνονται στα -37,7 εκ. ευρώ.

5.5.3 ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΟΙΝΟΥ ΜΕΓΕΘΟΥΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ

Από την παρακάτω κατάσταση κοινού μεγέθους των αποτελεσμάτων χρήσης παρατηρείται ότι το κόστος πωλήσεων της εταιρείας είναι ιδιαίτερα υψηλό και μάλιστα τις χρήσεις 2012-2013 ξεπερνά και το ύψος των πραγματοποιηθέντων εσόδων, οδηγώντας σε αρνητικό περιθώριο μικτού κέρδους. Το 2014 βελτιώνεται το κόστος παραγωγής και αποτελεί το 92,6% των πωλήσεων, ενώ το 2015 είναι 89,4% όπου κυμαίνεται περίπου στα επίπεδα του 2011. Όσον αφορά τα υπόλοιπα έξοδα, τα έξοδα διοικητικής λειτουργίας και

λειτουργίας διάθεσης την πενταετία έχουν μέση ετήσια μείωση -0,8% και το 2015 αποτελούν το 10,6% των πωλήσεων, ενώ το προηγούμενο έτος ήταν ιδιαίτερα αυξημένα, αποτελώντας το 14,0% των πωλήσεων.

Το 2015 σημαντικό έξοδο για την εταιρεία αποτελεί η απομείωση της συμμετοχής της σε θυγατρικές εταιρείες και συγκεκριμένα στην ενοποιούμενη θυγατρική της Lafarge Beton ABEE (14,4% των πωλήσεων), ενώ οι αποσβέσεις ήταν 11,2%. Η απομείωση προέκυψε ως αποτέλεσμα της εκτίμησης για την ανακτήσιμη αξία της θυγατρικής. Τα χρηματοοικονομικά έξοδα της εταιρείας ήταν ιδιαίτερα μειωμένα το 2012, ενώ έκτοτε σταδιακά αυξάνουν φθάνοντας το 2015 στο 1,4% των πωλήσεων (το 2011 αποτελούσαν το 1,9% των πωλήσεων).

Πίνακας 7: Κατάσταση Κοινού Μεγέθους Αποτελεσμάτων Χρήσης Αγέτ Ηρακλής

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΚΟΙΝΟΥ ΜΕΓΕΘΟΥΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ						
	2011	2012	2013	2014	2015	Μεταβολή
Σύνολο κύκλου εργασιών	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	0,0%
Κόστος πωλήσεων	88,9%	103,7%	106,1%	92,6%	89,4%	0,1%
Μικτά κέρδη προ αποσβέσεων	11,1%	-3,7%	-6,1%	7,4%	10,6%	-1,2%
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας και διάθεσης	10,9%	12,5%	11,3%	14,0%	10,6%	-0,8%
Άλλα έξοδα εκμετάλλευσης	14,4%	16,7%	52,4%	8,0%	3,1%	-32,0%
ΕΒΙΤΔΑ	-14,2%	-32,9%	-69,8%	-14,6%	-3,1%	-31,5%
Αποσβέσεις	25,5%	17,9%	14,7%	12,7%	11,2%	-18,5%

Απομειώσεις	4,5%	11,4%	0,8%	0,0%	14,4%	33,8%
ΕΒΙΤ	-18,7%	-44,3%	-70,6%	-14,6%	-17,5%	-1,6%
Χρηματοοικονομικά έξοδα	1,9%	0,5%	1,0%	1,3%	1,4%	-7,9%
Χρηματοοικονομικά έσοδα/έξοδα	-0,9%	0,3%	0,0%	-0,5%	-1,8%	18,4%
Κέρδη/Ζημιές προ φόρων	-19,6%	-44,0%	-70,6%	-15,1%	-19,3%	-0,4%
Φόρος εισοδήματος	0,3%	6,1%	14,3%	2,5%	2,0%	63,0%
Κέρδη/Ζημιές μετά από φόρους	-19,3%	-37,9%	-56,3%	-12,6%	-17,3%	-2,8%

Η εταιρεία ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ πρόκειται επίσης για μια εταιρεία υψηλής έντασης κεφαλαίου, με το σύνολο των μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων της το 2013 να φθάνει το 78% του ενεργητικού της και το 2015 το 70,7%. Την μεγαλύτερη συμμετοχή για την διαμόρφωση αυτών των ποσοστών έχει η καθαρή αξία των ενσώματων πάγιων περιουσιακών στοιχείων, όπου το 2015 αποτελούν το μισό του ενεργητικού της και συγκεκριμένα το 50,9%. Οι συμμετοχές της σε θυγατρικές την πενταετία κυμαίνονται στο 7%-8,5% του ενεργητικού, εκτός του 2014 που ήταν αυξημένες. Διαχρονικά και ιδιαίτερα την τελευταία τριετία παρατηρείται σημαντική αύξηση της αναλογίας των μακροπρόθεσμων αναβαλλόμενων φορολογικών απαιτήσεων της εταιρείας, όπου το 2015 αποτελεί το 11,2% του ενεργητικού.

Πίνακας 8: Καταστάσεις Κοινού Μεγέθους Ισολογισμού Αγέτ Ηρακλής

ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΚΟΙΝΟΥ ΜΕΓΕΘΟΥΣ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ						
	2011	2012	2013	2014	2015	Μεταβολή
Ενεργητικό						
Ενσώματες ακινητοποιήσεις	51,5%	61,0%	54,9%	49,3%	50,9%	-0,3%
Συμμετοχές σε θυγατρικές	8,6%	7,3%	8,5%	12,6%	7,6%	-3,2%
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	5,2%	1,0%	6,3%	6,0%	0,9%	-35,3%
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	0,3%	1,9%	8,2%	9,3%	11,2%	158,4%
Σύνολο μη κυκλοφορούντος ενεργητικού	65,8%	71,3%	78,0%	77,3%	70,7%	1,8%
Αποθέματα	6,2%	8,0%	8,4%	7,1%	8,7%	8,8%
Απαιτήσεις και προπληρωμές	9,6%	11,5%	9,3%	9,1%	16,9%	15,3%
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	16,1%	8,9%	4,2%	6,4%	3,6%	-31,2%
Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού	34,2%	28,7%	22,0%	22,7%	29,3%	-3,8%
Ίδια κεφάλαια και υποχρεώσεις	0%	0%	0%	0%	0%	0,0%

Μετοχικό κεφάλαιο	23,3%	18,6%	22,4%	22,0%	24,4%	1,1%
Αποθεματικά	19,9%	24,9%	30,0%	29,5%	32,7%	13,2%
Κέρδη εις νέο	33,6%	30,7%	15,5%	10,3%	4,2%	-40,5%
Σύνολο Ιδίων κεφαλαίων	77,0%	74,4%	68,1%	62,1%	61,5%	-5,4%
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	0,0%	0,0%	0,0%	5,5%	3,6%	0,0%
Υποχρεώσεις συνταξιοδοτικών παροχών	6,6%	5,4%	4,4%	3,4%	3,5%	-15,0%
Προβλέψεις	4,4%	5,8%	7,5%	7,4%	8,6%	18,0%
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	11,1%	11,2%	11,9%	16,2%	15,7%	9,2%
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	0,0%	0,0%	1,7%	4,2%	4,0%	0,0%
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	8,1%	11,2%	12,4%	12,1%	13,9%	14,4%
Λοιποί πιστωτές	2,4%	2,6%	3,2%	3,2%	3,7%	10,9%
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	12,0%	14,5%	20,0%	21,7%	22,8%	17,4%
Σύνολο υποχρεώσεων	23,0%	25,6%	31,9%	37,9%	38,5%	13,7%

Την τελευταία πενταετία υπήρξε αύξηση της αναλογίας των αποθεμάτων και των απαιτήσεων, με μέση ετήσια αύξηση 7% και 12,1% αντίστοιχα. Το 2015 η αναλογία των αποθεμάτων ήταν 8,7% και των απαιτήσεων 16,9% του συνολικού ενεργητικού. Αντίθετα μείωση κατά -25,8% υπήρξε στην αναλογία των ταμειακών διαθεσίμων που το 2015 ήταν 3,6%.

Αν και διαχρονικά μειώνεται η συμμετοχή των ίδιων κεφαλαίων στα συνολικά κεφάλαια, κυρίως λόγω της μείωσης των αποτελεσμάτων εις νέο, η εταιρεία έχει σχετικά υψηλή κεφαλαιακή αυτονομία. Το 2015 το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων της αποτελεί το 61,5% των συνολικών κεφαλαίων, ενώ το μετοχικό κεφάλαιό της είναι 24,4% και τα αποθεματικά της 32,7%. Οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις της την πρώτη τριετία ήταν περίπου 11%, αποτελούμενες από προβλέψεις. Το 2014 υπήρξε αύξηση στην αναλογία από την λήψη μακροπρόθεσμου δανεισμού που αποτελεί το 5,5% των συνολικών κεφαλαίων, ενώ το 2015 η αναλογία μειώνεται σε 3,6% και οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις αποτελούν το 15,7%. Τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις κυρίως διαμορφώνουν οι υποχρεώσεις προς τους προμηθευτές, που έπειτα από αυξήσεις το 2015 αποτελούν το 13,9% των κεφαλαίων και δευτερευόντως οι βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις και οι υποχρεώσεις σε λοιπούς πιστωτές, με ποσοστά 4% και 3,7% αντίστοιχα.

Στον πίνακα 9 παρουσιάζονται επιλεκτικά τα κυριότερα στοιχεία της κατάστασης των ταμειακών ροών της εταιρείας ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ εκφρασμένα ως ποσοστά σε σχέση με τις πωλήσεις κάθε έτους. Οι καθαρές εισροές από λειτουργικές δραστηριότητες είναι θετικές μόνο για το 2011 και 2015, ενώ τα υπόλοιπα έτη υπήρχαν ζημιές από την κύρια εκμετάλλευση. Το 2015 οι εισροές από λειτουργικές δραστηριότητες αποτελούσαν το 0,2% των πωλήσεων. Η δαπάνη για την αγορά ενσώματων πάγιων περιουσιακών στοιχείων διαχρονικά μειώνεται σε σχέση με τις πωλήσεις που πραγματοποιούνται και συγκεκριμένα το 2011 η εταιρεία δαπάνησε το 6,9% των πωλήσεών της για αυτό το σκοπό ενώ το 2015 το 1,6%. Άλλο σημαντικό στοιχείο των επενδυτικών δραστηριοτήτων της εταιρείας την τελευταία πενταετία είναι η απόκτηση θυγατρικής εταιρείας το 2014, δαπανώντας το 11,1% των πωλήσεων του έτους. Τέλος, όσον αφορά τις χρηματοδοτικές δραστηριότητες εκτός από την πληρωμή για την έκδοση μετοχών

το 2012, αξιοσημείωτες είναι οι εισροές και εκροές από δανεισμό, ειδικά την τελευταία τριετία. Το 2013 η εταιρεία εισέπραξε το 4,3% των πωλήσεών της από δάνεια, ενώ το τα δύο επόμενα έτη το 25,6% και 8,2% αντίστοιχα. Από την άλλη μεριά το 2014 δαπάνησε το 4,6% των πωλήσεων της για την εξόφληση δανείων και το 2015 το 15,2%. Η εταιρεία την τελευταία πενταετία δεν διένειμε μερίσματα (πλην του 2012 και 2013 που πληρώθηκαν μικρά ποσά). Τα ταμειακά διαθέσιμα της εταιρείας σε σχέση με τις πωλήσεις της σημειώνουν μεγάλη μείωση την πενταετία και ενώ το 2011 είχαν ποσοστό 54,9% το 2015 η αναλογία τους ήταν 8,2%.

Πίνακας 9: Κατάσταση Κοινού Μεγέθους Ταμειακών Ροών Αγέτ Ηρακλής

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΚΟΙΝΟΥ ΜΕΓΕΘΟΥΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ						
	2011	2012	2013	2014	2015	Μεταβολή
Ταμειακές ροές λειτουργικών δραστηριοτήτων						
Ταμειακές ροές από την κύρια εκμετάλλευση	11,1%	-0,8%	-17,3%	-1,6%	0,6%	-51,9%
Σύνολο εισροών από λειτουργικές δραστηριότητες	8,0%	-1,0%	-17,8%	-1,6%	0,2%	-62,5%
Ταμειακές ροές επενδυτικών δραστηριοτήτων						
Αγορά ενσώματων ακινητοποιήσεων	-6,9%	-2,7%	-3,3%	-2,4%	-1,6%	-30,1%
Εισπράξεις από πωλήσεις ενσώματων και ασώματων ακινητοποιήσεων	0,3%	0,5%	0,2%	0,1%	0,1%	-27,2%
Απόκτηση θυγατρικών εταιρειών	0,0%	0,0%	0,0%	-11,1%	0,0%	-100,0%

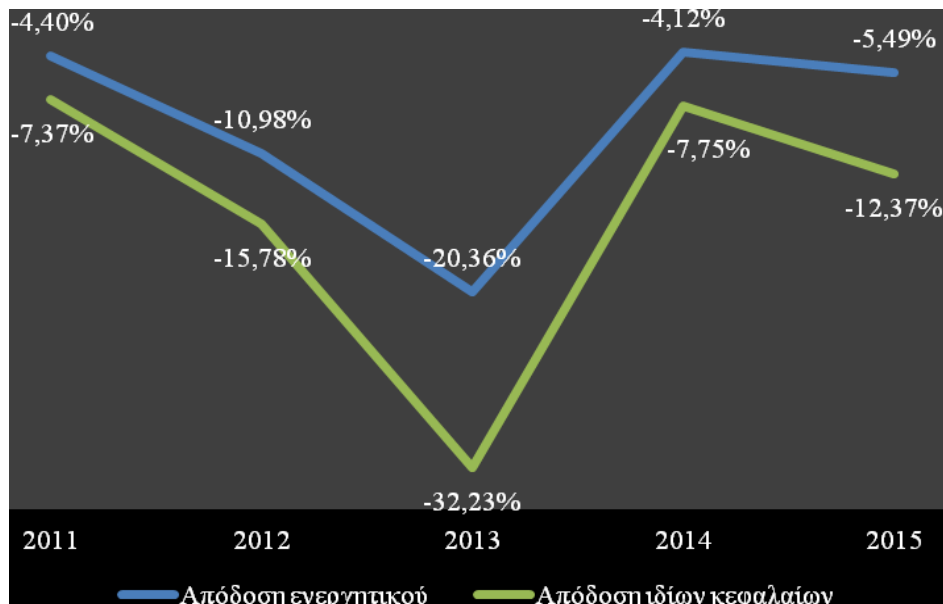
Χορηγήσεις ενδοεταιρικών δανείων	0,0%	0,0%	-0,7%	-0,5%	0,0%	0,0%
Εισπράξεις από εξοφλήσεις ενδοεταιρικών δανείων	0,0%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0 %
Τόκοι εισπραχθέντες	0,8%	0,6%	0,6%	0,4%	0,5%	-12,5%
Σύνολο από επενδυτικές δραστηριότητες	-5,8%	-0,7%	-3,2%	-13,4%	-1,1%	-34,2%
Ταμειακές ροές χρηματοδοτικών δραστηριοτήτων						
Εισπράξεις/Πληρωμές από την έκδοση κοινών μετοχών	0,0%	-34,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Εισπράξεις από εκδοθέντα/ αναληφθέντα δάνεια	0,0%	0,0%	4,3%	25,6%	8,2%	0,0%
Εξοφλήσεις δανείων	-0,4%	0,0%	0,0%	-4,6%	-15,2%	144,7%
Σύνολο από χρηματοδοτικές δραστηριότητες	-0,4%	-34,5%	4,2%	21,1%	-7,0%	99,3%
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα στο τέλος της χρήσης	54,9%	28,8%	10,8%	16,9%	8,2%	-37,8%

5.5.4 ΑΝΑΛΥΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΧΡΗΣΗ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ

Καθώς η εταιρεία από την λειτουργία της όλα τα έτη είναι ζημιογόνα, οι αριθμοδείκτες κερδοφορίας είναι αρνητικοί. Από το 2011 έως το 2013 υπάρχει επιδείνωση ενώ το 2014 παρατηρείται σημαντική βελτίωση. Το 2015 ο αριθμοδείκτης απόδοσης ενεργητικού ήταν -5,49% και ο αριθμοδείκτης ιδίων κεφαλαίων -12,37%. Η ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ σε σχέση με τον ΤΙΤΑΝ παρουσιάζει

πρόβλημα κερδοφορίας, πράγμα για το οποίο έγινε αναφορά και παραπάνω, οι πωλήσεις της έχουν επηρεαστεί και αυτό επηρέασε τα κέρδη της, οδηγώντας την στην ανάγκη να βρει τρόπους στο μέλλον να βελτιώσει την παρούσα κατάσταση.

Γράφημα 18: Αριθμοδείκτες Κερδοφορίας Αγέτ Ηρακλής 2011-2015

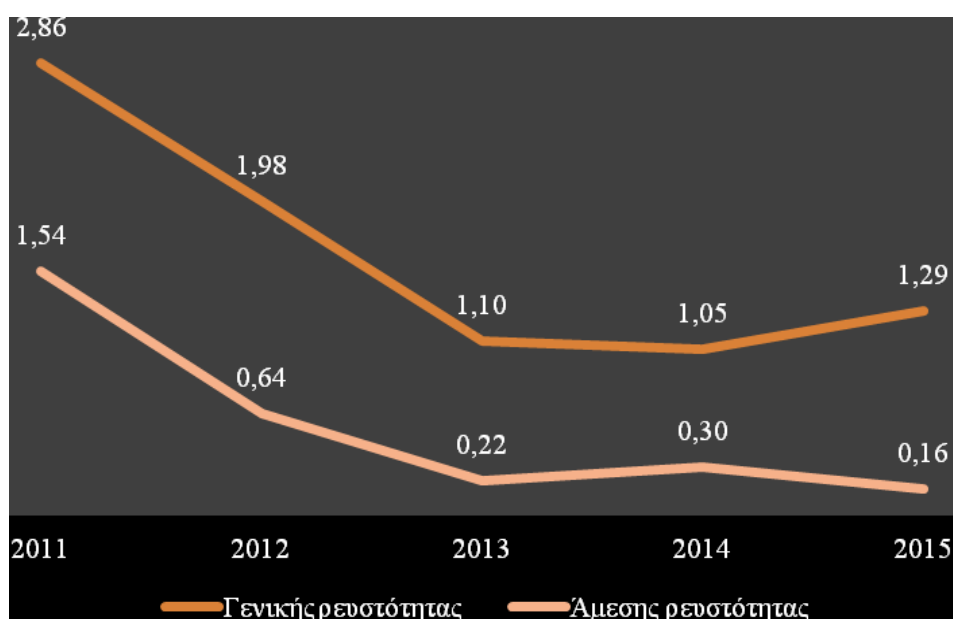


Από το 2011 έως το 2014 επιδείνωση παρατηρείται στον αριθμοδείκτη γενικής ρευστότητας, ο οποίος από 2,86 μειώνεται σε 1,05 (γράφημα 19). Αντίθετα το 2015 υπάρχει βελτίωση, αλλά η μέση ετήσια μεταβολή του αριθμοδείκτη είναι αρνητική με ποσοστό -18,1%. Μεγάλη μείωση υπάρχει και στον αριθμοδείκτη άμεσης ρευστότητας ο οποίος το 2011 ήταν σε πολύ υψηλά επίπεδα με τιμή 1,54, ενώ τα δύο επόμενα έτη μειώθηκε διαδοχικά σε 0,64 και 0,22. Το 2014 υπάρχει βελτίωση ενώ το 2015 διαμορφώνεται στο χαμηλότερο επίπεδο της πενταετίας, με τιμή 0,16.

Εξετάζοντας τους αριθμοδείκτες δραστηριότητας (πίνακας 10) είναι άρρηκτα συνδεδεμένοι με την ρευστότητα μιας επιχείρησης, σε γενικές γραμμές παρατηρείται βελτίωση στην ανακύκλωση των αποθεμάτων και των απαιτήσεων, με εξαίρεση το 2015. Χωρίς πολύ έντονες μεταβολές ο αριθμοδείκτης ανακύκλωσης των αποθεμάτων (σε ημέρες) διαχρονικά παρουσιάζει μέση ετήσια μείωση -1,9%. Το 2012 η εταιρεία εισέπραττε τις απαιτήσεις της από τους πελάτες κάθε περίπου τεσσεράμισι μήνες και ενώ τα δύο επόμενα έτη το

διάστημα μειώθηκε στους τρεις μήνες περίπου, το 2015 υπήρξε σημαντική επιδείνωση και φθάνοντας στο υψηλότερο επίπεδο της πενταετίας, ρευστοποιούσε τις απαιτήσεις της κάθε 140 ημέρες. Η εταιρεία έχει πρόβλημα στη ρευστότητα της η οποία γίνεται όλο και πιο αρνητική βέβαια η βελτίωση σε επίπεδο διαχείρισης αποθεμάτων γίνεται όλο και καλύτερη πράγμα που θα ενισχύσει στο μέλλον την παρούσα ρευστότητα, βελτιώνοντας την θέση της εταιρείας στην αγορά.

Γράφημα 19: Αριθμοδείκτες Ρευστότητας Αγέτ Ηρακλής 2011-2015



Πίνακας 10: Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας Αγέτ Ηρακλής 2011-2015

	2011	2012	2013	2014	2015	Μεταβολή
Μέρες διακράτησης αποθεμάτων	87	91	74	73	81	-1,9%
Μέρες ανακύκλωσης απαιτήσεων	119	135	87	87	140	4,2%

Επίσης, αρνητικός παρουσιάζεται ο αριθμοδείκτης κάλυψης τόκων για την εταιρεία ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ όλα τα έτη αφού τα αποτελέσματα προ τόκων και φόρων είναι αρνητικά. Παρόλα αυτά η εταιρεία έχει αρκετά μικρές τοκοφόρες υποχρεώσεις, οι οποίες ουσιαστικά ξεκινούν από το 2013 και μετά. Το συνολικό χρέος της εταιρείας σε σχέση με το σύνολο των κεφαλαίων της το 2013 ήταν 2,39%, το 2014 αυξήθηκε σε 13,47% ενώ το 2015 διαμορφώθηκε σε 11,02%. Σε αρκετά χαμηλότερα επίπεδα ο δείκτης μακροπρόθεσμου χρέους προς συνολικά μακροπρόθεσμα κεφάλαια, επίσης την διετία 2014-2015, κυμαίνεται με ποσοστά 8,10% και 5,58% αντίστοιχα. Η εταιρεία οφείλει να μειώσει τα χρέη της κάνοντας προσπάθεια αύξησης στις πωλήσεις της στην παρούσα αγορά ή βρίσκοντας ανοίγματα σε νέες αγορές ώστε από εκεί να βρει νέους πελάτες άρα και νέα έσοδα στήριξης της οικονομικής της κατάστασης.

Πίνακας 11: Αριθμοδείκτες Βιωσιμότητας Αγέτ Ηρακλής 2011-2015

	2011	2012	2013	2014	2015	Μεταβολή
Κάλυψης τόκων	-9,68	-82,73	-71,47	-11,58	-12,61	6,8%
Χρέους / Κεφάλαια	0,02%	0,02%	2,39%	13,47%	11,02%	382,3%
Μακροπρόθεσμου χρέους / Κεφάλαια	0,01%	0,00%	0,00%	8,10%	5,58%	417,1%

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ :ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

Ολοκληρώνοντας πραγματοποιείται η αποτίμηση των εταιρειών ΤΙΤΑΝ και ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ. Αρχικά για την εταιρεία ΤΙΤΑΝ διαμορφώνονται οι παραδοχές που θα ληφθούν για την αποτίμηση και οι προβλέψεις για τους ρυθμούς εξέλιξης βασικών μεγεθών. Στην συνέχεια υπολογίζεται το κόστος κεφαλαίων της εταιρείας και υπολογίζονται οι ελεύθερες ταμειακές ροές της επιχείρησης προς τους μετόχους για τα επόμενα οκτώ έτη. Έπειτα διενεργείται η προεξόφληση των υπολογισθέντων ταμειακών ροών για να υπολογιστεί η εύλογη αξία της μετοχής και να συγκριθεί με την αντίστοιχη τιμή της στην αγορά. Ακολουθώντας τα αντίστοιχα βήματα υπολογίζεται και η εύλογη αξία της μετοχής για την εταιρεία ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ.

6.1 ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΤΙΤΑΝ

6.1.1 ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΚΑΙ ΠΑΡΑΔΟΧΕΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Οι προβλέψεις για την εξέλιξη των μεγεθών της εταιρείας θα πραγματοποιηθεί με βάση τις αναλύσεις που έχουν προηγηθεί τόσο για την εταιρεία όσο και για τον κλάδο. Η οικονομική κρίση του 2008, που έχει πλήξει σημαντικά την δραστηριότητα των επιχειρήσεων και την οικονομία έως σήμερα, δεν έχει αφήσει ανεπηρέαστη και την λειτουργία της ΤΙΤΑΝ. Από το 2011 έως το 2013 σε βασικά μεγέθη της εταιρείας υπάρχει επιδείνωση ενώ από το 2014 και μετά η εταιρεία φαίνεται να βρίσκει τον τρόπο αντιμετώπισης των δυσκολιών, βελτιώνοντας την δραστηριότητά της και τα αποτελέσματα.

Καθώς η εγχώρια αγορά βρίσκεται σε παρατεταμένη ύφεση η εταιρεία εκμεταλλεύεται αποτελεσματικά την δυνατότητα πωλήσεων στο εξωτερικό, και τα τελευταία χρόνια παρατηρείται αύξηση των πωλήσεων σε ξένες αγορές. Δεδομένου την κατάσταση στην ελληνική αγορά ο κλάδος δεν αναμένεται να μεταβληθεί σημαντικά τα επόμενα έτη, επομένως οι παραδοχές ανάπτυξης στηρίζονται κατά κύριο λόγο στο γεγονός ότι η εταιρεία έχει την γνώση και την δυνατότητα επέκτασης των δραστηριοτήτων της και σε ξένες αγορές. Επίσης, οι εκτιμήσεις για την μελλοντική εξέλιξη θα βασιστούν στα αποτελέσματα και τις

επιδόσεις της εταιρείας την διετία 2014-2015 (μέσος όρος, ποσοστιαία μεταβολή και κοινά μεγέθη), αφού θεωρούνται περισσότερο αντιπροσωπευτικές για την μελλοντική πορεία της εταιρείας.

Για την αποτίμηση της εταιρείας θα χρησιμοποιηθεί η μέθοδος προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους, δεδομένου ότι η εταιρεία δεν διανέμει σταθερό μέρισμα τα τελευταία έτη. Για τον υπολογισμό της εύλογης αξίας της μετοχής της TITAN θα πραγματοποιηθεί πρόβλεψη για τα επόμενα οκτώ έτη. Οι πωλήσεις της εταιρείας εκτιμάται ότι θα συνεχίσουν να αυξάνουν με ρυθμό 3,5% ετησίως. Για τον υπολογισμό των καθαρών κερδών και των υπόλοιπων μεγεθών (κεφαλαιουχικές επενδύσεις, αποσβέσεις, δανεισμό και κεφάλαιο κίνησης) θα χρησιμοποιηθεί η αναλογία τους ως προς τις πωλήσεις, με βάση τον μέσο όρο της τελευταίας διετίας.

Ο συντελεστής φορολόγησης θεωρείται ότι θα παραμείνει σταθερός στον χρονικό ορίζοντα της πρόβλεψης, δηλαδή στο 29%. Ως συντελεστής προεξόφλησης θα ληφθεί το κόστος ιδίων κεφαλαίων το οποίο θα υπολογιστεί στην συνέχεια με βάση το μοντέλο CAPM. Τέλος εκτιμάται ότι η εταιρεία για την επόμενη τριετία δεν θα διανέμει μερίσματα για την εδραίωση της αναπτυξιακής της πορείας και την διατήρηση του δανεισμού της στα τρέχοντα επίπεδα, ενώ από το τέταρτο έτος και μετά εκτιμάται ότι θα διανέμεται το 30% των καθαρών κερδών.

6.1.2 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Για τον υπολογισμό τους κόστους των ιδίων κεφαλαίων θα χρησιμοποιηθεί το υπόδειγμα CAPM. Ως απόδοση επενδύσεων χωρίς κίνδυνο λαμβάνεται ο μέσος όρος των ιστορικών αποδόσεων των δεκαετών ομολόγων της Ελλάδας από το 2006 έως και το 2015, δηλαδή 9,85% (Investing.com, 2017). Η απόδοση της αγοράς που εφαρμόζεται για τον υπολογισμό του κόστους ιδίων κεφαλαίων είναι 15,3% (Δεκέμβριος 2015) (Market Risk Premia, 2017). Τέλος ο υπολογισμός του συντελεστή beta της μετοχής υπολογίζεται από τις μηνιαίες αποδόσεις της μετοχής προς τις αποδόσεις του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών από το 2011 έως το 2015 (υπολογισμός σε υπολογιστικό φύλλο excel με την

χρήση της συνάρτησης slope). Ο συντελεστής beta της μετοχής είναι 0,7345 (παράρτημα 1). Με βάση τα παραπάνω το κόστος ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας υπολογίζεται σε:

$$\text{CAPM} = r_f + b * (E(R_m) - r_f) = 0,0985 + 0,7345 * (0,153 - 0,0985) = 0,1385 \text{ ή } 13,85\%$$

Ο όρος υπολογισμός κόστος κεφαλαίου αναφέρεται στις αμοιβές που απαιτούνται από τους επενδυτές και τους δανειστές ώστε να συμφωνήσουν να παρέχουν χρηματοδότηση σε μια επένδυση. Είναι βασικό για να παραμείνει μια εταιρεία επικερδής και να αυξήσει την αξία των μετοχών της ώστε να καταφέρει να έχει επιστροφή τουλάχιστον στο κόστος του κεφαλαίου. Ιδανικό για αυτήν είναι να έχει ένα ποσό μεγαλύτερο από το κόστος του κεφαλαίου (Βασιλείου και Ηρειώτης, 2008).

6.1.3 ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΚΑΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ

Σύμφωνα με τις παραπάνω εκτιμήσεις και παραδοχές υπολογίζονται οι ελεύθερες ταμειακές ροές της εταιρείας για την επόμενη οκταετία και προεξοφλούνται με συντελεστή το κόστος ιδίων κεφαλαίων. Η εύλογη αξία της μετοχής υπολογίζεται σε 8,45€, ενώ λαμβάνοντας υπόψη ότι η μετοχή στο τέλος του 2015 διαπραγματευόταν στα 17,41 η μετοχή της TITAN είναι υπερτιμημένη. Αυτό σημαίνει ότι η εταιρεία λόγω του ισχυρού ονόματος στην αγορά, την ευρύτερη στρατηγική που ακολουθεί, την κάλυψη των αναγκών των πελατών καταφέρνει να ενισχύει την τιμή της μετοχής της παρουσιάζοντας σήμερα μια υπερτιμημένη εικόνα στην αγορά, πράγμα που ενισχύει ευρύτερα την θέση της.

ΠΙΝΑΚΑΣ 12: ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗ FCFE ΚΑΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕΤΟΧΗΣ ΤΙΤΑΝ

	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Καθαρά κέρδη	54.281	56.181	58.147	60.182	62.288	64.469	66.725	69.060
Πλέον: Αποσβέσεις	14.211	14.709	15.224	15.756	16.308	16.879	17.469	18.081
Μείον: Κεφαλαιουχικές δαπάνες	-15.799	-16.352	-16.925	-17.517	-18.130	-18.765	-19.422	-20.101
Μείον: Αύξηση στο Κ.Κ.	-3.311	-3.252	-3.365	-3.483	-3.605	-3.731	-3.862	-3.997
Μείον: Αποπληρωμές δανεισμού	-126.127	-130.542	-135.111	-139.839	-144.734	-149.800	-155.042	-160.469
Πλέον: Νέος δανεισμός	142.820	147.818	152.992	158.347	163.889	169.625	175.562	181.707
FCFE	66.074	68.562	70.962	73.445	76.016	78.677	81.430	84.280
Terminal Value								875.169
Συντελεστής προεξόφλησης	87,83%	77,15%	67,76%	59,51%	52,27%	45,91%	40,33%	35,42%
Προεξοφλημένες FCFE	58.035	52.893	48.083	43.711	39.736	36.123	32.838	339.836

Αξία προς τους μετόχους	651.254.378							
Μετοχές	77.063.568							
Εύλογη αξία μετοχής	8,45 €							
Αξία μετοχής 30/12/2015	17,41							

6.2 ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ

6.2.1 ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΚΑΙ ΠΑΡΑΔΟΧΕΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Η αποτίμηση της εταιρείας ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ θα πραγματοποιηθεί επίσης με την μέθοδο προεξόφλησης των καθαρών ταμειακών ροών προς τους μετόχους, δεδομένου ότι η χρήση εναλλακτικών μεθόδων δεν είναι πρόσφοροι. Η εταιρεία εκτός της χρήσης του 2013 δεν διανέμει μερίσματα προς τους μετόχους της, ενώ η συγκριτική αποτίμηση είναι δυσχερής, λαμβάνοντας υπόψη ότι στην ελληνική αγορά εκτός από την εταιρεία ΤΙΤΑΝ δραστηριοποιείται η εταιρεία «ΧΑΛΥΨ» με πολύ μικρό μερίδιο αγοράς και δεν κρίνονται αντιπροσωπευτικές για την σύγκριση. Η εταιρεία ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ παρά το γεγονός ότι την τελευταία πενταετία παρουσιάζει ζημιές, θεωρείται ότι πρόκειται για μια εταιρεία με δυναμική παρουσία στον χώρο (όχι μόνο στην Ελλάδα αλλά και το εξωτερικό), ενώ ούσα μέλος του ομίλου Lafarge αναμένεται να έχει την δέουσα στήριξη ώστε να επανέλθει εκ νέου στην κερδοφορία. Η υπόθεση αυτή ενισχύεται από το γεγονός ότι η εταιρεία τα τελευταία έτη πραγματοποίησε μια σειρά αναδιαρθρωτικών κινήσεων, προσπαθώντας να βελτιώσει την αποδοτικότητά της γεγονός που αποτυπώνεται στην μείωση των λειτουργικών εξόδων και την σημαντική μείωση των ζημιών σε επίπεδο λειτουργικών αποτελεσμάτων. Τα έξοδα απομείωσης της αξίας των περιουσιακών στοιχείων της που πραγματοποιήθηκαν τα τελευταία έτη δεν θεωρείται ότι θα υφίστανται στην περίοδο πρόβλεψης.

Το 2015 η εταιρεία είχε αύξηση των εσόδων 4,58%, ρυθμός ανάπτυξης που λαμβάνεται ότι θα ισχύσει και για τα επόμενα έτη. Τα υπόλοιπα μεγέθη που προσδιορίζουν το καθαρό αποτέλεσμα για την αποτίμηση, υπολογίζονται με βάση την αναλογία που είχαν ως προς τις πωλήσεις του 2015 (έτος περισσότερο αντιπροσωπευτικό από τα υπόλοιπα της τελευταίας πενταετίας). Εξαίρεση αποτελεί το κόστος πωληθέντων και τα έξοδα των προηγούμενων χρόνων που έχουν υπολογιστεί λόγω απομείωσης της αξίας. Πιο συγκεκριμένα θεωρείται ότι μετά τα αναδιαρθρωτικά μέτρα που έχει λάβει, το κόστος των πωλήσεων της σταδιακά θα βελτιώνεται. Έτσι ενώ το 2015 το κόστος πωληθέντων ήταν 89,43% (έπειτα από διαδοχικές μειώσεις τα δύο προηγούμενα έτη), τα επόμενα έτη θα υπάρξει περαιτέρω βελτίωση έως ότου φθάσει τα επίπεδα της ανταγωνίστριας εταιρείας (ΤΙΤΑΝ), δηλαδή περίπου στο 75%. Το ποσοστό αναμένεται να επιτευχθεί έπειτα από τρία έτη,

ενώ τα δύο προηγούμενα το κόστος πωλήσεων υπολογίζεται με ποσοστά 85% και 80% των πωλήσεων αντίστοιχα.

Για τον υπολογισμό του ρυθμού ανάπτυξης της εταιρείας μετά το τέλος της περιόδου πρόβλεψης η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων υπολογίζεται λαμβάνοντας ως δεδομένο ότι δεν θα μεταβληθούν τα κεφάλαιά της πλην των αποτελεσμάτων εις νέο, που θα μεταβληθούν ισόποσα με τα προϋπολογισθέντα καθαρά κέρδη. Έτσι εκτιμάται ότι η εταιρεία την περίοδο πρόβλεψης δεν θα διανείμει μερίσματα, ενώ μεταγενέστερα θα διανέμει το 30% των καθαρών κερδών της. Οι κεφαλαιουχικές δαπάνες, το κεφάλαιο κίνησης και οι ροές δανεισμού υπολογίζονται ως ποσοστό των πωλήσεων με σταθερό ποσοστό της αναλογίας του μέσου όρου των δύο τελευταίων ετών. Το κόστος ιδίων κεφαλαίων για την εταιρεία ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ υπολογίζεται με το υπόδειγμα CAPM.

6.2.2 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Ο υπολογισμός του κόστους ιδίων κεφαλαίων γίνεται με βάση το υπόδειγμα CAPM λαμβάνοντας υπόψη όπως προαναφέρθηκε ότι η απόδοση των ακίνδυνων χρεογράφων είναι 9,85% και η απόδοση της αγοράς 15,30%. Το πρόβλημα για τον υπολογισμό του έγκειται στο γεγονός ότι οι μετοχές της τα τελευταία έτη που κατέχονται κατά πλειοψηφία από τον όμιλο Lafarge και στην συνέχεια ολοκληρωτικά παρουσιάζουν μεγάλα διαστήματα χωρίς μεταβολές της τιμής τους στην αγορά, αφού δεν πραγματοποιούνταν συναλλαγές. Έτσι ο υπολογισμός του συντελεστή beta με βάση την διακύμανση των αποδόσεων σε σχέση με τις αποδόσεις του δείκτη δεν είναι εφικτή. Για το λόγο αυτό ο συντελεστής beta υπολογίζεται με βάση τα θεμελιώδη στοιχεία της εταιρείας, όπως μπορεί να πραγματοποιηθεί με τις μη εισηγμένες εταιρείες, λαμβάνοντας υπόψη ότι λίγους μήνες μετά οι μετοχές έπαψαν να διαπραγματεύονται στην χρηματιστηριακή αγορά και το καλοκαίρι του 2016 διαγράφηκαν και από το χρηματιστήριο. Ο υπολογισμός του συντελεστή beta με βάση τα θεμελιώδη μεγέθη της εταιρείας γίνεται ως εξής (Damodaran, 2012):

$$\text{Beta} = 0,93 - 0,04 * \text{ROE} + 0,167 * \text{FA/TA} + 0,17 * \text{DC} + 0,74 * \text{g}$$
$$0,31 * \text{t},$$

όπου

ROE η τρέχουσα απόδοση ιδίων κεφαλαίων (-12,37%)

FA/TA πάγιο ενεργητικό προς συνολικό ενεργητικό (350.074 / 495.357 = 0,71)

DC χρέος προς χρέος και ίδια κεφάλαια (11,02%)

g ο τρέχων ρυθμός ανάπτυξης (4,58%)

t ο φορολογικός συντελεστής (29%)

Έτσι το beta και το κόστος ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας υπολογίζονται ως εξής:

$$\text{Beta} = 0,93 - 0,04*(12,37\%) + 0,167*71\% + 0,17*11,02\% + 0,74*4,58\% \\ 0,31*29\% = 1,02$$

$$\text{CAPM} = 0,095 + 1,02 * (0,153 - 0,095) = 0,1539 \text{ ή } 15,39\%.$$

6.2.3 ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΚΑΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ

Από τα παραπάνω προβλέφθηκαν οι ελεύθερες ταμειακές ροές της εταιρείας για τα επόμενα οκτώ έτη. Τα καθαρά αποτελέσματα της εταιρείας εκτιμώνται ότι θα είναι αρνητικά για τα επόμενα δύο έτη ενώ μετά η εταιρεία θα αρχίσει να πραγματοποιεί κέρδη. Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται οι ελεύθερες ταμειακές ροές προς τους μετόχους και η προεξόφλησή τους με επιτόκιο προεξόφλησης το κόστος ιδίων κεφαλαίων, δηλαδή 15,39%.

Η καθαρή αξία της ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ υπολογίζεται σε 263.083.281€ και λαμβάνοντας υπόψη ότι έχει 71.082.707 μετοχές η εύλογη αξία της μετοχής είναι 3,70€. Η τιμή της στο χρηματιστήριο 30 Δεκεμβρίου του 2015 ήταν 1,20€, δηλαδή ήταν υποτιμημένη.

ΠΙΝΑΚΑΣ 13: ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗ FCFE ΚΑΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕΤΟΧΗΣ ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ

	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Καθαρά κέρδη	-20.667	-9.917	1.349	1.411	1.475	1.543	1.614	1.688
Πλέον: Αποσβέσεις	25.651	26.826	28.055	29.340	30.684	32.089	33.559	35.095
Μείον: Κεφαλαιουχικές δαπάνες	-4.628	-4.840	-5.061	-5.293	-5.535	-5.789	-6.054	-6.331
Μείον: Αύξηση στο Κ.Κ.	-1.491	-1.559	-1.631	-1.706	-1.784	-1.865	-1.951	-2.040
Μείον: Αποπληρωμές δανεισμού	-22.855	-23.901	-24.996	-26.141	-27.338	-28.590	-29.900	-31.269
Πλέον: Νέος δανεισμός	38.225	39.975	41.806	43.721	45.723	47.818	50.008	52.298
FCFE	14.236	26.584	39.522	41.332	43.225	45.205	47.275	49.440
Terminal Value								340.442
Συντελεστής προεξόφλησης	86,67%	75,11%	65,09%	56,41%	48,89%	42,37%	36,72%	31,83%
Προεξοφλημένες FCFE	12.337	19.967	25.727	23.317	21.134	19.155	17.361	124.085

Αξία προς τους μετόχους	263.083.281							
Μετοχές	71.082.707							
Εύλογη αξία μετοχής	3,70 €							
Αξία μετοχής 30/12/2015	1,20 €							

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η επεξεργασία του τσιμέντου στην Ελλάδα ξεκινά στις αρχές του 20^{ου} αιώνα με την ίδρυση τεσσάρων εταιρειών, εκ των οποίων οι δύο αναλυόμενες στην παρούσα εργασία μπόρεσαν να εδρεύσουν την παρουσία τους στην ελληνική και διεθνή αγορά και σήμερα να αποτελούν τον κλάδο του τσιμέντου στην χώρα. Η βιομηχανία του τσιμέντου είναι εντάσεως κεφαλαίου και απαιτεί την δέσμευση μεγάλων κεφαλαίων η απόσβεση των οποίων γίνεται σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Τις τελευταίες δεκαετίες η ζήτηση του τσιμέντου παρουσιάζει στασιμότητα ή πτώση στις αναπτυγμένες χώρες και αύξηση στις αναπτυσσόμενες, καθώς είναι αυτές που αποτελούν ανοδική κατασκευαστική δραστηριότητα. Παράλληλα αναπτυσσόμενες χώρες έχουν εισέλθει στην αγορά διευρύνοντας την γεωγραφική διασπορά της παραγωγής. Έτσι τα τελευταία έτη παρατηρείται τάση συγκέντρωσης του κλάδου καθώς και της δημιουργίας ισχυρών ομίλων, εκ των οποίων και ο όμιλος Lafarge, θυγατρική του οποίου είναι η ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ .

Καθώς στην ελληνική αγορά η ζήτηση παρουσιάζει διαδοχικές μειώσεις και το κλίμα δεν αναμένεται να αντιστραφεί στον κλάδο για το άμεσο μέλλον, οι δύο ελληνικές εταιρείες επεξεργασίας τσιμέντου και παρεμφερών υλικών, ΤΙΤΑΝ και ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ , εκμεταλλεζόμενες την δυναμική τους και τις ευκαιρίες στις ξένες αγορές διευρύνουν συνεχώς τις εξαγωγές τους. Η διεθνής παρουσία και των δύο εταιρειών έχει ξεκινήσει από παλιά, όμως πλέον και ειδικά τα δύο τελευταία έτη έχει ενταθεί, για την απορρόφηση της πλεονάζουσας παραγωγής και την αναστροφή των δυσμενών αποτελεσμάτων μετά την διεθνή κρίση του 2008.

Η λειτουργία και των δύο εταιρειών επιβαρύνθηκε σημαντικά από την κρίση και τα αρνητικά αποτελέσματά τους κορυφώθηκαν το 2013. Από το 2014 και μετά, με προσπάθειες καλύτερης διαχείρισης των περιουσιακών τους στοιχείων και με σημαντικές περικοπές του κόστους, σε συνδυασμό και με την άνοδο των πωλήσεων η κατάσταση στα καθαρά αποτελέσματα φαίνεται να αναστρέφεται και για τις δύο εταιρείες. Σε δυσχερέστερη θέση, από άποψη αποτελεσμάτων είναι η εταιρεία ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ αφού μέχρι και το 2015 είχε ζημιές οι οποίες όμως τα δύο τελευταία έτη οφείλονται σε απομειώσεις της αξίας των περιουσιακών στοιχείων της. Παρόλα αυτά και οι δύο εταιρείες έχουν χαμηλό δανεισμό σε σχέση με τα συνολικά τους κεφάλαια,

ενώ η ρευστότητα για την TITAN είναι σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα ενώ για την ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ το 2015 είναι φανερή η σημαντική βελτίωσή της.

Η αποτίμηση των μετοχών των δύο εταιρειών, με την χρήση της μεθόδου προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών έδειξε την μετοχή της TITAN υπερτιμημένη στην αγορά και την μετοχή της ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ υποτιμημένη. Η επιλογή της συγκεκριμένης μεθόδου επιλέχθηκε δεδομένου ότι δίνει την δυνατότητα να δοθεί μια ουσιαστική ένδειξη βάση υποθέσεων για τους μετόχους, η οποία μπορεί να είναι χρήσιμη για αυτούς σε σχέση με την τιμή της μετοχής, αναφορικά με την αξία της στο χρηματιστήριο.

Βέβαια η διαπραγμάτευση των μετοχών της ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ τα τελευταία έτη ήταν υποτυπώδης, αφού την συντριπτική πλειοψηφία των μετοχών της κατείχε ο όμιλος Lafarge, ο οποίος τελικά απέκτησε το σύνολο των μετοχών της και το 2016 η μετοχή της ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ διαγράφηκε από το Χρηματιστήριο Αθηνών. Πιο συγκεκριμένα η εύλογη αξία της μετοχής υπολογίστηκε σε 3,70€, ενώ τον Δεκέμβριο του 2015 διαπραγματευόταν στο 1,20€. Αντίθετα για την TITAN την ίδια περίοδο η αξία της στην αγορά ήταν 17,41€, ενώ η αποτίμηση εκτιμά την εύλογη αξία της σε 8,45€.

Σε γενικές γραμμές οι δυο εταιρείες είναι σε μια διαφορετική θέση και κατάσταση και ανάλογα με την στρατηγική τους, την θέση τους στην αγορά, τις πιέσεις που αντιμετωπίζουν θα πρέπει να κάνουν στο μέλλον τον κατάλληλο σχεδιασμό για την διαχείριση της παρούσας κατάστασης τους και να καταφέρουν με αυτό τον τρόπο να έχουν μια σταθερή και ανταγωνιστική πορεία η οποία θα τις καταστήσει βιώσιμες, ενώ θα τους δώσει και την δυνατότητα να μπορέσουν στο μέλλον να βρουν διεξόδους ανάπτυξης στην υπάρχουσα ή σε νέες αγορές δράσεις.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Atrill, P., 2009. Financial Management for Decision Makers. 5th επιμ. Harlow: Pearson Education Limited.
- Bodie, Z., Kane, A. & Marcus, A. J., 2003. Essentials of Investments. 5th επιμ. New York: The McGraw–Hill Companies.
- Brealey, R. A., Myers, S. C. & Allen, F., 2011. Principles of Corporate Finance. 10th επιμ. New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Brigham, E. F. & Houston, J. F., 2007. Fundamentals of Financial Management. 11th Edition επιμ. Mason: Thomson South-Western.
- Damodaran, A., 2011. Applied Corporate Finance. 3rd επιμ. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran, A., 2012. Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. Third Edition επιμ. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Ehrhardt, M. C. & Brigham, E. F., 2011. Financial Management: Theory and Practice. 13th Edition επιμ. Mason: South-Western Cengage Learning.
- Fernandez, P., 2015. Company valuation methods, Madrid: IESE Business School, University of Navarra.
- Ferran, E., & Ho, L. C. (2014). Principles of corporate finance law. Oxford University Press.
- Kuhle, J. & Ogilby, S. M., 2010. Teaching the Fundamental of Ben Graham and Warren Buffett. Journal of the Academy of Business Education, pp. 93-112.
- Markowitz, H., 1952. Portfolio Selection. Journal of Finance, Vol.7, No. 1,pp77-91
- Specisoft, 2009. Θέματα Χρηματοοικονομικής Διοίκησης. Αθήνα: Specisoft.
- Titman, S., Keown, A. J., & Martin, J. D. (2017). Financial management: Principles and applications. Pearson.

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Βασιλείου Δ., Ηρειώτης Ν.(2008)"Ο αντικειμενικός σκοπός μιας επιχείρησης είναι η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων της", Εκδόσεις Rosili.

Βασιλείου, Δ., 2008. Διαχείριση Χαρτοφυλακίου. Β΄ Έκδοση επιμ. Πάτρα: Ελληνικό Ανοικτό Πανεπιστήμιο.

Βασιλείου Δ., Ηρειώτης Ν. (2008), Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Θεωρία & Πρακτική, Εκδοτικός οίκος Rosili, Αθήνα, σελίδα 113.

Βρουστούρης, Π., 2007. Η Θεωρία και η Πρακτική Εφαρμογή των Δ.Π.Χ.Π. σε απλή και κατανοητή γλώσσα, Αθήνα: s.n.

Damodaran, A. (2014), Εφαρμοσμένη Χρηματοοικονομική για Επιχειρήσεις, Εκδόσεις Π.Χ. ΠΑΣΧΑΛΙΔΗΣ, Broken Hill Publishers LTD, Nicosia, Cyprus, σελίδα 693. 130 Βασιλείου Δ., Ηρειώτης Ν. (2008), Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Θεωρία & Πρακτική, Εκδοτικός οίκος Rosili, Αθήνα, σελίδα 113.

ΗΡΑΚΛΗΣ, 2015. Ετήσια Οικονομική Έκθεση της χρήσεως που έληξε την 31η Δεκεμβρίου 2015, Αθήνα: ΗΡΑΚΛΗΣ Όμιλος Εταιρειών Μέλος του Ομίλου LafargeHolcim.

Κάντζος, Κ., 2002. Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων. 3η Έκδοση επιμ. Αθήνα: Interbooks.

Καραθανάσης, Γ. Α., 2002. Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Χρηματιστηριακές Αγορές. 3η επιμ. Αθήνα: Γ. Μπένου.

Κυριαζόγλου, Ι., Κυριαζόγλου, Χ. & Συγκούνα, Ε., 2007. Πρότυπο Διαχείρισης Κινδύνου, s.l.: Institute of Risk Management.

Πουφινάς, Θ., 2014. Τεχνική Ανάλυση, Αθήνα: Ελληνικά Χρηματιστήρια.

Σιώμοκος, Γ. Ι., 2004. Στρατηγικό Μάρκετινγκ. 2η επιμ. Αθήνα: Εκδόσεις Σταμούλης.

Α. Στέρνας (1993), Αποτίμηση Επιχειρήσεων, Εκδόσεις Γαλαίος, Αθήνα, σελ. 37.

ΤΕΙ Κρήτης, 2006. Σημειώσεις Ελεγκτικής, Ηράκλειο Κρήτης: ΤΕΙ Κρήτης.

TITAN, 2016. Ετήσια Οικονομική Έκθεση (1 Ιανουαρίου - 31 Δεκεμβρίου 2015), Αθήνα: TITAN.

TITAN, 2016. Σύνοψη Ενιαίου Ετήσιου Απολογισμού 2015, Αθήνα: TITAN.

ΔΙΑΔΙΚΤΥΑΚΕΣ ΔΙΕΥΘΥΝΣΕΙΣ

Capital.gr, 2017. Capital.gr. [Ηλεκτρονικό], Available at: <http://www.capital.gr/finance/historycloses/%CE%97%CE%A1%CE%91%CE%9A> , [Πρόσβαση 28 Ιανουάριος 2017].

Cembureau, 2016. The European Cement Association. [Ηλεκτρονικό] Available at: <http://www.cembureau.be>, [Πρόσβαση 25 Αύγουστος 2016].

Duncan, J., Anderson, S. C., Price, S., & Thomas, C. (2017). The Gordon Growth Model: A Teaching Case. *Journal of Business Case Studies (Online)*, 13(1), 23.

FortuneGreece, 2016. *FortuneGreece*. [Ηλεκτρονικό], Available at: <http://www.fortunegreece.com/article/ependisis-20-ekat-evro-apo-ton-omilo-eterion-iraklis/>, [Πρόσβαση 28 Ιανουάριος 2017].

HCIA, 2016. Ένωση Τσιμεντοβιομηχανιών Ελλάδος. [Ηλεκτρονικό], Available at: <http://www.hcia.gr/el>, [Πρόσβαση 25 Αύγουστος 2016].

inr.gr, 2016. Ελληνική Βιομηχανία. [Ηλεκτρονικό], Available at: <http://www.inr.gr/?p=a1070&CB=1>, [Πρόσβαση 27 Αύγουστος 2016].

Investing.com, 2017. Investing.com. [Ηλεκτρονικό], Available at: <https://gr.investing.com/rates-bonds/greece-10-year-bond-yield-historical-data>, [Πρόσβαση 28 Φεβρουάριος 2017].

Lafarge, 2017. Lafarge. [Ηλεκτρονικό] Available at: <http://www.lafarge.gr>, [Πρόσβαση 28 Ιανουάριος 2017].

Market Risk Premia, 2017. Market Risk Premia. [Ηλεκτρονικό] Available at: <http://www.market-risk-premia.com/gr.html>, [Πρόσβαση 27 Φεβρουάριος 2017].

Markowitz, H. (1952). "Portfolio Selection." *Journal of Finance*, Vol.7, No. 1, pp77-91.

Naftemporiki.gr, 2016. Naftemporiki. [Ηλεκτρονικό], Available at: <http://www.naftemporiki.gr/finance/story/1117145/diagrafi-ton-metoxon-tis-aget-iraklis-apo-to-xrimatistirio-athinon>, [Πρόσβαση 28 Ιανουάριος 2017].

orykta, 2016. orykta.gr. [Ηλεκτρονικό], Available at: <http://www.orykta.gr/ekmetalleusi-emploutismos/metallourgikes-diergasies/81-elliniki-tsimentobiomihania>, [Πρόσβαση 30 Σεπτέμβριος 2016].

oryktosploutos, 2015. Ο Ελληνικός Ορυκτός Πλούτος. [Ηλεκτρονικό] Available at: http://www.oryktosploutos.net/2015/08/o-2014.html#.V_UxslSLTIU [Πρόσβαση 30 Σεπτέμβριος 2016].

Yahoo Finance, 2016. Yahoo Finance. [Ηλεκτρονικό] Available at: <https://finance.yahoo.com/quote/TITK.AT/history?period1=1293832800&period2=1472504400&interval=1mo&filter=history&frequency=1mo>, [Πρόσβαση 6 Σεπτέμβριος 2016].

Ανδρουλάκης, Γ., 2013. bma upatras. [Ηλεκτρονικό], Available at: http://androulakis.bma.upatras.gr/mediawiki/index.php/%CE%9C%CE%AD%CF%84%CF%81%CE%B1_%CE%B8%CE%AD%CF%83%CE%B7%CF%8.

Ε.Μ.Π., Ολοκληρωμένο Σύστημα Διαχείρισης Κινδύνων ΕΥΔ/ΕΠ-ΟΑΛΑΑ, Ε.Μ.Π. Η Καθημερινή, 2014. Η Καθημερινή. [Ηλεκτρονικό], Available at: <http://www.kathimerini.gr/761805/article/oikonomia/die8nhs-oikonomia/ntil-32-dis-eyrw-sth-viomhxania-tsimentoy-allazei-ton-klado-die8nws>, [Πρόσβαση 28 Ιανουάριος 2017].

Κόλλιας, Φ., 2015. Euro2day. [Ηλεκτρονικό], Available at: <http://www.euro2day.gr/news/enterprises/article/1353191/aget-mia-viomhhanian-me-istoria-enos-aiona-egkatal.html>, [Πρόσβαση 25 Ιανουάριος 2017].

Κυριαζόγλου, Ι., Κυριαζόγλου, Χ. & Συγκούνα, Ε., 2007. Πρότυπο Διαχείρισης Κινδύνου, s.l.: Institute of Risk Management.

Ρεγκούζας, Β., 2011. Η Καθημερινή. [Ηλεκτρονικό], Available at: <http://www.kathimerini.gr/436330/article/oikonomia/epixeirhseis/swsth-apotimhsh-twn-epixeirhsewn>, [Πρόσβαση 30 Σεπτέμβριος 2016].

Ρούσης, Χ. & Εμπέογλου, Ι., 2014. e-boss. [Ηλεκτρονικό], Available at: <http://www.e-boss.gr/eboss/articles/article.jsp?context=103&articleid=26927>, [Πρόσβαση 30 Σεπτέμβριος 2016].

TITAN, 2016. TITAN. [Ηλεκτρονικό], Available at: <http://ir.titan.gr/titan/app/cms?lang=el&page=financial.main.ratios>, [Πρόσβαση 5 Σεπτέμβριος 2016].

TITAN, 2016. TITAN. [Ηλεκτρονικό], Available at: <http://www.titan.gr/userfiles/Flash/history/TitanHistory.pdf>, [Πρόσβαση 5 Σεπτέμβριος 2016].

Γεροντάκος, Δ., 2000. Το Βήμα. [Ηλεκτρονικό], Available at: <http://www.tovima.gr/finance/article/?aid=120524>, [Πρόσβαση 25 Ιανουάριος 2017].

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1: ΜΗΝΙΑΙΕΣ ΤΙΜΕΣ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΗΣ ΤΙΤΑΝ ΚΑΙ ΓΕΝΙΚΟΥ ΔΕΙΚΤΗ

ΤΙΤΑΝ			ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ	
Ημερομηνία	Κλείσιμο	Μηνιαία απόδοση	Κλείσιμο	Μηνιαία Απόδοση
3/1/2011	14,93		1.593,30	
1/2/2011	15,72	5,25%	1.576,86	-1,03%
1/3/2011	17,04	8,43%	1.535,19	-2,64%
1/4/2011	17,41	2,16%	1.434,65	-6,55%
2/5/2011	16,44	-5,56%	1.309,46	-8,73%
1/6/2011	16,13	-1,89%	1.279,06	-2,32%
1/7/2011	13,93	-13,67%	1.204,15	-5,86%
1/8/2011	12,90	-7,40%	915,98	-23,93%
1/9/2011	9,81	-23,96%	798,42	-12,83%
3/10/2011	13,65	39,25%	808,58	1,27%
1/11/2011	10,97	-19,64%	682,21	-15,63%
1/12/2011	11,26	2,66%	680,42	-0,26%
2/1/2012	12,45	10,53%	796,02	16,99%

1/2/2012	14,58	17,10%	743,59	-6,59%
1/3/2012	13,46	-7,67%	728,93	-1,97%
2/4/2012	14,24	5,78%	699,91	-3,98%
1/5/2012	10,56	-25,80%	525,45	-24,93%
1/6/2012	13,51	27,87%	611,16	16,31%
2/7/2012	12,63	-6,47%	598,68	-2,04%
1/8/2012	12,88	1,92%	646,82	8,04%
3/9/2012	14,58	13,21%	739,12	14,27%
1/10/2012	13,96	-4,27%	801,32	8,42%
1/11/2012	11,67	-16,36%	809,14	0,98%
3/12/2012	13,56	16,15%	907,90	12,21%
1/1/2013	12,81	-5,52%	986,76	8,69%
1/2/2013	14,30	11,68%	1.007,99	2,15%
1/3/2013	12,63	-11,68%	869,19	-13,77%
1/4/2013	13,70	8,46%	974,09	12,07%
1/5/2013	12,73	-7,09%	1.014,53	4,15%
3/6/2013	12,98	1,98%	847,57	-16,46%
1/7/2013	13,31	2,54%	884,60	4,37%
1/8/2013	14,27	7,15%	899,92	1,73%

2/9/2013	17,88	25,34%	1.014,06	12,68%
1/10/2013	19,53	9,24%	1.188,17	17,17%
1/11/2013	21,38	9,45%	1.195,68	0,63%
2/12/2013	18,93	-11,45%	1.162,68	-2,76%
1/1/2014	19,34	2,16%	1.176,92	1,22%
3/2/2014	22,74	17,59%	1.310,41	11,34%
3/3/2014	24,67	8,50%	1.335,74	1,93%
1/4/2014	22,06	-10,59%	1.232,12	-7,76%
1/5/2014	21,58	-2,16%	1.223,48	-0,70%
2/6/2014	23,11	7,07%	1.214,31	-0,75%
1/7/2014	22,45	-2,87%	1.169,01	-3,73%
1/8/2014	19,81	-11,74%	1.161,81	-0,62%
1/9/2014	19,32	-2,46%	1.061,58	-8,63%
1/10/2014	17,26	-10,66%	915,83	-13,73%
3/11/2014	18,60	7,74%	963,19	5,17%
1/12/2014	18,71	0,58%	826,18	-14,22%
1/1/2015	19,27	3,03%	721,93	-12,62%
2/2/2015	22,05	14,38%	880,48	21,96%
2/3/2015	20,86	-5,40%	775,46	-11,93%

1/4/2015	21,96	5,29%	822,88	6,12%
1/5/2015	20,47	-6,80%	825,38	0,30%
1/6/2015	21,05	2,83%	797,52	-3,38%
1/7/2015	21,05	0,00%	797,52	0,00%
3/8/2015	18,41	-12,52%	624,20	-21,73%
1/9/2015	19,87	7,91%	654,20	4,81%
1/10/2015	19,62	-1,24%	701,22	7,19%
2/11/2015	16,72	-14,79%	634,82	-9,47%
1/12/2015	17,32	3,59%	623,07	-1,85%
BETA		0,7345		

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 2: ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ

I. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

ΓΕΝΙΚΗ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ

ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ

ΑΜΕΣΗ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ

ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ-ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ – ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ

ΗΜΕΡΕΣ ΔΙΑΚΡΑΤΗΣΗΣ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ

ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ * 365
ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΣΕΩΝ

ΗΜΕΡΕΣ ΑΝΑΚΥΚΛΩΣΗΣ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ

ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ *365
ΠΩΛΗΣΕΙΣ

II. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ

ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ

ΕΒΙΤ *(1-ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΟΣ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ)
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ

✚ ΑΠΟΔΟΣΗ ΕΠΕΝΔΥΜΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

ΕΒΙΤ *(1-ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΟΣ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ)

ΧΡΕΟΣ +ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

✚ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ

ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

III. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ & ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑΣ

✚ ΚΑΛΥΨΗΣ ΤΟΚΩΝ

ΕΒΙΤ

ΧΡΕΩΣΤΙΚΟΙ ΤΟΚΟΙ

✚ ΧΡΕΟΥΣ /ΚΕΦΑΛΑΙΑ

ΧΡΕΟΣ

ΧΡΕΟΣ +ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

✚ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΟΥ ΧΡΕΟΥΣ /ΚΕΦΑΛΑΙΑ

ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΟ ΧΡΕΟΣ

ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΟ ΧΡΕΟΣ +ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 3 : ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΤΙΤΑΝ 2011-2015

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ						
Ρευστότητας	2011	2012	2013	2014	2015	Μεταβολή
Γενικής ρευστότητας	1,06	2,37	1,20	2,55	2,48	23,7%
Άμεσης ρευστότητας	0,19	0,52	0,09	0,30	0,18	-2,1%
Δραστηριότητας	2011	2012	2013	2014	2015	Μεταβολή
Μέρες διακράτησης αποθεμάτων	180	154	129	128	127	-8,3%
Μέρες ανακύκλωσης απαιτήσεων	107	95	71	74	92	-3,8%
Κερδοφορίας	2011	2012	2013	2014	2015	Μεταβολή
Απόδοση ενεργητικού	1,39%	1,16%	-0,09%	1,07%	1,72%	5,5%
Απόδοση επενδυμένων κεφαλαίων	1,50%	1,26%	-0,10%	1,16%	1,85%	5,3%
Απόδοση ιδίων κεφαλαίων	-1,68%	-2,00%	-5,85%	11,14%	6,99%	
Χρέους	2011	2012	2013	2014	2015	Μεταβολή
Κάλυψης τόκων	0,66	0,54	-0,04	0,41	1,29	18,2%
Χρέους / Κεφάλαια	47,87%	49,67%	51,90%	29,03%	26,49%	-13,8%
Μακροπρόθεσμου χρέους / Κεφάλαια	44,00%	48,86%	50,28%	29,03%	25,90%	-12,4%

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 4: ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ 2011-2015

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ						
Ρευστότητας	2011	2012	2013	2014	2015	Μεταβολή
Γενικής ρευστότητας	2,86	1,98	1,10	1,05	1,29	-18,1%
Άμεσης ρευστότητας	1,54	0,64	0,22	0,30	0,16	-42,9%
Δραστηριότητας	2011	2012	2013	2014	2015	Μεταβολή
Μέρες διακράτησης αποθεμάτων	87	91	74	73	81	-1,9%
Μέρες ανακύκλωσης απαιτήσεων	119	135	87	87	140	4,2%
Κερδοφορίας	2011	2012	2013	2014	2015	Μεταβολή
Απόδοση ενεργητικού	-4,40%	-10,98%	-20,36%	-4,12%	-5,49%	5,7%
Απόδοση επενδυμένων κεφαλαίων	-7,22%	-16,79%	-31,05%	-6,31%	-8,38%	3,8%
Απόδοση ιδίων κεφαλαίων	-7,37%	-15,78%	-32,23%	-7,75%	-12,37%	13,8%
Χρέους	2011	2012	2013	2014	2015	Μεταβολή
Κάλυψης τόκων	-9,68	-82,73	-71,47	-11,58	-12,61	6,8%
Χρέους / Κεφάλαια	0,02%	0,02%	2,39%	13,47%	11,02%	382,3%
Μακροπρόθεσμου χρέους / Κεφάλαια	0,01%	0,00%	0,00%	8,10%	5,58%	417,1%

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 5: ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΤΙΤΑΝ 2011-2015

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ							
ΠΙΝΑΚΑΣ 1							
σε χιλ. Ευρώ	2011	2012	2013	2014	2015	Μεταβολή 2015/2014	Μ.Ο.
Ενεργητικό							
Ενσώματες ακινητοποιήσεις	251.111	237.672	232.332	236.468	239.413	1,2%	-0,9%
Επενδυτικά ακίνητα	11.312	11.959	13.973	9.908	9.461	-4,5%	-3,5%
Ασώματες ακινητοποιήσεις	1.112	1.099	1.185	1.973	1.854	-6,0%	10,8%
Συμμετοχές σε θυγατρικές	1.182.854	1.213.365	1.243.829	845.807	844.762	-0,1%	-6,5%
Λοιπές συμμετοχές							
Διαθέσιμα προς πώληση χρηματοοικονομικά στοιχεία	108	108	111	111	172	55,0%	9,8%
Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	2.710	2.690	2.768	2.960	3.063	3,5%	2,5%
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις							
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	0	0	0	0	0		
Σύνολο μη κυκλοφορούντος ενεργητικού	1.449.207	1.466.893	1.494.198	1.097.227	1.098.725	0,1%	-5,4%
Αποθέματα	68.761	69.080	69.694	72.830	70.682	-2,9%	0,6%
Απαιτήσεις και προπληρωμές	63.869	57.299	45.670	53.169	68.884	29,6%	1,5%

Παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα							
Διαθέσιμα προς πώληση χρηματοοικονομικά στοιχεία	61	61	61	61	2.109	3.357,4%	103,1%
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	29.478	35.601	8.780	16.971	8.626	-49,2%	-21,8%
Απαιτήσεις φόρου εισοδήματος							
Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού	162.169	162.041	124.205	143.031	150.301	5,1%	-1,5%
Σύνολο Ενεργητικού	1.611.376	1.628.934	1.618.403	1.240.258	1.249.026	0,7%	-5,0%

ΊΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

σε χιλ. Ευρώ	2011	2012	2013	2014	2015	Μεταβολή 2015/2014	Μ.Ο.
Μετοχικό κεφάλαιο	338.530	338.530	338.530	338.530	338.530	0,0%	0,0%
Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο	22.826	22.826	22.826	22.826	22.826	0,0%	0,0%
Δικαιώματα προαιρεσεως αγοράς μετοχών	1.358	2.891	3.971	1.620	1.807	11,5%	5,9%
Ίδιες μετοχές	-89.446	-89.446	-87.680	-83.633	-79.077	-5,4%	-2,4%
Αποθεματικά							
Λοιπά αποθεματικά	511.301	508.380	511.258	496.236	519.750	4,7%	0,3%
Κέρδη εις νέο	4.861	-6.518	-51.237	47.722	56.708	18,8%	63,4%
Σύνολο Ιδίων κεφαλαίων	789.430	776.663	737.668	823.301	860.544	4,5%	1,7%
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	620.360	741.950	745.835	336.694	300.712	-10,7%	-13,5%

Παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα	5.824	5.875	0	0	0		-100,0%
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	19.990	17.972	14.215	3.365	7.518	123,4%	-17,8%
Υποχρεώσεις συνταξιοδοτικών παροχών	14.442	11.299	11.279	14.029	13.087	-6,7%	-2,0%
Προβλέψεις	1.558	1.736	1.756	2.293	2.221	-3,1%	7,3%
Υποχρεώσεις από χρηματοδοτικές μισθώσεις							
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	6.399	5.043	4.557	4.446	4.236	-4,7%	-7,9%
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	668.573	783.875	777.642	360.827	327.774	-9,2%	-13,3%
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	104.692	24.468	50.173	95	9.324	9.714,7%	-38,3%
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	47.017	42.586	48.319	52.425	45.701	-12,8%	-0,6%
Λοιποί πιστωτές							
Παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα	0	0	2.832	0	0		
Υποχρεώσεις από φόρο εισοδήματος	0	0	0	0	0		
Προβλέψεις	1.664	1.342	1.769	3.610	5.683	57,4%	27,8%
Υποχρεώσεις από χρηματοδοτικές μισθώσεις							
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις							
Μερίσματα πληρωτέα							
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	153.373	68.396	103.093	56.130	60.708	8,2%	-16,9%
Σύνολο υποχρεώσεων	821.946	852.271	880.735	416.957	388.482	-6,8%	-13,9%
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων	1.611.376	1.628.934	1.618.403	1.240.258	1.249.026	0,7%	-5,0%

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ

ΠΙΝΑΚΑΣ 3

σε χιλ. Ευρώ	2011	2012	2013	2014	2015	Μεταβολή 2015/2014	Μ.Ο.
Σύνολο κύκλου εργασιών	217.231	221.215	234.712	263.969	273.193	3,5%	4,7%
Κόστος πωλήσεων	139.349	163.886	197.677	208.026	202.442	-2,7%	7,8%
Μικτά κέρδη προ αποσβέσεων	77.882	57.329	37.035	55.943	70.751	26,5%	-1,9%
Άλλα έσοδα εκμετάλλευσης	5.377	13.552	7.256	10.463	16.651	59,1%	25,4%
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας και διάθεσης	32.727	31.667	31.715	35.505	37.176	4,7%	2,6%
Άλλα έξοδα εκμετάλλευσης	9.649	1.539	1.574	284	6.458	2.173,9%	-7,7%
EBITDA	40.883	37.675	11.002	30.617	43.768	43,0%	1,4%
Αποσβέσεις	11.825	13.654	13.044	13.457	13.541	0,6%	2,7%
Απομειώσεις	1.144	314	18	-753	0	-100,0%	-100,0%
EBIT	27.914	23.707	-2.060	17.913	30.227	68,7%	1,6%
Έσοδα συμμετοχών και χρεογράφων	3.495	0	0	112.000	55.246	-50,7%	73,7%
Έξοδα συμμετοχών και χρεογράφων	2.520	0	0	5.211	0	-100,0%	-100,0%
Έσοδα χρηματοοικονομικής λειτουργίας	1.577	3.781	2.658	110	52	-52,7%	-49,5%
Έξοδα χρηματοοικονομικής λειτουργίας	42.122	44.256	47.369	43.365	23.383	-46,1%	-11,1%
Χρηματοοικονομικά έσοδα/έξοδα							
Κέρδη από συναλλαγματικές διαφορές	0	0	0	1.679	1.477	-12,0%	

Κέρδη/Ζημιές προ φόρων	-11.656	-16.768	-46.771	83.126	63.619	-23,5%	-240,4%
Φόρος εισοδήματος	-1.622	1.216	3.617	8.598	-3.477	-140,4%	16,5%
Κέρδη/Ζημιές μετά από φόρους	-13.278	-15.552	-43.154	91.724	60.142	-34,4%	-235,3%

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

ΠΙΝΑΚΑΣ 4

σε χιλ. ευρώ	2011	2012	2013	2014	2015	Μεταβολή 2015/2014	Μ.Ο.
Ταμειακές ροές λειτουργικών δραστηριοτήτων							
Ταμειακές ροές από την κύρια εκμετάλλευση	45.890	38.700	30.132	27.494	29.357	6,8%	-8,5%
Καταβεβλημένοι φόροι	-18.670	-2.711	-1.150	-180	-798	343,3%	-46,8%
Σύνολο εισροών από λειτουργικές δραστηριότητες	27.220	35.989	28.982	27.314	28.559	4,6%	1,0%
Ταμειακές ροές επενδυτικών δραστηριοτήτων							
Αγορά ενσώματων ακινητοποιήσεων	-6.314	-5.669	-9.931	-13.472	-16.543	22,8%	21,2%
Μείωση λοιπών μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	0	0	0	0	0		
Αγορά ασώματων ακινητοποιήσεων	-139	-1.717	-551	-335	-101	-69,9%	-6,2%

Εισπράξεις από πωλήσεις ενσώματων και ασώματων ακινητοποιήσεων	286	6.439	692	183	356	94,5%	4,5%
Μερίσματα εισπραχθέντα	269	0	0	112.000	55.012	-50,9%	189,8%
Απόκτηση θυγατρικών εταιρειών	-6.139	0	0	0	0		-100,0%
Χορηγήσεις ενδοεταιρικών δανείων							
Εισπράξεις από εξοφλήσεις ενδοεταιρικών δανείων							
Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου θυγατρικών	0	-30.511	-30.464	0	0		
Μείωση μετοχικού κεφαλαίου θυγατρικών	0	0	0	392.950	1.180	-99,7%	
Πληρωμές για την απόκτηση επενδυτικών τίτλων	-1	0	-3	0	-1.836		349,5%
Τόκοι εισπραχθέντες	204	950	699	110	52	-52,7%	-23,9%
Σύνολο από επενδυτικές δραστηριότητες	-11.834	-30.508	-39.558	491.436	38.120	-92,2%	-226,4%
Ταμειακές ροές χρηματοδοτικών δραστηριοτήτων							
Εισπράξεις/Πληρωμές από την έκδοση κοινών μετοχών	75	0	201	0	0		-100,0%
Πώληση ιδίων μετοχών	248	0	0	566	638	12,7%	20,8%
Εισπράξεις κρατικών επιχορηγήσεων	88	8	0	0	0		-100,0%
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα καταβεβλημένα	-37.898	-38.180	-42.633	-44.135	-22.441	-49,2%	-9,9%

Παραγραφέντα μερίσματα υπέρ ελληνικού δημοσίου	0	-31	-70	-67	-36	-46,3%	
Εξοφλήσεις υποχρεώσεων από χρηματοδοτικές μισθώσεις							
Μερίσματα πληρωθέντα και διανεμηθέντα αποθεματικά	-15.270	0	0	-8.438	-25.316	200,0%	10,6%
Εισπράξεις από εκδοθέντα/ αναληφθέντα δάνεια	156.984	214.449	249.830	177.900	93.421	-47,5%	-9,9%
Εξοφλήσεις δανείων	-93.078	-175.635	-223.532	-636.327	-121.862	-80,8%	5,5%
Σύνολο από χρηματοδοτικές δραστηριότητες	11.149	611	-16.204	-510.501	-75.596	-85,2%	-246,6%
Καθαρή αύξηση στα διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα	26.535	6.092	-26.780	8.249	-8.917	-208,1%	-180,4%
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα στην αρχή της χρήσης	2.943	29.478	35.601	8.780	16.971	93,3%	42,0%
Επίδραση συναλλαγματικών διαφορών	0	31	-41	-58	572	-1086,2%	
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα στο τέλος της χρήσης	29.478	35.601	8.780	16.971	8.626	-49,2%	-21,8%

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 6: ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ 2011-2015

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ							
ΠΙΝΑΚΑΣ 1							
σε χιλ. ευρώ	2011	2012	2013	2014	2015	Μεταβολή 2015/2014	Μ.Ο.
Ενεργητικό							
Ενσώματες ακινητοποιήσεις	420.226	396.881	296.790	270.571	252.011	-6,9%	-12,0%
Επενδυτικά ακίνητα	0	0	0	0	0		
Ασώματες ακινητοποιήσεις	1.056	500	349	346	402	16,2%	-21,5%
Συμμετοχές σε θυγατρικές	70.436	47.472	45.768	69.015	37.529	-45,6%	-14,6%
Λοιπές συμμετοχές	56	56	57	57	57	0,0%	0,4%
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	42.772	6.561	34.053	33.000	4.557	-86,2%	-42,9%
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	2.052	12.469	44.164	50.750	55.518	9,4%	128,1%
Σύνολο μη κυκλοφορούντος ενεργητικού	536.598	463.939	421.181	423.739	350.074	-17,4%	-10,1%
Αποθέματα	50.721	52.011	45.335	38.857	43.134	11,0%	-4,0%
Απαιτήσεις και προπληρωμές	77.930	74.859	50.449	49.735	83.641	68,2%	1,8%
Παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα	58	38	42	0	0		-100,0%
Διαθέσιμα προς πώληση χρηματοοικονομικά στοιχεία	9.044	0	0	0	0		-100,0%
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	131.380	58.130	22.786	35.328	17.881	-49,4%	-39,3%

Απαιτήσεις φόρου εισοδήματος	10.247	1.768	477	616	627	1,8%	-50,3%
Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού	279.380	186.806	119.089	124.536	145.283	16,7%	-15,1%
Σύνολο Ενεργητικού	815.978	650.745	540.270	548.275	495.357	-9,7%	-11,7%

ΎΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

σε χιλ. ευρώ	2011	2012	2013	2014	2015	Μεταβολή 2015/2014	Μ.Ο.
Μετοχικό κεφάλαιο	190.502	120.841	120.841	120.841	120.841	0,0%	-10,8%
Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο	1.279	1.279	1.279	1.279	1.279	0,0%	0,0%
Αποθεματικά	162.170	162.170	162.170	161.825	161.825	0,0%	-0,1%
Λοιπά αποθεματικά	0	0	34	-183	0	-100,0%	
Κέρδη εις νέο	274.111	199.606	83.764	56.719	20.841	-63,3%	-47,5%
Σύνολο Ιδίων κεφαλαίων	628.062	483.896	368.088	340.481	304.786	-10,5%	-16,5%
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	0	0	0	30.000	18.000	-40,0%	
Υποχρεώσεις συνταξιοδοτικών παροχών	53.999	34.817	23.693	18.386	17.130	-6,8%	-25,0%
Προβλέψεις	36.254	37.809	40.472	40.584	42.717	5,3%	4,2%
Υποχρεώσεις από χρηματοδοτικές μισθώσεις	49	9	0	0	0		-100,0%
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	90.302	72.635	64.165	88.970	77.847	-12,5%	-3,6%
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	0	0	9.000	23.000	19.750	-14,1%	
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	66.114	73.208	66.772	66.099	68.651	3,9%	0,9%

Λοιποί πιστωτές	19.914	16.743	17.512	17.359	18.288	5,4%	-2,1%
Παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα	0	0	3	298	0	-100,0%	
Υποχρεώσεις από φόρο εισοδήματος	0	0	0	950	232	-75,6%	
Προβλέψεις	5.854	3.217	7.079	4.956	683	-86,2%	-41,6%
Υποχρεώσεις από χρηματοδοτικές μισθώσεις	79	94	24	0	0		-100,0%
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	5.517	823	7.627	6.162	5.075	-17,6%	-2,1%
Μερίσματα πληρωτέα	138	129	0	0	45		-24,4%
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	97.616	94.214	108.017	118.824	112.724	-5,1%	3,7%
Σύνολο υποχρεώσεων	187.918	166.849	172.182	207.794	190.571	-8,3%	0,4%
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων	815.980	650.745	540.270	548.275	495.357	-9,7%	-11,7%

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ

ΠΙΝΑΚΑΣ 3

σε χιλ. ευρώ	2011	2012	2013	2014	2015	Μεταβολή 2015/2014	Μ.Ο.
Σύνολο κύκλου εργασιών	239.402	201.774	210.618	208.764	218.330	4,6%	-2,3%
Κόστος πωλήσεων	212.872	209.246	223.496	193.317	195.260	1,0%	-2,1%
Μικτά κέρδη προ αποσβέσεων	26.530	-7.472	-12.878	15.447	23.070	49,3%	-3,4%
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας και διάθεσης	26.206	25.209	23.749	29.318	23.172	-21,0%	-3,0%
Άλλα έξοδα εκμετάλλευσης	34.393	33.705	110.303	16.687	6.719	-59,7%	-33,5%
EBITDA	-34.069	-66.386	-146.930	-30.558	-6.821	-77,7%	-33,1%

Αποσβέσεις	60.991	36.201	30.996	26.603	24.528	-7,8%	-20,4%
Απομειώσεις	10.762	22.964	1.726	0	31.486		30,8%
ΕΒΙΤ	-44.831	-89.350	-148.656	-30.558	-38.307	25,4%	-3,9%
Έξοδα χρηματοοικονομικής λειτουργίας	4.633	1.080	2.080	2.640	3.038	15,1%	-10,0%
Χρηματοοικονομικά έσοδα/έξοδα	-2.144	639	16	-1.016	-3.839	277,9%	15,7%
Κέρδη/Ζημιές προ φόρων	-46.975	-88.711	-148.640	-31.574	-42.146	33,5%	-2,7%
Φόρος εισοδήματος	689	12.333	30.020	5.202	4.435	-14,7%	59,3%
Κέρδη/Ζημιές μετά από φόρους	-46.286	-76.378	-118.620	-26.372	-37.711	43,0%	-5,0%

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

ΠΙΝΑΚΑΣ 4

σε χιλ. ευρώ	2011	2012	2013	2014	2015	Μεταβολή 2015/2014	Μ.Ο.
Ταμειακές ροές λειτουργικών δραστηριοτήτων							
Ταμειακές ροές από την κύρια εκμετάλλευση	26.625	-1.710	-36.365	-3.267	1.300	-139,8%	-53,0%
Καταβεβλημένοι φόροι	-7.451	-274	-1.057	-139	-953	585,6%	-40,2%
Σύνολο εισροών από λειτουργικές δραστηριότητες	19.174	-1.984	-37.422	-3.406	347	-110,2%	-63,3%
Ταμειακές ροές επενδυτικών δραστηριοτήτων							
Αγορά ενσώματων ακινητοποιήσεων	-16.490	-5.374	-6.895	-5.057	-3.599	-28,8%	-31,6%

Εισπράξεις από πωλήσεις ενσώματων και ασώματων ακινητοποιήσεων	755	1.069	492	276	193	-30,1%	-28,9%
Μερίσματα εισπραχθέντα	0	0	0	0	0		
Απόκτηση θυγατρικών εταιρειών	-31	0	-22	-23.247	0	-100,0%	-100,0%
Χορηγήσεις ενδοεταιρικών δανείων	0	-30	-1.500	-950	0	-100,0%	
Εισπράξεις από εξοφλήσεις ενδοεταιρικών δανείων	0	1.675	0	0	0		
Τόκοι εισπραχθέντες	1.941	1.306	1.184	929	1.039	11,8%	-14,5%
Σύνολο από επενδυτικές δραστηριότητες	-13.825	-1.354	-6.741	-28.049	-2.367	-91,6%	-35,7%
Ταμειακές ροές χρηματοδοτικών δραστηριοτήτων							
Εισπράξεις/Πληρωμές από την έκδοση κοινών μετοχών	0	-69.661	0	0	0		
Εξοφλήσεις υποχρεώσεων από χρηματοδοτικές μισθώσεις	-42	-25	-79	-24	0	-100,0%	
Μερίσματα πληρωθέντα και διανεμηθέντα αποθεματικά	0	-9	-129	0	0		
Εισπράξεις από εκδοθέντα/ αναληφθέντα δάνεια	0	0	9.000	53.500	18.000	-66,4%	
Εξοφλήσεις δανείων	-1.017	0	0	-9.500	-33.250	250,0%	139,1%
Σύνολο από χρηματοδοτικές δραστηριότητες	-1.059	-69.695	8.792	43.976	-15.250	-134,7%	94,8%

Καθαρή αύξηση στα διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα	4.290	-73.033	-35.371	12.521	-17.270	-237,9%	
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα στην αρχή της χρήσης	125.962	131.380	58.130	22.786	35.328	55,0%	-27,2%
Επίδραση συναλλαγματικών διαφορών	1.128	-217	27	21	-177	-942,9%	
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα στο τέλος της χρήσης	131.380	58.130	22.786	35.328	17.881	-49,4%	-39,3%

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 7: ΠΡΟΒΛΕΨΗ ΚΑΘΑΡΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΤΙΤΑΝ 2016-2023

ΠΙΝΑΚΑΣ 1									
σε χιλ. ευρώ	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Σύνολο κύκλου εργασιών	273.193	282.755	292.651	302.894	313.495	324.468	335.824	347.578	359.743
Κόστος πωλήσεων	202.442	216.065	223.627	231.454	239.555	247.939	256.617	265.599	274.895
Μικτά κέρδη προ αποσβέσεων	70.751	66.690	69.024	71.440	73.940	76.528	79.207	81.979	84.848
Άλλα έσοδα εκμετάλλευσης	16.651	14.272	14.772	15.289	15.824	16.378	16.951	17.544	18.159
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας και διάθεσης	37.176	38.258	39.597	40.983	42.418	43.902	45.439	47.029	48.675
Άλλα έξοδα εκμετάλλευσης	6.458	3.549	3.673	3.802	3.935	4.072	4.215	4.363	4.515
EBITDA	43.768	39.155	40.526	41.944	43.412	44.932	46.504	48.132	49.816
Αποσβέσεις	13.541	14.211	14.709	15.224	15.756	16.308	16.879	17.469	18.081
Απομειώσεις	0	-396	-410	-425	-439	-455	-471	-487	-504
EBIT	30.227	24.548	25.407	26.296	27.216	28.169	29.155	30.175	31.231
Έσοδα συμμετοχών και χρεογράφων	55.246	88.036	91.117	94.306	97.607	101.023	104.559	108.219	112.006
Έξοδα συμμετοχών και χρεογράφων	0	2.743	2.839	2.938	3.041	3.148	3.258	3.372	3.490
Έσοδα χρηματοοικονομικής λειτουργίας	52	85	88	91	95	98	101	105	108
Έξοδα χρηματοοικονομικής λειτουργίας	23.383	35.135	36.365	37.638	38.955	40.318	41.730	43.190	44.702
Κέρδη από συναλλαγματικές διαφορές	1.477	1.661	1.719	1.780	1.842	1.906	1.973	2.042	2.114
Κέρδη/Ζημιές προ φόρων	63.619	76.452	79.128	81.897	84.764	87.730	90.801	93.979	97.268
Φόρος εισοδήματος	-3.477	22.171	22.947	23.750	24.581	25.442	26.332	27.254	28.208
Κέρδη/Ζημιές μετά από φόρους	60.142	54.281	56.181	58.147	60.182	62.288	64.469	66.725	69.060

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 8: ΠΡΟΒΛΕΨΗ ΚΑΘΑΡΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ 2016-2023

ΠΙΝΑΚΑΣ 1									
σε χιλ. ευρώ	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Σύνολο κύκλου εργασιών	218.330	228.330	238.787	249.723	261.161	273.122	285.631	298.713	312.394
Κόστος πωλήσεων	195.260	194.080	191.030	187.293	195.871	204.841	214.223	224.035	234.295
Μικτά κέρδη προ αποσβέσεων	23.070	34.249	47.757	62.431	65.290	68.280	71.408	74.678	78.098
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας και διάθεσης	23.172	24.233	25.343	26.504	27.718	28.987	30.315	31.703	33.155
Άλλα έξοδα εκμετάλλευσης	6.719	1.142	1.194	1.249	1.306	1.366	1.428	1.494	1.562
EBITDA	-6.821	8.875	21.220	34.678	36.267	37.928	39.665	41.481	43.381
Αποσβέσεις	24.528	25.651	26.826	28.055	29.340	30.684	32.089	33.559	35.095
Απομειώσεις	31.486	1.142	1.194	1.249	1.306	1.366	1.428	1.494	1.562
EBIT	-38.307	-17.919	-6.800	5.375	5.621	5.879	6.148	6.429	6.724
Έξοδα χρηματοοικονομικής λειτουργίας	3.038	3.177	3.323	3.475	3.634	3.800	3.974	4.157	4.347
Κέρδη/Ζημιές προ φόρων	-42.146	-21.096	-10.122	1.900	1.987	2.078	2.173	2.273	2.377
Φόρος εισοδήματος	4.435	429	206	-551	-576	-603	-630	-659	-689
Κέρδη/Ζημιές μετά από φόρους	-37.711	-20.667	-9.917	1.349	1.411	1.475	1.543	1.614	1.688