

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ



ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗ
ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ
ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ: ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ CCHBC

Συριγωνάκη Θεοδοσία

Διπλωματική Εργασία υποβληθείσα στο Τμήμα Οικονομικών Επιστημών του Πανεπιστημίου Πειραιώς ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στην Οικονομική και Επιχειρησιακή Στρατηγική

Πειραιάς, Νοέμβρης 2013

UNIVERSITY OF PIRAEUS
DEPARTMENT OF ECONOMICS



MASTER PROGRAM IN
ECONOMIC AND BUSINESS STRATEGY

FINANCIAL ANALYSIS AND VALUATION:
CASE STUDY OF CCHBC

By
Sirigonaki Theodosia

Master Thesis submitted to the Department of Economics of the University of Piraeus in partial fulfillment of the requirements for the degree of Master of Arts in Economic and Business Strategy

Piraeus, Greece, November, 2013

Στην οικογένειά μου

Ευχαριστίες

Θα ήθελα να εκφράσω τις θερμές μου ευχαριστίες στην κυρία Ψυλλάκη Μαρία, επίκουρος καθηγήτρια του Πανεπιστήμιου Πειραιώς και επιβλέπουσα καθηγήτριας της διπλωματικής μου εργασίας, η οποία με την παρότρυνση, την καθοδήγηση, την εμπειρία και τις ουσιαστικές υποδείξεις της, συνέβαλε καταλυτικά στην εκπόνηση της μελέτης αυτής. Η πολύτιμη βοήθεια και η άριστη συνεργασία μαζί της αποτέλεσαν καθοριστικούς παράγοντες αυτής της προσπάθειας καθώς και της έγκαιρης διεκπεραίωσης της παρούσας εργασίας.

Επιθυμώ, ακόμη, να εκφράσω τις ευχαριστίες μου στην οικογένεια και τους φίλους μου για την πολύτιμη βοήθεια, υποστήριξη και αμέριστη συμπαράσταση τους καθ' όλη τη διάρκεια των σπουδών μου.

Χρηματοοικονομική Ανάλυση και Αποτίμηση:

Μελέτη Περίπτωσης CCHBC

Σημαντικοί Όροι: Χρηματοοικονομική Ανάλυση, Αριθμοδείκτες, Ρευστότητα, Αποδοτικότητα, Κεφαλαιακή Διάρθρωση, Βιωσιμότητα, Αποτίμηση, Αξία, Τιμή, Κίνδυνος, Ανάπτυξη, υποτιμημένα ή υπερτιμημένα περιουσιακά στοιχεία, Παρούσα Αξία, Μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων, Μοντέλο προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών FCFE, Προεξόφληση Υπερκερδών, Πολλαπλασιαστές, προεξοφλητικό επιτόκιο, CAPM, Beta, WACC.

Περίληψη

Τα τελευταία χρόνια, η επιχειρηματικότητα παρουσιάζει σημαντικές αλλαγές ως απόρροια των μεταβολών στο παγκόσμιο οικονομικό και επιχειρηματικό περιβάλλον. Μέσα σε ένα συνεχώς εξελισσόμενο και ευμετάβλητο περιβάλλον, η επίτευξη μιας εύρυθμης χρηματοοικονομικής λειτουργίας είναι απαραίτητη και αναγκαία για κάθε επιχείρηση που ενδιαφέρεται να βελτιώσει τις επιδόσεις της και κυρίως να εξασφαλίσει τη βιωσιμότητα της.

Η χρηματοοικονομική ανάλυση μας δίνει τη δυνατότητα σε πολλές περιπτώσεις να εξάγουμε χρήσιμα συμπεράσματα για τις ιδιότητες των επιχειρήσεων και μέσα από αυτά να οδηγηθούμε στη λήψη επιχειρηματικών και επενδυτικών αποφάσεων.

Στο χώρο της χρηματοοικονομικής, σημαντικό ρόλο κατέχει η διαδικασία της αποτίμησης. Η αποτίμηση υπολογίζει την αξία μιας επιχείρησης με μια προοπτική στο μέλλον. Ο κύριος σκοπός είναι να μπορεί κανείς να αποτιμήσει τις μελλοντικές επιπτώσεις των σημερινών αποφάσεων και καταστάσεων ώστε να διακρίνει την επερχόμενη οικονομική θέση της εταιρείας.

Αντικείμενο της παρούσας μελέτης θα αποτελέσει η σύνοψη των βασικότερων χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών αξιολόγησης και των σημαντικότερων μεθόδων αποτίμησης επιχειρήσεων που χρησιμοποιούνται τις τελευταίες δεκαετίες. Παράλληλα, αναπτύσσονται οι βασικές έννοιες που σχετίζονται με την αποτίμηση, οι αντικειμενικοί σκοποί της, ενώ ιδιαίτερη βαρύτητα δίνεται στην παρουσίαση των δημοφιλέστερων μοντέλων υπολογισμού της αξίας μιας επιχείρησης και πρόβλεψης της μελλοντικής της κατάστασης.

Η εταιρεία που μπαίνει στο μικροσκόπιο και αναλύεται με διεθνώς αποδεκτές μεθόδους είναι η Coca Cola HBC. Η επιλογή της συγκεκριμένης εταιρείας έγινε κυρίως για δύο λόγους: αρχικά, διότι είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών καθώς επίσης, κατέχει σημαντικό μερίδιο αγοράς σε έναν ανταγωνιστικό κλάδο.

Η μελέτη χωρίζεται σε τέσσερα επιμέρους κεφάλαια. Στο πρώτο κεφάλαιο, επιχειρείται μια παρουσίαση των βασικών εννοιών της Χρηματοοικονομικής Ανάλυσης, παραθέτοντας βασικούς δείκτες αξιολόγησης της οικονομικής κατάστασης μιας επιχείρησης. Περιγράφονται οι μέθοδοι αναλύσεως των λογιστικών καταστάσεων και γίνεται αναλυτική περιγραφή και ταξινόμηση των βασικών αριθμοδεικτών. Επίσης, παρουσιάζονται όλες οι μέθοδοι που χρησιμοποιούνται στην ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων με έμφαση στον υπολογισμό και την ερμηνεία των κυριοτέρων αριθμοδεικτών.

Στο δεύτερο κεφάλαιο, αναλύονται οι βασικές έννοιες της αποτίμησης των επιχειρήσεων καθώς επίσης περιγράφονται οι σημαντικότερες μέθοδοι αποτίμησης. Οι μέθοδοι αποτίμησης οι οποίες παρουσιάζονται είναι οι: α) Μέθοδοι που στηρίζονται σε λογιστικά δεδομένα (Asset Based), β) Μέθοδοι που βασίζονται στην προεξόφληση των μελλοντικών ταμιακών ροών (Discounted Cash Flow Methods- DCF), γ) Μέθοδοι που στηρίζονται σε στοιχεία της αγοράς: Μέθοδος των Πολλαπλασιαστών (Multiples) ή των Ομοειδών Εταιρειών της Αγοράς (Comparable Firms). Το συγκεκριμένο κεφάλαιο ολοκληρώνεται με την παράθεση των συνηθέστερων λαθών που έχουν καταγραφεί κατά την αποτίμηση των εταιρειών.

Στο τρίτο κεφάλαιο, πραγματοποιείται η παρουσίαση της εταιρείας Coca Cola HBC με παράθεση στοιχείων που αφορούν στην ιστορική της διαδρομή, στην εταιρική διακυβέρνηση και στις στρατηγικές που ακολουθεί. Επίσης, πραγματοποιείται συνοπτική παρουσίαση δυνατών και αδύνατων σημείων καθώς επίσης των ευκαιριών και απειλών που αντιμετωπίζει ο Όμιλος (Swot Analysis). Σε ξεχωριστή ενότητα, εφαρμόζεται η Χρηματοοικονομική Ανάλυση της εταιρείας με τη χρήση των αριθμοδεικτών Ρευστότητας, Αποδοτικότητας, Κεφαλαιακής Διάρθρωσης και Βιωσιμότητας. Η ανάλυση αναφέρεται στους ισολογισμούς και τα αποτελέσματα χρήσης για το χρονικό διάστημα 2007–2012. Οι βασικότεροι χρηματοοικονομικοί δείκτες υπολογίζονται και τα αντίστοιχα διαγράμματα αναλύονται ώστε να σκιαγραφηθεί πιο διεξοδικά και αντικειμενικά η τρέχουσα οικονομική κατάσταση της εταιρείας.

Στο τέταρτο κεφάλαιο, γίνεται η αποτίμηση της εταιρείας σύμφωνα με τη Μέθοδο Προεξόφλησης Μερισμάτων (Discount Dividend Method), ώστε να αξιολογηθεί η κατάσταση της μετοχής της σε υπερτιμημένη ή υποτιμημένη ανάλογα με την τιμή διαπραγμάτευσης στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Η διαδικασία της αποτίμησης, είναι σε πολλές περιπτώσεις αναγκαία για τον εντοπισμό επενδυτικών ευκαιριών. Με αυτό τον τρόπο οδηγούμαστε σε εξαγωγή συμπερασμάτων για τις προσδοκίες της αγοράς, όσον αφορά στη μελλοντική προοπτική βιωσιμότητας και κερδοφορίας της εταιρείας.

Keywords: Financial Analysis, Ratios, Profitability, Liquidity, Efficiency, Business Valuation, Value, Price, Risk, Growth, Performance, Equity, Overvalued, Underrated, Book value, Market value, Dividends, Discount Dividend Method, Discounted cash flow methods, Abnormal Earnings, Free cash Flow, Discount rate, CAPM, Beta, WACC, Multiples, Comparable Firms.

Abstract

In recent years, entrepreneurship presents significant changes as a result of global economic and business environment changes. In a continuously evolving and volatile environment, achieving a smooth financial operation is essential and necessary for any company which is interested in improving its performance and ensures viability.

Financial analysis, as a tool for conducting basic microeconomic research, enables us to reach conclusions about the properties of business and through them to be led in making business and investment decisions.

The valuation process holds a prominent position in finance. Through valuation, we can estimate the value of a business in the future. Specific methodologies penetrate the complex problems of entrepreneurship and face them in rational, realistic and scientific contexts. However, the main purpose of valuation is to enable us to evaluate the future impact of current decisions and statements so as to distinguish the upcoming financial position of the company.

The object of this thesis is to constitute the fundamental stock analysis and the application of valuation methods with extensive analysis of key financial ratios. To achieve this, the paper is divided into four sections. The company which selected to be analyzed with internationally accepted methods is Coca Cola HBC. The choice of this company was mainly for two reasons: first, because it is listed on the Athens Stock Exchange and secondly, because it holds significant market shares in a competitive industry.

The purpose of this thesis is to provide a summary of the main financial ratios and major business valuation methods which have been used in recent decades. The basic concepts related to financial analysis and valuation are developing. Special attention is given to the results which derived from the Financial Ratio Analysis and the application of Discount Dividend Valuation Model.

Περιεχόμενα

Ευχαριστίες	iv
Περίληψη.....	v
Abstract	viii
Κατάλογος Πινάκων.....	xi
Κατάλογος Διαγραμμάτων.....	xii
Κεφάλαιο 1- Βασικές Έννοιες Χρηματοοικονομικής Ανάλυσης	1
1.1 Έννοια και Σκοπός της Χρηματοοικονομικής Ανάλυσης.....	1
1.2 Μέθοδοι αναλύσεως των λογιστικών καταστάσεων	2
1.2.1. Κάθετη Ανάλυση	3
1.2.2. Οριζόντια Ανάλυση	3
1.2.3. Ανάλυση με Αριθμοδείκτες Τάσης.....	4
1.3 Ανάλυση λογιστικών καταστάσεων με αριθμοδείκτες.....	5
1.4 Κατηγορίες αριθμοδεικτών	5
1.4.1 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας	6
1.4.2 Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας	9
1.4.3 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας.....	15
1.4.4 Αριθμοδείκτες Διάρθρωσης Κεφαλαίων και Βιωσιμότητας	20
Κεφάλαιο 2- Βασικές Έννοιες Αποτίμησης Επιχειρήσεων- Σημαντικότερα μοντέλα Αποτίμησης Εταιρειών.....	23
2.1. Γενικές Έννοιες της Αποτίμησης Επιχειρήσεων.....	23
2.2. Κατηγορίες μοντέλων αποτίμησης.....	27
2.2.1. Μέθοδοι που βασίζονται σε Λογιστικά Δεδομένα (Balance Sheet- Based Methods) 28	
2.2.1.1. Λογιστική αξία (Book Value).....	28
2.2.1.2. Αναπροσαρμοσμένη Λογιστική Αξία (Adjusted Book Value).....	29
2.2.1.3. Αξία Ρευστοποίησης (Liquidation Value)	29
2.2.1.4. Αξία Αντικατάστασης (Substantial value).....	29
2.2.2. Μέθοδοι που βασίζονται στην προεξόφληση των ταμιακών ροών (Discounted cash flow methods - DCF).....	30
2.2.2.1. Μέθοδος Προεξόφλησης Μερισμάτων (Discount Dividend Method)	32
2.2.2.2. Μέθοδος Προεξόφλησης Υπερκερδών (Discounted Abnormal Earnings Valuation Method).....	36

2.2.2.3. Μέθοδος Προσαρμοσμένης Παρούσας Αξίας (Adjusted Present Value Method - APV)	37
2.2.2.4. Μέθοδος Προεξόφλησης των Ελεύθερων Ταμιακών Ροών (Discounted Free Cash Flow Method - DFCF)	39
2.2.3. Μέθοδος Πολλαπλασιαστών (Multiples valuation or Comparable companies method)	47
2.3. Συνηθέστερα σφάλματα κατά τη διαδικασία αποτίμησης.....	50
Κεφάλαιο 3- Παρουσίαση και Χρηματοοικονομική Ανάλυση της Coca-Cola HBC	53
3.1 Παρουσίαση Εταιρείας.....	53
3.2 Ιστορική Αναδρομή	54
3.3 Εταιρικό Προφίλ.....	57
3.4 Γεωγραφικές αγορές και Επιχειρήσεις	59
3.5 Στρατηγικές της Εταιρείας	63
3.6 Swot Analysis	68
3.7 Ανάλυση τρέχουσας οικονομικής κατάστασης	71
3.8 Χρηματοοικονομική ανάλυση CCHBC	73
3.9 Ανάλυση της CCHBC με αριθμοδείκτες.....	74
Ανάλυση της CCHBC με αριθμοδείκτες Ρευστότητας.....	74
Ανάλυση της CCHBC με αριθμοδείκτες Δραστηριότητας.....	78
Ανάλυση της CCHBC με αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας.....	87
Ανάλυση της CCHBC με αριθμοδείκτες Διάρθρωσης	93
3.10 Συμπεράσματα από τη Χρηματοοικονομική ανάλυση της CCHBC	95
Κεφάλαιο 4- Αποτίμηση της Coca-Cola HBC	102
4.1 Αποτίμηση της Coca Cola HBC.....	102
4.2 Κριτήρια επιλογής μεθόδου αποτίμησης.....	102
4.3 Περιγραφή Μοντελοποίησης.....	106
4.4 Εφαρμογή του Μοντέλου Αποτίμησης για την Coca Cola HBC	108
4.5 Συμπεράσματα.....	109
Γενική Ανασκόπηση.....	110
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	112
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	115

Κατάλογος Πινάκων

Πίνακας 2.1. Κατάταξη Βασικών Μεθόδων Αποτίμησης Επιχειρήσεων	26
Πίνακας 2.2. Χρονική Διάρκεια Προβλέψεων & Ανταγωνιστική Θέση Εταιρείας	41
Πίνακας 2.3. Πολλαπλασιαστές με τη μεγαλύτερη συχνότητα χρήσης	49
Πίνακας 3.8. Συνοπτική Ανάλυση SWOT για την Coca Cola HBC (2013)	70
Πίνακας 3.9.1. Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας CCHBC (2007-2012)	74
Πίνακας 3.9.2. Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας CCHBC (2007-2012)	75
Πίνακας 3.9.3. Αριθμοδείκτης Ταμειακής Ρευστότητας CCHBC (2007-2012)	77
Πίνακας 3.9.4. Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κεφαλαίου Κίνησης CCHBC (2007-2012)	78
Πίνακας 3.9.5. Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων CCHBC (2007-2012)	79
Πίνακας 3.9.6. Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Παγίου Ενεργητικού CCHBC (2007-2012)	81
Πίνακας 3.9.7. Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ίδιων Κεφαλαίων CCHBC (2007-2012)	82
Πίνακας 3.9.8. Αριθμοδείκτης Μ.Ο. Είσπραξης Απαιτήσεων CCHBC (2007-2012)	83
Πίνακας 3.9.9. Αριθμοδείκτης Μ.Ο. Πληρωμής Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων CCHBC (2007-2012)	84
Πίνακας 3.9.10. Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ενεργητικού CCHBC (2007-2012)	86
Πίνακας 3.9.11. Αριθμοδείκτης Περιθωρίου Μικτού Κέρδους CCHBC (2007-2012)	87
Πίνακας 3.9.12. Αριθμοδείκτης Περιθωρίου Καθαρού Κέρδους CCHBC (2007-2012)	88
Πίνακας 3.9.13. Αριθμοδείκτης Απόδοσης Ίδιων Κεφαλαίων CCHBC (2007-2012)	89
Πίνακας 3.9.14. Αριθμοδείκτης Απόδοσης Παγίων CCHBC (2007-2012)	91
Πίνακας 3.9.15. Αριθμοδείκτης Απόδοσης Κυκλοφορούντος Ενεργητικού CCHBC (2007-2012)	92
Πίνακας 3.9.16. Αριθμοδείκτης Ξένων Κεφαλαίων προς Ίδια Κεφάλαια CCHBC (2007-2012)	93
Πίνακας 3.9.17. Αριθμοδείκτης Οικονομικής Μόχλευσης CCHBC (2007-2012)	94
Πίνακας 4.1. Καταβολή Μερισμάτων (DIV) από την CCHBC (2007 – 2013)	105

Κατάλογος Διαγραμμάτων

Διάγραμμα 3.9.1. Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας CCHBC (2007 – 2012)	74
Διάγραμμα 3.9.2. Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας CCHBC (2007 – 2012)	76
Διάγραμμα 3.9.3.Αριθμοδείκτης Ταμειακής Ρευστότητας CCHBC (2007 – 2012)	77
Διάγραμμα 3.9.4.Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κεφαλαίου Κίνησης CCHBC (2007–2012)	78
Διάγραμμα 3.9.5.Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων CCHBC (2007-2012)	80
Διάγραμμα 3.9.6.Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Παγίου Ενεργητικού CCHBC(2007-2012)	81
Διάγραμμα 3.9.7.Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ίδιων Κεφαλαίων CCHBC (2007– 2012)	82
Διάγραμμα 3.9.8. Αριθμοδείκτης Μ.Ο. Είσπραξης Απαιτήσεων CCHBC (2007–2012)	83
Διάγραμμα 3.9.9. Αριθμοδείκτης Μ.Ο. Πληρωμής Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων CCHBC (2007 – 2012)	85
Διάγραμμα 3.9.10.Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ενεργητικού CCHBC (2007–2012)	86
Διάγραμμα 3.9.11.Αριθμοδείκτης Περιθωρίου Μικτού Κέρδους CHBC (2007–2012)	87
Διάγραμμα 3.9.12. Αριθμοδείκτης Περιθωρίου Καθαρού Κέρδους CCHBC (2007–2012)	89
Διάγραμμα 3.9.13.Αριθμοδείκτης Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων CCHBC (2007– 2012)	90
Διάγραμμα 3.9.14.Αριθμοδείκτης Απόδοσης Παγίων CCHBC (2007 – 2012)	91
Διάγραμμα 3.9.15. Αριθμοδείκτης Απόδοσης Κυκλοφορούντος Ενεργητικού CCHBC (2007 – 2012)	92
Διάγραμμα 3.9.16. Αριθμοδείκτης Ξένων Κεφαλαίων προς Ίδια Κεφάλαια CCHBC (2007 – 2012)	93
Διάγραμμα 3.9.17. Αριθμοδείκτης Οικονομικής Μόχλευσης CCHBC (2007–2012)	94

Κεφάλαιο 1- Βασικές Έννοιες Χρηματοοικονομικής Ανάλυσης

“Operations for profit should be based not on optimism but on arithmetic.”

Benjamin Graham

Η ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων είναι σήμερα ένας μεθοδικός τρόπος επεξεργασίας πληροφοριών, που έχει σχεδιασθεί έτσι ώστε να παρέχει τα στοιχεία που απαιτούνται για όσους λαμβάνουν αποφάσεις. Οι πληροφορίες αυτές βασικά εξάγονται από δημοσιευμένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις, αλλά στην διαδικασία της ανάλυσης, επίσης γίνεται χρήση μη λογιστικών δεδομένων όπως π.χ. οι χρηματιστηριακές τιμές μιας μετοχής και οι συνολικοί οικονομικοί δείκτες μιας χώρας. Χρηστές του συστήματος πληροφόρησης δια μέσου των χρηματοοικονομικών καταστάσεων είναι οι λαμβάνοντες αποφάσεις, όσον αφορά στην εκτίμηση της οικονομικής κατάστασης μιας επιχείρησης, και οι κάνοντες προβλέψεις της μελλοντικής πορείας της. (Φίλιος, 1996) Οι κύριες ομάδες χρηστών είναι:

- α) **Επενδυτές**, για να πάρουν αποφάσεις για το χαρτοφυλάκιο τους.
- β) **Διευθυντικά στελέχη**, για να εκτιμήσουν τη λειτουργική και χρηματοοικονομική αποδοτικότητα της επιχείρησης σαν σύνολο καθώς και υπομονάδων της (π.χ. τμημάτων)
- γ) **Δανειστές**, για καθορισμό της πιστοληπτικής φερεγγυότητας των αιτούντων δάνειο.
- δ) **Εργατικά συνδικάτα**, για καθιέρωση μιας οικονομικής βάσης για συλλογικές διαπραγματεύσεις.
- ε) **Ρυθμιστικές-παρεμβατικές υπηρεσίες** του κυβερνητικού μηχανισμού για έλεγχο των δραστηριοτήτων των υποκείμενων σε αυτές επιχειρήσεων.
- στ) **Ερευνητές** στα οικονομικά και διοικητικά των επιχειρήσεων, για να μελετήσουν τη συμπεριφορά κάθε οικονομικής μονάδας.

1.1 Έννοια και Σκοπός της Χρηματοοικονομικής Ανάλυσης

Η χρηματοοικονομική ανάλυση περιλαμβάνει την περιγραφή των μεθόδων ανάλυσης των λογιστικών καταστάσεων και τα πρότυπα που χρησιμοποιούνται για την αξιολόγησή τους. Ειδικότερα, η χρηματοοικονομική ανάλυση ασχολείται με τον υπολογισμό των κατάλληλων

μεγεθών και σχέσεων που είναι ουσιώδεις και χρήσιμες για τη λήψη οικονομικής φύσεως αποφάσεων. Με άλλα λόγια, η ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων πραγματοποιεί μια πολύ σημαντική λειτουργία μετατροπής πολυποίκιλων στοιχείων, από απλούς αριθμούς σε χρήσιμες πληροφορίες, που σπάνια προσφέρονται (Αλεξιάκης, 2012).

Συμπερασματικά αναφέρουμε ότι, η χρηματοοικονομική ανάλυση είναι μια διαδικασία αποτύπωσης της παρούσας χρηματοοικονομικής κατάστασης μιας επιχείρησης. Προς το σκοπό αυτό, ιστορικά δεδομένα της επιχείρησης αναλύονται με βάση διάφορα εργαλεία, όπως αριθμοδείκτες και πίνακας πηγών και χρήσεων κεφαλαίων. Στη συνέχεια, η διαπίστωση της παρούσας κατάστασης της επιχείρησης χρησιμοποιείται ως βάση για την κατεύθυνση της μελλοντικής επιχειρηματικής δράσεως (Αρτίκης, 2002).

1.2 Μέθοδοι αναλύσεως των λογιστικών καταστάσεων

Αντικείμενο της χρηματοοικονομικής ανάλυσης των λογιστικών καταστάσεων είναι, τόσο η μελέτη των σχέσεων των οικονομικών στοιχείων που αναφέρονται σε αυτές σε δεδομένη χρονική στιγμή όσο και των σχέσεων αυτών διαχρονικά. Οι κυριότερες μέθοδοι που χρησιμοποιούνται για την ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων είναι οι εξής (Αλεξιάκης, 2012):

1. Διαστρωματική ή κάθετη μέθοδος αναλύσεως (Vertical Analysis).
2. Διαχρονική ή οριζόντια μέθοδος αναλύσεως (Comparative Analysis).
3. Μέθοδος αναλύσεως των χρονολογικών σειρών με δείκτες τάσεως (Trend percentages).
4. Ανάλυση με αριθμοδείκτες (Ratio Analysis).
5. Εξειδικευμένες μέθοδοι, στις οποίες περιλαμβάνονται η ανάλυση του Νεκρού Σημείου, ανάλυση με τη χρήση της παλινδρόμησης καθώς και η ανάλυση των μεταβολών της οικονομικής θέσης της επιχείρησης.

Στην εργασία αυτή θα χρησιμοποιήσουμε τη μέθοδο ανάλυσης με αριθμοδείκτες που αποτελεί την πλέον διαδεδομένη μέθοδο και προσφέρεται περισσότερο από τις άλλες μεθόδους για την ερμηνεία των χρηματοοικονομικών δεδομένων. Παρακάτω, περιγράφονται οι μέθοδοι αναλύσεως των λογιστικών καταστάσεων.

1.2.1. Κάθετη Ανάλυση

Η συγκεκριμένη μέθοδος ανάλυσης των λογιστικών καταστάσεων έχει σχέση με την κατάταξη και ομαδοποίηση των στοιχείων τους. Το είδος αυτό της ανάλυσης καλείται τυπική ανάλυση και γίνεται προκειμένου να ταξινομηθούν τα διάφορα στοιχεία των λογιστικών καταστάσεων για να είναι πιο εύκολη η μελέτη τους.

Η διαστρωματική ανάλυση περιλαμβάνει την κατάρτιση των λογιστικών καταστάσεων σε ποσοστά των συνολικών μεγεθών του ισολογισμού και της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης. Η διαστρωματική ανάλυση περιλαμβάνει την κατάρτιση των λογιστικών καταστάσεων σε ποσοστά των συνολικών μεγεθών του ισολογισμού και της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης. Ο αναλυτής, στην προκειμένη περίπτωση, θέτει το σύνολο των στοιχείων του ισολογισμού ή της κατάστασης αποτελεσμάτων ίσο με 100 και υπολογίζει το ποσοστό κάθε στοιχείου στο σύνολο του ισολογισμού ή της κατάστασης αποτελεσμάτων. Η κατάσταση των ποσοστών που προκύπτει καλείται κατάσταση κοινού μεγέθους. Συχνά γίνεται προκειμένου να διευκολυνθούν οι συγκρίσεις μεταξύ των επιχειρήσεων διαφορετικού όμως μεγέθους αλλά και για να ευρεθεί η σχετική σπουδαιότητα κάθε στοιχείου του ισολογισμού και της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης καθώς και η σπουδαιότητά τους στη λειτουργία της επιχείρησης. Επίσης, επιτρέπουν στον αναλυτή να συγκρίνει τα λειτουργικά και άλλα χαρακτηριστικά δύο εταιριών που διαφέρουν σε μέγεθος αλλά βρίσκονται στον ίδιο κλάδο (Αλεξάκης, 2012).

1.2.2. Οριζόντια Ανάλυση

Η οριζόντια ή διαχρονική ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων επιτυγχάνεται με την κατάταξη των στοιχείων του ισολογισμού και της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης, για μια σειρά ετών, τόσο σε απόλυτα μεγέθη όσο και σε ποσοστά.

Τα διάφορα λογιστικά στοιχεία αποκτούν μεγαλύτερη σημασία όταν συγκρίνονται με άλλα ίδια ή παρόμοια στοιχεία προηγούμενων ετών ή χρήσεων. Οι καταστάσεις που παρουσιάζουν τα λογιστικά στοιχεία δύο ή και περισσότερων χρήσεων καλούνται συγκριτικές χρηματοοικονομικές καταστάσεις. Η εμφάνιση των συγκριτικών λογιστικών καταστάσεων επαυξάνει τη χρησιμότητα αυτών και εμφανίζει πιο καθαρά τη φύση και την τάση των μεταβολών που επηρεάζουν τη χρηματοοικονομική θέση μιας επιχείρησης. Όσο

περισσότερα είναι τα χρόνια που παρουσιάζονται τόσο πιο αξιόπιστα είναι τα συμπεράσματα στα οποία μπορεί να καταλήξει ο αναλυτής. Για να είναι όμως δυνατή η σύγκριση των λογιστικών στοιχείων διαχρονικά, πρέπει οι συγκριτικές καταστάσεις να πληρούν τις εξής προϋποθέσεις :

- Η ταξινόμηση των στοιχείων να είναι ομοιόμορφη σε όλες τις περιόδους στις οποίες αναφέρονται.
- Στις ίδιες επί μέρους ομάδες στοιχείων να είναι ενταγμένα τα ίδια στοιχεία.
- Να τηρούνται οι αυτές λογιστικές αρχές σε όλη την υπό κρίση περίοδο. Σε περίπτωση που υπάρχει κάποια αλλαγή αυτών θα πρέπει να σημειώνεται, ώστε να λαμβάνεται υπόψη από τον αναλυτή.
- Να καταγράφονται τυχόν μεταβολές στις συνθήκες ή στη φύση των στοιχείων.

Στην έκταση που οι παραπάνω προϋποθέσεις δεν τηρούνται, οι συγκρίσεις μπορεί να δώσουν παραπλανητική εικόνα και να οδηγήσουν σε εσφαλμένα συμπεράσματα (Αλεξιάκης, 2012).

1.2.3. Ανάλυση με Αριθμοδείκτες Τάσης

Στις περιπτώσεις που οι συγκρίσεις αφορούν μεγέθη των λογιστικών καταστάσεων για μακρά χρονική περίοδο (5-10 χρόνια), είναι προτιμότερο να χρησιμοποιούνται οι αριθμοδείκτες τάσεως. Ο υπολογισμός των αριθμοδεικτών τάσεως προϋποθέτει την επιλογή ενός έτους ή μιας χρονικής στιγμής που θα αποτελέσει τη βάση. Οι αριθμοδείκτες κατά τη συγκεκριμένη αυτή στιγμή, για όλα τα μεγέθη που πρόκειται να μελετηθούν, θεωρείται ότι είναι ίσοι με το 100. Εφόσον το έτος βάσεως αποτελεί την αφετηρία για όλες τις μετέπειτα συγκρίσεις, θα πρέπει να είναι ένα έτος "κανονικό" από πλευράς συνθηκών και αποτελεσμάτων της επιχείρησης (Αλεξιάκης, 2012).

1.3 Ανάλυση λογιστικών καταστάσεων με αριθμοδείκτες

Η ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων με τη χρήση αριθμοδεικτών αποτελεί μια εξ ολοκλήρου αξιολόγηση της οικονομικής θέσης και των προοπτικών μιας επιχείρησης. Το είδος αυτό της ανάλυσης παρέχει μια πολύ σημαντική μέθοδο ερμηνείας των σχέσεων μεταξύ των διαφόρων στοιχείων των λογιστικών καταστάσεων. Για να είμαστε περισσότερο ακριβείς, η ερμηνεία των διαφόρων αριθμοδεικτών θα πρέπει να περιλαμβάνει τη μελέτη των στοιχείων που χρησιμοποιούνται.

Η χρήση των αριθμοδεικτών αποτελεί μια από τις πλέον διαδεδομένες και δυναμικές μεθόδους χρηματοοικονομικής ανάλυσης των επιχειρήσεων. Πάντως, η ανάλυση με αριθμοδείκτες παρέχει μόνο ενδείξεις και είναι χρήσιμη στο να αξιολογηθεί η οικονομική θέση και η αποτελεσματικότητα μιας επιχείρησης καθώς και η σύγκριση των αποτελεσμάτων τόσο διαχρονικά όσο και με άλλες επιχειρήσεις (Αλεξιάκης, 2012).

Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες επιτρέπουν την εκτίμηση της χρηματοοικονομικής κατάστασης μιας επιχείρησης, στο παρελθόν, το παρόν και το μέλλον, με σκοπό, να αποκαλυφτούν τα δυνατά και τα αδύνατα σημεία της εξεταζόμενης επιχείρησης. Η ανάλυση χρηματοοικονομικών δεικτών αντλεί πληροφορίες προερχόμενες από τις λογιστικές καταστάσεις της επιχείρησης. Η σπουδαιότητα αυτής της μεθόδου ανάλυσης οφείλεται κυρίως στο ότι παρακάμπτεται η δυσκολία ανάλυσης και ερμηνείας των απόλυτων δεδομένων των οικονομικών καταστάσεων. Επίσης, περιορίζεται ο μεγάλος όγκος στοιχείων που περιλαμβάνονται στις οικονομικές καταστάσεις, σε ένα μικρό σύνολο δεικτών, που συνεπάγεται καλύτερη διαχείριση στον αναλυτή (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2008).

1.4 Κατηγορίες αριθμοδεικτών

Στην χρηματοοικονομική ανάλυση, **αριθμοδείκτης** ονομάζεται η σχέση που υπάρχει μεταξύ δύο χαρακτηριστικών στοιχείων της οικονομικής κατάστασης, της παραγωγικής δυνατότητας, της τεχνοοικονομικής δραστηριότητας ή της απόδοσης έργου μιας επιχείρησης.

Οι αριθμοδείκτες ονομάζονται **εσωτερικοί**, όταν γίνεται χρήση στοιχείων που δε δημοσιεύονται ή δεν είναι εύκολα διαθέσιμα σε ευρύ κοινό και **εξωτερικοί** όταν χρησιμοποιούν δημοσιευμένα στοιχεία όπως π.χ. του ισολογισμού τέλους χρήσεως. Επίσης,

οι αριθμοδείκτες καλούνται **απολογιστικοί** όταν βασίζονται σε ιστορικά (δηλαδή του παρελθόντος) στοιχεία και **προϋπολογιστικοί** όταν προκύπτουν με βάση τα στοιχεία προϋπολογισμών. **Πρότυποι** αριθμοδείκτες είναι αυτοί που συνιστούν επιθυμητό στόχο και αποτελούν βάση συγκρίσεων. Τέλος, υπάρχουν και οι **μέσοι** αριθμοδείκτες οι οποίοι εξάγονται μεταξύ ομοειδών επιχειρήσεων και χρησιμεύουν κυρίως για την εκτίμηση της θέσεως μιας επιχείρησης έναντι των συναγωνιστριών της (Φίλιος, 1996).

Οι αριθμοδείκτες που χρησιμοποιούνται στην ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων των επιχειρήσεων έχουν στόχο και ενδιαφέρονται να δώσουν απαντήσεις σχετικά με τα εξής:

1. Τη ρευστότητα.
2. Τη κερδοφόρο δυναμικότητα.
3. Τη μακροχρόνιο βιωσιμότητα.
4. Την επάρκεια ρευστών.
5. Την παρουσία τους στη Χρηματιστηριακή Αγορά.

Ως εκ τούτου, οι κυριότεροι και οι περισσότερο χρησιμοποιούμενοι στην ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων αριθμοδείκτες ομαδοποιούνται στις εξής κατηγορίες (Αλεξιάκης, 2012):

1. Αριθμοδείκτες Ρευστότητας.
2. Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας.
3. Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας.
4. Αριθμοδείκτες Διαρθρώσεως Κεφαλαίων και Βιωσιμότητας.
5. Επενδυτικοί Αριθμοδείκτες.

1.4.1 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας

Η δυνατότητα των επιχειρήσεων να καλύπτουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις τους εκφράζεται με τον όρο **ρευστότητα**, η οποία μετριέται συνήθως ως μία σχέση μεταξύ του κυκλοφορούντος ενεργητικού και των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (Φίλιος, 1996).

Η ανεπάρκεια ρευστότητας σε μια εταιρεία έχει επίδραση στα κέρδη της, αλλά και στη βιωσιμότητά της. Γιατί, αν τα κυκλοφοριακά της στοιχεία δε μετατρέπονται εύκολα σε μετρητά ή αν δεν υπάρχουν επαρκή ρευστά διαθέσιμα, τότε (Νιάρχος, 2004):

- 1) Δεν θα είναι σε θέση να προμηθεύεται εμπορεύματα, πρώτες ύλες ή υπηρεσίες με μετρητά, γεγονός που θα οδηγήσει σε κάπως μειωμένα κέρδη, λόγω αυξημένου κόστους αγοράς.
- 2) Δεν θα είναι σε θέση να πληρώσει τις λήγουσες υποχρεώσεις της. Αυτό μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα, όχι μόνο τη δυσκολία εφοδιασμού της με εμπορεύματα «επί πιστώσει», αλλά και τη συρρίκνωση της δραστηριότητάς της και συνεπώς των κερδών της, αλλά ταυτόχρονα και τη δυσφήμισή της, τη μείωση της εμπιστοσύνης των συναλλασσομένων με αυτήν, την αναγκαστική πώληση παγίων στοιχείων και πιθανώς, κάποια στιγμή, την κήρυξή της σε κατάσταση πτώχευσης.

Οι περισσότερες εταιρείες φροντίζουν να διατηρούν πλεόνασμα κυκλοφοριακών στοιχείων ανάλογο προς τις τρέχουσες υποχρεώσεις τους, ώστε να μπορούν να τις εξοφλούν κανονικά. Η τοποθέτηση κεφαλαίων σε κυκλοφοριακά στοιχεία δεν αποτελεί κατά κανόνα παραγωγική επένδυση και ως εκ τούτου, η διατήρηση υπερβολικά υψηλών κυκλοφοριακών στοιχείων ενδέχεται να μειώσει την κερδοφόρα δυναμικότητα της επιχείρησης.

Στο ίδιο αποτέλεσμα μπορεί όμως να οδηγήσει και η ανεπάρκεια κυκλοφοριακών στοιχείων, διότι η αδυναμία εκπλήρωσης των υποχρεώσεων καταλήγει σε οικονομικό κλονισμό με καταστρεπτικές συνέπειες για την εταιρεία. Πάντως, για κάθε εταιρεία υπάρχει ένα άριστο ύψος κυκλοφοριακών στοιχείων και τρεχουσών υποχρεώσεων.

Κατά την ανάλυση της τρέχουσας οικονομικής κατάστασης μιας εταιρείας δημιουργούνται ερωτήματα σχετικά με τη ρευστότητα και την ικανότητά της να εκπληρώνει τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της.

Οι αριθμοδείκτες ρευστότητας δείχνουν την ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκριθεί στις ληκτές και απαιτητές από τους πιστωτές υποχρεώσεις της, χρησιμοποιώντας στοιχεία του ενεργητικού που μπορούν να μετατραπούν σε μετρητά (κάτω από ομαλές συνθήκες) μέσα στην ίδια περίοδο λήξης των υποχρεώσεων (Φίλιος, 1996).

Οι αριθμοδείκτες ρευστότητας και δραστηριότητας χρησιμοποιούνται για τον προσδιορισμό της ικανότητας μιας επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (Αλεξιάκης, 2012).

1.4.1.1 Γενικής Ρευστότητας

Ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας φανερώνει την ευχέρεια ανταπόκρισης στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, με βάση τις εισροές που εξασφαλίζουν τα στοιχεία του

κυκλοφορούντος ενεργητικού (πελάτες, αποθέματα, διαθέσιμα και χρεώστες γενικά). Ο υπολογισμός του αριθμοδείκτη ουσιαστικά στηρίζεται στην υπόθεση ότι οι απαιτήσεις και τα λοιπά περιουσιακά στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού έχουν πρακτικά ίδιο χρόνο ρευστοποίησης, ο οποίος είναι αντίστοιχος με εκείνο των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.

Ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας βρίσκεται αν διαιρέσουμε το κυκλοφορούν ενεργητικό με τις τρέχουσες (βραχυχρόνιες) υποχρεώσεις. Ο σχετικός τύπος που χρησιμοποιείται είναι (Αλεξιάκης, 2012):

Αριθμοδείκτης	Κυκλοφορούν Ενεργητικό
Γενικής Ρευστότητας =	_____
	Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις

Ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει πόσες φορές καλύπτονται οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της επιχείρησης από το κυκλοφορούν ενεργητικό. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας τόσο καλύτερη, από άποψης ρευστότητας είναι η θέση της επιχείρησης.

1.4.1.2 Άμεσης Ρευστότητας

Ο αριθμοδείκτης άμεσης ρευστότητας παρουσιάζει την ικανότητα της επιχείρησης ως προς την εξόφληση των τρεχουσών και ληξιπρόθεσμων υποχρεώσεων της με τα μετρητά που διαθέτει. Ο αριθμοδείκτης άμεσης ρευστότητας επινοήθηκε για να περιλάβει όλα εκείνα τα στοιχεία τα οποία δε μετατρέπονται εύκολα σε μετρητά. Δείχνει πόσες φορές τα ταχέως ρευστοποιήσιμα στοιχεία (διαθέσιμα και απαιτήσεις) καλύπτουν τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της. Ένας αριθμοδείκτης άμεσης ρευστότητας γύρω στη μονάδα θεωρείται ικανοποιητικός. Ο αριθμοδείκτης άμεσης ρευστότητας δίνεται από τον παρακάτω τύπο (Φίλιος, 1996):

Αριθμοδείκτης	Κυκλοφορούν Ενεργητικό- Αποθέματα
Άμεσης Ρευστότητας =	_____
	Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις

1.4.1.3 Ταμειακής Ρευστότητας

Ο αριθμοδείκτης ταμειακής ρευστότητας δείχνει την εικόνα της επάρκειας ή μη μετρητών της επιχείρησης σχετικά με τις τρέχουσες λειτουργικές της ανάγκες. Εκφράζει την ικανότητα μιας επιχείρησης για την εξόφληση των τρεχουσών και ληξιπροθέσμου υποχρεώσεων της με τα μετρητά που διαθέτει. Δείχνει πόσες φορές τα διαθέσιμα περιουσιακά στοιχεία μιας επιχείρησης καλύπτουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της και δίνεται από τον παρακάτω τύπο:

Αριθμοδείκτης	Διαθέσιμα
Ταμειακής Ρευστότητας =	$\frac{\text{Διαθέσιμα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$

Ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης παρέχει μια ένδειξη για την επάρκεια ή ανεπάρκεια των διαθεσίμων μιας επιχείρησης με σκοπό την ικανοποίηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών της.

1.4.2 Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας

Συνοφασμένοι με το βαθμό ρευστότητας μιας επιχείρησης είναι οι αριθμοδείκτες δραστηριότητας. Ως εκ τούτου, για να είναι όσο το δυνατόν πληρέστερες οι πληροφορίες που μας δίνουν οι αριθμοδείκτες ρευστότητας υπολογίζουμε και τους αριθμοδείκτες δραστηριότητας που σχετίζονται με την είσπραξη των απαιτήσεων, την πληρωμή υποχρεώσεων και την ταχύτητα κυκλοφορίας αποθεμάτων (Αλεξάκης, 2012). Οι δείκτες δραστηριότητας μετρούν τον βαθμό της αποτελεσματικής χρησιμοποίησης των διαφόρων κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης.

1.4.2.1 Ταχύτητα Κυκλοφορίας Καθαρού Κεφαλαίου Κίνησης

Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας κεφαλαίου κίνησης δείχνει ποιο είναι το ύψος των πωλήσεων που επιτεύχθηκε από κάθε μονάδα καθαρού κεφαλαίου κίνησης και αν η

επιχείρηση διατηρεί μεγάλα κεφάλαια κινήσεως σε σχέση με τις πωλήσεις. Για να έχει μεγαλύτερη αξία θα πρέπει να προσδιορίζεται για μια σειρά ετών και να συγκρίνεται με τον αντίστοιχο αριθμοδείκτη του κλάδου της. Δίδεται από τον παρακάτω τύπο (Κάντζος, 2002):

Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Κεφαλαίου Κίνησης	=	$\frac{\text{Κύκλος εργασιών}}{(\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό} - \text{Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις})}$
--	---	--

Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας κεφαλαίου κίνησης αποτελεί ένα καλό κριτήριο για την αποτελεσματική χρησιμοποίηση του καθαρού κεφαλαίου κίνησης. Ο εν λόγω αριθμοδείκτης χρησιμοποιείται για τον προσδιορισμό του βαθμού ρευστότητας και κατά συνέπεια και της ποιότητας του καθαρού κεφαλαίου κίνησης. Επίσης, δείχνει πόσες φορές, κατά μέσο όρο, ανακυκλώθηκε το καθαρό κεφάλαιο κίνησης της επιχείρησης μέσα σε μια λογιστική χρήση.

Ένας υψηλός αριθμοδείκτης μπορεί να παρέχει ένδειξη ανεπάρκειας κεφαλαίων κίνησης και χαμηλή ταχύτητα ανανέωσης των αποθεμάτων ή της ταχύτητας εισπράξεως απαιτήσεων. Στην περίπτωση αυτή, η ανεπάρκεια στα κεφάλαια κίνησης μπορεί να συνοδεύεται από αυξημένες τρέχουσες υποχρεώσεις, οι οποίες ενδέχεται να είναι ληξιπρόθεσμες πριν από τη μετατροπή των αποθεμάτων έτοιμων προϊόντων και των απαιτήσεων σε μετρητά.

Μια χαμηλή ταχύτητα κυκλοφορίας των κεφαλαίων κίνησης μπορεί να είναι αποτέλεσμα υπεραυξημένων καθαρών κεφαλαίων κίνησης, χαμηλής ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων και απαιτήσεων, ή ενός αυξημένου ποσού κεφαλαίου κίνησης, επενδυμένου σε προσωρινές επενδύσεις. Αυξημένες αποθεματοποιήσεις μπορεί να έχουν γίνει ενόψει αυξήσεων στις τιμές των προϊόντων της επιχείρησης, ή πρόβλεψης κάποιας έλλειψης πρώτων υλών ή εμπορευμάτων στην Αγορά.

Όσο περισσότερες είναι οι πωλήσεις, σε σχέση με το καθαρό κεφάλαιο κίνησης, τόσο λιγότερο ευνοϊκή είναι η κατάσταση της επιχείρησης, αν η ταχύτητα κυκλοφορίας των κεφαλαίων κίνησης επιτεύχθηκε με τη χρησιμοποίηση αυξημένων βραχυπρόθεσμων πιστώσεων. Ο πραγματικός κίνδυνος είναι δυνατό να προέλθει από μια απροσδόκητη μείωση των πωλήσεων της επιχείρησης, οπότε τα αποθέματα συσσωρεύονται. Σε μια τέτοια

περίπτωση, οι υποχρεώσεις της επιχείρησης αυξάνονται αφού δεν εισρέουν επαρκή κεφάλαια από τις πωλήσεις για την έγκαιρη εξόφλησή τους (Αλεξιάκης, 2012).

1.4.2.2 Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων

Η ικανότητα μιας επιχείρησης να πωλεί τα αποθέματά της γρήγορα αποτελεί ένα ακόμη μέτρο του βαθμού χρησιμοποίησης των περιουσιακών της στοιχείων (Αλεξιάκης, 2012). Η ταχύτητα κυκλοφορίας των αποθεμάτων είναι ένα κριτήριο για την αποτελεσματική διαχείριση των αποθεμάτων της επιχείρησης, καθώς και για το βαθμό της ρευστότητας τους. Αν η επιχείρηση διατηρεί υπερεπαρκή αποθέματα, σημαίνει ότι κεφάλαια που θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν σε εναλλακτικές χρήσεις δεσμεύονται σε αποθέματα. Επιπλέον, θα υπάρχει υψηλό κόστος διαχείρισης, καθώς και κίνδυνος οικονομικής απαξίωσης τους. Ενώ σε περίπτωση που τα αποθέματα είναι ανεπαρκή, τότε η επιχείρηση ενδεχομένως να χάνει πελάτες λόγω εξάντλησης των αποθεμάτων και κατά συνέπεια θα αδυνατεί να εκτελέσει παραγγελίες.

Γενικά, όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων τόσο πιο αποτελεσματικά λειτουργεί η επιχείρηση. Για το λόγο αυτό οι καλά οργανωμένες επιχειρήσεις εκτός εάν αναμένεται αύξηση των τιμών των προϊόντων τους, προσπαθούν να διατηρούν το ελάχιστο ποσό αποθεμάτων που χρειάζονται και τούτο για να ελαχιστοποιούν το ύψος των τόκων των κεφαλαίων που δεσμεύουν για τα αποθέματα, να εξοικονομούν δηλαδή δαπάνες αποθήκευσης και να μειώνουν τον κίνδυνο μη πώλησης τους λόγω αλλοίωσης, ή αλλαγής των προτιμήσεων των καταναλωτών (Αλεξιάκης, 2012).

Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων δίνεται από τον παρακάτω τύπο:

Αριθμοδείκτης Ταχύτητας		Αποθέματα	
Κυκλοφορίας Αποθεμάτων	=	—————	*365
		Κύκλος εργασιών	

1.4.2.3 Ταχύτητας Κυκλοφορίας Παγίου Ενεργητικού

Ο αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Παγίου Ενεργητικού δείχνει την ικανότητα της επιχείρησης να αξιοποιεί στην μάχη της αγοράς όλα τα εφόδια που διαθέτει, δηλαδή τα στοιχεία του Ενεργητικού (πάγια - εγκαταστάσεις κλπ). Όσο μικρότερος ο δείκτης τόσο «καλύτερος» σε σύγκριση πάντα με την φύση της επιχείρησης. Υπολογίζεται από τον τύπο (Κάντζος, 2002):

Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Παγίου Ενεργητικού	=	$\frac{\text{Κύκλος εργασιών}}{\text{Πάγιο Ενεργητικό}}$
---	---	--

Ο αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Παγίου Ενεργητικού δείχνει πόσες φορές το πάγιο ενεργητικό ανανεώνεται ή επανακτάται μέσω των πωλήσεων μέσα σε μια χρήση, δηλαδή δείχνει το βαθμό χρησιμοποίησης των παγίων στοιχείων στη δημιουργία πωλήσεων. Επίσης, μετρά την αποτελεσματικότητα με την οποία η επιχείρηση χρησιμοποιεί την επένδυση της σε πάγια στοιχεία, όπως οικόπεδα, μηχανήματα και οποιονδήποτε εξοπλισμό. Μια υψηλή τιμή του αριθμοδείκτη δείχνει εντατική χρησιμοποίηση ή εκμετάλλευση των παγίων στοιχείων της επιχείρησης στη δημιουργία πωλήσεων ενώ, μια χαμηλή τιμή δείχνει ανεπαρκή χρησιμοποίηση των παγίων στοιχείων.

1.4.2.4 Ταχύτητα Κυκλοφορίας Ίδιων Κεφαλαίων

Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ιδίων κεφαλαίων δείχνει το βαθμό χρησιμοποίησης των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας σε σχέση με τις πωλήσεις της. Με άλλα λόγια δείχνει τις πωλήσεις που πραγματοποίησε η εταιρεία με κάθε μονάδα ιδίων κεφαλαίων. Ο αριθμοδείκτης αυτός είναι το πηλίκο της διαιρέσεως των καθαρών πωλήσεων της χρήσεως με τα ίδια κεφάλαια, ήτοι (Κάντζος, 2002):

Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ίδιων Κεφαλαίων	=	$\frac{\text{Κύκλος εργασιών}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$
--	---	---

Ο αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας Ιδίων Κεφαλαίων μας δείχνει σε ποιο βαθμό χρησιμοποιεί μια επιχείρηση τα ίδια κεφάλαιά της σε σχέση με τις πωλήσεις της. Επιπλέον μετρά την αποτελεσματικότητα με την οποία η διοίκηση χρησιμοποιεί τα κεφάλαια της επιχείρησης και παρέχει ένδειξη για την επάρκεια των πωλήσεων σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια. Όσο μεγαλύτερος ο δείκτης τόσο το καλύτερο για την επιχείρηση. Αυτό σημαίνει πως η εταιρεία κάνει μεγάλες πωλήσεις σε σχέση πάντα με το ύψος των ιδίων κεφαλαίων, γεγονός που ενδέχεται να την οδηγήσει σε αυξημένα κέρδη.

1.4.2.5 Μέσος Όρος Είσπραξης Απαιτήσεων

Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας εισπράξεως απαιτήσεων δείχνει πόσες φορές, κατά μέσο όρο, εισπράττονται κατά τη διάρκεια της λογιστικής χρήσης οι απαιτήσεις της επιχείρησης. Η μέση διάρκεια παραμονής των απαιτήσεων στην επιχείρηση, αποτελεί το χρονικό διάστημα που η επιχείρηση περιμένει για να εισπράξει τις απαιτήσεις της, από τη στιγμή που πραγματοποιήθηκε η πιστωτική πώληση μέχρι τη στιγμή που αυτή θα μετατραπεί σε μετρητά, ή το χρονικό διάστημα που παρέμειναν ανείσπρακτες οι απαιτήσεις στην επιχείρηση. Το χρονικό αυτό διάστημα αφενός μετρά την αποτελεσματικότητα της διοίκησης της επιχείρησης στην είσπραξη των απαιτήσεών της και αφετέρου εκφράζει την πιστωτική της πολιτική.

Η μέση διάρκεια παραμονής των απαιτήσεων στην επιχείρηση πρέπει να διατηρείται όσο γίνεται μικρότερη, όχι μόνον διότι τα κεφάλαια που δεσμεύονται για τη χρηματοδότηση των πωλήσεων έχουν κάποιο κόστος, αλλά διότι έχουν και ένα κόστος ευκαιρίας λόγω του ότι θα μπορούσαν να επενδυθούν αποδοτικά κάπου αλλού.

Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας είσπραξης απαιτήσεων παρέχει ένδειξη της ποιότητας και του βαθμού ρευστότητας των απαιτήσεων μιας επιχείρησης, καθώς και του κατά πόσο επιτυχής υπήρξε η διοίκηση αυτής στην είσπραξη των απαιτήσεων της. Όσο μεγαλύτερη είναι η ταχύτητα είσπραξης των απαιτήσεων μιας επιχείρησης τόσο μικρότερος είναι ο χρόνος δέσμευσης των κεφαλαίων και τόσο καλύτερη η θέση της από άποψης χορηγουμένων πιστώσεων. Επιπλέον, μεγάλη ταχύτητα στην είσπραξη των απαιτήσεων σημαίνει μικρότερη πιθανότητα ζημιών από επισφαλείς πελάτες.

Μια αύξηση της ταχύτητας είσπραξης των απαιτήσεων ενδέχεται να δείχνει βελτίωση της ικανότητας είσπραξης των απαιτήσεων, ή αλλαγή στην πολιτική των χορηγουμένων

πιστώσεων. Μεγάλες απαιτήσεις, οι οποίες συχνά υπάρχουν, σε περιόδους οικονομικής υφέσεως παρέχουν ένδειξη ότι, η επιχείρηση ίσως αναγκάζεται να δανείζεται βραχυπρόθεσμα για να είναι σε θέση να εξοφλεί τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της. Επίσης, όσο μεγαλύτερες είναι οι απαιτήσεις μιας επιχείρησης σε σχέση με τις καθαρές πωλήσεις της, τόσο μεγαλύτερη είναι η πιθανότητα να εμφανιστούν αυξημένες οι μη εισπραχθείσες ή οι καθυστερούμενες απαιτήσεις της. (Αλεξιάκης, 2012)

$$\text{Αριθμοδείκτης Μ.Ο. Είσπραξης Απαιτήσεων} = \frac{\text{Απαιτήσεις}}{\text{Κύκλος εργασιών}} * 365$$

1.4.2.6 Μέσος Όρος Πληρωμής Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων

Ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης δείχνει πόσες φορές μέσα στη χρήση ανανεώθηκαν οι πιστώσεις που δόθηκαν στην επιχείρηση, ή άλλως πόσες φορές το κόστος πωληθέντων καλύπτει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της επιχείρησης. Η παρακολούθηση του αριθμοδείκτη αυτού για μια σειρά ετών δείχνει την πολιτική της επιχείρησης ως προς τη χρηματοδότηση των αγορών της. Μια μεταβολή του αριθμοδείκτη διαχρονικά δείχνει ότι, η επιχείρηση αλλάζει την πιστοληπτική της πολιτική (Αλεξιάκης, 2012).

$$\text{Αριθμοδείκτης Μ.Ο. Πληρωμής Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων} = \frac{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}{\text{Κύκλος εργασιών}} * 365$$

Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας πληρωμών μας δείχνει σε πόσες μέρες κατά μέσο όρο παραμένουν απλήρωτες οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Δείχνει δηλαδή την εικόνα πολιτικής των πληρωμών προς τους προμηθευτές της. Μια μεταβολή του αριθμοδείκτη διαχρονικά δείχνει ότι η επιχείρηση αλλάζει την πιστοληπτική της πολιτική. Ο εν λόγω αριθμοδείκτης κρίνεται σε σχέση με τον αριθμοδείκτη ταχύτητας είσπραξης των απαιτήσεων και σε σχέση με τη φύση της επιχείρησης.

Στην περίπτωση που συγκρίνουμε την ταχύτητα είσπραξης των απαιτήσεων με την ταχύτητα βραχυπροθέσμων υποχρεώσεων και η πρώτη είναι μεγαλύτερη από τη δεύτερη, τότε αυτό σημαίνει, ότι οι υποχρεώσεις της επιχείρησης εξοφλούνται με βραδύτερο ρυθμό από ότι εισπράττονται οι απαιτήσεις της. Ως εκ τούτου η επιχείρηση δεν χρειάζεται να διατηρεί μεγάλα ποσά σε κυκλοφοριακά στοιχεία, δεδομένου ότι γίνεται μια κάποια χρηματοδότηση αυτής από τους πιστωτές της. Η μέση διάρκεια παραμονής των υποχρεώσεων στην επιχείρηση, ενδέχεται να μην αντιπροσωπεύει την πραγματικότητα και τούτο διότι ορισμένες υποχρεώσεις εξοφλούνται πολύ γρήγορα ενώ άλλες παραμένουν απλήρωτες επί μακρύ χρονικό διάστημα. Ως εκ τούτου, η μέση διάρκεια παραμονής απλήρωτων των υποχρεώσεων της επιχείρησης επηρεάζεται από τις ακραίες αυτές τιμές και δεν αντικατοπτρίζει την πραγματική κατάσταση που υπάρχει στην επιχείρηση (Αλεξιάκης, 2012).

1.4.2.7 Ταχύτητα Κυκλοφορίας Ενεργητικού

Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας του ενεργητικού μίας εταιρείας εκφράζει το βαθμό χρησιμοποιήσεως αυτού σε σχέση με τις πωλήσεις της. Ο αριθμοδείκτης αυτός είναι το πηλίκο της διαίρεσης των καθαρών πωλήσεων μιας χρήσεως με το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας, που χρησιμοποιούνται κατά τη διάρκεια της αυτής χρήσεως για την επίτευξη των πωλήσεων της, ήτοι (Κάντζος, 2002):

Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ενεργητικού	=	$\frac{\text{Κύκλος εργασιών}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$
--	---	--

1.4.3 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας

Ο προσδιορισμός της αποδοτικότητας μιας επιχείρησης σχετίζεται με την ικανότητα αυτής να επιτυγχάνει ικανοποιητικά κέρδη ώστε οι επενδυτές και οι μέτοχοι να τοποθετούν τα κεφάλαιά τους σ' αυτή. Η αποδοτικότητα μιας επιχείρησης συνδέεται στενά με τη ρευστότητά της, διότι τα κέρδη τελικά δημιουργούν ταμειακή ροή. Για το λόγο αυτό, η αξιολόγηση της αποδοτικότητας μιας επιχείρησης είναι πολύ σημαντική τόσο για τους

επενδυτές όσο και για τους πιστωτές αυτής (Αλεξιάκης, 2012). Παρακάτω αναλύονται οι κυριότερες κατηγορίες αριθμοδεικτών αποδοτικότητας.

1.4.3.1 Αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου ή μικτού κέρδους

Ο αριθμοδείκτης περιθωρίου μικτού κέρδους, γνωστός και ως «ποσοστό μικτού κέρδους», είναι ένας σημαντικός δείκτης, γιατί απεικονίζει τη σχέση μεταξύ του μικτού κέρδους και των πωλήσεων. Ταυτόχρονα, προσδιορίζει βαθμό κάλυψης των λειτουργικών και άλλων εξόδων, καθώς και το περιθώριο πραγματοποίησης καθαρών κερδών.

Μια επιχείρηση θεωρείται ως επιτυχημένη, εφόσον έχει ένα αρκετά υψηλό ποσοστό μικτού κέρδους, το οποίο, σε συνδυασμό με το ύψος των πωλήσεών της, επιτρέπει να καλύψει τα έξοδά της και να αποκομίσει ένα ικανοποιητικό καθαρό κέρδος, σε σχέση με τα απασχολούμενα ίδια κεφάλαια. Γενικά, μια υψηλή τιμή του δείκτη περιθωρίου μικτού κέρδους δείχνει πολύ καλή λειτουργική αποδοτικότητα ή αλλιώς, αποτελεσματικότητα της διοίκησης της επιχείρησης στο να επιτυγχάνει φθηνές αγορές εμπορευμάτων ή χαμηλό κόστος παραγωγής προϊόντων και να πωλεί σε υψηλές τιμές. Αντίθετα, μια χαμηλή τιμή του δείκτη αντανακλά χαμηλή λειτουργική αποδοτικότητα ή αδυναμία της διοίκησης της επιχείρησης στο να επιτυγχάνει τα παραπάνω.

Συνεπώς, μια επιχείρηση μπορεί να έχει υψηλό ποσοστό μικτού κέρδους και όμως να έχει μικρά μικτά κέρδη, εφόσον οι πωλήσεις της είναι χαμηλές. Και αντίστροφα, με χαμηλό ποσοστό μικτού κέρδους, μπορεί να επιτύχει υψηλά μικτά κέρδη, εφόσον πραγματοποιεί υψηλές πωλήσεις. Πάντως, με δεδομένο το ύψος των πωλήσεων, η επιχείρηση που έχει το μεγαλύτερο ποσοστό μικτού κέρδους, πραγματοποιεί τα υψηλότερα μικτά κέρδη. Ο τύπος του συγκεκριμένου αριθμοδείκτη είναι ο ακόλουθος (Νιάρχος, 2004):

Αριθμοδείκτης περιθωρίου μικτού κέρδους	=	$\frac{\text{Μικτά Κέρδη}}{\text{Κύκλος εργασιών}} * 100$
--	---	---

Ένας υψηλός αριθμοδείκτης μικτού κέρδους δείχνει την ικανότητα της διοίκησης μιας επιχείρησης να επιτυγχάνει φθηνές αγορές και να πωλεί σε υψηλές τιμές. Αντίθετα, ένας χαμηλός αριθμοδείκτης μικτού κέρδους δείχνει μια όχι καλή πολιτική της διοίκησης στον τομέα αγορών και πωλήσεων. Το γεγονός αυτό οδηγεί σε στασιμότητα πωλήσεων με

αποτέλεσμα να μην πραγματοποιούνται αγορές σε μεγάλες ποσότητες, που θα μπορούσαν να επιτευχθούν με χαμηλές τιμές.

Είναι όμως δυνατόν, μια επιχείρηση να έχει θέσει σκόπιμα ένα χαμηλό περιθώριο κέρδους, προκειμένου να επιτύχει αύξηση του όγκου των πωλήσεων, ή αύξηση των πωλήσεων ενός νέου προϊόντος της, ώστε να διευρύνει τη δυναμική παρουσία της στην αγορά. Ως εκ τούτου, μολονότι ένας υψηλός αριθμοδείκτης μικτού κέρδους φαίνεται, από πρώτη άποψη, ότι είναι προτιμητέος, εν τούτοις θα πρέπει να ληφθούν υπόψη και άλλοι παράγοντες. Για παράδειγμα, μια επιχείρηση με χαμηλό περιθώριο κέρδους μπορεί να εφαρμόζει μια δυναμική πολιτική πωλήσεων κατά την οποία να πραγματοποιεί υψηλά κέρδη λόγω του μεγάλου όγκου πωλήσεων, αντισταθμίζοντας έτσι το χαμηλό της περιθώριο κέρδους. Αντίθετα, μια επιχείρηση με υψηλό περιθώριο κέρδους μπορεί να είναι μια καθετοποιημένη επιχείρηση, οπότε το συνολικό κέρδος όλων των επιμέρους διαδικασιών επιτυγχάνεται με βάση την τιμή πώλησης των ετοιμών προϊόντων της. Μια επιχείρηση που βρίσκεται στο τελευταίο στάδιο της παραγωγικής διαδικασίας θα έχει ένα πολύ μικρότερο περιθώριο κέρδους, εφόσον δεν συνυπολογίζει τα κέρδη των προηγούμενων σταδίων.

Τέλος, θα πρέπει να πούμε ότι ένας χαμηλός αριθμοδείκτης μπορεί να παρέχει ένδειξη ότι η επιχείρηση έχει κάνει επενδύσεις, που δεν δικαιολογούνται από τον όγκο των πωλήσεών της, με αποτέλεσμα να έχει αυξημένο κόστος παραγωγής των προϊόντων της. (Αλεξιάκης, 2012)

1.4.3.2 Περιθώριο Καθαρού Κέρδους

Ο αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου δείχνει το ποσοστό του καθαρού κέρδους που επιτυγχάνει μια επιχείρηση από τις πωλήσεις της, δηλαδή δείχνει το κέρδος από τις λειτουργικές της δραστηριότητες. Με άλλα λόγια, ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει το καθαρό κέρδος, που έχει μια επιχείρηση από την πώληση προϊόντων. Ο αριθμοδείκτης καθαρού κέρδους βρίσκεται αν διαιρεθούν τα καθαρά κέρδη μιας περιόδου με το σύνολο των πωλήσεων της ίδιας περιόδου, ήτοι (Νιάρχος, 2004):

Αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους	=	$\frac{\text{Καθαρό Κέρδος}}{\text{Κύκλος εργασιών}} * 100$
---	---	---

Όσο υψηλότερη η τιμή του δείκτη περιθωρίου κέρδους, τόσο πιο επικερδής είναι η επιχείρηση. Ο αριθμοδείκτης καθαρού κέρδους είναι πολύ χρήσιμος, δεδομένου ότι τόσο η διοίκηση όσο και πολλοί αναλυτές βασίζουν τις προβλέψεις τους για τα μελλοντικά καθαρά κέρδη της επιχείρησης επί του προβλεπομένου ύψους πωλήσεων και του ποσοστού καθαρού κέρδους (Αλεξιάκης, 2012).

1.4.3.3 Απόδοση Ίδιων κεφαλαίων

Ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων είναι ένας ακόμη σπουδαίος αριθμοδείκτης που απεικονίζει την κερδοφόρα δυναμικότητα μιας επιχείρησης και παρέχει ένδειξη του κατά πόσο επιτεύχθηκε ο στόχος πραγματοποιήσεως ενός ικανοποιητικού αποτελέσματος. Ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων εκφράζεται από τον παρακάτω τύπο (Αλεξιάκης, 2012):

Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων	=	$\frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}} * 100$
--	---	--

Ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων μετρά την αποτελεσματικότητα, με την οποία τα κεφάλαια των φορέων της επιχείρησης απασχολούνται σ' αυτή.

Ένας χαμηλός αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων είναι ενδεικτικός του ότι η επιχείρηση πάσχει σε κάποιο τομέα της (ανεπαρκής διοίκηση, χαμηλή παραγωγικότητα, υπερεπένδυση κεφαλαίων τα οποία δεν απασχολούνται πλήρως παραγωγικά, δυσμενείς οικονομικές συνθήκες, κ.λπ.) χωρίς όμως και να μπορεί ο εξωτερικός αναλυτής να εντοπίσει το ή τα αδύνατα σημεία της από τον εν λόγω αριθμοδείκτη και μόνον.

Αντίθετα, ένας υψηλός αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων αποτελεί ένδειξη ότι η επιχείρηση ευημερεί και τούτο ανάλογα μπορεί να οφείλεται στην επιτυχημένη διοίκησή της, στις ευνοϊκές γι' αυτήν οικονομικές συνθήκες, στην εύστοχη χρησιμοποίηση των κεφαλαίων της κ.λπ. Στην τελευταία αυτή περίπτωση οι μέτοχοι έχουν ωφεληθεί από το γεγονός ότι τα ξένα κεφάλαια κοστίζουν στην επιχείρηση λιγότερο από ό,τι αυτά αποδίδουν σ' αυτή (Αλεξιάκης, 2012).

1.4.3.4 Απόδοση Παγίων

Ο αριθμοδείκτης αυτός μετρά την απόδοση των συνολικών περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης, καθώς και των επί μέρους τμημάτων αυτής και αποτελεί ένα είδος αξιολογήσεως και ελέγχου της διοίκησης της (Νιάρχος, 2004).

$$\text{Αριθμοδείκτης Απόδοσης Παγίων} = \frac{\text{Καθαρό Κέρδος}}{\text{Σύνολο Πάγιου Ενεργητικού}} * 100$$

Ο εν λόγω αριθμοδείκτης παρέχει ένδειξη του εάν υπάρχει υπερεπένδυση σε πάγια. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης αυτός, τόσο πιο εντατική είναι η χρησιμοποίηση των παγίων περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης σε σχέση με τις πωλήσεις της. Μείωση του αριθμοδείκτη αυτού διαχρονικά μπορεί να σημαίνει ότι υπάρχει υπερεπένδυση κεφαλαίων σε πάγια σε σχέση με την δυνατότητα της επιχείρησης για πωλήσεις (Specisoft).

1.4.3.5 Απόδοση Κυκλοφορούντος Ενεργητικού

Ο αριθμοδείκτης αυτός μετρά την απόδοση του κυκλοφορούντος ενεργητικού μιας επιχείρησης σε σχέση με τα καθαρά κέρδη. Ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας κυκλοφορούντος ενεργητικού εκφράζεται από τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Αριθμοδείκτης Απόδοσης Κυκλοφορούντος Ενεργητικού} = \frac{\text{Καθαρό Κέρδος}}{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}} * 100$$

Η απόδοση του ενεργητικού μιας επιχείρησης αντανακλά την ικανότητα και την αποτελεσματικότητα της διοίκησης να αξιοποιεί τους οικονομικούς πόρους της επιχείρησης για να δημιουργεί καθαρά κέρδη. Με άλλα λόγια, ο δείκτης αυτός μετρά την απόδοση των στοιχεία του ενεργητικού μιας επιχείρησης, με κατάλληλο τρόπο, ώστε να παράγουν έσοδα. Όσο μεγαλύτερη είναι η απόδοση, τόσο πιο αποτελεσματικά η επιχείρηση αξιοποιεί το

ενεργητικό της. Η ελάχιστη τιμή που οι επενδυτές θέλουν να έχει ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης για μια επιχείρηση, είναι της τάξεως του 5%. (investopedia.com)

1.4.4 Αριθμοδείκτες Διάρθρωσης Κεφαλαίων και Βιωσιμότητας

Η μακροχρόνια βιωσιμότητα μιας επιχείρησης έχει να κάνει με την ικανότητά της να μπορεί να επιβιώσει για πολλά χρόνια. Ο σκοπός της ανάλυσης της μακροχρόνιας οικονομικής κατάστασης μιας επιχείρησης έχει να κάνει με τον έγκαιρο εντοπισμό τυχόν σημείων που δείχνουν ότι η επιχείρηση βρίσκεται στο δρόμο της πτώχευσης.

Διάφορες μελέτες έχουν δείξει ότι η χρησιμοποίηση διαφόρων λογιστικών αριθμοδεικτών μπορεί να προβλέψουν μια άσχημη εξέλιξη μιας εταιρείας πέντε χρόνια πριν. Μια πτωτική πορεία στους αριθμοδείκτες αποδοτικότητας και ρευστότητας αποτελεί σημαντική ένδειξη ότι μπορεί η επιχείρηση ν' αποτύχει. Δύο άλλοι αριθμοδείκτες που επίσης χρησιμοποιούνται από τους αναλυτές, όταν εξετάζουν τη μακροχρόνια βιωσιμότητα μιας επιχείρησης είναι ο αριθμοδείκτης ξένα προς ίδια κεφάλαια και ο αριθμοδείκτης κάλυψης τόκων.

Όταν τα ξένα κεφάλαια μιας επιχείρησης παρουσιάζουν ανοδική πορεία σε βάρος των ιδίων κεφαλαίων αυτό σημαίνει ότι αυξάνει η δανειακή της επιβάρυνση. Αυτό το στοιχείο επηρεάζει αρνητικά της μακροχρόνια βιωσιμότητα της επιχείρησης διότι αυξάνει τις υποχρεώσεις της για την περιοδική καταβολή τόκων και επιστροφή των δανειακών κεφαλαίων ανεξάρτητα από την οικονομική της θέση.

Έτσι, όσο μεγαλύτερη είναι η αναλογία των ξένων κεφαλαίων, στο σύνολο των κεφαλαίων μιας επιχείρησης, τόσο περισσότερο χρωμένη εμφανίζεται αυτή και τόσο μεγαλύτερες είναι οι σταθερές επιβαρύνσεις και υποχρεώσεις της για την εξόφλησή τους. Υπάρχει δηλαδή μεγάλη πίεση στην επιχείρηση για την πληρωμή τόκων και την επιστροφή των δανειακών κεφαλαίων, όταν αυτά καταστούν ληξιπρόθεσμα. Η πίεση αυτή είναι περισσότερο αισθητή σε περίπτωση που σημειωθεί κάμψη των πωλήσεων και των κερδών της επιχείρησης.

Όταν τα κέρδη μιας επιχείρησης παρουσιάζουν διακυμάνσεις, η ύπαρξη μεγάλου ποσοστού δανειακών κεφαλαίων τείνει να αυξήσει τον δανεισμό, ο οποίος ενδέχεται να επιδράσει σοβαρά στα κέρδη και να τα καταστήσει περισσότερο ασταθή. Εξ άλλου, μεγάλο ποσοστό υποχρεώσεων στη διάρθρωση των κεφαλαίων μιας επιχείρησης αυξάνει τον

κίνδυνο, τόσο για τους επενδυτές μετόχους όσο και για τους πιστωτές της. Αυτό συμβαίνει διότι αν οι πιστωτές δεν ικανοποιηθούν κανονικά, θα επιδιώξουν την εξόφλησή τους, με οποιονδήποτε τρόπο, σε εξαιρετικές μάλιστα περιπτώσεις είναι ενδεχόμενο να οδηγήσουν την επιχείρηση ακόμη και σε πτώχευση (Αλεξιάκης, 2012).

1.4.4.1 Ξένα Κεφάλαια προς Ίδια Κεφάλαια

Ο αριθμοδείκτης αυτός μετρά σε μια επιχείρηση τη διάρθρωση των κεφαλαίων της και τη δανειακή της επιβάρυνση με το να δείχνει το ποσό των περιουσιακών στοιχείων το οποίο χρηματοδοτείται από τους πιστωτές, σε σχέση με τα κεφάλαια που παρέχουν οι μέτοχοι. Όσο μεγαλύτερος είναι αυτός ο αριθμοδείκτης τόσο η εταιρεία στηρίζεται, για τη χρηματοδότηση των περιουσιακών της στοιχείων, στα ξένα κεφάλαια και λιγότερο στα δικά της κεφάλαια. Ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης εκφράζεται από τον παρακάτω τύπο (Αλεξιάκης, 2012):

$$\text{Αριθμοδείκτης Ξένα προς Ίδια Κεφάλαια} = \frac{\text{Ξένα Κεφάλαια}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

Ο ανωτέρω αριθμοδείκτης παρέχει πληροφόρηση για το βαθμό προστασίας που παρέχεται στους πιστωτές από τα ίδια κεφάλαια. Μια όμως ακριβέστερη ένδειξη του βαθμού προστασίας των πιστωτών μπορεί να προκύψει, εάν στον ανωτέρω αριθμοδείκτη, η λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων αντικατασταθεί με τη χρηματιστηριακή τους αξία, εφόσον πρόκειται για επιχειρήσεις εισηγμένες στο χρηματιστήριο (Γκίκας, Παπαδάκη, & Σιουγλέ, 2010).

Συμπερασματικά, ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης δείχνει τη σχέση των ιδίων κεφαλαίων προς τα ξένα κεφάλαια της επιχείρησης. Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης (και πάνω από το 100), τόσο υπερχρεωμένη είναι η επιχείρηση. Χρησιμοποιείται από τους δανειστές της επιχείρησης για να εκτιμήσουν το βαθμό ασφάλειας που τους εξασφαλίζουν τα ίδια κεφάλαια, αλλά και από την διοίκηση και τους μετόχους της επιχείρησης για να διαπιστώσουν το επίπεδο στο οποίο έχει φθάσει η χρήση κεφαλαιακής μόχλευσης (Specisoft.).

1.4.4.2 Ξένες Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις προς Ίδια Κεφάλαια

Υπολογίζεται εάν διαιρέσουμε τις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις με τα ίδια κεφάλαια.

Αριθμοδείκτης Μακροπρόθεσμου Δανεισμού προς Ίδια Κεφάλαια	=	$\frac{\text{Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}} \%$
---	---	---

Ο δείκτης αυτός δείχνει την σχέση % των μακροπροθέσμων υποχρεώσεων της επιχείρησης προς τα ίδια κεφάλαια αυτής (Specisoft.).

1.4.4.3 Δανειακής Επιβάρυνσης

Υπολογίζεται εάν διαιρέσουμε το σύνολο των δανείων της επιχείρησης, όπως εμφανίζονται στον ισολογισμό με το σύνολο του ενεργητικού .

Αριθμοδείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης	=	$\frac{\text{Δανειακές υποχρεώσεις}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}} \%$
-------------------------------------	---	---

Ο δείκτης αυτός δείχνει τη σχέση των δανείων προς το σύνολο των κεφαλαίων κάθε μορφής που χρησιμοποιούνται με οποιονδήποτε τρόπο από την επιχείρηση. Χρησιμεύει στην εκτίμηση της δανειακής επιβάρυνσης της επιχείρησης (Specisoft.).

Κεφάλαιο 2- Βασικές Έννοιες Αποτίμησης Επιχειρήσεων- Σημαντικότερα μοντέλα Αποτίμησης Εταιρειών

“Price is what you pay. Value is what you get!”

Warren Buffett

2.1. Γενικές Έννοιες της Αποτίμησης Επιχειρήσεων

Η αποτίμηση υπολογίζει την αξία μιας επιχείρησης στο μέλλον. Ο κύριος σκοπός είναι να μπορεί κανείς να αποτιμήσει τις μελλοντικές επιπτώσεις των σημερινών αποφάσεων και καταστάσεων ώστε να διακρίνει την επερχόμενη οικονομική θέση της επιχείρησης. Η αξία μιας επιχείρησης είναι διαφορετική όχι μόνο μεταξύ πιθανών υποψηφίων αγοραστών αλλά και μεταξύ αγοραστή και πωλητή. Συχνά δημιουργείται σύγχυση μεταξύ των όρων «αξίας» (value) και «τιμής» (price) μιας επιχείρησης. Η τιμή ορίζεται ως το συμφωνηθέν τίμημα μεταξύ αγοραστή και πωλητή κατά την πώληση μιας επιχείρησης.

Η διαφορά μεταξύ των όρων «αξίας» και «τιμής» μιας συγκεκριμένης επιχείρησης οφείλεται σε πολλούς λόγους. Για παράδειγμα, έστω ότι μια μεγάλη πολυεθνική εταιρεία ενδιαφέρεται να εξαγοράσει μια εδραιωμένη στο χώρο της τοπική επιχείρηση, με σκοπό να πετύχει την είσοδό της στην τοπική αγορά, εκμεταλλευόμενη τη φήμη και την αναγνωρισιμότητα των υπαρχόντων σημάτων (brands) της τελευταίας. Στην περίπτωση αυτή, ο ενδιαφερόμενος αγοραστής θα εκτιμήσει την αξία μόνο της φήμης και του υπάρχοντος σήματος (brand) και όχι των εγκαταστάσεων και του εξοπλισμού που διαθέτει η τοπική επιχείρηση, πιθανόν λόγω του ότι μπορεί να διαθέτει πιο εκσυγχρονισμένα μηχανήματα παραγωγής. Παρ' όλα αυτά, ο πωλητής θα εκτιμήσει τις υποδομές του και τα μηχανήματα που διαθέτει σε μια υψηλή τιμή, καθώς αυτά είναι σε κατάσταση να συνεχίσουν να παράγουν τα προϊόντα. Από την πλευρά του αγοραστή, ο βασικός στόχος είναι να προσδιοριστεί η μέγιστη αξία που είναι διατεθειμένος να πληρώσει για αυτό που θεωρεί ότι η επιχείρηση-στόχος θα συνεισφέρει. Από την πλευρά του πωλητή, ο στόχος είναι να προσδιοριστεί η ελάχιστη αξία στην οποία είναι διατεθειμένος να αποδεχθεί την εξαγορά. Αυτές είναι οι δυο πλευρές που σε όλες σχεδόν τις εξαγορές λαμβάνουν χώρα ώστε το τελικό χρηματικό αντάλλαγμα να διαμορφωθεί κάπου στη μέση κατά τη διάρκεια των διαπραγματεύσεων.

Επιπλέον, μια επιχείρηση μπορεί να έχει διαφορετικές αξίες για διαφορετικούς αγοραστές εξαιτίας της ύπαρξης οικονομιών κλίμακας (economies of scale), οικονομιών φάσματος (economies of scope) ή ακόμη και λόγω διαφορετικών αντιλήψεων σχετικά με τον κλάδο που δραστηριοποιείται η επιχείρηση ή και για την ίδια την επιχείρηση (Fernandez, 2004).

Αποτίμηση (valuation) είναι η διαδικασία μέσω της οποίας μια πρόβλεψη απόδοσης (performance) μετατρέπεται σε εκτίμηση της αξίας μιας επιχειρηματικής μονάδας ή ενός συγκεκριμένου περιουσιακού στοιχείου αυτής (Paleru, 2003).

Οι σημαντικότεροι τομείς εφαρμογής της αποτίμησης είναι οι εξής:

- Επιλογή άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης
- Διαμόρφωση στρατηγικής
- Επενδυτικές προτάσεις αναλυτών
- Εξαγορές και συγχωνεύσεις
- Σημαντική πηγή πληροφόρησης

Σκοπός της αποτίμησης είναι η διάκριση μετοχών σε υπερτιμημένες και υποτιμημένες για τον εντοπισμό επενδυτικών ευκαιριών. Επιπλέον, η διαδικασία της αποτίμησης οδηγεί σε εξαγωγή συμπερασμάτων για τις προσδοκίες της αγοράς όσον αφορά στη μελλοντική προοπτική βιωσιμότητας και κερδοφορίας μιας επιχειρηματικής μονάδας, μέσω σύγκρισης των θεμελιωδών στοιχείων της, αλλά και με τη δημιουργία σημείων αναφοράς (benchmarks).

Η αποτίμηση αποτελεί αναγκαίο εργαλείο για την αξιολόγηση των στρατηγικών της επιχείρησης και απαραίτητο για τη λήψη αποφάσεων. Ειδικότερα, οι τεχνικές της αποτίμησης έχουν εφαρμογή:

- i. Στα χρηματοοικονομικά των επιχειρήσεων (corporate finance), όπου συμβάλει στη λήψη επενδυτικών, οικονομικών και μερισματικών αποφάσεων με σκοπό τη βελτιστοποίηση της αξίας μιας επιχείρησης (firm value).
- ii. Στη διαχείριση χαρτοφυλακίου (portfolio management), όπου επιχειρείται ο εντοπισμός εκείνων των εταιριών (firms) που οι μετοχές τους διαπραγματεύονται ως υποτιμημένες, με την προσδοκία οι τιμές τους να αυξηθούν και να συγκλίνουν προς την πραγματική τους αξία με απώτερο σκοπό το κέρδος.
- iii. Στην εξέταση της αποτελεσματικότητας της αγοράς, όπου αναλύονται οι τιμές της αγοράς σύμφωνα με το κατά πόσο αυτές αποκλίνουν ή συγκλίνουν από

την πραγματική τους αξία καθώς επίσης, το ρυθμό που επανέρχονται στα προηγούμενα επίπεδα.

- iv. Και τέλος, στην κατανόηση των παραγόντων που καθορίζουν την αξία μιας εταιρείας και πως η αξία αυτή αποτελεί προϋπόθεση στη λήψη απαραίτητων αποφάσεων.

Σύμφωνα με την υπάρχουσα βιβλιογραφία, παρατηρούμε ότι δεν υπάρχει μια ενιαία κατηγοριοποίηση των μεθόδων αποτίμησης, η οποία να είναι ευρέως αποδεκτή. Παρ' όλα αυτά, παρατηρούμε ότι υπάρχει σύγκλιση ως προς τις εφαρμογές και τους περιορισμούς των μεθόδων αποτίμησης. Ενδεικτικά αναφέρεται, ότι σύμφωνα με τον (A.Damodaran, 2010) οι βασικές προσεγγίσεις των μεθόδων αποτίμησης είναι τρεις: (i) Αποτίμηση εταιρειών με προεξόφληση των μελλοντικών ταμιακών ροών (Discounted cash flow valuation), σύμφωνα με την οποία η αξία μιας επιχείρησης συνδέεται με την παρούσα αξία των προσδοκώμενων μελλοντικών ταμιακών ροών, (ii) Σχετική αποτίμηση (Relative valuation), όπου η εκτίμηση της αξίας στηρίζεται στην αξία άλλων συγκρίσιμων εταιρειών ως προς μια συγκεκριμένη μεταβλητή, όπως τα κέρδη, οι ταμιακές ροές, η λογιστική αξία ή οι πωλήσεις και (iii) αποτίμηση βασισμένη σε option pricing models, τα οποία μετρούν την αξία των περιουσιακών στοιχείων που έχουν χαρακτηριστικά δικαιώματος προαίρεσης (option). Μια άλλη κατηγοριοποίηση των μεθόδων αποτίμησης είναι εκείνη του καθηγητή (Fernandez, 2004), σύμφωνα με τον οποίο οι μέθοδοι προσδιορισμού της αξίας μιας επιχείρησης μπορούν να ταξινομηθούν σε έξι ομάδες, όπως φαίνεται στον πίνακα που ακολουθεί:

Πίνακας 2.1. Κατάταξη Βασικών Μεθόδων Αποτίμησης Επιχειρήσεων

MAIN VALUATION METHODS					
BALANCE SHEET	INCOME STATEMENT	MIXED (GOODWILL)	CASH FLOW DISCOUNTING	VALUE CREATION	OPTIONS
Book value	Multiples	Classic	Equity cash flow	EVA	Black and Scholes
Adjusted book value	PER Sales	Union of European Accounting Experts	Dividends Free cash flow	Economic profit	Investment option
Liquidation value	P/EBITDA	Abbreviated income	Capital cash flow	Cash value added	Expand the project
Substantial value	Other multiples	Others	APV	CFROI	Delay the investment Alternative uses

Πηγή: Pablo Fernandez, Company Valuation Methods, The Most Common Errors (2004)

Στην παρούσα διπλωματική εργασία έγινε προσπάθεια ομαδοποίησης των διαθέσιμων μεθόδων αποτίμησης σε τρεις βασικές κατηγορίες, εντός των οποίων αναπτύσσονται ξεχωριστά τα δημοφιλέστερα μοντέλα αποτίμησης κάθε κατηγορίας. Πιο συγκεκριμένα, η κατηγοριοποίηση των μεθόδων αποτίμησης αναπτύσσεται ως εξής:

- i. Μέθοδοι που στηρίζονται σε λογιστικά δεδομένα (Balance sheet).
- ii. Μέθοδοι που βασίζονται την προεξόφληση των μελλοντικών ταμιακών ροών (Discounted Cash Flow Methods - DCF).
- iii. Μέθοδοι που στηρίζονται σε στοιχεία της αγοράς: Μέθοδος των Πολλαπλασιαστών (Multiples) ή των Ομοειδών Εταιρειών της Αγοράς (Comparable Firms).

2.2. Κατηγορίες μοντέλων αποτίμησης

Οι σημαντικότερες μέθοδοι προσδιορισμού της αξίας των επιχειρήσεων όπως ήδη έχει αναφερθεί παραπάνω μπορούν να ταξινομηθούν στις εξής κατηγορίες:

- Μέθοδοι που στηρίζονται σε **λογιστικά δεδομένα** (δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις). Πρόκειται για παραδοσιακές μεθόδους αποτίμησης εταιρειών, βάσει των οποίων ο προσδιορισμός της αξίας μιας επιχείρησης στηρίζεται στην εκτίμηση της αξίας των πάγιων περιουσιακών στοιχείων που διαθέτει. Η πιο δημοφιλής μέθοδος της κατηγορίας αυτής είναι η μέθοδος της λογιστικής αξίας (Book Value).
- Μέθοδοι που βασίζονται την **προεξόφληση των μελλοντικών ταμιακών ροών** (Discounted Cash Flow Methods- DCF). Σύμφωνα με τη μέθοδο των προεξοφλητικών ταμιακών ροών η αξία οποιασδήποτε εταιρείας προσδιορίζεται από τέσσερις παράγοντες: την ικανότητα της να δημιουργεί ταμιακές ροές, τον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης (growth) αυτών των ταμιακών ροών, το χρονικό διάστημα που απαιτείται προκειμένου η επιχείρηση να επιτύχει ένα σταθερό ρυθμό ανάπτυξης και το κόστος κεφαλαίου. Επομένως, προκειμένου να αυξηθεί η αξία μιας επιχείρησης θα πρέπει να μεταβληθεί ένας ή περισσότεροι από αυτές τις μεταβλητές.
- Μέθοδοι που στηρίζονται σε **στοιχεία της αγοράς**: Μέθοδος των Πολλαπλασιαστών (Multiples) ή των Ομοειδών Εταιρειών της Αγοράς (Comparable Firms). Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, η εκτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης βασίζεται στον τρόπο με τον οποίο η αγορά αποτιμά ομοειδείς ή συγκρίσιμες επιχειρήσεις. Με άλλα λόγια, η αποτίμηση μιας εταιρείας στηρίζεται στην ανάλυση ομοειδών επιχειρήσεων του εσωτερικού ή του εξωτερικού, εισηγμένων σε διάφορα χρηματιστήρια, καθώς και στην ανάλυση πολλαπλασιαστών του κλάδου όπου ανήκει η εταιρεία. Βασική προϋπόθεση στη χρησιμοποίηση της μεθόδου αυτής είναι η ύπαρξη κερδών.

2.2.1. Μέθοδοι που βασίζονται σε Λογιστικά Δεδομένα (Balance Sheet-Based Methods)

Πρόκειται για παραδοσιακές μεθόδους αποτίμησης εταιρειών, οι οποίες θεωρούν ότι η αξία μιας επιχείρησης αντικατοπτρίζεται στον Ισολογισμό της. Βάσει των μεθόδων αυτών, ο προσδιορισμός της αξίας μιας επιχείρησης στηρίζεται στην εκτίμηση της αξίας των πάγιων περιουσιακών της στοιχείων. Βασικό μειονέκτημα αυτών των μεθόδων αποτίμησης είναι ότι οι υπολογισμοί στηρίζονται σε μια δεδομένη χρονική στιγμή, ή αλλιώς σε ένα στιγμιότυπο της εταιρείας. Αυτό σημαίνει ότι, η πρόβλεψη της πιθανής μελλοντικής εξέλιξης της εταιρείας ή η διαχρονική αξία του χρήματος δεν υπεισέρχονται στους υπολογισμούς. Επιπλέον, οι μέθοδοι αυτοί δεν λαμβάνουν υπόψη τους υπόλοιπους παράγοντες οι οποίοι δεν αποτυπώνονται στις οικονομικές της καταστάσεις, ασκούν όμως σημαντική επίδραση στην αξία της, όπως η τρέχουσα κατάσταση του κλάδου, οι διαθέσιμοι ανθρώπινοι πόροι, πιθανά προβλήματα οργάνωσης, κ.λπ. Ορισμένες από τις μεθόδους αυτές είναι: (α) Book Value, (β) Adjusted book value, (γ) Αξία Ρευστοποίησης (Liquidation value) και (δ) Αξία Αντικατάστασης (Substantial value) (Fernandez, 2004).

2.2.1.1. Λογιστική αξία (Book Value)

Σύμφωνα με τη συγκεκριμένη μέθοδο, η αξία μιας επιχείρησης ισούται με το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων και αποθεματικών που εμφανίζονται στον Ισολογισμό της. Επίσης, η αξία των συνολικών ιδίων κεφαλαίων μπορεί να υπολογιστεί αφαιρώντας από το σύνολο του ενεργητικού, το σύνολο των υποχρεώσεων που εμφανίζονται στο σκέλος του παθητικού.

Ο προσδιορισμός της αξίας μιας εταιρείας με τη μέθοδο της λογιστικής αξίας εμφανίζει σημαντικά μειονεκτήματα όπως το ότι υπόκειται στις ατέλειες που εμφανίζουν τα στοιχεία των λογιστικών καταστάσεων, τα οποία είναι σχετικά εύκολο να παραποιηθούν. Κύρια συνέπεια αυτού είναι ότι, η λογιστική αξία σχεδόν ποτέ δε συμπίπτει με την αγοραία αξία της επιχείρησης (market value). (Fernandez, 2004)

2.2.1.2. Αναπροσαρμοσμένη Λογιστική Αξία (Adjusted Book Value)

Σύμφωνα με τη μέθοδο της προσαρμοσμένης λογιστικής αξίας, γίνεται προσπάθεια να ξεπεραστούν οι ατέλειες των υπολογισμών που βασίζονται στα δεδομένα των λογιστικών καταστάσεων, και να αποδοθεί μια πιο ικανοποιητική προσέγγιση της πραγματικής αξίας της επιχείρησης. Η προσαρμογή των οικονομικών στοιχείων του ισολογισμού αφορά κυρίως στην αποτύπωση των στοιχείων αυτών στην αγοραία τους αξία. (Fernandez, 2004)

2.2.1.3. Αξία Ρευστοποίησης (Liquidation Value)

Η αξία ρευστοποίησης υπολογίζεται με την αφαίρεση από τα αναπροσαρμοσμένα συνολικά ίδια κεφάλαια των άμεσα ρευστοποιήσιμων εξόδων της επιχείρησης (π.χ. πληρωμές φόρων, καταβολή αποζημιώσεων στο προσωπικό, κ.λ.π.).

Η χρησιμότητα της μεθόδου αυτής είναι περιορισμένη σε περιπτώσεις όπως η εξαγορά μιας επιχείρησης με σκοπό τη ρευστοποίησή της σε μεταγενέστερο χρόνο ή στην περίπτωση που η εταιρεία είναι ζημιόγonos, χωρίς μελλοντική προοπτική και προβαίνει σε εκκαθάριση, η αξία ρευστοποίησης εκφράζει την ελάχιστη αξία της επιχείρησης. Κι αυτό γιατί η αξία μιας επιχείρησης, η οποία συνεχίζει τη δραστηριότητά της κανονικά, υπερβαίνει πάντοτε την αξία ρευστοποίησής της. (Fernandez, 2004)

2.2.1.4. Αξία Αντικατάστασης (Substantial value)

Η αξία αντικατάστασης αντιπροσωπεύει την επένδυση που απαιτείται για τη δημιουργία μιας επιχείρησης με πανομοιότυπα χαρακτηριστικά και συνθήκες λειτουργίας όπως η εταιρεία που πρόκειται να αποτιμηθεί. Η μέθοδος της αξίας αντικατάστασης είναι αντίθετη της μεθόδου της αξίας ρευστοποίησης.

Κανονικά, στον υπολογισμό της αξίας αντικατάστασης δεν περιλαμβάνεται η αξία εκείνων των πάγιων στοιχείων τα οποία δεν έχουν ενεργή συμμετοχή στις λειτουργίες της επιχείρησης, όπως για παράδειγμα η αξία των ανεκμετάλλευτων εγκαταστάσεων κ.α.

Έχουν καθοριστεί τρεις (3) τύποι αξίας αντικατάστασης (Fernandez, 2004):

- Μικτή Αξία Αντικατάστασης (Gross Substantial Value): πρόκειται για την αξία των πάγιων περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης, αποτιμημένα σε τρέχουσες τιμές (market prices).
- Καθαρή ή Διορθωμένη Αξία Αντικατάστασης (Net Substantial Value or Corrected Net Assets): όπου η καθαρή αξία αντικατάστασης προκύπτει αν αφαιρεθούν οι υποχρεώσεις (liabilities) της επιχείρησης από τη μικτή αξία αντικατάστασης.
- Μειωμένη Μικτή Αξία Αντικατάστασης (Reduced Gross Substantial Value): πρόκειται για την μικτή αξία αντικατάστασης αφαιρούμενης της αξίας των βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων της επιχείρησης προς τρίτους.

2.2.2. Μέθοδοι που βασίζονται στην προεξόφληση των ταμιακών ροών (Discounted cash flow methods - DCF)

Το μοντέλο εκτίμησης των Προεξοφλημένων Ταμιακών Ροών αποτελεί την πιο διαδεδομένη μέθοδο εκτίμησης αξίας εισηγμένων και μη εισηγμένων εταιρειών παγκοσμίως. Εξετάζει την επιχείρηση «δυναμικά» και όχι «στατικά», αναλύοντας την απόδοσή της κατά την διάρκεια των χρόνων και εξετάζοντας τη δυνατότητά της να δημιουργεί ταμιακά διαθέσιμα. Έτσι, η μέθοδος της προεξόφλησης των ταμιακών ροών ορίζει την αξία μιας επιχείρησης ως την αξία των προεξοφλημένων μελλοντικών ταμιακών ροών της.

Η προεξόφληση των ταμιακών ροών μπορεί να αφορά την αποτίμηση κοινών μετοχών (equity valuation) ή την αποτίμηση επιχειρηματικών μονάδων (firm valuation). Στην πρώτη κατηγορία, η μέθοδος λαμβάνει υπόψη τη μετοχική σύνθεση της επιχείρησης (dividends) (M.Gordon, 1961), (S.Penman & T.Sougiannis, 1998) ή τις υπολειμματικές ταμιακές ροές προς τους μετόχους (free cash flow to equity), ενώ στη δεύτερη κατηγορία που χρησιμοποιείται για την αποτίμηση ολόκληρης της επιχείρησης, περιλαμβάνει το υπόδειγμα του κόστους κεφαλαίου (cost of capital approach), το υπόδειγμα προσαρμοσμένης παρούσας αξίας (adjusted present value– APV) και το μοντέλο των πλεοναζόντων ταμιακών ροών (excess return model), (S.Penman & T.Sougiannis, 1998). Επίσης, η αποτίμηση με τη μέθοδο της προεξόφλησης των ταμιακών ροών μπορεί να είναι σταθερού ρυθμού ανάπτυξης (stable),

δύο περιόδων– σταδίων (two-stage) ή τριών περιόδων– σταδίων (three stage) (A.Damodaran, 2010). Αναλυτικότερα, η μέθοδος προεξόφλησης ταμιακών ροών υπολογίζει το σύνολο των στοιχείων του Ενεργητικού (assets) μιας εταιρείας προεξοφλώντας τις μελλοντικές ταμιακές ροές που αναμένονται από αυτά. Για τον υπολογισμό των ταμιακών ροών εκπονείται επιχειρηματικό πλάνο, με ορίζοντα 5ετίας συνήθως, και εξάγονται οι σχετικές προβλέψεις πωλήσεων και κερδοφορίας. Η προεξόφληση των ταμιακών ροών της επιχείρησης γίνεται βάσει ενός κατάλληλου προεξοφλητικού επιτοκίου το οποίο ικανοποιεί τις απαιτήσεις των επενδυτών.

Η μέθοδος της προεξόφλησης των ταμιακών ροών έχει την βάση της στις αρχές της Παρούσας Αξίας, σύμφωνα με την οποία η αξία οποιουδήποτε περιουσιακού στοιχείου ισούται με την παρούσα αξία των προσδοκώμενων μελλοντικών ταμιακών ροών που δημιουργούνται από αυτό. Επομένως:

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

Όπου:

n= διάρκεια ωφέλιμης ζωής του παγίου

CF_t = οι ταμιακές ροές της περιόδου t

r= το προεξοφλητικό επιτόκιο το οποίο αντανακλά την επικινδυνότητα των εκτιμώμενων ταμιακών ροών

Για τον υπολογισμό του DCF value μιας επιχείρησης θα πρέπει να υπολογιστούν οι προσδοκώμενες ταμιακές ροές που θα προκύψουν από το Ενεργητικό (assets) της εταιρείας, το ποσοστό με το οποίο οι ταμιακές ροές των παγίων στοιχείων θα προεξοφληθούν στο παρόν, η παρούσα αξία των προσδοκώμενων ταμιακών ροών που προκύπτουν από τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας και τέλος η εκτιμώμενη αξία της επιχείρησης (DCF value) αφού πρώτα αφαιρεθεί το όποιο χρέος ή δανεισμός υπάρχει. Με άλλα λόγια, η αξία μιας εταιρείας για μια περίοδο i σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή θα δίδεται από τη σχέση:

$$V = \frac{CF_1}{1+k} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \frac{CF_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1+k)^n}$$

όπου:

CF_i = οι συνολικές εκτιμώμενες ταμιακές ροές για την περίοδο i

VR_n = η υπολειμματική αξία (Residual Value) της επιχείρησης στο έτος n

k = το κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο για τον κίνδυνο των ταμιακών ροών

Αν και οι ταμιακές ροές υποθετικά μπορεί να έχουν μια διάρκεια στο διηνεκές, ορισμένοι αναλυτές υποστηρίζουν ότι είναι εξίσου αποδεκτό να αγνοηθεί η αξία τους μετά το πέρας μιας συγκεκριμένης χρονικής περιόδου, καθώς έχει αποδειχθεί ότι η παρούσα αξία των ταμιακών ροών μειώνεται προοδευτικά σε βάθος χρόνου. Επιπρόσθετα, το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα των περισσότερων επιχειρήσεων τείνει να εξαφανίζεται μετά την πάροδο ορισμένων χρόνων (P.Fernandez, 2001).

Παρακάτω παρατίθενται τα σημαντικότερα μοντέλα Αποτίμησης Εταιρειών με Προεξόφληση των Ταμιακών Ροών.

2.2.2.1. Μέθοδος Προεξόφλησης Μερισμάτων (Discount Dividend Method)

Το βασικό υπόδειγμα για την αποτίμηση των επιχειρήσεων είναι το υπόδειγμα ανάπτυξης μερισμάτων (DDM) (Miller & Modigliani, 1961). Όταν ένας επενδυτής αγοράζει μετοχές προσβλέπει σε δύο ειδών ταμιακές ροές: α) στο μέρισμα που θα λάβει την περίοδο που θα έχει στην κατοχή του τις μετοχές και β) στην επιδιωκόμενη τιμή πώλησης στο τέλος της περιόδου.

Αυτό το υπόδειγμα βασίζει την αποτίμηση σε μερίσματα, όπως άλλωστε το υποδηλώνει και ο τίτλος του, γεγονός το οποίο σημαίνει ότι αυτή η αποτίμηση αναφέρεται στο μέρος εκείνο της επιχείρησης που χρηματοδοτείται από μετοχικό κεφάλαιο και όχι σε ολόκληρη την επιχείρηση. Τα υποδείγματα προεξόφλησης μερισμάτων υπολογίζουν την αξία που ανήκει στους μετόχους και όχι τη συνολική αξία της επιχείρησης. Η αξία των μετόχων μπορεί να υπολογιστεί με τους εξής δύο τρόπους: 1) Με βάση τα μερίσματα ανά μετοχή, οπότε θα προκύπτει η αξία ανά μετοχή και 2) Με βάση τα συνολικά μερίσματα, οπότε θα προκύπτει η συνολική αξία (A.Damodaran, 2006).

Το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων είναι ένα γενικό υπόδειγμα, αφού μπορεί να προκύψουν άλλα υποδείγματα, θέτοντας βέβαια ορισμένες υποθέσεις. Το εν λόγω υπόδειγμα αποτελεί το θεμελιώδες υπόδειγμα αποτίμησης και πάνω στη μεθοδολογία του βασίζονται τα

υπόλοιπα εναλλακτικά υποδείγματα αποτίμησης. Βασικά στοιχεία αυτού του υποδείγματος είναι ότι (Π.Αρτίκης, 2009):

- i. Τα μερίσματα υπολογίζονται με υποθέσεις που γίνονται αναφορικά με τους αναμενόμενους ρυθμούς αύξησης των κερδών στο μέλλον και τους δείκτες διανομής κερδών.
- ii. Η απαιτούμενη απόδοση μίας μετοχής (κόστος μετοχικού κεφαλαίου) προσδιορίζεται από την επικινδυνότητά της.

Το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων, το οποίο αναπτύχθηκε από τον (J.B.Williams, 1938) και αποτελεί σημείο αναφοράς στη θεωρία της χρηματοοικονομικής, θεωρείται ως η πιο απλή μορφή αποτίμησης μετοχών. Το παραπάνω υπόδειγμα είναι ιδιαίτερα ευέλικτο, με αποτέλεσμα να επιτρέπει τη μεταβολή των προεξοφλητικών επιτοκίων στο χρόνο, καθώς τόσο τα επιτόκια, όσο και ο κίνδυνος μεταβάλλονται (Miller & Modigliani, 1961).

Παρόλο, που το υπόδειγμα είναι θεωρητικά σωστό, στη συνέχεια παρουσιάζονται διάφορες παραλλαγές του. Ένας λόγος, είναι ότι σύμφωνα με το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων, τα μερίσματα αντιμετωπίζονται ως διανεμηθέντα, παρά ως παράγοντες που συμβάλλουν στη δημιουργία πλούτου. Οι (S.Penman & T.Sougiannis, 1998) περιγράφουν τα μερίσματα ως αίνιγμα: η τιμή βασίζεται στα μελλοντικά μερίσματα, αλλά τα ήδη διανεμηθέντα μερίσματα δεν αποκαλύπτουν τίποτε σχετικά με την τιμή.

Σύμφωνα με την οικονομική θεωρία, οι μέτοχοι μιας επιχείρησης λαμβάνουν οικονομικές αποζημιώσεις με τη μορφή των μερισμάτων. Συνεπώς η αξία των ιδίων κεφαλαίων θα ισούται με την παρούσα αξία των μελλοντικών καταβληθέντων μερισμάτων, όπως φαίνεται και από τη σχέση (Palepu, 2003):

$$\text{Equity value} = \text{PV of expected future dividends}$$

Εάν συμβολίσουμε με DIV το μέρισμα ενός δεδομένου χρόνου και με r_e το σχετικό προεξοφλητικό επιτόκιο (ή το κόστος της καθαρής θέσης), τότε η παραπάνω σχέση αναδιατυπώνεται ως (Ψυλλάκη Μ., 2012):

$$\text{Equity Value} = \frac{\text{DIV}_1}{(1+r_e)} + \frac{\text{DIV}_2}{(1+r_e)^2} + \frac{\text{DIV}_3}{(1+r_e)^3} + \dots$$

Οπότε, σύμφωνα με τον παραπάνω τύπο αποτίμησης, η λειτουργία μιας επιχείρησης φαίνεται να εκτείνεται στο διηνεκές. Στην πραγματικότητα όμως, η συνήθης πρακτική είναι ότι οι εταιρείες είτε εξαγοράζονται είτε χρεοκοπούν. Στις περιπτώσεις αυτές, οι μέτοχοι μιας επιχείρησης θα λάβουν ένα υπολειμματικό μέρισμα (terminal dividend) επί των μετοχών τους.

Η απαιτούμενη απόδοση r_e επί της καθαρής θέσης μπορεί να εκτιμηθεί με μια από τις παρακάτω μεθόδους:

- το **μοντέλο σταθερής ανάπτυξης Gordon & Shapiro** (Gordon and Shapiro's constant growth valuation model), βάσει του οποίου:

$$r = \frac{D_1}{P_0} + g$$

όπου:

D_1 = τα μερίσματα που πρόκειται να καταβληθούν το επόμενο χρόνο, τα οποία ισούται με $D_1 = D_0 \cdot (1+g)$,

P_0 = η τρέχουσα τιμή της μετοχής,

g = το ποσοστό σταθερής αύξησης των μερισμάτων (constant dividend growth rate)

- το **Μοντέλο Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Στοιχείων** (Capital Asset Pricing Model– **CAPM**). Σύμφωνα με το CAPM, η προσδοκώμενη απόδοση από τους επενδυτές είναι ίση με το άθροισμα της απαλλαγμένης κινδύνου απόδοσης (risk free rate, η απόδοση που θα είχαν επενδύοντας σε ένα κρατικό ομόλογο χωρίς κίνδυνο (riskless)) και μιας απόδοσης ανάλογης του κινδύνου που αναλαμβάνουν από την τοποθέτηση των κεφαλαίων τους σε μετοχές της επιχείρησης ως αποζημίωση (αμοιβή κινδύνου- risk premium). Αυτή η αμοιβή κινδύνου (risk premium) υπολογίζεται πολλαπλασιάζοντας το συντελεστή beta (β) της μετοχής της εταιρείας με την αμοιβή κινδύνου της αγοράς (market risk premium) για μια μέση επένδυση (Γ.Αρτίκης, 2002). Επομένως, η απαιτούμενη απόδοση της μετοχής της επιχείρησης θα δίνεται από τη σχέση:

$$r_e = R_F + \beta(R_M - R_F)$$

Όπου:

R_F = η απόδοση χωρίς κίνδυνο (κρατικού ομολόγου)

R_M = η αναμενόμενη απόδοση της αγοράς

$R_M - R_F$ = η αμοιβή κινδύνου της αγοράς (market risk premium)

β = το beta της μετοχής

$\beta \cdot (R_M - R_F)$ = η αμοιβή κινδύνου της μετοχής της επιχείρησης

Ο συντελεστής βήτα (beta coefficient) μετρά τον συστηματικό κίνδυνο μιας μετοχής. Όσο υψηλότερο είναι το beta της μετοχής τόσο υψηλότερη πρέπει να είναι και η απόδοσή της. Γενικά, ο συντελεστής beta μιας εταιρείας είναι το μέτρο του βαθμού μεταβλητότητας των αποδόσεων μιας επένδυσης σε σχέση με τις αποδόσεις ενός χαρτοφυλακίου αγοράς το οποίο προσεγγίζεται με κάποιο χρηματιστηριακό δείκτη (π.χ. γενικός δείκτης τιμών χρηματιστηρίου αξιών). Εξ' ορισμού η αγορά έχει beta=1. Επομένως, εταιρείες των οποίων οι μετοχές έχουν beta=1, σημαίνει ότι κινούνται συγχρονισμένα με την αγορά και έχουν τον ίδιο κίνδυνο με αυτή. Επιπλέον, εταιρείες των οποίων οι αποδόσεις κυμαίνονται περισσότερο από εκείνες της αγοράς θεωρούνται πιο ρισοκίνδυνες (riskier) από την αγορά και έχουν beta>1, σε αντίθεση με τις εταιρείες που θεωρούνται λιγότερο ρισοκίνδυνες βάσει των αποδόσεών τους και έχουν beta<1 (Γ.Αρτίκης, 2002).

Αν μια επιχείρηση έχει σταθερό ποσοστό αύξησης μερισμάτων g στο διηνεκές, η αξία της βάσει του παραπάνω τελευταίου τύπου απλοποιείται ως εξής:

$$\text{Equity Value} = \frac{DIV_1}{(r_e - g)}$$

Ο παραπάνω τύπος αποτίμησης είναι γνωστός ως Μοντέλο Προεξοφλητικών Μερισμάτων (Dividend Discount Model). Αποτελεί τη βάση των πλέον δημοφιλών μεθόδων αποτίμησης, μεταξύ των οποίων συγκαταλέγονται η Μέθοδος Προεξόφλησης Υπερκερδών (Discounted Abnormal Earnings Valuation Method) και η Μέθοδος Προεξόφλησης των Ταμιακών Ροών (Discounted Cash Flow Valuation Method) που αναλύονται παρακάτω. Πολλοί αναλυτές υποστηρίζουν ότι η αποτίμηση μιας επιχείρησης βάσει του μοντέλου προεξοφλητικών μερισμάτων παρέχει μια πιο συντηρητική εκτίμηση της αξίας της εταιρείας, αφού με βάση τη μερισματική πολιτική που ακολουθείται από τις περισσότερες εταιρείες, τα

μερίσματα που καταβάλλονται είναι χαμηλότερα εκείνων που πραγματικά θα μπορούσαν να καταβληθούν στους μετόχους.

2.2.2.2. Μέθοδος Προεξόφλησης Υπερκερδών (Discounted Abnormal Earnings Valuation Method)

Αν υποθεθεί ότι όλες οι κινήσεις των ιδίων κεφαλαίων (ή της καθαρής θέσης) αποτυπώνονται στον Ισολογισμό μιας επιχείρησης, τότε η αναμενόμενη λογιστική τους αξία για τους μετόχους της εταιρείας στο τέλος του έτους 1 (BVE_1 = Book value of equity at the end of year 1) υπολογίζεται από το άθροισμα της λογιστικής τους αξίας στην αρχή του έτους (BVE_0 = Book value of equity at the beginning of the year) και του αναμενόμενου καθαρού εισοδήματος (NI_1 = Net Income at the end of year 1), μείον τα αναμενόμενα μερίσματα (DIV_1 = Dividends at the end of year 1) (Palepu, 2003). Τα παραπάνω αποτυπώνονται στην παρακάτω σχέση:

$$BVE_1 = BVE_0 + NI_1 - DIV_1$$

Από την οποία προκύπτει ότι:

$$DIV_1 = BVE_0 + NI_1 - BVE_1$$

Λαμβάνοντας υπόψη τις σχέσεις του μοντέλου προεξόφλησης μερισμάτων σε συνδυασμό με την τελευταία σχέση, προκύπτει ότι, η αξία μιας εταιρείας μπορεί να προσδιοριστεί από τη σχέση:

$$\text{Equity value} = \text{Book value of equity} + \text{PV of expected future abnormal earnings}$$

Τα υπερκέρδη (abnormal earnings) μιας επιχείρησης ορίζονται ως το καθαρό εισόδημα (net income) προσαρμοσμένο σε μια κεφαλαιακή χρέωση (capital charge), η οποία υπολογίζεται πολλαπλασιάζοντας το προεξοφλητικό επιτόκιο re (το κόστος της καθαρής θέσης) με την αρχική λογιστική αξία της καθαρής θέσης.

Πρόσφατες έρευνες έδειξαν ότι οι εκτιμήσεις σχετικά με τις μελλοντικές αποδόσεις της μετοχής μιας επιχείρησης που γίνονται με τη μέθοδο των προεξοφλητικών υπερκερδών είναι πιο αξιόπιστες συγκριτικά με εκείνες που στηρίζονται στη χρήση των Πολλαπλασιαστών (Multiples) (C.Lee & J.Myers, 1997).

Επιπλέον, υπάρχουν αναλυτές που υποστηρίζουν ότι για σχετικά περιορισμένα χρονικά διαστήματα προβλέψεων (δέκα ετών ή και λιγότερα) τα αποτελέσματα της αποτίμησης με βάση τη συγκεκριμένη μέθοδο είναι πιο ακριβή συγκριτικά με εκείνα της μεθόδου προεξόφλησης των ταμιακών ροών ή των μερισμάτων. (J.Francis, P.Olsson, & D.Oswald, 2000)

Παρ' όλα αυτά όμως, δεν θα πρέπει να ξεχνάμε ότι η μέθοδος αυτή στηρίζεται σε λογιστικά δεδομένα, οπότε θα πρέπει να δίδεται ιδιαίτερη προσοχή στην ερμηνεία των δεδομένων των οικονομικών καταστάσεων που χρησιμοποιούνται κατά την αποτίμηση. Έτσι, γίνεται αντιληπτό ότι η οικονομική και στρατηγική ανάλυση της εταιρείας είναι καθοριστικής σημασίας για την αποφυγή στρεβλώσεων των αποτελεσμάτων της μεθόδου αυτής. Η οικονομική και στρατηγική ανάλυση της εταιρείας θα βοηθήσουν τον εκτιμητή να αναγνωρίσει κατά πόσο τα υπερκέρδη που εμφανίζει η εταιρεία οφείλονται σε κάποιο διατηρήσιμο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα ή σε λογιστικούς χειρισμούς που εξυπηρετούν τους σκοπούς της διοίκησης.

2.2.2.3. Μέθοδος Προσαρμοσμένης Παρούσας Αξίας (Adjusted Present Value Method - APV)

Σύμφωνα με τη μέθοδο της Προσαρμοσμένης Παρούσας Αξίας (Adjusted Present Value Method - APV), η εκτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης ξεκινά από τον προσδιορισμό της αξίας των βασικών της λειτουργιών προσθέτοντας στη συνέχεια την επίδραση του δανεισμού και των υπολοίπων απαιτήσεων στην εκτιμώμενη αξία. Γίνεται κατανοητό ότι το μοντέλο της Προσαρμοσμένης Παρούσας Αξίας (APV) αποτιμά την εταιρεία προσθέτοντας δύο αξίες: από την μια πλευρά την εκτιμώμενη αξία της επιχείρησης με βάση την υπόθεση ότι η χρηματοδότησή της στηρίζεται αποκλειστικά σε ίδια κεφάλαια και από την άλλη την αξία της φορολογικής ωφέλειας που προκύπτει από την χρηματοδότηση με δανειακά κεφάλαια.

Πιο συγκεκριμένα, η αξία της επιχείρησης χωρίς δανεισμό υπολογίζεται αν προεξοφλήσουμε τις ελεύθερες ταμιακές ροές με το προεξοφλητικό επιτόκιο της

απαιτούμενης απόδοσης της καθαρής θέσης (required return to equity), το οποίο μπορεί να εφαρμοστεί στην περίπτωση αυτή εφόσον υποθέτουμε ότι δεν υπάρχει δανειακή επιβάρυνση. Το ποσοστό αυτό r_u είναι γνωστό ως απαιτούμενη απόδοση παγίων στοιχείων (required return to assets) και είναι ελεύθερο δανεισμού (unlevered rate). Το ποσοστό αυτό είναι μικρότερο από το κόστος της καθαρής θέσης εάν στην κεφαλαιακή δομή της εταιρείας συμπεριλαμβάνονται και δανειακά κεφάλαια. Ο λόγος είναι ότι στην περίπτωση αυτή οι μέτοχοι θα φέρουν τον οικονομικό κίνδυνο (financial risk) της ύπαρξης δανεισμού, οπότε και θα απαιτήσουν ένα υψηλότερο ποσοστό απόδοσης (equity risk premium). Είναι φανερό ότι στις περιπτώσεις εκείνες όπου δεν υφίσταται δανεισμός ($r_e=r_u$) η απαιτούμενη απόδοση καθαρής θέσης θα ισούται με το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου WACC, αφού η κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης αποτελείται αποκλειστικά από ίδια κεφάλαια.

Η φορολογική ωφέλεια του δανεισμού για μια επιχείρηση προέρχεται από το γεγονός ότι η απασχόληση δανειακών κεφαλαίων έχει ως αποτέλεσμα την καταβολή χαμηλότερου φόρου ετησίως, εξαιτίας των τόκων που αφαιρούνται από το φορολογητέο της εισόδημα στο τέλος κάθε οικονομικής χρήσης. Για τον προσδιορισμό της παρούσας αξίας αυτής της φορολογικής ωφέλειας, θα πρέπει πρώτα να υπολογιστεί το ετήσιο όφελος (savings), το οποίο προκύπτει αν πολλαπλασιάσουμε το ετήσιο ποσό τόκων με τον φορολογικό συντελεστή. Στη συνέχεια θα πρέπει να προεξοφληθούν οι χρηματοροές αυτές με το κατάλληλο ποσοστό προεξόφλησης. Αν και γενικά το ποσοστό προεξόφλησης που μπορεί να χρησιμοποιηθεί σε αυτό το μοντέλο αποτίμησης είναι αμφιλεγόμενο, οι περισσότεροι αναλυτές συμφωνούν στη χρήση του κόστους δανεισμού που προβλέπεται από την αγορά (debt's market cost), το οποίο δεν είναι απαραίτητα ίσο με το επιτόκιο δανεισμού της εταιρείας.

Τα παραπάνω μπορούν να συνοψιστούν στην παρακάτω σχέση υπολογισμού της αξίας μιας επιχείρησης με βάση το μοντέλο της Προσαρμοσμένης Παρούσας Αξίας:

$$\text{Firm's Value} = \text{Debt} + \text{Equity} = \text{NPV}(\text{FCF}; r_u) + \text{Value of the debt's tax shield}$$

Ενδεικτικά αναφέρεται ότι, σύμφωνα με την (McKinsey & Company, 2005), το ποσοστό προεξόφλησης (εδώ το r_u συμβολίζεται με k_u) για τον υπολογισμό της παρούσας αξίας των ελεύθερων ταμιακών ροών και του φορολογικού οφέλους με τη μέθοδο αποτίμησης APV, δίνεται από τη σχέση:

$$k_u = WACC + k_b \frac{B}{B+S} T$$

όπου:

k_b = cost of debt

T = marginal tax rate on interest expense

B = market value of debt

S = market value of equity

Η μέθοδος της Προσαρμοσμένης Παρούσας Αξίας καταλήγει στα ίδια αποτελέσματα με τη μέθοδο Προεξόφλησης Ταμιακών Ροών, υπό την προϋπόθεση ότι στο WACC έχουν γίνει οι απαραίτητες προσαρμογές ώστε να λαμβάνονται υπόψη οι όποιες αλλαγές στη κεφαλαιακή διάρθρωση.

2.2.2.4. Μέθοδος Προεξόφλησης των Ελεύθερων Ταμιακών Ροών (Discounted Free Cash Flow Method - DFCF)

Η μέθοδος προεξόφλησης των ελεύθερων ταμιακών ροών (ή μέθοδος της υπολειμματικής ταμιακής ροής) εντάσσεται στο ευρύτερο μοντέλο προεξόφλησης ταμιακών ροών (DCF). Αποτελεί την πιο δημοφιλή μέθοδο παγκοσμίως για την αποτίμηση εταιρειών στην περίπτωση συγχωνεύσεων και εξαγορών, τα αποτελέσματα της οποίας ελέγχονται συνδυαστικά με άλλες μεθόδους αποτίμησης. Η συγκεκριμένη μέθοδος επιχειρεί να καθορίσει την αξία μιας εταιρείας υπολογίζοντας την παρούσα αξία των μελλοντικών ελεύθερων ταμιακών ροών κατά τη διάρκεια ζωής της εταιρείας. Αφού μια επιχείρηση υποθετικά μπορεί να εκτείνει την λειτουργία του στο διηνεκές, η ανάλυση χωρίζεται σε δύο τμήματα: στη χρονική περίοδο των προβλέψεων και στην τελική αξία (terminal value).

Γενικά, για τον υπολογισμό της αξίας μιας επιχείρησης σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή θα πρέπει να υπολογιστούν: οι προσδοκώμενες ελεύθερες ταμιακές ροές της εταιρείας, το ποσοστό με το οποίο αυτές οι ταμιακές ροές θα προεξοφληθούν στο παρόν (όπως ήδη έχει αναφερθεί το ποσοστό προεξόφλησης είναι το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου- WACC),

η παρούσα αξία των προσδοκώμενων ταμιακών ροών, η υπολειμματική αξία της εταιρείας και τέλος η εκτιμώμενη αξία της επιχείρησης, αφού πρώτα αφαιρεθεί το όποιο χρέος ή δανεισμός υπάρχει. Στις υποενότητες που ακολουθούν αναλύονται οι βασικές έννοιες του μοντέλου προεξόφλησης ελεύθερων ταμιακών ροών, ενώ ιδιαίτερη μνεία γίνεται για τους επιπλέον παράγοντες που θα πρέπει να ληφθούν υπόψη στην περίπτωση των εξαγορών και συγχωνεύσεων (Mergers & Acquisitions).

Βασικές Έννοιες Μοντέλου Αποτίμησης DFCF

A. Χρονική Διάρκεια Προβλέψεων

Το μοντέλο αποτίμησης DCF ξεκινά με τον προσδιορισμό ενός χρονικού διαστήματος εντός του οποίου αφορά η πρόβλεψη των μελλοντικών ταμιακών ροών της εταιρείας. Ο ορισμός ενός συγκεκριμένου χρονικού διαστήματος δεν σημαίνει πως υιοθετείται η υπόθεση ότι η επιχείρηση θα σταματήσει τη λειτουργία της μετά τη λήξη του διαστήματος που έχει τεθεί. Το κριτήριο που ακολουθείται για την επιλογή της χρονικής διάρκειας σχετίζεται με τον αριθμό των ετών που θεωρεί ο αναλυτής ότι χρειάζεται η επιχείρηση για να βρεθεί σε μια σταθεροποιημένη (normalized) κατάσταση, πέραν της οποίας θα αναπτύσσεται με σταθερό ρυθμό.

Κατά τη χρονική διάρκεια των προβλέψεων, ο εκτιμητής θα πρέπει να κάνει εκτεταμένες και λεπτομερείς προβλέψεις για τα οικονομικά κόστη και τα οφέλη που προκύπτουν.

Σύμφωνα με τους αναλυτές, η περίοδος αυτή θα έπρεπε να ισούται ιδανικά με το χρονικό διάστημα εντός του οποίου η εταιρεία απολαμβάνει το ανταγωνιστικό της πλεονέκτημα (δηλαδή τις συνθήκες εκείνες εντός των οποίων οι αποδόσεις υπερβάνουν τις αναμενόμενες). Γι' αυτό το λόγο, κατά τη στρατηγική ανάλυση της εταιρείας έχει μεγάλη σημασία η αναγνώριση της θέσης της στην αγορά σε σχέση με τους ανταγωνιστές της. Η εμπειρία έχει δείξει όμως ότι στη πληθώρα των περιπτώσεων χρησιμοποιείται μια περίοδος πέντε (5) έως δέκα (10) χρόνων.

Στον παρακάτω πίνακα, δίνεται ο χρονικός ορίζοντας των προβλέψεων σε σχέση με τα χαρακτηριστικά της υπό εξέταση εταιρείας, όπως αυτά προκύπτουν από την στρατηγική ανάλυση:

Πίνακας 2.2. Χρονική Διάρκεια Προβλέψεων & Ανταγωνιστική Θέση Εταιρείας

Ανταγωνιστική Θέση Εταιρείας (Company Competitive Position)	Χρονική διάρκεια προβλέψεων (Forecast Period)
Αργά αναπτυσσόμενη επιχείρηση (slow-growing company): Ο κλάδος που δραστηριοποιείται χαρακτηρίζεται από έντονο ανταγωνισμό, με μικρά περιθώρια κέρδους.	1 χρόνος
Ισχυρή επιχείρηση (solid company): Διαθέτει ανταγωνιστικό πλεονέκτημα, όπως ισχυρό δίκτυο διανομής, αναγνωρίσιμα σήματα προϊόντων (recognizable brand name), ή νομοθετική προστασία.	5 χρόνια
Επιχείρηση με υψηλότατο ρυθμό ανάπτυξης (outstanding growth company): Λειτουργεί με ισχυρά εμπόδια εισόδου, κατέχει την επικρατέστερη θέση στην αγορά, υψηλές προοπτικές απόδοσης	10 χρόνια

Πηγή: <http://www.investopedia.com/university/DCF/DCF1.asp>

B. Ρυθμός ανάπτυξης (Growth rate)

Έχοντας προσδιορίσει το χρονικό εύρος των προβλέψεων, θα πρέπει για την πρόβλεψη των ελεύθερων ταμιακών ροών εντός αυτού του διαστήματος να γίνει πρόβλεψη των πωλήσεων και των υπολοίπων στοιχείων που σχετίζονται με τις ταμιακές ροές, βάσει ενός ρυθμού αύξησης (growth- g). Η συνήθης πρακτική είναι ως ρυθμός ανάπτυξης να λαμβάνεται η αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ της οικονομίας, δηλαδή η αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ μείον τον πληθωρισμό. Στη συνέχεια, οι προβλέψεις αυτές εξετάζονται σε σχέση με τα ιστορικά στοιχεία της εταιρείας και ελέγχονται ως προς την ορθότητα και τη συνέπειά τους.

Η πρόβλεψη των μελλοντικών εσόδων μιας επιχείρησης είναι ίσως από τις πλέον σημαντικές αν όχι και τις πλέον δυσκολότερες υποθέσεις που απαιτείται να κάνει ένας εκτιμητής αναφορικά με τις αναμενόμενες ταμιακές ροές. Έχει μεγάλη σημασία να μπορέσει ο εκτιμητής να προβάλει στο μέλλον την εξέλιξη της επιχείρησης και του κλάδου όπου

δραστηριοποιείται. Όμως επειδή πρόκειται για το μέλλον, πάντοτε οι εκτιμήσεις αυτές ενέχουν μεγάλο βαθμό αβεβαιότητας. Για τον περιορισμό της αβεβαιότητας αυτής θα πρέπει κατά την πρόβλεψη του ρυθμού αύξησης των πωλήσεων της εταιρείας να συνεκτιμηθούν μια σειρά παραγόντων. Αυτό που θα πρέπει να ακολουθείται ως πρακτικός κανόνας είναι ότι οι μεταβολές του ρυθμού ανάπτυξης επηρεάζουν τόσο τις μελλοντικές ταμιακές ροές όσο και τον κίνδυνο μιας επιχείρησης.

Σύμφωνα με τον (A.Damodaran, 2002), καθώς η επιχείρηση πλησιάζει προς ένα σταθερό ρυθμό ανάπτυξης, οι ανάγκες επανεπένδυσης μειώνονται ενώ ο κίνδυνος πλησιάζει τον μέσο όρο.

Γ. Ελεύθερες Ταμιακές Ροές (Free Cash Flow)

Οι ταμιακές ροές αποτελούν σήμερα για πάρα πολλούς αναλυτές ένα από τα σημαντικότερα κριτήρια αξιολόγησης της ελκυστικότητας της αγοράς μιας μετοχής. Οι επενδυτές κατά γενικό κανόνα αποφεύγουν να επενδύσουν σε εταιρείες χωρίς ελεύθερες ταμιακές ροές.

Ως ελεύθερες ταμιακές ροές μιας επιχείρησης ορίζονται συνήθως οι καθαρές λειτουργικές ταμιακές ροές μειωμένες με τις καθαρές επενδυτικές ροές και τις καταβολές για την εξυπηρέτηση των φορολογικών της υποχρεώσεων. Πιο απλά, θα μπορούσαμε να πούμε ότι οι ελεύθερες ταμιακές ροές είναι τα χρήματα που απομένουν στην εταιρεία μετά την κάλυψη των επενδυτικών αναγκών της και των απαιτήσεων του κεφαλαίου κίνησης, υποθέτοντας ότι δεν υφίσταται δανεισμός και επομένως δεν υπάρχει επιβάρυνση από τέτοιου τύπου χρηματοοικονομικά έξοδα. Η ύπαρξη ελεύθερων ταμιακών ροών παρέχει τη δυνατότητα στην επιχείρηση να καταβάλει μερίσματα και να αξιοποιήσει τις επενδυτικές ευκαιρίες εκείνες οι οποίες βελτιώνουν την απόδοση της επιχείρησης και αυξάνουν την αξία για τους μετόχους της. Στον αντίποδα, η ύπαρξη αρνητικών ελεύθερων ταμιακών ροών οδηγεί σε αύξηση του δανεισμού ή αύξηση της καθαρής θέσης.

Για τον προσδιορισμό των ελεύθερων ταμιακών ροών θα πρέπει να εξαιρεθεί από τους υπολογισμούς η χρηματοδότηση των λειτουργιών της επιχείρησης από δανειακά κεφάλαια και το ενδιαφέρον να επικεντρωθεί στην απόδοση μετά φόρων επί των παγίων στοιχείων της εταιρείας ως δρώντος οργανισμού, λαμβάνοντας υπόψη τις επενδύσεις που απαιτούνται σε κάθε περίοδο ώστε να εξασφαλιστεί η συνέχιση της λειτουργίας της.

Με βάση τα παραπάνω, ως ένα γενικό κανόνα υπολογισμού των ελεύθερων ταμιακών θα μπορούσαμε να πούμε ότι αποτελεί η σχέση:

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

όπου:

T = ο φορολογικός συντελεστής (tax rate)

CAPEX = τα έξοδα για επενδύσεις (capital expenditure)

ΔNWC = η μεταβολή Κεφαλαίου Κίνησης (change in net working capital). Στον τύπο εμφανίζεται η αύξηση του κεφαλαίου κίνησης.

Το κεφάλαιο κίνησης υπολογίζεται ως εξής:

Working Capital=

Operating Cash+ Accounts Receivable+ Inventories- Accounts Payable

Εάν υποτεθεί ότι η χρηματοδότηση μιας επιχείρησης γίνεται αποκλειστικά με ίδια κεφάλαια, τότε οι ελεύθερες ταμιακές ροές θα ισούται με τις ταμιακές ροές προς την καθαρή θέση (cash flow to equity), οι οποίες αποτελούν μια άλλη μεταβλητή που λαμβάνεται υπόψη στις αποτιμήσεις. Αυτές οι ταμιακές ροές αντικατοπτρίζουν τα ταμιακά διαθέσιμα που απομένουν μετά την κάλυψη όλων των επενδυτικών αναγκών και των δανειακών υποχρεώσεων της εταιρείας, τα οποία μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την καταβολή των μερισμάτων. Σύμφωνα με την άποψη πολλών αναλυτών, η επιλογή προεξόφλησης ελεύθερων ταμιακών ροών ή ταμιακών ροών καθαρής θέσης σχετίζεται αποκλειστικά με το αν σκοπός της αποτίμησης είναι η εκτίμηση της αξίας της καθαρής θέσης ή της εταιρείας ως σύνολο. Όπως έχει αποδειχτεί, αν χρησιμοποιηθούν προσεκτικά και τηρηθούν όλες οι προϋποθέσεις για την εξασφάλιση της αξιοπιστίας του αποτελέσματος και οι δύο μέθοδοι καταλήγουν τελικά στην ίδια εκτιμώμενη αξία.

Ωστόσο, κάτι που πρέπει να επισημανθεί είναι ότι η προεξόφληση των ταμιακών ροών καθαρής θέσης παρέχει ελάχιστη πληροφόρηση ως προς τις πηγές δημιουργίας αξίας. Επιπρόσθετα, επειδή στον προσδιορισμό των ταμιακών ροών καθαρής θέσης υπεισέρχονται οι πληρωμές δανειακών υποχρεώσεων, ο υπολογισμός γίνεται εξαιρετικά δυσχερής στις περιπτώσεις όπου σημειώνονται μεταβολές στην οικονομική μόχλευση της εταιρείας κατά την πάροδο των χρόνων. Σε αντιδιαστολή, η ελεύθερες ταμιακές ροές δεν επηρεάζονται από

τα εκάστοτε επίπεδα δανεισμού της επιχείρησης, αφού από τους υπολογισμούς εξαιρούνται οι τόκοι, και για το λόγο αυτό προτιμούνται από τους εκτιμητές.

Σε κάθε περίπτωση πάντως, οι προβλέψεις σχετικά με τις ταμιακές ροές θα πρέπει να είναι συνεπείς με την στρατηγική που ακολουθεί η επιχείρηση, την τάση του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται και τα μακροοικονομικά στοιχεία της οικονομίας.

Δ. Τελική Αξία (Terminal Value)

Η αξία της επιχείρησης η οποία προσδιορίζεται από τις ταμιακές ροές και την κερδοφορία της επιχείρησης πέραν του οριζόμενου χρονικού διαστήματος των προβλέψεων, καθώς η λειτουργία της επιχείρησης συνεχίζεται, αποτυπώνεται στην τελική αξία. Η τελική αξία ισούται με την παρούσα αξία όλων των μελλοντικών ταμιακών ροών μετά το τέλος της εξεταζόμενης χρονικής περιόδου, με βάση την υπόθεση ότι αυξάνονται με ένα σταθερό ρυθμό, καθώς δεν προσφέρονται πλέον στην επιχείρηση ευκαιρίες για υψηλότερο ρυθμό ανάπτυξης, ή διαφορετικά, ότι πλέον οι αναμενόμενες αποδόσεις είναι ίσες με κόστος κεφαλαίων της εταιρείας. Πιο απλά, θα μπορούσε να ειπωθεί ότι η τελική αξία της επιχείρησης είναι η αξία της στο δηινεκές. Με δεδομένο ότι η τελική αξία ενσωματώνει τις μακροπρόθεσμες προοπτικές ανάπτυξης της εταιρείας, γίνεται αντιληπτός ο λόγος που αποτελεί ένα τόσο σημαντικό μέρος της εκτιμώμενης αξίας και γι' αυτό απαιτείται ιδιαίτερη προσοχή.

Για τον υπολογισμό της τελική αξίας χρησιμοποιείται η μέθοδος κεφαλαιοποίησης της ταμιακής ροής της τελευταίας περιόδου πρόβλεψης στο δηινεκές. Μια βασική παραδοχή για τον υπολογισμό της αξίας της εταιρείας είναι ότι οι επενδύσεις σε κεφαλαιουχικό εξοπλισμό μετά την περίοδο πρόβλεψης γίνονται μόνο για να διατηρηθεί η υπάρχουσα δυναμικότητα κατά το τελευταίο έτος πρόβλεψης. Ο τύπος υπολογισμού της τελική αξίας στο τέλος της περιόδου t αποτυπώνεται ως:

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

όπου:

FCF_t= ελεύθερες ταμιακές ροές στη λήξη της χρονικής περιόδου

WACC= Weighted average cost of capital (Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου)

g = η προσδοκώμενη σταθερή αύξηση των FCF στο διηνεκές (expected constant growth of FCF)

Από τον παραπάνω τύπο υπολογισμού της τελικής αξίας γίνεται φανερό ότι μικρές μεταβολές του ποσοστού αύξησης g μπορεί να οδηγήσουν σε σχετικά μεγάλες μεταβολές στην τελική αξία. Η διαπίστωση αυτή οδηγεί στο συμπέρασμα ότι θα πρέπει να δίνεται ιδιαίτερη βαρύτητα στον καθορισμό του ποσοστού αύξησης, ιδιαίτερα αν πρόκειται για την αποτίμηση επιχειρήσεων με υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Κάτι που πρέπει να τονιστεί είναι ότι στο διηνεκές, ο ρυθμός αύξησης δεν μπορεί να ξεπερνά το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου. Οι συνθήκες του ανταγωνισμού και η είσοδος νέων ανταγωνιστών στον κλάδο στην προσπάθειά τους να εκμεταλλευθούν τα υπερκέρδη, θα συμπίεσουν τις αποδόσεις σε επίπεδο ίσο με το κόστος κεφαλαίων της εταιρείας. Για το λόγο αυτό η πρόβλεψη των ταμιακών ροών θα πρέπει να γίνεται μέχρι του σημείου εκείνου όπου η επιχείρηση και ο κλάδος στον οποίο ανήκει αναμένεται να βρεθεί σε μακροπρόθεσμη ισορροπία.

Στην πράξη, όλες οι επιχειρήσεις αναμένεται να φτάσουν σε ένα στάδιο ωριμότητας (mature stage) με μέτριο ρυθμό ανάπτυξης μακροπρόθεσμα. Ο τύπος σταθερής ανάπτυξης για τον υπολογισμό της τελικής αξίας μπορεί να εφαρμοστεί στο σημείο αυτό, κάνοντας ορισμένες προσαρμογές στο ποσοστό αύξησης g , οι οποίες αφορούν στον πληθωρισμό ή σε άλλους παράγοντες.

Ε. Ποσοστό Προεξόφλησης (Discount Rate)

Η αξία της επιχείρησης καθορίζεται από την παρούσα αξία της υπολειμματικής ταμιακής ροής προς την επιχείρηση με συντελεστή προεξόφλησης το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου. Στην αξία της επιχείρησης επίσης, λαμβάνονται υπόψη τα φορολογικά οφέλη των ξένων κεφαλαίων και ο αναμενόμενος πρόσθετος κίνδυνος που είναι άμεσα συνδεδεμένος με τα ξένα κεφάλαια. Ωστόσο, έχουν αναπτυχθεί διάφορες παραλλαγές σ' αυτό το υπόδειγμα, οι οποίες βασίζονται στις υποθέσεις που αφορούν το μελλοντικό ρυθμό ανάπτυξης (Π.Αρτίκης, 2009). Το ποσοστό προεξόφλησης που χρησιμοποιείται θα πρέπει να αντανakλά το μέσο σταθμικό κόστος ευκαιρίας των επενδυτών σε εναλλακτικές επενδύσεις. Όπως έχει προαναφερθεί, το ποσοστό προεξόφλησης στην περίπτωση αυτή είναι το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (Weighted Average Cost of Capital – WACC).

Το WACC αποτελεί το ελάχιστο ποσοστό απόδοσης (rate of return) που απαιτείται για την προεξόφληση των ταμιακών ροών που θα δημιουργηθούν από τα περιουσιακά στοιχεία

της επιχείρησης, και το οποίο θα πρέπει να είναι τουλάχιστον ίσο με το κόστος χρηματοδότησής τους. Το κόστος χρηματοδότησης των στοιχείων του ενεργητικού εξαρτάται: (α) από τις πηγές των απασχολούμενων κεφαλαίων (capital employed = equity capital + borrowed funds), (β) από τις αντίστοιχες αναλογίες τους στα συνολικά εενδεδυμένα κεφάλαια και (γ) από τα αντίστοιχα κόστη τους.

Το συγκεκριμένο υπόδειγμα παρουσιάζει ευαισθησία όσον αφορά στις υποθέσεις του προσδοκώμενου ρυθμού ανάπτυξης. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι ο συντελεστής προεξόφλησης είναι το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου, το οποίο είναι πολύ χαμηλότερο από το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου. Επίσης, αν ο ρυθμός επανεπένδυσης της επιχείρησης εκτιμάται από την απόδοση συνολικού κεφαλαίου, τότε οι μεταβολές αυτής της απόδοσης θα έχουν σημαντικές επιδράσεις στην αξία της επιχείρησης (Π.Αρτίκης, 2009).

Η εκτίμηση του WACC με βάση την παραπάνω σχέση στηρίζεται στο Μοντέλο Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model– CAPM).

ΣΤ. Αποτίμηση - Εκτίμηση Αξίας Επιχείρησης (Corporate Value)

Έχοντας καθορίσει όλες τις παραμέτρους του μοντέλου αποτίμησης με προεξόφληση των ελεύθερων ταμιακών ροών που αναλύθηκαν στις προηγούμενες ενότητες, η εκτιμώμενη αξία της επιχείρησης (corporate value) προκύπτει ως το άθροισμα του συνόλου των παρουσών αξιών των ελεύθερων ταμιακών ροών και της παρούσας αξίας της υπολειμματικής της αξίας. Πιο συγκεκριμένα, η αξία της επιχείρησης δίνεται από τη σχέση:

$$\text{Corporate Value} = \Sigma[\text{PV}_{(\text{FCF})}] + \text{PV}_{(\text{Terminal Value})}$$

Η παρούσα αξία των ελεύθερων ταμιακών ροών (PV_{FCF}) και της υπολειμματικής αξίας ($\text{PV}_{\text{TERMINAL VALUE}}$) υπολογίζονται αντιστοίχως από τις σχέσεις:

$$\text{PV}_{\text{FCF}} = \frac{\text{FCF}}{(1+\text{WACC})^t}$$

$$\text{PV}_{\text{TERMINAL}} = \frac{\text{Terminal Value}}{(1 \text{ WACC})^t}$$

όπου: $(1+WACC)^t$ = παράγοντας προεξόφλησης (discount factor)

Στην περίπτωση που υπάρχει τυχόν δανεισμός της επιχείρησης, η αξία της Καθαρής Θέσης (Equity) της εταιρείας θα προκύψει από τη σχέση:

$$\text{Equity} = \text{Corporate Value} - \text{Borrowings}$$

Η τελική αξία της επιχείρησης συγκρίνεται με την τρέχουσα αξία της (market value) στο χρηματιστήριο για να διαπιστωθεί αν είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη. Συγκεκριμένα, από την διαίρεση της τελικής αξίας της εταιρείας με τον αριθμό των μετοχών προκύπτει η αξία ανά μετοχή (fair stock price), η οποία συγκρινόμενη με την τρέχουσα τιμή της μετοχής στο χρηματιστήριο θα καταδειχθεί κατά πόσο η μετοχή είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη.

2.2.3. Μέθοδος Πολλαπλασιαστών (Multiples valuation or Comparable companies method)

Σε αντίθεση με τα μοντέλα αποτίμησης που αναφέρθηκαν παραπάνω, οι συγκεκριμένες μέθοδοι προσπαθούν να προσδιορίσουν την αξία μιας επιχείρησης στηριζόμενες στα στοιχεία της αγοράς. Πιο συγκεκριμένα, η αξία μιας εταιρείας καθορίζεται με βάση τον υπολογισμό κάποιων συγκεκριμένων αριθμοδεικτών που σχετίζονται, για παράδειγμα, με το μέγεθος των πωλήσεων, των κερδών κ.α. Η πιο σημαντική μέθοδος αποτίμησης της κατηγορία αυτής είναι η μέθοδος των πολλαπλασιαστών (multiples). Από τον (Damodaran, 2010) η μέθοδος αναφέρεται και ως relative valuation.

Σκοπός του μοντέλου αυτού είναι η εκτίμηση της αξίας μιας εταιρείας ή της καθαρής της θέσης σύμφωνα με την τιμή παρόμοιων εταιρειών (comparable firms). Θα μπορούσαμε να πούμε ότι τα βασικά συστατικά αυτής της μεθόδου αποτίμησης είναι δύο: πρώτον, οι τιμές πρέπει να έχουν τυποποιηθεί, συνήθως με την μετατροπή τους σε πολλαπλασιαστές, όπως για παράδειγμα κερδών, λογιστικής αξίας ή πωλήσεων, και δεύτερον, η εύρεση ομοειδών εταιρειών του εσωτερικού ή του εξωτερικού, οι οποίες είναι εισηγμένες σε διάφορα χρηματιστήρια και οι οποίες είναι συγκρίσιμες με την επιχείρηση της οποίας την αξία θέλουμε να προσδιορίσουμε. Γίνεται αντιληπτό ότι σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, οι όποιες

βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες προβλέψεις των εκτιμητών για την ανάπτυξη και την κερδοφορία αλλά και τις επιπτώσεις τους στην αξία των συγκρίσιμων επιχειρήσεων, στηρίζονται στην αγορά (market). Στη συνέχεια, η αποτίμηση γίνεται με βάση την υπόθεση ότι η αξία που προσδιορίστηκε για τις επιχειρήσεις αυτές μπορεί να εφαρμοστεί στην υπό εκτίμηση εταιρεία.

Η αποτίμηση μιας επιχείρησης βάσει των πολλαπλασιαστών είναι ευρέως χρησιμοποιούμενη μεταξύ των εκτιμητών. Οι περισσότερες αναλύσεις σχετικά με τις μετοχές καθώς και οι αποτιμήσεις που λαμβάνουν χώρα στην περίπτωση των εξαγορών βασίζονται σε ένα πολλαπλασιαστή, όπως για παράδειγμα ο price-to-sales ratio ή ο value-to-EBITDA, και σε ένα σύνολο συγκρίσιμων ομοειδών επιχειρήσεων.

Ο κύριος λόγος που οι μέθοδοι αυτοί είναι τόσο δημοφιλείς είναι η απλότητά τους. Σε αντίθεση με άλλα μοντέλα αποτίμησης, όπως η μέθοδος της προεξόφλησης ταμιακών ροών, οι πολλαπλασιαστές δεν απαιτούν πολύπλοκες υποθέσεις και λεπτομερείς προβλέψεις με ορίζοντα πολλών ετών για μια ποικιλία παραμέτρων, συμπεριλαμβανομένων της ανάπτυξης της επιχείρησης, της κερδοφορίας της και του κόστους κεφαλαίου της. Επίσης, μια αποτίμηση βάσει πολλαπλασιαστών είναι πιο απλή στην κατανόησή της και ευκολότερη στην παρουσίαση της προς τους ενδιαφερόμενους συγκριτικά με άλλες μεθόδους. Ένα επιπλέον πλεονέκτημα των πολλαπλασιαστών είναι ότι έχουν μεγαλύτερη πιθανότητα να αντικατοπτρίζουν την τρέχουσα διάθεση της αγοράς, επειδή αποτελούν μια προσπάθεια μέτρησης της σχετικής αξίας (relative value) και όχι της εσωτερικής αξίας (intrinsic value) μιας επιχείρησης (A.Damodaran, 2010).

Πολλοί αναλυτές υποστηρίζουν ότι η αξία που υπολογίζεται μέσω πολλαπλασιαστών προσεγγίζει περισσότερο την αγοραία τιμή (market price) συγκριτικά με εκείνη των προεξοφλητικών ταμιακών ροών.

Σε γενικές γραμμές, τα βήματα που ακολουθούνται για την αποτίμηση με τη χρήση των πολλαπλασιαστών είναι τα ακόλουθα (Palepu, G.Krishna, Paul.M.Healy, & Victor.L.Bernard, 2003):

- Επιλογή ενός μέτρου απόδοσης ή αξίας, όπως για παράδειγμα κέρδη (earnings), πωλήσεις, ταμιακές ροές, συνολικά ίδια κεφάλαια, κ.α. ως βάση για τον υπολογισμό του πολλαπλασιαστή.
- Υπολογισμός του αντίστοιχου πολλαπλασιαστή αξίας για συγκρίσιμες επιχειρήσεις με τη χρήση του μέτρου απόδοσης.

- Εφαρμογή του πολλαπλασιαστή της συγκρίσιμης εταιρείας στο μέτρο απόδοσης ή αξίας της υπό ανάλυση επιχείρησης.

Η μέθοδος των πολλαπλασιαστών φαίνεται πολύ απλός και χωρίς ιδιαίτερες δυσκολίες στην εφαρμογή του, στην πράξη όμως, τα πράγματα διαφέρουν σημαντικά. Η αναγνώριση συγκρίσιμων επιχειρήσεων (comparable firms) είναι συχνά αρκετά δύσκολη. Ως «συγκρίσιμες» μπορούν να χαρακτηριστούν οι επιχειρήσεις που εμφανίζουν παρόμοια λειτουργικά και οικονομικά χαρακτηριστικά. Παρά το γεγονός, ότι ως ιδανικές υποψήφιες φαίνονται να είναι οι επιχειρήσεις που ανήκουν στον ίδιο κλάδο, ωστόσο στην πράξη είναι συχνά πολύ δύσκολο οι αναλυτές να βρουν πολλαπλασιαστές για παρόμοιες επιχειρήσεις. Πολλές επιχειρήσεις ανήκουν σε περισσότερους του ενός κλάδους, κάνοντας ακόμη πιο δύσκολη την εύρεση αντιπροσωπευτικών προτύπων σύγκρισης (benchmarks) (Palepu, G.Krishna, Paul.M.Healy, & Victor.L.Bernard, 2003). Εξίσου σημαντικό είναι το γεγονός ότι οι τιμές των πολλαπλασιαστών πολυ συχνά εμφανίζουν μεγάλη διασπορά, κάτι που αμφισβητεί την αξιοπιστία των αποτελεσμάτων (P.Fernandez, 2001).

Στον παρακάτω πίνακα παρατίθενται οι πολλαπλασιαστές που χρησιμοποιούνται με μεγαλύτερη συχνότητα από τους αναλυτές:

Πίνακας 2.3. Πολλαπλασιαστές με τη μεγαλύτερη συχνότητα χρήσης

P/E, PER	Price earnings ratio	P/output	Price to output
P/CE	Price to cash earnings	EV/EBITDA	Enterprise value to EBITDA
P/S	Price to sales	EV/S	Enterprise value to sales
P/LFCF	Price to levered free cash flow	EV/FCF	Enterprise value to unlevered free cash flow
P/BV	Price to book value	EV/BV	Enterprise value to book value
P/AV	Price to asset value	PEG	Price earnings (PER) to growth
P/Customer	Price to customer	EV/EG	Enterprise value to EBITDA growth
P/units	Price to units		

Πηγή: P. Fernandez, Valuation Using Multiples. How do analysts reach their conclusions? 2001, IESE Business School

2.3. Συνηθέστερα σφάλματα κατά τη διαδικασία αποτίμησης

Στην ενότητα αυτή γίνεται συνοπτική παρουσίαση των συνηθέστερων λαθών που παρατηρούνται κατά τη διαδικασία αποτίμησης επιχειρήσεων. Σύμφωνα με τον (Fernandez, 2004), τα λάθη κατά την εφαρμογή των μεθόδων αποτίμησης συνήθως αφορούν:

1. Στον υπολογισμό του προεξοφλητικού επιτοκίου, αναφορικά με την επικινδυνότητα της επιχείρησης. Στην κατηγορία αυτή συγκαταλέγονται:
 - i. Η λανθασμένη επιλογή ποσοστού απόδοσης χωρίς κίνδυνο (risk free rate).
 - ii. Η λανθασμένη επιλογή συντελεστή beta, όπως για παράδειγμα η χρήση του ιστορικού beta του κλάδου, των beta ομοειδών επιχειρήσεων, ή στην περίπτωση εξαγοράς του συντελεστή beta της εταιρείας- αγοραστή για την εκτίμηση της αξίας της επιχείρησης-στόχου.
 - iii. Η λανθασμένη επιλογή ποσοστού αμοιβής κινδύνου της αγοράς (market risk premium).
 - iv. Τα σφάλματα κατά τον υπολογισμό του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (WACC).
 - v. Η λανθασμένη θεώρηση και αντιμετώπιση του κινδύνου μιας χώρας (country risk), ειδικά στην περίπτωση των αναδυόμενων αγορών (emerging markets).
2. Στον υπολογισμό και στις προβλέψεις για τις προσδοκώμενες ταμιακές ροές.
 - i. Τα σφάλματα που γίνονται συνήθως στην περίπτωση αυτή είναι τα εξής:
 - Κατά τον υπολογισμό των ταμιακών ροών να μη ληφθούν υπόψη οι αυξανόμενες απαιτήσεις σε Κεφάλαιο Κίνησης.
 - Η αύξηση των ταμιακών διαθεσίμων της επιχείρησης ή των χρηματοοικονομικών επενδύσεων να θεωρηθεί ως ταμιακή ροή καθαρής θέσης.
 - Λανθασμένος υπολογισμός των φόρων που επηρεάζουν τις ελεύθερες ταμιακές ροές.
 - Οι προσδοκώμενες ταμιακές ροές καθαρής θέσης να διαφέρουν από το άθροισμα των προσδοκώμενων μερισμάτων πλέον άλλων καταβολών προς τους μετόχους.

- Το καθαρό εισόδημα (net income) ή το άθροισμα καθαρού εισοδήματος και αποσβέσεων να θεωρηθεί ως ταμιακή ροή.
- ii. Λανθασμένη αντιμετώπιση των αναγκών σε Κεφάλαιο Κίνησης, των μετοχών (που είναι ταμιακά ισοδύναμα) και των δανειακών κεφαλαίων στην περίπτωση των επιχειρήσεων που εμφανίζουν έντονη εποχικότητα.
 - iii. Λανθασμένη πρόβλεψη των στοιχείων του Ισολογισμού (όπως για παράδειγμα, να αγνοηθούν λογαριασμοί που έχουν άμεση επίδραση στις ταμιακές ροές, η επανεκτίμηση (revaluation) ενός περιουσιακού στοιχείου να ειδωθεί ως ταμιακή ροή, κ.α.)
 - iv. Υπερβολικά αισιόδοξες προβλέψεις σχετικά με τις ταμιακές ροές.
3. Στον υπολογισμό της Υπολειμματικής Αξίας (residual value).
 - i. Στην περίπτωση αυτή, τις περισσότερες φορές, οι εσφαλμένοι υπολογισμοί οφείλονται στη χρήση ταμιακών ροών που χαρακτηρίζονται από ασυνέχεια για τον προσδιορισμό της υπολειμματικής αξίας,
 - ii. καθώς και στη χρήση λανθασμένου WACC για την προεξόφληση των ταμιακών ροών στο διηνεκές.
 4. Στην εφαρμογή των Πολλαπλασιαστών (multiples). Ορισμένα από τα πιο συνήθη σφάλματα της κατηγορίας αυτής είναι:
 - i. Η χρήση του μέσου όρου πολλαπλασιαστών που προέρχονται από συναλλαγές μεγάλης χρονικής διάρκειας.
 - ii. Η χρήση του μέσου όρου πολλαπλασιαστών οι οποίοι εμφανίζουν μεγάλη διασπορά μεταξύ των επιχειρήσεων.
 - iii. Ο επιλεγόμενος πολλαπλασιαστής να προέρχεται από μια εξαιρετική και μοναδική συναλλαγή.
 5. Στις εσφαλμένες θεωρήσεις κατά την αποτίμηση, όπως για παράδειγμα:
 - i. Οι εσφαλμένες απόψεις σχετικά με τη βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση.
 - ii. Η παράλειψη από τους υπολογισμούς των ταμιακών ροών που απορρέουν από μελλοντικές επενδύσεις.

- iii. Να θεωρηθεί αυθαίρετα ότι η αξία των δανειακών κεφαλαίων ισούται με τη λογιστική τους αξία, χωρίς να γίνουν οι απαραίτητες προσαρμογές.
 - iv. Να εξαιρεθεί από τους υπολογισμούς η αξία των μη-λειτουργικών περιουσιακών στοιχείων.
 - v. Να παραληφθεί από τον υπολογισμό του προεξοφλητικού επιτοκίου το αναμενόμενο επίπεδο πληθωρισμού.
 - vi. Οι υποθέσεις σχετικά με τις μελλοντικές πωλήσεις, τα περιθώρια κέρδους κ.α. να είναι ασυνεπείς προς το οικονομικό περιβάλλον, τις τάσεις του κλάδου όπου δραστηριοποιείται η υπό εξέταση εταιρεία και τον ανταγωνισμό.
 - vii. Η εσφαλμένη υπόθεση ότι η αναμενόμενη απόδοση για τους μετόχους ισούται με τον δείκτη αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (ROE – Return on Equity).
 - viii. Η εφαρμογή διαφορετικών προεξοφλητικών επιτοκίων στις ταμιακές ροές διαφορετικών ετών ή στα διαφορετικά συστατικά των ελεύθερων ταμιακών ροών.
 - ix. Η χρήση παρελθόντων αποδόσεων της αγοράς ως μια προσέγγιση της προσδοκώμενης απόδοσης επί της καθαρής θέσης.
6. Στην ερμηνεία βασικών εννοιών της αποτίμησης. Εδώ τα συνηθέστερα σφάλματα αφορούν:
- i. στη σύγχυση των όρων «αξίας» και «τιμής»,
 - ii. στην αντίληψη ότι μια επιχείρηση έχει την ίδια αξία για όλους τους ενδιαφερόμενους αγοραστές,
 - iii. στη μη διάκριση μεταξύ της στρατηγικής αξίας για έναν επενδυτή και στη δίκαιη αξία της αγοράς (fair market value),
 - iv. καθώς και στην παράβλεψη του γεγονότος ότι η αποτίμηση είναι άμεσα εξαρτώμενη από ένα σύνολο προσδοκιών και προβλέψεων σχετικά με τις ταμιακές ροές και τον κίνδυνο που ενέχουν.

Κεφάλαιο 3- Παρουσίαση και Χρηματοοικονομική Ανάλυση της Coca-Cola HBC

3.1 Παρουσίαση Εταιρείας

Η Coca-Cola Ελληνική Εταιρεία Εμφιαλώσεως Α.Ε., στο εξής αναφερόμενη ως «Coca-Cola Hellenic» ή «ο Όμιλος», είναι μια ανώνυμη εταιρεία, που ιδρύθηκε στην Ελλάδα το 1969. Έλαβε την τρέχουσα μορφή της τον Αύγουστο του 2000 με την απόκτηση της Coca-Cola Beverages plc («CCB») από την Ελληνική Εταιρεία Εμφιαλώσεως Α.Ε. («3E»). Η Coca-Cola Hellenic και οι θυγατρικές της (εφεξής η «Εταιρεία» ή ο «Όμιλος») δραστηριοποιούνται κυρίως στην παραγωγή πώληση και διανομή μη αλκοολούχων αναψυκτικών ποτών με βάση συμφωνία μεταβίβασης χρήσης του εμπορικού σήματος από την The Coca-Cola Company (εφεξής «TCCC»). Η Εταιρεία διανέμει τα προϊόντα της σε 27 χώρες στην Ευρώπη και στη Νιγηρία.

Οι μετοχές της Coca-Cola Hellenic είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών (κωδικός: ΕΕΕΚ) από τον Ιούλιο του 1991, και δευτερευόντως στο χρηματιστήριο του Λονδίνου (κωδικός: CCB) τον Ιούλιο του 1998, καθώς και στο Χρηματιστήριο της Ν. Υόρκης (κωδικός: CCH) με τη μορφή American Depositary Receipts (ADRs).

Η Εταιρεία TCCC και η σχέση της με την εξεταζόμενη εταιρεία

Την 31 Δεκεμβρίου 2012, η TCCC κατείχε εμμέσως το 23,2% (2011: 23,2%, 2010: 23,2%) του εκδοθέντος μετοχικού κεφαλαίου της Coca-Cola Hellenic. Η TCCC θεωρεί την Coca-Cola Hellenic ως «σημαντικό εμφιαλωτή» και έχει εισέλθει σε συμφωνίες εμφιαλώσεων με την Coca-Cola Hellenic σε κάθε μια από τις περιοχές που δραστηριοποιείται η Coca-Cola Hellenic. Όλες οι συμφωνίες εμφιαλώσεως στις οποίες έχουν εισέλθει η TCCC και η Coca-Cola Hellenic είναι τυποποιημένες διεθνείς συμβάσεις εμφιαλώσεως. Οι όροι των συμβάσεων εμφιαλώσεως αποδίδουν στην Coca-Cola Hellenic το δικαίωμα παραγωγής και το αποκλειστικό δικαίωμα πώλησης και διανομής των αναψυκτικών της TCCC στις χώρες όπου δραστηριοποιείται Coca-Cola Hellenic. Κατά συνέπεια, η Coca-Cola Hellenic υποχρεούται στην απόκτηση όλης της συμπεκνωμένης πρώτης ύλης για τα αναψυκτικά της TCCC από την TCCC, ή αντιπρόσωπό της, στη συνήθη πορεία των εργασιών. Στις 10 Οκτωβρίου 2012, η TCCC συμφώνησε να επεκτείνει τις συμβάσεις εμφιαλώσεως για περαιτέρω 10 χρόνια έως το 2023.

Η ΤССС κατέχει ή έχει αιτηθεί για τα εμπορικά σήματα που χαρακτηρίζουν τα αναψυκτικά της σε κάθε χώρα στην οποία δραστηριοποιείται η Coca-Cola Hellenic. Η ΤССС έχει εξουσιοδοτήσει την Coca-Cola Hellenic και συγκεκριμένες από τις θυγατρικές της για τη χρήση του εμπορικού σήματος Coca-Cola στις εταιρικές τους επωνυμίες.

3.2 Ιστορική Αναδρομή

ο 1969- Ελληνική Εταιρεία Εμφιαλώσεως

Η Ελληνική Εταιρεία Εμφιαλώσεως Α.Ε. ιδρύθηκε σύμφωνα με την ελληνική νομοθεσία το 1969, με έδρα την Αθήνα. Η The Coca-Cola Company εκχώρησε στην εταιρεία τα δικαιώματα εμφιαλώσεως στην Ελλάδα το 1969.

Το 1981, η Kar-Tess Holding S.A., ιδιωτική εταιρεία συμμετοχών, εξαγόρασε το 99,9 τοις εκατό της εταιρείας. Κατόπιν, η Ελληνική Εταιρεία Εμφιαλώσεως επέκτεινε την επιχείρησή της μέσω εξαγορών. Πριν από την εξαγορά της Coca-Cola Beverages plc. το 2000, λειτουργούσε σε 11 χώρες με συνολικό πληθυσμό περίπου 200 εκατομμυρίων.

Η εταιρεία διεξήγαγε δραστηριότητες στην Ελλάδα, τη Βουλγαρία, την Αρμενία, την Πρώην Γιουγκοσλαβική Δημοκρατία της Μακεδονίας (FYROM) (μέσω επένδυσης κεφαλαίων), τη Σερβία, το Μαυροβούνιο, τη Βόρεια Ιρλανδία, τη Δημοκρατία της Ιρλανδίας, τη Νιγηρία, μέρος της Ρουμανίας, τη Μολδαβία και μέρος της Ρωσικής Ομοσπονδίας (μέσω επένδυσης κεφαλαίων).

Οι μετοχές της Ελληνικής Εταιρείας Εμφιαλώσεως εισήχθηκαν στο Χρηματιστήριο Αθηνών τον Ιούλιο του 1991. Έγινε μια από τις μεγαλύτερες εταιρείες εκτός χρηματοοικονομικού κλάδου που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Ελλάδας. Η Kar-Tess Holding S.A. κατείχε το 68,6 τοις εκατό περίπου της Ελληνικής Εταιρείας Εμφιαλώσεως πριν από την εξαγορά της Coca-Cola Beverages τον Αύγουστο του 2000.

ο **1998- Η Coca-Cola Beverages**

Τον Ιούλιο του 1998, η Coca-Cola Amatil Limited, μια αυστραλιανή εταιρεία εμφιαλώσεως της The Coca-Cola Company, διαχώρισε τις δραστηριότητές της στην Ευρώπη με αποτέλεσμα τη δημιουργία της Coca-Cola Beverages plc.

Η Coca-Cola Beverages ιδρύθηκε σύμφωνα με τη νομοθεσία της Αγγλίας και της Ουαλίας και εισήχθη στο Χρηματιστήριο Αξιών του Λονδίνου με δευτερεύουσα εισαγωγή στο Αυστραλιανό Χρηματιστήριο Αξιών.

Οι γεωγραφικές περιοχές δραστηριοποίησης της νέας εταιρείας ήταν η Αυστρία, η Ελβετία, η Κροατία, η Τσεχία, η Ουγγαρία, η Πολωνία, η Σλοβακία, η Σλοβενία, η Λευκορωσία, η Βοσνία-Ερζεγοβίνη, η Ουκρανία και μέρος της Ρουμανίας.

Επίσης, η Coca-Cola Beverages εξαγόρασε τις επιχειρήσεις εμφιαλώσεως της Βόρειας και Κεντρικής Ιταλίας της The Coca-Cola Company το 1998. Συνεπώς, η Coca-Cola Beverages διατηρούσε εταιρείες εμφιαλώσεως σε 13 χώρες με συνολικό πληθυσμό περίπου 200 εκατομμυρίων πριν από την εξαγορά της από την Ελληνική Εταιρεία Εμφιαλώσεως.

Πριν την εξαγορά της εταιρείας, η The Coca-Cola Company κατείχε (άμεσα και έμμεσα) το 50,5 τοις εκατό της Coca-Cola Beverages.

Ο Όμιλος Olayan είναι ένας διαφοροποιημένος πολυεθνικός όμιλος της Σαουδικής Αραβίας ο οποίος κατέχει ποσοστό 10,8 στην εταιρεία εμφιαλώσεως των προϊόντων της The Coca-Cola Company για τη Σαουδική Αραβία. Οι υπόλοιπες μετοχές της Coca-Cola Beverages διατέθηκαν με δημόσια εγγραφή.

ο **2000- Η Coca-Cola Τρία Έψιλον**

Μετά την εξαγορά της Coca-Cola Beverages με έδρα το Λονδίνο, η Ελληνική Εταιρεία Εμφιαλώσεως μετονομάστηκε σε Coca-Cola Ελληνική Εταιρεία Εμφιαλώσεως Α.Ε. το 2000 με έδρα την Αθήνα. Την περίοδο εκείνη ήταν η δεύτερη μεγαλύτερη εταιρεία εμφιαλώσεως των προϊόντων της The Coca-Cola Company παγκοσμίως, με βάση τον όγκο των πωλήσεων. Έκτοτε, οι περιοχές στις οποίες δραστηριοποιείται έχουν επεκταθεί και επί του παρόντος εκτείνονται από το Galway της Ιρλανδίας στη Δύση έως το ανατολικότερο άκρο της Ρωσίας, το Petropavlovsk. Το γεωγραφικό εύρος των δραστηριοτήτων της προσφέρει ελκυστικές ευκαιρίες ανάπτυξης και συγχρόνως μειώνει την εξάρτησή της από συγκεκριμένες αγορές.

- ✓ Στις 25 Ιουνίου 2012, η ετήσια γενική συνέλευση των μετόχων ενέκρινε τη μεταβίβαση των λειτουργικών περιουσιακών στοιχείων του ενεργητικού και των υποχρεώσεων του παραγωγικού τομέα της Coca-Cola Ελληνική Εταιρεία Εμφιαλώσεως Α.Ε. (Coca-Cola Hellenic S.A) στην **Coca-Cola 3E Ελλάδος Α.Β.Ε.Ε. (Coca-Cola HBC Greece S.A.I.C)**, σύμφωνα με την Ελληνική νομοθεσία 2166/1993.
- ✓ Στις 11 Οκτωβρίου 2012, η Coca-Cola HBC AG («Coca-Cola HBC» ή η «Εταιρεία», ή ο «Ομίλος»), μια ελβετική εταιρεία που έχει συσταθεί από την Kar-Tess Holding, ανακοίνωσε την εθελοντική προσφορά ανταλλαγής μετοχών για την απόκτηση του συνόλου των υφισταμένων κοινών ονομαστικών μετοχών και όλων των τίτλων με τη μορφή American Depositary Receipts της Coca-Cola Ελληνική Εταιρεία Εμφιαλώσεως Α.Ε. («CCHBC Α.Ε.»).
- ✓ Ως αποτέλεσμα της επιτυχημένης ολοκλήρωσης αυτής της προσφοράς, στις 25 Απριλίου του 2013 η Coca-Cola HBC απέκτησε το 96,85% των εκδοθεισών μετοχών των τίτλων με τη μορφή American Depositary Receipts της CCHBC Α.Ε., και έγινε η νέα μητρική εταιρεία του Ομίλου.
- ✓ Στις 17 Ιουνίου 2013, η Coca-Cola HBC ολοκλήρωσε την εξαγορά των υπολοίπων μετοχών της CCHBC Α.Ε., τις οποίες δεν έχει αποκτήσει με την ολοκλήρωση της προαιρετικής δημόσιας πρότασης ανταλλαγής μετοχών. Κατά συνέπεια, η CCHBC Α.Ε. είναι πλέον 100% θυγατρική της Coca-Cola HBC.

Η συναλλαγή αυτή αντιμετωπίζεται ως αναδιοργάνωση του υφιστάμενου Ομίλου που δεν άλλαξε την ουσία του Ομίλου. Οι ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις της Coca-Cola HBC παρουσιάστηκαν χρησιμοποιώντας τις αξίες από τις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις της CCHBC Α.Ε. Την ημερομηνία που η Coca-Cola HBC κατέστη η νέα μητρική του Ομίλου, 25 Απριλίου 2013, το μετοχικό κεφάλαιο, το αποθεματικό υπέρ το άρτιο και το αποθεματικό για ίδιες μετοχές της νέας μητρικής αναγνωρίστηκαν στην ενδιάμεση ενοποιημένη συνοπτική κατάσταση μεταβολών ιδίων κεφαλαίων υπό την αιτιολογία «αλλαγή μητρικής εταιρείας σε Coca-Cola HBC AG». Η διαφορά που προέκυψε έχει αναγνωριστεί ως στοιχείο της καθαρής θέσης του Ομίλου, υπό τον τίτλο «αποθεματικό αναδιοργάνωσης».

Οι μετοχές της Coca-Cola HBC ξεκίνησαν να διαπραγματεύονται στην κατηγορία premium του Χρηματιστηρίου του Λονδίνου στις **29 Απριλίου 2013** (LSE: CCH) καθώς επίσης και στο χρηματιστήριο της Αθήνας (ATHEX: EEE) και οι τίτλοι με τη μορφή ADS

στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (NYSE: CCH). Η Coca-Cola HBC περιλαμβάνεται στο δείκτη Dow Jones Sustainability και στο δείκτη FTSE4Good. Από την ημερομηνία κατά την οποία η CCHBC Α.Ε. έγινε θυγατρική της Coca-Cola HBC, τα υφιστάμενα δικαιώματα προαίρεσης μετοχών αντικαταστάθηκαν με νέα με τους ίδιους όρους, αλλά με υποκείμενες μετοχές της Coca-Cola HBC αντί της CCHBC Α.Ε. και με τιμή άσκησης σε λίρες Αγγλίας, αντί ευρώ χρησιμοποιώντας την αρχική τιμή άσκησης σε Ευρώ μετατρέπόμενη σε λίρες Αγγλίας με την ισοτιμία κατά την ημερομηνία της τροποποίησης. Η επιπρόσθετη εύλογη αξία των νέων δικαιωμάτων προαίρεσης κατά την ημερομηνία της τροποποίησης δεν ήταν σημαντική.

3.3 Εταιρικό Προφίλ

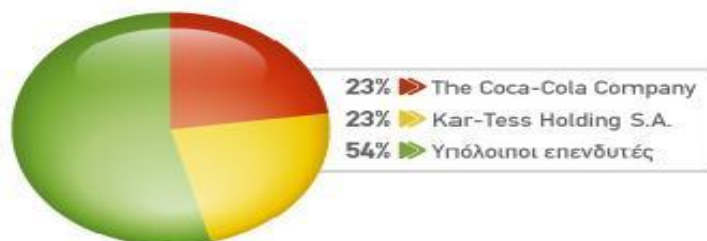
Η Coca-Cola HBC είναι ο δεύτερος μεγαλύτερος εμφιαλωτής προϊόντων της εταιρείας The Coca-Cola Company με ετήσιες πωλήσεις, που υπερβαίνουν τα 2 δισεκατομμύρια κιβώτια. Έχει εκτεταμένη γεωγραφική κάλυψη, δραστηριοποιούμενη σε 28 χώρες, όπου εξυπηρετεί περισσότερους από 581 εκατομμύρια ανθρώπους. Η Coca-Cola HBC προσφέρει μεγάλη ποικιλία μη αλκοολούχων έτοιμων προς κατανάλωση αναψυκτικών στις εξής κατηγορίες: ανθρακούχα αναψυκτικά, χυμοί, εμφιαλωμένο νερό, ποτά για αθλούμενους, ποτά ενέργειας, έτοιμο προς κατανάλωση τσάι και καφέ. Η Coca-Cola HBC είναι δεσμευμένη να προάγει τη σταθερή ανάπτυξη, προκειμένου να δημιουργεί αξία τόσο για τις δικές της εμπορικές δραστηριότητες, όσο και για την κοινωνία. Σε αυτό το πνεύμα προσφέρει προϊόντα που ικανοποιούν τις ανάγκες των καταναλωτών, προάγει περιβάλλον εργασίας χωρίς αποκλεισμούς, διεξάγει τις εμπορικές της δραστηριότητες με τρόπους, που προστατεύουν και διατηρούν το περιβάλλον και συμβάλλει στη κοινωνικοοικονομική ανάπτυξη των κατά τόπους κοινωνιών.

Η Coca-Cola HBC καλύπτει τις ανάγκες 581 εκατομμυρίων ανθρώπων σε 28 χώρες. Είναι μια από τις μεγαλύτερες εταιρείες εμφιαλώσεως και ένας από τους μεγαλύτερους προμηθευτές των προϊόντων της The Coca-Cola Company παγκοσμίως, και ο μεγαλύτερος με έδρα την Ευρώπη. Το μοναδικό χαρτοφυλάκιο προϊόντων της, το εύρος των γεωγραφικών περιοχών που καλύπτει και το πάθος για την άριστη παρουσία της στην αγορά, την καθιστούν ηγέτη στον τομέα των μη αλκοολούχων αναψυκτικών. Οι περιοχές στις οποίες δραστηριοποιείται έχουν επεκταθεί και επί του παρόντος εκτείνονται από το Galway της

Ιρλανδίας στη Δύση έως το ανατολικότερο άκρο της Ρωσίας, το Petropavlovsk. Το γεωγραφικό εύρος των δραστηριοτήτων της προσφέρει ελκυστικές ευκαιρίες ανάπτυξης και συγχρόνως μειώνει την εξάρτησή της από συγκεκριμένες αγορές. Στις 28 χώρες όπου δραστηριοποιείται, επιβλέπει τη λειτουργία κάθε τοπικής της επιχείρησης, ενώ παράλληλα παρέχει καθημερινή υποστήριξη και καθοδήγηση. Η διοίκηση και ο τρόπος λειτουργίας των επιχειρήσεων βασίζεται στην τοπική γνώση των εργαζομένων, στις επιχειρηματικές πρακτικές και στις ανάγκες των τοπικών κοινωνιών.

Μετοχική σύνθεση

Οι κύριοι μέτοχοι της Εταιρείας είναι η Kar-Tess Holding (με έδρα το Λουξεμβούργο) με ποσοστό 23,3% περίπου του συνόλου των ονομαστικών μετοχών της και η The Coca-Cola Company με ποσοστό 23,2% περίπου του συνόλου των ονομαστικών μετοχών της. Η Εταιρεία έχει ευρεία μετοχική σύνθεση, με περισσότερα από τα δύο τρίτα των υπό ελεύθερη διαπραγμάτευση μετοχών της να βρίσκονται στην κατοχή θεσμικών επενδυτών από το Ηνωμένο Βασίλειο και τις ΗΠΑ. Το παρακάτω διάγραμμα, απεικονίζει τους βασικούς μετόχους της Εταιρείας την 1 Ιανουαρίου 2012.



Πηγή: <http://www.coca-colahellenic.com/investorrelations/shareholderinfo/Shareholderstructure/>

Χαρτοφυλάκιο προϊόντων

Αποτελεί μία από τις μεγαλύτερες Εταιρείες εμφιάλωσης μη αλκοολούχων αναψυκτικών και εμφιαλωμένου νερού στην Ευρώπη, με δραστηριότητες που εκτείνονται σε 28 χώρες συνολικού πληθυσμού άνω των 540 εκατομμυρίων. Η σειρά των προϊόντων της Coca-Cola Τρία Έψιλον περιλαμβάνει ανθρακούχα (CSD) και μη-ανθρακούχα (non-CSD) αναψυκτικά, χυμούς, νερά, αναψυκτικά για αθλητές (sport drinks), αναψυκτικά υψηλής ενέργειας (energy drinks) και έτοιμα ροφήματα, όπως τσάι και καφές.

Διαθέτει την άδεια παραγωγής, πώλησης και διανομής μιας σειράς αναψυκτικών. Η The Coca-Cola Company είναι ο κάτοχος των εμπορικών σημάτων των περισσότερων από τα

αναψυκτικά, για τα οποία προμηθεύει το συμπύκνωμα και είναι ως επί το πλείστον υπεύθυνη για τις δραστηριότητες καταναλωτικής προώθησης.



Το χαρτοφυλάκιο των προϊόντων της αποτελείται από τα εξής:

- τα κορυφαία παγκοσμίως προϊόντα Coca-Cola, Coca-Cola Light (diet Coke), Coca-Cola Zero, Fanta, Fanta Zero, Fanta Verdia Sprite, Sprite Zero και Powerade.
- προϊόντα ίδιας παραγωγής και διανομής όπως η Amita, Amita Motion, Amita Fun, Fruice Amita, Frulite, Frulite on the Go, το νερό Αύρα, Αύρα BLOOM, Αύρα ActiveCap, Αύρα Carbo και το Waterblue, και τέλος τα TSAKIRISchips.
- προϊόντα για τα οποία έχει λάβει άδεια από άλλες εταιρείες, όπως το Nestea και το Monster με άδεια από τη Beverage Partners Worldworld και το Tuborg που περιλαμβάνει το Club Soda και το Tonic Water με άδεια από τη Carlsberg International και τέλος, τον καφέ illy.

Διευρύνει συνεχώς το χαρτοφυλάκιο των προϊόντων της, προκειμένου να προσφέρει στους καταναλωτές της περισσότερες επιλογές και προϊόντα υψηλής ποιότητας.

Πελάτες

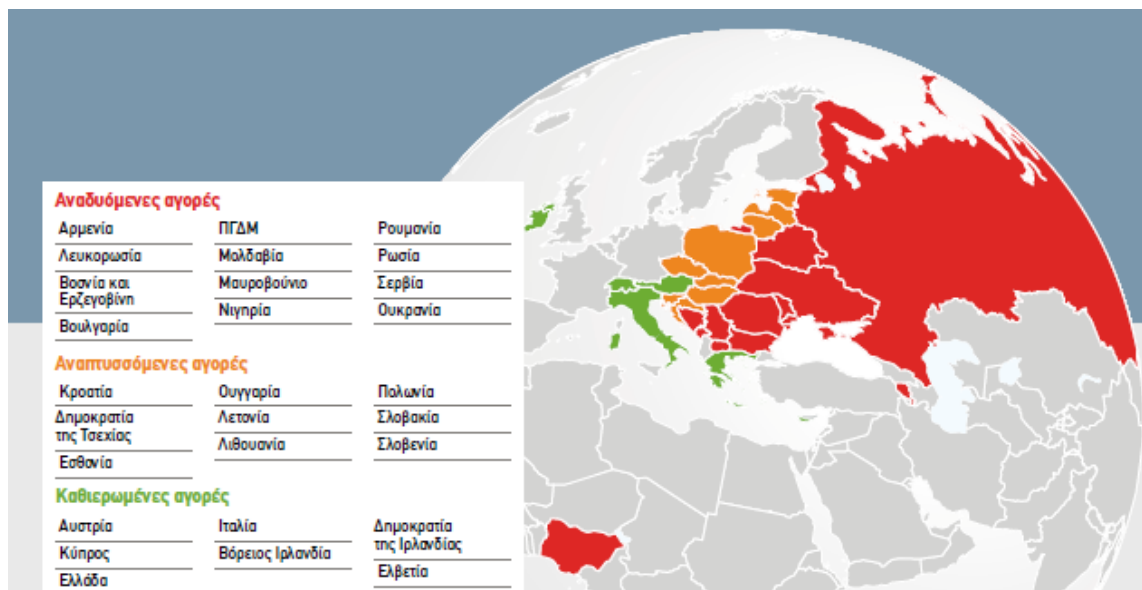
Στην Coca-Cola Hellenic, οι πελάτες τοποθετούνται στο επίκεντρο των επιχειρηματικών της δραστηριοτήτων. Αυτό σημαίνει ότι δημιουργούνται ουσιαστικές συνεργασίες που προσφέρουν σταθερή αξία και κερδοφόρα ανάπτυξη στην επιχείρηση και τους πελάτες της σε όλα τα βασικά κανάλια διανομής.

Για να επιτύχει αυτό το στόχο, έχει υιοθετήσει μια ολοκληρωμένη σειρά πρωτοβουλιών που έχουν σχεδιαστεί για τη δημιουργία σχέσεων συνεργασίας με τους πελάτες της και διασφαλίζει την άριστη εφαρμογή εμπορικών πρακτικών.

3.4 Γεωγραφικές αγορές και Επιχειρήσεις

Η Εταιρεία κατατάσσει τις γεωγραφικές αγορές της σε τρεις κατηγορίες:

- Ανεπτυγμένες χώρες: Αυστρία, Κύπρος, Ελλάδα, Ιταλία, Βόρεια Ιρλανδία, Δημοκρατία της Ιρλανδίας και Ελβετία.
- Αναπτυσσόμενες χώρες: Κροατία, Δημοκρατία της Τσεχίας, Εσθονία, Ουγγαρία, Λετονία, Λιθουανία, Πολωνία, Σλοβακία και Σλοβενία.
- Αναδυόμενες χώρες: Αρμενία, Λευκορωσία, Βοσνία-Ερζεγοβίνη, Βουλγαρία, Πρώην Γιουγκοσλαβική Δημοκρατία της Μακεδονίας (FYROM), Μολδαβία, Μαυροβούνιο, Νιγηρία, Ρουμανία, Ρωσία, Σερβία και Ουκρανία.



Πηγή: <http://gr.coca-colahellenic.com/aboutus/whatwedo/ourbusinesses>

Ανεπτυγμένες χώρες

Σε γενικές γραμμές, οι ανεπτυγμένες χώρες στις οποίες δραστηριοποιούμαστε χαρακτηρίζονται από υψηλό βαθμό πολιτικής και οικονομικής σταθερότητας και έχουν παρόμοια οικονομικά χαρακτηριστικά. Συνήθως παρουσιάζουν υψηλά επίπεδα διαθέσιμου κατά κεφαλήν εισοδήματος, με αποτέλεσμα να βελτιώνεται η δυνατότητα αγοράς των προϊόντων μας, ιδιαίτερα στις συσκευασίες ατομικής χρήσης που είναι σχεδιασμένες για άμεση κατανάλωση. Οι μακροοικονομικές και εμπορικές διακυμάνσεις στις ανεπτυγμένες αγορές μας έχουν επιδεινωθεί σημαντικά τα τελευταία δύο χρόνια.

Η επιδείνωση της εμπιστοσύνης των καταναλωτών γενικότερα και η αύξηση της ανεργίας είχε αρνητικό αντίκτυπο στη ζήτηση των καταναλωτών. Οι χώρες αυτές χαρακτηρίζονται από μεγάλες απαιτήσεις των καταναλωτών, υψηλά καθαρά έσοδα πωλήσεων ανά κιβώτιο, συντηρητικά ποσοστά αύξησης της κατανάλωσης ανθρακούχων

αναψυκτικών μια τάση προς την ταχύτερη αύξηση της κατανάλωσης μη ανθρακούχων αναψυκτικών, ιδιαίτερα νερών και χυμών.

Η αύξηση της κατανάλωσης μη ανθρακούχων ποτών, τα οποία ορισμένοι καταναλωτές συσχετίζουν αυτά τα ποτά με τη σωματική ευεξία, την υγεία και την καλή φυσική κατάσταση. επηρεάζεται σε μεγάλο βαθμό από τις τρέχουσες δημογραφικές τάσεις. Η πιο σημαντική τάση που επηρεάζει γενικά το μελλοντικό δίκτυο κατανάλωσης στις χώρες αυτές είναι η αυξανόμενη συγκέντρωση του τομέα λιανικής.

Ωστόσο, διαβλέπονται πολλές ευκαιρίες περαιτέρω ανάπτυξης στο πιο επικερδές δίκτυο άμεσης κατανάλωσης σε αυτές τις χώρες, επεκτείνοντας τη διείσδυσή της Εταιρείας σε ειδικούς χώρους κατανάλωσης ποτών και τους χώρους εργασίας.

Αναπτυσσόμενες χώρες

Χαρακτηρίζονται γενικά από χαμηλότερο διαθέσιμο κατά κεφαλήν εισόδημα σε σύγκριση με τις ανεπτυγμένες χώρες στις οποίες δραστηριοποιούμαστε και εξακολουθούν να εκτίθενται σε οικονομικές διακυμάνσεις κατά καιρούς. Πριν το 2008, οι μακροοικονομικές συνθήκες ήταν ευνοϊκές, ωστόσο, η οικονομική ανάπτυξη έχει επιβραδυνθεί ή αντιστραφεί τα τελευταία τρία χρόνια, ως αποτέλεσμα της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης.

Οι αναπτυσσόμενες χώρες στις οποίες δραστηριοποιούμαστε συνήθως χαρακτηρίζονται από χαμηλότερα καθαρά έσοδα πωλήσεων ανά μονάδα σε σύγκριση με τις ανεπτυγμένες χώρες. Τα προϊόντα της The Coca-Cola Company εισήχθησαν στις περισσότερες χώρες στις αρχές της δεκαετίας του '90 και έκτοτε έχουν καθιερωθεί ως σήματα υψηλής ποιότητας.

Οι καταναλωτές σε αυτές τις χώρες εξακολουθούν να δείχνουν την προτίμησή τους προς τα επώνυμα αναψυκτικά σε σύγκριση με το νερό της βρύσης και τα σπιτικά ποτά. Επίσης, έχουν εκδηλώσει αυξανόμενο ενδιαφέρον για τα επώνυμα αναψυκτικά τα οποία συσχετίζονται με την ευεξία και την καλή φυσική κατάσταση, όπως το νερό και οι χυμοί. Η αγορά των έτοιμων προς κατανάλωση μη-αλκοολούχων ποτών τείνει να είναι διασπασμένη στις συγκεκριμένες αναπτυσσόμενες χώρες, με κανένα παράγοντα της αγοράς να κατέχει τυπικά ηγετικό μερίδιο σε περισσότερες από μία κατηγορίες της αγοράς.

Υπάρχουν σημαντικές ευκαιρίες ανάπτυξης τόσο για τα ανθρακούχα όσο και για τα μη ανθρακούχα προϊόντα. Οι ευκαιρίες αυτές θα μεγιστοποιηθούν με την εισαγωγή νέων προϊόντων, νέες γεύσεις και συσκευασίες τόσο στο δίκτυο μελλοντικής κατανάλωσης όσο και στο δίκτυο άμεσης κατανάλωσης. Σχεδιάζεται η υποστήριξη της αυξημένης παρουσίας των

προϊόντων της και στα δύο δίκτυα μέσω των συστημάτων διανομής της και την αύξηση της διαθεσιμότητας των ψυγείων και άλλου ψυκτικού εξοπλισμού.

Αναδυόμενες χώρες

Οι αναδυόμενες χώρες εκτίθενται σε μεγαλύτερες πολιτικές και οικονομικές διακυμάνσεις και επιτυγχάνουν χαμηλότερο κατά κεφαλήν ακαθάριστο εγχώριο προϊόν (ΑΕγχΠ) σε σύγκριση με τις αναπτυσσόμενες ή τις ανεπτυγμένες χώρες στις οποίες δραστηριοποιείται η Εταιρεία. Ως εκ τούτου, η καταναλωτική ζήτηση επηρεάζεται ιδιαίτερα από την τιμή, καθιστώντας την τιμή των προϊόντων ακόμη πιο σημαντική. Η παγκόσμια οικονομική και πιστωτική κρίση έχει επιδεινώσει τέτοια διαρθρωτικά ζητήματα στις αναδυόμενες χώρες όπου δραστηριοποιείται η Εταιρεία. Τα προϊόντα προωθούνται μέσω ενός στρατηγικού συνδυασμού προγραμμάτων τιμολόγησης, συσκευασίας και προώθησης, λαμβάνοντας υπόψη τις τοπικές οικονομικές συνθήκες.

Οι περισσότερες από τις αναδυόμενες χώρες στις οποίες δραστηριοποιείται η Εταιρεία χαρακτηρίζονται από χαμηλότερα καθαρά έσοδα πωλήσεων ανά κιβώτιο σε σύγκριση με τις ανεπτυγμένες και τις αναπτυσσόμενες χώρες. Οι καταναλωτές εξακολουθούν να δείχνουν την προτίμησή τους προς τα επώνυμα αναψυκτικά σε σύγκριση με το νερό της βρύσης και τα σπιτικά ποτά. Σε κάποιες από τις αναδυόμενες χώρες, ορισμένοι καταναλωτές εκδηλώνουν επίσης ιδιαίτερο ενδιαφέρον για τους χυμούς και τα επώνυμα νερά.

Σε γενικές γραμμές, οι χώρες αυτές χαρακτηρίζονται από μια σχετικά μη ανεπτυγμένη υποδομή διανομής και έναν κατακερματισμένο τομέα λιανικής. Η προτεραιότητά της Εταιρείας είναι να εγκαταστήσει αξιόπιστα δίκτυα διανομής προκειμένου να επεκταθεί η διαθεσιμότητα των προϊόντων της. Για να πετύχει αυτόν το στόχο συνδυάζει το σύστημα άμεσης παράδοσης της με ανεξάρτητους διανομείς και χονδρεμπόρους, όπου ο συνδυασμός αυτός αποδεικνύεται πιο αποτελεσματικός. Επίσης, εστιάζει στη βελτίωση της διαθεσιμότητας των κρύων προϊόντων της τοποθετώντας ψυγεία στην αγορά.

3.5 Στρατηγικές της Εταιρείας

3.5.1 Εμπορική στρατηγική

Ένας από τους θεμελιώδεις τρόπους μέσω των οποίων επιδιώκεται η υπεροχή στη διεξαγωγή της επιχειρηματικής δραστηριότητας είναι η απαρέγκλιτη τήρηση των 5 χαρακτηριστικών «Α»:

- Διαθεσιμότητα (Availability) σημαίνει τα προϊόντα της να είναι εύκολα προσβάσιμα για τους καταναλωτές, στη σωστή συσκευασία, στη σωστή θέση και στη σωστή χρονική στιγμή.
- Προσιτότητα (Affordability) σημαίνει να προσφέρεται η ποικιλία των υψηλής ποιότητας προϊόντων της σε συσκευασίες που είναι κατάλληλες για κάθε περίπτωση και στη σωστή τιμή.
- Αποδοχή (Acceptability) σημαίνει να παρέχει ένα εύρος προϊόντων που πληρούν τα υψηλότερα πρότυπα ποιότητας σε κάθε χώρα, αυξάνοντας έτσι την αποδοχή τους από τους καταναλωτές. Η εμπειρία της στον έλεγχο της ποιότητας, της εξυπηρέτησης πελατών και της αποτελεσματικής διανομής, σε συνδυασμό με τη λεπτομερή κατανόηση των αναγκών των καταναλωτών και πρόσβαση στα πιο αποτελεσματικά κανάλια επικοινωνίας, της επιτρέπει να προσεγγίσει τους πελάτες και τους καταναλωτές σε κάθε μια από τις αγορές της και να ανταποκρίνεται στις απαιτήσεις τους.
- Δραστηριοποίηση (Activation) σημαίνει να δίνονται κίνητρα στους καταναλωτές ώστε να επιλέξουν τα προϊόντα, βελτιώνοντας τη διαθεσιμότητα και την ελκυστικότητα του προϊόντος στο σημείο πώλησης και ενισχύοντας τη δύναμη του εμπορικού σήματος στις τοπικές αγορές.
- Η Συμπεριφορά (Attitude) αναφέρεται στον τρόπο με τον οποίο οι πωλητές και οι άνθρωποί της συμπεριφέρονται καθημερινά στις συναναστροφές τους με τους πελάτες της διασφαλίζοντας ότι ικανοποιούνται οι ανάγκες τους και αποσκοπώντας πάντα στο να γίνει ο προτιμώμενος συνεργάτης τους.

Έχει επίσης υιοθετήσει έναν καινούργιο τρόπο συνεργασίας με τους πελάτες της, αυτό που αποκαλείτε “δημιουργία κοινής αξίας” το οποίο προσφέρει σημαντικές δυνατότητες

ανάπτυξης όχι μόνο για την εταιρεία αλλά και τους πελάτες της που δραστηριοποιούνται στο λιανικό εμπόριο.

3.5.2 Το Στρατηγικό Πλαίσιο «Play to Win»

Η στρατηγική «Play to Win» (2020 Play to Win Strategic Framework) βασίζεται στις βασικές αξίες της Εταιρείας και σε τέσσερις στρατηγικούς άξονες: στην κοινωνία (community trust), στους καταναλωτές (consumer relevance), στους πελάτες (customer preference), και στη διαχείριση του κόστους (cost leadership).

Έχοντας ως σλόγκαν το «Play to Win», μαζί με τους συνεργάτες της την The Coca-Cola Company, και βασικούς παράγοντες το ασυναγώνιστο ταλέντο και τη νοοτροπία υψηλών επιδόσεων, στοχεύει να επιτύχει τους φιλόδοξους στόχους της.



Πηγή: <http://gr.coca-colahellenic.com/aboutus/Ourstrategicframew>

Κοινωνία

Η βιώσιμη ανάπτυξη για την επιχείρησή συμβαδίζει με τη βιώσιμη ανάπτυξη για τις κοινωνίες. Είναι απόλυτα προσηλωμένη στη βελτίωση των συνθηκών στις κοινωνίες όπου δραστηριοποιείται και στην εδραίωση της φήμης της ως έμπιστου συνεργάτη και ως φορέα θετικών αλλαγών. Στις μέρες μας περισσότερο από ποτέ, είναι ανάγκη να συνεργαστούν οι

επιχειρήσεις και η κοινωνία προκειμένου να επιφέρουν τη βιώσιμη περιβαλλοντική, οικονομική και κοινωνική αλλαγή: να κάνουν τη διαφορά και να δημιουργήσουν έναν καλύτερο κόσμο.

Στόχος της είναι να συνεργαστεί με τις κοινωνίες για να συνεχίσει να χτίζει την εμπιστοσύνη: την εμπιστοσύνη στα εμπορικά σήματα και τα προϊόντα της, την εμπιστοσύνη στις δραστηριότητές της ως πολίτες και την πίστη στο μέλλον. Για να επιτευχθεί αυτό, καταβάλλει προσπάθειες να υπάρχει διαφάνεια και συνεργασία σε όλες τις ενέργειες και τις επικοινωνίες της.

Καταναλωτές

Η ενίσχυση της θέσης της στην αγορά ξεκινά από την πρόβλεψη των αναγκών των καταναλωτών της και την κάλυψή τους, κάτι στο οποίο η Coca-Cola Hellenic βρίσκεται ιδανικά τοποθετημένη για να ανταποκριθεί. Διαχειρίζεται μια γκάμα με τις καλύτερες μάρκες αναψυκτικών παγκοσμίως, την οποία αξιοποιεί κατάλληλα για να εκμεταλλεύεται τις ευκαιρίες που παρουσιάζονται στην αγορά.

Επίσης, συνεχίζει να εισάγει καινοτομίες στα προϊόντα και τις συσκευασίες προκειμένου να ανταποκρίνεται στις προτιμήσεις και τον τρόπο ζωής των καταναλωτών που συνεχώς εξελίσσονται. Σε επίπεδο αγοράς, εφαρμόζει ένα πρόγραμμα δραστηριοποίησης με γνώμονα τον καταναλωτή, γεγονός που βελτιώνει την κάλυψη των αναγκών τους και οδηγεί σε αύξηση των εσόδων, ενώ επιτρέπει να εκμεταλλεύεται νέες ευκαιρίες στις αγορές.

Πελάτες

Το περιβάλλον λιανικής πώλησης στην αγορά αναψυκτικών εξακολουθεί να μεταμορφώνεται πολύ γρήγορα και η τάση που επικρατεί στις περισσότερες αγορές είναι η μεταστροφή της ζήτησης προς τα μεγάλα, οργανωμένα λιανικά καταστήματα καθώς και στα καταστήματα discounters. Γι' αυτό το λόγο, στην Coca-Cola Hellenic τοποθετούν τους πελάτες στο επίκεντρο των επιχειρηματικών της δραστηριοτήτων. Αυτό σημαίνει ότι δημιουργούνται ουσιαστικές συνεργασίες που προσφέρουν σταθερή αξία και κερδοφόρα ανάπτυξη στην επιχείρηση και τους πελάτες της σε όλα τα βασικά κανάλια διανομής.

Για να επιτύχει αυτό το στόχο, έχει υιοθετήσει μια ολοκληρωμένη σειρά πρωτοβουλιών που έχουν σχεδιαστεί για τη δημιουργία σχέσεων συνεργασίας με τους πελάτες της και διασφαλίζεται η άριστη εφαρμογή εμπορικών πρακτικών.

Κόστος

Στην Coca-Cola Hellenic, η αποτελεσματική διαχείριση του κόστους δεν συνίσταται απλά στη βραχυπρόθεσμη εξοικονόμηση του. Πρόκειται για ένα ουσιώδες συστατικό της μακροπρόθεσμης στρατηγικής της για ηγετική θέση στην αγορά και στη βιώσιμη ανάπτυξη. Διαχείριση του κόστους σημαίνει τη δημιουργία ενός ευέλικτου οργανισμού χωρίς σύνορα, ο οποίος θα μπορεί να εκμεταλλευτεί τις συνέργιες και να αναγνωρίσει τις ευκαιρίες μελλοντικής ανάπτυξης με μέγιστη αποτελεσματικότητα, παράλληλα με τη διαρκή βελτίωση στην παροχή υψηλής ποιότητας υπηρεσιών.

Δραστηριότητες για μια αποτελεσματική διαχείριση του κόστους

- Το SAP Wave 2, είναι ένα σύστημα ERP (Enterprise Resource Planning) που δίνει τη δυνατότητα να τυποποιηθούν βασικές επιχειρησιακές διαδικασίες και συστήματα. Τα συστήματα ERP είναι ολοκληρωμένα συστήματα πληροφορικής, τα οποία καλύπτουν όλες τις λειτουργικές περιοχές μιας επιχείρησης, ώστε να ικανοποιηθούν οι στόχοι της, ενοποιώντας όλες τις διαδικασίες της. Το SAP Wave 2 υποστηρίζει μια προσέγγιση ολοκληρωμένης διαδικασίας σε όλο το εύρος των δραστηριοτήτων της επιχείρησης, η οποία βελτιώνει την ταχύτητα, την ακρίβεια και την αποδοτικότητα των δραστηριοτήτων παρέχοντας της ταυτόχρονα ανώτερα επίπεδα εξυπηρέτησης πελατών. Από τις 28 αγορές του Ομίλου, 21 χρησιμοποιούν το SAP Wave 2, το οποίο αντιπροσωπεύει σχεδόν τα τρία τέταρτα των πωλήσεών της.
- Η λειτουργία του Οργανισμού Υποστηρικτικών Υπηρεσιών (BSO) της Coca-Cola Hellenic στη Σόφια της Βουλγαρίας στοχεύει στην τυποποίηση, την κεντρική διαχείριση, το συντονισμό και την απλοποίηση ορισμένων διαδικασιών του Οικονομικού τμήματος και του τμήματος Ανθρώπινου Δυναμικού, βελτιώνοντας παράλληλα την παραγωγικότητα και παρέχοντας σημαντικές συναλλακτικές υπηρεσίες σε χαμηλότερο κόστος. Από το Νοέμβριο του 2011, δεκαεννιά χώρες και τρία κεντρικά γραφεία έκαναν τη μετάβαση στον Οργανισμό Επιχειρηματικών Υπηρεσιών. Τα επόμενα χρόνια θα ακολουθήσουν και οι υπόλοιπες.
- Αριστοποίηση της υποδομής της
- Προσωπική προσέγγιση του κόστους
- Άριστες υπηρεσίες εφοδιασμού Logistic excellence
- Δημιουργία ισχυρών ταμειακών ροών για τη στήριξη της μακροπρόθεσμης ανάπτυξης

3.5.3 Βιώσιμη ανάπτυξη

Η Coca-Cola Hellenic δεσμεύεται να λειτουργεί με κοινωνική υπευθυνότητα όπου δραστηριοποιείται και εντάσσει τις αρχές της βιώσιμης ανάπτυξης στην επιχειρηματική στρατηγική της. Οι προσπάθειες της Εταιρείας διέπονται από τον ορισμό της βιώσιμης ανάπτυξης της Brundtland¹: «[Η βιώσιμη ανάπτυξη] είναι η ανάπτυξη που ανταποκρίνεται στις ανάγκες του παρόντος χωρίς να θέτει σε κίνδυνο τη δυνατότητα των μελλοντικών γενεών να μπορούν να ικανοποιήσουν τις δικές τους ανάγκες». Η Coca-Cola Hellenic επιδιώκει να συμμετέχει ενεργά με όλους τους κοινωνικούς της εταίρους για να ανταποκρίνεται στις προσδοκίες των τοπικών κοινωνιών όπου δραστηριοποιείται. Κοινωνικός εταίρος θεωρείται κάθε άτομο που εμπλέκεται κατ' οποιονδήποτε τρόπο στη διεξαγωγή της επιχειρηματικής δραστηριότητας της Εταιρείας. Οι προτεραιότητες και οι στόχοι που αφορούν τη βιωσιμότητα ξεκινούν από το Συμβούλιο Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης του Ομίλου, το οποίο αποτελείται από ομάδα ειδικών (FHs) από όλη την εταιρεία. Το Συμβούλιο λειτουργεί υπό την εποπτεία της Επιτροπής για την Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη σε επίπεδο Διοικητικού Συμβουλίου.

Οι χώρες του Ομίλου Coca-Cola Hellenic υλοποιούν τις πρωτοβουλίες σε προγράμματα που ανταποκρίνονται στις τοπικές κοινωνίες τα οποία χειρίζονται τα ανώτερα στελέχη της εταιρείας των οποίων η αξιολόγηση εξαρτάται άμεσα από την απόδοση αυτών των προγραμμάτων. Η Coca-Cola Hellenic συνεργάζεται με περισσότερους από 200 οργανισμούς σε τοπικό, εθνικό και διεθνές επίπεδο για την επίτευξη των στόχων βιωσιμότητας. Επιπλέον η εταιρεία υποβάλλεται σε ανεξάρτητες μετρήσεις πιστοποίησης και δημοσιεύει ετήσιες εκθέσεις για την Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη (EKE) που αφορούν τις δραστηριότητες της οι οποίες συμμορφώνονται με τα παγκόσμια πρότυπα αναφορών.

¹ Gro Harlem Brundtland, Report of the World Commission on Environment and Development, Our Common Future, United Nations 1987.

3.6 Swot Analysis

Η ανάλυση SWOT έχει τις καταβολές της, όπως άλλωστε και ο στρατηγικός σχεδιασμός γενικότερα, στην εργασία των πανεπιστημιακών της επιχειρησιακής στρατηγικής του Harvard Business School αλλά και άλλων business schools των ΗΠΑ, από τις αρχές της δεκαετίας του 1960. Η ιδέα της ανάλυσης SWOT έγινε δημοφιλής στον επιχειρηματικό κόσμο κυρίως από την επιρροή της δουλειάς του Andrews, ο οποίος επέδρασε στην εμπέδωση της ιδέας ότι μια καλή στρατηγική σημαίνει διασφάλιση καλού “ταιριάσματος” μεταξύ της εξωτερικής κατάστασης που αντιμετωπίζει μια επιχείρηση (δηλαδή ευκαιρίες και απειλές) και των εσωτερικών της ικανοτήτων και χαρακτηριστικών (δηλαδή τα ισχυρά της σημεία- «δυνάμεις» και αδυναμίες). Άρα λοιπόν, η ανάλυση SWOT είναι μία σχετικά απλή και πολύ διαδεδομένη στη χρήση της μέθοδος που παραθέτει τις δυνάμεις και τις αδυναμίες της επιχείρησης (ή ενός τμήματος ή προϊόντος της) απέναντι στις ευκαιρίες και απειλές που καθορίζει το εξωτερικό της περιβάλλον (Σιώμκος, 2004).

Η αξία και τα πλεονεκτήματα της ανάλυσης SWOT

Στην ανάλυση SWOT συσχετίζονται ,αφού κατανοηθούν και αναλυθούν ,οι δυνάμεις και οι αδυναμίες της επιχείρησης με τις ευκαιρίες και τις απειλές γι’ αυτήν που προκύπτουν από το εξωτερικό της περιβάλλον. Στη συνέχεια ,γίνεται προσπάθεια από την επιχείρηση να εκμεταλλευθεί τις δυνάμεις (πλεονεκτήματα) της ,να ξεπεράσει τις αδυναμίες της, να προστατευθεί από τις απειλές (κινδύνους) του εξωτερικού της περιβάλλοντος μέσω της ανάπτυξης ειδικών σχεδίων έκτακτων αναγκών (contingency plans). Να σημειωθεί ότι, ακριβώς αυτά αποτελούν το σημαντικότερα μέρος της διαδικασίας του στρατηγικού σχεδιασμού.

Γενικά, η ανάλυση SWOT είναι ένα παραγωγικό και χρήσιμο εργαλείο στρατηγικής ανάλυσης μόνο εάν εφαρμόζεται κατάλληλα ,διαφορετικά μπορεί να αποτελεί μια χρονοβόρα διαδικασία χωρίς ιδιαίτερο νόημα. Η επιτυχημένη εφαρμογή της ανάλυσης πολλές φορές στηρίζεται στην απλότητα της. Δηλαδή, η εφαρμογή της δεν προϋποθέτει ιδιαίτερες γνώσεις ούτε τεχνικές ικανότητες. Αρκούν οι ουσιαστικές γνώσεις της βιομηχανίας και της επιχείρησης για τις οποίες πραγματοποιείται ο σχεδιασμός.

Η ανάλυση SWOT επίσης επιτρέπει τη σύνθεση και την ολοκλήρωση- ενσωμάτωση διαφορετικών τύπων πληροφοριών τόσο ποσοτικών όσο και ποσοτικών. Προσφέρει και την ευκαιρία οργάνωσης των απαιτούμενων πληροφοριών, οι οποίες συνήθως είναι ευρέως γνωστές, αλλά παρέχει και τη δυνατότητα οργάνωσης πολύ πρόσφατων πληροφοριών. Αυτό

τη χαρακτηρίζει ως μια ευέλικτη μέθοδο. Ακόμα και η ίδια διαδικασία εφαρμογής της ανάλυσης SWOT προσφέρει τη δυνατότητα στα μέλη της ομάδας σχεδιασμού να ανακαλύψουν τις διαφωνίες τους μέσα από τις οποίες μπορούν να προκύψουν ενδιαφέροντα συμπεράσματα και αποφάσεις. Γενικά, η ανάλυση SWOT μπορεί να μετατρέψει την ποικιλία των πληροφοριών από μια «αδυναμία» της διαδικασίας του στρατηγικού σχεδιασμού σε ένα βασικό πλεονέκτημα.

Τέλος, σημειώνεται ότι, η διαδικασία ανάλυσης SWOT φέρνει μαζί αρκετά στελέχη από διαφορετικά τμήματα, τα οποία πρέπει να συνεργαστούν. Στα πλαίσια αυτής της συνεργασίας στελέχη διαφορετικών λειτουργικών τμημάτων της επιχείρησης μπορούν να μάθουν τι κάνουν ,πώς λειτουργούν και πως σκέφτονται στελέχη άλλων τμημάτων .Αυτό βοηθά ,στην αποκρυστάλλωση ιδεών και προτάσεων για την ανάπτυξη μελλοντικών στρατηγικών και σχεδίων (Σιώμοκος, 2004).

Τα μειονεκτήματα της ανάλυσης SWOT

Οι Hill και Westbrook (T.Hill & R.Westbrook, 1997) πραγματοποίησαν μια εμπειρική μελέτη της χρησιμότητας αλλά και των προβλημάτων της δημοφιλούς ανάλυσης- εργαλείου SWOT. Η μελέτη πραγματοποιήθηκε στα πλαίσια του project MPIS (Manufacturing Planning and Implementation Scheme) του βρετανικού Υπουργείου Εμπορίου και Βιομηχανίας ,σε ένα δείγμα 50 εταιρειών. Από αυτές, οι 20 χρησιμοποιούσαν την ανάλυση SWOT ως βασικό εργαλείο στρατηγικής ανάλυσης και σχεδιασμού. Η μελέτη όμως των συγκεκριμένων εφαρμογών έδειξε τα παρακάτω προβλήματα- μειονεκτήματα που αφορούν την εσωτερική φύση ανάλυσης SWOT:

- Ο αριθμός των καταστάσεων (lists) των παραγόντων- μεταβλητών που αναφέρονται στην ανάλυση.
- Δεν υπάρχει καμία απαίτηση για την ιεράρχηση και την στάθμιση των εντοπισθέντων παραγόντων ανάλογα με τη σημαντικότητά τους.
- Χρήση ασαφών και διφορούμενων λέξεων και φράσεων.
- Καμία πρόταση για τον τρόπο επίλυσης των διαφωνιών
- Καμία υποχρέωση για επαλήθευση των δηλώσεων και απόψεων με βάση δεδομένα ή αναλύσεις.
- Απαιτείται μόνο ανάλυση ενός επιπέδου (και όχι πολυεπίπεδη).
- Καμία λογική σύνδεση με κάποια φάση εφαρμογής.

Επομένως, υπάρχει έλλειψη ακρίβειας στην ανάλυση SWOT.

Πίνακας 3.8. Συνοπτική Ανάλυση SWOT για την Coca Cola HBC (2013)

Δυνάμεις	Αδυναμίες
<ol style="list-style-type: none"> 1. Ισχυρό brand name παγκοσμίως. 2. Μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς στον κλάδο των μη αλκοολούχων ποτών (Αναψυκτικά) 3. Η Coca-Cola Hellenic ανήκει στους τρεις μεγαλύτερους εμφιαλωτές της TCCC παγκοσμίως. 4. Δραστηριότητα στην Β.Α. Ευρώπη που αποτελεί μια από τις αναπτυσσόμενες αγορές στον κλάδο 5. Διαρκής ανάπτυξη και διαφοροποίηση προϊόντων 6. Δυνατό marketing και διαφήμιση 7. Ευρύ κανάλι διανομής 8. Πιστοί καταναλωτές 9. Ισχυρή διαπραγματευτική δύναμη έναντι των προμηθευτών 10. Εταιρική κοινωνική υπευθυνότητα 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Σημαντική προσήλωση στα Αναψυκτικά 2. Μη διευρυμένη γκάμα προϊόντων 3. Μεγάλα χρέη για εξαγορές 4. Αρνητική δημοσιότητα 5. Αποτυχίες σε διάφορα brand names ή ύπαρξη κάποιων brands με ασήμαντο ποσό εσόδων.
Ευκαιρίες	Απειλές
<ol style="list-style-type: none"> 1. Εκμετάλλευση τάσης για πιο υγιεινό τρόπο διατροφής (εισαγωγή νέων προϊόντων χωρίς ζάχαρη- αναψυκτικά με το φυσικό γλυκαντικό στέβια) 2. Νέες αγορές στόχοι. Αύξηση κατανάλωσης αναψυκτικών σε αναδυόμενες αγορές. 3. Ανάπτυξη μέσω εξαγορών 4. Εξαγορές εταιριών ίδιου αντικειμένου δραστηριότητας 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Αλλαγές στις προτιμήσεις καταναλωτών 2. Έλλειψη νερού 3. Διαρκώς μεταβαλλόμενη αγορά. Αύξηση ζήτησης για νέα προϊόντα 4. Προώθηση από μεγάλες αλυσίδες των Private Labels 5. Διεθνής τιμές πρώτων υλών (όπως ζάχαρη) 6. Οξύς ανταγωνισμός με την PepsiCo 7. Παγκόσμια οικονομική ύφεση (Ασταθές παγκόσμιο μακροοικονομικό περιβάλλον)

Πηγή: Ιδία επεξεργασία, 2013

3.7 Ανάλυση τρέχουσας οικονομικής κατάστασης

Η μεγάλη γεωγραφική έκταση που εξυπηρετεί η Εταιρεία έχει συμβάλλει σε μεγάλο βαθμό στη δύναμη και την επιτυχία της. Εξυπηρετεί πάνω από 570 εκατομμύρια καταναλωτές και σχεδόν δύο εκατομμύρια πελάτες σε 28 χώρες από το Donegal της Ιρλανδίας μέχρι το Βλαδιβοστόκ της Ρωσίας, τη Νάπολη της Ιταλίας και το Λάγος της Νιγηρίας. Ως εκ τούτου, είναι απαραίτητο να παραμένει καινοτόμα προκειμένου να ανταποκρίνεται συνεχώς σε ένα ευρύ φάσμα αναγκών και συνθηκών της αγοράς.

Προκειμένου να διαχειριστεί το ποικίλο χαρτοφυλάκιο αγορών και να εκμεταλλευτεί στο έπακρο τις ευκαιρίες που προσφέρει, ομαδοποιεί τις αγορές της σε τρεις τομείς δραστηριότητας: τις αναπτυγμένες αγορές, τις αναπτυσσόμενες αγορές και τις αναδυόμενες αγορές, όπως έχει αναφερθεί αναλυτικά και σε προηγούμενη ενότητα.

Το 2012, πολλές από τις αγορές της ήρθαν αντιμέτωπες με την αυξημένη οικονομική αβεβαιότητα, με κάποιες από αυτές να πλήττονται από την επιδεινούμενη οικονομική ύφεση ως αποτέλεσμα της κρίσης χρέους. Οι απότομες αυξήσεις στο κόστος πρώτων υλών, οι διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών και η φθίνουσα καταναλωτική εμπιστοσύνη έπληξαν τον όγκο πωλήσεων, τα έσοδα και την κερδοφορία σε αρκετές από τις αγορές της.

Παρά τις αντίξοες αυτές συνθήκες, ωστόσο, ο ρυθμός αύξησης των εσόδων ξεπέρασε αυτόν του όγκου των πωλήσεων. Παράλληλα, επέκτεινε ή διατήρησε την ηγετική της θέση στην κατηγορία των ανθρακούχων αναψυκτικών στις 21 από τις 28 αγορές της.

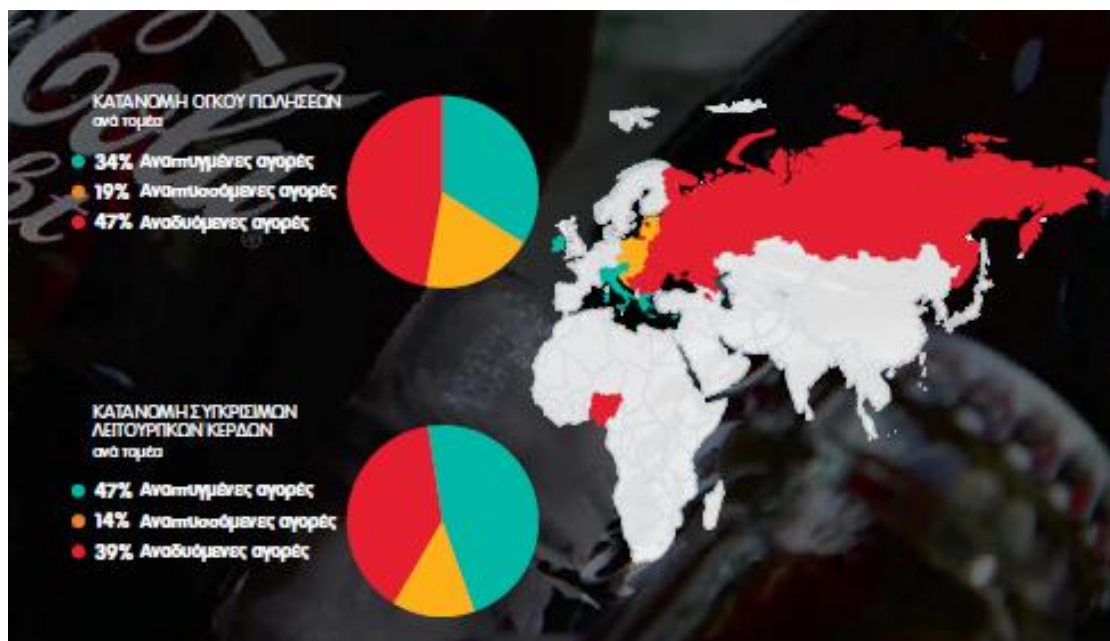
Όγκος Πωλήσεων: Το 2012 διατηρήθηκε ο συνολικός όγκος πωλήσεων στα ίδια επίπεδα με την αντίστοιχη περυσινή περίοδο. Ο όγκος πωλήσεων σημείωσε αύξηση 4% στις αναδυόμενες αγορές, αντισταθμίζοντας πλήρως την πτώση σε ποσοστό 2% και 5% που παρατηρήθηκε στις αναπτυσσόμενες και αναπτυγμένες αγορές του Ομίλου αντίστοιχα².

Πωλήσεις: Τα καθαρά έσοδα από τις πωλήσεις αυξήθηκαν κατά 3%, με τα καθαρά έσοδα από πωλήσεις ανά κιβώτιο σε ουδέτερη συναλλαγματική βάση να σημειώνουν αύξηση κατά 2,2%.

Συγκρίσιμα Λειτουργικά Κέρδη (EBIT): Τα οφέλη από τις πρωτοβουλίες αύξησης των εσόδων αντισταθμίσαν το υψηλότερο κόστος πρώτων υλών αλλά δεν ήταν επαρκή για να αποτραπεί η μείωση στο μεικτό περιθώριο κέρδους. Επιπλέον, το αρνητικό αντίκτυπο των

² Στοιχεία από Annual Report 2012

συναλλαγματικών ισοτιμιών και το οριακά βελτιωμένο λειτουργικό αποτέλεσμα οδήγησε σε μείωση κατά 13% των συγκρίσιμων λειτουργικών κερδών.



Αναπτυγμένες αγορές: Αυστρία, Κύπρος, Ελλάδα, Ιταλία, Βόρεια Ιρλανδία, Δημοκρατία της Τσεχίας, Ελβετία.

Οι οικονομικές συνθήκες στις αναπτυγμένες αγορές συνέχισαν να επιδεινώνονται και το 2012. Με την εξαίρεση της Ελβετίας, οι μακροοικονομικοί δείκτες και το καταναλωτικό κλίμα επιδεινώθηκε σε όλο τον τομέα δραστηριότητας. Στην Ελλάδα και την Ιρλανδία, η κατάσταση επιδεινώθηκε περισσότερο από την κρίση κρατικού χρέους και τη λήψη πρόσθετων μέτρων λιτότητας.

Σε αυτό το περιβάλλον, κατόρθωσε να εδραιώσει τη θέση της στην αγορά διατηρώντας στα ίδια επίπεδα ή αυξάνοντας το μερίδιό της στα μη αλκοολούχα αναψυκτικά. Χάρη στις επιτυχημένες ενέργειες προώθησης, τα προϊόντα με το σήμα Coca-Cola διατηρήθηκαν σε σταθερά επίπεδα, με τις πωλήσεις της Coca-Cola Zero να αυξάνονται κατά 8% στη διάρκεια του έτους. Επίσης, συνέχισε να ενισχύει τη λειτουργική αποδοτικότητα και τα επίπεδα εξυπηρέτησης πελατών.

Αποτελέσματα

Ο όγκος πωλήσεων στις αναπτυγμένες αγορές υποχώρησε κατά 5% το 2012 εξαιτίας του χαμηλού δείκτη καταναλωτικής εμπιστοσύνης στην Ελλάδα και την Ιταλία. Το αντίστοιχο διάστημα πέρυσι ο όγκος είχε επίσης καταγράψει πτώση 3%. Οι καθαρές πωλήσεις σημείωσαν πτώση κατά 5%, καθώς η θετική επίδραση από το μείγμα τιμών και τις

ευνοϊκές συναλλαγματικές ισοτιμίες υπεραντισταθμίστηκε από το χαμηλότερο όγκο πωλήσεων.

Ελλάδα: Ο όγκος πωλήσεων υποχώρησε κατά 14%, γεγονός που αντανακλά τη σημαντική επιδείνωση των οικονομικών συνθηκών στη διάρκεια του χρόνου και τα σκληρά μέτρα λιτότητας με αποτέλεσμα την άνοδο της ανεργίας στο 27% και τη μείωση του διαθέσιμου εισοδήματος. Επιπλέον, το δίκτυο άμεσης κατανάλωσης συνεχίζει να επηρεάζεται αρνητικά, με μια περαιτέρω μείωση στον αριθμό των καταστημάτων λιανικής και περιορισμούς ρευστότητας.

3.8 Χρηματοοικονομική ανάλυση CCHBC

Στην παρούσα ενότητα θα παρουσιάσουμε την ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων του ομίλου **Coca Cola H.B.C.** με χρήση των σπουδαιότερων αριθμοδεικτών. Η ανάλυση αφορά τα σπουδαιότερα χρηματοοικονομικά μεγέθη του ομίλου και την πορεία που αυτά διαμόρφωσαν κατά την τελευταία εξαετία (2007-2012).

Επιλέξαμε να προβούμε στη χρηματοοικονομική ανάλυση του ομίλου με χρήση ιστορικών στοιχείων εξαετίας, ούτως ώστε να αποκομίσουμε όσο το δυνατό καλύτερη εικόνα για τη μέχρι τώρα πορεία του ομίλου κάτι που θα προέλθει μέσα από τον υπολογισμό των κυριότερων αριθμοδεικτών και την αποτύπωση των χρονοσειρών σε γραφήματα.

Στη συνέχεια παρουσιάζεται πίνακας για τον εκάστοτε αριθμοδείκτη με την τιμή του αριθμοδείκτη ανά έτος (διαχειριστική χρήση 01/01 – 31/12) καθώς και ο μέσος όρος των τιμών του αριθμοδείκτη μέσα στο διάστημα **2007-2012**. Μετά τον πίνακα τιμών του εκάστοτε αριθμοδείκτη ακολουθεί το αντίστοιχο γράφημα του. Στην ανάλυση των γραφημάτων αποτυπώνεται και η γραμμή χρονικής τάσης, ώστε να έχουμε περισσότερη πληροφορία για την έως τώρα πορεία του εκάστοτε αριθμοδείκτη καθώς επίσης, να μπορούμε να είμαστε σε θέση να κάνουμε μια πρώτη εκτίμηση για το εγγύς μέλλον. Επίσης, να σημειωθεί ότι η γραμμή της χρονικής τάσης είναι λογαριθμική διότι προσαρμόζεται με μεγαλύτερη ακρίβεια στα δεδομένα.

Επιπρόσθετα, μετά από κάθε γράφημα παρουσιάζεται σύντομη πλην όμως περιεκτική ανάλυση για τον εκάστοτε δείκτη με βάση την πληροφορία που λαμβάνουμε από τον υπολογισμό των τιμών του και την εικόνα του γραφήματος, από την πληροφορία που προκύπτει σε επίπεδο μικροοικονομικό— όσον αφορά στο συγκεκριμένο όμιλο επιχειρήσεων

– μέσα από τις δημοσιευμένες οικονομικές του καταστάσεις, καθώς επίσης και βάσει της πληροφορίας που έχουμε από τη σχετική βιβλιογραφία.

3.9 Ανάλυση της CCHBC με αριθμοδείκτες

Ανάλυση της CCHBC με αριθμοδείκτες Ρευστότητας

➤ **Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας**

Στον παρακάτω πίνακα, παρουσιάζεται ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας και απεικονίζεται στο διάγραμμα όπως αυτός υπολογίστηκε για τον εξεταζόμενο όμιλο.

Πίνακας 3.9.1. Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας CCHBC (2007-2012)

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΓΕΝΙΚΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ						
2007	2008	2009	2010	2011	2012*	Μ.Ο.
1,11	1,05	1,06	0,95	1,07	0,89	1,02

Πηγή: Ιδία επεξεργασία, 2013

Διάγραμμα 3.9.1. Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας CCHBC (2007 – 2012)



Πηγή: Ιδία επεξεργασία, 2013

Κατόπιν εφαρμογής της σχέσεως που μας δίνει τον αριθμοδείκτη γενικής ρευστότητας με τη χρήση των χρηματοοικονομικών μεγεθών του ομίλου CCHBC, παρατηρούμε ότι τα αποτελέσματα του εν λόγω αριθμοδείκτη είναι σε γενικές γραμμές ικανοποιητικά αφού κατά μέσο όρο η τιμή του, για το χρονικό διάστημα που εξετάζουμε, ανέρχεται στις 1,02 φορές κάτι που σηματοδοτεί ότι το κυκλοφορούν ενεργητικό του ομίλου είναι σε γενικές γραμμές

«υγιές» και συνεπώς η επιχείρηση είναι σε θέση να ανταποκρίνεται στην κάλυψη των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της με σχετική ευκολία. Από τις τιμές που προέκυψαν για την εταιρεία, η ρευστότητα ήταν πάντοτε θετική αλλά οριακά μεγαλύτερη της μονάδας. Αυτό πρακτικά σημαίνει πως η συγκεκριμένη εταιρεία βρίσκεται σε τέτοιο επίπεδο ρευστότητας που να μπορεί να εξασφαλίσει τα απαραίτητα όρια ασφάλειας.

Συνοπτικά αναφέρεται, πως η εταιρεία σημείωσε την υψηλότερη γενική ρευστότητα το 2007 με τον δείκτη να ισούται με 1,11 η οποία όμως ακολούθησε πτωτική πορεία μέχρι και το 2012, όπου έφθασε και στο ολικό ελάχιστο 0,89 (-19,9%). Το αποτέλεσμα του συγκεκριμένου αριθμοδείκτη για το 2012 προκύπτει εξαιτίας του γεγονότος ότι διαχρονικά οι Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις της αυξήθηκαν με μεγαλύτερο ρυθμό από το Κυκλοφορούν Ενεργητικό που σημειώθηκε να μειώνεται για την αντίστοιχη χρονική περίοδο.

Ωστόσο, αν παρατηρήσουμε τη διάρθρωση του κυκλοφορούντος ενεργητικού από τους ισολογισμούς της εταιρείας θα διαπιστώσουμε ότι από το συνολικό κυκλοφορούν ενεργητικό το μικρότερο μερίδιο κατέχουν τα διαθέσιμα, ακολουθούν τα αποθέματα και τέλος το μεγαλύτερο μερίδιο κατέχουν οι απαιτήσεις προς τους πελάτες. Συνεπώς, αυτό που μπορούμε να συμπεράνουμε από την εικόνα του αριθμοδείκτη αυτού, είναι ότι το κυκλοφορούν ενεργητικό της εταιρείας αποτελείται περισσότερο από περιουσιακά στοιχεία τα οποία χαρακτηρίζονται ως λιγότερο ευκόλως ρευστοποιήσιμα και όχι τόσο από ρευστά διαθέσιμα, τα οποία μπορούν να χρησιμοποιηθούν άμεσα προς κάλυψη των βραχυπρόθεσμων αναγκών της εταιρείας. Παρ' όλα ταύτα, δε μπορεί να θεωρηθεί ότι η εταιρεία κινδυνεύει από πρόβλημα ρευστότητας διότι Όσον αφορά στα αποθέματά της σε τελικά προϊόντα έτοιμα προς διάθεση, έχουν μεγάλη ζήτηση από τους καταναλωτές και δύσκολα παραμένουν αδιάθετα.

➤ **Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας**

Ο αριθμοδείκτης άμεσης ρευστότητας υπολογίστηκε όπως περιγράφεται στον πίνακα 3.9.2 και απεικονίζεται στο διάγραμμα 3.9.2.

Πίνακας 3.9.2. Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας CCHBC (2007-2012)

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΑΜΕΣΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ						
2007	2008	2009	2010	2011	2012*	M.O.
0,79	0,84	0,81	0,71	0,83	0,68	0,78

Πηγή: Ιδία επεξεργασία, 2013

Διάγραμμα 3.9.2. Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας CCHBC (2007 – 2012)



Πηγή: Ιδία επεξεργασία, 2013

Αναφορικά με την άμεση ρευστότητα, οι τιμές που προέκυψαν και η πορεία της εξεταζόμενης εταιρείας παρουσίασαν αυξομειώσεις για το διάστημα 2007 – 2012. Τα αποτελέσματα του εν λόγω αριθμοδείκτη του ομίλου CCHBC παρατηρούμε ότι σε γενικές γραμμές δεν είναι καθόλου ικανοποιητικά αφού κατά μέσο όρο η τιμή του, για το χρονικό διάστημα που εξετάζουμε, ανέρχεται στις 0,78 φορές. Με το συγκεκριμένο αριθμοδείκτη αναδεικνύεται η ανικανότητά της εταιρείας να καλύπτει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

Η τάση που παρουσιάζει μέσα στην τελευταία εξαετία ο εν λόγω αριθμοδείκτης θα μπορούσε να χαρακτηριστεί ως σταθεροποιητική και μικρότερη της μονάδας, σηματοδοτώντας ότι τα κυκλοφοριακά στοιχεία παρουσιάζονται κατά την εξεταζόμενη περίοδο ως μικρότερα από τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις που καλείται να καλύψει η εταιρεία. Παρατηρούμε ότι το ολικό ελάχιστό της ισούται με 0,68 για το 2012, γεγονός που καταδεικνύει τη δυσκολία της εταιρείας να αντεπεξέλθει άμεσα στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Το γεγονός αυτό καταδεικνύει την ανάγκη της επιχείρησης να εξασφαλίσει επαρκή ρευστότητα.

Στην περίπτωση αυτή, δε μπορούμε να συμπεράνουμε ότι η εν λόγω επιχείρηση κινδυνεύει από ανεπάρκεια ως προς την κάλυψη των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών της εφόσον τα προϊόντα των εταιρειών του ομίλου CCHBC κατέχουν τα μεγαλύτερα μερίδα αγοράς ανά κλάδο δραστηριότητας. Από την άλλη πλευρά όμως, πρέπει να τονίσουμε και να λάβουμε υπόψη ότι το χαρτοφυλάκιο των προϊόντων της, αποτελείται από αγαθά που δε χαρακτηρίζονται ως πρώτης ανάγκης.

➤ Αριθμοδείκτης Ταμειακής Ρευστότητας

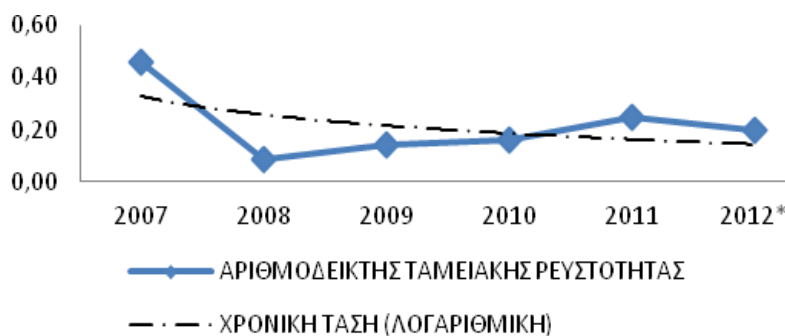
Ο αριθμοδείκτης ταμειακής ρευστότητας υπολογίστηκε όπως περιγράφεται στον πίνακα 3.9.3 και απεικονίζεται στο διάγραμμα 3.9.3.

Πίνακας 3.9.3. Αριθμοδείκτης Ταμειακής Ρευστότητας CCHBC (2007-2012)

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ						
2007	2008	2009	2010	2011	2012*	Μ.Ο.
0,46	0,09	0,14	0,16	0,25	0,20	0,22

Πηγή: Ιδία επεξεργασία, 2013

Διάγραμμα 3.9.3. Αριθμοδείκτης Ταμειακής Ρευστότητας CCHBC (2007 – 2012)



Πηγή: Ιδία επεξεργασία, 2013

Σύμφωνα με τον εξεταζόμενο αριθμοδείκτη παρατηρούμε για την εξεταζόμενη περίοδο 2007-2012 μη επάρκεια μετρητών του ομίλου CCHBC για τις τρέχουσες λειτουργικές δαπάνες. Ο αριθμοδείκτης ταμειακής ρευστότητας κυμάνθηκε συνολικά σε χαμηλά επίπεδα, γεγονός που ίσως και να οφείλεται στη γενικότερη οικονομική ύφεση που πλήττει τη χώρα μας. Όπως μπορούμε να παρατηρήσουμε, το 2008 ο αριθμοδείκτης σημείωσε κατακόρυφη μείωση και από τότε μέχρι και το 2012 εξακολουθεί να κυμαίνεται σε αρκετά χαμηλά επίπεδα.

Η εικόνα αυτή του εν λόγω αριθμοδείκτη του ομίλου CCHBC δεν υποδηλώνει την ικανότητα του ομίλου να καλύψει όλες τις ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις του μόνο με τα ρευστά του διαθέσιμα. Παρ' όλα αυτά, το γεγονός ότι τα αποθέματα των εταιρειών του ομίλου μπορούν και διατίθενται εύκολα λόγω της μεγάλης αναγνωρισιμότητας και της ζήτησης που κατέχουν, αντισταθμίζει τα καθόλου ικανοποιητικά αποτελέσματα του

συγκεκριμένου αριθμοδείκτη. Σε αυτό επίσης συμβάλει ότι, οι απαιτήσεις των εταιρειών του ομίλου από τους πελάτες τους, παρόλο που αυξάνονται έχουν φανεί ικανές ότι συνεισφέρουν θετικά στην κάλυψη των ληξιπρόθεσμων υποχρεώσεων.

Ανάλυση της CCHBC με αριθμοδείκτες Δραστηριότητας

➤ Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κεφαλαίου Κίνησης

Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κεφαλαίου κίνησης υπολογίστηκε όπως περιγράφεται στον πίνακα 3.9.4. και απεικονίζεται στο διάγραμμα 3.9.4.

Πίνακας 3.9.4. Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κεφαλαίου Κίνησης CCHBC (2007-2012)

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΚΑΘΑΡΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΕΩΣ						
2007	2008	2009	2010	2011	2012*	Μ.Ο.
38,17	65,36	61,91	-63,55	53,30	-28,01	21,20

Πηγή: Ιδία επεξεργασία, 2013

Διάγραμμα 3.9.4. Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κεφαλαίου Κίνησης CCHBC (2007 – 2012)



Πηγή: Ιδία επεξεργασία, 2013

Κατά το χρονικό διάστημα που εξετάζουμε τον όμιλο CCHBC διαπιστώνουμε μια πορεία του εν λόγω αριθμοδείκτη με έντονες γενικά διακυμάνσεις και την τάση του να διαγράφεται

σημαντικά καθοδική. Παρόλα αυτά, ο μέσος όρος της εξαετίας αυτής διαμορφώνεται στις 21,20 φορές, μέγεθος υψηλό, αφού αυτό σημαίνει ότι οι πωλήσεις της εταιρείας καλύπτουν κατά 21 περίπου φορές το κεφάλαιο κίνησης (κυκλοφορούν ενεργητικό –βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις). Δηλαδή, από κάθε ένα ευρώ καθαρού κεφαλαίου κίνησης επιτεύχθηκαν περίπου €21 πωλήσεων.

Η τιμή του συγκεκριμένου αριθμοδείκτη δηλώνει ότι το καθαρό κεφάλαιο κίνησης της CCHBC χρησιμοποιείται εξαντλητικά και είναι κατά πολύ μικρότερο των επιτυγχανόμενων πωλήσεων. Αυτό αντιστοιχεί σε χαμηλά επίπεδα γενικής ρευστότητας, κάτι που σημαίνει ότι το μεγαλύτερο τμήμα του κυκλοφορούντος ενεργητικού χρηματοδοτείται με βραχυπρόθεσμα ξένα κεφάλαια τα οποία έχουν μικρότερο κόστος από τα διαρκή κεφάλαια.

Οι υψηλές τιμές που παρατηρούνται μαρτυρούν μια ανεπάρκεια των κεφαλαίων κίνησης, η οποία ίσως να οδηγεί σε αυξημένες τρέχουσες υποχρεώσεις και χαμηλή ταχύτητα ανανέωσης αποθεμάτων αλλά και ίσως χαμηλή ταχύτητα της είσπραξης απαιτήσεων. Επίσης, το αρνητικό πρόσημο του δείκτη δείχνει ότι οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις είναι περισσότερες από το κυκλοφορούν ενεργητικό.

Στο σημείο αυτό, αξίζει να αναφέρουμε το γεγονός ότι κατά τη διαχειριστική χρήση 2010 η τιμή του εν λόγω δείκτη σημειώνει έντονη πτώση και μάλιστα διαμορφώνεται σε αρνητικό επίπεδο. Αυτό συνέβη διότι το ύψος των κυκλοφοριακών στοιχείων του Ομίλου διαμορφώθηκε σε μικρότερα επίπεδα από το ύψος του βραχυπρόθεσμου δανεισμού έχοντας ως αποτέλεσμα το καθαρό κεφάλαιο κίνησης να διαμορφωθεί σε αρνητικά επίπεδα.

➤ **Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων**

Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων υπολογίστηκε όπως περιγράφεται παρακάτω στον πίνακα 3.9.5 και απεικονίζεται στο διάγραμμα 3.9.5.

Πίνακας 3.9.5. Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων CCHBC (2007-2012)

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ						
2007	2008	2009	2010	2011	2012*	M.O.
28,76	24,86	23,71	25,88	24,04	23,73	25,16

Πηγή: Ιδία επεξεργασία, 2013

**Διάγραμμα 3.9.5. Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων CCHBC
(2007 – 2012)**



Πηγή: Ιδία επεξεργασία, 2013

Η τάση που παρουσιάζει μέσα στην τελευταία εξαετία ο εν λόγω αριθμοδείκτης χαρακτηρίζεται ως σταθερή. Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων κατά την εξεταζόμενη περίοδο εμφανίζει θετική εικόνα. Πραταηρούμε ότι ο όμιλος CCHBC ανανεώνει κατά μέσο όρο 25 ημέρες τα αποθέματα των εμπορευμάτων του κάτι που σηματοδοτεί την υψηλή ζήτηση των προϊόντων του. Συνεπώς, η CCHBC ανανεώνει με γοργούς ρυθμούς τα αποθέματα των έτοιμων προϊόντων της κάτι που υποδηλώνει υψηλή αποτελεσματικότητα της λειτουργίας της.

Επιπλέον, εξαιτίας της τάσης του συγκεκριμένου αριθμοδείκτη μπορούμε να συμπεράνουμε ότι ο όμιλος CCHBC τηρεί μια ορθή πολιτική αποθεματοποίησης των έτοιμων προϊόντων του σε σχέση με τον κύκλο εργασιών του. Έτσι, δεν παρατηρείται υπεραποθεματοποίηση των τελικών του προϊόντων μέχρι τη στιγμή διαθέσεώς τους στους πελάτες. Με τη συγκεκριμένη πολιτική, η CCHBC επιτυγχάνει να μην επιβαρύνεται με υπερβολικά κόστη αποθήκευσης και υψηλό κόστος ευκαιρίας από τη δέσμευση κεφαλαίων σε αποθέματα ή τόκους κεφαλαίων που συνδέονται με την παραγωγή και αποθήκευσης τους. Έτσι, αποφεύγεται και ο κίνδυνος μη πωλήσης των αποθεμάτων της είτε λόγω αλλοιώσεων είτε λόγω αλλαγής των προτιμήσεων των καταναλωτών (π.χ λόγω εποχικότητας κλπ).

➤ **Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Παγίου Ενεργητικού**

Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας πάγιου ενεργητικού υπολογίστηκε όπως περιγράφεται παρακάτω στον πίνακα 3.9.6. και απεικονίζεται στο διάγραμμα 3.9.6.

Πίνακας 3.9.6. Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Παγίου Ενεργητικού CCHBC (2007-2012)

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑ ΚΥΚΛΟΦ.ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ						
2007	2008	2009	2010	2011	2012*	M.O.
2,26	2,33	2,21	2,18	2,25	2,32	2,26

Πηγή: Ιδία επεξεργασία, 2013

Διάγραμμα 3.9.6. Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Παγίου Ενεργητικού CCHBC (2007 – 2012)



Πηγή: Ιδία επεξεργασία, 2013

Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας παγίου ενεργητικού μας αποκαλύπτει τη σχέση ανάμεσα στα πάγια (όπως εξοπλισμός) και τις πωλήσεις της εταιρείας. Ο εν λόγω αριθμοδείκτης αποτελεί ένδειξη της χρήσης των πάγιων περιουσιακών στοιχείων της CCHBC για την επίτευξη των πωλήσεών της.

Η πορεία του συγκεκριμένου αριθμοδείκτη δεν παρουσιάζεται με έντονες διακυμάνσεις και από το 2010 και έπειτα διαγράφει ανοδική τάση. Ο μέσος όρος του αριθμοδείκτη για την εξεταζόμενη περίοδο διαμορφώνεται στο 2,26. Παρατηρούμε ότι για το διάστημα 2008-2010, η τάση του αριθμοδείκτη είναι πτωτική, γεγονός που δείχνει μικρής υπερεπένδυσης σε πάγια στοιχεία. Από το 2010 και έπειτα, ο αριθμοδείκτης της ταχύτητας κυκλοφορίας των πάγιων στοιχείων με την ανοδική τάση που διαγράφει δείχνει εντατική χρησιμοποίηση ή εκμετάλλευση των πάγιων στοιχείων της επιχείρησης στη δημιουργία πωλήσεων. Οπότε, η επιχείρηση χρησιμοποιεί αποτελεσματικά τα πάγια στοιχεία της.

➤ **Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ίδιων Κεφαλαίων**

Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ιδίων κεφαλαίων υπολογίστηκε όπως περιγράφεται παρακάτω στον πίνακα 3.9.7 και απεικονίζεται στο διάγραμμα 3.9.7.

Πίνακας 3.9.7. Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ίδιων Κεφαλαίων CCHBC (2007-2012)

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΙΔ.ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ						
2007	2008	2009	2010	2011	2012*	M.O.
2,12	2,38	2,52	2,19	2,35	2,36	2,32

Πηγή: Ιδία επεξεργασία, 2013

Διάγραμμα 3.9.7. Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ίδιων Κεφαλαίων CCHBC (2007 – 2012)



Πηγή: Ιδία επεξεργασία, 2013

Η τάση αυτού του αριθμοδείκτη παρατηρούμε ότι για την περίοδο 2007-2009 διαγράφεται ανοδική σηματοδοτώντας ότι η κάθε μονάδα ιδίων κεφαλαίων συνεισέφερε όλο και περισσότερο στις επιτυγχανόμενες πωλήσεις. Αντιθέτως, το διάστημα 2010-2012 η πορεία του αριθμοδείκτη έχει αντιστραφεί. Πιο συγκεκριμένα, κατά το έτος 2010 το μέγεθος των ιδίων κεφαλαίων παρουσίασε σημαντική αύξηση της τάξεως του 19% σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Βέβαια, αύξηση παρουσίασαν και οι πωλήσεις, αλλά σε μικρότερο ποσοστό που άγγιξε μόλις το 3%. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την υποχώρηση του δείκτη από τις 2,52 στις 2,19 φορές. Η πορεία του αριθμοδείκτη για τα επόμενα χρόνια ακολούθησε σταθερή πορεία.

Κατά μέσο όρο, καθ'όλη την εξεταζόμενη περίοδο, η CCHBC παρουσίασε ένα αριθμοδείκτη ταχύτητας κυκλοφορίας ιδίων κεφαλαίων στα επίπεδα των 2,32 φορές. Αυτό

σημαίνει ότι, η CCHBC πραγματοποιεί πωλήσεις οι οποίες είναι σχεδόν διπλάσιες, κατά μέσο όρο, σε χρηματική αξία από τα επενδυμένα ίδια κεφάλαια των μετόχων στην εταιρεία. Με βάση το ικανοποιητικό αποτέλεσμα του συγκεκριμένου αριθμοδείκτη, συμπεραίνουμε ότι η εταιρεία πραγματοποιεί μεγάλου ύψους πωλήσεις σε σχέση με το ύψος των ιδίων κεφαλαίων της, κάτι που επηρεάζει θετικά την κερδοφορία της.

➤ **Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Είσπραξης Απαιτήσεων**

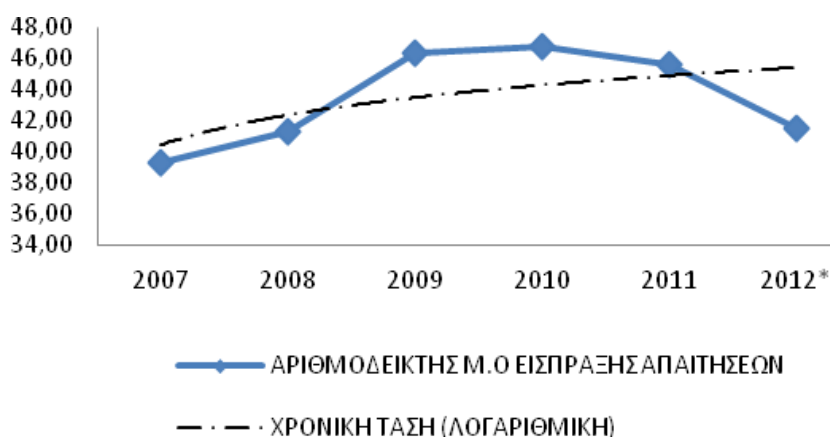
Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας είσπραξης απαιτήσεων υπολογίστηκε όπως περιγράφεται παρακάτω στον πίνακα 3.9.8 και απεικονίζεται στο διάγραμμα 3.9.8.

Πίνακας 3.9.8. Αριθμοδείκτης Μ.Ο. Είσπραξης Απαιτήσεων CCHBC (2007-2012)

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ Μ.Ο ΕΙΣΠΡΑΞΗΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ						
2007	2008	2009	2010	2011	2012*	Μ.Ο.
39,32	41,30	46,33	46,75	45,54	41,52	43,46

Πηγή: Ιδία επεξεργασία, 2013

Διάγραμμα 3.9.8. Αριθμοδείκτης Μ.Ο. Είσπραξης Απαιτήσεων CCHBC (2007 – 2012)



Πηγή: Ιδία επεξεργασία, 2013

Σύμφωνα με το συγκεκριμένο αριθμοδείκτη μπορούμε να διακρίνουμε αν οι απαιτήσεις της εταιρείας είναι πολύ μεγάλες σε σύγκριση με τις πωλήσεις της. Μεγάλη ταχύτητα στην είσπραξη των απαιτήσεων σημαίνει μικρότερη πιθανότητα ζημιών από επισφαλείς πελάτες. Αυτό όμως δε συμβαίνει απόλυτα στην περίπτωση εδώ εφόσον παρατηρούμε ότι η είσπραξη

των απαιτήσεων γίνεται κατά μέσο όρο 44 φορές, μέγεθος που μαρτυρά ότι οι απαιτήσεις της εξεταζόμενης εταιρείας εισπράττονται όχι και τόσο έγκαιρα από την εταιρεία. Παρόλα αυτά, το αποτέλεσμα του εν λόγω αριθμοδείκτη δείχνει ότι ο χρόνος δεσμεύσεως των κεφαλαίων του ομίλου κινείται σε υγιή πλαίσια.

Εντυπωσιακή ήταν η αύξηση του αριθμοδείκτη από 39,32 ημέρες το 2007 στις 46,75 το 2010 για τη CCHBC. Αυτό πρακτικά δείχνει ότι ο όμιλος δε διαθέτει μεγάλη ταχύτητα για την είσπραξη των απαιτήσεων με αποτέλεσμα να υπάρχει μικρή πιθανότητα ζημιών από επισφαλείς πελάτες που μπορεί να εμφανίστηκαν λόγω της οικονομικής κρίσης.

Η παρακολούθηση της τάσης είναι διαχρονικά χρήσιμη για την αξιολόγηση της ποιότητας και της ρευστότητας των απαιτήσεων. Για το 2012, ο μέσος όρος είσπραξης των απαιτήσεων παρουσιάζεται σε ικανοποιητικά επίπεδα, παρόλα αυτά δε πρέπει να παραβλέπουμε την τάση του αριθμοδείκτη που παρουσιάζεται ανοδική.

➤ **Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Πληρωμής Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων**

Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας πληρωμής βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων υπολογίστηκε όπως περιγράφεται παρακάτω στον πίνακα 3.9.9. και απεικονίζεται στο διάγραμμα 3.9.9.

Πίνακας 3.9.9. Αριθμοδείκτης Μ.Ο. Πληρωμής Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων CCHBC (2007-2012)

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ Μ.Ο ΠΛΗΡ. ΒΡΑΧ. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ						
2007	2008	2009	2010	2011	2012*	Μ.Ο.
89,39	118,93	91,62	109,41	102,32	115,14	104,47

Πηγή: Ιδία επεξεργασία, 2013

Διάγραμμα 3.9.9. Αριθμοδείκτης Μ.Ο. Πληρωμής Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων CCHBC (2007 – 2012)



Πηγή: Ιδία επεξεργασία, 2013

Οι τιμές του εν λόγω αριθμοδείκτη είναι αποτέλεσμα της μεταβολής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων του ομίλου σε συνάρτηση με τις αντίστοιχες πωλήσεις. Πιο συγκεκριμένα ο όμιλος μπορεί να πληρώσει τις υποχρεώσεις του για την εξεταζόμενη περίοδο κατά μέσο όρο μετά από 105 ημέρες.

Σε γενικές γραμμές, η τάση του αριθμοδείκτη ταχύτητας εξόφλησης βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων παρουσιάζεται σταθεροποιητική κατά το χρονικό διάστημα που εξετάζουμε.

Στο σημείο αυτό αξίζει να συγκρίνουμε την ταχύτητα είσπραξης απαιτήσεων με την ταχύτητα πληρωμής βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της CCHBC. Έπειτα από τη σύγκριση, διακρίνουμε ότι η πρώτη είναι κατά μέσο όρο μικρότερη από τη δεύτερη (44 < 104 ημέρες). Με τον τρόπο αυτό παρατηρούμε ότι οι υποχρεώσεις της CCHBC εξοφλούνται με βραδύτερο ρυθμό από ότι εισπράττονται οι απαιτήσεις από τους πελάτες της. Ως εκ τούτου, η CCHBC δε χρειάζεται να διατηρεί μεγάλα ποσά σε κυκλοφοριακά στοιχεία, δεδομένου ότι γίνεται μια ορισμένη χρηματοδότηση αυτής από τους πιστωτές της.

➤ Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ενεργητικού

Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού υπολογίστηκε όπως περιγράφεται παρακάτω στον πίνακα 3.9.10 και απεικονίζεται στο διάγραμμα 3.9.10.

Πίνακας 3.9.10. Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ενεργητικού CCHBC (2007-2012)

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ						
2007	2008	2009	2010	2011	2012*	M.O.
0,97	0,93	0,96	0,94	0,95	0,97	0,95

Πηγή: Ιδία επεξεργασία, 2013

Διάγραμμα 3.9.10. Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ενεργητικού CCHBC (2007 – 2012)



Πηγή: Ιδία επεξεργασία, 2013

Ο εν λόγω αριθμοδείκτης παρέχει ενδείξεις για το πόσο η επιχείρηση χρησιμοποιεί εντατικά τα περιουσιακά της στοιχεία προκειμένου να πραγματοποιεί τις πωλήσεις της. Έπειτα από τον υπολογισμό του αριθμοδείκτη κυκλοφορίας ενεργητικού, παρατηρούμε ότι η εταιρεία χρησιμοποιεί τα στοιχεία του ενεργητικού της σε μεγάλο βαθμό για την πραγματοποίηση των πωλήσεών της. Επίσης, συμπεραίνουμε ότι τα στοιχεία του ενεργητικού χρησιμοποιούνται από την CCHBC σε έναν ικανοποιητικό βαθμό, αφού κατά μέσο όρο την τελευταία εξαετία οι καθαρές πωλήσεις του ομίλου ανέρχονται στα ίδια επίπεδα με το σύνολο του ενεργητικού.

Από τον υπολογισμό του συγκεκριμένου αριθμοδείκτη φαίνεται αν υπάρχει υπερεπένδυση κεφαλαίων στην επιχείρηση σε σχέση με το ύψος των πωλήσεών της. Όπως διακρίνουμε και από το γράφημα η τάση του εν λόγω αριθμοδείκτη παρουσιάζεται σταθεροποιητική, οπότε δε μπορούμε να ισχυριστούμε ότι υπάρχει υπερεπένδυση κεφαλαίων στην επιχείρηση.

Ανάλυση της CCHBC με αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας

➤ Αριθμοδείκτης Περιθωρίου Μικτού Κέρδους

Ο αριθμοδείκτης περιθωρίου μικτού κέρδους υπολογίστηκε όπως περιγράφεται παρακάτω στον πίνακα 3.9.11 και απεικονίζεται στο διάγραμμα 3.9.11.

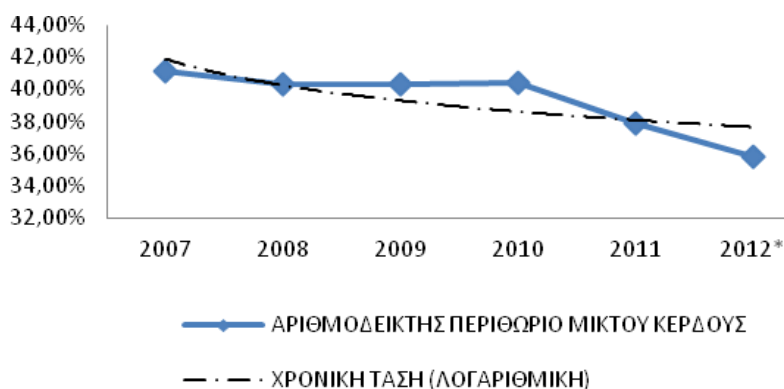
Ο αριθμοδείκτης αυτός, απεικονίζει τη σχέση μεταξύ του μικτού κέρδους και των πωλήσεων καθώς επίσης, προσδιορίζει το βαθμό κάλυψης των λειτουργικών και άλλων εξόδων και το περιθώριο πραγματοποίησης καθαρών κερδών.

Πίνακας 3.9.11. Αριθμοδείκτης Περιθωρίου Μικτού Κέρδους CCHBC (2007-2012)

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΜΙΚΤΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ						
2007	2008	2009	2010	2011	2012*	M.O.
41,1%	40,3%	40,3%	40,4%	37,9%	35,8%	39,3%

Πηγή: Ιδία επεξεργασία, 2013

Διάγραμμα 3.9.11. Αριθμοδείκτης Περιθωρίου Μικτού Κέρδους CHBC (2007 – 2012)



Πηγή: Ιδία επεξεργασία, 2013

Παρατηρώντας το παραπάνω διάγραμμα είναι φανερό η πτωτική τάση του αριθμοδείκτη μικτού περιθωρίου τα τελευταία χρόνια. Το γεγονός αυτό πρέπει να ληφθεί υπόψη εφόσον ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης υποδηλώνει τη διαρκώς μειωμένη αποδοτικότητα και δυναμικότητα που έχει ο όμιλος CCHBC.

Παρόλα αυτά, το μικτό περιθώριο κέρδος της CCHBC διαμορφώνεται κατά μέσο όρο στο 38,80%, περιθώριο το οποίο κρίνεται ως ικανοποιητικό, προκειμένου η εταιρεία να είναι σε θέση να ανταποκριθεί στην κάλυψη των λειτουργικών της εξόδων και ταυτόχρονα να αφήνει ένα ικανοποιητικό καθαρό κέρδος συναρτήσει του κύκλου εργασιών που επιτυγχάνει αλλά και των επενδυμένων σε αυτήν ιδίων κεφαλαίων των μετόχων. Το ικανοποιητικό αυτό αποτέλεσμα του μικτού περιθωρίου κέρδους βασίζεται κυρίως στο μεγάλο όγκο πωλήσεων των προϊόντων της CCHBC, που επιτυγχάνεται λόγω της πολιτικής που εφαρμόζει για την προώθηση των προϊόντων της στην αγορά του εσωτερικού και του εξωτερικού, αναζητώντας συνεχώς νέες αγορές όπου θα μπορούσαν να διατεθούν τα προϊόντα της.

Με βάση τον πίνακα και το διάγραμμα που παρουσιάζονται παραπάνω, παρατηρούμε ότι ο αριθμοδείκτης περιθωρίου μικτού κέρδους διαχωρίζεται σε δύο διαστήματα. Το πρώτο διάστημα 2007- 2010, η CCHBC εμφανίζεται σταθερά με μεγαλύτερα ποσοστά εξασφαλίζοντας υψηλότερα μικτά κέρδη με τιμές άνω του 40%. Γεγονός το οποίο αντικατοπτρίζει την κερδοφορία της επιχείρησης στο προαναφερόμενο διάστημα. Από το 2011 όμως και μετά, ο αριθμοδείκτης ακολούθησε πτωτική πορεία με αποτέλεσμα το περιθώριο μικτού κέρδους να εμφανίζεται σε χαμηλά επίπεδα. Σύμφωνα με τα παραπάνω προκύπτει ότι, για τα χαμηλά ποσοστά που εμφανίζεται ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης και η πτωτική πορεία που διαγράφεται από το 2010 και έπειτα οφείλονται κυρίως στην εμφάνιση της οικονομικής κρίσης στην Ελλάδα.

➤ Αριθμοδείκτης Περιθωρίου Καθαρού Κέρδους

Ο αριθμοδείκτης περιθωρίου καθαρού κέρδους υπολογίστηκε όπως περιγράφεται παρακάτω στον πίνακα 3.9.12 και απεικονίζεται στο διάγραμμα 3.9.12.

Πίνακας 3.9.12. Αριθμοδείκτης Περιθωρίου Καθαρού Κέρδους CCHBC (2007-2012)

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΚΑΘΑΡΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ						
2007	2008	2009	2010	2011	2012*	M.O.
7,5%	3,4%	6,4%	6,4%	4,0%	2,7%	5,1%

Πηγή: Ιδία επεξεργασία, 2013

Διάγραμμα 3.9.12. Αριθμοδείκτης Περιθωρίου Καθαρού Κέρδους CSHBC (2007 – 2012)



Πηγή: Ιδία επεξεργασία, 2013

Ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης δείχνει το καθαρό κέρδος, που έχει μια επιχείρηση από την πώληση προϊόντων. Μετά τον υπολογισμό του εν λόγω αριθμοδείκτη για την τελευταία εξαετία συμπεραίνουμε ότι κατά μέσο όρο κυμάνθηκε σε ικανοποιητικά επίπεδα.

Ωστόσο, η τάση του αριθμοδείκτη αυτού παρουσιάζει πτωτική πορεία κατά τη χρονική περίοδο που εξετάζουμε, σημάδι αρνητικό για την κερδοφορία της εταιρείας. Αυτό οφείλεται κυρίως στο ύψος του κόστους πωληθέντων το οποίο αυξάνεται με μεγαλύτερο ρυθμό από την αύξηση των εσόδων από πωλήσεις.

➤ Αριθμοδείκτης Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων

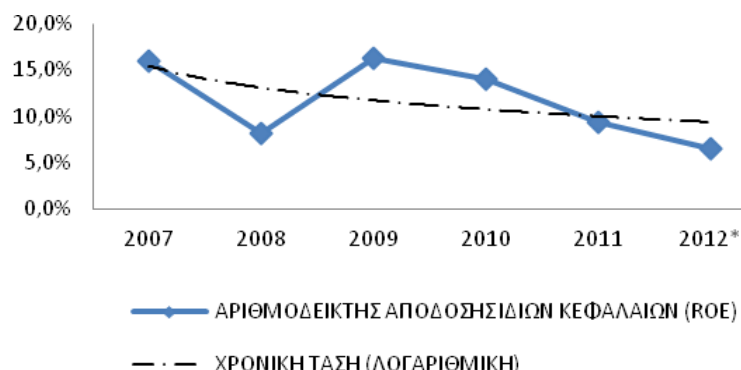
Ο αριθμοδείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων υπολογίστηκε όπως περιγράφεται παρακάτω στον πίνακα 3.9.13 και απεικονίζεται στο διάγραμμα 3.9.13.

Πίνακας 3.9.13. Αριθμοδείκτης Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων CSHBC (2007-2012)

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (ROE)						
2007	2008	2009	2010	2011	2012*	Μ.Ο.
15,9%	8,2%	16,2%	14,0%	9,4%	6,5%	11,7%

Πηγή: Ιδία επεξεργασία, 2013

**Διάγραμμα 3.9.13. Αριθμοδείκτης Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων CCHBC
(2007 – 2012)**



Πηγή: Ιδία επεξεργασία, 2013

Πρόκειται για ένα σημαντικό αριθμοδείκτη, γιατί δείχνει την ικανότητα της επιχείρησης να δημιουργεί κέρδη. Επίσης, ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης αφορά άμεσα τους χρηματοδότες- μετόχους της εταιρείας, αφού το αποτέλεσμα του σηματοδοτεί την απόδοση των κεφαλαίων που έχουν επενδύσει στην εν λόγω εταιρεία.

Η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων, ήταν θετική για όλο το διάστημα 2007– 2012 που υποδηλώνει τη διαχρονική ικανότητα δημιουργίας κερδών της CCHBC. Παρατηρώντας το παραπάνω διάγραμμα είναι εμφανής η πτωτική τάση του αριθμοδείκτη από το 2009 και έπειτα. Παρόλα αυτά, ο αριθμοδείκτης παραμένει σε θετικά επίπεδα έχοντας, κατά την εξεταζόμενη περίοδο, απόδοση κατά μέσο όρο 11,7%. Ο υπό εξέταση όμιλος επιχειρήσεων αποτελεί μια ελκυστική μορφή επένδυσης, αφού μέσα από τη δραστηριότητά του αποδίδει στους μετόχους του αποδόσεις ικανοποιητικές, λαμβανομένης υπόψη του τις σχέσεις κινδύνου-αποδόσεως αλλά και του κόστους ευκαιρίας.

➤ Αριθμοδείκτης Απόδοσης Παγίων

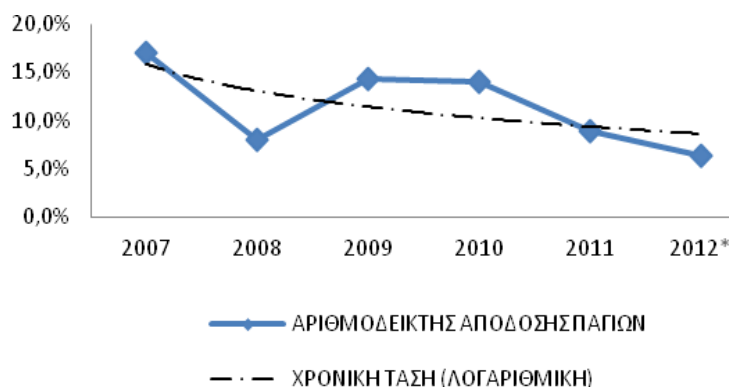
Ο αριθμοδείκτης απόδοσης παγίων υπολογίστηκε όπως περιγράφεται παρακάτω στον πίνακα 3.9.14 και απεικονίζεται στο διάγραμμα 3.9.14.

Πίνακας 3.9.14. Αριθμοδείκτης Απόδοσης Παγίων CCHBC (2007-2012)

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΠΑΓΙΩΝ						
2007	2008	2009	2010	2011	2012*	Μ.Ο.
17,0%	8,0%	14,2%	13,9%	8,9%	6,4%	11,4%

Πηγή: Ιδία επεξεργασία, 2013

Διάγραμμα 3.9.14. Αριθμοδείκτης Απόδοσης Παγίων CCHBC (2007 – 2012)



Πηγή: Ιδία επεξεργασία, 2013

Ο όμιλος CCHBC χρησιμοποίησε το σύνολο των παγίων του αποδοτικά ώστε ο αριθμοδείκτης βασιζόμενος στα καθαρά της κέρδη να εμφανίσει θετικές τιμές. Παρόλα αυτά, όπως είναι εμφανές και από την τάση του αριθμοδείκτη, ο όμιλος παρουσίασε πτώση των καθαρών κερδών του κατά τα έτη 2011-2012 επηρεασμένος από την οικονομική κρίση με αποτέλεσμα να εμφανίζεται σε χαμηλότερα ποσοστά ο αριθμοδείκτης.

Τα καθαρά κέρδη μειώθηκαν κατά τα έτη 2011-2012 και η μείωση των κερδών οφείλεται στη μείωση του EBITDA. Το πάγιο ενεργητικό παρατηρείται να είναι αυξημένο την περίοδο 2010-2012 σε σχέση με την περίοδο 2007-2009. Τα παραπάνω γεγονότα μείωσαν τον αριθμοδείκτη απόδοσης παγίων, διαμορφώνοντας τον στο 6,4% το 2012 έναντι 8,9% το 2011.

➤ **Αριθμοδείκτης Απόδοσης Κυκλοφορούντος Ενεργητικού**

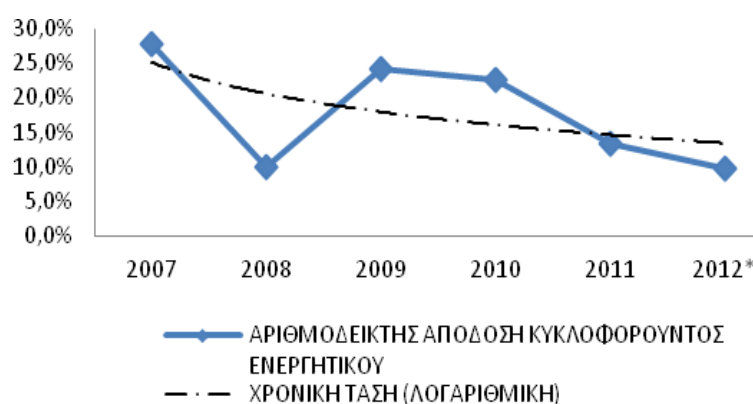
Ο αριθμοδείκτης απόδοσης κυκλοφορούντος ενεργητικού υπολογίστηκε όπως περιγράφεται παρακάτω στον πίνακα 3.9.15 και απεικονίζεται στο διάγραμμα 3.9.15.

Πίνακας 3.9.15. Αριθμοδείκτης Απόδοσης Κυκλοφορούντος Ενεργητικού CCHBC (2007-2012)

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ						
2007	2008	2009	2010	2011	2012*	Μ.Ο.
27,8%	10,1%	24,1%	22,5%	13,3%	9,8%	17,9%

Πηγή: Ιδία επεξεργασία, 2013

Διάγραμμα 3.9.15. Αριθμοδείκτης Απόδοσης Κυκλοφορούντος Ενεργητικού CCHBC (2007 – 2012)



Πηγή: Ιδία επεξεργασία, 2013

Σύμφωνα με το συγκεκριμένο αριθμοδείκτη, ο όμιλος CCHBC φαίνεται να αξιοποιεί αποδοτικά το κυκλοφορούν ενεργητικό σε σχέση με τα καθαρά του κέρδη καθώς ο αριθμοδείκτης παρουσιάζει μόνο θετικές τιμές. Κατά την εξεταζόμενη περίοδο, ο αριθμοδείκτης παρουσιάζεται με απόδοση κατά μέσο όρο 17,9%. Όπως είναι εμφανές και από την τάση του αριθμοδείκτη, ο όμιλος παρουσίασε πτώση των καθαρών κερδών του κατά τα έτη 2011-2012 επηρεασμένος από την οικονομική κρίση, με αποτέλεσμα να εμφανίζεται σε χαμηλότερα ποσοστά ο αριθμοδείκτης.

Ανάλυση της CCHBC με αριθμοδείκτες Διάρθρωσης

➤ Αριθμοδείκτης Ξένων Κεφαλαίων προς Ίδια Κεφάλαια

Ο αριθμοδείκτης ξένων προς ίδια κεφάλαια υπολογίστηκε όπως περιγράφεται παρακάτω στον πίνακα 3.9.16 και απεικονίζεται στο διάγραμμα 3.9.16.

Πίνακας 3.9.16. Αριθμοδείκτης Ξένων Κεφαλαίων προς Ίδια Κεφάλαια CCHBC (2007-2012)

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΥΠΕΡΧΡΕΩΣΗΣ (ΞΕΝΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΠΡΟΣ ΙΔΙΑ)						
2007	2008	2009	2010	2011	2012*	Μ.Ο.
1,17	1,57	1,62	1,34	1,48	1,42	1,43

Πηγή: Ίδια επεξεργασία, 2013

Διάγραμμα 3.9.16. Αριθμοδείκτης Ξένων Κεφαλαίων προς Ίδια Κεφάλαια CCHBC (2007 – 2012)



Πηγή: Ίδια επεξεργασία, 2013

Σύμφωνα με το συγκεκριμένο αριθμοδείκτη, ο όμιλος CCHBC φαίνεται να αξιοποιεί περισσότερο τα ξένα από τα ίδια κεφάλαια. Κατά την εξεταζόμενη περίοδο, ο αριθμοδείκτης παρουσιάζεται με απόδοση κατά μέσο όρο 1,43. Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης (και πάνω από το 1), τόσο υπερχρεωμένη είναι η επιχείρηση. Ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης χρησιμοποιείται από τους δανειστές της επιχείρησης για να εκτιμήσουν τον βαθμό ασφάλειας που τους εξασφαλίζουν τα ίδια κεφάλαια, αλλά και από την διοίκηση και τους μετόχους της επιχείρησης για να διαπιστώσουν το επίπεδο στο οποίο έχει φθάσει η χρήση κεφαλαιακής

μόχλευσης. Στην περίπτωση εδώ, ο αριθμοδείκτης μας δείχνει ότι οι φορείς της επιχείρησης συμμετέχουν σ' αυτή με λιγότερα κεφάλαια από ότι οι πιστωτές της. Υψηλές τιμές του αριθμοδείκτη εκφράζουν περιορισμένη εξασφάλιση των πιστωτών της επιχείρησης.

➤ Αριθμοδείκτης Οικονομικής Μόχλευσης

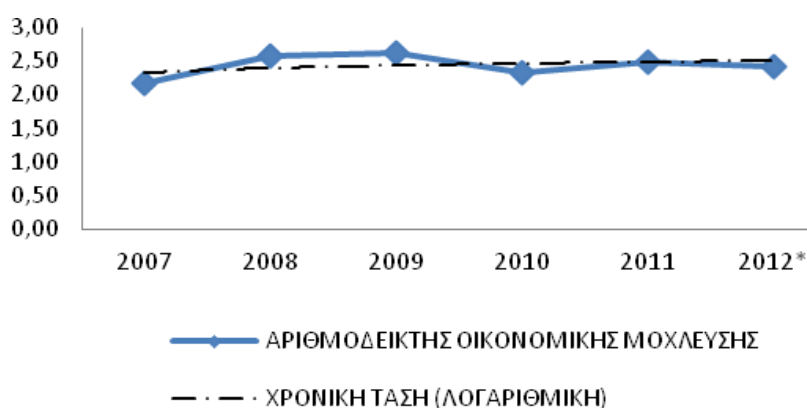
Ο αριθμοδείκτης οικονομικής μόχλευσης υπολογίστηκε όπως περιγράφεται παρακάτω στον πίνακα 3.9.17 και απεικονίζεται στο διάγραμμα 3.9.17.

Πίνακας 3.9.17. Αριθμοδείκτης Οικονομικής Μόχλευσης CCHBC (2007-2012)

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ						
2007	2008	2009	2010	2011	2012*	Μ.Ο.
2,17	2,57	2,62	2,34	2,48	2,43	2,43

Πηγή: Ιδία επεξεργασία, 2013

Διάγραμμα 3.9.17. Αριθμοδείκτης Οικονομικής Μόχλευσης CCHBC (2007 – 2012)



Πηγή: Ιδία επεξεργασία, 2013

Σταθεροποιητική διαγράφεται η τάση του αριθμοδείκτη χρηματοοικονομικής μόχλευσης κατά την εξεταζόμενη περίοδο 2007- 2012, με το μέσο όρο αυτού να διαμορφώνεται στις 2,43 φορές. Το αποτέλεσμα του εν λόγω αριθμοδείκτη είναι ιδιαίτερος ικανοποιητικό εφόσον είναι μεγαλύτερο της μονάδας κάτι που δηλώνει ότι η επίδραση της μόχλευσης είναι θετική για τον όμιλο. Τα δανειακά κεφάλαια του ομίλου χρησιμοποιούνται από αυτόν αποδίδοντας σε μεγαλύτερο ποσοστό από εκείνο του κόστους δανεισμού. Έτσι, η μεταβολή των κερδών και της απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων είναι θετική στον όμιλο. Επιπλέον, η θετική πορεία του αριθμοδείκτη μέσα στο εξεταζόμενο χρονικό διάστημα υποδηλώνει ότι η διοίκηση της

εταιρείας είναι πολύ αποτελεσματική και έχει επιτύχει τη διατήρηση των εν λόγω αριθμοδείκτη σταθερά σε επίπεδα άνω της μονάδας.

3.10 Συμπεράσματα από τη Χρηματοοικονομική ανάλυση της CCHBC

Στο συγκεκριμένο κεφάλαιο έγινε λεπτομερής παρουσίαση του **ομίλου Coca Cola H.B.C.** καθώς και ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων του με χρήση των σπουδαιότερων αριθμοδεικτών.

Η Coca Cola HBC είναι ο δεύτερος μεγαλύτερος εμφιαλωτής προϊόντων της εταιρείας The Coca Cola Company παγκοσμίως και ο μεγαλύτερος με έδρα την Ευρώπη. Έχει εκτεταμένη γεωγραφική κάλυψη, δραστηριοποιούμενη σε 28 χώρες, όπου εξυπηρετεί περισσότερους από 581 εκατομμύρια ανθρώπους. Η Coca Cola HBC προσφέρει μεγάλη ποικιλία μη αλκοολούχων έτοιμων προς κατανάλωση αναψυκτικών στις εξής κατηγορίες: ανθρακούχα αναψυκτικά, χυμοί, εμφιαλωμένο νερό, ποτά για αθλούμενους, ποτά ενέργειας, έτοιμο προς κατανάλωση τσάι και καφέ.

Η ανάλυση της Coca Cola HBC αφορά τα σπουδαιότερα χρηματοοικονομικά μεγέθη του ομίλου και την πορεία που αυτά διαμόρφωσαν την τελευταία εξαετία (2007-2012). Το 2012, πολλές από τις αγορές όπου δραστηριοποιείται ο όμιλος ήρθαν αντιμέτωπες με την αυξημένη οικονομική αβεβαιότητα και εμφανίστηκαν να πλήττονται από την επιδεινούμενη οικονομική ύφεση ως αποτέλεσμα της κρίσης χρέους. Οι απότομες αυξήσεις στο κόστος πρώτων υλών, οι διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών και η φθίνουσα καταναλωτική εμπιστοσύνη έπληξαν τον όγκο πωλήσεων, τα έσοδα και την κερδοφορία της. Στην Ελλάδα, η κατάσταση επιδεινώθηκε περισσότερο από την κρίση κρατικού χρέους και τη λήψη πρόσθετων μέτρων λιτότητας. Ωστόσο, παρά τις αντίξοες αυτές συνθήκες, ο ρυθμός αύξησης των εσόδων ξεπέρασε αυτόν του όγκου των πωλήσεων. Παράλληλα, μέσα σε αυτό το περιβάλλον, ο όμιλος κατόρθωσε να εδραιώσει την ηγετική του θέση στην αγορά διατηρώντας το μερίδιό του στην κατηγορία των αναψυκτικών. Αυτό οφείλεται κυρίως στις επιτυχημένες ενέργειες προώθησης των προϊόντων με το σήμα Coca-Cola.

Στην ενότητα αυτή, συνοψίζονται τα αποτελέσματα από την ανάλυση που έγινε στα βασικά οικονομικά μεγέθη του Ομίλου CCHBC κατά την εξεταζόμενη περίοδο, σύμφωνα με τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις του.

Όσον αφορά στις **πωλήσεις** του Ομίλου παρατηρούμε ότι αυξήθηκαν κατά 3% για το έτος 2012 ενώ για τα έτη 2007-2012 ότι οι πωλήσεις του Ομίλου παρουσίασαν κατά μέσο όρο αύξηση κατά 1,85%.

Σχετικά με τα συγκρίσιμα **λειτουργικά κέρδη (EBIT)** παρατηρούμε μείωση κατά 12% για το έτος 2012 ενώ για τα έτη 2007-2012, μείωση κατά 5%. Το αρνητικό αντίκτυπο των συναλλαγματικών ισοτιμιών και το υψηλό κόστος πρώτων υλών δεν συνετέλεσαν για να αποτραπεί αυτό το αποτέλεσμα.

Συνοψίζοντας τα αποτελέσματα από τους αριθμοδείκτες που χρησιμοποιήθηκαν για τη Χρηματοοικονομική Ανάλυση της Coca Cola HBC μπορούμε να κάνουμε τις εξής παρατηρήσεις που η εταιρεία πρέπει να λάβει υπόψη, και σχετίζονται με: (1) μειωμένη ρευστότητα, (2) εξαντλητική χρήση κεφαλαίου κίνησης, (3) πτωτική πορεία του περιθωρίου κέρδους, (4) αυξημένη χρήση ξένων κεφαλαίων (υπερχρέωση), και (5) οι υποχρεώσεις της εξοφλούνται με βραδύτερο ρυθμό από ότι εισπράττονται οι απαιτήσεις από τους πελάτες της. Παρόλα αυτά, υπάρχουν θετικά σημεία που πρέπει επίσης να αναφερθούν, όπως: (1) γρήγορη ταχύτητα ανανέωσης αποθεμάτων, (2) αποτελεσματική και εντατική χρήση των πάγιων περιουσιακών της στοιχείων, (3) οι πωλήσεις είναι σχεδόν διπλάσιες, από τα επενδυμένα ίδια κεφάλαια των μετόχων, κάτι που επηρεάζει θετικά την κερδοφορία της, και (4) θετική πορεία της χρηματοοικονομικής μόγλευσης.

Για την αξιολόγηση της **ρευστότητας** του Ομίλου χρησιμοποιήθηκαν οι αριθμοδείκτες γενικής, άμεσης και ταμειακής ρευστότητας. Η **ρευστότητα** κατά την εξεταζόμενη περίοδο δεν εμφανίζεται ικανοποιητική αφού αναδεικνύεται η δυσκολία της εταιρείας να καλύπτει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Αυτό οφείλεται κυρίως στο ότι το κυκλοφορούν ενεργητικό της εταιρείας αποτελείται περισσότερο από περιουσιακά στοιχεία τα οποία χαρακτηρίζονται ως λιγότερο ευκόλως ρευστοποιήσιμα και όχι τόσο από ρευστά διαθέσιμα, τα οποία μπορούν να χρησιμοποιηθούν άμεσα προς κάλυψη των βραχυπροθέσμων αναγκών της εταιρείας. Για το 2012, η εταιρεία δυσκολεύεται να αντεπεξέλθει άμεσα στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της, γεγονός που καταδεικνύει την ανάγκη της να εξασφαλίσει επαρκή ρευστότητα. Παρ' όλα αυτά, δε μπορεί να θεωρηθεί ότι η εταιρεία κινδυνεύει από πρόβλημα ρευστότητας διότι (1) όσον αφορά στα αποθέματά της, σε τελικά προϊόντα έτοιμα προς διάθεση, έχουν μεγάλη ζήτηση λόγω της μεγάλης αναγνωρισιμότητας από τους καταναλωτές και δύσκολα παραμένουν αδιάθετα καθώς επίσης, (2) οι απαιτήσεις των εταιρειών του ομίλου από τους πελάτες τους, παρόλο που αυξάνονται, φαίνεται ότι

συνεισφέρουν θετικά στην κάλυψη των ληξιπρόθεσμων υποχρεώσεων. Σχετικά με τα προϊόντα της Coca Cola HBC αναφέρουμε ότι έχουν το μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς για το συγκεκριμένο κλάδο. Από την άλλη πλευρά όμως, πρέπει να λάβουμε υπόψη ότι το χαρτοφυλάκιο των προϊόντων της αποτελείται από αγαθά που δε χαρακτηρίζονται ως πρώτης ανάγκης.

Για την αξιολόγηση της **δραστηριότητας** του Ομίλου χρησιμοποιήθηκαν οι αριθμοδείκτες: ταχύτητας κυκλοφορίας καθαρού κεφαλαίου κίνησης, ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων, ταχύτητας κυκλοφορίας παγίου ενεργητικού, Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ίδιων Κεφαλαίων, Μ.Ο. είσπραξης των απαιτήσεων, Μ.Ο. βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ενεργητικού.

Ο αριθμοδείκτης **ταχύτητας κυκλοφορίας καθαρού κεφαλαίου κίνησης** εμφανίζεται με έντονες γενικά διακυμάνσεις και την τάση του να διαγράφεται σημαντικά καθοδική, κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Οι πωλήσεις της εταιρείας κατά μέσο όρο καλύπτουν 21 περίπου φορές το κεφάλαιο κίνησης, μέγεθος που μαρτυρά ότι το καθαρό κεφάλαιο κίνησης της CCHBC χρησιμοποιείται εξαντλητικά και είναι κατά πολύ μικρότερο των επιτυγχανόμενων πωλήσεων. Αυτό συνδέεται και με τα χαμηλά επίπεδα γενικής ρευστότητας που παρατηρούνται. Η ανεπάρκεια των κεφαλαίων κίνησης, ίσως, οδηγεί σε αυξημένες τρέχουσες υποχρεώσεις και χαμηλή ταχύτητα ανανέωσης αποθεμάτων, αλλά και σε χαμηλή ταχύτητα της είσπραξης απαιτήσεων. Επίσης, η αρνητική της πορεία που ακολούθησε για τα έτη 2010 και 2012, δείχνει ότι, οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της εταιρείας είναι περισσότερες από το κυκλοφορούν ενεργητικό της. Αυτό συνέβη διότι το ύψος των κυκλοφοριακών στοιχείων του Ομίλου διαμορφώθηκε σε μικρότερα επίπεδα από το ύψος του βραχυπρόθεσμου δανεισμού.

Όσον αφορά στην **ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων**, ο όμιλος CCHBC ανανεώνει με γοργούς ρυθμούς τα αποθέματα των εμπορευμάτων του (κατά μέσο όρο 25 ημέρες) κάτι που σηματοδοτεί την υψηλή ζήτηση των προϊόντων του αλλά και την υψηλή αποτελεσματικότητα της λειτουργίας του. Από την σταθερή τάση του συγκεκριμένου αριθμοδείκτη, συμπεράνουμε ότι ο όμιλος CCHBC τηρεί μια ορθή πολιτική αποθεματοποίησης των ετοιμών προϊόντων του σε σχέση με τον κύκλο εργασιών του. Έτσι, δεν παρατηρείται υπεραποθεματοποίηση των τελικών του προϊόντων μέχρι τη στιγμή διαθέσεώς τους στους πελάτες. Με τη συγκεκριμένη πολιτική, η CCHBC επιτυγχάνει να μην επιβαρύνεται με υπερβολικά κόστη αποθήκευσης και υψηλό κόστος ευκαιρίας από τη

δέσμευση κεφαλαίων σε αποθέματα ή τόκους κεφαλαίων που συνδέονται με την παραγωγή και αποθήκευση τους. Με αυτόν τον τρόπο, αποφεύγεται και ο κίνδυνος μη πώλησης των αποθεμάτων της είτε λόγω αλλοιώσεων είτε λόγω αλλαγής των προτιμήσεων των καταναλωτών (π.χ λόγω εποχικότητας κλπ).

Η εταιρεία χρησιμοποιεί αποτελεσματικά τα πάγια στοιχεία της, γεγονός που μαρτυρά η ανοδική πορεία του αριθμοδείκτη **ταχύτητας κυκλοφορίας παγίου ενεργητικού** από το 2010 και έπειτα. Αυτό υποδηλώνει την εντατική χρησιμοποίηση ή εκμετάλλευση των πάγιων στοιχείων της εταιρείας για τη δημιουργία πωλήσεων.

Η τάση του αριθμοδείκτη **Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ίδιων Κεφαλαίων** για την περίοδο 2007-2009 διαγράφεται ανοδική σηματοδοτώντας ότι τα ίδια κεφάλαια συνεισέφεραν όλο και περισσότερο στις επιτυγχανόμενες πωλήσεις. Αντιθέτως, για το έτος 2010, τα ίδια κεφάλαια παρουσίασαν σημαντική αύξηση, μεγαλύτερη της αύξησης των πωλήσεων. Παρ' όλα αυτά, για τα επόμενα χρόνια, ακολούθησε σταθερή πορεία του αριθμοδείκτη. Με βάση τα ικανοποιητικά αποτελέσματα από τον υπολογισμό του συγκεκριμένου αριθμοδείκτη, φάνηκε ότι, οι πωλήσεις που πραγματοποιεί η CCHBC είναι σχεδόν διπλάσιες, κατά μέσο όρο, σε χρηματική αξία από τα επενδυμένα ίδια κεφάλαια των μετόχων στην εταιρεία, κάτι που επηρεάζει θετικά την κερδοφορία της.

Ο μέσος όρος **προθεσμίας είσπραξης των απαιτήσεων** διαμορφώθηκε σε 44 μέρες, που σημαίνει ότι οι απαιτήσεις της εξεταζόμενης εταιρείας δεν εισπράττονται έγκαιρα από την εταιρεία με αποτέλεσμα να υπάρχει μικρή πιθανότητα ζημιών από επισφαλείς πελάτες που μπορεί να εμφανίστηκαν λόγω της οικονομικής κρίσης. Από την άλλη πλευρά, ο μέσος όρος **προθεσμίας εξόφλησης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων** κυμάνθηκε σε 105 ημέρες με την τάση του να παρουσιάζεται σταθεροποιητική. Στο σημείο αυτό αξίζει να παρατηρήσουμε ότι, οι υποχρεώσεις της CCHBC εξοφλούνται με βραδύτερο ρυθμό από ότι εισπράττονται οι απαιτήσεις από τους πελάτες της. Ως εκ τούτου, η CCHBC δε χρειάζεται να διατηρεί μεγάλα ποσά σε κυκλοφοριακά στοιχεία, δεδομένου ότι γίνεται μια ορισμένη χρηματοδότηση αυτής από τους πιστωτές της.

Η εταιρεία φαίνεται να χρησιμοποιεί εντατικά τα περιουσιακά της στοιχεία προκειμένου να πραγματοποιεί τις πωλήσεις της, σύμφωνα με την **Ταχύτητα Κυκλοφορίας Ενεργητικού**. Τα στοιχεία του ενεργητικού χρησιμοποιούνται σε ικανοποιητικό βαθμό, αφού κατά μέσο όρο την τελευταία εξαετία οι καθαρές πωλήσεις του ομίλου ανέρχονται στα ίδια επίπεδα με το σύνολο του ενεργητικού.

Η **αποδοτικότητα** των επιχειρήσεων αξιολογείται με τους αριθμοδείκτες αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων, αποδοτικότητας παγίων και αποδοτικότητας κυκλοφορούντος ενεργητικού. Η μέση αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων παρουσίασε αυξομειώσεις την πενταετία 2007-2012, διαμορφούμενη σε 11,7%. Η μέση αποδοτικότητα παγίων κυμάνθηκε περίπου στα ίδια επίπεδα (11,4%). Η μέση αποδοτικότητα κυκλοφορούντος ενεργητικού κυμάνθηκε σε υψηλότερα επίπεδα (17,9%). Πιο αναλυτικά:

Η **αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων** ήταν θετική για όλο το διάστημα 2007– 2012 που υποδηλώνει τη διαχρονική ικανότητα δημιουργίας κερδών της CCHBC. Από το 2009 και έπειτα όμως παρατηρείται πτωτική τάση. Παρ' όλα αυτά, η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων παραμένει σε θετικά επίπεδα. Ο υπό εξέταση όμιλος αποτελεί μια ελκυστική μορφή επένδυσης, αφού μέσα από τη δραστηριότητά του αποδίδει στους μετόχους ικανοποιητικές αποδόσεις, λαμβάνοντας υπόψη του τη σχέση κινδύνου αποδόσεως αλλά και του κόστους ευκαιρίας.

Ο όμιλος CCHBC χρησιμοποίησε το σύνολο των παγίων του αποδοτικά βασιζόμενος στα καθαρά της κέρδη. Ενώ, κατά την εξεταζόμενη περίοδο, η **απόδοση Παγίων** εμφανίζει θετικές τιμές, ο όμιλος παρουσίασε πτώση των καθαρών κερδών του κατά τα έτη 2011-2012 επηρεασμένος από την οικονομική κρίση. Η μείωση των κερδών οφείλεται στη μείωση του EBITDA. Το πάγιο ενεργητικό παρατηρείται να είναι αυξημένο την περίοδο 2010-2012 σε σχέση με την περίοδο 2007-2009. Τα παραπάνω γεγονότα μείωσαν και διαμόρφωσαν την απόδοση παγίων το 2012 στο 6,4% έναντι 8,9% το 2011.

Επίσης, η CCHBC αξιοποιεί αποδοτικά το κυκλοφορούν ενεργητικό σε σχέση με τα καθαρά της κέρδη καθώς η **απόδοση κυκλοφορούντος ενεργητικού** παρουσιάζει μόνο θετικές τιμές. Κατά τα έτη 2011-2012, ο όμιλος παρουσίασε πτώση των καθαρών κερδών του επηρεασμένος από την οικονομική κρίση, με αποτέλεσμα η απόδοση κυκλοφορούντος ενεργητικού να εμφανίζει πτώση.

Για την αξιολόγηση της **κερδοφορίας** των επιχειρήσεων χρησιμοποιούνται οι αριθμοδείκτες μικτού και καθαρού περιθωρίου κέρδους. Το περιθώριο μικτού κέρδους παρουσίασε μικρές ετήσιες διακυμάνσεις την εξεταζόμενη εξαετία και ακολούθησε ελαφρώς πτωτική πορεία. Το μικτό περιθώριο κέρδους, ως μέσος όρος εξαετίας, διαμορφώθηκε σε 38,80%. Το περιθώριο καθαρού κέρδους εμφάνισε πτωτική πορεία την εξεταζόμενη περίοδο και διαμορφώθηκε σε 5,1%, ως μέσος όρος εξαετίας. Πιο αναλυτικά:

Η πτωτική τάση του **μικτού περιθωρίου κέρδους** υποδηλώνει τη μειωμένη αποδοτικότητα και δυναμικότητα που έχει η CCHBC τα τελευταία δυο χρόνια. Παρ' όλα αυτά, κατά μέσο όρο το μικτό περιθώριο κέρδους της διαμορφώνεται σε ικανοποιητικά επίπεδα, τέτοια ώστε η εταιρεία να είναι σε θέση να ανταποκριθεί στην κάλυψη των λειτουργικών της εξόδων και ταυτόχρονα να αφήνει ένα ικανοποιητικό καθαρό κέρδος συναρτήσει του κύκλου εργασιών που επιτυγχάνει αλλά και των επενδυμένων σε αυτήν ιδίων κεφαλαίων των μετόχων. Το ικανοποιητικό αυτό αποτέλεσμα του μικτού περιθωρίου κέρδους βασίζεται κυρίως στο μεγάλο όγκο πωλήσεων των προϊόντων της CCHBC, που επιτυγχάνεται λόγω της πολιτικής που εφαρμόζει για την προώθηση των προϊόντων της στην αγορά του εσωτερικού και του εξωτερικού, αναζητώντας συνεχώς νέες αγορές, όπου θα μπορούσαν να διατεθούν τα προϊόντα της. Αξιοσημείωτο όμως είναι ότι από το 2011 και έπειτα το περιθώριο μικτού κέρδους να εμφανίζεται σε χαμηλά επίπεδα που οφείλεται κυρίως στην εμφάνιση της οικονομικής κρίσης στην Ελλάδα.

Το **περιθώριο Καθαρού Κέρδους** για την τελευταία εξαετία κυμάνθηκε σε ικανοποιητικά επίπεδα. Ωστόσο, η πτωτική του πορεία κατά τη χρονική περίοδο που εξετάζουμε, αποτελεί αρνητικό σημάδι για την κερδοφορία της εταιρείας. Αυτό οφείλεται κυρίως στο ύψος του κόστους πωληθέντων το οποίο αυξάνεται με μεγαλύτερο ρυθμό από την αύξηση των εσόδων από πωλήσεις.

Η ανάλυση της **χρηματοοικονομικής διάρθρωσης** γίνεται βάσει των αριθμοδεικτών συνολικών υποχρεώσεων προς ίδια κεφάλαια, και του αριθμοδείκτη οικονομικής μόχλευσης. Ο μέσος όρος εξαετίας για την υπερχρέωση διαμορφώθηκε σε χαμηλά επίπεδα (1,43). Ο αριθμοδείκτης της οικονομικής μόχλευσης διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο σε 2,43 μονάδες.

Ο όμιλος CCHBC φαίνεται να αξιοποιεί περισσότερο τα ξένα από τα ίδια κεφάλαια. Οι φορείς της εταιρείας συμμετέχουν σ' αυτή με λιγότερα κεφάλαια από ότι οι πιστωτές της. Παρ' όλα αυτά, δε μπορούμε να ισχυριστούμε ότι υπάρχει περιορισμένη εξασφάλιση των πιστωτών της εταιρείας. Η **Υπερχρέωση** χρησιμοποιείται από τους δανειστές της επιχείρησης για να εκτιμήσουν τον βαθμό ασφάλειας που τους εξασφαλίζουν τα ίδια κεφάλαια, αλλά και από την διοίκηση και τους μετόχους της επιχείρησης για να διαπιστώσουν το επίπεδο στο οποίο έχει φθάσει η χρήση κεφαλαιακής μόχλευσης.

Σταθεροποιητική διαγράφεται η τάση της **χρηματοοικονομικής μόχλευσης** κατά την εξεταζόμενη περίοδο 2007- 2012. Η επίδραση της μόχλευσης είναι θετική για τον όμιλο. Τα δανειακά κεφάλαια του ομίλου χρησιμοποιούνται από αυτόν αποδίδοντας σε μεγαλύτερο

ποσοστό από εκείνο του κόστους δανεισμού. Έτσι, η μεταβολή των κερδών και της απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων είναι θετική στον όμιλο. Επιπλέον, η θετική πορεία της χρηματοοικονομικής μόχλευσης μέσα στο εξεταζόμενο χρονικό διάστημα υποδηλώνει ότι η διοίκηση της εταιρείας είναι πολύ αποτελεσματική και έχει επιτύχει τη διατήρηση της σε σταθερά επίπεδα.

Κεφάλαιο 4- Αποτίμηση της Coca-Cola HBC

“We search for value and stick to discipline”

Nils Thygesen

4.1 Αποτίμηση της Coca Cola HBC

Στο κεφάλαιο αυτό, θα προσπαθήσουμε να χρησιμοποιήσουμε το **Υπόδειγμα Προεξόφλησης Μερισμάτων (Dividend Discount Model)**, ώστε να αποτιμήσουμε την εταιρεία Coca Cola HBC. Το Υπόδειγμα Προεξόφλησης Μερισμάτων είναι μια εξειδικευμένη περίπτωση αποτίμησης της Καθαρά Θέσης, κατά την οποία η Καθαρά Θέση είναι η παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών μερισμάτων. Η αξία της καθαρά θέσης καθορίζεται προεξοφλώντας τις χρηματοροές προς τα ίδια κεφάλαια, δηλαδή τις εναπομένουσες χρηματοροές αφού έχουν καλυφθεί όλες οι δαπάνες, οι ανάγκες επανεπένδυσης, οι φορολογικές υποχρεώσεις και οι πληρωμές τρίτων με το κόστος ιδίων κεφαλαίων (cost of equity).

4.2 Κριτήρια επιλογής μεθόδου αποτίμησης

Προτού προβούμε στην παρουσίαση των κριτηρίων επιλογής της μεθόδου αποτίμησης, αξίζει να σημειωθεί ότι, η μέθοδος προεξόφλησης των ταμειακών ροών φαίνεται ότι προσφέρει μια πιο έγκυρη προσέγγιση και αποτίμηση της αξίας μιας εταιρείας συγκριτικά με όλες τις υπόλοιπες μεθόδους αποτίμησης. Παρ’ όλα αυτά, οι περισσότεροι αναλυτές συγκλίνουν στο ότι καμία από τις μεθόδους αποτίμησης δε θα πρέπει να θεωρείται επικρατέστερη έναντι των υπολοίπων και πως τα αποτελέσματα θα πρέπει να εξετάζονται παράλληλα, έτσι ώστε να επιτυγχάνεται η βέλτιστη προσέγγιση της πραγματικής αξίας της εταιρείας. Ωστόσο, δε θα πρέπει να λησμονείται ότι η διαδικασία εκτίμησης της αξίας μιας εταιρείας καθώς και η ερμηνεία των συμπερασμάτων που προκύπτουν αποτελούν υποκειμενικές κρίσεις και διαφέρουν σημαντικά μεταξύ τους.

Για την αποτίμηση της εξεταζόμενης εταιρείας, επιλέχθηκε το Υπόδειγμα Προεξόφλησης Μερισμάτων που είναι ευρέως αποδεκτό ως ένα εργαλείο αποτίμησης της μετοχής μιας εταιρείας. Η βασική ιδέα του συγκεκριμένου υποδείγματος είναι ότι κάθε μετοχή δεν αξίζει παραπάνω από όσο θα αποφέρει στους μετόχους με τη μορφή των τρεχόντων και μελλοντικών μερισμάτων. Η οικονομική θεωρία ισχυρίζεται ότι η αξία της μετοχής περιλαμβάνει όλες τις μελλοντικές χρηματικές ροές που αναμένονται από μια επιχείρηση, προεξοφλημένες με ένα επιτόκιο, το οποίο είναι πάντοτε βέβαια προσαρμοσμένο στον κίνδυνο της επιχείρησης.

Σύμφωνα με το μοντέλο αυτό, τα μερίσματα είναι οι χρηματικές ροές που επιστρέφουν στους μετόχους και για να αποτιμήσουμε μια επιχείρηση θα πρέπει να προεξοφλήσουμε την αξία των μερισματικών πληρωμών που θεωρούμε ότι θα αποφέρει μια μετοχή μελλοντικά. Δηλαδή, το συγκεκριμένο μοντέλο υπολογίζει την παρούσα αξία των μελλοντικών μερισμάτων που μια εταιρεία αναμένεται να πληρώσει στους μετόχους της. Το γεγονός αυτό, το καθιστά ως ένα ιδιαίτερα χρήσιμο υπόδειγμα, εφόσον επιτρέπει στους επενδυτές να καθορίσουν μία πραγματική αξία μιας εταιρείας, η οποία δεν επηρεάζεται από τις τρέχουσες συνθήκες της χρηματιστηριακής αγοράς, καθώς και γιατί η μέτρηση των μελλοντικών μερισμάτων (σε αντίθεση με τα κέρδη) προσφέρει μια σύγκριση μεταξύ επιχειρήσεων διαφορετικών κλάδων δραστηριοτήτων, αφού εστιάζει στα πραγματικά μετρητά που οι επενδυτές προσδοκούν να αποκομίσουν. Ταυτόχρονα, με τη μέθοδο αυτή, οι επενδυτές αντιλαμβάνονται καλύτερα εάν μια μετοχή είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη, βασιζόμενοι πάντοτε στο δυνατό μέγεθος μερισμάτων της.

Η μέθοδος αξιολόγησης μέσω του Υποδείγματος Προεξόφλησης Μερισμάτων (Dividend Discount Model) είναι η πιο απλή αλλά συνάμα και πιο παλιά μέθοδος για την αποτίμηση μετοχών στηριζόμενη στην χρονική αξία του χρήματος και στην προεξόφληση των ταμειακών ροών. Η συγκεκριμένη μέθοδος δεν είναι ασφαλώς ο μοναδικός τρόπος για να προσπαθήσουμε να εκτιμήσουμε την αξία των ιδίων κεφαλαίων μίας εταιρείας. Σε πολλές περιπτώσεις, οι μέθοδοι αυτές έχουν την ίδια θεμελιώδη βάση, αλλά εκφράζονται με διαφορετικούς τρόπους. Τα **πλεονεκτήματα** από τη χρήση του Υποδείγματος Προεξόφλησης Μερισμάτων (Dividend Discount Model) είναι τα εξής (Rawley, T. and Benton, E. G., 2010):

- Πρώτον, προσφέρει έγκυρη προσέγγιση και αποτελεί μια κοινώς αποδεκτή μέθοδο.

- Δεύτερον, υπολογίζει την παρούσα αξία των μελλοντικών μερισμάτων που μια εταιρεία αναμένεται να πληρώσει στους μετόχους της και δεν εξαρτάται από τον υπολογισμό ενός υποθετικού μερίσματος.
- Τέλος, το συγκεκριμένο μοντέλο είναι απλό στη χρήση και στην εφαρμογή του. Με τον τρόπο αυτό, δίνεται η δυνατότητα να εξεταστεί η διαδικασία της αποτίμησης εύκολα, χωρίς να είναι απαραίτητο να χρησιμοποιηθούν πολλές παρατηρήσεις, εκτιμώμενες υποθέσεις και πολύπλοκη θεωρία για την ανάπτυξη του μοντέλου αποτίμησης

Για να συνοψίσουμε, το μοντέλο μπορεί να προσαρμοστεί εύκολα ώστε να χρησιμοποιηθεί στην αποτίμηση εταιριών. Σκοπός μας είναι να καταλήξουμε στο συμπέρασμα γρήγορα και με επιτυχία. Το βασικό υπόβαθρο του μοντέλου αυτού έχει στηθεί έτσι ώστε να απαιτείται ελάχιστη προσπάθεια για προσαρμογή και χρήση, γεγονός που αποτελεί το πιο σημαντικό πλεονέκτημα του.

Προτού προχωρήσει η ανάλυση, θα πρέπει να διευκρινιστούν τα εξής:

1. Η εταιρεία **CCHBC** είναι ο δεύτερος μεγαλύτερος εμπορευματοποιός της **The Coca Cola Company** παγκοσμίως και ένας από τους μεγαλύτερους ομίλους επιχειρήσεων στην Ελλάδα. Στην αγορά των μη αλκοολούχων ποτών κατέχει το μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς και θεωρείται **ηγέτης** στον κλάδο της.
2. Τα τρέχοντα αποτελέσματα της εταιρείας είναι **θετικά** (κέρδη).
3. Τα **ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα** της εταιρείας είναι τόσο ισχυρά (ορισμένα από αυτά είναι μοναδικά) που πλέον έχουν καταστεί δεδομένα και διαχρονικά.
4. Η εταιρεία εκτιμάται ότι θα περιέλθει σε περίοδο **σταθερού ρυθμού ανάπτυξης** στο διηνεκές (n-years stable phase). Ο ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας, κατά την τρέχουσα και μελλοντική περίοδο αυτή, εκτιμάται ότι θα είναι -1% (**ΑΕΠ= -1%**), όπως αναλύεται παρακάτω.
5. Για την αντικειμενικότερη διεκπεραίωση της αποτίμησης έχουν ληφθεί στοιχεία των τελευταίων έξι ετών και συγκεκριμένα για το **χρονικό διάστημα 2007-2012**.
6. Θεωρούμε ότι η αγορά είναι **αποτελεσματική** και τιμολογεί δίκαια την εταιρεία.

7. Όλοι οι ισολογισμοί και οι οικονομικές καταστάσεις που παρατίθενται στο παράρτημα της εργασίας είναι **ενοποιημένες**.
8. Οι ισολογισμοί και οι οικονομικές καταστάσεις είναι καταρτισμένοι με βάση τα **διεθνή λογιστικά πρότυπα**.
9. Οι οικονομικές καταστάσεις είναι καταρτισμένες σε **ευρώ**.
10. Τα **μερίσματα** καταχωρούνται στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις του Ομίλου κατά τη χρήση στην οποία εγκρίνονται από τους μετόχους του Ομίλου, με την εξαίρεση του ελάχιστου υποχρεωτικού μερίσματος. Σύμφωνα με την Ελληνική εταιρική νομοθεσία, οι εταιρείες υποχρεούνται να δηλώσουν μερίσματα ετησίως ύψους τουλάχιστον 35% των μη ενοποιημένων προσαρμοσμένων μετά φόρων κερδών. Τα καθαρά αποτελέσματα της μητρικής εταιρείας δεν επιτρέπουν την καταβολή ετήσιου ελάχιστου υποχρεωτικού μερίσματος για το 2011 και 2012 στους μετόχους. Ως αποτέλεσμα, ο Όμιλος δεν έχει αναγνωρίσει υποχρέωση μερίσματος για τις χρήσεις 2011 και 2012. Στο παρακάτω διάγραμμα φαίνεται η κατανομή των μερισμάτων στου μέτοχους της εταιρείας κατά την περίοδο 2007-2013.

Πίνακας 4.1. Καταβολή Μερισμάτων (DIV) από την CCHBC (2007 – 2013)

Καταβολή Μερισμάτων (DIV)	
2013	0,34
2012	-
2011	-
2010	0,303
2009	0,28
2008	0,25
2007	0,32

11. Οι **μετοχές** της Coca Cola HBC, λόγω μετασχηματισμού της εταιρείας, άρχισαν να διαπραγματεύονται από τις **25 Απριλίου 2013** για πρώτη φορά με τη νέα μορφή. Η Coca Cola HBC εξαγόρασε τη θυγατρική της CCHBC A.E και έτσι απέκτησε το 100% των μετοχών της.

4.3 Περιγραφή Μοντελοποίησης

Υπολογισμός Ρυθμού Ανάπτυξης

Στο σημείο αυτό, επιχειρείται να γίνει πρόβλεψη του ρυθμού αύξησης (growth- g). Η συνήθης πρακτική είναι να λαμβάνεται ως ρυθμός ανάπτυξης, η αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ της οικονομίας, δηλαδή η αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ μείον τον πληθωρισμό. Σύμφωνα με στοιχεία από τη βάση δεδομένων της ec.europa.eu/eurostat, ο ρυθμός ανάπτυξης της Ελληνικής οικονομίας για το 2012 διαμορφώθηκε στο -6,38%, ως αποτέλεσμα της οικονομικής κρίσης και της ύφεσης στην οποία εξακολουθεί να βρίσκεται η Ελλάδα (αναλυτικός πίνακας βρίσκεται στο Παράρτημα).

Σύμφωνα με την Στατιστική Υπηρεσία, εκτιμάται ότι ο ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας (ΑΕΠ) για το 2013 θα είναι -3,7%. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εκτιμά για το 2013 -4,2% μεταβολή του ΑΕΠ, ενώ για το 2014 κάνει πολύ αισιόδοξες προβλέψεις, δηλαδή +0,6%. Καθώς επίσης, ο ΟΟΣΑ εκτιμά για το 2013 το ρυθμό ανάπτυξης του ΑΕΠ να είναι -4,8%, ενώ για το 2014 -1,2%.

Η ελληνική οικονομία παραμένει, εξαιτίας της οικονομικής και διαρθρωτικής πολιτικής, σε κατάσταση βαθιάς ύφεσης έως και σήμερα (2008-2013). Η μείωση του ΑΕΠ προέρχεται σε μεγάλο βαθμό από την περιστολή της ιδιωτικής κατανάλωσης. Αυτή επιτυγχάνεται με τέσσερα κύρια εργαλεία: μείωση των μισθών, αύξηση της ανεργίας, μείωση των συντάξεων, αύξηση της φορολογίας, αύξηση της πίεσης στα νοικοκυριά για να ανταποκριθούν στην αποπληρωμή των δανείων τους.

Βασίζόμενοι στις παραπάνω εκτιμήσεις του ρυθμού ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας, εκτιμούμε ότι η ύφεση της ελληνικής οικονομίας θα συνεχιστεί αλλά με σταδιακή ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας. Όσον αφορά στο υπόλοιπο έτος αλλά και το 2014, σύμφωνα πάντα με τις εκτιμήσεις, το ΑΕΠ αναμένεται να ανακάμψει αλλά με βραδύ ρυθμό, κυρίως λόγω της σταδιακής βελτίωσης της εγχώριας ζήτησης την οποία στηρίζει η κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής.

Σύμφωνα με τις αξιολογήσεις και εκτιμήσεις που αναφέρθηκαν παραπάνω, ο ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας στον οποίο θα βασιστούμε για την εφαρμογή του μοντέλου αποτίμησης για την περίπτωση μας θα είναι -1% (ΑΕΠ= -1%), ποσοστό που θεωρούμε ότι συμβαδίζει περισσότερο με τις προβλέψεις που προαναφέρθηκαν. Όμως επειδή πρόκειται για το μέλλον, πάντοτε οι εκτιμήσεις αυτές ενέχουν μεγάλο βαθμό αβεβαιότητας.

Στο σημείο αυτό, πρέπει να αναφέρουμε ότι ο ρυθμός ανάπτυξης των μερισμάτων θεωρούμε ότι θα είναι λίγο μικρότερος από το ρυθμό ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας.

Υπολογισμός απόδοσης r_e

Η απαιτούμενη απόδοση r_e επί της καθαρής θέσης θα εκτιμηθεί με βάση το **μοντέλο σταθερής ανάπτυξης Gordon & Shapiro** (Gordon and Shapiro's constant growth valuation model), βάσει του οποίου:

$$r = \frac{D_1}{P_0} + g$$

όπου:

D_1 = τα μερίσματα που πρόκειται να καταβληθούν το επόμενο χρόνο, τα οποία ισούνται με

$$D_1 = D_0 \cdot (1 + g),$$

P_0 = η τρέχουσα τιμή της μετοχής,

g = το ποσοστό σταθερής αύξησης των μερισμάτων (constant dividend growth rate)

Τα απαραίτητα δεδομένα για την εφαρμογή του Υποδείγματος παρατίθενται στον ακόλουθο πίνακα:

Ρυθμός ανάπτυξης των μερισμάτων (g)	-1%
Μερισματική απόδοση (dividend yield) 2013	1,6%
P_{2013} : ο μέσος όρος της τιμής μετοχής για το 2013 έως σήμερα	20,59
DIV_{2013}	0,34

Από τον τύπο που μας δίνει η μερισματική απόδοση (dividend yield) υπολογίζουμε το μέρισμα που πρόκειται να καταβληθεί για το 2014. Το αναμενόμενο μέρισμα για το έτος 2014 είναι:

$$DY = DIV_{2014}/P_{2013} \Rightarrow DIV_{2014} = 0,329$$

όπου P_{2013} : ο μέσος όρος της τιμής μετοχής για το 2013 έως σήμερα,

DY: μερισματική απόδοση (dividend yield) για το 2013

Λόγω σταθερού ρυθμού έχουμε: $DIV_{2015} = DIV_{2014} * (1+g)$, όπου $g = \text{ΑΕΠ} = -1\%$,

οπότε $DIV_{2015} = 0,326$.

Εφόσον όλα τα στοιχεία μας είναι γνωστά, εφαρμόζοντας τον τύπο της αναμενόμενης απόδοσης του μοντέλου σταθερής ανάπτυξης **Gordon & Shapiro**, έχουμε:

$$r_e = DIV_{2014}/P_{2013} + g \Rightarrow r_e = 0,60\%$$

Οπότε, το σχετικό προεξοφλητικό επιτόκιο (ή το κόστος της καθαρής θέσης) που θα χρησιμοποιηθεί για τον υπολογισμό της τιμής της μετοχής για το 2014 είναι 0,60%.

4.4 Εφαρμογή του Μοντέλου Αποτίμησης για την Coca Cola HBC

Πλέον είναι γνωστά όλα τα απαραίτητα στοιχεία για την εφαρμογή του μοντέλου Προεξόφλησης Μερισμάτων (Discount Dividend Model) και την εκτίμηση καταβολής μερίσματος στο μέλλον.

Η αξία μιας επιχείρησης που έχει σταθερό ποσοστό αύξησης μερισμάτων g στο διηνεκές υπολογίζεται από την παρακάτω σχέση:

$$\text{Equity Value} = \frac{DIV_1}{(r_e - g)}$$

όπου DIV_{2015} , το εκτιμώμενο μέρισμα που θα δοθεί στους επενδυτές για το έτος 2015,

r_e : το προεξοφλητικό επιτόκιο, και

g : ο εκτιμώμενος ρυθμός ανάπτυξης των μερισμάτων

Οπότε έχουμε:

$$\text{Equity Value}_{2014} = \text{Div}_{2015} / (r - g) \Rightarrow \text{Equity Value}_{2014} = 20,38.$$

Δηλαδή, η τιμή της μετοχής της Coca Cola HBC για το επόμενο έτος, αναμένεται να είναι **Equity Value₂₀₁₄ = €20,38**.

4.5 Συμπεράσματα

Η αποτίμηση εταιριών αποτελεί μια διαδικασία με έντονα στοιχεία υποκειμενικής εκτίμησης του κάθε αναλυτή με φυσική συνέπεια να μην εξάγουν όλες οι μέθοδοι αποτίμησης ακριβώς το ίδιο αποτέλεσμα. Παράλληλα με την άποψη ότι, δεν δύναται να υπάρξει ακριβές και προδιαγεγραμμένο αποτέλεσμα σε μια αποτίμηση, η προσπάθεια εξαγωγής της δίκαιης αξίας μιας επιχείρησης πρέπει να πραγματοποιείται κάτω από την υιοθέτηση απλών στη χρήση τους μοντέλων, μέσα στα οποία χρησιμοποιείται ένας ελεγχόμενος αριθμός υποθέσεων. Με τον τρόπο αυτό, μπορεί να επιτευχθεί ο κύριος στόχος της αποτίμησης που είναι η εκτίμηση των πιο σημαντικών στοιχείων μιας επιχείρησης και όχι η πρόβλεψη πάσης φύσεως παραμέτρων. Τέλος, είναι ευνόητο πως όλα τα μοντέλα παρέχουν τη δυνατότητα αποτίμησης με μεγάλο βαθμό “ελαστικότητας”, καθώς μικρές διαφοροποιήσεις στις εισαγόμενες παραμέτρους μπορεί να οδηγήσουν σε ένα εκ διαμέτρου αντίθετο αποτέλεσμα ή ακόμη και σε μια επιθυμητή τιμή-στόχο.

Τα αποτελέσματα που προέκυψαν από την εφαρμογή του μοντέλου Προεξόφλησης Μερισμάτων για την εταιρεία CCHBC, φαίνεται ότι η αναμενόμενη τιμή της μετοχής της για το 2014 προβλέπεται να ανέλθει στα **€20,38**. Συνεπώς, με δεδομένο ότι η μέση τιμή διαπραγμάτευσης της μετοχής της CCHBC στο Χ.Α. για το 2013 είναι €20,59, μπορούμε να ισχυριστούμε ότι η τιμή της μετοχής δεν επηρεάζεται από την οικονομική κρίση και την ύφεση στην οποία βρίσκεται η Ελλάδα, γεγονός που μαρτυρά την οικονομική ευρωστία της εταιρείας.

Γενική Ανασκόπηση

Μέσα από την παρούσα μελέτη επιδιώχθηκε αρχικά να παρουσιαστούν επιλεγμένα θεωρητικά στοιχεία που άπτονται του τομέα της χρηματοοικονομικής και πιο συγκεκριμένα της χρηματοοικονομικής ανάλυσης και αποτίμησης των επιχειρήσεων.

Ειδικότερα, έγινε μια περιεκτική θεωρητική προσέγγιση του σκοπού και της έννοιας της χρηματοοικονομικής ανάλυσης των επιχειρήσεων. Έπειτα, παρουσιάστηκαν οι κύριες μέθοδοι χρηματοοικονομικής ανάλυσης των επιχειρήσεων με έμφαση στην παρουσίαση των σημαντικότερων κατηγοριών αριθμοδεικτών, οι οποίοι χρησιμοποιούνται διεθνώς για την ανάλυση των χρηματοοικονομικών μεγεθών των επιχειρήσεων. Επιπλέον, έγινε προσέγγιση των σημαντικότερων και περισσότερο διαδεδομένων μεθόδων αποτίμησης.

Εν συνεχεία, έγινε η εφαρμογή των θεωρητικών στοιχείων που περιγράφηκαν ανωτέρω, με την ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων της σημαντικότερης εταιρείας στον κλάδο των μη αλκοολούχων ποτών (Αναψυκτικών) την Coca Cola HBC. Οι εταιρείες επιζητούν την επίτευξη των μέγιστων δυνατών κερδών και την καθιέρωσή τους στη συγκεκριμένη αγορά. Η συγκεκριμένη εταιρεία αποτέλεσε τη βάση για την πραγματοποίηση της παρούσας μελέτης. Μέσα στην πληθώρα των εταιρειών του συγκεκριμένου κλάδου που δραστηριοποιούνται στον ελληνικό χώρο, ξεχώρισε συγκεκριμένα η Coca Cola HBC ως η σημαντικότερη του κλάδου της, κατέχοντας το μεγαλύτερο μερίδιο της αγοράς.

Η χρηματοοικονομική ανάλυση της εξεταζόμενης εταιρείας έγινε με τη χρήση των σημαντικότερων αριθμοδεικτών. Η εφαρμογή των αριθμοδεικτών έγινε σε περιβάλλον "microsoft excel" με την αντίστοιχη γραφική αναπαράσταση τους. Έπειτα ακολούθησε η ανάλυση και ο σχολιασμός των αποτελεσμάτων και σε ορισμένες περιπτώσεις προσπάθεια μελλοντικών εκτιμήσεων για τα αποτελέσματα αυτά.

Μετά την ολοκλήρωση της χρηματοοικονομικής ανάλυσης της εταιρείας ακολούθησε η αποτίμηση της. Όσον αφορά στην αποτίμηση της εταιρείας, έγινε παρουσίαση της μεθοδολογίας που ακολουθήθηκε προκειμένου να οδηγηθούμε στην επιλογή του πλέον κατάλληλου μοντέλου αποτίμησης. Εν συνεχεία, πραγματοποιήθηκε παρουσίαση των αποτελεσμάτων από την εφαρμογή του μοντέλου αποτίμησης για την εν λόγω εταιρεία με παράλληλο σχολιασμό του τρόπου εκτίμησης και υπολογισμού των μεγεθών.

Τέλος, στη συγκεκριμένη ενότητα θα γίνει παρουσίαση σύντομων και περιεκτικών γενικών συμπερασμάτων που προέκυψαν έπειτα από την χρηματοοικονομική ανάλυση και αποτίμηση της εταιρείας.

Συμπεράσματα από τη Χρηματοοικονομική Ανάλυση της Coca Cola HBC

Η Coca Cola HBC είναι ο δεύτερος μεγαλύτερος εμφιαλωτής προϊόντων της εταιρείας The Coca Cola Company παγκοσμίως και ο μεγαλύτερος με έδρα την Ευρώπη. Έχει εκτεταμένη γεωγραφική κάλυψη, δραστηριοποιούμενη σε 28 χώρες, όπου εξυπηρετεί περισσότερους από 581 εκατομμύρια ανθρώπους. Η Coca Cola HBC προσφέρει μεγάλη ποικιλία μη αλκοολούχων έτοιμων προς κατανάλωση αναψυκτικών στις εξής κατηγορίες: ανθρακούχα αναψυκτικά, χυμοί, εμφιαλωμένο νερό, ποτά για αθλούμενους, ποτά ενέργειας, έτοιμο προς κατανάλωση τσάι και καφέ.

Όσον αφορά στις **πωλήσεις** του Ομίλου παρατηρούμε ότι αυξήθηκαν κατά 3% για το έτος 2012 ενώ για τα έτη 2007-2012 οι πωλήσεις του Ομίλου παρουσίασαν κατά μέσο όρο **αύξηση 1,85%**. Σύμφωνα με τη **Χρηματοοικονομική Ανάλυση** που έγινε για την Coca Cola HBC καταλήγουμε στις εξής παρατηρήσεις που η εταιρεία πρέπει να λάβει υπόψη της, και σχετίζονται με: (1) μειωμένη **ρευστότητα**, (2) εξαντλητική χρήση **κεφαλαίου κίνησης**, (3) πτωτική πορεία του **περιθωρίου κέρδους**, (4) οι υποχρεώσεις της εξοφλούνται με βραδύτερο ρυθμό από ότι εισπράττονται οι απαιτήσεις από τους πελάτες της, και (5) αυξημένη χρήση ξένων κεφαλαίων (**υπερχρέωση**). Παρ' όλα αυτά υπάρχουν θετικά σημεία που πρέπει επίσης να αναφερθούν, όπως: (1) γρήγορη ταχύτητα ανανέωσης **αποθεμάτων**, (2) αποτελεσματική και εντατική χρήση των **πάγιων περιουσιακών** της στοιχείων, (3) οι **πωλήσεις** είναι σχεδόν διπλάσιες, από τα επενδυμένα ίδια κεφάλαια των μετόχων, κάτι που επηρεάζει θετικά την κερδοφορία της, και (4) θετική πορεία της **χρηματοοικονομικής μόχλευσης**.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα που προέκυψαν από την **αποτίμηση** της εταιρείας CCHBC με την εφαρμογή του μοντέλου **Προεξόφλησης Μερισμάτων**, φαίνεται ότι η αναμενόμενη τιμή της μετοχής της για το 2014 προβλέπεται να ανέλθει στα **€20,38**. Συνεπώς, με δεδομένο ότι η μέση τιμή διαπραγμάτευσης της μετοχής της CCHBC στο Χ.Α. για το 2013 είναι €20,59, μπορούμε να ισχυριστούμε ότι η τιμή της μετοχής δεν επηρεάζεται από την οικονομική κρίση και την ύφεση στην οποία βρίσκεται η Ελλάδα, γεγονός που μαρτυρά την οικονομική ευρωστία της εταιρείας.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική

- Αλεξιάκης, Χ. (2012). *Χρηματοοικονομική Ανάλυση λογιστικών καταστάσεων. Σημειώσεις μαθήματος*. Πανεπιστήμιο Πειραιώς.
- Αρτίκης, Γ. (2002). *Χρηματοοικονομική Διοίκηση-Αποφάσεις Επενδύσεων*. Αθήνα: Εκδόσεις Interbooks.
- Αρτίκης, Π. (2009). *Διαχείριση Αξίας και Κινδύνου*. Αθήνα: Εκδόσεις Interbooks.
- Βασιλείου, Δ., και Ηρειώτης, Ν. (2008). *Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Θεωρία και Πρακτική*. Rosili.
- Γκίκας, Δ., Παπαδάκη, και Σιουγλέ. (2010). *Ανάλυση και Αποτίμηση Επιχειρήσεων*. Αθήνα: Μπένου.
- Κάντζος, Κ. (2002). *Ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων*. Αθήνα: Interbooks.
- Νιάρχος, Ν. (2004). *Χρηματοοικονομική ανάλυση λογιστικών καταστάσεων*. Αθήνα: Σταμούλης.
- Σιώμκος, Γ. Ι. (2004). *Στρατηγικό Μάρκετινγκ, 2η Έκδοση*. Αθήνα: Σταμούλης.
- Φίλιος, Β. (1996). *Χρηματοοικονομική ανάλυση*. Αθήνα: Σύγχρονη Εκδοτική.
- Ψυλλάκη, Μ. (2012). *Χρηματοοικονομική Ανάλυση. Σημειώσεις μαθήματος*. Πανεπιστήμιο Πειραιώς.
- Specisoft. *Ερμηνεία-Υπολογισμός Δεικτών Αποδοτικότητας*.
- Specisoft. *Ερμηνεία-Υπολογισμός αριθμοδεικτών Κεφαλαιακής Διάρθρωσης*.

Ξένη

- Damodaran, A. (2006). *Damodaran on Valuation*. Usa: John Wiley and Sons Ltd.
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation*. Usa: John Wiley and Sons Ltd.
- Damodaran, A. (2010). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, 3rd Edition*. Usa: John Wiley and Sons Ltd.
- Damodaran, A. (2010). *The Little Book of Valuation*. New York: Stern School of Business.

- Fernandez, P. (2001). *Valuation Using Multiples. How do analysts reach their conclusions?* IESE Business School.
- Fernandez, P. (2004). *Company Valuation Methods, The Most Common Errors.*
- Francis, J., Olsson, P., and Oswald, D. (2000). *Comparing Accuracy and Explainability of Dividend, Free Cash Flow and Abnormal Earnings Equity Valuation Models.* Journal of Accounting Research 38.
- Gordon, M. (1961). *The investment, financing, and valuation of corporation.* R.D. Irwin, Usa: Homewood,III.
- Hill, T. and Westbrook, R. (1997). *SWOT analysis: it's time for a product recall, Long range planning, Vol. 30, No 1, pp. 46-52.*
- Lee, C. and Myers, J. (1997). *What is the Intrinsic Value of the Dow?* Cornell University, working paper.
- Mckinsey and Company. (2005). *Valuation—Measuring and Managing the Value of Companies.* John Wiley & Sons Inc, 4th edition.
- Miller and Modigliani. (1961). *Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares.* Journal of Business .
- Palepu, G.Krishna, Paul.M.Healy, and Victor.L.Bernard. (2003). *Business Analysis and Valuation Using Financial Statements.* Thomson South-Western: 3rd ed. Mason.
- Penman, S. and Sougiannis T. (1998). *A comparison of dividend cash flow and earnings approaches to equity valuation.* Usa: Contemporary Accounting Research.
- Rawley, T. and Benton, E. G., (2010) *The Valuation Handbook: Valuation Techniques from Today's Top Practitioners,* John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey
- Williams, J. B. (1938). *The Theory of Investment Value.* Harvard University Press

Διαδικτυακοί Τόποι

<http://www.coca-colahellenic.gr>

<http://gr.coca-colahellenic.com>

www.coca-colahellenic.com

<http://realequityresearch.dk/>

<http://www.sciencedirect.com/>

<http://www.capvalgroup.com/>

<http://www.emeraldinsight.com/>

[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles.](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles)

<http://www.ase.gr/>

<http://www.bloomberg.com/>

<http://www.capital.gr/>

<http://www.euro2day.gr/>

<http://www.naftemporiki.gr/>

<http://www.bankofgreece.gr>



<http://www.statistics.gr/>

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ



Δημοσιευμένος Ισολογισμός για το έτος 2007:

Coca-Cola Ελληνική Εταιρεία Εμφιαλώσεως Α.Ε.																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																			
Συναμκτικό στοιχεία και πληροφορίες χρήσεως από 1η Ιανουαρίου 2007 έως 31 Δεκεμβρίου 2007 (Επισκοπημένα όρια του ν. 2190, άρθρο 135, για επιχειρήσεις που συντάσσουν ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, ενσωματωμένες και μη, κατά ΔΠΧΠ)																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																			
Τα παρακάτω στοιχεία και πληροφορίες στοχεύουν σε μια γενική ενημέρωση για την οικονομική κατάσταση και τα αποτελέσματα της Coca-Cola Ελληνική Εταιρεία Εμφιαλώσεως Α.Ε. και του Ομίλου. Ο αναγνώστης που επιζητά να ανιχνεύσει ολοκληρωμένη εικόνα της οικονομικής θέσης και των αποτελεσμάτων του Ομίλου και της Εταιρείας, πρέπει να εξασφαλίσει πρόσβαση στις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις που προσβλέπουν τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης καθώς και η ενδεχόμενη ελεγχόμενη Οικονομική Λογιστική. Ενδεικτική μορφή να ανατρέξει στη διεύθυνση διαδικτυακού του Ομίλου, όπου αναρτώνται τα εν λόγω στοιχεία		ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ		Μεταρρυθμίσεις ετήσιων ετησίων οικονομικών καταστάσεων (όσοι οι οποίοι ανήλθαν και τα σχετικά στοιχεία)		28 Μαρτίου 2008		www.coca-cola-hellas.com																																																																																																																																																																																																																																																																																																																											
Διεύθυνση εδρας Εταιρείας Αρμόδιος υπεύθυνος Ανωνύμων Εταιρειών Αρμόδιος Αρχής Σύνταξη Διαδικτυακού Συμβουλίου		Φορητοκλήσεις 9. Μαρτίου 13630/06/B/6449 Υπογεγραμμένη Διεύθυνση Α.Ε. & Πάτρως		ΠΡΟΕΔΡΟΣ ΔΙΕΥΘΥΝΤΗΣ ΣΥΜΒΟΥΛΟΥ ΑΝΤΙΠΡΟΕΔΡΟΣ ΜΗ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΟ ΜΕΛΟΣ ΜΗ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΟ ΜΕΛΟΣ ΜΗ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΟ ΜΕΛΟΣ ΜΗ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΟ ΜΕΛΟΣ ΜΗ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΟ ΜΕΛΟΣ ΜΗ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΟ ΜΕΛΟΣ ΜΗ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΟ ΜΕΛΟΣ ΜΗ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΟ ΜΕΛΟΣ ΜΗ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΟ ΜΕΛΟΣ ΜΗ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΟ ΜΕΛΟΣ		28 Μαρτίου 2008 Βασίλειος Χ. Γουτς PriceWaterhouseCoopers Με σύμφωνη γνώμη																																																																																																																																																																																																																																																																																																																													
ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																			
Ποσό σε εκατ. ευρώ																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																			
<table border="1"> <thead> <tr> <th rowspan="2"></th> <th colspan="2">ΟΜΙΛΟΣ</th> <th colspan="2">ΕΤΑΙΡΕΙΑ</th> <th colspan="2">ΟΜΙΛΟΣ</th> <th colspan="2">ΕΤΑΙΡΕΙΑ</th> </tr> <tr> <th>31.12.2007</th> <th>31.12.2006</th> <th>31.12.2007</th> <th>31.12.2006</th> <th>1.1.-31.12.2007</th> <th>1.1.-31.12.2006</th> <th>1.1.-31.12.2007</th> <th>1.1.-31.12.2006</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Σύνολο κικλο εργασιών</td> <td>4.882,5</td> <td>4.434,2</td> <td>2.545,5</td> <td>2.542,9</td> <td>6.461,9</td> <td>5.616,3</td> <td>686,6</td> <td>825,4</td> </tr> <tr> <td>Μετκα κέρδη</td> <td>696,2</td> <td>674,2</td> <td>96,0</td> <td>109,5</td> <td>2.654,6</td> <td>2.253,1</td> <td>314,2</td> <td>279,2</td> </tr> <tr> <td>Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και αποβλαβών</td> <td>546,4</td> <td>555,6</td> <td>18,1</td> <td>34,0</td> <td>1.066,6</td> <td>874,9</td> <td>123,4</td> <td>81,4</td> </tr> <tr> <td>Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων</td> <td>1.999,5</td> <td>1.934,2</td> <td>342,9</td> <td>471,2</td> <td>702,6</td> <td>507,1</td> <td>84,5</td> <td>40,7</td> </tr> <tr> <td>Κέρδη προ φόρων</td> <td>3.163,3</td> <td>306,9</td> <td>9,4</td> <td>0,2</td> <td>6.152,4</td> <td>431,1</td> <td>174,4</td> <td>138,7</td> </tr> <tr> <td>Κέρδη μετά από φόρους</td> <td>1.266,2</td> <td>1.118,1</td> <td>172,7</td> <td>97,8</td> <td>1.284,4</td> <td>99,9</td> <td>45,3</td> <td>47,6</td> </tr> <tr> <td>Ανταλλαγές σε:</td> <td>3.582,0</td> <td>3.359,2</td> <td>525,0</td> <td>0,0</td> <td>456,6</td> <td>341,2</td> <td>128,1</td> <td>91,1</td> </tr> <tr> <td>Μεταγύσεις εταιρείας</td> <td>181,9</td> <td>121,0</td> <td>181,9</td> <td>121,0</td> <td>472,3</td> <td>333,7</td> <td>128,1</td> <td>91,1</td> </tr> <tr> <td>Μεταγύσεις μετοχών</td> <td>2.774,9</td> <td>2.599,3</td> <td>1.997,9</td> <td>2.033,3</td> <td>14,5</td> <td>7,5</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Κέρδη μετά από φόρους ανα μεταγύση - βασικά και απομειωμένα (σε €)</td> <td>95,5</td> <td>93,8</td> <td>2.179,8</td> <td>2.154,3</td> <td>1,30</td> <td>0,92</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Προτεινόμενο μέρισμα ανα μεταγύση - (σε €)</td> <td>3.052,3</td> <td>2.724,1</td> <td>2.179,8</td> <td>2.154,3</td> <td>0,25</td> <td>0,21</td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>											ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ		ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ		31.12.2007	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2006	1.1.-31.12.2007	1.1.-31.12.2006	1.1.-31.12.2007	1.1.-31.12.2006	Σύνολο κικλο εργασιών	4.882,5	4.434,2	2.545,5	2.542,9	6.461,9	5.616,3	686,6	825,4	Μετκα κέρδη	696,2	674,2	96,0	109,5	2.654,6	2.253,1	314,2	279,2	Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και αποβλαβών	546,4	555,6	18,1	34,0	1.066,6	874,9	123,4	81,4	Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων	1.999,5	1.934,2	342,9	471,2	702,6	507,1	84,5	40,7	Κέρδη προ φόρων	3.163,3	306,9	9,4	0,2	6.152,4	431,1	174,4	138,7	Κέρδη μετά από φόρους	1.266,2	1.118,1	172,7	97,8	1.284,4	99,9	45,3	47,6	Ανταλλαγές σε:	3.582,0	3.359,2	525,0	0,0	456,6	341,2	128,1	91,1	Μεταγύσεις εταιρείας	181,9	121,0	181,9	121,0	472,3	333,7	128,1	91,1	Μεταγύσεις μετοχών	2.774,9	2.599,3	1.997,9	2.033,3	14,5	7,5			Κέρδη μετά από φόρους ανα μεταγύση - βασικά και απομειωμένα (σε €)	95,5	93,8	2.179,8	2.154,3	1,30	0,92			Προτεινόμενο μέρισμα ανα μεταγύση - (σε €)	3.052,3	2.724,1	2.179,8	2.154,3	0,25	0,21																																																																																																																																																																																																								
	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ		ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ																																																																																																																																																																																																																																																																																																																												
	31.12.2007	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2006	1.1.-31.12.2007	1.1.-31.12.2006	1.1.-31.12.2007	1.1.-31.12.2006																																																																																																																																																																																																																																																																																																																											
Σύνολο κικλο εργασιών	4.882,5	4.434,2	2.545,5	2.542,9	6.461,9	5.616,3	686,6	825,4																																																																																																																																																																																																																																																																																																																											
Μετκα κέρδη	696,2	674,2	96,0	109,5	2.654,6	2.253,1	314,2	279,2																																																																																																																																																																																																																																																																																																																											
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και αποβλαβών	546,4	555,6	18,1	34,0	1.066,6	874,9	123,4	81,4																																																																																																																																																																																																																																																																																																																											
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων	1.999,5	1.934,2	342,9	471,2	702,6	507,1	84,5	40,7																																																																																																																																																																																																																																																																																																																											
Κέρδη προ φόρων	3.163,3	306,9	9,4	0,2	6.152,4	431,1	174,4	138,7																																																																																																																																																																																																																																																																																																																											
Κέρδη μετά από φόρους	1.266,2	1.118,1	172,7	97,8	1.284,4	99,9	45,3	47,6																																																																																																																																																																																																																																																																																																																											
Ανταλλαγές σε:	3.582,0	3.359,2	525,0	0,0	456,6	341,2	128,1	91,1																																																																																																																																																																																																																																																																																																																											
Μεταγύσεις εταιρείας	181,9	121,0	181,9	121,0	472,3	333,7	128,1	91,1																																																																																																																																																																																																																																																																																																																											
Μεταγύσεις μετοχών	2.774,9	2.599,3	1.997,9	2.033,3	14,5	7,5																																																																																																																																																																																																																																																																																																																													
Κέρδη μετά από φόρους ανα μεταγύση - βασικά και απομειωμένα (σε €)	95,5	93,8	2.179,8	2.154,3	1,30	0,92																																																																																																																																																																																																																																																																																																																													
Προτεινόμενο μέρισμα ανα μεταγύση - (σε €)	3.052,3	2.724,1	2.179,8	2.154,3	0,25	0,21																																																																																																																																																																																																																																																																																																																													
ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΧΡΗΣΗΣ																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																			
Ποσό σε εκατ. ευρώ																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																			
<table border="1"> <thead> <tr> <th rowspan="2"></th> <th colspan="2">ΟΜΙΛΟΣ</th> <th colspan="2">ΕΤΑΙΡΕΙΑ</th> <th colspan="2">ΟΜΙΛΟΣ</th> <th colspan="2">ΕΤΑΙΡΕΙΑ</th> </tr> <tr> <th>1.1.-31.12.2007</th> <th>1.1.-31.12.2006</th> <th>1.1.-31.12.2007</th> <th>1.1.-31.12.2006</th> <th>1.1.-31.12.2007</th> <th>1.1.-31.12.2006</th> <th>1.1.-31.12.2007</th> <th>1.1.-31.12.2006</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Λειτουργικές δραστηριότητες:</td> <td>702,6</td> <td>507,1</td> <td>84,5</td> <td>40,7</td> <td>2.724,1</td> <td>2.447,9</td> <td>2.154,3</td> <td>2.102,2</td> </tr> <tr> <td>Αποδοχές εννοιακών παγίων</td> <td>354,0</td> <td>329,1</td> <td>35,3</td> <td>33,1</td> <td>486,8</td> <td>341,2</td> <td>128,1</td> <td>91,1</td> </tr> <tr> <td>Προγράμματα μισθών υπαλλήλων</td> <td>5,9</td> <td>4,0</td> <td>3,6</td> <td>2,6</td> <td>-99,9</td> <td>-78,4</td> <td>-77,5</td> <td>-72,2</td> </tr> <tr> <td>Αποδοχές ορισμένων παγίων</td> <td>3,4</td> <td>2,4</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> </tr> <tr> <td>Αναμοιβές ορισμένων παγίων</td> <td>0,8</td> <td>7,8</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-40,2</td> <td>-13,2</td> <td>3,2</td> <td>2,0</td> </tr> <tr> <td>Απομειώσεις εννοιακών παγίων</td> <td>-</td> <td>-24,5</td> <td>-</td> <td>-5,0</td> <td>-0,2</td> <td>-0,2</td> <td>-</td> <td>-</td> </tr> <tr> <td>(Κέρδη) / Ζημιές από πώληση παγίων</td> <td>1.066,6</td> <td>874,9</td> <td>123,4</td> <td>81,4</td> <td>-28,3</td> <td>-26,8</td> <td>-28,3</td> <td>-31,2</td> </tr> <tr> <td>Αύξηση στα απόθεμα</td> <td>-3,9</td> <td>-11,1</td> <td>-4,4</td> <td>3,8</td> <td>3.052,3</td> <td>2.724,1</td> <td>2.179,8</td> <td>2.154,3</td> </tr> <tr> <td>(Αύξηση) / μείωση στις εμπορικές και λοιπές απαιτήσεις</td> <td>-90,1</td> <td>-32,7</td> <td>-10,1</td> <td>-0,3</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> </tr> <tr> <td>Αύξηση στις εμπορικές και λοιπές υποχρεώσεις</td> <td>-103,9</td> <td>-69,9</td> <td>13,5</td> <td>-9,0</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> </tr> <tr> <td>Φόροι πληρωθέντες</td> <td>-100,6</td> <td>-102,3</td> <td>-18,3</td> <td>-36,4</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> </tr> <tr> <td>Σύνολο τραπεζικών ροών λειτουργικών δραστηριοτήτων</td> <td>-85,8</td> <td>-73,1</td> <td>138,0</td> <td>-65,2</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> </tr> <tr> <td>Επενδυτικές δραστηριότητες:</td> <td>-548,8</td> <td>-516,6</td> <td>-33,4</td> <td>-42,3</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> </tr> <tr> <td>Πληρωμές για αγορά εννοιακών παγίων</td> <td>-5,8</td> <td>-2,7</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> </tr> <tr> <td>Πληρωμές για αγορά ορισμένων παγίων</td> <td>27,3</td> <td>37,8</td> <td>6,1</td> <td>0,9</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> </tr> <tr> <td>Κόστος (πληρωμές για) / εισπραχθέντες από επενδύσεις</td> <td>-3,5</td> <td>9,3</td> <td>0,2</td> <td>6,2</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> </tr> <tr> <td>Κόστος (πληρωμές για) ανακτήσεων θυγατρικών και κοινοπραξιών</td> <td>-191,6</td> <td>-78,1</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> </tr> <tr> <td>Σύνολο τραπεζικών ροών επενδυτικών δραστηριοτήτων</td> <td>-720,4</td> <td>-550,3</td> <td>-27,1</td> <td>-35,2</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> </tr> <tr> <td>Χρηματοδοτικές δραστηριότητες:</td> <td>-0,6</td> <td>-</td> <td>-0,6</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> </tr> <tr> <td>Πληρωμή εδωκών έκδοσης δανείων μετγών</td> <td>8,7</td> <td>22,5</td> <td>8,7</td> <td>22,5</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> </tr> <tr> <td>Εισπραχθέντες από έκδοση μετγών και δικαιώματα προαίρεσης</td> <td>-77,5</td> <td>-72,2</td> <td>-77,5</td> <td>-72,2</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> </tr> <tr> <td>Μερίσματα καταβληθέντα στους μετόχους του Ομίλου</td> <td>-11,9</td> <td>-5,9</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> </tr> <tr> <td>Μερίσματα καταβληθέντα σε μετόχους μειοψηφίας</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>84,3</td> <td>86,9</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> </tr> <tr> <td>Εισπραχθέντες από δάνεια</td> <td>199,8</td> <td>718,0</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> </tr> <tr> <td>Εξασφαλισμός δανείων</td> <td>-233,7</td> <td>-673,4</td> <td>-122,9</td> <td>-53,4</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> </tr> <tr> <td>Αποπληρωμή κεφαλαίων υποχρεώσεων χρηματικών μερισμάτων</td> <td>-42,2</td> <td>-20,4</td> <td>-0,2</td> <td>-0,2</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> </tr> <tr> <td>Τοκιά εισπραχθέντα</td> <td>11,2</td> <td>11,8</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> </tr> <tr> <td>Τοκιά πληρωθέντα</td> <td>-99,2</td> <td>-79,8</td> <td>-19,4</td> <td>-17,7</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> </tr> <tr> <td>Σύνολο τραπεζικών ροών χρηματοδοτικών δραστηριοτήτων (Μείωση) / αύξηση στα χρηματικά διαθέσιμα</td> <td>-245,4</td> <td>-99,4</td> <td>-127,6</td> <td>-34,1</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> </tr> <tr> <td>Χρηματικά διαθέσιμα ενιαίας χρήσεως</td> <td>-106,0</td> <td>123,4</td> <td>-16,7</td> <td>-4,1</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> </tr> <tr> <td>Επίδραση συναλλαγματικών διακυβάνσεων</td> <td>305,5</td> <td>182,4</td> <td>17,1</td> <td>21,2</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> </tr> <tr> <td>Χρηματικά διαθέσιμα λήξης χρήσεως</td> <td>-2,5</td> <td>-0,3</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> </tr> <tr> <td></td> <td>197,0</td> <td>325,5</td> <td>0,4</td> <td>17,1</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> </tr> </tbody> </table>											ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ		ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ		1.1.-31.12.2007	1.1.-31.12.2006	1.1.-31.12.2007	1.1.-31.12.2006	1.1.-31.12.2007	1.1.-31.12.2006	1.1.-31.12.2007	1.1.-31.12.2006	Λειτουργικές δραστηριότητες:	702,6	507,1	84,5	40,7	2.724,1	2.447,9	2.154,3	2.102,2	Αποδοχές εννοιακών παγίων	354,0	329,1	35,3	33,1	486,8	341,2	128,1	91,1	Προγράμματα μισθών υπαλλήλων	5,9	4,0	3,6	2,6	-99,9	-78,4	-77,5	-72,2	Αποδοχές ορισμένων παγίων	3,4	2,4	-	-	-	-	-	-	Αναμοιβές ορισμένων παγίων	0,8	7,8	-	-	-40,2	-13,2	3,2	2,0	Απομειώσεις εννοιακών παγίων	-	-24,5	-	-5,0	-0,2	-0,2	-	-	(Κέρδη) / Ζημιές από πώληση παγίων	1.066,6	874,9	123,4	81,4	-28,3	-26,8	-28,3	-31,2	Αύξηση στα απόθεμα	-3,9	-11,1	-4,4	3,8	3.052,3	2.724,1	2.179,8	2.154,3	(Αύξηση) / μείωση στις εμπορικές και λοιπές απαιτήσεις	-90,1	-32,7	-10,1	-0,3	-	-	-	-	Αύξηση στις εμπορικές και λοιπές υποχρεώσεις	-103,9	-69,9	13,5	-9,0	-	-	-	-	Φόροι πληρωθέντες	-100,6	-102,3	-18,3	-36,4	-	-	-	-	Σύνολο τραπεζικών ροών λειτουργικών δραστηριοτήτων	-85,8	-73,1	138,0	-65,2	-	-	-	-	Επενδυτικές δραστηριότητες:	-548,8	-516,6	-33,4	-42,3	-	-	-	-	Πληρωμές για αγορά εννοιακών παγίων	-5,8	-2,7	-	-	-	-	-	-	Πληρωμές για αγορά ορισμένων παγίων	27,3	37,8	6,1	0,9	-	-	-	-	Κόστος (πληρωμές για) / εισπραχθέντες από επενδύσεις	-3,5	9,3	0,2	6,2	-	-	-	-	Κόστος (πληρωμές για) ανακτήσεων θυγατρικών και κοινοπραξιών	-191,6	-78,1	-	-	-	-	-	-	Σύνολο τραπεζικών ροών επενδυτικών δραστηριοτήτων	-720,4	-550,3	-27,1	-35,2	-	-	-	-	Χρηματοδοτικές δραστηριότητες:	-0,6	-	-0,6	-	-	-	-	-	Πληρωμή εδωκών έκδοσης δανείων μετγών	8,7	22,5	8,7	22,5	-	-	-	-	Εισπραχθέντες από έκδοση μετγών και δικαιώματα προαίρεσης	-77,5	-72,2	-77,5	-72,2	-	-	-	-	Μερίσματα καταβληθέντα στους μετόχους του Ομίλου	-11,9	-5,9	-	-	-	-	-	-	Μερίσματα καταβληθέντα σε μετόχους μειοψηφίας	-	-	84,3	86,9	-	-	-	-	Εισπραχθέντες από δάνεια	199,8	718,0	-	-	-	-	-	-	Εξασφαλισμός δανείων	-233,7	-673,4	-122,9	-53,4	-	-	-	-	Αποπληρωμή κεφαλαίων υποχρεώσεων χρηματικών μερισμάτων	-42,2	-20,4	-0,2	-0,2	-	-	-	-	Τοκιά εισπραχθέντα	11,2	11,8	-	-	-	-	-	-	Τοκιά πληρωθέντα	-99,2	-79,8	-19,4	-17,7	-	-	-	-	Σύνολο τραπεζικών ροών χρηματοδοτικών δραστηριοτήτων (Μείωση) / αύξηση στα χρηματικά διαθέσιμα	-245,4	-99,4	-127,6	-34,1	-	-	-	-	Χρηματικά διαθέσιμα ενιαίας χρήσεως	-106,0	123,4	-16,7	-4,1	-	-	-	-	Επίδραση συναλλαγματικών διακυβάνσεων	305,5	182,4	17,1	21,2	-	-	-	-	Χρηματικά διαθέσιμα λήξης χρήσεως	-2,5	-0,3	-	-	-	-	-	-		197,0	325,5	0,4	17,1	-	-	-	-
	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ		ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ																																																																																																																																																																																																																																																																																																																												
	1.1.-31.12.2007	1.1.-31.12.2006	1.1.-31.12.2007	1.1.-31.12.2006	1.1.-31.12.2007	1.1.-31.12.2006	1.1.-31.12.2007	1.1.-31.12.2006																																																																																																																																																																																																																																																																																																																											
Λειτουργικές δραστηριότητες:	702,6	507,1	84,5	40,7	2.724,1	2.447,9	2.154,3	2.102,2																																																																																																																																																																																																																																																																																																																											
Αποδοχές εννοιακών παγίων	354,0	329,1	35,3	33,1	486,8	341,2	128,1	91,1																																																																																																																																																																																																																																																																																																																											
Προγράμματα μισθών υπαλλήλων	5,9	4,0	3,6	2,6	-99,9	-78,4	-77,5	-72,2																																																																																																																																																																																																																																																																																																																											
Αποδοχές ορισμένων παγίων	3,4	2,4	-	-	-	-	-	-																																																																																																																																																																																																																																																																																																																											
Αναμοιβές ορισμένων παγίων	0,8	7,8	-	-	-40,2	-13,2	3,2	2,0																																																																																																																																																																																																																																																																																																																											
Απομειώσεις εννοιακών παγίων	-	-24,5	-	-5,0	-0,2	-0,2	-	-																																																																																																																																																																																																																																																																																																																											
(Κέρδη) / Ζημιές από πώληση παγίων	1.066,6	874,9	123,4	81,4	-28,3	-26,8	-28,3	-31,2																																																																																																																																																																																																																																																																																																																											
Αύξηση στα απόθεμα	-3,9	-11,1	-4,4	3,8	3.052,3	2.724,1	2.179,8	2.154,3																																																																																																																																																																																																																																																																																																																											
(Αύξηση) / μείωση στις εμπορικές και λοιπές απαιτήσεις	-90,1	-32,7	-10,1	-0,3	-	-	-	-																																																																																																																																																																																																																																																																																																																											
Αύξηση στις εμπορικές και λοιπές υποχρεώσεις	-103,9	-69,9	13,5	-9,0	-	-	-	-																																																																																																																																																																																																																																																																																																																											
Φόροι πληρωθέντες	-100,6	-102,3	-18,3	-36,4	-	-	-	-																																																																																																																																																																																																																																																																																																																											
Σύνολο τραπεζικών ροών λειτουργικών δραστηριοτήτων	-85,8	-73,1	138,0	-65,2	-	-	-	-																																																																																																																																																																																																																																																																																																																											
Επενδυτικές δραστηριότητες:	-548,8	-516,6	-33,4	-42,3	-	-	-	-																																																																																																																																																																																																																																																																																																																											
Πληρωμές για αγορά εννοιακών παγίων	-5,8	-2,7	-	-	-	-	-	-																																																																																																																																																																																																																																																																																																																											
Πληρωμές για αγορά ορισμένων παγίων	27,3	37,8	6,1	0,9	-	-	-	-																																																																																																																																																																																																																																																																																																																											
Κόστος (πληρωμές για) / εισπραχθέντες από επενδύσεις	-3,5	9,3	0,2	6,2	-	-	-	-																																																																																																																																																																																																																																																																																																																											
Κόστος (πληρωμές για) ανακτήσεων θυγατρικών και κοινοπραξιών	-191,6	-78,1	-	-	-	-	-	-																																																																																																																																																																																																																																																																																																																											
Σύνολο τραπεζικών ροών επενδυτικών δραστηριοτήτων	-720,4	-550,3	-27,1	-35,2	-	-	-	-																																																																																																																																																																																																																																																																																																																											
Χρηματοδοτικές δραστηριότητες:	-0,6	-	-0,6	-	-	-	-	-																																																																																																																																																																																																																																																																																																																											
Πληρωμή εδωκών έκδοσης δανείων μετγών	8,7	22,5	8,7	22,5	-	-	-	-																																																																																																																																																																																																																																																																																																																											
Εισπραχθέντες από έκδοση μετγών και δικαιώματα προαίρεσης	-77,5	-72,2	-77,5	-72,2	-	-	-	-																																																																																																																																																																																																																																																																																																																											
Μερίσματα καταβληθέντα στους μετόχους του Ομίλου	-11,9	-5,9	-	-	-	-	-	-																																																																																																																																																																																																																																																																																																																											
Μερίσματα καταβληθέντα σε μετόχους μειοψηφίας	-	-	84,3	86,9	-	-	-	-																																																																																																																																																																																																																																																																																																																											
Εισπραχθέντες από δάνεια	199,8	718,0	-	-	-	-	-	-																																																																																																																																																																																																																																																																																																																											
Εξασφαλισμός δανείων	-233,7	-673,4	-122,9	-53,4	-	-	-	-																																																																																																																																																																																																																																																																																																																											
Αποπληρωμή κεφαλαίων υποχρεώσεων χρηματικών μερισμάτων	-42,2	-20,4	-0,2	-0,2	-	-	-	-																																																																																																																																																																																																																																																																																																																											
Τοκιά εισπραχθέντα	11,2	11,8	-	-	-	-	-	-																																																																																																																																																																																																																																																																																																																											
Τοκιά πληρωθέντα	-99,2	-79,8	-19,4	-17,7	-	-	-	-																																																																																																																																																																																																																																																																																																																											
Σύνολο τραπεζικών ροών χρηματοδοτικών δραστηριοτήτων (Μείωση) / αύξηση στα χρηματικά διαθέσιμα	-245,4	-99,4	-127,6	-34,1	-	-	-	-																																																																																																																																																																																																																																																																																																																											
Χρηματικά διαθέσιμα ενιαίας χρήσεως	-106,0	123,4	-16,7	-4,1	-	-	-	-																																																																																																																																																																																																																																																																																																																											
Επίδραση συναλλαγματικών διακυβάνσεων	305,5	182,4	17,1	21,2	-	-	-	-																																																																																																																																																																																																																																																																																																																											
Χρηματικά διαθέσιμα λήξης χρήσεως	-2,5	-0,3	-	-	-	-	-	-																																																																																																																																																																																																																																																																																																																											
	197,0	325,5	0,4	17,1	-	-	-	-																																																																																																																																																																																																																																																																																																																											
Πρόβλεπτα στοιχεία και πληροφορίες:																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																			
1. Στις ενσωματωμένες οικονομικές καταστάσεις περιλαμβάνονται οι ανάγκες ή οι οικονομικές οικονομικές καταστάσεις των κάτωθι θυγατρικών.																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																			
<table border="1"> <thead> <tr> <th>Εταιρεία</th> <th>Είδος</th> <th>Ποσοστό</th> <th>Μέθοδος διασύνδεσης</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Coca-Cola ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΜΦΙΑΛΩΣΕΩΣ Α.Ε.</td> <td>Μαρούσι</td> <td>100%</td> <td>Ολική</td> </tr> <tr> <td>ΕΛΑΧΥΜ Α.Ε.</td> <td>Μαρούσι</td> <td>100%</td> <td>Ολική</td> </tr> <tr> <td>ΤΕΑΚΡΗΣ Α.Ε.Ε</td> <td>Αττάλνη</td> <td>100%</td> <td>Ολική</td> </tr> <tr> <td>DUNLOGAN LTD</td> <td>Λισάβου</td> <td>100%</td> <td>Ολική</td> </tr> <tr> <td>CLARINA HOLDING S.r.l</td> <td>Λουξεμβούργο</td> <td>100%</td> <td>Ολική</td> </tr> <tr> <td>SOFTINVEST HOLDINGS LTD</td> <td>Λαγκωσία, Κύπρος</td> <td>100%</td> <td>Ολική</td> </tr> <tr> <td>SOFTVE INVESTMENTS LTD</td> <td>Λαγκωσία, Κύπρος</td> <td>100%</td> <td>Ολική</td> </tr> <tr> <td>BALKANVEST HOLDINGS LTD</td> <td>Λαγκωσία, Κύπρος</td> <td>100%</td> <td>Ολική</td> </tr> <tr> <td>ΣΕ (CYPRUS) LTD</td> <td>Λαγκωσία, Κύπρος</td> <td>100%</td> <td>Ολική</td> </tr> <tr> <td>SOFTINVEST INVESTMENTS LTD</td> <td>Λαγκωσία, Κύπρος</td> <td>100%</td> <td>Ολική</td> </tr> <tr> <td>MPROYINVEST A.E</td> <td>Μαρούσι</td> <td>50%</td> <td>Αναλογική</td> </tr> </tbody> </table>										Εταιρεία	Είδος	Ποσοστό	Μέθοδος διασύνδεσης	Coca-Cola ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΜΦΙΑΛΩΣΕΩΣ Α.Ε.	Μαρούσι	100%	Ολική	ΕΛΑΧΥΜ Α.Ε.	Μαρούσι	100%	Ολική	ΤΕΑΚΡΗΣ Α.Ε.Ε	Αττάλνη	100%	Ολική	DUNLOGAN LTD	Λισάβου	100%	Ολική	CLARINA HOLDING S.r.l	Λουξεμβούργο	100%	Ολική	SOFTINVEST HOLDINGS LTD	Λαγκωσία, Κύπρος	100%	Ολική	SOFTVE INVESTMENTS LTD	Λαγκωσία, Κύπρος	100%	Ολική	BALKANVEST HOLDINGS LTD	Λαγκωσία, Κύπρος	100%	Ολική	ΣΕ (CYPRUS) LTD	Λαγκωσία, Κύπρος	100%	Ολική	SOFTINVEST INVESTMENTS LTD	Λαγκωσία, Κύπρος	100%	Ολική	MPROYINVEST A.E	Μαρούσι	50%	Αναλογική																																																																																																																																																																																																																																																																										
Εταιρεία	Είδος	Ποσοστό	Μέθοδος διασύνδεσης																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																
Coca-Cola ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΜΦΙΑΛΩΣΕΩΣ Α.Ε.	Μαρούσι	100%	Ολική																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																
ΕΛΑΧΥΜ Α.Ε.	Μαρούσι	100%	Ολική																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																
ΤΕΑΚΡΗΣ Α.Ε.Ε	Αττάλνη	100%	Ολική																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																
DUNLOGAN LTD	Λισάβου	100%	Ολική																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																
CLARINA HOLDING S.r.l	Λουξεμβούργο	100%	Ολική																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																
SOFTINVEST HOLDINGS LTD	Λαγκωσία, Κύπρος	100%	Ολική																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																
SOFTVE INVESTMENTS LTD	Λαγκωσία, Κύπρος	100%	Ολική																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																
BALKANVEST HOLDINGS LTD	Λαγκωσία, Κύπρος	100%	Ολική																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																
ΣΕ (CYPRUS) LTD	Λαγκωσία, Κύπρος	100%	Ολική																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																
SOFTINVEST INVESTMENTS LTD	Λαγκωσία, Κύπρος	100%	Ολική																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																
MPROYINVEST A.E	Μαρούσι	50%	Αναλογική																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																
2. Οι λογιστικές πρακτικές που χρησιμοποιήθηκαν για την σύνταξη των οικονομικών καταστάσεων της χρήσεως 2007 είναι οι ίδιες με αυτές που χρησιμοποιήθηκαν για την σύνταξη των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων της χρήσεως που έληξε 31 Δεκεμβρίου 2006.																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																			
3. Ο ΠΡΟΕΔΡΟΣ ΤΟΥ Δ.Σ.																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																			
Ο ΔΙΕΥΘΥΝΤΗΣ ΣΥΜΒΟΥΛΟΥ																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																			
ΔΡΟΣ Γ. ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																			
ΑΔΤ. Ρ.519/139																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																			
Ο ΔΙΕΥΘΥΝΤΗΣ																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																			
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																			
RICHARD BRASHER																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																			
ΑΔΤ.Α. 206/33547																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																			
Ο ΔΙΕΥΘΥΝΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ ΔΙΕΘΝΩΣ ΠΡΟΤΥΠΩΝ																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																			
ΕΥΑΓΓΕΛΟΣ ΚΟΝΤΟΓΩΡΓΗΣ																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																			
ΑΔΤ.Α. 565769																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																			

Δημοσιευμένος Ισολογισμός για το έτος 2008:

		Coca-Cola Ελληνική Εταιρεία Εμφιαλώσεως Α.Ε. AP. M.A.E. 13630/06/B/86/49 Φορολογικός 3, Μάρου 15/25									
Στοιχεία και πληροφορίες χρήσης από 1 Ιανουαρίου 2008 έως 31 Δεκεμβρίου 2008 (Παρασκευασμένο βάσει του κ.ν. 2190/20, άρθρο 135 για επιχειρήσεις που συντάσσουν ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, ενοποιημένες και μη, κατά το ΔΛΠ)											
Τα παρακάτω στοιχεία και πληροφορίες, που προκύπτουν από τις οικονομικές καταστάσεις, στοχεύουν σε μια γενική ενημέρωση για την οικονομική κατάσταση και τα αποτελέσματα του Ομίλου "Coca-Cola Ελληνική Εταιρεία Εμφιαλώσεως Α.Ε." και της μητρικής Εταιρείας. Συνιστάται επανεπίσκεψη στον ισολογισμό, πριν προβεί σε οποιαδήποτε είδους επενδυτική απόφαση ή άλλη συναλλαγή με την Εταιρεία, να ανατρέξει στη διεξοδική διαδικασία της Εταιρείας, όπου αναγράφονται οι οικονομικές καταστάσεις καθώς και η έκθεση ελέγχου του Ορκωτού Ελεγκτή Λογιστή.											
Αρμόδια αρχή: Διεξοδική διαδικασία της Εταιρείας: Διεύθυνση Διοικητικού Συμβουλίου:		Υπουργείο Ανάπτυξης, Διεύθυνση Α.Ε. & Πιστώσεως www.coca-colahellenic.com Όνομα: Επίσημο: Όμιλος ΓΕΩΡΓΙΟΣ Α. ΔΑΥΙΔ ΠΡΟΕΔΡΟΣ ΔΩΡΟΣ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ ΔΕΥΤΕΡΟΝ ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ ΑΝΑΣΤΑΣΙΟΣ Π. ΛΕΒΕΝΤΗΣ ΑΝΤΙΠΡΟΕΔΡΟΣ ΑΝΑΣΤΑΣΙΟΣ Γ. ΔΑΥΙΔ ΜΗ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΟ ΜΕΛΟΣ KENT ATKINSON ΜΗ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΟ ΜΕΛΟΣ ALEXANDER B. CUMMINGS ΜΗ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΟ ΜΕΛΟΣ SIR MICHAEL LLEWELLYN SMITH ΜΗ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΟ ΜΕΛΟΣ ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΣ Κ. ΛΕΒΕΝΤΗΣ ΜΗ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΟ ΜΕΛΟΣ IRINA FINAN ΜΗ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΟ ΜΕΛΟΣ SAMR TOUBASSY ΜΗ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΟ ΜΕΛΟΣ ANTONIO D'AMATO ΜΗ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΟ ΜΕΛΟΣ NIGEL MACDONALD ΜΗ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΟ ΜΕΛΟΣ		Ημερομηνία έγκρισης από το Διοικητικό Συμβούλιο των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων: 27 Μαρτίου 2009 Ορκωτός Ελεγκτής Λογιστής Οικονομικών Καταστάσεων: Βασίλειος Χ. Γούσης Ελεγκτική εταιρεία: PricewaterhouseCoopers Α.Ε. Τύπος θέσεως ελέγχου Ελεγκτών: Με σύμφωνη γνώμη							
ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ (Ποσά εκφρασμένα σε εκατ. ευρώ)		ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ		ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ (Ποσά εκφρασμένα σε εκατ. ευρώ)		ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
		31/12/2008		31/12/2007				11/31/12/2008		11/31/12/2007	
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ						Κόστος εργασιών					
2.994,2		2.857,8		172,4		172,6		6.980,7		6.461,9	
1.918,0		1.913,0		7,5		7,5		2.811,1		2.654,6	
228,2		111,7		2.553,9		2.365,4		-		-	
476,5		509,2		44,3		47,2		454,6		702,6	
789,8		696,2		108,2		96,0		346,3		615,2	
1.116,1		546,4		27,6		16,1		239,9		488,8	
7.521,8		6.834,3		2.713,6		2.704,8		123,4		128,1	
ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ						Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων					
182,7		181,9		182,7		181,9		227,6		472,3	
2.656,0		2.774,9		2.054,5		1.997,9		12,3		-	
2.840,7		2.956,9		2.237,2		2.179,8		0,6239		1,3005	
476,5		509,2		44,3		47,2		-		-	
2.930,8		3.052,3		2.237,2		2.179,8		0,6239		1,3005	
1.893,3		1.582,4		283,2		312,7		0,6239		1,3005	
423,1		417,1		32,3		30,2		0,6239		1,3005	
921,3		916,3		9,8		9,4		0,6239		1,3005	
1.353,3		1.265,2		152,6		172,7		0,2900		0,2900	
4.591,0		3.582,0		475,4		525,0		823,7		1.060,0	
7.521,8		6.834,3		2.713,6		2.704,8		118,9		119,8	
ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΧΡΗΣΗΣ (Ποσά εκφρασμένα σε εκατ. ευρώ)		ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ		ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ ΧΡΗΣΗΣ (Ποσά εκφρασμένα σε εκατ. ευρώ)		ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
		1/1-31/12/2008		1/1-31/12/2007				1/1-31/12/2008		1/1-31/12/2007	
Λειτουργικά κέρδη		454,6		702,6		88,7		84,5		30,2	
Αποσβέσεις ενσώματων παγίων		365,4		354,0		30,2		35,3		3,6	
Παροχές δικαιωμάτων προνομιούχων μετόχων		9,3		5,6		6,0		6,0		3,6	
Αποσβέσεις αόλων περιουσιακών στοιχείων		3,7		3,4		-		-		-	
Αναμορφοώσεις αόλων περιουσιακών στοιχείων		1,2		0,8		-		-		-	
Απομείωση αξίας αόλων περιουσιακών στοιχείων		189,0		-		-		-		-	
Μη επαναλαμβανόμενα κενόδια		15,8		-		-		-		-	
Κέρδη από πώληση μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων		1.039,0		1.056,6		124,9		124,4		-	
Μείωση / αύξηση) αποθεμάτων		-12,3		-3,9		-3,4		-4,4		-	
(Αύξηση) / μείωση) εμπορικών και λοιπών απαιτήσεων		0,7		-		2,8		-10,1		-	
Αύξηση / (μείωση) εμπορικών και λοιπών υποχρεώσεων		-190,1		-103,9		13,5		13,5		-	
Φόροι καταβλητέες		109,8		91,7		-8,5		33,9		-	
Καθαρές ταμειακές εισροές από λειτουργικές δραστηριότητες		-159,8		-109,6		39,8		-16,3		-	
Καθαρές ταμειακές εισροές από επενδυτικές δραστηριότητες		877,3		859,8		54,2		138,0		-	
Επενδυτικές δραστηριότητες		-590,5		-546,8		-27,4		-33,4		-	
Πληρωμές για αγοράς ενσώματων παγίων		-3,9		-5,8		-		-		-	
Επενδύσεις από πωλήσεις ενσώματων παγίων		42,7		27,3		0,7		6,1		-	
Καθαρές πληρωμές για / εισπράξεις από επενδυτικές δραστηριότητες		-55,3		-3,5		11,3		0,2		-	
και άλλων αόλων περιουσιακών στοιχείων		35,0		-		-		-		-	
Καθαρές πληρωμές για αποπληξη δανείων		-295,3		-191,6		-		-		-	
Καθαρές ταμειακές εκροές από επενδυτικές δραστηριότητες		-777,3		-720,4		-15,4		-27,1		-	
Χρηματοδοτικές δραστηριότητες		-		-		-		-		-	
Πληρωμή εσόδων έκδοσης δανείων μετόχων		-		-		-		-		-	
Εσπράξεις από έκδοση μετόχων σε υπαλλήλους		21,1		8,7		21,1		8,7		-	
Μερίσματα καταβλητέα σε μετόχους του Ομίλου		-91,3		-77,5		-91,3		-77,5		-	
Μερίσματα καταβλητέα σε μετόχους μητρικής		-11,5		-11,9		-		-		-	
Εσπράξεις από δάνεια		1.537,3		198,8		-		-		-	
Εξοφλήσεις δανείων		-1.231,7		-233,7		-30,6		-122,9		-	
Εξόφληση υπομνησμένων κεφαλαίων χρηματοδοτικής μίσθωσης		-67,5		-42,2		-		-0,2		-	
Τόκο εισπραγθέντες		10,1		11,2		-		-		-	
Τόκο καταβλητέες		-126,9		-99,2		-19,1		-19,4		-	
Μερίσματα εισπραγθέντα		-		-		80,9		84,3		-	
Καθαρές ταμειακές εισροές / (εκροές) από χρηματοδοτικές δραστηριότητες		436,6		-245,4		-39,0		-127,6		-	
Καθαρή αύξηση / (μείωση) χρηματικών διαθέσιμων		539,6		-106,0		-0,2		-16,7		-	
Χρηματικά διαθέσιμα την 1 Ιανουαρίου		197,9		355,5		0,4		17,1		-	
Επίδραση μεταβολών συναλλαγματικών ισοτιμιών στα χρηματικά διαθέσιμα		-12,0		-2,5		-		-		-	
Χρηματικά διαθέσιμα την 31 Δεκεμβρίου		724,8		197,0		0,6		0,4		-	

Δημοσιευμένος Ισολογισμός για το έτος 2010:

		Coca-Cola Ελληνική Εταιρεία Εμφιαλώσεως Α.Ε. AP. Μ.Α.Ε. 13630/06/Β/86/49 Φραγκοκλήριος 9, Μαρούσι 15125 Τηλέφωνο και πληροφορίες χρήσης από 1 Ιανουαρίου 2010 έως 31 Δεκεμβρίου 2010			
(Επισημαίνεται βάσει του κ.ν. 2190/2006, άρθρο 135 για επιχειρήσεις που συντάσσουν ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, τροποποιημένες και μη, κατά το Δ.Π.Χ.Α.)					
Τα παρακάτω στοιχεία και πληροφορίες, που προκύπτουν από τις οικονομικές καταστάσεις, στοιχείουν σε μια γενική εντύπωση για την οικονομική κατάσταση και τα αποτελέσματα του Ομίλου "Coca-Cola Ελληνική Εταιρεία Εμφιαλώσεως Α.Ε." και της μητρικής Εταιρείας, συνιστούν απομεινών στον αναγνώστη, πριν προβεί σε οποιαδήποτε είδους επενδυτική επιλογή ή άλλη συναλλαγή με την Εταιρεία, να ανατρέξει στη διεύθυνση διαδικτύου της Εταιρείας, όπου αναρτώνται οι οικονομικές καταστάσεις καθώς και η έκθεση ελέγχου του Ορκωτού Ελεγκτή Λογιστή.					
Αρμόδια υπηρεσία: Διεύθυνση Διοικητικού της Εταιρείας Σύνοψη Διοικητικού Συμβουλίου:		Υπουργείο Οικονομικών, Ανταγωνιστικότητας & Ναυτιλίας www.coca-colahellenic.com		Ημερομηνία έκδοσης από το Διοικητικό Συμβούλιο των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων: Ορκωτός Ελεγκτής Λογιστής: Ελεγκτική εταιρεία: Τύπος βάσεως ελέγχου Ελεγκτών:	
		Ονοματεπώνυμο ΓΕΩΡΓΙΟΣ Α. ΔΑΥΙΔ ΔΕΔΡΟΣ Γ. ΑΝΑΣΤΑΣΙΟΣ Π. ΚΕΝΤ ΑΝΤΩΝΙΟ ΔΥΑΜΑΤΟ ΑΝΑΣΤΑΣΙΟΣ Γ. ΔΑΥΙΔ ΙΡΙΑΛ JOHN HUNTER ΧΡΗΣΤΟΣ ΙΩΑΝΝΟΥ ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΣ Κ. ΛΕΒΕΝΤΗΣ SIR MICHAEL McDONALD		Όνομα ΠΡΟΕΔΡΟΣ ΔΙΕΥΘΥΝΩΝ ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ ΑΝΤΙΠΡΟΕΔΡΟΣ ΜΗ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΟ ΜΕΛΟΣ ΜΗ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΟ ΜΕΛΟΣ ΜΗ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΟ ΜΕΛΟΣ ΜΗ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΟ ΜΕΛΟΣ ΜΗ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΟ ΜΕΛΟΣ ΜΗ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΟ ΜΕΛΟΣ ΜΗ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΟ ΜΕΛΟΣ ΜΗ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΟ ΜΕΛΟΣ ΜΗ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΟ ΜΕΛΟΣ	
				16 Μαρτίου 2011 Μάρκος Φιλίπης (Α.Μ. ΣΟΕΑ: 38081) Ριζοεπιχειρηστές Coopers A.E. Με σύμφωνη γνώμη	

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ (Ποσό εκφρασμένο σε εκατ. ευρώ)	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
	31/12/2010	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2009
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ				
Ιδιοχρησιμοποιούμενα ενσώματα πάγια στοιχεία	3.122,9	2.961,3	166,8	172,1
Άλλα περιουσιακά στοιχεία	1.968,9	1.874,1	7,5	7,5
Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	212,1	212,9	1.718,3	2.346,5
Απαιτήσεις	451,7	425,1	29,5	32,9
Απαιτήσεις από πελάτες	870,2	830,6	145,9	166,8
Λοιπά κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	577,6	492,8	31,0	23,2
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	7.231,4	6.798,8	2.099,0	2.751,0
ΨΗΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ				
Μετοχικό κεφάλαιο	183,1	182,8	183,1	182,8
Λοιπά στοιχεία ιδίων κεφαλαίων	2.803,0	2.310,4	1.386,7	1.517,2
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων (δικαιτητών μητρικής (α))	2.986,1	2.493,2	1.569,8	1.700,0
Δικαιώματα μειοψηφίας (β)	109,8	102,7	-	-
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων (γ)=(α)+(β)	3.095,9	2.595,9	1.569,8	1.700,0
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	1.656,4	2.100,6	351,4	803,3
Προβλεπόμενες / Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	442,7	457,7	29,0	33,4
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	535,1	307,0	25,6	6,6
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	1.501,3	1.335,6	123,2	205,7
Σύνολο υποχρεώσεων (δ)	4.136,5	4.200,9	529,2	1.051,0
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ (γ)+(δ)	7.231,4	6.798,8	2.099,0	2.751,0

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΗΣ ΕΣΤΙΑΣΗΣ (Ποσό εκφρασμένο σε εκατ. ευρώ)	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
	31/12/2010	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2009
Κύκλος εργασιών	6.793,6	6.543,6	609,0	700,7
Μικτά κέρδη	2.744,0	2.836,1	261,9	329,6
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων	644,0	638,8	27,8	96,7
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων	571,8	564,1	-0,5	202,2
Κέρδη / (ζημιές) μετά από φόρους (Α)	434,9	421,6	-31,9	125,2
- Ισοκλήτες μητρικής	423,2	399,2	-31,9	125,2
- Διαίτηματα μειοψηφίας	11,7	22,4	-	-
Λοιπά συνολικά έσοδα μετά από φόρους (Β)	171,6	-86,7	-0,3	0,2
Συντηρητικά συνολικά έσοδα μετά από φόρους (Α) + (Β)	606,5	334,9	-32,2	125,4
- Ισοκλήτες μητρικής	590,7	315,1	-32,2	125,4
- Διαίτηματα μειοψηφίας	15,8	19,8	-	-
Κέρδη μετά από φόρους ανά μετοχή - βασικά (σε €)	1,1648	1,0940	-	-
Προτεινόμενο μέρισμα ανά μετοχή - (σε €)	0,3000	0,3000	-	0,3000
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και συνολικών αποσβέσεων	1.039,9	1.004,2	56,9	125,0

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ (Ποσό εκφρασμένο σε εκατ. ευρώ)	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
	31/12/2010	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2009
Λειτουργικές δραστηριότητες:				
Κέρδη μετά από φόρους	434,9	421,6	-31,9	125,2
Καθαρά χρηματοοικονομικά έσοδα	75,7	72,6	26,3	8,3
Εσοδα από πωλήσεις	-	-	-	-113,8
Αναλύσεις αποτελεσμάτων από συμμετοχές	-	-	-	-
Αγοραπωλησίες με τη μέθοδο της καθαρής θέσης	-2,5	1,9	-	-
Φόροι που χρεώθηκαν στα αποτελέσματα	136,9	142,5	31,4	77,0
Αποσβέσεις ενσώματων πάγιων στοιχείων	387,8	360,7	29,1	26,3
Παροχές δικαιωμάτων προαίρεσης μετοχών	6,7	6,4	4,4	4,1
Αποσβέσεις και προσαρμογές ιδίων περιουσιακών στοιχείων	7,1	6,9	-	-
Ζημιές από χρηματοοικονομικά στοιχεία διαθέσιμα προς πώληση που μεταφέρθηκαν από τα ίδια κεφάλαια	-	6,5	-	-
Ζημιές / κέρδη από πώληση μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	1,046,6	1,019,3	81,3	126,1
Ζημιές / κέρδη από πώληση μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	13,2	10,5	-0,5	0,7
(Αύξηση) / μείωση αποθεμάτων	-41,4	39,1	3,4	11,4
(Αύξηση) / μείωση εμποσίων και λοιπών απαιτήσεων	-24,0	30,1	20,2	-56,0
(Αύξηση) / μείωση εμποσίων και λοιπών υποχρεώσεων	134,5	-12,3	-23,2	25,5
Καταβληθέντα φόροι	-141,0	-69,3	-62,0	-24,0
Καθαρές τραπεζικές εισροές / (εκροές) από λειτουργικές δραστηριότητες	887,8	887,2	-0,8	86,7
Επενδυτικές δραστηριότητες:				
Πληρωμές για αγορά ενσώματων πάγιων στοιχείων	-376,2	-383,9	-29,4	-27,8
Πληρωμές για αγορά ιδίων μετοχών	-15,8	-0,5	-	-
Εισροές από πώληση ενσώματων πάγιων στοιχείων	12,0	18,2	-	0,2
Καθαρές εισροές από / (πληρωμές για) επενδύσεις	7,2	4,7	633,9	6,8
Τόκο εισπραχθέντες	7,3	10,5	-	-
Καθαρές εισροές από / (πληρωμές για) απόκτηση θυγατρικών	-	17,5	-2,1	-1,4
Μερίσματα εισπραχθέντα	-	-	-	91,4
Καθαρές ταμειακές (εξροές) / (εισροές) από επενδυτικές δραστηριότητες	-365,5	-342,9	632,4	71,2
Χρηματοδοτικές δραστηριότητες:				
Επιτοκία κεφαλαίων στους μετόχους	-	-548,3	-	-548,3
Εσοδα που σχετίζονται με την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου	-	-6,0	-	-6,0
Πληρωμές για αγορά ιδίων μετοχών	-42,3	-16,6	-42,3	-16,6
Διακινήσεις δικαιωμάτων προαίρεσης	-	-	-	-
Μερίσματα καταβληθέντα στους ιδιοκτήτες της μητρικής εταιρείας	5,7	1,8	5,7	1,8
Μερίσματα καταβληθέντα σε μετόχους μειοψηφίας	-102,0	-102,3	-102,0	-102,3
Αγορά μετοχών από μετόχους μειοψηφίας	-7,0	-6,3	-	-
Αγορά μετοχών από μετόχους μειοψηφίας	-3,7	-	-	-
Εισροές από δάνεια	827,1	1.199,8	442,1	689,3
Εξοφλήσεις δανείων	-1.191,0	-1.508,0	-877,7	-169,4
Εξοφλήσεις υποχρεώσεων κεφαλαίου χρηματοδοτικής μίσθωσης	-75,2	-85,3	-	-
Εισροές από πωλήσεις συμβόλων ανταλλαγής	-	-	-	-
Επιτοκία αναγορεύσιμα με την εύληξη αξία	33,0	-	-	-
Τόκοι καταβληθέντες	-72,3	-75,1	-17,6	-9,1
Καθαρές τραπεζικές εκροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες	-867,9	-1.143,3	-651,8	-157,8
Κέρδη αύξηση / (μείωση) χρηματικών διαθέσιμων	94,7	-29,0	-2,2	0,3
Χρηματικά διαθέσιμα την 1 Ιανουαρίου	232,0	724,6	0,5	0,2
Επίδραση μεταβολών συναλλαγματικών ισοτιμιών στο χρηματικό διαθέσιμα	-0,6	-3,6	-	-
Χρηματικά διαθέσιμα την 31 Δεκεμβρίου	368,1	692,0	0,3	0,5

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ ΜΕΤΑΒΟΛΩΝ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (Ποσό εκφρασμένο σε εκατ. ευρώ)	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
	31/12/2010	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2009
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων έναρξης χρήσης (01/01/2010 και 01/01/2009 αντίστοιχα)	2.595,9	2.930,8	1.700,0	2.237,2
Συντηρητικά συνολικά έσοδα μετά από φόρους	606,5	334,9	-32,2	125,4
Ελάχιστο υποχρεωτικό μέρισμα	-	-41,6	-	-41,6
Διαμερισθέντα μερίσματα	-73,1	-88,6	-68,1	-61,4
Αγορά ιδίων μετοχών	-42,3	-16,6	-42,3	-16,6
Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου από άσκηση δικαιωμάτων προαίρεσης	5,7	1,8	5,7	1,8
Επιτοκία κεφαλαίων στους μετόχους	-	-546,4	-	-546,4
Λοιπές μεταβολές	-3,2	1,6	-6,7	-1,6
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων λήξης χρήσης (31/12/2010 και 31/12/2009 αντίστοιχα)	3.095,9	2.595,9	1.569,8	1.700,0

α. Η τελευταία φορολογική χρήση για την οποία έγινε ελεγχθεί η μητρική Εταιρεία καθώς και οι θυγατρικές της εταιρείες οι οποίες δύνανται από το ελληνικό φορολογικό καθεστώς είναι η κατωτέρω:

ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΧΡΗΣΗ
COCA-COLA ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΜΦΙΑΛΩΣΕΩΣ Α.Ε.	2008
ΕΛΚΥΜ Α.Ε.	2009
ΣΤΑΚΡΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	2008
ΜΠΡΩΝΙΜΠΕΤ Α.Ε.	2009

β. Την 30 Απριλίου 2009, το Διοικητικό Συμβούλιο της Coca-Cola Τρία Έγριον αποφάσισε να προβεί στην αγορά ιδίων μετοχών μέχρι ποσοστού 5% του μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρείας εντός χρονικής περιόδου 24 μηνών από την Έγκληση Γενής Συνέλευσης των μετόχων, η οποία έλαβε χώρα στις 27 Απριλίου 2009 και η οποία ενέκρινε πρόγραμμα αγοράς ιδίων μετοχών της Εταιρείας διάρκειας με το άρθρο 16 του Κ.Α. 2190/2006, έως μέχρι την 26 Απριλίου 2011. Με βάση την κεφαλαιοποίηση της Εταιρείας εκείνη την περίοδο, προήλθε να αγοράσονται 18.270.104 μετοχές της Εταιρείας κατ' ανώτατο όριο. Σύμφωνα με το πρόγραμμα, η καπιτακή τιμή αγοράς είναι ένα ευρώ (€ 1,00) ανά μετοχή και η ανώτατη τιμή αγοράς είναι είκοσι ευρώ (€ 20,00) ανά μετοχή. Σύμφωνα με την κείμενη νομοθεσία, η υλοποίηση ενός οικονομικού προγράμματος αγοράς ιδίων μετοχών δεν είναι υποχρεωτική. Επιπλέον, η Εταιρεία δύναται, κατά τη διακριτική της εκτίμηση, να μην υλοποιήσει το πρόγραμμα ή να προβεί σε αγορά μερζοτόμου αριθμού μετοχών από το ανώτατο όριο που ενέκρινε η Έγκληση Γενής Συνέλευσης. Η επαναγορά μετοχών θα εξαρτηθεί από διάφορους παράγοντες όπως είναι, ενδεικτικά και όχι περιοριστικά, η ύψηση άλλων επενδυτικών ευκαιριών και η διαθεσιμότητα κεφαλαίων. Κατά τη διάρκεια του 2010 έγινε αγορά της παραπάνω, η ύψηση άλλων επενδυτικών ευκαιριών και η διαθεσιμότητα κεφαλαίων. Κατά τη διάρκεια του 2010 έγινε αγορά της 2.318.354 (δύο εκατομμύρια τριακόσια δεκάτρείς) εκατ. στο πλαίσιο του προγράμματος αγοράς ιδίων μετοχών (2009: 1.111.781 (έναν εκατομμύριο οκτακόσια τριάντα οκτώ) εκατομμύρια) μετοχών (16,8 εκατ.). Την 31 Δεκεμβρίου 2010, ο Όμιλος κατείχε 3.430.135 (δύο εκατομμύρια τετρακόσια τριάντα οκτώ) εκατ. στο πλαίσιο του προγράμματος αγοράς ιδίων μετοχών, γεγονός ως σύνολο, οι μετοχές σε κυκλοφορία να ανέρχονται σε 382.706.305. Μετά την επιτοκία κεφαλαίων (όπως περιπου € 546,1 εκατ. στους μετόχους της, δηλαδή € 1,50 ανά μετοχή). Κατά την Έγκληση Γενής Συνέλευσης της Εταιρείας στις 16 Οκτωβρίου 2009, οι μετοχές ενέκριναν την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρείας κατά € 946,1 εκατ., με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών υπέρ το άρτο, αυξάνοντας την ονομαστική αξία των μετοχών κατά € 1,50 ανά μετοχή και το αντίστοιχο ποσό κεφαλαίου επιστράφηκε στους μετόχους, η οποία έλαβε χώρα στις 16 Οκτωβρίου 2009. Οι μετοχές ενέκριναν τη μείωση του μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρείας κατά € 946,1 εκατ., μέσα στη διάρκεια της ονομαστικής αξίας των μετοχών κατά € 1,50 ανά μετοχή. Κατά συνέπεια, η ονομαστική αξία των μετοχών μειώθηκε από € 2,00 σε € 0,50 ανά μετοχή και το αντίστοιχο ποσό κεφαλαίου επιστράφηκε στους μετόχους ως μετρητά. Κατόπιν της έγκρισης των μετοχών και του οριστικού υπολογισμού, η Εταιρεία προμηθεύθηκε την επιτοκία κεφαλαίων την 2 Δεκεμβρίου 2009. Η επιτοκία κεφαλαίων χρηματοδοτήθηκε με συνδυασμό μετρητών και νέου δανεισμού.

γ. Ενδεικτικές υποχρεώσεις: Στις 25 Ιανουαρίου 2002, η Ελληνική Επιτροπή Ανταγωνισμού εξέδωσε μια απόφαση με την οποία επέβαλε χρηματική ποινή στην Εταιρεία ύψους περίπου € 2,9 εκατ. αναφορικά με ορισμένες πρακτικές εκπτώσεων και απαλλαγών όπως γίνονταν ολλανδές στις εμπορικές προμήθειες αναφορικά με την ταμειακή φυσικών μηχανημάτων σε συγκεκριμένες τοποθεσίες και την

Δείκτες Ελληνικής Οικονομίας (2007-2013*):

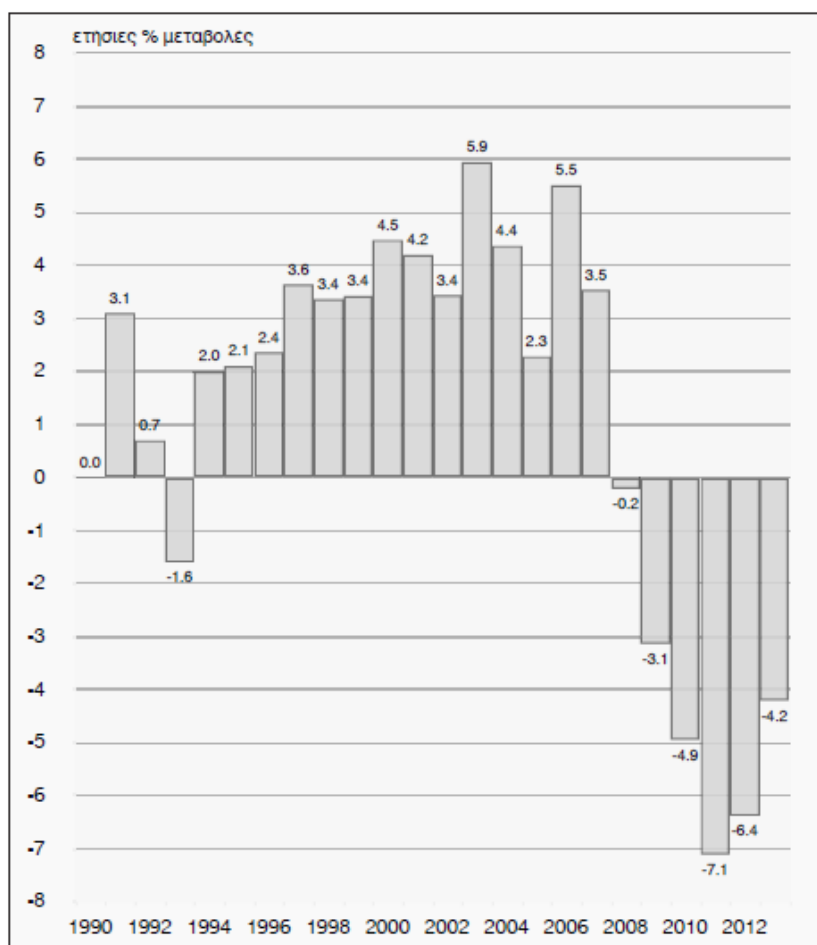
Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΣΕ ΑΡΙΘΜΟΥΣ
(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

Ετήσια στοιχεία	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013*
ΑΕΠ (σε σταθερές τιμές αγοράς)	3,5	-0,2	-3,1	-4,9	-7,1	-6,4	-3,7
Ιδιωτική Κατανάλωση	3,6	4,3	-1,6	-6,3	-7,7	-9,1	-5,9
Δημόσια Κατανάλωση	7,1	-2,6	4,9	-8,7	-5,2	-4,2	-5,0
Ακαθάριστες Επενδύσεις	22,8	-14,3	-13,7	-15,0	-19,6	-19,2	-3,2
- Κατοικίες	25,6	-33,6	-20,7	-21,6	-18,0	-32,9	-19,0
- Εξοπλισμός	27,4	-4,8	-18,4	-8,2	-18,1	-17,4	1,5
Μεταποίηση	2,2	-4,7	-11,2	-5,1	-8,5	-3,9	0,5
Ανεργία (%)	8,3	7,7	9,5	12,5	17,7	24,2	27,0
Συνολική Απασχόληση	1,4	1,2	-0,6	-2,6	-5,6	-8,3	-3,5
Δείκτης Τιμών Καταναλωτή (μέσα επίπεδα)	2,9	4,2	1,2	4,7	3,3	1,5	-0,5
Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος	3,1	4,9	5,2	0,1	-2,4	-6,4	-6,3
Πιστωτική Επέκταση (προς ιδιωτικό τομέα)	21,5	15,9	4,1	0,0	-3,1	-4,0	-2,0
Έλλειμμα Γενικής Κυβέρνησης (% ΑΕΠ)	-6,5	-9,8	-15,7	-10,7	-9,5	-6,2	-4,1
Ισοζύγιο Τρεχ. Συναλλαγών με κεφαλαιακές μεταβιβάσεις (% ΑΕΠ)	-12,4	-13,3	-10,3	-9,2	-8,6	-2,2	1,0

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ και ΔΟΜ Alpha Bank.

* Εκτίμηση

Το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν σε σταθερές τιμές (1990-2013)



Πηγή: Annual Macroeconomic Database, Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

Προβλέψεις ΟΟΣΑ για την Ελληνική Οικονομία:

Ετήσιες % μεταβολές, υπολογισμοί σε σταθερές τιμές	2013	2014
ΑΕΠ σε τιμές αγοράς	-4.8	-1.2
Ιδιωτική κατανάλωση	-7.0	-4.5
Δημόσια κατανάλωση	-2.1	-2.1
Ακαθάριστες επενδύσεις παγίου κεφαλαίου	-7.7	-2.5
Συνολική ζήτηση	-4.9	-3.8
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών (εθνικοί λογαριασμοί)	1.2	6.1
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών (εθνικοί λογαριασμοί)	-6.9	-3.0
Συμβολή καθαρών εξαγωγών στην μεγέθυνση του ΑΕΠ	2.6	2.7
Αποπληθωριστής του ΑΕΠ	-0.4	-2.1
Ποσοστό ανεργίας (% του εργατικού δυναμικού)	27.8	28.4
Δημόσιο έλλειμμα % του ΑΕΠ	-4.1	-3.5
Βραχυπρόθεσμα επιτόκια	0.1	0.0
Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή	-0.7	-1.7
Δείκτης τιμών καταναλωτή (πυρήνας πληθωρισμού)	-1.3	-1.6
Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών % του ΑΕΠ	-1.1	0.9

Πηγή: OECD Economic Outlook 93 Projection, May 2013, summary of projections.