

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής



ΠΜΣ Χρηματοοικονομική και Τραπεζική με κατεύθυνση
στη Χρηματοοικονομική Ανάλυση για στελέχη

«Οικονομική Προστιθέμενη Αξία: μια εμπειρική εφαρμογή
για την ελληνική αγορά»

ΗΡΕΙΩΤΗΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ

A.M.: ΜΧΑΝ/1410

Επιβλέπων Καθηγητής: Δημήτριος Κυριαζής

**Μέλη Επιτροπής:
Γεώργιος Διακογιάννης
Δημήτριος Βολιώτης**

Πειραιάς, Φεβρουάριος 2016

Περίληψη

Η εργασία αξιολογεί είκοσι επιχειρήσεις μεγάλης κεφαλαιοποίησης εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών σύμφωνα με την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (Economic Value Added ή EVA) για τα έτη 2005 και 2014. Σκοπός της εργασίας είναι να διερευνηθεί αν έχει μεταβληθεί η αξία που παράγουν οι επιχειρήσεις κατά τη δεκαετία αυτή, η οποία ξεκίνησε με τις καλύτερες προοπτικές για την ελληνική οικονομία και κατέληξε σε εξαιρετικά δυσμενείς χρηματοοικονομικές συνθήκες για την Ελλάδα.

Η έννοια του EVA εισήχθη από την εταιρεία συμβούλων Stern Stewart και αποτελεί ένα από τα πιο δημοφιλή και αξιόπιστα μέτρα αξιολόγησης της αξίας που δημιουργεί μια επιχείρηση. Το EVA ορίζεται ως η διαφορά των καθαρών λειτουργικών κερδών μετά φόρων της επιχείρησης και του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου επί τα επενδεδυμένα κεφάλαια της. Σύμφωνα με την Stern Stewart για να υπολογιστεί το EVA θα πρέπει πρώτα να γίνουν λογιστικές προσαρμογές τόσο στα επενδυμένα κεφάλαια όσο και στα καθαρά λειτουργικά κέρδη της επιχείρησης. Από αυτές τις προσαρμογές περιγράφονται και εφαρμόζονται οι συνηθέστερες στην παρούσα μελέτη.

Από την ανάλυση που πραγματοποιήθηκε, διαπιστώνεται ότι το 2014 παρά τις δυσμενείς συνθήκες υπάρχουν ορισμένες επιχειρήσεις που δημιουργούν αξία για τους μετόχους, η οποία όμως κυμαίνεται σε αρκετά χαμηλότερα επίπεδα σε σύγκριση με το 2005.

Βασικές έννοιες: Οικονομική Προστιθέμενη Αξία, Καθαρά Λειτουργικά Κέρδη Μετά Φόρων, Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου, Απόδοση επενδεδυμένου κεφαλαίου

Πίνακας Περιεχομένων

1. Εισαγωγή	6
2. Θεωρητικό υπόβαθρο.....	8
2.1. Ορισμός της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας.....	8
2.2. Επισκόπηση της Διεθνούς Βιβλιογραφίας.....	10
2.3. Επισκόπηση των εμπειρικών μελετών για τις ελληνικές επιχειρήσεις	19
3. Δεδομένα, δείγμα, μεθοδολογία	24
3.1. Σύντομη περιγραφή του δείγματος.....	24
3.2. Παρουσίαση των λογιστικών προσαρμογών που προτείνει η Stern Stewart	25
3.2.1. Εισαγωγή.....	25
3.2.2. Υπεραξία επιχείρησης από εξαγορά (Goodwill).....	26
3.2.3. Έξοδα Έρευνας & Ανάπτυξης (R & D expenses)	27
3.2.4. Αναβαλλόμενη Φορολογία (Deferred Taxes)	28
3.2.5. Προβλέψεις.....	29
3.2.6. Αποσβέσεις.....	30
3.2.7. Λειτουργικές μισθώσεις (Operating Leases)	31
3.2.8. Αποθέματα.....	32
3.2.9. Φοροαπαλλαγές από τόκους (Interest tax shield).....	33
3.2.10. Φόροι από μη λειτουργικά κέρδη	33
3.2.11. Ακίνητοποιήσεις υπό εκτέλεση (Assets under construction)	33
3.3. Λοιπές παραδοχές	36
4. Εμπειρικά αποτελέσματα και συζήτηση αποτελεσμάτων	39
4.1. Εισαγωγή	39
4.2. Η περίπτωση του Ομίλου TITAN.....	40
4.2.1. Υπολογισμός του EVA για το έτος 2005	40
4.2.2. Υπολογισμός του EVA για το έτος 2014	42
4.3. Η περίπτωση του Ομίλου ΟΤΕ.....	46
4.3.1. Υπολογισμός του EVA για το έτος 2005	46
4.3.2. Υπολογισμός του EVA για το έτος 2014	48
4.4. Η περίπτωση του Ομίλου ΕΛΠΕ	50
4.4.1. Υπολογισμός του EVA για το έτος 2005	50

4.4.2.	Υπολογισμός του EVA για το έτος 2014	52
4.5.	Η περίπτωση του Ομίλου ΟΠΑΠ.....	53
4.5.1.	Υπολογισμός του EVA για το έτος 2005	53
4.5.2.	Υπολογισμός του EVA για το έτος 2014	55
4.6.	Η περίπτωση του Ομίλου FOLLI FOLLIE.....	57
4.6.1.	Υπολογισμός του EVA για το έτος 2005	57
4.6.2.	Υπολογισμός του EVA για το έτος 2014	59
4.7.	Η περίπτωση του Ομίλου MOTOR OIL.....	61
4.7.1.	Υπολογισμός του EVA για το έτος 2005	61
4.7.2.	Υπολογισμός του EVA για το έτος 2014	63
4.8.	Η περίπτωση του Ομίλου JUMBO	65
4.8.1.	Υπολογισμός του EVA για το έτος 2005	65
4.8.2.	Υπολογισμός του EVA για το έτος 2014	67
4.9.	Η περίπτωση του Ομίλου ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ	69
4.9.1.	Υπολογισμός του EVA για το έτος 2005	69
4.9.2.	Υπολογισμός του EVA για το έτος 2014	71
4.10.	Η περίπτωση της ΕΥΔΑΠ.....	72
4.10.1.	Υπολογισμός του EVA για το έτος 2005	72
4.10.2.	Υπολογισμός του EVA για το έτος 2014	74
4.11.	Η περίπτωση του Ομίλου ΕΛΛΑΚΤΩΡ	76
4.11.1.	Υπολογισμός του EVA για το έτος 2005	76
4.11.2.	Υπολογισμός του EVA για το έτος 2014	77
4.12.	Η περίπτωση του Ομίλου ΤΕΡΝΑ.....	79
4.12.1.	Υπολογισμός του EVA για το έτος 2005	79
4.12.2.	Υπολογισμός του EVA για το έτος 2014	81
4.13.	Η περίπτωση του Ομίλου LAMDA Development	82
4.13.1.	Υπολογισμός του EVA για το έτος 2005	82
4.13.2.	Υπολογισμός του EVA για το έτος 2014	84
4.14.	Η περίπτωση του Ομίλου ΜΕΤΚΑ	86
4.14.1.	Υπολογισμός του EVA για το έτος 2005	86
4.14.2.	Υπολογισμός του EVA για το έτος 2014	87
4.15.	Η περίπτωση του ΟΛΠ	89

4.15.1. Υπολογισμός του EVA για το έτος 2005	89
4.15.2. Υπολογισμός του EVA για το έτος 2014	90
4.16. Η περίπτωση της ΔΕΗ.....	92
4.16.1. Υπολογισμός του EVA για το έτος 2005	92
4.16.2. Υπολογισμός του EVA για το έτος 2014	93
4.17. Η περίπτωση του Ομίλου ΒΙΟΧΑΛΚΟ	95
4.17.1. Υπολογισμός του EVA για το έτος 2005	95
4.17.2. Υπολογισμός του EVA για το έτος 2014	97
4.18. Η περίπτωση του Ομίλου Coca-Cola HBC	98
4.18.1. Υπολογισμός του EVA για το έτος 2005	98
4.18.2. Υπολογισμός του EVA για το έτος 2014	100
4.19. Η περίπτωση της Grivalia Properties.....	101
4.19.1. Υπολογισμός του EVA για το έτος 2014	101
4.20. Η περίπτωση της Aegean Airlines	103
4.20.1. Υπολογισμός του EVA για το έτος 2014	103
4.21. Η περίπτωση του Ομίλου ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ	105
4.21.1. Υπολογισμός του EVA για το έτος 2014	105
4.22. Παρουσίαση συγκεντρωτικών αποτελεσμάτων.....	107
5. Συμπεράσματα	112
Παράρτημα 1	115
Παράρτημα 2	116
Παράρτημα 3	122
Βιβλιογραφία.....	154

1. Εισαγωγή

Σκοπός της παρούσας διατριβής είναι ο υπολογισμός της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας (Economic Value Added) για ένα δείγμα επιχειρήσεων του μη-χρηματοοικονομικού τομέα που είναι εισηγμένες στο ελληνικό χρηματιστήριο. Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία υπολογίζεται για τα έτη 2005 και 2014, ούτως ώστε να διερευνηθεί κατά πόσο έχει μεταβληθεί η αξία που παράγουν οι επιχειρήσεις κατά τη δεκαετία αυτή, η οποία ξεκίνησε με τις καλύτερες προοπτικές για την ελληνική οικονομία και κατέληξε σε εξαιρετικά δυσμενείς χρηματοοικονομικές συνθήκες για την Ελλάδα.

Τα αποτελέσματα που θα προκύψουν από την εμπειρική μελέτη θα μας οδηγήσουν στην εξαγωγή συμπερασμάτων αναφορικά με το αν οι ελληνικές επιχειρήσεις δημιουργούν αξία για τους μετόχους τους με βάση το EVA παρά τις δυσμενείς χρηματοοικονομικές συνθήκες που επικρατούν στην Ελλάδα τα τελευταία έτη. Αξίζει να σημειωθεί, ότι εξ' όσων γνωρίζουμε, δεν έχει πραγματοποιηθεί αντίστοιχη μελέτη που να εξετάζει το EVA σε επιχειρήσεις, οι οποίες είναι εισηγμένες σε χρηματιστήριο χώρας που βρίσκεται σε μακρά περίοδο ύφεσης και της οποίας η οικονομία αντιμετωπίζει σοβαρά προβλήματα, τα οποία οδηγούν στην έλλειψη πρόσβασης σε τραπεζικό δανεισμό για τις επιχειρήσεις και γενικότερα στη δημιουργία ενός ιδιαίτερου αρνητικού επιχειρηματικού περιβάλλοντος.

Από τη σύγκριση και την ανάλυση των αποτελεσμάτων πριν και μετά τη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση, καθώς και τη σύγκριση της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας με παραδοσιακούς δείκτες μέτρησης της αποδοτικότητας, όπως η αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (return on equity), στοχεύουμε στην εξαγωγή πρόσθετων χρήσιμων συμπερασμάτων αναφορικά με το αν οι επιχειρήσεις δύνανται να δημιουργήσουν αξία για τους μετόχους τους παρά τις δυσμενείς χρηματοοικονομικές συνθήκες που επικρατούν.

Αναφορικά με τη διάρθρωση της παρούσας μελέτης, στο παρόν κεφάλαιο παρουσιάζονται εν συντομία το θέμα και τα κίνητρα της μελέτης, καθώς και η διάρθρωση των κεφαλαίων που ακολουθούν. Στη δεύτερη ενότητα της παρούσας μελέτης δίνεται ο ορισμός της Οικονομικής Προστιθέμενης αξίας και παρουσιάζεται

αναλυτικά η βιβλιογραφία που χρησιμοποιήθηκε για την εκπόνηση της διατριβής. Ιδιαίτερη μνεία γίνεται στις μελέτες που έχουν ασχοληθεί με το θέμα και τα ευρήματα τα οποία προέκυψαν από αυτές.

Στο κεφάλαιο 3 γίνεται μια σύντομη περιγραφή των επιχειρήσεων που αποτελούν το δείγμα και στη συνέχεια παρουσιάζεται η μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε και επεξηγούνται αναλυτικά οι λογιστικές προσαρμογές που προτείνει η Stern Stewart για τον υπολογισμό του EVA. Τέλος, περιγράφονται οι υπόλοιπες παραδοχές που ελήφθησαν για τους υπολογισμούς.

Στο τέταρτο κεφάλαιο παρουσιάζονται αναλυτικά οι λογιστικές προσαρμογές και οι υπολογισμοί που πραγματοποιήθηκαν για κάθε επιχείρηση του δείγματος, καθώς επίσης και οι παραδοχές που ελήφθησαν υπόψη. Στη συνέχεια παρατίθενται τα αποτελέσματα της εμπειρικής μελέτης για τα δύο έτη που εξετάζονται και η κατάταξη των εταιρειών βάσει του EVA .

Τέλος, στην τελευταία ενότητα παρουσιάζονται τα συμπεράσματα της παρούσας μελέτης και δίνονται προτάσεις για περαιτέρω έρευνα με βάση και τα ευρήματα που προέκυψαν.

2. Θεωρητικό υπόβαθρο

2.1. Ορισμός της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας

Η έννοια της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας (Economic Value Added) εισήχθη στις αρχές της δεκαετίας του 90 από την εταιρεία συμβούλων Stern Stewart και αποτελεί ένα από τα πιο δημοφιλή και αξιόπιστα μέτρα αξιολόγησης της αξίας που δημιουργεί μια επιχείρηση για τους μετόχους της.

Η Stern Stewart εισήγαγε την έννοια του EVA στηριζόμενη στην έννοια του Οικονομικού Κέρδους (Economic Profit) μια έννοια η οποία δεν είναι σύγχρονη, αλλά εισήχθη για πρώτη φορά από τον οικονομολόγο Alfred Marshall, στο έργο του «Principles of Economics» (1890), όταν και διατύπωσε την άποψη ότι μια επιχείρηση δημιουργεί πραγματικό κέρδος μόνο όταν καλύπτει πέραν από το λειτουργικό της κόστος και το κόστος των κεφαλαίων που επενδύθηκαν σε αυτή. Σύμφωνα και με τον ορισμό που δίνει ο Fernandez (Three Residual Income Valuation Methods and Discounted Cash Flow Valuation (2015)), το οικονομικό κέρδος υπολογίζεται από τον παρακάτω τύπο:

$$EP_t = PAT_t - K_e \times Ebvt_{t-1} \quad (1)$$

όπου,

PAT τα κέρδη μετά φόρων (Profit after tax)

$Ebvt_{t-1}$ Λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων (equity book value)

K_e Απαιτούμενη απόδοση ιδίων κεφαλαίων (required return to equity)

Σύμφωνα με τον ορισμό της Stern Stewart, η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) ορίζεται ως η διαφορά των καθαρών λειτουργικών κερδών μετά φόρων (Net Operating Profits After Taxes - NOPAT) και του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου της επιχείρησης (Weighted Average Cost of Capital - WACC) επί τα επενδεδυμένα κεφάλαια. Δηλαδή:

$$EVA = NOPAT - WACC \times IC \quad (2)$$

όπου,

NOPAT τα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά φόρων

WACC το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου της επιχείρησης

IC τα συνολικά επενδεδυμένα κεφάλαια

Επισημαίνεται, ότι τα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά φόρων (Net Operating Profits After Taxes - NOPAT) είναι τα μετά φόρων λειτουργικά κέρδη της επιχείρησης και ισούνται με:

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} \times (1 - T) \quad (3)$$

όπου,

EBIT (Earnings Before Interest and Taxes): τα καθαρά λειτουργικά κέρδη

T (Tax rate): ο φορολογικός συντελεστής της επιχείρησης

Αξίζει επίσης να σημειωθεί ότι σύμφωνα με την Stern Stewart για να υπολογιστεί η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία θα πρέπει πρώτα να γίνουν ορισμένες απαραίτητες λογιστικές προσαρμογές (accounting adjustments) τόσο στα επενδυμένα κεφάλαια όσο και στα λειτουργικά κέρδη, οι οποίες στο σύνολο τους ξεπερνούν τις 160 (Alam et al, page 163, 2012). Ενδεικτικά αναφέρονται οι λογιστικές προσαρμογές που αφορούν την πρόσθεση στα επενδεδυμένα κεφάλαια της αποσβεσμένης Υπεραξίας επιχείρησης (Goodwill), οι προσαρμογές που αφορούν την αναβαλλόμενη φορολογία (deferred taxes) και των Εξόδων Έρευνας και Ανάπτυξης (Research & Development expenses) που βαρύνουν τα αποτελέσματα χρήσης. Οι συνηθέστερες από αυτές τις λογιστικές προσαρμογές αναλύονται στην τρίτη ενότητα της παρούσας εργασίας. Ιδιαίτερη μνεία γίνεται σε εκείνες τις προσαρμογές που εφαρμόζονται στα πλαίσια της παρούσας εργασίας για τον υπολογισμό της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας στις επιχειρήσεις που αποτελούν το δείγμα.

Επιπρόσθετα, σύμφωνα και με τα όσα αναφέρει ο Aswath Damodaran στο άρθρο του με τίτλο “Value Creation and Enhancement: Back to the Future” (Damodaran, page 31, 1999), το Economic Value Added μπορεί να εκφραστεί ως η διαφορά της αποδοτικότητας των επενδεδυμένων κεφαλαίων (Return on Invested Capital - ROIC)

και του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (Weighted Average Cost of Capital - WACC), επί τα επενδεδυμένα κεφάλαια. Ισχύει δηλαδή:

$$EVA = (ROIC - WACC) \times IC \quad (4)$$

Επισημαίνεται, ότι με βάση τα ανωτέρω μια επιχείρηση δημιουργεί αξία για τους μετόχους της όταν το $EVA > 0$, δηλαδή όταν τα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά φόρων είναι μεγαλύτερα από το γινόμενο του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου της επιχείρησης επί τα επενδεδυμένα κεφάλαια. Σε περίπτωση που το EVA λαμβάνει αρνητικές τιμές, η επιχείρηση καταστρέφει αξία και κατά συνέπεια θα πρέπει να αναθεωρηθεί ο τρόπος λειτουργίας της επιχείρησης.

2.2. Επισκόπηση της Διεθνούς Βιβλιογραφίας

Την έννοια της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας την εισήγαγε το 1991 η αμερικανική εταιρεία συμβούλων Stern Stewart και ειδικότερα ο G. Bennett Stewart, ο οποίος στο βιβλίο του "The Quest for Value", προτείνει το Economic Value Added ως ένα μέτρο αξιολόγησης των επιχειρήσεων το οποίο παρουσιάζει μια πιο ολοκληρωμένη εικόνα για την πραγματική αξία που δημιουργεί η επιχείρηση, σε σύγκριση με τα υπόλοιπα μέτρα αξιολόγησης. Γι' αυτό το λόγο αποτελεί κατά το συγγραφέα το πιο αξιόπιστο μέτρο της περιοδικής αξιολόγησης των επιχειρήσεων και των διοικήσεών τους, καθώς και το πιο κερδοφόρο σύστημα διοίκησης. Στο εν λόγω βιβλίο του Stewart, αναλύονται διεξοδικά οι λογιστικές προσαρμογές που απαιτούνται για τον υπολογισμό του EVA, καθώς και οι λανθασμένες πληροφορίες που δίνονται για την αξία της επιχείρησης, εξαιτίας των λογιστικών αρχών (GAAP) που εφαρμόζονται.

Επισημαίνεται ότι στο εν λόγω βιβλίο, το οποίο αποτελεί αρχή της βιβλιογραφίας για το EVA, ο Stewart πραγματοποιεί την πρώτη εμπειρική μελέτη για το πληροφοριακό περιεχόμενο του EVA, εξετάζοντας 613 αμερικανικές επιχειρήσεις για την διετία 1984 - 1985 σε σχέση με τη διετία 1987 - 1988. Από τη μελέτη αυτή βρίσκει μια ισχυρή συσχέτιση μεταξύ Market Value Added και EVA, που γίνεται εντονότερη όταν εξετάζει τις μεταβολές EVA και MVA (αναφέρεται ένα $R^2 = 97\%$). Ωστόσο, για επιχειρήσεις με αρνητικό EVA η συσχέτιση δεν είναι το ίδιο ισχυρή, εξαιτίας της

αυξημένης πιθανότητας ρευστοποίησης ή εξαγοράς και κατά συνέπεια της χαμηλότερης αγοραίας αξίας αυτών των επιχειρήσεων.

Αξίζει σε αυτό το σημείο να σημειωθεί ότι ως Προστιθέμενη Αγοραία Αξία (Market value Added - MVA) ορίζεται ως η διαφορά μεταξύ της τρέχουσας αξίας της επιχείρησης (Market value of equity + book value of debt) και των επενδεδυμένων κεφαλαίων, όπως αυτά ορίστηκαν για τον υπολογισμό του Economic Value Added (Kyriazis et al, 2007).

Ο Stephen O'Byrne, στο άρθρο του με τίτλο "EVA and Market Value" (1996), σε ένα αρκετά μεγάλο δείγμα αμερικανικών επιχειρήσεων από τη βάση δεδομένων της Stern Stewart (Stern Stewart Performance 1000 database) για την περίοδο 1985-1993 (6.551 παρατηρήσεις), εξέτασε τη σχέση μεταξύ αξίας της επιχείρησης προς το επενδεδυμένο κεφάλαιο ως εξαρτημένη μεταβλητή, ενώ EVA/WACC και NOPAT/Capital είναι οι επεξηγηματικές μεταβλητές. Για την πρώτη παλινδρόμηση το R^2 εκτιμήθηκε σε 31% (EVA) και για τη δεύτερη σε 33% (NOPAT). Στη συνέχεια ο συγγραφέας πραγματοποιώντας μια σειρά από προσαρμογές εκτίμησε ένα $R^2 = 56%$ για την πρώτη παλινδρόμηση (EVA/WACC). Επομένως, ο O'Byrne από την εμπειρική του μελέτη, καταλήγει στο συμπέρασμα ότι το EVA, με κάποιες απαραίτητες προσαρμογές εξηγεί καλύτερα από τα λειτουργικά κέρδη την αξία της επιχείρησης.

Το ίδιο έτος ο Grant στη μελέτη του με τίτλο «Foundations of EVA for Investment Managers» (1996), εξέτασε τη σχέση μεταξύ MVA/CAPITAL και EVA/CAPITAL για ένα δείγμα 983 αμερικανικών επιχειρήσεων για τη χρονική περίοδο 1993 - 1994 καταλήγοντας στο συμπέρασμα ότι ο λόγος EVA / Capital ερμηνεύει κατά 31,6% το λόγο MVA/Capital. Για τις 50 εταιρείες με το υψηλότερο EVA το R^2 της παλινδρόμησης αυξάνεται σε 83%, ενώ για τις 50 εταιρείες με το χαμηλότερο EVA το R^2 είναι μόλις 3%.

Οι Biddle, Bowen and Wallace στη μελέτη τους "Does EVA beat Earnings? Evidence on Associations with Stock Returns and Firm Values" (1997) εξετάζοντας δεδομένα για ένα δείγμα 773 επιχειρήσεων για την περίοδο 1983 - 1994 (συνολικά 6.174 παρατηρήσεις), έλεγξαν τους ισχυρισμούς ότι το EVA έχει μεγαλύτερη συσχέτιση με

τις αποδόσεις μετοχών και την αξία των επιχειρήσεων εν συγκρίσει με τα δεδουλευμένα κέρδη. Στην εμπειρική μελέτη τους, οι ανεξάρτητες μεταβλητές ήταν το EVA, οι χρηματοροές από οργανικές δραστηριότητες (Cash Flow from Operations), τα Κέρδη προ Εκτάκτων Αποτελεσμάτων (Earnings Before Extraordinary Items) και το Υπολειμματικό Εισόδημα (Residual Income). Τα αποτελέσματα της μελέτης τους οδηγούν στο συμπέρασμα ότι δεν υφίστανται επαρκείς αποδείξεις για να στηρίξουν το επιχείρημα της Stern Stewart ότι το EVA έχει μεγαλύτερη συσχέτιση με τις αποδόσεις μετοχών και την αξία επιχειρήσεων, απ' ό,τι έχουν τα λογιστικά κέρδη.

Πιο συγκεκριμένα, οι Biddle et al. καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι τα Κέρδη προ Εκτάκτων Αποτελεσμάτων έχουν μεγαλύτερη επεξηγηματική ικανότητα για τις αποδόσεις μετοχών σε σχέση με το EVA (το R^2 για τα EBEI ανέρχεται σε 9% έναντι 5,1% για το EVA). Επιπρόσθετα, το R^2 για το Υπολειμματικό Εισόδημα υπολογίστηκε σε 6,2%, τιμή μεγαλύτερη από το EVA, ενώ R^2 για τα CFO υπολογίστηκε σε 2,4%, τιμή αρκετά χαμηλότερη από το R^2 για τις υπόλοιπες τρεις μεταβλητές. Οι συγγραφείς εντοπίζουν τα αίτια της χαμηλής συσχέτισης μεταξύ EVA και μετοχικών αποδόσεων στη δυσκολία υπολογισμού των στοιχείων που χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό του EVA, στην έλλειψη από την αγορά όλων των απαιτούμενων στοιχείων για τον υπολογισμό του, αλλά και στο ενδεχόμενο ορισμένες από τις λογιστικές προσαρμογές της Stern Stewart να αφαιρούν κάποια λογιστικά δεδομένα που η αγορά χρησιμοποιεί για να κάνει προβλέψεις.

Επιπρόσθετα, αξίζει να σημειωθεί ότι οι Biddle et al. διαχωρίζουν το EVA στα επιμέρους «συστατικά» του και ορίζουν το EVA ως το άθροισμα των παρακάτω στοιχείων:

$$\text{EVA} = \text{Cash flow from operations} + \text{Accruals} + \text{ATInt} - \text{CapChg} + \text{AcctAdj} \quad (5)$$

όπου,

Cash flow from operations: χρηματοροές από τη λειτουργική δραστηριότητα

Accruals: Λειτουργικά έσοδα - χρηματοροές από τη λειτουργική δραστηριότητα

ATInt (After tax interest expense): χρεωστικοί τόκοι (προ φόρων)

CapChg (Capital Charge): $WACC * \text{κεφάλαιο}$

AcctAdj (Accounting Adjustment): Λογιστικές Μετατροπές

Με βάση τον ανωτέρω διαχωρισμό οι Biddle et al. μπορούν να εξετάσουν τη σημαντικότητα κάθε συστατικού του EVA ξεχωριστά και ταυτόχρονα να ελέγξουν αν οι λογιστικές μετατροπές της Stern Stewart προσθέτουν πληροφόρηση στο Υπολειμματικό Εισόδημα, το οποίο βάσει του ορισμού των συγγραφέων δίνεται ως εξής: $RI = CFO + Accruals + ATInt - CapChg$.

Οι Bacidore, Boquist, Milbourn and Thakor στη μελέτη τους με τίτλο: “The Search for the Best Financial Performance Measure” (1997), επέλεξαν 600 επιχειρήσεις από τη βάση δεδομένων της Stern Stewart (Stern Stewart Performance 1000 database) τις οποίες και εξέτασαν για τη χρονική περίοδο 1982 έως 1992 συγκρίνοντας το EVA με το Refined Economic Value Added (REVA). Για τον υπολογισμό του REVA, χρησιμοποιούν αγοραίες αξίες (έναντι των προσαρμοσμένων λογιστικών αξιών του EVA) και διαπιστώνουν ότι το REVA έχει μεγαλύτερη συσχέτιση με τις υπερβάλλουσες μετοχικές αποδόσεις σε σύγκριση με το EVA ($R^2 = 3,93\%$ έναντι $1,14\%$). Επίσης, οι Bacidore et al. κατασκεύασαν χαρτοφυλάκια με τις 25 καλύτερες εταιρείες με βάση το EVA και το REVA, διαπιστώνοντας ότι το βασισμένο στο REVA χαρτοφυλάκιο είχε υψηλότερη απόδοση για την περίοδο 1988 - 1992, τόσο από το δείκτη όσο και από το χαρτοφυλάκιο με βάση το EVA.

Οι Chen and Dodd στη μελέτη τους με τίτλο “Usefulness of Operating Income, Residual Income and EVA: A Value-Relevance Perspective” (1998), μελετώντας 566 αμερικανικές επιχειρήσεις για την περίοδο 1983-1992, προβαίνουν σε έλεγχο του EVA σε σχέση με τα λειτουργικά κέρδη (Operating Income) και το Υπολειμματικό Εισόδημα (Residual Income). Από τα αποτελέσματα της εμπειρικής τους μελέτης, οι συγγραφείς καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι δεν προκύπτουν ευρήματα που να υποστηρίζουν τους ισχυρισμούς ότι η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία αποτελεί το καλύτερο μέτρο αξιολόγησης της αξίας των επιχειρήσεων. Πιο συγκεκριμένα, όπως και στην προαναφερθείσα μελέτη των Biddle, Bowen και Wallace, οι παλινδρομήσεις του EVA χαρακτηρίζονται από χαμηλό R^2 ($2,3\%$) και ειδικότερα αρκετά χαμηλότερο

εν συγκρίσει με τις άλλες δύο μεταβλητές, γεγονός που υποδηλώνει χαμηλότερη επεξηγηματική ικανότητα.

Οι Biddle et. al. στη μελέτη τους με τίτλο “Evidence on EVA” (1999) εξετάζουν τους ισχυρισμούς της Stern Stewart για το αν το EVA σχετίζεται περισσότερο με τις αποδόσεις των μετοχών και την αξία της επιχείρησης εν συγκρίσει με τα καθαρά κέρδη. Οι αποδείξεις από την έρευνα καταδεικνύουν ότι το EVA δεν υπερισχύει έναντι των παραδοσιακών λογιστικών κερδών αναφορικά με τις αποδόσεις μετοχών και την αξία της επιχείρησης. Οι Biddle et al. εξηγούν ότι κάτι τέτοιο μπορεί να οφείλεται στις προσαρμογές που προτείνει η Stern Stewart (π.χ. Φόροι πληρωτέοι σε επόμενες χρήσεις κ.α.). Επιπρόσθετα, αναφορικά με τον ισχυρισμό ότι τα πακέτα αποζημιώσεων - μπόνους των διευθυντικών στελεχών βάσει του υπολειμματικού εισοδήματος οδηγούν σε αυξημένη αξία για τους μετόχους της επιχείρησης, η μελέτη αναφέρει ότι τα διευθυντικά στελεχών όντως αντιδρούν σε κίνητρα με βάση το Υπολειμματικό Εισόδημα.

Η Peixoto (2002), σε δείγμα 39 πορτογαλικών εταιρειών για την περίοδο 1995 - 1998, παρατήρησε ότι το πληροφοριακό περιεχόμενο των καθαρών κερδών ήταν οριακά μεγαλύτερο έναντι των λειτουργικών κερδών και του EVA. Επιπρόσθετα, από τη μελέτη δεν προκύπτουν αποδείξεις ότι το EVA, υπερισχύει έναντι των καθαρών κερδών ή των λειτουργικών κερδών στην ερμηνεία του equity market value. Τέλος, η Peixoto διαπίστωσε ότι η σχέση μεταξύ EVA και Market Value Added (MVA), είναι στατιστικά σημαντική, καθώς οι μεταβολές του EVA εξηγούν σχεδόν κατά 80% τις μεταβολές του MVA.

Ο Fernandez στην εμπειρική του μελέτη με τίτλο “EVA, economic profit and cash value added do not measure shareholder value creation, (2001)” εξετάζοντας ένα δείγμα 582 αμερικάνικων εταιρειών για την περίοδο 1987 - 1997, διαπίστωσε ότι για 296 εταιρείες οι μεταβολές στα καθαρά λειτουργικά κέρδη εμφάνισαν μεγαλύτερη συσχέτιση με τις μεταβολές του Market Value Added, ενώ για 210 εταιρείες οι μεταβολές του EVA και MVA εμφάνισαν αρνητική συσχέτιση. Επιπρόσθετα, σε δείγμα 28 ισπανικών εταιρειών παρατηρήθηκε στις περισσότερες περιπτώσεις αρνητική συσχέτιση μεταξύ της πραγματικής απόδοσης των μετοχών και του EVA. Επομένως, σύμφωνα με τα αποτελέσματα της μελέτης του Fernandez για τις

ισπανικές εταιρείες το EVA δε μετράει την αξία των μετόχων (Fernandez, last revised November 2015).

Σε συνέχεια των ανωτέρω ευρημάτων του Fernandez (αρνητική συσχέτιση μεταξύ της πραγματικής απόδοσης των μετοχών και του EVA) και το συμπέρασμα του, ότι το EVA δε μετράει την αξία των μετόχων, ο De Wet (2005) εξετάζοντας για την περίοδο 1994 - 2004 ένα δείγμα 89 βιομηχανικών επιχειρήσεων εισηγμένων στο χρηματιστήριο της Νότιας Αφρικής (JSE Securities Exchange South Africa) δεν καταλήγει στο συμπέρασμα της ανωτερότητας του EVA που ισχυρίζεται η Stern Stewart, καθώς από τα αποτελέσματα παρατήρησε ότι το EVA δεν είχε τη μεγαλύτερη συσχέτιση με το MVA. Επιπρόσθετα, τα αποτελέσματα καταδεικνύουν μεγαλύτερη σχέση μεταξύ MVA και χρηματοροές από τη λειτουργική δραστηριότητα (cash flow from operations).

Το 2005, οι Ferguson, Rentzler and Yu εξέτασαν αν οι εταιρείες υιοθετούν το EVA ως κριτήριο μέτρησης της αξίας της επιχείρησης, εξαιτίας της άσχημης επίδοσης της μετοχής της εταιρείας (π.χ. χαμηλή κερδοφορία) και αν η υιοθέτηση του EVA οδηγεί σε καλύτερες επιδόσεις της μετοχής της εταιρείας (υψηλότερη κερδοφορία). Το δείγμα της μελέτης περιελάμβανε 65 επιχειρήσεις για τη χρονική περίοδο 1983 - 1998, οι οποίες έγιναν πελάτης της Stern Stewart και εφάρμοσαν το EVA. Από την εμπειρική μελέτη δεν προκύπτουν επαρκείς αποδείξεις για το αν η κακή πορεία της μετοχής οδηγεί τις εταιρείες να υιοθετήσουν το EVA ή αν το EVA βελτιώνει την επίδοση της μετοχής. Από τα στοιχεία προκύπτει ότι οι επιχειρήσεις που υιοθετούν το EVA έχουν κερδοφορία άνω του μέσου όρου τόσο πριν όσο και μετά την υιοθέτηση του. Επιπλέον, υπάρχουν ενδείξεις ότι οι επιχειρήσεις που υιοθετούν το EVA έχουν αυξημένη κερδοφορία σε σχέση με παρόμοιες επιχειρήσεις μετά την υιοθέτηση του EVA.

Ο Ismail το 2006, εξετάζοντας ένα δείγμα 2.252 παρατηρήσεων από την αγορά του Ηνωμένου Βασιλείου για τη χρονική περίοδο 1990 - 1997 έλεγξε το σχετικό πληροφοριακό περιεχόμενο του EVA και άλλων μέτρων, καθώς και το επιπρόσθετο πληροφοριακό περιεχόμενο του EVA (incremental information content test) στην προσπάθεια εξήγησης της μεταβλητότητας των μετοχικών αποδόσεων. Από τη μελέτη προκύπτει ότι τα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά φόρων (NOPAT) και τα

καθαρά κέρδη υπερισχύουν έναντι του EVA και επεξηγούν καλύτερα τις αποδόσεις των μετοχών. Επιπρόσθετα, η μελέτη αναφέρει ότι τα δεδουλευμένα (accruals) και οι λειτουργικές ταμιακές ροές έχουν πιο σημαντικό επιπρόσθετο πληροφοριακό περιεχόμενο σε σχέση με το EVA.

Το 2007 οι Nappi-Choulet, Missonier-Piera and Cancel (2007) στην εργασία τους με τίτλο «Value creation and the impact of corporate real estate assets; an empirical investigation with French listed companies» εξέτασαν τη σχέση μεταξύ του Economic Value Added και του Market Value Added και των ακινήτων (real estate assets) που διαθέτει μια επιχείρηση. Το δείγμα που χρησιμοποίησαν αποτελείται από εισηγμένες Γαλλικές επιχειρήσεις (εταιρείες του SBF 250) για την χρονική περίοδο 1999 - 2004. Τα αποτελέσματα της εμπειρικής τους μελέτης δείχνουν ότι μια αύξηση του ποσοστού των ακινήτων επί του συνόλου του ενεργητικού σχετίζεται αρνητικά με το EVA, αλλά ειδικά για επιχειρήσεις παροχής υπηρεσιών που διαθέτουν λίγα ακίνητα. Επιπρόσθετα, από την εμπειρική μελέτη προκύπτει ότι υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ του MVA και των αλλαγών των ακινήτων για τις επιχειρήσεις εκτός του τομέα παροχής υπηρεσιών.

Οι Nuttawat, Robin and Yi, το 2008 στο άρθρο τους με τίτλο "Economic Value Added (EVA ®) and Sector Returns" εξετάζουν ένα δείγμα 4.700 αμερικανικών επιχειρήσεων (14.359 παρατηρήσεις) που κατατάσσονται σε 90 κλάδους για τη χρονική περίοδο 2003 - 2005 και συγκρίνουν το πληροφοριακό περιεχόμενο του EVA σε σχέση με το πληροφοριακό περιεχόμενο τριών παραδοσιακών δεικτών αποδοτικότητας χρηματικές ροές από λειτουργική δραστηριότητα (CFO), κέρδη προ τόκων και φόρων (EBIT) και υπολειμματικό εισόδημα (RI). Από τα αποτελέσματα της εμπειρικής μελέτης προκύπτει ότι τα κέρδη προ τόκων και φόρων (EBIT) έχουν μεγαλύτερη συσχέτιση με τις αποδόσεις απ' ό,τι το EVA και οι υπόλοιποι δείκτες αποδοτικότητας. Επιπρόσθετα, οι συγγραφείς αναλύουν το EVA σε τέσσερα μέρη: χρηματικές ροές από λειτουργική δραστηριότητα (CFO), Accruals (Λειτουργικά έσοδα - CFO), χρεωστικοί τόκοι (προ φόρων) και Capital Charge: $WACC * \text{capital}$ και εξετάζουν ποιο στοιχείο του EVA συνεισφέρει περισσότερο στη συσχέτιση του EVA με τις αποδόσεις των κλάδων. Από τον έλεγχο αυτό προκύπτει ότι τα Accruals συνεισφέρουν περισσότερο απ' ό,τι τα υπόλοιπα στοιχεία του EVA.

Οι Lee and Kim (2009) σύγκριναν την επεξηγηματική ικανότητα έξι δεικτών μέτρησης της απόδοσης: τριών που σχετίζονται με το EVA (EVA, REVA και MVA) και τριών «παραδοσιακών» δεικτών: (Cash Flow from Operations, Return on Assets και Return on Equity) για ένα δείγμα 353 αμερικανικών επιχειρήσεων που ανήκουν στον τουριστικό κλάδο (46 ξενοδοχειακές επιχειρήσεις, 134 επιχειρήσεις εστίασης, 135 καζίνο, 38 επιχειρήσεις θεματικών πάρκων και κρουαζιέρων) για τη χρονική περίοδο 1985 - 2004. Ειδικότερα, η έρευνα εξετάζει τη δυνατότητα ερμηνείας της προσαρμοσμένης στην αγορά απόδοσης μετοχών από την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία και από τις εξής μεταβλητές: α) Αναθεωρημένη Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (REVA) όπου χρησιμοποιείται η αγοραία (αντί της λογιστικής) αξία κεφαλαίου για τον υπολογισμό του κόστους κεφαλαίου, β) αγοραία προστιθέμενη αξία, γ) λειτουργική ταμειακή ροή, δ) απόδοση ενεργητικού (Return On Assets), ε) απόδοση ιδίων κεφαλαίων (Return On Equity) και στ) εταιρικό μέγεθος. Από τα αποτελέσματα της μελέτης των Lee και Kim (2009), προκύπτει ότι το Refined Economic Value Added και το Market Value Added είναι αξιόλογοι δείκτες μέτρησης της απόδοσης για επιχειρήσεις του τουριστικού κλάδου.

Οι Sharma and Kumar στην μελέτη τους “Economic Value Added (EVA) - Literature Review and Relevant Issues” (2010), καταγράφουν και παρουσιάζουν τις σημαντικότερες από τις δημοσιευμένες μελέτες για τη χρονική περίοδο 1994 - 2008, οι οποίες πραγματεύονται την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία. Οι συγγραφείς μάλιστα κατατάσσουν τις μελέτες σε 7 κατηγορίες ανάλογα με το περιεχόμενό τους: α) EVA και αποδόσεις μετοχών, β) σχέση EVA και MVA, γ) συμπεριφορά διευθυντικών στελεχών και διοίκηση απόδοσης, δ) κριτική & ζητήματα εφαρμογής του EVA, ε) value management και EVA, στ) μέθοδοι προεξόφλησης και η σχέση τους με το EVA και ζ) βιβλιογραφικές μελέτες για το EVA.

Οι Alam and Nizamuddin στην εργασία τους με τίτλο «Performance Measures of Shareholders Wealth: An Application of Economic Value Added (EVA)» (2012) παρουσιάζουν το θεωρητικό υπόβαθρο του EVA, τις απαιτούμενες λογιστικές μετατροπές, καθώς και μεθοδολογία για την εφαρμογή του.

Οι Nakhaei et al. (2013) εξετάζουν την επεξηγηματική ικανότητα του EVA για την αγοραία αξία της μετοχής εν συγκρίσει με τα καθαρά και λειτουργικά κέρδη για ένα

δείγμα 87 ιρανικών επιχειρήσεων εισηγμένων στο Tehran Stock Exchange (TSE) για τη χρονική περίοδο 2004 - 2008. Από τα αποτελέσματα της μελέτης τους προκύπτει μεγαλύτερη σχέση της αξίας της μετοχής με τα καθαρά και λειτουργικά κέρδη έναντι του EVA. Παρόλα αυτά η σχέση μεταξύ και αγοραίας αξίας της μετοχής θεωρείται από τους συγγραφείς σημαντική.

Το 2014, οι Ivanov, Leong and Zaima, στη μελέτη τους με τίτλο: “An Empirical Examination of Negative Economic Value Added Firms” εξέτασαν αν επιχειρήσεις με αρνητικό EVA την παρούσα χρονική περίοδο θα επιτύχουν καλύτερες επιδόσεις μελλοντικά. Εξετάζοντας ένα δείγμα 449 αμερικανικών επιχειρήσεων που παρουσίασαν αρνητικό EVA το 2003 (από τη βάση δεδομένων της Stern Stewart), δημιουργήθηκαν 4 χαρτοφυλάκια κατατάσσοντας τις επιχειρήσεις με βάση το πόσο αρνητικό υπολογίστηκε το EVA. Στη συνέχεια ελέγχονται οι αποδόσεις των χαρτοφυλακίων για τη χρονική περίοδο 2004 - 2009 και οι συσχετίσεις τους με τους δείκτες return on assets (NOPAT/TA), market-to-book ratio (MTB), μόχλευση και μέγεθος. Από τα αποτελέσματα της εμπειρικής μελέτης, προκύπτει ότι οι επιχειρήσεις με χαμηλότερη μόχλευση παρουσιάζουν υψηλότερες αποδόσεις. Επιπρόσθετα, οι επιχειρήσεις που παρουσιάζουν ελάχιστα αρνητικό EVA δύνανται να ανακάμψουν και να έχουν θετικές αποδόσεις. Οι συγγραφείς καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι επενδυτές που επιθυμούν να επενδύσουν σε επιχειρήσεις με αρνητικό EVA θα πρέπει να προτιμήσουν τις επιχειρήσεις που παρουσιάζουν EVA κοντά στο μηδέν (near zero EVAs).

Οι Bagherzadeh and Joibary (2014) στη μελέτη τους με τίτλο “The investigation of relationship between economic value added (EVA) and market value added (MVA) during years 2008-2010: a study of companies listed in Bangalore Stock Exchange (BGSE)” εξετάζουν τη σχέση μεταξύ EVA και MVA για ένα δείγμα είκοσι ινδικών επιχειρήσεων που ήταν εισηγμένες στο Bangalore Stock Exchange (BgSE) κατά τη χρονική περίοδο 2008-2010. Από τα αποτελέσματα της μελέτης προκύπτει $R^2 = 97,2\%$ μεταξύ EVA και MVA, γεγονός που υποδηλώνει τη μεγάλη συσχέτιση τους.

Τέλος, η πλέον πρόσφατη αξιολογη δημοσιευμένη μελέτη σχετική με το EVA είναι εκείνη των Shah et al., οι οποίοι στη μελέτη τους “Economic Value Added: Corporate Performance Measurement Tool” (2015) παρουσιάζουν το θεωρητικό υπόβαθρο του

EVA και ειδικότερα τις λογιστικές προσαρμογές που απαιτούνται για τον υπολογισμό του EVA (π.χ. Υπεραξία, Έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης κ.λπ.). Στη συνέχεια οι συγγραφείς περιγράφουν συνοπτικά τις σημαντικότερες δημοσιευμένες μελέτες οι οποίες ασχολούνται με το EVA.

2.3. Επισκόπηση των εμπειρικών μελετών για τις ελληνικές επιχειρήσεις

Αναφορικά με την εφαρμογή και τον υπολογισμό της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας για δείγματα που περιλαμβάνουν ελληνικές επιχειρήσεις, οι Kyriazis and Anastassis (2007), προβαίνουν στον υπολογισμό του EVA για ένα δείγμα 121 ελληνικών επιχειρήσεων, εκτός χρηματοπιστωτικού τομέα, εισηγμένων στο ελληνικό χρηματιστήριο για τη χρονική περίοδο 1996 - 2003 (856 παρατηρήσεις). Επιπρόσθετα, εξέτασαν το πληροφοριακό περιεχόμενο του EVA σε σχέση με άλλους δείκτες αποδοτικότητας, όσον αφορά στην επεξηγηματική τους ικανότητα για τις μετοχικές αποδόσεις των επιχειρήσεων, ελέγχοντας αν το EVA συσχετίζεται περισσότερο με την πραγματική αγοραία αξία της επιχείρησης.

Αξίζει επίσης να σημειωθεί ότι στα πλαίσια του υπολογισμού του EVA οι Kyriazis et al. εφάρμοσαν τις εξής λογιστικές προσαρμογές, από εκείνες που προτείνει η Stern Stewart:

1. Κεφαλαιοποίηση των Εξόδων Έρευνας & Ανάπτυξης
2. Κεφαλαιοποίηση των Προβλέψεων
3. Αφαίρεση του Interest Tax Shield από τα Λειτουργικά Κέρδη
4. Αφαίρεση των Φόρων από μη Λειτουργικά Έσοδα
5. Αφαίρεση των Ακινήτοποιήσεων υπό Εκτέλεση από τα συνολικά Επενδεδυμένα Κεφάλαια
6. Πρόσθεση των συσσωρευμένων αποσβέσεων της Υπεραξίας

Επιπρόσθετα, αναφέρουν ορισμένες λογιστικές μετατροπές τις οποίες όμως δεν εφάρμοσαν, καθώς δεν υπήρχαν διαθέσιμα τα αναγκαία στοιχεία. Οι προσαρμογές αυτές είναι οι εξής: η κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων, η μετατροπή

της μεθόδου αποτίμησης αποθεμάτων από LIFO σε FIFO, η προσαρμογή για την αναβαλλόμενη φορολογία, η προσαρμογή για τη μη καταγεγραμμένη υπεραξία και η αλλαγή της μεθόδου απόσβεσης από σταθερή σε αύξουσα απόσβεση. Αξίζει επίσης να επισημανθεί ότι οι προσαρμογές για τις λειτουργικές μισθώσεις και την μέθοδο αποτίμησης αποθεμάτων δεν έγιναν επειδή τα όλα τα απαιτούμενα στοιχεία δεν παρουσιάζονται στις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων.

Από τα αποτελέσματα των ελέγχων σχετικού και επιπρόσθετου πληροφοριακού περιεχομένου, οι Kyriazis and Anastassis κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι τα καθαρά και λειτουργικά κέρδη (net & operating income) σχετίζονται περισσότερο με την αξία απ' ό,τι το EVA. Επιπρόσθετα, από τα αποτελέσματα της μελέτης δεν επαληθεύεται ο ισχυρισμός της Stern Stewart ότι το EVA είναι το πιο στενά συσχετισμένο μέτρο κερδοφορίας με την Προστιθέμενη Αγοραία Αξία (Market Value Added), κάτι το οποίο οδηγεί στο συμπέρασμα ότι το EVA παρόλο που είναι ένα χρήσιμο εργαλείο μέτρησης της απόδοσης δεν συσχετίζεται περισσότερο με την αξία των μετόχων απ' ό,τι άλλοι υφιστάμενοι δείκτες αποδοτικότητας.

Οι Maditinos, Zeljko and Theriou (2005) στη μελέτη τους με τίτλο «Economic Value Added (EVA). Is it really the best performance measure? A Review of the Theoretical and Empirical Literature. The case of Athens Stock Exchange (ASE)» εξέτασαν ένα δείγμα 163 εισηγμένων στο Χ.Α.Α. επιχειρήσεων για τη χρονική περίοδο 1992 - 2001 προκειμένου να διερευνήσουν αν το EVA ή οι παραδοσιακοί δείκτες σχετίζονται περισσότερο με τις αποδόσεις των μετοχών των επιχειρήσεων. Από τα αποτελέσματα της μελέτης προκύπτει ότι οι αποδόσεις των μετοχών έχουν μεγαλύτερη συσχέτιση με το δείκτη Κέρδη ανά μετοχή (Earnings Per Share) παρά με το EVA. Ωστόσο, από τον έλεγχο στο επιπρόσθετο πληροφοριακό περιεχόμενο του EVA (incremental information content test) προκύπτει ότι το EVA προσδίδει ερμηνευτική ικανότητα στο δείκτη κερδών ανά μετοχή στην προσπάθεια εξήγησης της μεταβλητότητας των μετοχικών αποδόσεων.

Το 2005, ο Artikis σε μελέτη του με τίτλο «Value Based Corporate Finance in the Secondary Sector in Greece» εξέτασε ένα δείγμα εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών επιχειρήσεων για την περίοδο 2000 - 2004 και υπολόγισε την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία. Από τους υπολογισμούς που έγιναν, το ποσοστό

των επιχειρήσεων του δείγματος που είχαν αρνητικό EVA κυμαίνεται μεταξύ 48% και 61%. Επισημαίνεται ότι η πλειοψηφία των επιχειρήσεων έδειξαν θετική απόδοση επί του επενδεδυμένου κεφαλαίου χωρίς όμως αυτή να είναι ικανή σε ορισμένες περιπτώσεις να καλύψει το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου της επιχείρησης. Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι με βάση τους υπολογισμούς του συγγραφέα μόλις δύο κλάδοι επιχειρήσεων έχουν θετικό EVA για το σύνολο της χρονικής περιόδου που εξετάστηκε.

Οι Maditinos, et al. (2006) στη μελέτη τους με τίτλο «The Introduction of Economic Value Added (EVA®) in the Corporate World» για ένα δείγμα εισηγμένων στο Χ.Α.Α. επιχειρήσεων για τη χρονική περίοδο 1995 - 2001 εξέτασαν αν το EVA ή ο δείκτης Κέρδη ανά μετοχή σχετίζεται περισσότερο με τις αποδόσεις των μετοχών των επιχειρήσεων. Από τα αποτελέσματα της μελέτης για το σχετικό πληροφοριακό περιεχόμενο προκύπτει ότι οι αποδόσεις των μετοχών έχουν μεγαλύτερη συσχέτιση με το δείκτη Κέρδη ανά μετοχή (Earnings Per Share) παρά με το EVA. Ωστόσο, από τον έλεγχο στο επιπρόσθετο πληροφοριακό περιεχόμενο του EVA (incremental information content test) προκύπτει ότι το EVA προσδίδει ερμηνευτική ικανότητα στο δείκτη κερδών ανά μετοχή στην προσπάθεια εξήγησης της μεταβλητότητας των μετοχικών αποδόσεων.

Το 2007 ο Artikis διερεύνησε τη σχέση μεταξύ economic spread και αγοραίας αξίας μεταξύ όλων των επιχειρήσεων, εκτός των χρηματοοικονομικών, που ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών τη χρονική περίοδο 2000 - 2004. Η σχέση εξετάστηκε και σε επίπεδο κλάδου, καθώς το δείγμα κατατάχθηκε σε έξι κλάδους (τεχνολογία, τηλεπικοινωνίες, πρώτες ύλες, βιομηχανικός, consumer cyclical, consumer non-cyclical). Επισημαίνεται, ότι ως economic spread ορίζεται η διαφορά μεταξύ της απόδοσης του επενδεδυμένου κεφαλαίου (ROIC) και του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC).

Τα αποτελέσματα της εμπειρικής μελέτης έδειξαν ότι η σχέση μεταξύ economic spread και της αγοραίας αξίας είναι στατιστικά σημαντική στο 66,67% των περιπτώσεων. Σε επίπεδο κλάδων υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ των δύο μεταβλητών εκτός του κλάδου της τεχνολογίας. Επιπλέον, από τα αποτελέσματα της μελέτης ο συγγραφέας καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η ικανότητα των επιχειρήσεων

με καταναλωτικά προϊόντα (cyclical or non-cyclical) να παράγουν αξία στο πλαίσιο του EVA καταδεικνύεται και στην αγοραία τιμή της μετοχής τους.

Το 2009, οι Maditinos, et al. εξέτασαν την επεξηγηματική ικανότητα του EVA και του SVA εν συγκρίσει με τρεις «παραδοσιακούς» δείκτες απόδοσης, τα Κέρδη ανά Μετοχή (Earnings Per Share (EPS)), το δείκτη απόδοσης επί της επένδυσης (Return on Investment (ROI)) και το δείκτη απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων (Return on Equity (ROE)), όσον αφορά τις αποδόσεις των μετοχών των επιχειρήσεων που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Από τα αποτελέσματα της μελέτης, προκύπτει ότι οι αποδόσεις των μετοχών έχουν μεγαλύτερη συσχέτιση με το δείκτη Κέρδη ανά μετοχή (Earnings Per Share) παρά με το EVA ή κάποιον άλλο δείκτη απόδοσης.

Οι Mandilas, Floropoulos, Pipiliagkoroulos and Angelakis (2009) εξέτασαν την επεξηγηματική ικανότητα του EVA και άλλων τριών δεικτών απόδοσης (Earnings Per Share, Return On Investment, Return On Equity) αναφορικά με τις αποδόσεις των μετοχών επιχειρήσεων. Το δείγμα περιελάμβανε επιχειρήσεις που ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών στη χρονική περίοδο 1996 - 2005. Από τα αποτελέσματα της μελέτης προκύπτει ότι οι αποδόσεις των μετοχών έχουν μεγαλύτερη συσχέτιση με το δείκτη Κέρδη ανά μετοχή (earnings per share) παρά με το EVA, εναρμονιζόμενη έτσι με τα αποτελέσματα άλλων μελετών. Επιπρόσθετα, ο συνδυασμός EVA με το δείκτη EPS αυξάνει την επεξηγηματική ικανότητα επί των αποδόσεων μετοχών από 2,9% σε 7,6%.

Συνοψίζοντας, από την επισκόπηση της ανωτέρω βιβλιογραφίας που πραγματεύεται την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) για δείγματα επιχειρήσεων σε Ελλάδα και εξωτερικό, προκύπτει ότι το EVA είναι πλέον ευρέως διαδεδομένο και έχει ένθερμους υποστηρικτές - ειδικά στις μεγάλες οικονομίες - κάτι που αποδεικνύεται και από το γεγονός ότι εφαρμόζεται από ορισμένες μεγάλες επιχειρήσεις παγκοσμίως, όπως οι εξής: Coca Cola, AT&T, Briggs & Stratton, Quaker Oats κ.ά. (Kyriazis et al., page 72, 2007).

Ωστόσο, δε λείπουν τα προβλήματα αναφορικά με την εφαρμογή του EVA και οι ενστάσεις για την αξιοπιστία του, καθώς σε ορισμένες εμπειρικές μελέτες οι

συγγραφείς καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι το EVA δε μετράει την αξία που παράγει η επιχείρηση για τους μετόχους της (Fernandez, 2001).

Σε κάθε περίπτωση η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία έχει ορισμένα χαρακτηριστικά που την καθιστούν τον ενδεδειγμένο δείκτη μέτρησης της απόδοσης σε μια επιχείρηση. Τέτοια χαρακτηριστικά είναι - μεταξύ άλλων - το γεγονός ότι το EVA μπορεί να μετρηθεί για κάθε επίπεδο και κάθε οντότητα (entity) μιας επιχείρησης, όπως τμήματα, θυγατρικές κ.λπ., καθώς και το γεγονός ότι το EVA βασίζεται στο οικονομικό κέρδος, λαμβάνει δηλαδή υπόψη και το κόστος που έχουν τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης, σε αντίθεση με άλλους παραδοσιακούς δείκτες μέτρησης της απόδοσης.

Τα χαρακτηριστικά αυτά της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας σε συνδυασμό με το γεγονός ότι εξ' όσων γνωρίζουμε, δεν έχει πραγματοποιηθεί μελέτη που να εξετάζει το EVA σε επιχειρήσεις, οι οποίες είναι εισηγμένες σε χρηματιστήριο χώρας που βρίσκεται σε μακρά περίοδο ύφεσης και της οποίας η οικονομία αντιμετωπίζει σοβαρά δομικά προβλήματα, καθιστά ιδιαίτερα ενδιαφέροντα τα αποτελέσματα που θα προκύψουν από την εκπόνηση της παρούσας μελέτης. Επιπρόσθετα, η σύγκριση των αποτελεσμάτων των υπολογισμών για το EVA για το έτος 2014 με εκείνα για τις ίδιες επιχειρήσεις για το έτος 2005, πριν την έναρξη της μακράς ύφεσης στην οποία έχει περιέλθει η Ελλάδα, είναι άκρως ενδιαφέρουσα, καθώς θα μας δείξει μια ένδειξη για το πως η κατάσταση που επικρατεί στη χώρα επηρεάζει τις επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε αυτή με αποτέλεσμα να μην δημιουργούν αξία για τους μετόχους τους.

3. Δεδομένα, δείγμα, μεθοδολογία

3.1. Σύντομη περιγραφή του δείγματος

Το δείγμα που εξετάστηκε στο πλαίσιο της παρούσας εργασίας περιλαμβάνει τις επιχειρήσεις μεγάλης κεφαλαιοποίησης (Large Cap) οι οποίες ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών το 2014, πλην των επιχειρήσεων του χρηματοπιστωτικού τομέα (τράπεζες, ασφάλειες) λόγω των βασικών διαφορών που έχουν στους ισολογισμούς τους και στις καταστάσεις αποτελεσμάτων χρήσεως σε σχέση με τις επιχειρήσεις των υπολοίπων κλάδων. Το τελικό δείγμα περιελάμβανε ένα σύνολο 20 επιχειρήσεων για τα έτη 2005 και 2014, οι οποίες παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα:

Δείγμα επιχειρήσεων της μελέτης
ΑΕΡΟΠΟΡΙΑ ΑΙΓΑΙΟΥ Α.Ε.
COCA-COLA 3Ε ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Β.Ε.Ε.
Δ.Ε.Η. Α.Ε.
ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε.
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε.
ΕΥΔΑΠ Α.Ε.
FOLLI FOLLIE GROUP Α.Ε.
GRIVALIA PROPERTIES ΑΕΕΑΠ
JUMBO Α.Ε.Ε.
LAMDA DEVELOPMENT Α.Ε.
ΜΕΤΑΛΛΙΚΑΙ ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΙ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.
ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ (ΕΛΛΑΣ) ΔΙΥΛΙΣΤΗΡΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ Α.Ε.
ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. - ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.
ΟΠΑΠ Α.Ε.
ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΩΝ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.
ΤΕΡΝΑ Α.Ε.
ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ ΑΒΕΤΕ
TITAN Α.Ε.
VIOHALCO Α.Ε.

Πίνακας 1: Δείγμα επιχειρήσεων της μελέτης

Επισημαίνεται, ότι τρεις επιχειρήσεις (ΑΕΡΟΠΟΡΙΑ ΑΙΓΑΙΟΥ Α.Ε., GRIVALIA PROPERTIES ΑΕΕΑΠ, ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ ΑΒΕΤΕ) δεν ήταν εισηγμένες το 2005, οπότε για αυτές δεν υπολογίστηκε η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία για το έτος 2005. Για το δείγμα υπολογίστηκαν τα επιμέρους στοιχεία που απαρτίζουν το EVA, δηλαδή NOPAT, ROIC, IC και WACC, και τελικά το ίδιο το EVA για την υπό εξέταση χρονική περίοδο.

Αξίζει επίσης να σημειωθεί, ότι τα απαιτούμενα δεδομένα για τον υπολογισμό των βασικών μεταβλητών που συνθέτουν το EVA, καθώς και στοιχεία για τις απαιτούμενες λογιστικές προσαρμογές αντλήθηκαν από τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις και ετήσιες εκθέσεις (Annual Reports) των επιχειρήσεων για τα έτη 2005 και 2014 και από τη βάση δεδομένων της DataStream.

Επιπρόσθετα, για τον υπολογισμό του WACC της κάθε επιχείρησης χρησιμοποιήθηκαν δεδομένα για τιμές μετοχών των εταιρειών του δείγματος και του γενικού δείκτη από τη βάση δεδομένων της DataStream. Από την ίδια βάση δεδομένων αντλήθηκε και η απόδοση του δεκαετούς κρατικού γερμανικού ομολόγου που χρησιμοποιήθηκε ως εκτίμηση της απόδοσης χωρίς κίνδυνο (risk-free rate), στα πλαίσια του υπολογισμού του WACC.

3.2. Παρουσίαση των λογιστικών προσαρμογών που προτείνει η Stern Stewart

3.2.1. Εισαγωγή

Όπως αναφέρθηκε και ανωτέρω στην παρουσίαση της βιβλιογραφίας, ο Stewart στο βιβλίο του “The Quest for Value” όπου προτείνει το EVA ως ένα μέτρο αξιολόγησης των επιχειρήσεων, παρουσιάζει τις λογιστικές προσαρμογές που απαιτούνται για τον υπολογισμό της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας αναλύοντας διεξοδικά το σκοπό για τον οποίο πραγματοποιεί η κάθε προσαρμογή.

Αξίζει να σημειωθεί ότι η Stern Stewart έχει αναγνωρίσει 164 λογιστικές μετατροπές στα GAAP οι οποίες απαιτούνται να γίνουν για τον προσδιορισμό των επενδεδυμένων κεφαλαίων και των λειτουργικών κερδών (Alam et al, page 163, 2012). Ωστόσο, στην πράξη οι περισσότερες επιχειρήσεις θεωρούν ότι οι προσαρμογές που έχουν σημασία, δεν ξεπερνούν τις δεκαπέντε με αποτέλεσμα να

υιοθετούν ορισμένες από τις μετατροπές που προτείνει η Stern Stewart (Bacidore et al, page 20,1997).

Η Stern Stewart προτείνει τις λογιστικές προσαρμογές με σκοπό τον καλύτερο υπολογισμό του υπολειμματικού εισοδήματος, καθώς και τη διόρθωση των διαστρεβλώσεων που δημιουργούνται από τις επιλογές των διευθυντικών στελεχών της επιχείρησης. Ειδικότερα, ορισμένες προσαρμογές αποσκοπούν στο να αποτρέψουν τα στελέχη από λειτουργικές, επενδυτικές και χρηματοοικονομικές επιλογές και αποφάσεις οι οποίες αυξάνουν τα κέρδη και την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία βραχυπρόθεσμα, αλλά ταυτόχρονα μειώνουν την αξία των μετόχων. Παραδείγματα τέτοιων λανθασμένων αποφάσεων αποτελούν οι περικοπές επενδύσεων με θετική Παρούσα Αξία και των Εξόδων Έρευνας και Ανάπτυξης (Biddle et al, page 6, 1999).

Από τις λογιστικές προσαρμογές που προτείνει η Stern Stewart για τον υπολογισμό του EVA οι συνηθέστερες παρουσιάζονται στις ακόλουθες ενότητες. Στην τελευταία ενότητα αναφέρονται εκείνες που εφαρμόστηκαν στα πλαίσια της παρούσας μελέτης και ταυτόχρονα εξηγούνται οι λόγοι για τους οποίους κάποιες προσαρμογές δεν χρησιμοποιήθηκαν.

3.2.2. Υπεραξία επιχείρησης από εξαγορά (Goodwill)

Σύμφωνα με τον ορισμό του προσαρτήματος Α των Ελληνικών Λογιστικών Προτύπων (Ν.4308/2014), υπεραξία (Goodwill) είναι η διαφορά μεταξύ του τιμήματος για την απόκτηση μέρους ή του συνόλου μιας οντότητας και του αθροίσματος της εύλογης αξίας των εξατομικεύσιμων καθαρών περιουσιακών στοιχείων. Θετική υπεραξία αντιπροσωπεύει μελλοντικά οικονομικά οφέλη που προκύπτουν από περιουσιακά στοιχεία τα οποία δεν μπορούν να εξατομικευθούν και να αναγνωριστούν ξεχωριστά κατά την εξαγορά μιας επιχείρησης. Επισημαίνεται ότι η υπεραξία της οικονομικής μονάδας στηρίζεται στην εκτίμηση για την ικανότητα της επιχείρησης να πραγματοποιεί υψηλά κέρδη λόγω κυρίως της καλής φήμης, της εκτεταμένης πελατείας, της μεγάλης πίστωσης στην αγορά, της καλής οργάνωσης, της ιδιαίτερης εξειδίκευσης στην παραγωγή ορισμένων προϊόντων, της καλής προοπτικής αναπτύξεως του κλάδου στον οποίο ανήκει, των εξαιρετικών

πλεονεκτημάτων της θέσεως όπου είναι εγκατεστημένη, της υψηλής στάθμης των στελεχών που απασχολεί (επιστημονική κατάρτιση, εμπειρία και του κύρους, δυναμικού και αποτελεσματικότητας του διοικητικού και διευθυντικού της μηχανισμού (Ε.Γ.Λ.Σ. παρ. 2.2.110. περ. 3).

Αναφορικά με τη λογιστική αντιμετώπιση της υπεραξίας, σύμφωνα με το άρθρο 18, παρ. 3, α6, των νέων Ελληνικών Λογιστικών Προτύπων (Ν. 4308/ 2014) η υπεραξία και τα άυλα περιουσιακά στοιχεία με απεριόριστη ζωή δεν υπόκεινται σε απόσβεση, αλλά σε ετήσιο έλεγχο απομείωσης της αξίας τους. Αντιθέτως, η υπεραξία, οι δαπάνες ανάπτυξης και τα άυλα περιουσιακά στοιχεία με ωφέλιμη ζωή που δεν μπορεί να προσδιοριστεί αξιόπιστα υπόκεινται σε απόσβεση, με περίοδο απόσβεσης τα δέκα έτη (άρθρο 18, παρ. 3, α7, Ν.4308/ 2014). Επιπρόσθετα, σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (IAS 36) η υπεραξία δεν αποσβένεται, αλλά ελέγχεται για απομείωση σε ετήσια βάση.

Σύμφωνα με τη Stern Stewart η υπεραξία δεν πρέπει να αποσβένεται, καθώς περιλαμβάνει τα άυλα στοιχεία μιας εξαγοραζόμενης επιχείρησης (καλή φήμη, εκτεταμένη πελατεία) τα οποία έχουν αόριστη διάρκεια ζωής και η αξία τους δεν πρέπει να φθίνει απαραίτητα με το χρόνο. Έτσι, για τον υπολογισμό του EVA, το Goodwill δεν αποσβένεται και μένει στον ισολογισμό και η τρέχουσα απόσβεση της υπεραξίας προστίθεται στα λειτουργικά κέρδη της επιχείρησης. Επιπλέον, οι όποιες αποσβέσεις Goodwill έχουν γίνει στο παρελθόν επαναπροστίθενται στα κεφάλαια της επιχείρησης.

3.2.3. Έξοδα Έρευνας & Ανάπτυξης (R & D expenses)

Σύμφωνα με τον ορισμό που δίνονται από τα ΔΛΠ (IAS 38), έρευνα είναι η πρωτότυπη και προγραμματισμένη συστηματική εξέταση που αναλαμβάνεται με την προσμονή της απόκτησης νέας επιστημονικής ή τεχνικής γνώσης και αντίληψης. Επίσης, ως ανάπτυξη ορίζεται η εφαρμογή των ευρημάτων της έρευνας ή άλλης γνώσης σε ένα πρόγραμμα ή σχέδιο για την παραγωγή νέων ή ουσιωδώς βελτιωμένων υλικών, συσκευών, προϊόντων, διαδικασιών, συστημάτων ή υπηρεσιών πριν από την έναρξη της εμπορικής παραγωγής ή χρήσης.

Αξίζει να σημειωθεί ότι σύμφωνα με το ΕΓΛΣ, τα Έξοδα Έρευνας & Ανάπτυξης περιλαμβάνονται στα αποτελέσματα εκμεταλλεύσεως και συγκεκριμένα στο λογαριασμό 86.00.03 «Έξοδα λειτουργίας ερευνών - αναπτύξεως».

Σύμφωνα με τη Stern Stewart, τα Έξοδα Έρευνας & Ανάπτυξης πρέπει να επαναπροστίθενται στα επενδεδυμένα κεφάλαια της και η ετήσια μεταβολή των Εξόδων Έρευνας & Ανάπτυξης πρέπει να προστίθεται στα λειτουργικά κέρδη της επιχείρησης. Επίσης προτείνει την απόσβεση των εξόδων έρευνας μέσα σε περίοδο ίση με τον αριθμό των ετών που αναμένεται η επιχείρηση να ωφεληθεί από αυτά (ή εναλλακτικά, 5 ή 10 χρόνια).

3.2.4. Αναβαλλόμενη Φορολογία (Deferred Taxes)

Με τον όρο αναβαλλόμενη φορολογία νοούνται οι φόροι εκείνοι, οι οποίοι θα πληρωθούν σε επόμενες χρήσεις, δηλαδή αναβαλλόμενη φορολογία (Deferred Taxes) είναι ο φόρος εισοδήματος επί των λογιστικών εξόδων που βάρυναν το λογιστικό αποτέλεσμα της χρήσης, τα οποία όμως έξοδα θα αναγνωριστούν σε μελλοντική χρήση. Ειδικότερα, το ΔΛΠ 12 δίνει τους εξής ορισμούς:

- ✓ Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις είναι τα ποσά των φόρων εισοδήματος που θα καταβληθούν σε μελλοντικές περιόδους, που αφορούν σε φορολογητέες προσωρινές διαφορές.
- ✓ Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις είναι τα ποσά των φόρων εισοδήματος που είναι επιστρεπτέα σε μελλοντικές περιόδους και αφορούν σε:
 - (α) εκπεστές προσωρινές διαφορές,
 - (β) μεταφερόμενες αχρησιμοποίητες φορολογικές ζημιές, και
 - (γ) μεταφερόμενους αχρησιμοποίητους πιστωτικούς φόρους

Επισημαίνεται ότι προσωρινές διαφορές είναι οι διαφορές μεταξύ της λογιστικής αξίας ενός περιουσιακού στοιχείου ή υποχρέωσης στον ισολογισμό και της φορολογικής βάσης του.

Μέχρι πρόσφατα στο ΕΓΛΣ δεν υπάρχουν αναβαλλόμενοι φόροι, ωστόσο με τα νέα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα (Ν.4308/2014) εισάγεται η δυνατότητα στις

επιχειρήσεις να αναγνωρίζουν πλέον αναβαλλόμενη φορολογία (άρθρο 23). Επισημαίνεται, ότι στα πλαίσια τόσο των αμερικανικών GAAP, όσο και των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (IAS 12) οι επιχειρήσεις έχουν τη δυνατότητα τήρησης λογαριασμών αναβαλλόμενης φορολογίας.

Αναφορικά με τις προσαρμογές που πρέπει να γίνουν για την αναβαλλόμενη φορολογία, αυτές είναι οι εξής: οι αυξήσεις του σχετικού λογαριασμού (όταν ο λογαριασμός εμφανίζεται στο παθητικό) που περιλαμβάνει τους αναβαλλόμενους φόρους προστίθενται στα λειτουργικά κέρδη, ενώ οι μειώσεις του λογαριασμού αφαιρούνται από τα λειτουργικά κέρδη της επιχείρησης. Επιπρόσθετα, το σύνολο της αναβαλλόμενης φορολογίας προστίθεται στο επενδεδυμένο κεφάλαιο (Fernandez, page 11, 2015). Επισημαίνεται ότι η προσαρμογή αυτή πραγματοποιείται, γιατί η προσαρμογή δημιουργεί φορολογικά έξοδα για τον υπολογισμό της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας που είναι πιο κοντά σε αυτό που οφείλει η επιχείρηση να πληρώσει κάθε χρόνο.

3.2.5. Προβλέψεις

Πρόβλεψη είναι η κράτηση ορισμένου ποσού, που γίνεται κατά το κλείσιμο του ισολογισμού, σε βάρος του λογαριασμού γενικής εκμεταλλεύσεως ή του λογαριασμού αποτελεσμάτων χρήσεως. Η κράτηση αυτή αποβλέπει στην κάλυψη ζημίας ή εξόδων ή ενδεχόμενης υποτιμήσεως στοιχείων του ενεργητικού, όταν κατά την ημερομηνία συντάξεως του ισολογισμού είναι πιθανή η πραγματοποίησή τους, χωρίς όμως να είναι γνωστό το ακριβές μέγεθός τους ή ο χρόνος πραγματοποίησεως ή και τα δύο.

Επισημαίνεται δε ότι σύμφωνα με τους κανόνες που επιβάλλει το ΕΓΛΣ, ο σχηματισμός των προβλέψεων είναι υποχρεωτικός, ανεξάρτητα εάν η χρήση κλείνει με θετικό ή αρνητικό αποτέλεσμα (ΕΓΛΣ, παρ.2.2.405). Οι προβλέψεις ορίζονται μέσω νόμου ως ελάχιστο κάθε χρόνο απαιτούμενο ποσοστό, με τις επιχειρήσεις να έχουν τη δυνατότητα να αυξήσουν τις προβλέψεις τους πέραν αυτού. Οι προβλέψεις διακρίνονται βάσει του ΕΓΛΣ στις εξής δύο βασικές κατηγορίες:

- Στις προβλέψεις για κινδύνους εκμεταλλεύσεως, οι οποίες προορίζονται να καλύψουν έξοδα της χρήσεως που πιθανολογούνται ότι θα

πραγματοποιηθούν μετά από το σχηματισμό των προβλέψεων. Οι εν λόγω προβλέψεις σχηματίζονται με χρέωση των οικείων υπολογαριασμών του 68 «προβλέψεις εκμεταλλεύσεως».

- Στις προβλέψεις για έκτακτους κινδύνους, οι οποίες προορίζονται να καλύψουν έκτακτες ζημιές και έκτακτα έξοδα που πιθανολογούνται ότι θα πραγματοποιηθούν μετά από το σχηματισμό των προβλέψεων. Οι εν λόγω προβλέψεις σχηματίζονται με χρέωση των οικείων υπολογαριασμών του 83 «προβλέψεις για έκτακτους κινδύνους».

Αξίζει επίσης σε αυτό το σημείο να σημειωθεί, ότι κατά τα αμερικανικά λογιστικά πρότυπα GAAP, οι επιχειρήσεις έχουν την ευχέρεια να προσαρμόζουν τις προβλέψεις κάθε χρόνο όπως επιθυμούν. Το γεγονός αυτό, δίνει τη δυνατότητα στα διευθυντικά στελέχη των επιχειρήσεων, χρησιμοποιώντας τις προβλέψεις να επηρεάζουν τα κέρδη της επιχείρησης. Πιο συγκεκριμένα, τα διευθυντικά στελέχη των επιχειρήσεων αυξάνουν τις προβλέψεις σε χρήσεις υψηλής κερδοφορίας, προκειμένου να τις χρησιμοποιήσουν σε μελλοντικές περιόδους χαμηλής κερδοφορίας και να «φουσκώσουν» τα κέρδη της επιχείρησης.

Για να αποφεύγεται η τακτική αυτή, η Stern Stewart προτείνει ότι το σύνολο των προβλέψεων επαναπροστίθεται στα επενδυμένα κεφάλαια, ενώ οι αυξήσεις των προβλέψεων επαναπροστίθενται στα λειτουργικά κέρδη της επιχείρησης (αντίστοιχα οι μειώσεις τους αφαιρούνται).

3.2.6. Αποσβέσεις

Σύμφωνα με το ΕΓΛΣ, ακολουθείται κατά κύριο λόγο η μέθοδος της γραμμικής απόσβεσης, με διαφορετικούς ανά κατηγορία παγίου συντελεστές απόσβεσης (ο συντελεστής απόσβεσης ανέρχεται σε 4% για τα κτίρια και τις βιομηχανικές και ειδικές εγκαταστάσεις - ο συντελεστής για τα μηχανήματα και λοιπό εξοπλισμό είναι 10% - για τους Η/Υ και το λογισμικό είναι 20%). Επιπρόσθετα, αν η αποσβέσιμη αξία ενός περιουσιακού στοιχείου της επιχείρησης είναι μικρότερη από 1.500 ευρώ, το εν λόγω περιουσιακό στοιχείο μπορεί να αποσβεστεί πλήρως εντός της χρήσης που το προμηθεύτηκε η επιχείρηση.

Παρόλα αυτά, η Stern Stewart θεωρεί ότι για επιχειρήσεις με πάγια με μακρά διάρκεια ζωής η εφαρμογή σταθερής απόσβεσης δεν αντιπροσωπεύει την πραγματική ετήσια μείωση της αξίας των μηχανημάτων και δημιουργεί απροθυμία επένδυσης σε νέα πάγια. Για το λόγο αυτό, προτείνει τη μέθοδο της αύξουσας απόσβεσης (sinking fund amortization). Σύμφωνα με αυτή τη μέθοδο, κατά τη διάρκεια της ωφέλιμης ζωής ενός παγίου οι αποσβέσεις ξεκινούν μικρές και αυξάνονται σταδιακά μέχρι το τέλος της ωφέλιμης ζωής του παγίου. Αυτή η αλλαγή στις αποσβέσεις κάνει την ιδιοκτησία παγίου να μοιάζει με μίσθωση και αποτρέπει ενδεχόμενη απροθυμία της διοίκησης της επιχείρησης για αντικατάσταση των παλιότερων παγίων με νέα.

3.2.7. Λειτουργικές μισθώσεις (Operating Leases)

Λειτουργική Μίσθωση είναι μία συμφωνία βάσει της οποίας ο εκμισθωτής μεταβιβάζει στο μισθωτή το δικαίωμα χρήσης ενός περιουσιακού στοιχείου για μία συμφωνημένη χρονική περίοδο με αντάλλαγμα μία πληρωμή ή μία σειρά πληρωμών, χωρίς να μεταβιβάζει τους κινδύνους και τα οφέλη που συνεπάγεται η ιδιοκτησία ενός περιουσιακού στοιχείου. Στα πλαίσια του ΕΓΛΣ, οι λειτουργικές μισθώσεις περιλαμβάνονται στο λογαριασμό 62 «Παροχές Τρίτων», θεωρούνται έξοδα και βγαίνουν από τον ισολογισμό.

Αναφορικά με τη λογιστική αντιμετώπιση των λειτουργικών μισθώσεων στα πλαίσια των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων, το πρότυπο IAS 17 θέτει τις προδιαγραφές για τη λογιστική αντιμετώπιση όλων των μισθώσεων. Ειδικότερα, ο μισθωτής πρέπει να αναγνωρίζει τις πληρωμές μισθωμάτων ως έξοδο στην κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων κατά τη διάρκεια της μίσθωσης με γραμμική μέθοδο, ενώ το περιουσιακό στοιχείο παρουσιάζεται στον ισολογισμό του εκμισθωτή, ανάλογα με τη φύση του περιουσιακού στοιχείου.

Σύμφωνα με την Stern Stewart, οι λειτουργικές μισθώσεις αποτελούν ισοδύναμο των δανειακών κεφαλαίων, ενώ τα μισθωμένα περιουσιακά στοιχεία αποτελούν ισοδύναμο πάγιου ενεργητικού. Η μη περίληψή τους στον ισολογισμό υποεκτιμά τα καθαρά επενδεδυμένα κεφάλαια, αλλά και τα λειτουργικά κέρδη μετά φόρων της επιχείρησης, αφού περιλαμβάνουν και τον τόκο που πληρώνεται στις πληρωμές της

λειτουργικής μίσθωσης, ενώ τα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά φόρων υπολογίζονται προ τόκων.

Για τον υπολογισμό της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας, η παρούσα αξία των μελλοντικών μισθωμάτων (προεξοφλημένη στο κόστος δανεισμού της επιχείρησης) προστίθεται στο λειτουργικό επενδυμένο κεφάλαιο και το γινόμενο της παρούσας αξίας των μελλοντικών μισθωμάτων επί το κόστος δανεισμού προστίθεται στα λειτουργικά κέρδη της επιχείρησης.

3.2.8. Αποθέματα

Σύμφωνα με το ΕΓΛΣ, μια επιχείρηση μπορεί να εφαρμόσει μια από τις εξής μεθόδους για την αποτίμηση των αποθεμάτων της: α) Μέθοδος του μέσου σταθμικού κόστους, β) Μέθοδος του κυκλοφοριακού μέσου όρου ή των διαδοχικών υπολοίπων, γ) Μέθοδος FIFO (First In First Out), δ) Μέθοδος LIFO (Last In First Out), ε) Μέθοδος του βασικού αποθέματος, στ) Μέθοδος του εξατομικευμένου κόστους και ζ) Μέθοδος του πρότυπου κόστους.

Από τις προαναφερθείσες μεθόδους, η μέθοδος LIFO εφαρμόζεται από αρκετές επιχειρήσεις, καθώς προσφέρει φορολογικά πλεονεκτήματα σε μια επιχείρηση σε περιόδους αυξανόμενων τιμών (έντονου πληθωρισμού).

Κατά τη Stern Stewart, η κοστολόγηση των αποθεμάτων με τη μέθοδο FIFO αποδίδει μια αξία που είναι πιο κοντά στο τρέχον κόστος αντικατάστασής τους και την προτείνει έναντι των λοιπών μεθόδων αποτίμησης. Γι' αυτό το λόγο, προτείνει μια προσαρμογή η οποία αφορά τη μετατροπή σε κοστολόγηση με τη μέθοδο First In First Out με την πρόσθεση στον ισολογισμό του LIFO αποθέματος (η διαφορά της αξίας των αποθεμάτων που δίνουν οι μέθοδοι LIFO και FIFO), το οποίο αναφέρεται στις υποσημειώσεις των ισολογισμών βάσει των αμερικανικών λογιστικών προτύπων GAAP. Αξίζει ωστόσο να επισημανθεί, ότι τέτοια πληροφορία (LIFO reserve) στις ελληνικές λογιστικές καταστάσεις που δημοσιεύονται δεν υπάρχει και ως εκ τούτου είναι εξαιρετικά δύσκολο κάποιος να την εντοπίσει και επομένως να την χρησιμοποιήσει για την εφαρμογή της εν θέματι προσαρμογής.

3.2.9. Φοροαπαλλαγές από τόκους (Interest tax shield)

Σύμφωνα με το ΕΓΛΣ και τα ΔΛΠ, οι δεδουλευμένοι τόκοι εκπίπτουν από τη φορολογική υποχρέωση της επιχείρησης. Αυτή η φοροαπαλλαγή που προκύπτει από τους δεδουλευμένους τόκους, θα πρέπει σύμφωνα με τη Stern Stewart να προστίθεται στους λειτουργικούς φόρους (να αφαιρείται δηλαδή από τα λειτουργικά κέρδη της επιχείρησης). Σκοπός αυτής της προσαρμογής είναι να αφαιρεθεί η επίδραση της χρηματοδότησης με δανεισμό στη φορολογική επιβάρυνση και ως εκ τούτου να εξασφαλίσει ότι το υπολογιζόμενο NOPAT είναι μη μοχλευμένο και κατ' επέκταση η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία υπολογίζεται ορθά.

3.2.10. Φόροι από μη λειτουργικά κέρδη

Ο συνολικός φόρος που καταβάλει μια επιχείρηση περιλαμβάνει και τους φόρους επί των μη λειτουργικών κερδών. Ωστόσο, για τον υπολογισμό της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας, οι φόροι αυτοί δεν συμπεριλαμβάνονται στους φόρους που αφαιρούνται από τα λειτουργικά κέρδη. Σκοπός αυτής της προσαρμογής είναι ο προσδιορισμός, για τον υπολογισμό του EVA, φορολογικών εξόδων που είναι πιο κοντά σε αυτά που οφείλει η επιχείρηση να πληρώσει κάθε χρόνο μόνο για τις οργανικές της δραστηριότητες.

3.2.11. Ακινήτοποιήσεις υπό εκτέλεση (Assets under construction)

Οι ακινήτοποιήσεις υπό εκτέλεση καταγράφονται ως περιουσιακό στοιχείο σύμφωνα με το ΕΓΛΣ και παρακολουθούνται στο Λογαριασμό 15 “Ακινήτοποιήσεις υπό εκτέλεση και προκαταβολές κτήσεως πάγιων στοιχείων”. Κατά τη Stern Stewart, οι ακινήτοποιήσεις υπό εκτέλεση της επιχείρησης δεν πρέπει να συμπεριλαμβάνονται στα επενδεδυμένα κεφάλαια της επιχείρησης πριν ολοκληρωθούν και αρχίσουν να δημιουργούν κέρδη για την επιχείρηση. Γι' αυτό το λόγο, οι ακινήτοποιήσεις υπό εκτέλεση αφαιρούνται από τα επενδεδυμένα κεφάλαια της επιχείρησης για την τρέχουσα χρήση και προστίθενται όταν τα συγκεκριμένα στοιχεία ενεργητικού τεθούν σε λειτουργία και αρχίσουν να παράγουν κέρδη για την επιχείρηση.

Ο σκοπός της προαναφερθείσας προσαρμογής που προτείνει η Stern Stewart είναι να μην αποθαρρύνονται τα διευθυντικά στελέχη από το να πραγματοποιήσουν στρατηγικές επενδύσεις, οι οποίες δεν ολοκληρώνονται μέσα σε μια χρήση, φοβούμενοι μια αύξηση των κεφαλαίων που δεν συνοδεύεται και από άμεση αύξηση των κερδών.

Συνοψίζοντας, οι λογιστικές μετατροπές που προτείνει η Stern Stewart είναι απαραίτητες για τον ορθό υπολογισμό της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας και την διόρθωση των διαστρεβλώσεων που προκύπτουν από ορισμένες επιλογές των managers των επιχειρήσεων, οι οποίες αυξάνουν τα κέρδη και την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία βραχυπρόθεσμα, αλλά ταυτόχρονα μειώνουν την αξία των μετόχων της επιχείρησης.

Αξίζει σε αυτό το σημείο να επισημανθεί ότι από τις προαναφερθείσες λογιστικές προσαρμογές που προτείνει η Stern Stewart, ορισμένες δεν εφαρμόστηκαν για τα δεδομένα της παρούσας εργασίας. Οι προσαρμογές αυτές είναι η μετατροπή της μεθόδου αποτίμησης αποθεμάτων από LIFO σε FIFO και η αλλαγή της μεθόδου απόσβεσης από σταθερή σε αύξουσα απόσβεση. Ειδικότερα, οι προσαρμογές για την μέθοδο αποτίμησης αποθεμάτων δεν πραγματοποιήθηκαν, επειδή τα απαιτούμενα στοιχεία δεν αναφέρονται στις οικονομικές καταστάσεις και τις εκθέσεις που δημοσιεύονται από τις επιχειρήσεις. Επιπλέον, η προσαρμογή της μεθόδου απόσβεσης δεν εφαρμόστηκε, γιατί αφορά κυρίως σε επιχειρήσεις με πάγια μακράς διάρκειας ζωής κάτι που δεν είναι δυνατό να εξακριβωθεί από τις δημοσιευμένες λογιστικές καταστάσεις (Kyriazis et al, page 81, 2007).

Με βάση όλα τα ανωτέρω και λαμβάνοντας υπόψη τον προαναφερθέντα τύπο (1) οι υπολογισμοί για την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία είναι οι εξής:

$$EVA = NOPAT - WACC \times IC$$

Καθαρά Λειτουργικά Κέρδη Μετά Από Φόρους (Net Operating Profits After Taxes) =

Καθαρά κέρδη μετά φόρων

+ (-) Αύξηση (Μείωση) Προβλέψεων

- + Απόσβεση υπεραξίας
- + (-) Αύξηση (Μείωση) Εξόδων Έρευνας και Ανάπτυξης
- Φοροαπαλλαγές από τόκους (Τόκοι Χρεωστικοί x Φορολογικός Συντελεστής)
- + Φόροι από μη λειτουργικά κέρδη
- + (-) Αύξηση (Μείωση) Αναβαλλόμενης Φορολογίας
- + Τόκοι λειτουργικών μισθώσεων

Επενδεδυμένα Κεφάλαια =

Ίδια Κεφάλαια (Λογιστική αξία)

- + Μακροπρόθεσμος δανεισμός (Λογιστική αξία)
- + Βραχυπρόθεσμος δανεισμός (Λογιστική αξία)
- + Παρούσα αξία λειτουργικών μισθώσεων
- + Προβλέψεις
- + Αναβαλλόμενη Φορολογία
- + Έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης
- + Απόσβεση υπεραξίας (Σωρευτική)
- Ακινήτοποιήσεις υπό εκτέλεση

Τέλος, αξίζει να επισημανθεί ότι για τους υπολογισμούς που έγιναν στο πλαίσιο της παρούσας μελέτης, η απόσβεση των εξόδων Έρευνας και Ανάπτυξης υπολογίστηκε στα πέντε έτη για όλες τις επιχειρήσεις του δείγματος.

3.3. Λοιπές παραδοχές

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, το EVA ορίζεται ως η διαφορά των καθαρών λειτουργικών κερδών μετά φόρων (NOPAT) και του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου της επιχείρησης (WACC) επί τα επενδεδυμένα κεφάλαια. Ισχύει δηλαδή ο ακόλουθος τύπος (1):

$$EVA = NOPAT - WACC \times IC$$

Επομένως, πέραν των λογιστικών προσαρμογών που απαιτείται να γίνουν για τον υπολογισμό της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας, θα πρέπει να υπολογίσουμε και το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC) της κάθε επιχείρησης, το οποίο είναι το τρέχον κόστος άντλησης των κεφαλαίων της επιχείρησης σταθμισμένα με την αναλογία που χρησιμοποιούνται. Το WACC υπολογίζεται από τον παρακάτω τύπο (Damodaran, page 4.90, 2011):

$$WACC = \left(k_e * \frac{E}{V} \right) + \left[k_d * (1 - T) * \frac{D}{V} \right] + \left(k_p * \frac{P}{V} \right) \quad (6)$$

όπου: $k_d * (1-T)$ το κόστος δανεισμού προσαρμοσμένο για τις φορολογικές εκπτώσεις των τόκων

T ο φορολογικός συντελεστής

k_e το κόστος των κοινών μετοχών (υπολογίζεται από CAPM)

k_p το κόστος των προνομιούχων μετοχών (εάν υπάρχουν)

E η αγοραία αξία κοινών μετοχών (market value of equity shares)

D η αγοραία αξία των δανειακών κεφαλαίων (market value of debt)

P η αγοραία αξία των προνομιούχων μετοχών

V η αγοραία αξία του συνόλου της επιχείρησης (market value of firm = E+D+P)

Όσον αφορά το κόστος των κοινών μετοχών (k_e) που αντιπροσωπεύει την απαιτούμενη απόδοση των επενδυτών υπολογίστηκε με βάση το Capital Asset Pricing Model (CAPM) και τον παρακάτω τύπο:

$$k_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) \quad (7)$$

όπου: R_f οι αποδόσεις χρεογράφων μηδενικού κινδύνου (risk-free rate).

β το beta, δηλαδή ο συστηματικός κίνδυνος μιας μετοχής

$R_m - R_f$ είναι το market risk premium

Στα πλαίσια της παρούσας μελέτης, ως απόδοση χωρίς κίνδυνο R_f χρησιμοποιήθηκε η απόδοση του δεκαετούς κρατικού γερμανικού ομολόγου, ενώ το beta κάθε επιχείρησης υπολογίστηκε ως το πηλίκο της συνδιακύμανσης της απόδοσης της μετοχής της (R_i) με την απόδοση του Γενικού Δείκτη της αγοράς (R_m) προς τη διακύμανση της απόδοσης του δείκτη της αγοράς. Ισχύει δηλαδή:

$$\beta = \frac{cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)} \quad (7)$$

Επισημαίνεται ότι δεδομένου του ότι το beta μετρά τον συστηματικό κίνδυνο, δεν παραμένει σταθερό από έτος σε έτος. Γι' αυτό το λόγο, για κάθε επιχείρηση υπολογίστηκε για κάθε έτος (2005 και 2014) το beta της χρησιμοποιώντας ημερήσιες λογαριθμικές αποδόσεις τριετίας, τόσο για την μετοχή όσο και για το γενικό δείκτη του χρηματιστηρίου.

Αναφορικά με τα market risk premia για τα έτη 2005 και 2014, χρησιμοποιήθηκαν τα market risk premia όπως αυτά δίνονται από την ιστοσελίδα του Aswath Damodaran (http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page) λαμβάνοντας υπόψη και τα όσα αναφέρονται στη μελέτη του Fernandez "Market Risk Premium Used in 88 Countries in 2014: A Survey with 8,228 Answers" (Fernandez et al, 2014). Αξίζει σε αυτό το σημείο να σημειωθεί, ότι σε όλες τις επιχειρήσεις υπολογίστηκε το σταθμισμένο market premium, με σταθμά τις πωλήσεις της επιχείρησης ανά γεωγραφική περιοχή (π.χ. Ελλάδα, Μέση Ανατολή, Βόρεια Αμερική κ.ά.) και χρησιμοποιώντας ανά περιοχή το market premium που δίνεται από την ιστοσελίδα του Damodaran.

Επιπλέον, για τον υπολογισμό του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου χρησιμοποιήθηκε ο φορολογικός συντελεστής (tax rate) της κάθε επιχείρησης για κάθε έτος σύμφωνα με σχετική βάση της KMPG. Αναφορικά με το κόστος των δανειακών κεφαλαίων, χρησιμοποιήθηκαν τα επιτόκια δανεισμού της εκάστοτε

επιχείρησης (average interest rate), όπως παρουσιάζονται στις ετήσιες οικονομικές εκθέσεις τους. Για εκείνες τις επιχειρήσεις που δε δίνονταν στοιχεία για το κόστος δανεισμού στις οικονομικές εκθέσεις, το κόστος των δανειακών κεφαλαίων προσεγγίστηκε χρησιμοποιώντας το βασισμένο στο δείκτη κάλυψης τόκων εκτιμητή (Synthetic rating approach) που προτείνει ο Damodaran, το οποίο εκτιμά για κάθε εταιρεία το άνοιγμα (spread) από το ακίνδυνο επιτόκιο (risk-free rate). Τέλος, το κόστος των προνομιούχων μετοχών, όπου αυτές υπήρχαν, εκτιμήθηκε ως ο λόγος του μερίσματος προς την τιμή της προνομιούχου μετοχής στο τέλος της χρήσης.

4. Εμπειρικά αποτελέσματα και συζήτηση αποτελεσμάτων

4.1. Εισαγωγή

Στις ενότητες του παρόντος κεφαλαίου θα παρουσιαστούν τα βήματα για τον υπολογισμό της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας (EVA) για τις επιχειρήσεις του δείγματος για τα έτη 2005 και 2014 και στη συνέχεια θα παρουσιαστούν τα αποτελέσματα και θα γίνει σχολιασμός επί αυτών.

Ειδικότερα, σύμφωνα με την ανάλυση της μεθόδου για τον προσδιορισμό της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας, που παρουσιάστηκε στο προηγούμενο κεφάλαιο, για τον υπολογισμό του EVA απαιτείται να υπολογιστούν τα παρακάτω:

- τα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά φόρων (NOPAT)
- το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου της επιχείρησης (WACC)
- τα συνολικά επενδεδυμένα κεφάλαια (IC)

Επιπρόσθετα, στα πλαίσια της παρούσας μελέτης, θεωρήθηκε χρήσιμο να υπολογιστούν και να αναφερθούν ανά επιχείρηση η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων (Return on Equity, ROE), καθώς και η διαφορά μεταξύ ROE και Cost of Equity. Η εξέταση των ανωτέρω στοιχείων οδηγεί σε χρήσιμα συμπεράσματα, όσον αφορά στο αν πράγματι οι επιχειρήσεις δημιουργούν αξία και επομένως σωστά επιλέγονται από τους επενδυτές ή αν τελικά καταστρέφουν αξία και άρα δε θα έπρεπε να προτιμώνται.

Οι σχετικοί υπολογισμοί παρουσιάζονται αναλυτικά στις επόμενες ενότητες και επιπρόσθετα δίνονται οι παραδοχές που έχουν ληφθεί υπόψη για την εκάστοτε επιχείρηση του δείγματος. Επιπλέον, παρατίθενται πίνακες με τη συγκεντρωτική κατάταξη των εταιρειών βάση του EVA ανά έτος που μελετήθηκε. Τέλος, επισημαίνεται ότι οι δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων, οι οποίες χρησιμοποιήθηκαν για τον υπολογισμό της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας παρατίθενται στο Παράρτημα 3 της παρούσας μελέτης.

4.2. Η περίπτωση του Ομίλου TITAN

4.2.1. Υπολογισμός του EVA για το έτος 2005

4.2.1.1. Υπολογισμός καθαρού λειτουργικού κέρδους μετά φόρων

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, τα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά φόρων (NOPAT) είναι τα μετά φόρων λειτουργικά κέρδη της επιχείρησης και ισούνται με:

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} \times (1 - T)$$

Χρησιμοποιώντας τα στοιχεία που παρουσιάστηκαν ανωτέρω και πραγματοποιώντας τις απαιτούμενες λογιστικές προσαρμογές που αναλύθηκαν στο προηγούμενο κεφάλαιο, υπολογίστηκαν τα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά φόρων (NOPAT) για το έτος 2005. Οι σχετικοί υπολογισμοί και ο φορολογικός συντελεστής που χρησιμοποιήθηκε (effective tax rate) παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα:

Υπολογισμός NOPAT Ομίλου TITAN (2005)	
Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	213.050.000 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Προβλέψεων	- 448.000 €
+ Απόσβεση υπεραξίας	0
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Εξόδων Έρευνας και Ανάπτυξης	0
- Φοροαπαλλαγές από τόκους (Τόκοι Χρεωστικοί x Φορολογικός Συντελεστής)	8.934.544 €
+ Φόροι από μη λειτουργικά κέρδη	0
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Αναβαλλόμενης Φορολογίας	25.055.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις x κόστος δανεισμού	381.418 €
NOPAT	229.103.874 €
Effective tax rate	27,30%

Πίνακας 2: Υπολογισμός NOPAT Ομίλου TITAN (2005)

Όπως παρουσιάστηκε και στον παραπάνω πίνακα, τα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά φόρων ανέρχονται σε 229,1 εκατ.€ για το 2005. Επισημαίνεται ότι η απόσβεση υπεραξίας είναι μηδενική, εξαιτίας του ότι ο Όμιλος TITAN δεν πραγματοποιεί αποσβέσεις στην Υπεραξία, ενώ και οι φόροι από μη λειτουργικά κέρδη είναι μηδενικοί, καθώς ο Όμιλος δεν παρουσίασε έκτακτα κέρδη το 2005.

4.2.1.2. Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων

Σε συνέχεια των ανωτέρω, υπολογίστηκαν τα συνολικά επενδεδυμένα κεφάλαια (Invested Capital) του Ομίλου TITAN για το 2005, τα οποία και παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα:

Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων Ομίλου TITAN (2005)	
Ίδια Κεφάλαια (book value)	872.390.000 €
+ Μακρ.δανεισμός (Long-term debt)	425.025.000 €
+ Βραχ.δανεισμός (Short-term debt)	64.538.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις (παρούσα αξία)	12.108.515 €
+ Αναβαλλόμενη Φορολογία	142.763.000 €
+ Έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	0
+ Απόσβεση υπεραξίας (Σωρευτική)	0
+ Προβλέψεις	18.613.000 €
- ακινητοποιήσεις υπό εκτέλεση	112.896.000 €
Invested Capital	1.422.541.515 €

Πίνακας 3: Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων Ομίλου TITAN (2005)

4.2.1.3. Υπολογισμός Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (WACC)

Όπως έχει ήδη αναφερθεί προηγούμενο κεφάλαιο, το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC), υπολογίζεται από τον παρακάτω τύπο:

$$WACC = \left(k_e * \frac{E}{V} \right) + \left[k_d * (1 - T) * \frac{D}{V} \right] + \left(k_p * \frac{P}{V} \right)$$

Για τον υπολογισμό του WACC, αρχικά αντλήθηκε από τη βάση της Datastream η αγοραία αξία των κοινών μετοχών (market value of equity shares) για το 2005, ενώ για να υπολογιστεί το κόστος κοινών μετοχών ελήφθη υπόψη το μείγμα πωλήσεων του Ομίλου TITAN ανά περιοχή για το 2005, το οποίο παρουσιάζεται στον παρακάτω πίνακα. Με βάση τα ανωτέρω και λαμβάνοντας υπόψη την απόδοση του δεκαετούς γερμανικού ομολόγου (risk free rate) και τα market risk premia όπως αυτά δίνονται ανά περιοχή από την ιστοσελίδα του Damodaran, καθώς και το beta της μετοχής της επιχείρησης για την περίοδο που εξετάστηκε, υπολογίστηκε το κόστος των κοινών μετοχών σύμφωνα και με τα όσα ορίζονται από το Capital Asset Pricing Model.

Επισημαίνεται ότι το κόστος κοινών μετοχών υπολογίστηκε σε 6,71 % για το έτος 2005, σύμφωνα και με τα σταθμά των πωλήσεων ανά γεωγραφική περιοχή δραστηριότητας.

TITAN						
	Ανατ. Ευρώπη	Ανατ. Μεσόγειος	Βόρεια Αμερική	Ελλάδα	MRP σταθμ.	CoE σταθμ.
Σταθμά με βάση τις πωλήσεις ανά περιοχή	11,77%	3,91%	45,09%	39,23%		
MRP	8,18%	6,83%	4,80%	5,70%		
Σταθμισμένο MRP	0,96%	0,27%	2,16%	2,24%	5,63%	
Rf	3,38%	3,38%	3,38%	3,38%		6,71%

Πίνακας 4: Υπολογισμός cost of Equity Ομίλου TITAN (2005)

Επισημαίνεται ότι το κόστος δανεισμού παρουσιάζεται στην ετήσια έκθεση της επιχείρησης και ανέρχεται σε 3,15%. Επιπρόσθετα, λαμβάνοντας υπόψη τα στοιχεία που δίνονται από την ετήσια έκθεση του Ομίλου υπολογίστηκε το κόστος προνομιούχων μετοχών, ενώ με βάση τις ημερήσιες λογαριθμικές αποδόσεις τριετίας, το beta της μετοχής του TITAN υπολογίστηκε σε 0,59 για το 2005. Τέλος, με βάση όλους τους ανωτέρω υπολογισμούς το WACC της επιχείρησης υπολογίστηκε σε 5,98%.

Αντικαθιστώντας τα αποτελέσματα των ανωτέρω υπολογισμών στο γνωστό τύπο: **EVA = NOPAT – WACC x IC**, προκύπτει ότι το EVA για τον Όμιλο TITAN για το έτος 2005 ανέρχεται σε 144.031.705 €, γεγονός που υποδηλώνει ότι ο Όμιλος δημιουργεί αξία για τους μετόχους του.

4.2.2. Υπολογισμός του EVA για το έτος 2014

4.2.2.1. Υπολογισμός καθαρού λειτουργικού κέρδους μετά φόρων και επενδεδυμένων κεφαλαίων

Ακολουθώντας τη διαδικασία που περιγράφηκε αναλυτικά στις προηγούμενες ενότητες, υπολογίζουμε τα καθαρά κέρδη μετά φόρους και το σύνολο των επενδεδυμένων κεφαλαίων του Ομίλου TITAN για το 2014. Οι σχετικοί υπολογισμοί παρουσιάζονται στους ακόλουθους πίνακες:

Υπολογισμός NOPAT Ομίλου TITAN (2014)	
Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	35.717.000 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Προβλέψεων	5.359.000 €
+ Απόσβεση υπεραξίας	0
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Εξόδων Έρευνας και Ανάπτυξης	470.000 €
- Φοροαπαλλαγές από τόκους (Τόκοι Χρεωστικοί x Φορολογικός Συντελεστής)	13.118.662 €
+ Φόροι από μη λειτουργικά κέρδη	0
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Αναβαλλόμενης Φορολογίας	19.254.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις x κόστος δανεισμού	2.345.616 €
NOPAT	50.026.954 €
Effective tax rate	23,72%

Πίνακας 5: Υπολογισμός NOPAT Ομίλου TITAN (2014)

Επιπλέον, για την προσαρμογή των λειτουργικών μισθώσεων ελήφθησαν υπόψη τα στοιχεία που δίνονται από την ετήσια έκθεση του Ομίλου TITAN. Αξίζει επίσης να σημειωθεί, ότι η παρούσα αξία των λειτουργικών μισθώσεων υπολογίστηκε προεξοφλώντας τις λειτουργικές μισθώσεις με το κόστος δανεισμού του Ομίλου. Το κόστος δανεισμού υπολογίστηκε σε 6,19% χρησιμοποιώντας τα επιτόκια δανεισμού που παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα με σταθμά τα δανειακά κεφάλαια ανά νόμισμα, όπως αυτά δίνονται στην ετήσια έκθεση του Ομίλου.

	2014	2013
Δανεισμός (USD)	2,76%	2,90%
Δανεισμός (JPY)	2,70%	2,70%
Δανεισμός (EGP)	11,42%	11,70%
Δανεισμός (BGN)	3,56%	4,01%
Δανεισμός (LEK)	4,78%	7,69%
Δανεισμός (CAD)	3,22%	3,13%
Δανεισμός (€)	5,91%	5,65%
Υποχρεώσεις από χρηματοδοτικές μισθώσεις (USD)	3,5%-4,9%	4,95%
Υποχρεώσεις από χρηματοδοτικές μισθώσεις (€)	5,17%	4,2%-5,2%

Πίνακας 6: Επιτόκια δανεισμού Ομίλου TITAN (2013-2014)

Τραπεζικός δανεισμός σε ξένο νόμισμα		
Ποσά σε ευρώ ισοδύναμα	2014	2013
USD	25.964	149.764
JPY	3.444	6.912
EGP	64.955	20.419
BGN	16.300	20.961
LEK	32.429	32.056
CAD	-	1.036
GBP	-	228

Πίνακας 7: Τραπεζικός δανεισμός σε ξένο νόμισμα (2013-2014)

Σε συνέχεια των ανωτέρω, υπολογίστηκαν τα συνολικά επενδεδυμένα κεφάλαια (Invested Capital) του Ομίλου TITAN για το 2014, τα οποία και παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα:

Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων Ομίλου TITAN (2014)	
Ίδια Κεφάλαια (book value)	1.507.005.000 €
+ Μακρ.δανεισμός (Long-term debt)	634.195.000 €
+ Βραχ.δανεισμός (Short-term debt)	49.522.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις (παρούσα αξία)	37.905.553 €
+ Αναβαλλόμενη Φορολογία	181.568.000 €
+ Έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	1.161.000 €
+ Απόσβεση υπεραξίας (Σωρευτική)	0
+ Προβλέψεις	20.058.000 €
- ακινητοποιήσεις υπό εκτέλεση	94.947.000 €
Invested Capital	2.336.467.553 €

Πίνακας 8: Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων Ομίλου TITAN (2014)

Επισημαίνεται ότι η απόσβεση των εξόδων Έρευνας και Ανάπτυξης του Ομίλου TITAN υπολογίστηκε στα πέντε έτη, ενώ η απόσβεση υπεραξίας είναι μηδενική, καθώς ο Όμιλος TITAN δεν πραγματοποιεί αποσβέσεις στην Υπεραξία. Τέλος, η παρούσα αξία των λειτουργικών μισθώσεων υπολογίστηκε προεξοφλώντας τις λειτουργικές μισθώσεις με το κόστος δανεισμού της επιχείρησης.

4.2.2.2. Υπολογισμός Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (WACC)

Για τον υπολογισμό του WACC, αρχικά αντλήθηκε από τη βάση της Datastream η αγοραία αξία των κοινών μετοχών (market value of equity shares) για το 2014, ενώ για τον προσδιορισμό του κόστους κοινών μετοχών ελήφθη υπόψη το μείγμα πωλήσεων του Ομίλου TITAN ανά περιοχή για το 2014, το οποίο παρουσιάζεται στον παρακάτω πίνακα:

Πωλήσεις Ομίλου TITAN ανά γεωγραφική περιοχή					
	2014	2013	2012	2011	2010
Ελλάδα & Δ. Ευρώπη	284,91	249,33	240,15	268,74	437,23
ΗΠΑ	468,92	411,02	369,45	303,67	316,91
NA Ευρώπη	207,74	215,47	225,10	241,15	236,33
Ανατ. Μεσόγειος	196,11	252,11	295,95	277,85	360,01

Πίνακας 9: Πωλήσεις Ομίλου TITAN ανά γεωγραφική περιοχή

Στον ακόλουθο πίνακα παρουσιάζονται τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν για τον υπολογισμό του κόστους των κοινών μετοχών του Ομίλου, το οποίο ανέρχεται σε 7,26% για το 2014. Αξίζει να σημειωθεί ότι για τον εν λόγω υπολογισμό πραγματοποιήθηκε στάθμιση με βάση τις πωλήσεις ανά γεωγραφική περιοχή που δραστηριοποιείται ο Όμιλος και τα market premia που ισχύουν στις περιοχές.

	Ανατ. Ευρώπη	Ανατ. Μεσόγειος	Βόρεια Αμερική	Ελλάδα	MRP σταθμ.	CoE σταθμ.
Σταθμά με βάση τις πωλήσεις ανά περιοχή	17,99%	16,94%	40,48 %	24,60 %		
MRP	10,07%	14,00%	5,75 %	17,00 %		
Σταθμισμένο MRP	1,81%	2,37%	2,33 %	4,18 %	10,69%	
Rf	1,23%	1,23%	1,23%	1,23 %		7,26%

Πίνακας 10: Υπολογισμός cost of Equity Ομίλου TITAN (2014)

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, το κόστος δανεισμού (cost of debt) της επιχείρησης για το 2014 ανέρχεται σε 6,19%. Επιπρόσθετα, λαμβάνοντας υπόψη τις ημερήσιες λογαριθμικές αποδόσεις τριετίας, το beta της μετοχής του TITAN υπολογίστηκε σε 0,56 για το 2014. Τέλος, με βάση όλους τους ανωτέρω υπολογισμούς το WACC της επιχείρησης υπολογίστηκε σε 6,78%.

Αντικαθιστώντας τα αποτελέσματα των υπολογισμών στον τύπο για την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία: $EVA = NOPAT - WACC \times IC$, προκύπτει ότι το EVA για τον Όμιλο TITAN για το έτος 2014 ανέρχεται σε -101.303.596 €, γεγονός που υποδηλώνει ότι ο Όμιλος δε δημιουργεί αξία για τους μετόχους του.

4.3. Η περίπτωση του Ομίλου ΟΤΕ

4.3.1. Υπολογισμός του EVA για το έτος 2005

4.3.1.1. Υπολογισμός καθαρού λειτουργικού κέρδους μετά φόρων και επενδεδυμένων κεφαλαίων

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, για τον υπολογισμό του EVA απαιτείται ο υπολογισμός του καθαρού λειτουργικού κέρδους μετά φόρων και των επενδεδυμένων κεφαλαίων. Οι σχετικοί υπολογισμοί παρουσιάζονται στους παρακάτω πίνακες:

Υπολογισμός NOPAT Ομίλου ΟΤΕ (2005)	
Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	-237.200.000 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Προβλέψεων	-46.800.000 €
+ Απόσβεση υπεραξίας	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Εξόδων Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
- Φοροαπαλλαγές από τόκους (Τόκοι Χρεωστικοί x Φορολογικός Συντελεστής)	58.366.574 €
+ Φόροι από μη λειτουργικά κέρδη	175.952.115 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Αναβαλλόμενης Φορολογίας	-35.500.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις x κόστος δανεισμού	0 €
NOPAT	- 201.914.458 €

Πίνακας 11: Υπολογισμός NOPAT Ομίλου ΟΤΕ (2005)

Το 2005, ο Όμιλος ΟΤΕ παρουσίασε σημαντικές λειτουργικές ζημιές μετά φόρων ύψους 201,91 εκατ.€. Επισημαίνεται ότι η απόσβεση υπεραξίας είναι μηδενική, εξαιτίας του ότι ο Όμιλος TITAN δεν πραγματοποιεί αποσβέσεις στην Υπεραξία, ενώ και οι φόροι από μη λειτουργικά κέρδη είναι μηδενικοί, καθώς ο Όμιλος δεν παρουσίασε έκτακτα κέρδη το 2005. Επιπρόσθετα, υπολογίστηκαν τα συνολικά επενδεδυμένα κεφάλαια του Ομίλου ΟΤΕ για το 2005, τα οποία και παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα:

Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων Ομίλου ΟΤΕ (2005)	
Ίδια Κεφάλαια (book value)	2.707.900.000 €
+ Μακρ.δανεισμός (Long-term debt)	1.951.900.000 €
+ Βραχ.δανεισμός (Short-term debt)	14.900.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις (παρούσα αξία)	0 €
+ Αναβαλλόμενη Φορολογία	222.200.000 €
+ Έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
+ Απόσβεση υπεραξίας (Σωρευτική)	17.300.000 €
+ Προβλέψεις	280.800.000 €
- ακινητοποιήσεις υπό εκτέλεση	673.800.000 €
Invested Capital	4.521.200.000 €

Πίνακας 12: Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων Ομίλου ΟΤΕ (2005)

4.3.1.2. Υπολογισμός Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (WACC)

Για τον υπολογισμό του WACC, αρχικά αντλήθηκε από τη βάση της Datastream η αγοραία αξία των κοινών μετοχών (market value of equity shares) για το 2005, ενώ για τον υπολογισμό του κόστους κοινών μετοχών ελήφθη υπόψη το μείγμα πωλήσεων του Ομίλου ανά περιοχή για το 2014, το οποίο σύμφωνα με την ετήσια έκθεση του Ομίλου είναι το εξής: Ελλάδα 83,18% και Ρουμανία 16,82%.

Με βάση τα ανωτέρω και λαμβάνοντας υπόψη την απόδοση του δεκαετούς γερμανικού ομολόγου (risk free rate) και τα market risk premia όπως αυτά δίνονται ανά περιοχή από την ιστοσελίδα του Damodaran, καθώς και το beta της μετοχής της επιχείρησης για την περίοδο που εξετάστηκε, υπολογίστηκε το κόστος των κοινών μετοχών. Στον ακόλουθο πίνακα παρουσιάζεται ο υπολογισμός του κόστους των κοινών μετοχών του Ομίλου, το οποίο ανέρχεται σε 10,88 % για το 2005.

	Ρουμανία	Ελλάδα	MRP σταθμ.	CoE σταθμ.
Σταθμά με βάση τις πωλήσεις ανά περιοχή	16,82%	83,18%		
MRP	8,18%	5,70%		
Σταθμισμένο MRP	1,38%	4,74%	6,12%	
Rf	3,38%	3,38%		10,88%

Πίνακας 13: Υπολογισμός cost of Equity Ομίλου ΟΤΕ (2005)

Επισημαίνεται ότι το κόστος δανεισμού υπολογίστηκε σε 6,11%, λαμβάνοντας υπόψη επιτόκιο 6,125% για το μακροπρόθεσμο δανεισμό και 4% για το βραχυπρόθεσμο δανεισμό, τα οποία αναφέρονται στην ετήσια έκθεση του Ομίλου. Επιπρόσθετα, λαμβάνοντας υπόψη τις ημερήσιες λογαριθμικές αποδόσεις τριετίας, το beta της μετοχής υπολογίστηκε σε 1,22 για το 2005. Τέλος, με βάση όλους τους ανωτέρω υπολογισμούς το WACC του Ομίλου υπολογίστηκε σε 9,52%.

Αντικαθιστώντας τα αποτελέσματα των ανωτέρω υπολογισμών στο γνωστό τύπο: **EVA = NOPAT – WACC x IC**, προκύπτει ότι το EVA για τον Όμιλο ΟΤΕ για το έτος 2005 ανέρχεται σε - 632.369.259 €, γεγονός που υποδηλώνει ότι ο Όμιλος καταστρέφει αξία.

4.3.2.Υπολογισμός του EVA για το έτος 2014

Ακολουθώντας τη διαδικασία που περιγράφηκε αναλυτικά στις προηγούμενες ενότητες, υπολογίζουμε τα καθαρά κέρδη μετά από φόρους και το σύνολο των επενδεδυμένων κεφαλαίων του Ομίλου για το 2014. Οι σχετικοί υπολογισμοί παρουσιάζονται στους ακόλουθους πίνακες:

Υπολογισμός NOPAT ΟΤΕ (2014)	
Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	271.500.000 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Προβλέψεων	-88.500.000 €
+ Απόσβεση υπεραξίας	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Εξόδων Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
- Φοροαπαλλαγές από τόκους (Τόκοι Χρεωστικοί x Φορολογικός Συντελεστής)	63.516.768 €
+ Φόροι από μη λειτουργικά κέρδη	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Αναβαλλόμενης Φορολογίας	-7.800.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις x κόστος δανεισμού	0 €
NOPAT	111.683.232 €

Πίνακας 14: Υπολογισμός NOPAT ΟΤΕ (2014)

Σε συνέχεια των ανωτέρω, υπολογίστηκαν τα συνολικά επενδεδυμένα κεφάλαια (Invested Capital) του Ομίλου ΟΤΕ για το 2014, τα οποία και παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα:

Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων Ομίλου ΟΤΕ (2014)	
Ίδια Κεφάλαια (book value)	2.122.000.000 €
+ Μακρ.δανεισμός (Long-term debt)	2.173.100.000 €
+ Βραχ.δανεισμός (Short-term debt)	465.400.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις (παρούσα αξία)	0 €
+ Αναβαλλόμενη Φορολογία	60.300.000 €
+ Έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
+ Απόσβεση υπεραξίας (Σωρευτική)	0 €
+ Προβλέψεις	331.700.000 €
- ακινητοποιήσεις υπό εκτέλεση	270.100.000 €
Invested Capital	4.882.400.000 €

Πίνακας 15: Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων Ομίλου ΟΤΕ (2014)

Επιπρόσθετα, το κόστος κοινών μετοχών υπολογίστηκε σε 18,00 %, με βάση και τα σταθμά των πωλήσεων ανά γεωγραφική περιοχή δραστηριότητας.

	Αλβανία	Ρουμανία	Ελλάδα	MRP σταθμ.	CoE σταθμ.
Σταθμά με βάση τις πωλήσεις ανά περιοχή	2,00%	24,00%	74,00%		
MRP	12,50%	9,05%	17,00%		
Σταθμισμένο MRP	0,25%	2,17%	12,58%	15,00%	
Rf	1,23%	1,23%	1,23%		18,10%

Πίνακας 16: Υπολογισμός cost of Equity Ομίλου ΟΤΕ (2014)

Το κόστος δανεισμού της επιχείρησης για το 2014 ανέρχεται σε 6,4%, σύμφωνα με τα στοιχεία που παρουσιάζονται στην ετήσια έκθεση του Ομίλου. Επιπρόσθετα, λαμβάνοντας υπόψη τις ημερήσιες αποδόσεις τριετίας, το beta της μετοχής υπολογίστηκε σε 1,11 για το 2014. Τέλος, με βάση όλους τους ανωτέρω υπολογισμούς το WACC της επιχείρησης υπολογίστηκε σε 13,65%.

Αντικαθιστώντας τα αποτελέσματα των υπολογισμών στον τύπο για την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία, προκύπτει ότι το EVA για τον ΟΤΕ για το έτος 2014 ανέρχεται σε - 554.692.617 €, γεγονός που υποδηλώνει ότι ο Όμιλος καταστρέφει αξία.

4.4. Η περίπτωση του Ομίλου ΕΛΠΕ

4.4.1.Υπολογισμός του EVA για το έτος 2005

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, για τον υπολογισμό του EVA απαιτείται ο υπολογισμός του καθαρού λειτουργικού κέρδους μετά φόρων και των επενδεδυμένων κεφαλαίων. Οι σχετικοί υπολογισμοί παρουσιάζονται στους παρακάτω πίνακες:

Υπολογισμός NOPAT Ομίλου ΕΛΠΕ (2005)	
Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	340.884.000 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Προβλέψεων	-722.000 €
+ Απόσβεση υπεραξίας	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Εξόδων Έρευνας και Ανάπτυξης	-1.536.000 €
- Φοροαπαλλαγές από τόκους (Τόκοι Χρεωστικοί x Φορολογικός Συντελεστής)	7.533.434 €
+ Φόροι από μη λειτουργικά κέρδη	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Αναβαλλόμενης Φορολογίας	-2.649.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις x κόστος δανεισμού	0 €
NOPAT	328.443.566 €

Πίνακας 17: Υπολογισμός NOPAT Ομίλου ΕΛΠΕ (2005)

Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων Ομίλου ΕΛΠΕ (2005)	
Ίδια Κεφάλαια (book value)	2.154.538.000 €
+ Μακρ.δανεισμός (Long-term debt)	539.573.000 €
+ Βραχ.δανεισμός (Short-term debt)	356.360.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις (παρούσα αξία)	0 €
+ Αναβαλλόμενη Φορολογία	18.645.000 €
+ Έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	2.315.800 €
+ Απόσβεση υπεραξίας (Σωρευτική)	71.829.000 €
+ Προβλέψεις	48.708.000 €
- ακινητοποιήσεις υπό εκτέλεση	122.716.000 €
Invested Capital	3.069.252.800 €

Πίνακας 18: Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων Ομίλου ΕΛΠΕ (2005)

Όπως παρουσιάζεται στους ανωτέρω πίνακες, ο Όμιλος ΕΛΠΕ παρουσίασε καθαρό λειτουργικό κέρδος μετά φόρων ύψους 328,4 εκατ.€ για το 2005. Επιπρόσθετα, τα

συνολικά επενδεδυμένα κεφάλαια του Ομίλου ΕΛΠΕ για το 2005 ανέρχονται σε 3.069.252.800 €. Για τον υπολογισμό του WACC, αρχικά αντλήθηκε από τη βάση της Datastream η αγοραία αξία των κοινών μετοχών για το 2005, ενώ για τον προσδιορισμό του κόστους κοινών μετοχών ελήφθη υπόψη το μείγμα πωλήσεων του Ομίλου ανά περιοχή για το 2014, το οποίο σύμφωνα με την ετήσια έκθεση του Ομίλου είναι το εξής: Ελλάδα 90,76%% και Ευρώπη 9,24%.

Με βάση τα ανωτέρω και λαμβάνοντας υπόψη την απόδοση του δεκαετούς γερμανικού ομολόγου (risk free rate) και τα market risk premia όπως αυτά δίνονται ανά περιοχή από την ιστοσελίδα του Damodaran, καθώς και το beta της μετοχής της επιχείρησης για την περίοδο που εξετάστηκε, υπολογίστηκε το κόστος των κοινών μετοχών, το οποίο ανέρχεται σε 8,08 % για το 2005.

	Ευρώπη	Ελλάδα	MRP σταθμ.	CoE σταθμ.
Σταθμά με βάση τις πωλήσεις ανά περιοχή	9,24%	90,76%		
MRP	4,80%	5,70%		
Σταθμισμένο MRP	0,44%	5,17%	5,62%	
Rf	3,38%	3,38%		8,08%

Πίνακας 19: Υπολογισμός cost of Equity Ομίλου ΕΛΠΕ (2005)

Επισημαίνεται ότι το κόστος δανεισμού υπολογίστηκε σε 2,70%, καθώς από την ετήσια έκθεση το επιτόκιο δανεισμού του Ομίλου ισούται με επιτόκιο euribor (2,335%) πλέον περιθώριο 0,36%. Επιπλέον, λαμβάνοντας υπόψη τις ημερήσιες λογαριθμικές αποδόσεις τριετίας, το beta της μετοχής υπολογίστηκε σε 0,83 για το 2005. Τέλος, με βάση όλους τους ανωτέρω υπολογισμούς το WACC του Ομίλου υπολογίστηκε σε 6,63%.

Αντικαθιστώντας τα αποτελέσματα των ανωτέρω υπολογισμών στο γνωστό τύπο: **EVA = NOPAT – WACC x IC**, προκύπτει ότι το EVA για τον Όμιλο ΕΛΠΕ για το έτος 2005 ανέρχεται σε 125.036.688 €, γεγονός που υποδηλώνει ότι ο Όμιλος δημιουργεί αξία για τους μετόχους του.

4.4.2. Υπολογισμός του EVA για το έτος 2014

Ακολουθώντας τη διαδικασία που περιγράφηκε αναλυτικά στις προηγούμενες ενότητες, υπολογίζουμε τα καθαρά κέρδη μετά από φόρους και το σύνολο των επενδεδυμένων κεφαλαίων του Ομίλου για το 2014. Οι σχετικοί υπολογισμοί παρουσιάζονται στους ακόλουθους πίνακες:

Υπολογισμός NORPAT ΕΛΠΕ (2014)	
Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	- 368.590.000 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Προβλέψεων	40.000 €
+ Απόσβεση υπεραξίας	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Εξόδων Έρευνας και Ανάπτυξης	1.274.000 €
- Φοροαπαλλαγές από τόκους (Τόκοι Χρεωστικοί x Φορολογικός Συντελεστής)	- 47.224.299 €
+ Φόροι από μη λειτουργικά κέρδη	- 2.583.250 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Αναβαλλόμενης Φορολογίας	- 4.452.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις x κόστος δανεισμού	11.365.708 €
NORPAT	- 315.721.244 €

Πίνακας 20: Υπολογισμός NORPAT ΕΛΠΕ (2014)

Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων Ομίλου ΕΛΠΕ (2014)	
Ίδια Κεφάλαια (book value)	1.618.142.000 €
+ Μακρ.δανεισμός (Long-term debt)	1.811.995.000 €
+ Βραχ.δανεισμός (Short-term debt)	1.177.645.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις (παρούσα αξία)	188.355.708 €
+ Αναβαλλόμενη Φορολογία	40.953.000 €
+ Έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	853.200 €
+ Απόσβεση υπεραξίας (Σωρευτική)	71.829.000 €
+ Προβλέψεις	6.224.000 €
- ακινητοποιήσεις υπό εκτέλεση	102.372.000 €
Invested Capital	4.813.624.908 €

Πίνακας 21: Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων Ομίλου ΕΛΠΕ (2014)

Επισημαίνεται, ότι για τις λογιστικές προσαρμογές των λειτουργικών μισθώσεων, η παρούσα αξία τους υπολογίστηκε προεξοφλώντας τις λειτουργικές μισθώσεις με το κόστος δανεισμού του Ομίλου. Το κόστος δανεισμού υπολογίστηκε σε 6,03%

λαμβάνοντας υπόψη επιτόκια δανεισμού 6,2% για το βραχυπρόθεσμο δανεισμό και 4,27% για το μακροπρόθεσμο δανεισμό κυμαινόμενου επιτοκίου και 6,92% μακροπρόθεσμο δανεισμό σταθερού επιτοκίου.

Επιπρόσθετα, το κόστος κοινών μετοχών υπολογίστηκε σε 10,88 %, με βάση και τα σταθμά των πωλήσεων ανά γεωγραφική περιοχή δραστηριότητας.

	Ανατ. Ευρώπη	Ελλάδα	MRP σταθμ.	CoE σταθμ.
Σταθμά με βάση τις πωλήσεις ανά περιοχή	50,00%	50,00%		
MRP	10,07%	17,00%		
Σταθμισμένο MRP	5,04%	8,50%	13,54%	
Rf	1,23%	1,23%		11,00%

Πίνακας 22: Υπολογισμός cost of Equity Ομίλου ΕΛΠΕ (2014)

Επιπρόσθετα, λαμβάνοντας υπόψη τις ημερήσιες λογαριθμικές αποδόσεις τριετίας, το beta της μετοχής υπολογίστηκε σε 0,72 για το 2014. Τέλος, με βάση όλους τους ανωτέρω υπολογισμούς το WACC του Ομίλου υπολογίστηκε σε 6,91%.

Αντικαθιστώντας τα αποτελέσματα των υπολογισμών στον τύπο για την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία, προκύπτει ότι το EVA για τα ΕΛΠΕ για το έτος 2014 ανέρχεται σε - 648.291.621 €, γεγονός που υποδηλώνει ότι ο Όμιλος ΕΛΠΕ καταστρέφει αξία.

4.5. Η περίπτωση του Ομίλου ΟΠΑΠ

4.5.1. Υπολογισμός του EVA για το έτος 2005

4.5.1.1. Υπολογισμός καθαρού λειτουργικού κέρδους μετά φόρων και επενδεδυμένων κεφαλαίων

Ακολουθώντας τη διαδικασία που περιγράφηκε αναλυτικά στις προηγούμενες ενότητες, υπολογίζουμε τα καθαρά κέρδη μετά από φόρους και το σύνολο των επενδεδυμένων κεφαλαίων του ΟΠΑΠ για το 2005. Οι σχετικοί υπολογισμοί παρουσιάζονται στους ακόλουθους πίνακες:

Υπολογισμός NOPAT ΟΠΑΠ (2005)	
Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	443.723.000 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Προβλέψεων	301.000 €
+ Απόσβεση υπεραξίας	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Εξόδων Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
- Φοροαπαλλαγές από τόκους (Τόκοι Χρεωστικοί x Φορολογικός Συντελεστής)	504.709 €
+ Φόροι από μη λειτουργικά κέρδη	3.304.233 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Αναβαλλόμενης Φορολογίας	4.952.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις x κόστος δανεισμού	403.790 €
NOPAT	452.179.314 €

Πίνακας 23: Υπολογισμός NOPAT ΟΠΑΠ (2005)

Όπως παρουσιάζεται στον ανωτέρω πίνακα, ο Όμιλος ΟΠΑΠ παρουσίασε καθαρό λειτουργικό κέρδος μετά φόρων ύψους 452,1 εκατ.€ για το 2005. Επισημαίνεται ότι για την προσαρμογή των λειτουργικών μισθώσεων, η παρούσα αξία των λειτουργικών μισθώσεων υπολογίστηκε προεξοφλώντας τις λειτουργικές μισθώσεις με το κόστος δανεισμού της επιχείρησης. Επιπρόσθετα, τα συνολικά επενδεδυμένα κεφάλαια του ΟΠΑΠ για το 2005 παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα:

Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων ΟΠΑΠ (2005)	
Ίδια Κεφάλαια (book value)	464.150.000 €
+ Μακρ.δανεισμός (Long-term debt)	10.227.000 €
+ Βραχ.δανεισμός (Short-term debt)	15.118.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις (παρούσα αξία)	11.738.085 €
+ Αναβαλλόμενη Φορολογία	4.952.000 €
+ Έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
+ Απόσβεση υπεραξίας (Σωρευτική)	0 €
+ Προβλέψεις	301.000 €
- ακινητοποιήσεις υπό εκτέλεση	1.649.000 €
Invested Capital	504.837.085 €

Πίνακας 24: Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων ΟΠΑΠ (2005)

4.5.1.2. Υπολογισμός Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (WACC)

Για τον υπολογισμό του κόστους κοινών μετοχών ελήφθη υπόψη το μείγμα πωλήσεων του Ομίλου ανά περιοχή για το 2005, το οποίο σύμφωνα με την ετήσια έκθεση του Ομίλου είναι το εξής: Ελλάδα 97,23% και Κύπρος 2,77%. Λαμβάνοντας υπόψη την απόδοση του δεκαετούς γερμανικού ομολόγου (risk free rate) και τα market risk premia όπως αυτά δίνονται ανά περιοχή από την ιστοσελίδα του Damodaran, καθώς και το beta της μετοχής της επιχείρησης για το 2005, υπολογίστηκε το κόστος των κοινών μετοχών, το οποίο ανέρχεται σε 7,21%.

	Ευρώπη	Ελλάδα	MRP σταθμ.	CoE σταθμ.
Σταθμά με βάση τις πωλήσεις ανά περιοχή	2,77%	97,23%		
MRP	6,00%	5,70%		
Σταθμισμένο MRP	0,17%	5,54%	5,71%	
Rf	3,38%	3,38%		7,20%

Πίνακας 25: Υπολογισμός cost of Equity Ομίλου ΟΠΑΠ (2005)

Επισημαίνεται ότι το κόστος δανεισμού ανέρχεται σε 3,44%, όπως παρουσιάζεται στην ετήσια έκθεση του Ομίλου. Επιπλέον, λαμβάνοντας υπόψη τις ημερήσιες λογαριθμικές αποδόσεις τριετίας, το beta της μετοχής υπολογίστηκε σε 0,67 για το 2005. Τέλος, με βάση όλους τους ανωτέρω υπολογισμούς το WACC του Ομίλου υπολογίστηκε σε 7,19%.

Αντικαθιστώντας τα αποτελέσματα των ανωτέρω υπολογισμών στο γνωστό τύπο: **EVA = NOPAT – WACC x IC**, προκύπτει ότι το EVA για τον Όμιλο για το έτος 2005 ανέρχεται σε 415.894.697 €, γεγονός που υποδηλώνει ότι ο ΟΠΑΠ δημιουργεί αξία για τους μετόχους του. Αξίζει δε να σημειωθεί ότι για το έτος 2005 ο ΟΠΑΠ παρουσιάζει το μεγαλύτερο EVA μεταξύ των επιχειρήσεων του δείγματος.

4.5.2. Υπολογισμός του EVA για το έτος 2014

Ακολουθώντας τη διαδικασία που περιγράφηκε αναλυτικά στις προηγούμενες ενότητες, υπολογίζουμε τα καθαρά κέρδη μετά από φόρους και το σύνολο των επενδεδυμένων κεφαλαίων του Ομίλου για το 2014. Οι σχετικοί υπολογισμοί παρουσιάζονται στους ακόλουθους πίνακες:

Υπολογισμός NORAT ΟΠΑΠ (2014)	
Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	199.224.000 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Προβλέψεων	2.024.000 €
+ Απόσβεση υπεραξίας	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Εξόδων Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
- Φοροαπαλλαγές από τόκους (Τόκοι Χρεωστικοί x Φορολογικός Συντελεστής)	600.376 €
+ Φόροι από μη λειτουργικά κέρδη	3.265.003 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Αναβαλλόμενης Φορολογίας	566.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις x κόστος δανεισμού	11.832 €
NORAT	204.490.458 €

Πίνακας 26: Υπολογισμός NORAT ΟΠΑΠ (2014)

Όπως παρουσιάζεται στον ανωτέρω πίνακα, ο ΟΠΑΠ παρουσίασε καθαρό λειτουργικό κέρδος μετά φόρων ύψους 204,49 εκατ.€ για το 2014. Επισημαίνεται ότι για την προσαρμογή των λειτουργικών μισθώσεων, η παρούσα αξία των λειτουργικών μισθώσεων υπολογίστηκε προεξοφλώντας τις λειτουργικές μισθώσεις με το κόστος δανεισμού της επιχείρησης, το οποίο υπολογίστηκε σε 1,63% χρησιμοποιώντας το βασισμένο στο δείκτη κάλυψης τόκων εκτιμητή (synthetic rating) που προτείνει ο Damodaran. Τα συνολικά επενδεδυμένα κεφάλαια του ΟΠΑΠ για το 2014, παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα:

Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων ΟΠΑΠ (2014)	
Ίδια Κεφάλαια (book value)	1.167.699.000 €
+ Μακρ.δανεισμός (Long-term debt)	0 €
+ Βραχ.δανεισμός (Short-term debt)	1.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις (παρούσα αξία)	726.818 €
+ Αναβαλλόμενη Φορολογία	566.000 €
+ Έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
+ Απόσβεση υπεραξίας (Σωρευτική)	0 €
+ Προβλέψεις	51.316.000 €
- ακινητοποιήσεις υπό εκτέλεση	1.222.000 €
Invested Capital	1.219.086.818 €

Πίνακας 27: Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων ΟΠΑΠ (2014)

Για τον υπολογισμό του κόστους κοινών μετοχών ελήφθη υπόψη το μείγμα πωλήσεων του Ομίλου ανά περιοχή για το 2014, το οποίο σύμφωνα με την ετήσια

έκθεση του Ομίλου είναι το εξής: Ελλάδα 95% και Κύπρος 5%. Λαμβάνοντας υπόψη τα ανωτέρω, καθώς και το beta της μετοχής της επιχείρησης για την περίοδο που εξετάστηκε (υπολογίστηκε σε 0,88), υπολογίστηκε το κόστος των κοινών μετοχών, το οποίο ανέρχεται σε 16,12% για το 2014.

	Κύπρος	Ελλάδα	MRP σταθμ.	CoE σταθμ.
Σταθμά με βάση τις πωλήσεις ανά περιοχή	4,91%	95,09%		
MRP	15,50%	17,00%		
Σταθμισμένο MRP	0,76%	16,17%	16,93%	
Rf	1,23%	1,23%		16,27%

Πίνακας 28: Υπολογισμός cost of Equity Ομίλου ΟΠΑΠ (2014)

Τέλος, με βάση όλους τους ανωτέρω υπολογισμούς το WACC του Ομίλου υπολογίστηκε σε 16,27%. Αντικαθιστώντας τα αποτελέσματα των υπολογισμών στον τύπο για την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία, προκύπτει ότι το EVA για τον ΟΠΑΠ για το έτος 2014 ανέρχεται σε 6.134.805 €, γεγονός που υποδηλώνει ότι ο Όμιλος δημιουργεί αξία για τους μετόχους του.

Αξίζει σε αυτό το σημείο να σημειωθεί ότι ο ΟΠΑΠ είναι μια από τις πέντε επιχειρήσεις του δείγματος που παρουσιάζουν θετική Οικονομική Προστιθέμενη Αξία κατά το έτος 2014 και επομένως δημιουργεί αξία για τους μετόχους της.

4.6. Η περίπτωση του Ομίλου FOLLI FOLLIE

4.6.1.Υπολογισμός του EVA για το έτος 2005

4.6.1.1. Υπολογισμός καθαρού λειτουργικού κέρδους μετά φόρων και επενδεδυμένων κεφαλαίων

Ακολουθώντας τη διαδικασία που περιγράφηκε αναλυτικά στις προηγούμενες ενότητες, υπολογίζουμε τα καθαρά κέρδη μετά από φόρους και το σύνολο των επενδεδυμένων κεφαλαίων του Ομίλου FOLLI FOLLIE για το 2005. Ειδικότερα, το 2005 ο Όμιλος παρουσίασε καθαρό λειτουργικό κέρδος μετά φόρων 57,89 εκατ. € και επιπλέον επενδεδυμένα κεφάλαια ύψους 291.392.381 €. Οι σχετικοί υπολογισμοί παρουσιάζονται στους ακόλουθους πίνακες:

Υπολογισμός NOPAT FOLLI FOLLIE (2005)	
Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	56.663.495 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Προβλέψεων	512.815 €
+ Απόσβεση υπεραξίας	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Εξόδων Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
- Φοροαπαλλαγές από τόκους (Τόκοι Χρεωστικοί x Φορολογικός Συντελεστής)	903.023 €
+ Φόροι από μη λειτουργικά κέρδη	1.066.371 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Αναβαλλόμενης Φορολογίας	552.909 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις x κόστος δανεισμού	0 €
NOPAT	57.892.566 €

Πίνακας 29: Υπολογισμός NOPAT FOLLI FOLLIE (2005)

Επιπρόσθετα, οι υπολογισμοί για τα συνολικά επενδεδυμένα κεφάλαια του Ομίλου παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα:

Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων FOLLI FOLLIE (2005)	
Ίδια Κεφάλαια (book value)	156.127.921 €
+ Μακρ.δανεισμός (Long-term debt)	125.149.592 €
+ Βραχ.δανεισμός (Short-term debt)	5.047.458 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις (παρούσα αξία)	0 €
+ Αναβαλλόμενη Φορολογία	1.047.944 €
+ Έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
+ Απόσβεση υπεραξίας (Σωρευτική)	0 €
+ Προβλέψεις	4.054.878 €
- ακινητοποιήσεις υπό εκτέλεση	35.413 €
Invested Capital	291.392.381 €

Πίνακας 30: Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων FOLLI FOLLIE (2005)

4.6.1.2. Υπολογισμός Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (WACC)

Λαμβάνοντας υπόψη την απόδοση του δεκαετούς γερμανικού ομολόγου (risk free rate) και τα market risk premia όπως αυτά δίνονται ανά περιοχή από την ιστοσελίδα του Damodaran, καθώς και το beta της μετοχής της επιχείρησης για την περίοδο

που εξετάστηκε, υπολογίστηκε το κόστος των κοινών μετοχών, το οποίο ανέρχεται σε 8,46 % για το 2005.

Αξίζει επίσης σε αυτό το σημείο να σημειωθεί ότι για το 2005 το 83,19% των συνολικών πωλήσεων πραγματοποιήθηκε στην Ασία και μόλις το 11,59% στην Ελλάδα.

	Ευρώπη	Ασία	Ελλάδα	MRP σταθμ.	CoE σταθμ.
Σταθμά με βάση τις πωλήσεις ανά περιοχή	5%	83,19%	11,59%		
MRP	4,80%	6,00%	5,70%		
Σταθμισμένο MRP	0,25%	4,99%	0,66%	5,90%	
Rf	3,38%	3,38%	3,38%		8,46%

Πίνακας 31: Υπολογισμός cost of Equity Ομίλου FOLLI FOLLIE (2005)

Στη συνέχεια υπολογίστηκε για το κόστος δανεισμού (cost of debt) χρησιμοποιώντας το βασισμένο στο δείκτη κάλυψης τόκων εκτιμητή (synthetic rating) που προτείνει ο Damodaran, το οποίο ανέρχεται σε 4,28%. Επιπλέον, λαμβάνοντας υπόψη τις ημερήσιες λογαριθμικές αποδόσεις τριετίας, το beta της μετοχής υπολογίστηκε σε 0,86 για το 2005. Τέλος, με βάση όλους τους ανωτέρω υπολογισμούς το WACC του Ομίλου υπολογίστηκε σε 7,65%.

Αντικαθιστώντας τα αποτελέσματα των ανωτέρω υπολογισμών στο γνωστό τύπο: **EVA = NOPAT – WACC x IC**, προκύπτει ότι το EVA για τον Όμιλο για το 2005 ανέρχεται σε 35.614.961 €, γεγονός που υποδηλώνει ότι ο Όμιλος FOLLI FOLLIE δημιουργεί αξία για τους μετόχους του.

4.6.2. Υπολογισμός του EVA για το έτος 2014

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, για τον υπολογισμό του EVA απαιτείται ο υπολογισμός του καθαρού λειτουργικού κέρδους μετά φόρων και των επενδεδυμένων κεφαλαίων. Οι σχετικοί υπολογισμοί παρουσιάζονται στους παρακάτω πίνακες:

Υπολογισμός NOPAT FOLLI FOLLIE (2014)	
Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	145.440.852 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Προβλέψεων	37.653 €
+ Απόσβεση υπεραξίας	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Εξόδων Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
- Φοροαπαλλαγές από τόκους (Τόκοι Χρεωστικοί x Φορολογικός Συντελεστής)	3.745.962 €
+ Φόροι από μη λειτουργικά κέρδη	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Αναβαλλόμενης Φορολογίας	6.248.811 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις x κόστος δανεισμού	0 €
NOPAT	147.981.354 €

Πίνακας 32: Υπολογισμός NOPAT FOLLI FOLLIE (2014)

Όπως παρουσιάζεται στον ανωτέρω πίνακα, ο Όμιλος FOLLI FOLLIE παρουσίασε καθαρό λειτουργικό κέρδος μετά φόρων ύψους 147,9 εκατ.€ για το 2014. Οι υπολογισμοί για τα συνολικά επενδεδυμένα κεφάλαια του Ομίλου παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα:

Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων FOLLI FOLLIE (2014)	
Ίδια Κεφάλαια (book value)	1.334.057.672 €
+ Μακρ.δανεισμός (Long-term debt)	304.343.050 €
+ Βραχ.δανεισμός (Short-term debt)	46.793.827 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις (παρούσα αξία)	0 €
+ Αναβαλλόμενη Φορολογία	19.010.973 €
+ Έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
+ Απόσβεση υπεραξίας (Σωρευτική)	0 €
+ Προβλέψεις	3.523.109 €
- ακινητοποιήσεις υπό εκτέλεση	45.896.216 €
Invested Capital	1.661.832.416 €

Πίνακας 33: Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων FOLLI FOLLIE (2014)

Για τον υπολογισμό του WACC, ελήφθη υπόψη το μείγμα πωλήσεων του Ομίλου ανά περιοχή για το 2014, το οποίο σύμφωνα με την ετήσια έκθεση του Ομίλου είναι το εξής: Ασία: 60,4%, Ελλάδα: 26,1% και Δυτική Ευρώπη 13,5%. Με βάση τα ανωτέρω και λαμβάνοντας υπόψη την απόδοση του δεκαετούς γερμανικού

ομολόγου (risk free rate) και τα market risk premia, υπολογίστηκε το κόστος των κοινών μετοχών, το οποίο ανέρχεται σε 7,94% για το 2014.

	Ευρώπη	Ασία	Ελλάδα	MRP σταθμ.	CoE σταθμ.
Σταθμά με βάση τις πωλήσεις ανά περιοχή	13,50%	60,40%	26,10%		
MRP	7,63%	9,48%	17,00%		
Σταθμισμένο MRP	1,03%	5,73%	4,44%	11,19%	
Rf	1,23%	1,23%	1,23%		7,99%

Πίνακας 34: Υπολογισμός cost of Equity Ομίλου FOLLI FOLLIE (2014)

Το κόστος δανεισμού υπολογίστηκε σε 1,95%, λαμβάνοντας υπόψη ότι σύμφωνα με την ετήσια έκθεση του Ομίλου, το μέσο επιτόκιο για τα δάνεια κυμαινόμενου επιτοκίου ανέρχεται σε 1,83% και σε 3,2% για τις υποχρεώσεις από χρηματοδοτικές μισθώσεις. Επιπρόσθετα, λαμβάνοντας υπόψη τις ημερήσιες λογαριθμικές αποδόσεις τριετίας, το beta της μετοχής υπολογίστηκε σε 0,60 για το 2014 και το WACC του Ομίλου υπολογίστηκε σε 6,94%.

Αντικαθιστώντας τα αποτελέσματα των υπολογισμών στον τύπο για την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία, προκύπτει ότι το EVA για τον Όμιλο FOLLI FOLLIE για το έτος 2014 ανέρχεται σε 15.208.142 €, γεγονός που υποδηλώνει ότι ο Όμιλος FOLLI FOLLIE δημιουργεί αξία για τους μετόχους του.

4.7. Η περίπτωση του Ομίλου MOTOR OIL

4.7.1.Υπολογισμός του EVA για το έτος 2005

4.7.1.1. Υπολογισμός καθαρού λειτουργικού κέρδους μετά φόρων και επενδεδυμένων κεφαλαίων

Ακολουθώντας τη διαδικασία που περιγράφηκε αναλυτικά στις προηγούμενες ενότητες, υπολογίζουμε τα καθαρά κέρδη μετά από φόρους και το σύνολο των επενδεδυμένων κεφαλαίων του Ομίλου MOTOR OIL για το 2005. Οι σχετικοί υπολογισμοί παρουσιάζονται στους ακόλουθους πίνακες:

Υπολογισμός NOPAT MOTOR OIL (2005)	
Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	131.635.000 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Προβλέψεων	2.021.000 €
+ Απόσβεση υπεραξίας	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Εξόδων Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
- Φοροαπαλλαγές από τόκους (Τόκοι Χρεωστικοί x Φορολογικός Συντελεστής)	6.889.548 €
+ Φόροι από μη λειτουργικά κέρδη	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Αναβαλλόμενης Φορολογίας	-8.739.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις x κόστος δανεισμού	2.091.359 €
NOPAT	120.118.811 €

Πίνακας 35: Υπολογισμός NOPAT MOTOR OIL (2005)

Επισημαίνεται, ότι για τις λογιστικές προσαρμογές των λειτουργικών μισθώσεων, η παρούσα αξία τους υπολογίστηκε προεξοφλώντας τις λειτουργικές μισθώσεις με το κόστος δανεισμού του Ομίλου. Το κόστος δανεισμού υπολογίστηκε χρησιμοποιώντας το βασισμένο στο δείκτη κάλυψης τόκων εκτιμητή (synthetic rating) που προτείνει ο Damodaran και ανέρχεται σε 4,88%. Επιπρόσθετα, οι υπολογισμοί για τα συνολικά επενδεδυμένα κεφάλαια του Ομίλου παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα:

Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων MOTOR OIL (2005)	
Ίδια Κεφάλαια (book value)	335.551.000 €
+ Μακρ.δανεισμός (Long-term debt)	359.880.000 €
+ Βραχ.δανεισμός (Short-term debt)	317.935.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις (παρούσα αξία)	42.890.017 €
+ Αναβαλλόμενη Φορολογία	11.660.000 €
+ Έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
+ Απόσβεση υπεραξίας (Σωρευτική)	0 €
+ Προβλέψεις	3.829.000 €
- ακινητοποιήσεις υπό εκτέλεση	51.796.000 €
Invested Capital	1.019.949.017 €

Πίνακας 36: Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων MOTOR OIL (2005)

4.7.1.2. Υπολογισμός Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (WACC)

Λαμβάνοντας υπόψη την απόδοση του δεκαετούς γερμανικού ομολόγου (risk free rate) και τα market risk premia όπως αυτά δίνονται ανά περιοχή από την ιστοσελίδα του Damodaran, καθώς και το beta της μετοχής της επιχείρησης για την περίοδο που εξετάστηκε, υπολογίστηκε το κόστος των κοινών μετοχών, το οποίο ανέρχεται σε 6,50% για το 2005.

	Ευρώπη	Ελλάδα	MRP σταθμ.	CoE σταθμ.
Σταθμά με βάση τις πωλήσεις ανά περιοχή	51%	48,90%		
MRP	8,18%	5,70%		
Σταθμισμένο MRP	4,18%	2,79%	6,97%	
Rf	3,38%	3,38%		6,50%

Πίνακας 37: Υπολογισμός cost of Equity Ομίλου MOTOR OIL (2005)

Επιπλέον, λαμβάνοντας υπόψη τις ημερήσιες λογαριθμικές αποδόσεις τριετίας, το beta της μετοχής υπολογίστηκε σε 0,44 για το 2005. Τέλος, με βάση όλους τους ανωτέρω υπολογισμούς το WACC του Ομίλου υπολογίστηκε σε 5,98%.

Αντικαθιστώντας τα αποτελέσματα των ανωτέρω υπολογισμών στο γνωστό τύπο: $EVA = NOPAT - WACC \times IC$, προκύπτει ότι το EVA για τον Όμιλο για το 2005 ανέρχεται σε 63.702.404 €, γεγονός που υποδηλώνει ότι ο Όμιλος MOTOR OIL δημιουργεί αξία για τους μετόχους του.

4.7.2. Υπολογισμός του EVA για το έτος 2014

4.7.2.1. Υπολογισμός καθαρού λειτουργικού κέρδους μετά φόρων και επενδεδυμένων κεφαλαίων

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, για τον υπολογισμό του EVA απαιτείται ο υπολογισμός του καθαρού λειτουργικού κέρδους μετά φόρων και των επενδεδυμένων κεφαλαίων. Οι σχετικοί υπολογισμοί παρουσιάζονται στους παρακάτω πίνακες:

Υπολογισμός NOPAT MOTOR OIL (2014)	
Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	- 83.180.000 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Προβλέψεων	6.229.000 €
+ Απόσβεση υπεραξίας	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Εξόδων Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
- Φοροαπαλλαγές από τόκους (Τόκοι Χρεωστικοί x Φορολογικός Συντελεστής)	17.178.193 €
+ Φόροι από μη λειτουργικά κέρδη	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Αναβαλλόμενης Φορολογίας	- 32.014.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις x κόστος δανεισμού	8.722.091 €
NOPAT	- 117.421.102 €

Πίνακας 38: Υπολογισμός NOPAT MOTOR OIL (2014)

Όπως παρουσιάζεται στον ανωτέρω πίνακα, ο Όμιλος MOTOR OIL παρουσίασε καθαρές λειτουργικές ζημιές μετά φόρων ύψους 117,4 εκατ.€ για το 2014. Οι υπολογισμοί για τα συνολικά επενδεδυμένα κεφάλαια του Ομίλου παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα:

Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων MOTOR OIL (2014)	
Ίδια Κεφάλαια (book value)	412.061.000 €
+ Μακρ.δανεισμός (Long-term debt)	827.207.000 €
+ Βραχ.δανεισμός (Short-term debt)	370.781.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις (παρούσα αξία)	143.219.892 €
+ Αναβαλλόμενη Φορολογία	41.851.000 €
+ Έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
+ Απόσβεση υπεραξίας (Σωρευτική)	0 €
+ Προβλέψεις	5.814.000 €
- ακινητοποιήσεις υπό εκτέλεση	52.902.000 €
Invested Capital	1.748.031.892 €

Πίνακας 39: Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων MOTOR OIL (2014)

Για τον υπολογισμό του WACC, ελήφθη υπόψη το μείγμα πωλήσεων του Ομίλου ανά περιοχή για το 2014, το οποίο παρουσιάζεται στον ακόλουθο πίνακα:

	Ευρώπη	Ελλάδα	MRP σταθμ.	CoE σταθμ.
Σταθμά με βάση τις πωλήσεις ανά περιοχή	54,21%	45,79%		
MRP	10,07%	17,00%		
Σταθμισμένο MRP	5,46%	7,78%	13,24%	
Rf	1,23%	1,23%		11,16%

Πίνακας 40: Υπολογισμός cost of Equity Ομίλου MOTOR OIL (2014)

Το κόστος δανεισμού ανέρχεται σε 6,09%, λαμβάνοντας υπόψη τα όσα αναφέρονται στην ετήσια έκθεση του Ομίλου. Επιπρόσθετα, λαμβάνοντας υπόψη τις ημερήσιες λογαριθμικές αποδόσεις τριετίας, το beta της μετοχής υπολογίστηκε σε 0,74 για το 2014 και το WACC του Ομίλου υπολογίστηκε σε 7,33%.

Αντικαθιστώντας τα αποτελέσματα των υπολογισμών στον τύπο για την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία, προκύπτει ότι το EVA για τον Όμιλο MOTOR OIL για το έτος 2014 ανέρχεται σε - 245.558.500 €, γεγονός που υποδηλώνει ότι ο Όμιλος καταστρέφει αξία.

4.8. Η περίπτωση του Ομίλου JUMBO

4.8.1. Υπολογισμός του EVA για το έτος 2005

4.8.1.1. Υπολογισμός καθαρού λειτουργικού κέρδους μετά φόρων και επενδεδυμένων κεφαλαίων

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, για τον υπολογισμό του EVA απαιτείται ο υπολογισμός του καθαρού λειτουργικού κέρδους μετά φόρων και των επενδεδυμένων κεφαλαίων. Λαμβάνοντας υπόψη τα όσα έχουν παρουσιαστεί αναλυτικά στις προηγούμενες ενότητες και πραγματοποιώντας τις απαιτούμενες λογιστικές προσαρμογές, υπολογίστηκαν τα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά φόρων (NOPAT) για τον Όμιλο Jumbo το έτος 2005. Οι σχετικοί υπολογισμοί παρουσιάζονται στους παρακάτω πίνακες:

Υπολογισμός NOPAT JUMBO (2005)	
Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	34.241.000 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Προβλέψεων	110.784 €
+ Απόσβεση υπεραξίας	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Εξόδων Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
- Φοροαπαλλαγές από τόκους (Τόκοι Χρεωστικοί x Φορολογικός Συντελεστής)	1.869.573 €
+ Φόροι από μη λειτουργικά κέρδη	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Αναβαλλόμενης Φορολογίας	3.458.827 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις x κόστος δανεισμού	0 €
NOPAT	35.941.038 €

Πίνακας 41: Υπολογισμός NOPAT JUMBO (2005)

Επιπρόσθετα, οι υπολογισμοί για τα συνολικά επενδεδυμένα κεφάλαια του Ομίλου παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα:

Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων JUMBO (2005)	
Ίδια Κεφάλαια (book value)	115.166.629 €
+ Μακρ.δανεισμός (Long-term debt)	86.630.000 €
+ Βραχ.δανεισμός (Short-term debt)	0 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις (παρούσα αξία)	0 €
+ Αναβαλλόμενη Φορολογία	3.458.827 €
+ Έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
+ Απόσβεση υπεραξίας (Σωρευτική)	0 €
+ Προβλέψεις	224.297 €
- ακινητοποιήσεις υπό εκτέλεση	2.371.000 €
Invested Capital	203.108.753 €

Πίνακας 42: Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων JUMBO (2005)

4.8.1.2. Υπολογισμός Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (WACC)

Λαμβάνοντας υπόψη την απόδοση του 10ετούς γερμανικού ομολόγου (risk free rate) και τα market risk premia όπως αυτά δίνονται ανά περιοχή από την ιστοσελίδα του Damodaran, καθώς και το beta της μετοχής της επιχείρησης που ανέρχεται σε 0,97 για το 2005, υπολογίστηκε το κόστος των κοινών μετοχών που ανέρχεται σε 8,93%.

Το κόστος δανεισμού υπολογίστηκε χρησιμοποιώντας το βασισμένο στο δείκτη κάλυψης τόκων εκτιμητή (synthetic rating) που προτείνει ο Damodaran και ανέρχεται σε 4,68%.

	Ελλάδα	MRP σταθμ.	CoE σταθμ.
Σταθμά με βάση τις πωλήσεις ανά περιοχή	100,00%		
MRP	5,70%		
Σταθμισμένο MRP	5,70%	5,70%	
Rf	3,38%		8,93%

Πίνακας 43: Υπολογισμός cost of Equity Ομίλου JUMBO (2005)

Με βάση όλους τους ανωτέρω υπολογισμούς το WACC του Ομίλου υπολογίστηκε σε 7,87%. Αντικαθιστώντας τα αποτελέσματα των ανωτέρω υπολογισμών στον τύπο: $EVA = NOPAT - WACC \times IC$, προκύπτει ότι το EVA για τον Όμιλο για το 2005 ανέρχεται σε 19.951.167 € γεγονός που υποδηλώνει ότι ο Όμιλος JUMBO δημιουργεί αξία για τους μετόχους του.

4.8.2. Υπολογισμός του EVA για το έτος 2014

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, για τον υπολογισμό του EVA απαιτείται ο υπολογισμός του καθαρού λειτουργικού κέρδους μετά φόρων και των επενδεδυμένων κεφαλαίων. Οι σχετικοί υπολογισμοί παρουσιάζονται στους παρακάτω πίνακες:

Υπολογισμός NOPAT JUMBO (2014)	
Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	101.249.161 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Προβλέψεων	124.114 €
+ Απόσβεση υπεραξίας	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Εξόδων Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
- Φοροαπαλλαγές από τόκους (Τόκοι Χρεωστικοί x Φορολογικός Συντελεστής)	1.384.689 €
+ Φόροι από μη λειτουργικά κέρδη	631.299 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Αναβαλλόμενης Φορολογίας	58.070 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις x κόστος δανεισμού	4.617.787 €
NOPAT	105.295.743 €

Πίνακας 44: Υπολογισμός NOPAT JUMBO (2014)

Όπως παρουσιάζεται στον ανωτέρω πίνακα, ο Όμιλος JUMBO παρουσίασε καθαρό λειτουργικό κέρδος μετά φόρων ύψους 105 εκατ.€ για το 2014. Οι υπολογισμοί για τα επενδεδυμένα κεφάλαια του Ομίλου παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα:

Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων JUMBO (2014)	
Ίδια Κεφάλαια (book value)	744.510.358 €
+ Μακρ.δανεισμός (Long-term debt)	143.675.000 €
+ Βραχ.δανεισμός (Short-term debt)	20.039.718 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις (παρούσα αξία)	107.190.981 €
+ Αναβαλλόμενη Φορολογία	7.647.155 €
+ Έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
+ Απόσβεση υπεραξίας (Σωρευτική)	0 €
+ Προβλέψεις	290.872 €
- ακινητοποιήσεις υπό εκτέλεση	8.678.356 €
Invested Capital	1.014.675.728 €

Πίνακας 45: Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων JUMBO (2014)

Για τον υπολογισμό του WACC, ελήφθη υπόψη το μείγμα πωλήσεων του Ομίλου ανά περιοχή για το 2014, το οποίο παρουσιάζεται στον ακόλουθο πίνακα:

	Κύπρος	Ρουμανία & Βουλγαρία	Ελλάδα	MRP σταθμ.	CoE σταθμ.
Σταθμά με βάση τις πωλήσεις ανά περιοχή	12,88%	11,95%	75,17%		
MRP	15,50%	8,60%	17,00%		
Σταθμισμένο MRP	2,00%	1,03%	12,78%	15,80%	
Rf	1,23%	1,23%	1,23%		10,26%

Πίνακας 46: Υπολογισμός cost of Equity Ομίλου JUMBO (2014)

Το κόστος δανεισμού του Ομίλου αναφέρεται στην ετήσια έκθεση και ανέρχεται εξαμηνιαίο Euribor + 4% περιθώριο (4,308). Επιπλέον, λαμβάνοντας υπόψη τις ημερήσιες λογαριθμικές αποδόσεις τριετίας, το beta της μετοχής υπολογίστηκε σε 0,74 για το 2014 και το WACC του Ομίλου σε 7,33%. Αντικαθιστώντας τα αποτελέσματα των υπολογισμών στον τύπο για την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία, προκύπτει ότι το EVA για τον Όμιλο JUMBO για το έτος 2014 ανέρχεται σε 8.121.775 €, γεγονός που υποδηλώνει ότι ο Όμιλος δημιουργεί αξία για τους μετόχους του.

4.9. Η περίπτωση του Ομίλου ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ

4.9.1.Υπολογισμός του EVA για το έτος 2005

4.9.1.1. Υπολογισμός καθαρού λειτουργικού κέρδους μετά φόρων και επενδεδυμένων κεφαλαίων

Ακολουθώντας τη διαδικασία που περιγράφηκε αναλυτικά στις προηγούμενες ενότητες, υπολογίζουμε τα καθαρά κέρδη μετά από φόρους και το σύνολο των επενδεδυμένων κεφαλαίων του Ομίλου ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ για το 2005. Οι σχετικοί υπολογισμοί παρουσιάζονται στους ακόλουθους πίνακες:

Υπολογισμός NOPAT ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ (2005)	
Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	256.199.982 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Προβλέψεων	11.895.325 €
+ Απόσβεση υπεραξίας	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Εξόδων Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
- Φοροαπαλλαγές από τόκους (Τόκοι Χρεωστικοί x Φορολογικός Συντελεστής)	1.938.809 €
+ Φόροι από μη λειτουργικά κέρδη	20.451.817 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Αναβαλλόμενης Φορολογίας	-10.389.332 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις x κόστος δανεισμού	0 €
NOPAT	276.218.983 €

Πίνακας 47: Υπολογισμός NOPAT ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ (2005)

Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ (2005)	
Ίδια Κεφάλαια (book value)	389.439.840 €
+ Μακρ.δανεισμός (Long-term debt)	52.139.169 €
+ Βραχ.δανεισμός (Short-term debt)	51.493.894 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις (παρούσα αξία)	0 €
+ Αναβαλλόμενη Φορολογία	38.178.269 €
+ Έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
+ Απόσβεση υπεραξίας (Σωρευτική)	0 €
+ Προβλέψεις	11.895.325 €
- ακινητοποιήσεις υπό εκτέλεση	66.774.590 €
Invested Capital	476.371.907 €

Πίνακας 48: Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ (2005)

4.9.1.2. Υπολογισμός Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (WACC)

Για τον υπολογισμό του WACC του Ομίλου ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ ελήφθη υπόψη το risk free rate και τα market risk premia όπως αυτά δίνονται ανά περιοχή από την ιστοσελίδα του Damodaran, καθώς και το beta της μετοχής της επιχείρησης που ανέρχεται σε 1,64 για το 2005. Στη συνέχεια υπολογίστηκε το κόστος των κοινών μετοχών που ανέρχεται σε 13,48%, όπως παρουσιάζεται και στον ακόλουθο πίνακα:

	Ευρώπη	Λοιπές	Ελλάδα	MRP σταθμ.	CoE σταθμ.
Σταθμά με βάση τις πωλήσεις ανά περιοχή	18,00%	25,15%	56,73%		
MRP	4,80%	8,18%	5,70%		
Σταθμισμένο MRP	0,87%	2,06%	3,23%	6,16%	
Rf	3,38%	3,38%	3,38%		13,48%

Πίνακας 49: Υπολογισμός cost of Equity Ομίλου ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ (2005)

Το κόστος δανεισμού υπολογίστηκε χρησιμοποιώντας τα στοιχεία του παρακάτω πίνακα και ανέρχεται σε 3,37%. Πιο συγκεκριμένα, σύμφωνα με την ετήσια έκθεση του Ομίλου τα πραγματικά σταθμισμένα μέσα επιτόκια δανεισμού του Ομίλου την ημερομηνία του ισολογισμού (31/12/2005) είναι τα παρακάτω:

	€	US\$	Λοιπά
Τραπεζικός δανεισμός (βραχυπρόθεσμος)	4,0%	6,036%	-
Τραπεζικός δανεισμός (μακροπρόθεσμος)	2,745%	6,140%	-
Τραπεζικές υπεραναλήψεις	4,020%	6,036%	-

Πίνακας 50: Σταθμισμένα μέσα επιτόκια δανεισμού του Ομίλου ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ (2005)

Με βάση όλους τους ανωτέρω υπολογισμούς το WACC του Ομίλου υπολογίστηκε σε 11,40%. Αντικαθιστώντας τα αποτελέσματα των ανωτέρω υπολογισμών στον τύπο: $EVA = NOPAT - WACC \times IC$, προκύπτει ότι το EVA για τον Όμιλο για το 2005 ανέρχεται σε 221.890.296 €, γεγονός που υποδηλώνει ότι ο Όμιλος ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ δημιουργεί αξία για τους μετόχους του.

4.9.2.Υπολογισμός του EVA για το έτος 2014

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, για τον υπολογισμό του EVA απαιτείται ο υπολογισμός του καθαρού λειτουργικού κέρδους μετά φόρων και των επενδεδυμένων κεφαλαίων. Οι σχετικοί υπολογισμοί παρουσιάζονται στους παρακάτω πίνακες:

Υπολογισμός NOPAT ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ (2014)	
Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	113.667.000 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Προβλέψεων	-3.110.000 €
+ Απόσβεση υπεραξίας	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Εξόδων Έρευνας και Ανάπτυξης	-67.600 €
- Φοροαπαλλαγές από τόκους (Τόκοι Χρεωστικοί x Φορολογικός Συντελεστής)	9.017.831 €
+ Φόροι από μη λειτουργικά κέρδη	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Αναβαλλόμενης Φορολογίας	2.255.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις x κόστος δανεισμού	1.251.758 €
NOPAT	104.978.327 €

Πίνακας 51: Υπολογισμός NOPAT ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ (2014)

Όπως παρουσιάζεται στον ανωτέρω πίνακα, ο Όμιλος ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ παρουσίασε καθαρό λειτουργικό κέρδος μετά φόρων ύψους 105 εκατ.€ για το 2014. Οι υπολογισμοί για τα επενδεδυμένα κεφάλαια του Ομίλου παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα:

Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ (2014)	
Ίδια Κεφάλαια (book value)	909.553.000 €
+ Μακρ.δανεισμός (Long-term debt)	524.023.000 €
+ Βραχ.δανεισμός (Short-term debt)	120.748.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις (παρούσα αξία)	20.897.457 €
+ Αναβαλλόμενη Φορολογία	171.563.000 €
+ Έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	189.400 €
+ Απόσβεση υπεραξίας (Σωρευτική)	0 €
+ Προβλέψεις	15.512.000 €
- ακινητοποιήσεις υπό εκτέλεση	41.630.000 €
Invested Capital	1.720.855.857 €

Πίνακας 52: Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ (2014)

Επιπλέον, για την προσαρμογή των λειτουργικών μισθώσεων ελήφθησαν υπόψη τα στοιχεία που δίνονται από την ετήσια έκθεση του Ομίλου. Αξίζει επίσης να σημειωθεί, ότι η παρούσα αξία των λειτουργικών μισθώσεων υπολογίστηκε προεξοφλώντας τις λειτουργικές μισθώσεις με το κόστος δανεισμού του Ομίλου. Το κόστος δανεισμού υπολογίστηκε σε 5,99%, καθώς σύμφωνα με την ετήσια έκθεση του Ομίλου, τα πραγματικά σταθμισμένα μέσα επιτόκια δανεισμού την ημερομηνία του ισολογισμού είναι 5,99%. Επιπλέον, για τον υπολογισμό του WACC, ελήφθη υπόψη το μείγμα πωλήσεων του Ομίλου ανά περιοχή για το 2014, το οποίο παρουσιάζεται στον ακόλουθο πίνακα:

	Ευρώπη	Λοιπές	Ελλάδα	MRP σταθμ.	CoE σταθμ.
Σταθμά με βάση τις πωλήσεις ανά περιοχή	23,11%	48,74%	28,15%		
MRP	7,63%	10,07%	17,00%		
Σταθμισμένο MRP	1,76%	4,91%	4,79%	11,46%	
Rf	1,23%	1,23%	1,23%		15,75%

Πίνακας 53: Υπολογισμός cost of Equity Ομίλου ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ (2014)

Επιπλέον, λαμβάνοντας υπόψη τις ημερήσιες λογαριθμικές αποδόσεις τριετίας, το beta της μετοχής υπολογίστηκε σε 1,27 για το 2014 και το WACC του Ομίλου σε 10,42%. Αντικαθιστώντας τα αποτελέσματα των υπολογισμών στον τύπο για την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία, προκύπτει ότι το EVA για τον Όμιλο ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ για το έτος 2014 ανέρχεται σε -74.343.295 € γεγονός που υποδηλώνει ότι ο Όμιλος καταστρέφει αξία.

4.10. Η περίπτωση της ΕΥΔΑΠ

4.10.1. Υπολογισμός του EVA για το έτος 2005

Ακολουθώντας τη διαδικασία που περιγράφηκε αναλυτικά στις προηγούμενες ενότητες, υπολογίζουμε τα καθαρά κέρδη μετά από φόρους και το σύνολο των επενδεδυμένων κεφαλαίων της ΕΥΔΑΠ για το 2005. Οι σχετικοί υπολογισμοί παρουσιάζονται στους ακόλουθους πίνακες:

Υπολογισμός NORAT ΕΥΔΑΠ (2005)	
Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	19.984.000 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Προβλέψεων	8.699.000 €
+ Απόσβεση υπεραξίας	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Εξόδων Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
- Φοροαπαλλαγές από τόκους (Τόκοι Χρεωστικοί x Φορολογικός Συντελεστής)	1.964.267 €
+ Φόροι από μη λειτουργικά κέρδη	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Αναβαλλόμενης Φορολογίας	-164.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις x κόστος δανεισμού	0 €
NORAT	26.554.733 €

Πίνακας 54: Υπολογισμός NORAT ΕΥΔΑΠ (2005)

Όπως παρουσιάζεται στον ανωτέρω πίνακα, η ΕΥΔΑΠ παρουσίασε καθαρό λειτουργικό κέρδος μετά φόρων ύψους 26.554.733 € για το 2005. Οι υπολογισμοί για τα επενδεδυμένα κεφάλαια της επιχείρησης παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα:

Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων ΕΥΔΑΠ (2005)	
Ίδια Κεφάλαια (book value)	755.238.000 €
+ Μακρ.δανεισμός (Long-term debt)	17.500.000 €
+ Βραχ.δανεισμός (Short-term debt)	83.576.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις (παρούσα αξία)	0 €
+ Αναβαλλόμενη Φορολογία	2.147.000 €
+ Έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
+ Απόσβεση υπεραξίας (Σωρευτική)	0 €
+ Προβλέψεις	36.947.000 €
- ακινητοποιήσεις υπό εκτέλεση	105.092.000 €
Invested Capital	790.316.000 €

Πίνακας 55: Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων ΕΥΔΑΠ (2005)

Για τον υπολογισμό του WACC της ΕΥΔΑΠ ελήφθη υπόψη η απόδοση του δεκαετούς γερμανικού ομολόγου (risk free rate), καθώς και το beta της μετοχής της επιχείρησης που ανέρχεται σε 0,59 για το 2005. Στη συνέχεια υπολογίστηκε το κόστος των κοινών μετοχών που ανέρχεται σε 10,82%.

	Ελλάδα	MRP σταθμ.	CoE σταθμ.
Σταθμά με βάση τις πωλήσεις ανά περιοχή	100,00%		
MRP	5,70%		
Σταθμισμένο MRP	5,70%	5,70%	
Rf	3,38%		10,82%

Πίνακας 56: Υπολογισμός cost of Equity ΕΥΔΑΠ (2005)

Το κόστος δανεισμού υπολογίστηκε χρησιμοποιώντας τα στοιχεία που παρουσιάζονται στην ετήσια οικονομική έκθεση και ανέρχεται σε 2,94% ($\text{euribor} + 0,6\%$). Με βάση όλους τους ανωτέρω υπολογισμούς το WACC της επιχείρησης υπολογίστηκε σε 9,68%. Αντικαθιστώντας τα αποτελέσματα των ανωτέρω υπολογισμών στον τύπο: $\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{WACC} \times \text{IC}$, προκύπτει ότι το EVA για το 2005 ανέρχεται σε - 49.984.699 €, γεγονός που υποδηλώνει ότι η ΕΥΔΑΠ καταστρέφει αξία.

4.10.2. Υπολογισμός του EVA για το έτος 2014

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, για τον υπολογισμό του EVA απαιτείται ο υπολογισμός του καθαρού λειτουργικού κέρδους μετά φόρων και των επενδεδυμένων κεφαλαίων. Οι σχετικοί υπολογισμοί παρουσιάζονται στους παρακάτω πίνακες:

Υπολογισμός NOPAT ΕΥΔΑΠ (2014)	
Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	41.923.000 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Προβλέψεων	8.192.000 €
+ Απόσβεση υπεραξίας	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Εξόδων Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
- Φοροαπαλλαγές από τόκους (Τόκοι Χρεωστικοί x Φορολογικός Συντελεστής)	189.928 €
+ Φόροι από μη λειτουργικά κέρδη	3.919.858 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Αναβαλλόμενης Φορολογίας	-6.365.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις x κόστος δανεισμού	0 €
NOPAT	47.479.930 €

Πίνακας 57: Υπολογισμός NOPAT ΕΥΔΑΠ (2014)

Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων ΕΥΔΑΠ (2014)	
Ίδια Κεφάλαια (book value)	921.310.000 €
+ Μακρ.δανεισμός (Long-term debt)	0 €
+ Βραχ.δανεισμός (Short-term debt)	0 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις (παρούσα αξία)	0 €
+ Αναβαλλόμενη Φορολογία	87.228.000 €
+ Έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
+ Απόσβεση υπεραξίας (Σωρευτική)	0 €
+ Προβλέψεις	34.046.000 €
- ακινητοποιήσεις υπό εκτέλεση	13.069.000 €
Invested Capital	1.029.515.000 €

Πίνακας 58: Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων ΕΥΔΑΠ (2014)

Αξίζει σε αυτό το σημείο να σημειωθεί ότι η επιχείρηση παρουσιάζει μηδενικό δανεισμό και ως εκ τούτου δεν υφίσταται κόστος δανεισμού. Επιπλέον, το κόστος κοινών μετοχών για το 2014 παρουσιάζεται στον ακόλουθο πίνακα:

	Ελλάδα	MRP σταθμ.	CoE σταθμ.
Σταθμά με βάση τις πωλήσεις ανά περιοχή	100,00%		
MRP	17,00%		
Σταθμισμένο MRP	17,00%	17,00%	
Rf	1,23%		13,42%

Πίνακας 59: Υπολογισμός cost of Equity ΕΥΔΑΠ (2014)

Επιπλέον, λαμβάνοντας υπόψη τις ημερήσιες λογαριθμικές αποδόσεις τριετίας, το beta της μετοχής της επιχείρησης υπολογίστηκε σε 0,72 για το 2014 και το WACC της επιχείρησης σε 13,42%.

Αντικαθιστώντας τα αποτελέσματα των υπολογισμών στον τύπο για την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία, προκύπτει ότι το EVA για την ΕΥΔΑΠ για το έτος 2014 ανέρχεται σε -90.668.297 € γεγονός που υποδηλώνει ότι η ΕΥΔΑΠ καταστρέφει αξία.

4.11. Η περίπτωση του Ομίλου ΕΛΛΑΚΤΩΡ

4.11.1. Υπολογισμός του EVA για το έτος 2005

Ακολουθώντας τη διαδικασία που περιγράφηκε αναλυτικά στις προηγούμενες ενότητες, υπολογίζουμε τα καθαρά κέρδη μετά από φόρους και το σύνολο των επενδεδυμένων κεφαλαίων του Ομίλου ΕΛΛΑΚΤΩΡ για το 2005. Οι σχετικοί υπολογισμοί παρουσιάζονται στους ακόλουθους πίνακες:

Υπολογισμός NOPAT ΕΛΛΑΚΤΩΡ (2005)	
Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	73.277.000 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Προβλέψεων	200.000 €
+ Απόσβεση υπεραξίας	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Εξόδων Έρευνας και Ανάπτυξης	648.000 €
- Φοροαπαλλαγές από τόκους (Τόκοι Χρεωστικοί x Φορολογικός Συντελεστής)	1.370.309 €
+ Φόροι από μη λειτουργικά κέρδη	8.571.017 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Αναβαλλόμενης Φορολογίας	-411.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις x κόστος δανεισμού	0 €
NOPAT	80.914.707 €

Πίνακας 60: Υπολογισμός NOPAT ΕΛΛΑΚΤΩΡ (2005)

Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων ΕΛΛΑΚΤΩΡ (2005)	
Ίδια Κεφάλαια (book value)	689.467.000 €
+ Μακρ.δανεισμός (Long-term debt)	24.581.000 €
+ Βραχ.δανεισμός (Short-term debt)	162.508.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις (παρούσα αξία)	0 €
+ Αναβαλλόμενη Φορολογία	9.880.000 €
+ Έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	129.600 €
+ Απόσβεση υπεραξίας (Σωρευτική)	0 €
+ Προβλέψεις	18.965.000 €
- ακινητοποιήσεις υπό εκτέλεση	37.193.000 €
Invested Capital	868.337.600 €

Πίνακας 61: Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων ΕΛΛΑΚΤΩΡ (2005)

Για τον υπολογισμό του WACC του Ομίλου ΕΛΛΑΚΤΩΡ ελήφθη υπόψη η απόδοση του δεκαετούς γερμανικού ομολόγου (risk free rate), καθώς και το beta της μετοχής

της επιχείρησης που ανέρχεται σε 0,97 για το 2005. Στη συνέχεια υπολογίστηκε το κόστος των κοινών μετοχών που ανέρχεται σε 8,93%, όπως παρουσιάζεται και στον ακόλουθο πίνακα:

	Ελλάδα	MRP σταθμ.	CoE σταθμ.
Σταθμά με βάση τις πωλήσεις ανά περιοχή	100,00%		
MRP	5,70%	5,70%	
Σταθμισμένο MRP	5,70%		8,93%
Rf	3,38%		

Πίνακας 62: Υπολογισμός cost of Equity ΕΛΛΑΚΤΩΡ (2005)

Το κόστος δανεισμού υπολογίστηκε χρησιμοποιώντας τα επιτόκια δανεισμού του Ομίλου που αναφέρονται στην ετήσια οικονομική έκθεση και ανέρχεται σε 4,5%. Με βάση όλους τους ανωτέρω υπολογισμούς το WACC του Ομίλου για το 2005 υπολογίστηκε σε 7,40%. Αντικαθιστώντας τα αποτελέσματα των ανωτέρω υπολογισμών στο γνωστό τύπο: $EVA = NOPAT - WACC \times IC$, προκύπτει ότι το EVA για τον Όμιλο για το 2005 ανέρχεται σε 16.651.847 €, γεγονός που υποδηλώνει ότι ο Όμιλος ΕΛΛΑΚΤΩΡ δημιουργεί αξία για τους μετόχους του.

4.11.2. Υπολογισμός του EVA για το έτος 2014

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, για τον υπολογισμό του EVA απαιτείται ο υπολογισμός του καθαρού λειτουργικού κέρδους μετά φόρων και των επενδεδυμένων κεφαλαίων. Οι σχετικοί υπολογισμοί παρουσιάζονται στους παρακάτω πίνακες:

Υπολογισμός NOPAT ΕΛΛΑΚΤΩΡ (2014)	
Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	-33.275.000 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Προβλέψεων	-302.000 €
+ Απόσβεση υπεραξίας	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Εξόδων Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
- Φοροαπαλλαγές από τόκους (Τόκοι Χρεωστικοί x Φορολογικός Συντελεστής)	13.809.420 €
+ Φόροι από μη λειτουργικά κέρδη	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Αναβαλλόμενης Φορολογίας	-23.166.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις x κόστος δανεισμού	349.745 €
NOPAT	-70.202.674 €

Πίνακας 63: Υπολογισμός NOPAT ΕΛΛΑΚΤΩΡ (2014)

Για το έτος 2014, ο Όμιλος παρουσίασε καθαρές λειτουργικές ζημιές ύψους 70.202.549 €, ενώ τα συνολικά επενδεδυμένα κεφάλαια του Ομίλου ΕΛΛΑΚΤΩΡ ανήλθαν σε 2,5 δις ευρώ.

Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων ΕΛΛΑΚΤΩΡ (2014)	
Ίδια Κεφάλαια (book value)	881.308.000 €
+ Μακρ.δανεισμός (Long-term debt)	1.275.351.000 €
+ Βραχ.δανεισμός (Short-term debt)	275.316.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις (παρούσα αξία)	4.688.276 €
+ Αναβαλλόμενη Φορολογία	29.063.000 €
+ Έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
+ Απόσβεση υπεραξίας (Σωρευτική)	0 €
+ Προβλέψεις	166.619.000 €
- ακινητοποιήσεις υπό εκτέλεση	64.253.000 €
Invested Capital	2.568.092.276 €

Πίνακας 64: Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων ΕΛΛΑΚΤΩΡ (2014)

Επιπλέον, για τις προσαρμογές των λειτουργικών μισθώσεων ελήφθησαν υπόψη τα στοιχεία που δίνονται από την ετήσια έκθεση του Ομίλου και η παρούσα αξία των λειτουργικών μισθώσεων υπολογίστηκε προεξοφλώντας τις με το κόστος δανεισμού του Ομίλου. Το κόστος δανεισμού υπολογίστηκε σε 7,46%, λαμβάνοντας υπόψη αφενός μεν τα επιτόκια δανεισμού 5,05% και 5,99% που αναφέρονται στην ετήσια έκθεση του Ομίλου, αφετέρου το επιτόκιο που υπολογίστηκε για τα δάνεια κυμαινόμενου επιτοκίου με βάση το βασισμένο στο δείκτη κάλυψης τόκων εκτιμητή synthetic rating που προτείνει ο Damodaran. Επιπλέον, για τον υπολογισμό του WACC, ελήφθη υπόψη το μείγμα πωλήσεων του Ομίλου ανά περιοχή για το 2014, το οποίο παρουσιάζεται στον ακόλουθο πίνακα:

	Μέση Ανατολή	Λοιπές	Ελλάδα	MRP σταθμ.	CoE σταθμ.
Σταθμά με βάση τις πωλήσεις ανά περιοχή	14,31%	22,75%	62,94%		
MRP	8,13%	10,07%	17,00%		
Σταθμισμένο MRP	1,16%	2,29%	10,70%	14,15%	
Rf	1,23%	1,23%	1,23%		18,96%

Πίνακας 65: Υπολογισμός cost of Equity Ομίλου ΕΛΛΑΚΤΩΡ (2014)

Επισημαίνεται, ότι οι λοιπές χώρες αφορούν κυρίως χώρες της Ανατολικής Ευρώπης οπότε ελήφθη υπόψη το Risk premium που αναφέρει η ιστοσελίδα του Damodaran για αυτές τις χώρες. Επιπλέον, λαμβάνοντας υπόψη τις ημερήσιες λογαριθμικές αποδόσεις τριετίας, το beta της μετοχής υπολογίστηκε σε 1,25 για το 2014 και το WACC του Ομίλου σε 9,58%.

Αντικαθιστώντας τα αποτελέσματα των υπολογισμών στον τύπο για την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία, προκύπτει ότι το EVA για τον Όμιλο ΕΛΛΑΚΤΩΡ για το έτος 2014 ανέρχεται σε -309.508.908 €, γεγονός που υποδηλώνει ότι ο Όμιλος καταστρέφει αξία.

4.12. Η περίπτωση του Ομίλου ΤΕΡΝΑ

4.12.1. Υπολογισμός του EVA για το έτος 2005

Ακολουθώντας τη διαδικασία που περιγράφηκε αναλυτικά στις προηγούμενες ενότητες, υπολογίζουμε τα καθαρά κέρδη μετά από φόρους και το σύνολο των επενδεδυμένων κεφαλαίων του Ομίλου ΤΕΡΝΑ για το 2005. Για το έτος 2005, ο Όμιλος παρουσίασε καθαρό λειτουργικό κέρδος μετά φόρων ύψους 80.914.707 €, ενώ τα συνολικά επενδεδυμένα κεφάλαια του Ομίλου ανήλθαν σε 868.337.600 €. Οι σχετικοί υπολογισμοί παρουσιάζονται στους παρακάτω πίνακες:

Υπολογισμός NOPAT ΤΕΡΝΑ (2005)	
Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	73.277.000 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Προβλέψεων	200.000 €
+ Απόσβεση υπεραξίας	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Εξόδων Έρευνας και Ανάπτυξης	648.000 €
- Φοροαπαλλαγές από τόκους (Τόκοι Χρεωστικοί x Φορολογικός Συντελεστής)	1.370.309 €
+ Φόροι από μη λειτουργικά κέρδη	8.571.017 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Αναβαλλόμενης Φορολογίας	-411.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις x κόστος δανεισμού	0 €
NOPAT	80.914.707 €

Πίνακας 66: Υπολογισμός NOPAT ΤΕΡΝΑ (2005)

Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων ΤΕΡΝΑ (2005)	
Ίδια Κεφάλαια (book value)	689.467.000 €
+ Μακρ.δανεισμός (Long-term debt)	24.581.000 €
+ Βραχ.δανεισμός (Short-term debt)	162.508.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις (παρούσα αξία)	0 €
+ Αναβαλλόμενη Φορολογία	9.880.000 €
+ Έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	129.600 €
+ Απόσβεση υπεραξίας (Σωρευτική)	0 €
+ Προβλέψεις	18.965.000 €
- ακινητοποιήσεις υπό εκτέλεση	37.193.000 €
Invested Capital	868.337.600 €

Πίνακας 67: Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων ΤΕΡΝΑ (2005)

Για τον υπολογισμό του WACC του Ομίλου ΤΕΡΝΑ ελήφθη υπόψη η απόδοση του δεκαετούς γερμανικού ομολόγου (risk free rate), καθώς και το beta της μετοχής της επιχείρησης που ανέρχεται σε 1,29 για το 2005. Επιπλέον, το κόστος δανεισμού υπολογίστηκε σε 4,65%, λαμβάνοντας υπόψη τα επιτόκια δανεισμού 4% για το βραχυπρόθεσμο δανεισμό και 5,335% για το μακροπρόθεσμο δανεισμό που αναφέρονται στην ετήσια έκθεση του Ομίλου. Στη συνέχεια υπολογίστηκε το κόστος των κοινών μετοχών που ανέρχεται σε 10,70%, όπως παρουσιάζεται και στον ακόλουθο πίνακα:

	Ελλάδα	MRP σταθμ.	CoE σταθμ.
Σταθμά με βάση τις πωλήσεις ανά περιοχή	100,00%		
MRP	5,70%	5,70%	
Σταθμισμένο MRP	5,70%		10,70%
Rf	3,38%		

Πίνακας 68: Υπολογισμός cost of Equity ΤΕΡΝΑ (2005)

Με βάση όλους τους ανωτέρω υπολογισμούς το WACC του Ομίλου για το 2005 υπολογίστηκε σε 8,00%. Αντικαθιστώντας τα αποτελέσματα των ανωτέρω υπολογισμών στο γνωστό τύπο: $EVA = NOPAT - WACC \times IC$, προκύπτει ότι το EVA για τον Όμιλο για το 2005 ανέρχεται σε -8.306.416 €, γεγονός που υποδηλώνει ότι ο Όμιλος ΤΕΡΝΑ δε δημιουργεί αξία για τους μετόχους του.

4.12.2. Υπολογισμός του EVA για το έτος 2014

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, για τον υπολογισμό του EVA απαιτείται ο υπολογισμός του καθαρού λειτουργικού κέρδους μετά φόρων και των επενδεδυμένων κεφαλαίων.

Υπολογισμός NOPAT ΤΕΡΝΑ (2014)	
Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	-48.029.000 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Προβλέψεων	12.200.000 €
+ Απόσβεση υπεραξίας	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Εξόδων Έρευνας και Ανάπτυξης	49.000 €
- Φοροαπαλλαγές από τόκους (Τόκοι Χρεωστικοί x Φορολογικός Συντελεστής)	1.320.423 €
+ Φόροι από μη λειτουργικά κέρδη	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Αναβαλλόμενης Φορολογίας	-26.469.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις x κόστος δανεισμού	0 €
NOPAT	- 63.569.423 €

Πίνακας 69: Υπολογισμός NOPAT ΤΕΡΝΑ (2014)

Όπως παρουσιάζεται στον ανωτέρω πίνακα, ο Όμιλος παρουσίασε καθαρές λειτουργικές ζημιές μετά φόρων ύψους 63,5 εκατ.€ για το 2014. Οι υπολογισμοί για τα επενδεδυμένα κεφάλαια της επιχείρησης παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα:

Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων ΤΕΡΝΑ (2014)	
Ίδια Κεφάλαια (book value)	63.160.000 €
+ Μακρ.δανεισμός (Long-term debt)	84.736.000 €
+ Βραχ.δανεισμός (Short-term debt)	112.004.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις (παρούσα αξία)	0 €
+ Αναβαλλόμενη Φορολογία	3.364.000 €
+ Έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	29.600 €
+ Απόσβεση υπεραξίας (Σωρευτική)	0 €
+ Προβλέψεις	15.081.000 €
- ακινητοποιήσεις υπό εκτέλεση	12.358.000 €
Invested Capital	266.016.600 €

Πίνακας 70: Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων ΤΕΡΝΑ (2014)

Για τον υπολογισμό του WACC του Ομίλου ΤΕΡΝΑ ελήφθη υπόψη η απόδοση του δεκαετούς γερμανικού ομολόγου (risk free rate), καθώς και το beta της μετοχής της

επιχείρησης που ανέρχεται σε 1,37 για το 2014. Επιπλέον, για τον υπολογισμό του κόστους κοινών μετοχών ελήφθη υπόψη το μείγμα πωλήσεων του Ομίλου ανά περιοχή για το 2014, το οποίο παρουσιάζεται στον ακόλουθο πίνακα:

	Μέση Ανατολή	Ανατ. Ευρώπη	Ελλάδα	MRP σταθμ.	CoE σταθμ.
Σταθμά με βάση τις πωλήσεις ανά περιοχή	12,80%	10,11%	77,09%		
MRP	8,13%	10,07%	17,00%		
Σταθμισμένο MRP	1,04%	1,02%	13,11%	15,16%	
Rf	1,23%	1,23%	1,23%		22,01%

Πίνακας 71: Υπολογισμός cost of Equity Ομίλου ΤΕΡΝΑ (2014)

Επιπρόσθετα, σύμφωνα με τα όσα αναφέρονται στην ετήσια έκθεση του Ομίλου, ο μακροπρόθεσμος δανεισμός του Ομίλου είναι σε Ευρώ κατά το 99,2% του συνόλου και σε USD κατά 0,8% και αντιπροσωπεύει 43% του συνολικού δανεισμού του Ομίλου με μέσο πραγματικό επιτόκιο 6,37% για τον δανεισμό σε ευρώ και 3,38% για τον δανεισμό σε USD. Επίσης, οι χρηματοδοτικές μισθώσεις αντιπροσωπεύουν το 17,4% του συνολικού δανεισμού του Ομίλου με μέσο πραγματικό επιτόκιο του Ομίλου 4,1%.

Τέλος, για τον υπολογισμό του κόστους δανεισμού των υπόλοιπων δανείων χρησιμοποιήθηκε το βασισμένο στο δείκτη κάλυψης τόκων εκτιμητή rating που προτείνει ο Damodaran. Με βάση τα ανωτέρω το κόστος δανεισμού ανήλθε σε 8,69% και λαμβάνοντας υπόψη επίσης, το beta της μετοχής που υπολογίστηκε σε 1,37, το WACC του Ομίλου υπολογίστηκε σε 15,99%. Αντικαθιστώντας τα αποτελέσματα των ανωτέρω υπολογισμών στο γνωστό τύπο: $EVA = NOPAT - WACC \times IC$, προκύπτει ότι το EVA για τον Όμιλο για το 2014 ανέρχεται σε -106.093.417 €, γεγονός που υποδηλώνει ότι ο Όμιλος ΤΕΡΝΑ καταστρέφει αξία.

4.13. Η περίπτωση του Ομίλου LAMDA Development

4.13.1. Υπολογισμός του EVA για το έτος 2005

Ακολουθώντας τη διαδικασία που περιγράφηκε αναλυτικά στις προηγούμενες ενότητες, υπολογίζουμε τα καθαρά κέρδη μετά από φόρους και το σύνολο των

επενδεδυμένων κεφαλαίων του Ομίλου LAMDA Development για το 2005. Για το έτος 2005, ο Όμιλος παρουσίασε καθαρό λειτουργικό κέρδος μετά φόρων ύψους 132.966.012 €, ενώ τα συνολικά επενδεδυμένα κεφάλαια του Ομίλου ανήλθαν σε 769.756.297 €. Οι σχετικοί υπολογισμοί παρουσιάζονται στους παρακάτω πίνακες:

Υπολογισμός NOPAT LAMDA Development (2005)	
Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	88.033.883 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Προβλέψεων	367.173 €
+ Απόσβεση υπεραξίας	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Εξόδων Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
- Φοροαπαλλαγές από τόκους (Τόκοι Χρεωστικοί x Φορολογικός Συντελεστής)	2.271.548 €
+ Φόροι από μη λειτουργικά κέρδη	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Αναβαλλόμενης Φορολογίας	41.742.914 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις x κόστος δανεισμού	5.093.590 €
NOPAT	132.966.012 €

Πίνακας 72: Υπολογισμός NOPAT LAMDA Development (2005)

Επιπλέον, για την προσαρμογή των λειτουργικών μισθώσεων ελήφθησαν υπόψη τα στοιχεία που δίνονται από την ετήσια έκθεση του Ομίλου και η παρούσα αξία των λειτουργικών μισθώσεων υπολογίστηκε προεξοφλώντας τις με το κόστος δανεισμού του Ομίλου. Το κόστος δανεισμού υπολογίστηκε σε 4,82% χρησιμοποιώντας τα επιτόκια δανεισμού που παρουσιάζονται στην ετήσια έκθεση του Ομίλου.

Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων LAMDA Development (2005)	
Ίδια Κεφάλαια (book value)	263.446.958 €
+ Μακρ.δανεισμός (Long-term debt)	125.673.929 €
+ Βραχ.δανεισμός (Short-term debt)	237.047.926 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις (παρούσα αξία)	105.567.545 €
+ Αναβαλλόμενη Φορολογία	44.992.104 €
+ Έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
+ Απόσβεση υπεραξίας (Σωρευτική)	0 €
+ Προβλέψεις	367.173 €
- ακινητοποιήσεις υπό εκτέλεση	7.339.338 €
Invested Capital	769.756.297 €

Πίνακας 73: Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων LAMDA Development (2005)

Για τον υπολογισμό του WACC του Ομίλου LAMDA Development ελήφθη υπόψη το risk free rate, καθώς και το beta της μετοχής της επιχείρησης που ανέρχεται σε 0,70 για το 2005. Επιπλέον, το κόστος δανεισμού υπολογίστηκε σε 4,82%, λαμβάνοντας υπόψη τα επιτόκια δανεισμού 4,87% για το βραχυπρόθεσμο δανεισμό και 4,74% για το μακροπρόθεσμο, τα οποία αναφέρονται στην ετήσια έκθεση του Ομίλου. Στη συνέχεια υπολογίστηκε το κόστος των κοινών μετοχών που ανέρχεται σε 7,40%:

	Ελλάδα	MRP σταθμ.	CoE σταθμ.
Σταθμά με βάση τις πωλήσεις ανά περιοχή	100,00%		
MRP	5,70%	5,70%	
Σταθμισμένο MRP	5,70%		7,40%
Rf	3,38%		

Πίνακας 74: Υπολογισμός cost of Equity LAMDA Development (2005)

Με βάση όλους τους ανωτέρω υπολογισμούς το WACC του Ομίλου για το 2005 υπολογίστηκε σε 4,64%. Αντικαθιστώντας τα αποτελέσματα των ανωτέρω υπολογισμών στον τύπο: $EVA = NOPAT - WACC \times IC$, προκύπτει ότι το EVA για τον Όμιλο για το 2005 ανέρχεται σε 97.230.400 €, γεγονός που υποδηλώνει ότι ο Όμιλος LAMDA Development δημιουργεί αξία για τους μετόχους του.

4.13.2. Υπολογισμός του EVA για το έτος 2014

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, για τον υπολογισμό του EVA απαιτείται ο υπολογισμός του καθαρού λειτουργικού κέρδους μετά φόρων και των επενδεδυμένων κεφαλαίων.

Υπολογισμός NOPAT LAMDA Development (2014)	
Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	-23.501.000 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Προβλέψεων	211.000 €
+ Απόσβεση υπεραξίας	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Εξόδων Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
- Φοροαπαλλαγές από τόκους (Τόκοι Χρεωστικοί x Φορολογικός Συντελεστής)	377.351 €
+ Φόροι από μη λειτουργικά κέρδη	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Αναβαλλόμενης Φορολογίας	1.388.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις x κόστος δανεισμού	2.026.763 €
NOPAT	-20.252.588 €

Πίνακας 75: Υπολογισμός NOPAT LAMDA Development (2014)

Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων LAMDA Development (2014)	
Ίδια Κεφάλαια (book value)	387.652.000 €
+ Μακρ.δανεισμός (Long-term debt)	225.319.000 €
+ Βραχ.δανεισμός (Short-term debt)	113.157.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις (παρούσα αξία)	54.925.821 €
+ Αναβαλλόμενη Φορολογία	25.250.000 €
+ Έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
+ Απόσβεση υπεραξίας (Σωρευτική)	0 €
+ Προβλέψεις	646.000 €
- ακινητοποιήσεις υπό εκτέλεση	643.000 €
Invested Capital	806.306.821 €

Πίνακας 76: Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων LAMDA Development (2014)

Επιπλέον, για τις προσαρμογές των λειτουργικών μισθώσεων ελήφθησαν υπόψη τα στοιχεία που δίνονται από την ετήσια έκθεση του Ομίλου, καθώς και το κόστος δανεισμού του Ομίλου το 2014 το οποίο ανήλθε σε 3,69%. Για τον υπολογισμό του WACC του Ομίλου LAMDA Development ελήφθη υπόψη επίσης η απόδοση του δεκαετούς γερμανικού ομολόγου (risk free rate), καθώς και το beta της μετοχής της επιχείρησης που ανέρχεται σε 0,35 για το 2014. Επιπλέον, για τον υπολογισμό του κόστους κοινών μετοχών ελήφθη υπόψη το μείγμα πωλήσεων του Ομίλου ανά περιοχή για το 2014, το οποίο παρουσιάζεται στον ακόλουθο πίνακα:

	Ελλάδα	MRP σταθμ.	CoE σταθμ.
Σταθμά με βάση τις πωλήσεις ανά περιοχή	100,00%		
MRP	17,00%	17,00%	
Σταθμισμένο MRP	17,00%		7,34%
Rf	1,23%		

Πίνακας 77: Υπολογισμός cost of Equity Ομίλου LAMDA Development (2014)

Με βάση τα ανωτέρω και το beta της μετοχής, το WACC του Ομίλου υπολογίστηκε σε 4,89%. Αντικαθιστώντας τα αποτελέσματα των ανωτέρω υπολογισμών στο γνωστό τύπο: **EVA = NOPAT – WACC x IC**, προκύπτει ότι το EVA για τον Όμιλο για το 2014 ανέρχεται σε -59.653.578 €, γεγονός που υποδηλώνει ότι ο Όμιλος LAMDA Development καταστρέφει αξία.

4.14. Η περίπτωση του Ομίλου ΜΕΤΚΑ

4.14.1. Υπολογισμός του EVA για το έτος 2005

Ακολουθώντας τη διαδικασία που περιγράφηκε αναλυτικά στις προηγούμενες ενότητες, υπολογίζουμε τα καθαρά κέρδη μετά από φόρους και το σύνολο των επενδεδυμένων κεφαλαίων του Ομίλου ΜΕΤΚΑ για το 2005. Οι σχετικοί υπολογισμοί παρουσιάζονται στους παρακάτω πίνακες:

Υπολογισμός NOPAT ΜΕΤΚΑ (2005)	
Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	38.706.038 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Προβλέψεων	134.231 €
+ Απόσβεση υπεραξίας	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Εξόδων Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
- Φοροαπαλλαγές από τόκους (Τόκοι Χρεωστικοί x Φορολογικός Συντελεστής)	207.497 €
+ Φόροι από μη λειτουργικά κέρδη	1.082.533 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Αναβαλλόμενης Φορολογίας	-2.485.182 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις x κόστος δανεισμού	0 €
NOPAT	37.230.123 €

Πίνακας 78: Υπολογισμός NOPAT ΜΕΤΚΑ (2005)

Όπως παρουσιάστηκε παραπάνω, για το έτος 2005 ο Όμιλος παρουσίασε καθαρό λειτουργικό κέρδος μετά φόρων ύψους 37.230.123 €. Οι υπολογισμοί για τα επενδεδυμένα κεφάλαια του Ομίλου παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα:

Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων ΜΕΤΚΑ (2005)	
Ίδια Κεφάλαια (book value)	86.001.685 €
+ Μακρ.δανεισμός (Long-term debt)	0 €
+ Βραχ.δανεισμός (Short-term debt)	769.522 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις (παρούσα αξία)	0 €
+ Αναβαλλόμενη Φορολογία	13.889.089 €
+ Έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
+ Απόσβεση υπεραξίας (Σωρευτική)	0 €
+ Προβλέψεις	184.841 €
- ακινητοποιήσεις υπό εκτέλεση	99.661 €
Invested Capital	100.745.476 €

Πίνακας 79: Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων ΜΕΤΚΑ (2005)

Για τον υπολογισμό του WACC του Ομίλου ΜΕΤΚΑ ελήφθη υπόψη το risk free rate, καθώς και το beta της μετοχής της επιχείρησης που ανέρχεται σε 1,51 για το 2005. Επιπλέον, το κόστος δανεισμού υπολογίστηκε σε 4,54%, λαμβάνοντας υπόψη όσα αναφέρονται στην ετήσια έκθεση του Ομίλου. Στη συνέχεια υπολογίστηκε το κόστος των κοινών μετοχών που ανέρχεται σε 12,01%:

	Ελλάδα	MRP σταθμ.	CoE σταθμ.
Σταθμά με βάση τις πωλήσεις ανά περιοχή	100,00%		
MRP	5,70%	5,70%	
Σταθμισμένο MRP	5,70%		12,01%
Rf	3,38%		

Πίνακας 80: Υπολογισμός cost of Equity ΜΕΤΚΑ (2005)

Με βάση όλους τους ανωτέρω υπολογισμούς το WACC του Ομίλου για το 2005 υπολογίστηκε σε 11,99%. Αντικαθιστώντας τα αποτελέσματα των ανωτέρω υπολογισμών στον τύπο: $EVA = NOPAT - WACC \times IC$, προκύπτει ότι το EVA για τον Όμιλο για το 2005 ανέρχεται σε 25.146.128 €, γεγονός που υποδηλώνει ότι ο Όμιλος ΜΕΤΚΑ δημιουργεί αξία για τους μετόχους του.

4.14.2. Υπολογισμός του EVA για το έτος 2014

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, για τον υπολογισμό του EVA απαιτείται ο υπολογισμός του καθαρού λειτουργικού κέρδους μετά φόρων και των επενδεδυμένων κεφαλαίων.

Υπολογισμός NOPAT ΜΕΤΚΑ (2014)	
Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	90.319.000 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Προβλέψεων	-120.000 €
+ Απόσβεση υπεραξίας	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Εξόδων Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
- Φοροαπαλλαγές από τόκους (Τόκοι Χρεωστικοί x Φορολογικός Συντελεστής)	46.035 €
+ Φόροι από μη λειτουργικά κέρδη	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Αναβαλλόμενης Φορολογίας	-17.396.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις x κόστος δανεισμού	0 €
NOPAT	72.756.965 €

Πίνακας 81: Υπολογισμός NOPAT ΜΕΤΚΑ (2014)

Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων ΜΕΤΚΑ (2014)	
Ίδια Κεφάλαια (book value)	507.554.000 €
+ Μακρ.δανεισμός (Long-term debt)	2.090.000 €
+ Βραχ.δανεισμός (Short-term debt)	2.350.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις (παρούσα αξία)	0 €
+ Αναβαλλόμενη Φορολογία	18.928.000 €
+ Έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
+ Απόσβεση υπεραξίας (Σωρευτική)	0 €
+ Προβλέψεις	890.000 €
- ακινητοποιήσεις υπό εκτέλεση	111.000 €
Invested Capital	531.701.000 €

Πίνακας 82: Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων ΜΕΤΚΑ (2014)

Επιπλέον, λαμβάνοντας υπόψη τα στοιχεία που δίνονται από την ετήσια έκθεση του Ομίλου, το κόστος δανεισμού του Ομίλου το 2014 ανήλθε σε 7,44%. Για τον υπολογισμό του WACC του Ομίλου ΜΕΤΚΑ ελήφθη υπόψη επίσης η απόδοση του δεκαετούς γερμανικού ομολόγου (risk free rate), καθώς και το beta της μετοχής της επιχείρησης που ανέρχεται σε 0,76 για το 2014. Επιπλέον, για τον προσδιορισμό του κόστους κοινών μετοχών ελήφθη υπόψη το μείγμα πωλήσεων του Ομίλου ανά περιοχή για το 2014, το οποίο παρουσιάζεται στον ακόλουθο πίνακα:

	Αλγερία	Συρία	Ιράκ	Ιορδανία	Ελλάδα	MRP σταθμ.	CoE σταθμ.
Σταθμά με βάση τις πωλήσεις ανά περιοχή	32%	28%	18%	15%	8%		
MRP	8,94%	23,7%	11,3%	12,50%	17,00%	14,64%	
Σταθμισμένο MRP	2,83%	6,6%	2,0%	1,90%	1,28%		12,40%
Rf	1,23%	1,23%	1,23%	1,23%	1,23%		

Πίνακας 83: Υπολογισμός cost of Equity Ομίλου ΜΕΤΚΑ (2014)

Με βάση τα ανωτέρω και το beta της μετοχής, το WACC του Ομίλου υπολογίστηκε σε 12,35%. Αντικαθιστώντας τα αποτελέσματα των ανωτέρω υπολογισμών στον τύπο: $EVA = NOPAT - WACC \times IC$, προκύπτει ότι το EVA για τον Όμιλο για το 2014 ανέρχεται σε 7.072.783 €, γεγονός που υποδηλώνει ότι ο Όμιλος ΜΕΤΚΑ δημιουργεί αξία στους μετόχους του.

4.15. Η περίπτωση του ΟΛΠ

4.15.1. Υπολογισμός του EVA για το έτος 2005

Ακολουθώντας τη διαδικασία που περιγράφηκε αναλυτικά στις προηγούμενες ενότητες, υπολογίζουμε τα καθαρά κέρδη μετά από φόρους για το 2005. Οι σχετικοί υπολογισμοί παρουσιάζονται στους παρακάτω πίνακες:

Υπολογισμός NOPAT ΟΛΠ (2005)	
Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	11.320.098 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Προβλέψεων	0 €
+ Απόσβεση υπεραξίας	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Εξόδων Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
- Φοροαπαλλαγές από τόκους (Τόκοι Χρεωστικοί x Φορολογικός Συντελεστής)	273.558 €
+ Φόροι από μη λειτουργικά κέρδη	2.724.198 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Αναβαλλόμενης Φορολογίας	-1.442.824 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις x κόστος δανεισμού	0 €
NOPAT	12.327.914 €

Πίνακας 84: Υπολογισμός NOPAT ΟΛΠ (2005)

Όπως παρουσιάστηκε παραπάνω, για το έτος 2005 ο ΟΛΠ παρουσίασε καθαρό λειτουργικό κέρδος μετά φόρων ύψους 12.327.914 €. Οι υπολογισμοί για τα επενδεδυμένα κεφάλαια του ΟΛΠ παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα:

Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων ΟΛΠ (2005)	
Ίδια Κεφάλαια (book value)	152.025.795 €
+ Μακρ.δανεισμός (Long-term debt)	11.696.552 €
+ Βραχ.δανεισμός (Short-term debt)	2.924.138 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις (παρούσα αξία)	0 €
+ Αναβαλλόμενη Φορολογία	1.132.209 €
+ Έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
+ Απόσβεση υπεραξίας (Σωρευτική)	0 €
+ Προβλέψεις	19.320.961 €
- ακινητοποιήσεις υπό εκτέλεση	16.392.525 €
Invested Capital	170.707.128 €

Πίνακας 85: Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων ΟΛΠ (2005)

Για τον υπολογισμό του WACC της επιχείρησης ελήφθη υπόψη η απόδοση του γερμανικού δεκαετούς ομολόγου (risk free rate), καθώς και το beta της μετοχής της επιχείρησης που ανέρχεται σε 0,76 για το 2005. Επιπλέον, το κόστος δανεισμού υπολογίστηκε σε 3,84% (Euribor +1,5%), λαμβάνοντας υπόψη όσα αναφέρονται στην ετήσια έκθεση του ΟΛΠ. Στη συνέχεια υπολογίστηκε το κόστος των κοινών μετοχών που ανέρχεται σε 7,75%:

	Ελλάδα	MRP σταθμ.	CoE σταθμ.
Σταθμά με βάση τις πωλήσεις ανά περιοχή	100,00%		
MRP	5,70%	5,70%	
Σταθμισμένο MRP	5,70%		7,75%
Rf	3,38%		

Πίνακας 86: Υπολογισμός cost of Equity ΟΛΠ (2005)

Με βάση όλους τους ανωτέρω υπολογισμούς το WACC του ΟΛΠ για το 2005 υπολογίστηκε σε 7,53%. Αντικαθιστώντας τα αποτελέσματα των ανωτέρω υπολογισμών στον τύπο: $EVA = NOPAT - WACC \times IC$, προκύπτει ότι το EVA για τον ΟΛΠ για το 2005 ανέρχεται σε -532.395 €, γεγονός που υποδηλώνει ότι ο ΟΛΠ δε δημιουργεί αξία για τους μετόχους του.

4.15.2. Υπολογισμός του EVA για το έτος 2014

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, για τον υπολογισμό του EVA απαιτείται ο υπολογισμός του καθαρού λειτουργικού κέρδους μετά φόρων και των επενδεδυμένων κεφαλαίων.

Υπολογισμός NOPAT ΟΛΠ (2014)	
Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	6.763.883 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Προβλέψεων	1.149.987 €
+ Απόσβεση υπεραξίας	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Εξόδων Έρευνας και Ανάπτυξης	-68.453 €
- Φοροαπαλλαγές από τόκους (Τόκοι Χρεωστικοί x Φορολογικός Συντελεστής)	200.529 €
+ Φόροι από μη λειτουργικά κέρδη	1.894.048 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Αναβαλλόμενης Φορολογίας	-723.285 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις x κόστος δανεισμού	0 €
NOPAT	8.815.651 €

Πίνακας 87: Υπολογισμός NOPAT ΟΛΠ (2014)

Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων ΟΛΠ (2014)	
Ίδια Κεφάλαια (book value)	168.585.628 €
+ Μακρ.δανεισμός (Long-term debt)	80.500.000 €
+ Βραχ.δανεισμός (Short-term debt)	6.000.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις (παρούσα αξία)	0 €
+ Αναβαλλόμενη Φορολογία	-981.488 €
+ Έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	14.397 €
+ Απόσβεση υπεραξίας (Σωρευτική)	0 €
+ Προβλέψεις	37.962.247 €
- ακινητοποιήσεις υπό εκτέλεση	2.407.373 €
Invested Capital	289.673.411 €

Πίνακας 88: Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων ΟΛΠ (2014)

Στη συνέχεια υπολογίστηκε για το κόστος δανεισμού (cost of debt) χρησιμοποιώντας το βασισμένο στο δείκτη κάλυψης τόκων εκτιμητή rating που προτείνει ο Damodaran, το οποίο ανέρχεται σε 1,93%. Για τον υπολογισμό του WACC του ΟΛΠ ελήφθη υπόψη επίσης η απόδοση του δεκαετούς γερμανικού ομολόγου (risk free rate), καθώς και το beta της μετοχής της επιχείρησης που ανέρχεται σε 0,61 για το 2014. Επιπλέον, για τον υπολογισμό του κόστους κοινών μετοχών ελήφθη υπόψη το μείγμα πωλήσεων του ΟΛΠ ανά περιοχή για το 2014, το οποίο παρουσιάζεται στον ακόλουθο πίνακα:

	Ελλάδα	MRP σταθμ.	CoE σταθμ.
Σταθμά με βάση τις πωλήσεις ανά περιοχή	100,00%		
MRP	17,00%	17,00%	
Σταθμισμένο MRP	17,00%		11,72%
Rf	1,23%		

Πίνακας 89: Υπολογισμός cost of Equity Ομίλου ΟΛΠ (2014)

Με βάση τα ανωτέρω, το WACC της επιχείρησης υπολογίστηκε σε 9,95% για το έτος 2014. Αντικαθιστώντας τα αποτελέσματα των ανωτέρω υπολογισμών στο γνωστό τύπο: $EVA = NOPAT - WACC \times IC$, προκύπτει ότι το EVA για τον ΟΛΠ για το 2014 ανέρχεται σε -20.018.757 €, γεγονός που υποδηλώνει ότι ο ΟΛΠ καταστρέφει αξία.

4.16. Η περίπτωση της ΔΕΗ

4.16.1. Υπολογισμός του EVA για το έτος 2005

Ακολουθώντας τη διαδικασία που περιγράφηκε αναλυτικά στις προηγούμενες ενότητες, υπολογίζουμε τα καθαρά κέρδη μετά από φόρους για το 2005, το οποίο ανήλθαν σε 275.171.803 €. Οι σχετικοί υπολογισμοί παρουσιάζονται στους παρακάτω πίνακες:

Υπολογισμός NOPAT ΔΕΗ (2005)	
Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	135.716.000 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Προβλέψεων	-9.662.000 €
+ Απόσβεση υπεραξίας	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Εξόδων Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
- Φοροαπαλλαγές από τόκους (Τόκοι Χρεωστικοί x Φορολογικός Συντελεστής)	45.707.197 €
+ Φόροι από μη λειτουργικά κέρδη	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Αναβαλλόμενης Φορολογίας	194.825.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις x κόστος δανεισμού	0 €
NOPAT	275.171.803 €

Πίνακας 90: Υπολογισμός NOPAT ΔΕΗ (2005)

Οι υπολογισμοί για τα επενδεδυμένα κεφάλαια της ΔΕΗ παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα:

Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων ΔΕΗ (2005)	
Ίδια Κεφάλαια (book value)	5.208.781.000 €
+ Μακρ.δανεισμός (Long-term debt)	3.197.083.000 €
+ Βραχ.δανεισμός (Short-term debt)	143.900.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις (παρούσα αξία)	0 €
+ Αναβαλλόμενη Φορολογία	285.115.000 €
+ Έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
+ Απόσβεση υπεραξίας (Σωρευτική)	0 €
+ Προβλέψεις	206.734.000 €
- ακινητοποιήσεις υπό εκτέλεση	967.048.000 €
Invested Capital	8.074.565.000 €

Πίνακας 91: Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων ΔΕΗ (2005)

Για τον υπολογισμό του WACC της επιχείρησης ελήφθη υπόψη η απόδοση του γερμανικού δεκαετούς ομολόγου (risk free rate), καθώς και το beta της μετοχής της επιχείρησης που ανέρχεται σε 0,62 για το 2005. Το κόστος δανεισμού υπολογίστηκε χρησιμοποιώντας το βασισμένο στο δείκτη κάλυψης τόκων εκτιμητή (synthetic rating) που προτείνει ο Damodaran και ανέρχεται σε 14,68%. Στη συνέχεια υπολογίστηκε το κόστος των κοινών μετοχών που ανέρχεται σε 6,95%:

	Ελλάδα	MRP σταθμ.	CoE σταθμ.
Σταθμά με βάση τις πωλήσεις ανά περιοχή	100,00%		
MRP	5,70%	5,70%	
Σταθμισμένο MRP	5,70%		6,95%
Rf	3,38%		

Πίνακας 92: Υπολογισμός cost of Equity ΔΕΗ (2005)

Με βάση όλους τους ανωτέρω υπολογισμούς το WACC της ΔΕΗ για το 2005 υπολογίστηκε σε 8,20%. Αντικαθιστώντας τα αποτελέσματα των ανωτέρω υπολογισμών στον τύπο: $EVA = NOPAT - WACC \times IC$, προκύπτει ότι το EVA για τη ΔΕΗ για το 2005 ανέρχεται σε -387.254.485 €, γεγονός που υποδηλώνει ότι η ΔΕΗ καταστρέφει αξία.

4.16.2. Υπολογισμός του EVA για το έτος 2014

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, για τον υπολογισμό του EVA απαιτείται ο υπολογισμός του καθαρού λειτουργικού κέρδους μετά φόρων και των επενδεδυμένων κεφαλαίων.

Υπολογισμός NOPAT ΔΕΗ (2014)	
Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	91.320.000 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Προβλέψεων	4.827.000 €
+ Απόσβεση υπεραξίας	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Εξόδων Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
- Φοροαπαλλαγές από τόκους (Τόκοι Χρεωστικοί x Φορολογικός Συντελεστής)	81.076.748 €
+ Φόροι από μη λειτουργικά κέρδη	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Αναβαλλόμενης Φορολογίας	275.284.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις x κόστος δανεισμού	0 €
NOPAT	290.354.252 €

Πίνακας 93: Υπολογισμός NOPAT ΔΕΗ (2014)

Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων ΔΕΗ (2014)	
Ίδια Κεφάλαια (book value)	6.134.659.000 €
+ Μακρ.δανεισμός (Long-term debt)	4.851.491.000 €
+ Βραχ.δανεισμός (Short-term debt)	678.544.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις (παρούσα αξία)	0 €
+ Αναβαλλόμενη Φορολογία	794.739.000 €
+ Έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
+ Απόσβεση υπεραξίας (Σωρευτική)	0 €
+ Προβλέψεις	230.394.000 €
- ακινητοποιήσεις υπό εκτέλεση	1.229.758.000 €
Invested Capital	11.460.069.000 €

Πίνακας 94: Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων ΔΕΗ (2014)

Όπως παρουσιάζεται στον παραπάνω πίνακα, τα συνολικά επενδεδυμένα κεφάλαια της επιχείρησης ξεπερνούν τα 11 δις ευρώ και αποτελούν τα μεγαλύτερα επενδεδυμένα κεφάλαια από όλες τις επιχειρήσεις του δείγματος.

Αναφορικά με τον υπολογισμό του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου της επιχείρησης, κατ' αρχάς υπολογίστηκε το κόστος δανεισμού της (cost of debt), χρησιμοποιώντας το βασισμένο στο δείκτη κάλυψης τόκων εκτιμητή rating που προτείνει ο Damodaran, το οποίο με βάση τους σχετικούς υπολογισμούς ανέρχεται σε 7,23% για το έτος 2014. Επιπλέον, για τον υπολογισμό του WACC της ΔΕΗ ελήφθη υπόψη επίσης η απόδοση του δεκαετούς γερμανικού ομολόγου (risk free rate), καθώς και το beta της μετοχής της επιχείρησης που ανέρχεται σε 1,27 για το 2014. Τέλος, ο υπολογισμός του κόστους κοινών μετοχών παρουσιάζεται στον ακόλουθο πίνακα:

	Ελλάδα	MRP σταθμ.	CoE σταθμ.
Σταθμά με βάση τις πωλήσεις ανά περιοχή	100,00%		
MRP	17,00%	17,00%	
Σταθμισμένο MRP	17,00%		22,87%
Rf	1,23%		

Πίνακας 95: Υπολογισμός cost of Equity Ομίλου ΔΕΗ (2014)

Με βάση τα ανωτέρω, το WACC της επιχείρησης υπολογίστηκε σε 10,49% για το έτος 2014. Αντικαθιστώντας τα αποτελέσματα των ανωτέρω υπολογισμών στον τύπο: $EVA = NOPAT - WACC \times IC$, προκύπτει ότι το EVA για τη ΔΕΗ για το 2014 ανέρχεται σε - 912.096.665 €, γεγονός που υποδηλώνει ότι η ΔΕΗ καταστρέφει αξία. Αξίζει δε να σημειωθεί ότι η υπολογισθείσα Οικονομική Προστιθέμενη Αξία για τη ΔΕΗ είναι μακράν η χειρότερη μεταξύ των επιχειρήσεων του εξεταζόμενου δείγματος για το έτος 2014.

4.17. Η περίπτωση του Ομίλου ΒΙΟΧΑΛΚΟ

4.17.1. Υπολογισμός του EVA για το έτος 2005

Ακολουθώντας τη διαδικασία που περιγράφηκε αναλυτικά στις προηγούμενες ενότητες, υπολογίζουμε τα καθαρά κέρδη μετά από φόρους και το σύνολο των επενδεδυμένων κεφαλαίων του Ομίλου ΒΙΟΧΑΛΚΟ για το 2005. Οι σχετικοί υπολογισμοί παρουσιάζονται στους παρακάτω πίνακες:

Υπολογισμός NOPAT ΒΙΟΧΑΛΚΟ (2005)	
Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	33.640.735 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Προβλέψεων	-6.995.921 €
+ Απώσβεση υπεραξίας	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Εξόδων Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
- Φοροαπαλλαγές από τόκους (Τόκοι Χρεωστικοί x Φορολογικός Συντελεστής)	22.594.954 €
+ Φόροι από μη λειτουργικά κέρδη	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Αναβαλλόμενης Φορολογίας	10.140.557 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις x κόστος δανεισμού	354.240 €
NOPAT	14.544.656 €

Πίνακας 96: Υπολογισμός NOPAT ΒΙΟΧΑΛΚΟ (2005)

Όπως παρουσιάστηκε παραπάνω, για το έτος 2005 ο Όμιλος παρουσίασε καθαρό λειτουργικό κέρδος μετά φόρων ύψους 14.544.656 €. Επισημαίνεται, ότι για τις λογιστικές προσαρμογές των λειτουργικών μισθώσεων, η παρούσα αξία τους υπολογίστηκε προεξοφλώντας τις λειτουργικές μισθώσεις με το κόστος δανεισμού του Ομίλου. Το κόστος δανεισμού υπολογίστηκε σε 4,65% λαμβάνοντας υπόψη επιτόκια δανεισμού 3,7% για το βραχυπρόθεσμο δανεισμό και 5,3% για το

μακροπρόθεσμο δανεισμό του Ομίλου. Οι υπολογισμοί για τα επενδεδυμένα κεφάλαια του Ομίλου παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα:

Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων ΒΙΟΧΑΛΚΟ (2005)	
Ίδια Κεφάλαια (book value)	973.562.986 €
+ Μακρ.δανεισμός (Long-term debt)	720.592.279 €
+ Βραχ.δανεισμός (Short-term debt)	488.886.241 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις (παρούσα αξία)	7.612.725 €
+ Αναβαλλόμενη Φορολογία	202.624.411 €
+ Έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
+ Απόσβεση υπεραξίας (Σωρευτική)	0 €
+ Προβλέψεις	10.861.147 €
- ακινητοποιήσεις υπό εκτέλεση	68.312.116 €
Invested Capital	2.335.827.673 €

Πίνακας 97: Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων ΒΙΟΧΑΛΚΟ (2005)

Για τον υπολογισμό του WACC του Ομίλου ΒΙΟΧΑΛΚΟ ελήφθη επίσης υπόψη το beta της μετοχής της επιχείρησης που ανέρχεται σε 1,40 για το 2005. Επιπλέον, για τον προσδιορισμό του κόστους κοινών μετοχών ελήφθη υπόψη το μείγμα πωλήσεων του Ομίλου ανά περιοχή δραστηριότητας για το 2005, το οποίο παρουσιάζεται στον ακόλουθο πίνακα:

	Ευρώπη	ΗΠΑ	Ανατ. Ευρώπη	Ελλάδα	MRP σταθμ.	CoE σταθμ.
Σταθμά με βάση τις πωλήσεις ανά περιοχή	36,81%	7,19%	10,79%	45,21%		
MRP	4,80%	4,80%	8,18%	5,70%		
Σταθμισμένο MRP	1,77%	0,35%	0,88%	2,58%	5,57%	
Rf	3,38%	3,38%	3,38%	3,38%		11,23%

Πίνακας 98: Υπολογισμός cost of Equity ΒΙΟΧΑΛΚΟ (2005)

Λαμβάνοντας υπόψη και το κόστος κοινών μετοχών που ανέρχεται σε 11,23%, το WACC του Ομίλου για το 2005 υπολογίστηκε σε 7,16%. Αντικαθιστώντας τα αποτελέσματα των υπολογισμών στον τύπο: $EVA = NOPAT - WACC \times IC$, προκύπτει ότι το EVA για τον Όμιλο για το 2005 ανέρχεται σε -152.807.077 €, γεγονός που υποδηλώνει ότι ο Όμιλος ΒΙΟΧΑΛΚΟ δε δημιουργεί αξία για τους μετόχους του.

4.17.2. Υπολογισμός του EVA για το έτος 2014

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, για τον υπολογισμό του EVA απαιτείται ο υπολογισμός του καθαρού λειτουργικού κέρδους μετά φόρων και των επενδεδυμένων κεφαλαίων.

Υπολογισμός NOPAT ΒΙΟΧΑΛΚΟ (2014)	
Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	-87.543.000 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Προβλέψεων	-970.000 €
+ Απόσβεση υπεραξίας	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Εξόδων Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
- Φοροαπαλλαγές από τόκους (Τόκοι Χρεωστικοί x Φορολογικός Συντελεστής)	3.051.262 €
+ Φόροι από μη λειτουργικά κέρδη	57.609 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Αναβαλλόμενης Φορολογίας	-24.446.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις x κόστος δανεισμού	602.063 €
NOPAT	-115.350.590 €

Πίνακας 99: Υπολογισμός NOPAT ΒΙΟΧΑΛΚΟ (2014)

Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων ΒΙΟΧΑΛΚΟ (2014)	
Ίδια Κεφάλαια (book value)	920.214.000 €
+ Μακρ.δανεισμός (Long-term debt)	944.599.000 €
+ Βραχ.δανεισμός (Short-term debt)	638.848.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις (παρούσα αξία)	11.199.218 €
+ Αναβαλλόμενη Φορολογία	138.091.000 €
+ Έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
+ Απόσβεση υπεραξίας (Σωρευτική)	0 €
+ Προβλέψεις	3.093.000 €
- ακινητοποιήσεις υπό εκτέλεση	138.150.000 €
Invested Capital	2.517.894.218 €

Πίνακας 100: Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων ΒΙΟΧΑΛΚΟ (2014)

Επιπλέον, λαμβάνοντας υπόψη τα στοιχεία που δίνονται από την ετήσια έκθεση του Ομίλου, το κόστος δανεισμού του Ομίλου ανήλθε σε 5,38%. Για τον υπολογισμό του WACC του Ομίλου ΒΙΟΧΑΛΚΟ ελήφθη υπόψη επίσης η απόδοση του δεκαετούς γερμανικού ομολόγου (risk free rate), καθώς και το beta της μετοχής της επιχείρησης που ανέρχεται σε 0,94 για το 2014. Επιπλέον, για τον προσδιορισμό του κόστους

κοινών μετοχών ελήφθη υπόψη το μείγμα πωλήσεων του Ομίλου ανά περιοχή για το 2014, το οποίο παρουσιάζεται στον ακόλουθο πίνακα:

	Ευρώπη	ΗΠΑ	Ανατ. Ευρώπη	Ελλάδα	MRP σταθμ.	CoE σταθμ.
Σταθμά με βάση τις πωλήσεις ανά περιοχή	64,00%	17,0%	9,00%	10,00%		
MRP	7,63%	5,75%	10,07%	17,00%		
Σταθμισμένο MRP	4,88%	0,98%	0,91%	1,70%	8,47%	
Rf	1,23%	1,23%	1,23%	1,23%		9,22%

Πίνακας 101: Υπολογισμός cost of Equity Ομίλου ΒΙΟΧΑΛΚΟ (2014)

Με βάση τα ανωτέρω και το beta της μετοχής, το WACC του Ομίλου υπολογίστηκε σε 5,77%. Αντικαθιστώντας τα αποτελέσματα των υπολογισμών στον τύπο: $EVA = NOPAT - WACC \times IC$, προκύπτει ότι το EVA για τον Όμιλο ανέρχεται σε -260.679.783 €, γεγονός που υποδηλώνει ότι ο Όμιλος ΒΙΟΧΑΛΚΟ καταστρέφει αξία.

4.18. Η περίπτωση του Ομίλου Coca-Cola HBC

4.18.1. Υπολογισμός του EVA για το έτος 2005

Ακολουθώντας τη διαδικασία που περιγράφηκε αναλυτικά στις προηγούμενες ενότητες, υπολογίζουμε τα καθαρά κέρδη μετά από φόρους και το σύνολο των επενδεδυμένων κεφαλαίων του Ομίλου Coca-Cola HBC για το 2005. Οι σχετικοί υπολογισμοί παρουσιάζονται στους παρακάτω πίνακες:

Υπολογισμός NOPAT Coca-Cola HBC (2005)	
Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	320.400.000 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Προβλέψεων	4.800.000 €
+ Απόσβεση υπεραξίας	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Εξόδων Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
- Φοροαπαλλαγές από τόκους (Τόκοι Χρεωστικοί x Φορολογικός Συντελεστής)	12.021.867 €
+ Φόροι από μη λειτουργικά κέρδη	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Αναβαλλόμενης Φορολογίας	4.900.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις x κόστος δανεισμού	3.024.996 €
NOPAT	321.103.128 €

Πίνακας 102: Υπολογισμός NOPAT Coca-Cola HBC (2005)

Οι υπολογισμοί για τα επενδεδυμένα κεφάλαια του Ομίλου παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα:

Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων Coca-Cola HBC (2005)	
Ίδια Κεφάλαια (book value)	2.352.600.000 €
+ Μακρ.δανεισμός (Long-term debt)	1.327.500.000 €
+ Βραχ.δανεισμός (Short-term debt)	575.800.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις (παρούσα αξία)	57.075.389 €
+ Αναβαλλόμενη Φορολογία	77.700.000 €
+ Έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
+ Απόσβεση υπεραξίας (Σωρευτική)	0 €
+ Προβλέψεις	169.400.000 €
- ακινητοποιήσεις υπό εκτέλεση	177.600.000 €
Invested Capital	4.382.475.389 €

Πίνακας 103: Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων Coca-Cola HBC (2005)

Αναφορικά με τις λογιστικές προσαρμογές των λειτουργικών μισθώσεων, η παρούσα αξία τους υπολογίστηκε προεξοφλώντας τις λειτουργικές μισθώσεις με το κόστος δανεισμού του Ομίλου. Το κόστος δανεισμού υπολογίστηκε σε 5,3% λαμβάνοντας υπόψη τα όσα αναφέρονται στην ετήσια έκθεση του Ομίλου. Επιπρόσθετα, για τον προσδιορισμό του WACC του Ομίλου Coca-Cola HBC ελήφθη επίσης υπόψη το beta της μετοχής της επιχείρησης που ανέρχεται σε 0,76 για το 2005. Τέλος, για τον υπολογισμό του κόστους κοινών μετοχών ελήφθη υπόψη το μείγμα πωλήσεων του Ομίλου ανά περιοχή δραστηριότητας του Ομίλου για το 2005, το οποίο παρουσιάζεται στον ακόλουθο πίνακα:

	Ευρώπη	Ανατ. Ευρώπη	Ελλάδα	MRP σταθμ.	CoE σταθμ.
Σταθμά με βάση τις πωλήσεις ανά περιοχή	74,30%	53,00%	25,70%		
MRP	4,80%	8,18%	5,70%		
Σταθμισμένο MRP	3,57%	4,33%	1,46%	9,36%	
Rf	3,38%	3,38%	3,38%		12,33%

Πίνακας 104: Υπολογισμός cost of Equity Coca-Cola HBC (2005)

Λαμβάνοντας υπόψη το κόστος κοινών μετοχών, το οποίο ανέρχεται σε 12,33%, το WACC του Ομίλου για το 2005 υπολογίστηκε σε 10,01%. Αντικαθιστώντας τα

αποτελέσματα των ανωτέρω υπολογισμών στον τύπο: $EVA = NOPAT - WACC \times IC$, προκύπτει ότι το EVA για τον Όμιλο Coca-Cola HBC για το 2005 ανέρχεται σε -117.425.534 €, γεγονός που υποδηλώνει ότι ο Όμιλος δε δημιουργεί αξία για τους μετόχους του.

4.18.2. Υπολογισμός του EVA για το έτος 2014

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, για τον υπολογισμό του EVA απαιτείται ο υπολογισμός του καθαρού λειτουργικού κέρδους μετά φόρων και των επενδεδυμένων κεφαλαίων.

Υπολογισμός NOPAT Coca-Cola HBC (2014)	
Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	294.200.000 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Προβλέψεων	22.100.000 €
+ Απόσβεση υπεραξίας	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Εξόδων Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
- Φοροαπαλλαγές από τόκους (Τόκοι Χρεωστικοί x Φορολογικός Συντελεστής)	9.737.330 €
+ Φόροι από μη λειτουργικά κέρδη	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Αναβαλλόμενης Φορολογίας	-42.000.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις x κόστος δανεισμού	5.296.892 €
NOPAT	269.859.563 €

Πίνακας 105: Υπολογισμός NOPAT Coca-Cola HBC (2014)

Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων Coca-Cola HBC (2014)	
Ίδια Κεφάλαια (book value)	2.787.000.000 €
+ Μακρ.δανεισμός (Long-term debt)	1.556.300.000 €
+ Βραχ.δανεισμός (Short-term debt)	548.600.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις (παρούσα αξία)	160.511.891 €
+ Αναβαλλόμενη Φορολογία	137.400.000 €
+ Έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
+ Απόσβεση υπεραξίας (Σωρευτική)	182.400.000 €
+ Προβλέψεις	213.100.000 €
- ακινητοποιήσεις υπό εκτέλεση	113.700.000 €
Invested Capital	5.471.611.891 €

Πίνακας 106: Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων Coca-Cola HBC (2014)

Επιπρόσθετα, στον ακόλουθο πίνακα παρουσιάζονται τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν για τον υπολογισμό του κόστους των κοινών μετοχών του Ομίλου, το οποίο ανέρχεται σε 10,94% για το 2014. Αξίζει να σημειωθεί ότι για τον εν λόγω υπολογισμό έγινε στάθμιση με βάση τις πωλήσεις ανά γεωγραφική περιοχή που δραστηριοποιείται ο Όμιλος και τα market premia που ισχύουν στις περιοχές.

	Δυτική Ευρώπη	Ανατ. Ευρώπη	Ελλάδα	MRP σταθμ.	CoE σταθμ.
Σταθμά με βάση τις πωλήσεις ανά περιοχή	31,92%	62,00%	6,08%		
MRP	7,63%	10,07%	17,00%		
Σταθμισμένο MRP	2,44%	6,24%	1,03%	9,71%	
Rf	1,23%	1,23%	1,23%		10,94%

Πίνακας 107: Υπολογισμός cost of Equity Ομίλου Coca-Cola HBC (2014)

Επιπλέον, λαμβάνοντας υπόψη τα στοιχεία που δίνονται από την ετήσια έκθεση του Ομίλου, το κόστος δανεισμού του Ομίλου ανήλθε σε 3,30%. Για τον υπολογισμό του WACC του Ομίλου Coca-Cola HBC ελήφθη υπόψη επίσης η απόδοση του δεκαετούς γερμανικού ομολόγου (risk free rate), καθώς και το beta της μετοχής της επιχείρησης που ανέρχεται σε 0,63 για το 2014. Βάσει των ανωτέρω και το beta της μετοχής, το WACC του Ομίλου υπολογίστηκε σε 9,23%.

Αντικαθιστώντας τα αποτελέσματα των ανωτέρω υπολογισμών στο γνωστό τύπο: $EVA = NOPAT - WACC \times IC$, προκύπτει ότι το EVA για τον Όμιλο για το 2014 ανέρχεται σε -235.194.185 €, γεγονός που υποδηλώνει ότι ο Όμιλος Coca-Cola HBC καταστρέφει αξία.

4.19. Η περίπτωση της Grivalia Properties

4.19.1. Υπολογισμός του EVA για το έτος 2014

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, η Grivalia Properties δεν ήταν εισηγμένη το 2005, οπότε δε δύναται να υπολογιστεί το EVA για το έτος αυτό. Στους παρακάτω πίνακες παρουσιάζονται οι υπολογισμοί που έγιναν για τον προσδιορισμό του καθαρού λειτουργικού κέρδους μετά φόρων και των επενδεδυμένων κεφαλαίων της Grivalia Properties για το έτος 2014.

Υπολογισμός NOPAT Grivalia Properties (2014)	
Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	49.995.000 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Προβλέψεων	1.605.000 €
+ Απόσβεση υπεραξίας	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Εξόδων Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
- Φοροαπαλλαγές από τόκους (Τόκοι Χρεωστικοί x Φορολογικός Συντελεστής)	161.144 €
+ Φόροι από μη λειτουργικά κέρδη	413.498 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Αναβαλλόμενης Φορολογίας	-421.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις x κόστος δανεισμού	0 €
NOPAT	51.431.354 €

Πίνακας 108: Υπολογισμός NOPAT Grivalia Properties (2014)

Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων Grivalia Properties (2014)	
Ίδια Κεφάλαια (book value)	854.047.000 €
+ Μακρ.δανεισμός (Long-term debt)	56.644.000 €
+ Βραχ.δανεισμός (Short-term debt)	7.278.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις (παρούσα αξία)	0 €
+ Αναβαλλόμενη Φορολογία	2.004.000 €
+ Έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
+ Απόσβεση υπεραξίας (Σωρευτική)	0 €
+ Προβλέψεις	1.605.000 €
- ακινητοποιήσεις υπό εκτέλεση	0 €
Invested Capital	921.578.000 €

Πίνακας 109: Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων Grivalia Properties (2014)

Για τον υπολογισμό του WACC της Grivalia Properties ελήφθη υπόψη επίσης η απόδοση του δεκαετούς γερμανικού ομολόγου (risk free rate), καθώς και το beta της μετοχής της επιχείρησης που ανέρχεται σε 0,31 για το 2014. Επιπρόσθετα, στον ακόλουθο πίνακα παρουσιάζονται τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν για τον υπολογισμό του κόστους των κοινών μετοχών της Grivalia Properties, το οποίο ανέρχεται σε 6,37% για το 2014. Αξίζει να σημειωθεί ότι για τον υπολογισμό του κόστους των κοινών μετοχών έγινε στάθμιση με βάση τις πωλήσεις ανά γεωγραφική

περιοχή που δραστηριοποιείται η επιχείρηση και τα market premia που ισχύουν στις περιοχές αυτές:

	Ανατ. Ευρώπη	Ελλάδα	MRP σταθμ.	CoE σταθμ.
Σταθμά με βάση τις πωλήσεις ανά περιοχή	13,12%	86,88%		
MRP	10,07%	17,00%		
Σταθμισμένο MRP	1,32%	14,77%	16,09%	
Rf	1,23%	1,23%		6,37%

Πίνακας 110: Υπολογισμός cost of Equity της Grivalia Properties (2014)

Επιπλέον, λαμβάνοντας υπόψη τα στοιχεία που δίνονται από την ετήσια έκθεση της Grivalia Properties, το κόστος δανεισμού ανήλθε σε 2,90% για το 2014. Με βάση τα ανωτέρω και το beta της μετοχής, το WACC υπολογίστηκε σε 6,08%. Αντικαθιστώντας τα αποτελέσματα των ανωτέρω υπολογισμών στο γνωστό τύπο: **EVA = NOPAT – WACC x IC**, προκύπτει ότι το EVA της επιχείρησης για το 2014 ανέρχεται σε -4.606.479 €, γεγονός που υποδηλώνει ότι η Grivalia Properties δε δημιουργεί αξία για τους μετόχους της.

4.20. Η περίπτωση της Aegean Airlines

4.20.1. Υπολογισμός του EVA για το έτος 2014

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, η Aegean Airlines δεν ήταν εισηγμένη στο χρηματιστήριο το 2005, οπότε δε δύναται να υπολογιστεί το EVA για το έτος αυτό. Κατ' αρχάς, αξίζει να σημειωθεί ότι ο Όμιλος παρουσιάζει την ιδιαιτερότητα ότι δεν έχει προβεί καθόλου σε μακροπρόθεσμο δανεισμό, αλλά έχει συνάψει λειτουργικές μισθώσεις ύψους 474.828.813 € (παρούσα αξία). Οι δεσμεύσεις του Ομίλου από λειτουργικές μισθώσεις προέρχονται κυρίως από αεροσκάφη και εφεδρικούς κινητήρες αεροσκαφών που χρησιμοποιεί για την πραγματοποίηση των πτήσεων. Επισημαίνεται, ότι η παρούσα αξία των λειτουργικών μισθώσεων υπολογίστηκε προεξοφλώντας τις λειτουργικές μισθώσεις με το κόστος δανεισμού του Ομίλου. Το κόστος δανεισμού υπολογίστηκε σε 2,13% χρησιμοποιώντας το βασισμένο στο δείκτη κάλυψης τόκων εκτιμητή rating που προτείνει ο Damodaran.

Στους παρακάτω πίνακες παρουσιάζονται οι υπολογισμοί που έγιναν για τον προσδιορισμό του καθαρού λειτουργικού κέρδους μετά φόρων και των επενδεδυμένων κεφαλαίων της Aegean Airlines για το έτος 2014.

Υπολογισμός NOPAT Aegean Airlines (2014)	
Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	80.245.000 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Προβλέψεων	-5.211.940 €
+ Απόσβεση υπεραξίας	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Εξόδων Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
- Φοροαπαλλαγές από τόκους (Τόκοι Χρεωστικοί x Φορολογικός Συντελεστής)	493.351 €
+ Φόροι από μη λειτουργικά κέρδη	1.481.445 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Αναβαλλόμενης Φορολογίας	1.626.320 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις x κόστος δανεισμού	10.103.922 €
NOPAT	87.751.396 €

Πίνακας 111: Υπολογισμός NOPAT Aegean Airlines (2014)

Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων Aegean Airlines (2014)	
Ίδια Κεφάλαια (book value)	216.468.840 €
+ Μακρ.δανεισμός (Long-term debt)	0 €
+ Βραχ.δανεισμός (Short-term debt)	61.593.980 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις (παρούσα αξία)	474.828.813 €
+ Αναβαλλόμενη Φορολογία	35.204.130 €
+ Έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	0 €
+ Απόσβεση υπεραξίας (Σωρευτική)	0 €
+ Προβλέψεις	29.200.890 €
- ακινητοποιήσεις υπό εκτέλεση	0 €
Invested Capital	817.296.653 €

Πίνακας 112: Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων Aegean Airlines (2014)

Για τον υπολογισμό του WACC της Aegean Airlines ελήφθη υπόψη επίσης η απόδοση του δεκαετούς γερμανικού ομολόγου (risk free rate), καθώς και το beta της μετοχής της επιχείρησης που ανέρχεται σε 0,30 για το 2014.

Επιπρόσθετα, στον ακόλουθο πίνακα παρουσιάζονται τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν για τον υπολογισμό του κόστους των κοινών μετοχών της Aegean Airlines, το οποίο ανέρχεται σε 4,63% για το 2014. Αξίζει να σημειωθεί ότι για τον υπολογισμό του κόστους των κοινών μετοχών έγινε στάθμιση με βάση τις πωλήσεις ανά γεωγραφική περιοχή που δραστηριοποιείται η επιχείρηση και τα market premia που ισχύουν στις περιοχές αυτές:

	Δυτική Ευρώπη	Λοιπές	Ελλάδα	MRP σταθμ.	CoE σταθμ.
Σταθμά με βάση τις πωλήσεις ανά περιοχή	54,50%	12,00%	33,50%		
MRP	7,63%	10,07%	17,00%		
Σταθμισμένο MRP	4,16%	1,21%	5,69%	11,06%	
Rf	1,23%	1,23%	1,23%		4,63%

Πίνακας 113: Υπολογισμός cost of Equity της Aegean Airlines (2014)

Με βάση τα ανωτέρω και το beta της μετοχής, το WACC υπολογίστηκε σε 13,65%. Αντικαθιστώντας τα αποτελέσματα των ανωτέρω υπολογισμών στο γνωστό τύπο: $EVA = NOPAT - WACC \times IC$, προκύπτει ότι το EVA της επιχείρησης για το 2014 ανέρχεται σε 52.595.421 €, γεγονός που υποδηλώνει ότι η Aegean Airlines δε δημιουργεί αξία για τους μετόχους της.

4.21. Η περίπτωση του Ομίλου ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ

4.21.1. Υπολογισμός του EVA για το έτος 2014

Η ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ δεν ήταν εισηγμένη το 2005, οπότε δε δύναται να υπολογιστεί η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία για το έτος αυτό. Ακολουθώντας τη διαδικασία που περιγράφηκε αναλυτικά στις προηγούμενες ενότητες, υπολογίζουμε τα καθαρά κέρδη μετά από φόρους και το σύνολο των επενδεδυμένων κεφαλαίων του Ομίλου ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ για το 2014.

Οι σχετικοί υπολογισμοί παρουσιάζονται στους ακόλουθους πίνακες:

Υπολογισμός NOPAT ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ (2014)	
Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	5.847.000 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Προβλέψεων	3.646.000 €
+ Απόσβεση υπεραξίας	0 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Εξόδων Έρευνας και Ανάπτυξης	-473.000 €
- Φοροαπαλλαγές από τόκους (Τόκοι Χρεωστικοί x Φορολογικός Συντελεστής)	13.533.900 €
+ Φόροι από μη λειτουργικά κέρδη	4.820.656 €
+ (-) Αύξηση (Μείωση) Αναβαλλόμενης Φορολογίας	535.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις x κόστος δανεισμού	0 €
NOPAT	841.756 €

Πίνακας 114: Υπολογισμός NOPAT ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ (2014)

Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ (2014)	
Ίδια Κεφάλαια (book value)	335.199.000 €
+ Μακρ.δανεισμός (Long-term debt)	324.947.000 €
+ Βραχ.δανεισμός (Short-term debt)	67.322.000 €
+ Λειτουργικές μισθώσεις (παρούσα αξία)	0 €
+ Αναβαλλόμενη Φορολογία	4.325.000 €
+ Έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	403.200 €
+ Απόσβεση υπεραξίας (Σωρευτική)	0 €
+ Προβλέψεις	8.157.000 €
- ακινητοποιήσεις υπό εκτέλεση	43.484.000 €
Invested Capital	696.869.200 €

Πίνακας 115: Υπολογισμός επενδεδυμένων κεφαλαίων ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ (2014)

Για τον υπολογισμό του WACC της ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ ελήφθη υπόψη επίσης η απόδοση του δεκαετούς γερμανικού ομολόγου (risk free rate), καθώς και το beta της μετοχής της επιχείρησης που ανέρχεται σε 0,98 για το 2014. Επιπρόσθετα, στον ακόλουθο πίνακα παρουσιάζονται τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν για τον υπολογισμό του κόστους των κοινών μετοχών, το οποίο ανέρχεται σε 14,90% για το 2014. Επισημαίνεται ότι για τον υπολογισμό του κόστους των κοινών μετοχών έγινε στάθμιση με βάση τις πωλήσεις ανά γεωγραφική περιοχή που δραστηριοποιείται η επιχείρηση και τα market premia που ισχύουν στις περιοχές αυτές:

	Αμερική	Ανατ. Ευρώπη	Ελλάδα	MRP σταθμ.	CoE σταθμ.
Σταθμά με βάση τις πωλήσεις ανά περιοχή	13,87%	21,28%	64,85%		
MRP	5,75%	10,07%	17,00%		
Σταθμισμένο MRP	0,80%	2,14%	11,02%	13,97%	
Rf	1,23%	1,23%	1,23%		14,90%

Πίνακας 116: Υπολογισμός cost of Equity της ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ (2014)

Με βάση τα ανωτέρω και το beta της μετοχής, το WACC υπολογίστηκε σε 9,79%. Αντικαθιστώντας τα αποτελέσματα των ανωτέρω υπολογισμών στο γνωστό τύπο: $EVA = NOPAT - WACC \times IC$, προκύπτει ότι το EVA της επιχείρησης για το 2014 ανέρχεται σε - 67.363.608 €, γεγονός που υποδηλώνει ότι η ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ καταστρέφει αξία.

4.22. Παρουσίαση συγκεντρωτικών αποτελεσμάτων

Στην ενότητα αυτή θα παρουσιαστεί η κατάταξη των επιχειρήσεων του δείγματος που εξετάστηκε, βάσει του EVA και για τα δύο έτη (2005 και 2014). Αξίζει επίσης να σημειωθεί ότι για την πληρότητα της παρούσας μελέτης υπολογίστηκαν και παρουσιάζονται στην παρούσα ενότητα και η αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων (Return on Equity), η διαφορά μεταξύ ROE και κόστους κοινών μετοχών (k_e) και η διαφορά μεταξύ NOPAT και καθαρών κερδών μετά από φόρους. Επιπρόσθετα, στους ακόλουθους πίνακες παρουσιάζονται τα συνολικά επενδεδυμένα κεφάλαια και το WACC της κάθε επιχείρησης ανά έτος. Επισημαίνεται ότι στο Παράρτημα 2 της μελέτης παρουσιάζονται πίνακες με την κατάταξη των επιχειρήσεων βάσει της αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (return on equity) και βάσει των καθαρών κερδών μετά φόρων.

Από την εξέταση των παρακάτω πινάκων προκύπτουν χρήσιμα συμπεράσματα αναφορικά με το αν οι επιχειρήσεις υψηλής κεφαλαιοποίησης δημιουργούν αξία για τους μετόχους τους και επομένως δικαίως προτιμώνται από τους επενδυτές ή αν καταστρέφουν αξία. Πιο συγκεκριμένα, το 2005 παρατηρούμε ότι δέκα από τις δεκαεπτά επιχειρήσεις του δείγματος παρουσιάζουν θετικό EVA, με το μέσο όρο του δείγματος όμως αν ανέρχεται σε -10,8 εκ ευρώ περίπου. Επισημαίνεται ότι όλες οι επιχειρήσεις παρουσιάζουν καθαρά κέρδη μετά φόρων εκτός του ΟΤΕ, με το μέσο

όρο να ανέρχεται σε 116,2 εκατ. ευρώ. Αξίζει επίσης να σημειωθεί ότι έξι από τις επτά επιχειρήσεις παρουσιάζουν αρνητικό EVA παρά το γεγονός ότι παρουσιάζουν θετικό ROE. Πρώτος στην κατάταξη για το 2005 είναι ο ΟΠΑΠ, ακολουθούμενος από τον Όμιλο Μυτιληναίο, τον Όμιλο ΤΙΤΑΝ, τον Όμιλο ΕΛΠΕ και τη Lamda Development. Για το ίδιο έτος, οι πέντε χειρότερες επιχειρήσεις με βάση το EVA ήταν οι ΕΥΔΑΠ, COCA COLA, ΒΙΟΧΑΛΚΟ, ΔΕΗ και ΟΤΕ, οι οποίες παρουσίασαν όλες τους αρνητικό EVA.

Επιπλέον, ένα από τα πιο ενδιαφέροντα ευρήματα από την ανάλυση των αποτελεσμάτων το οποίο αξίζει να επισημανθεί είναι το γεγονός ότι ο Όμιλος COCA-COLA παρουσιάζει κέρδη μετά από φόρους ύψους 320 εκατ. Ευρώ. Τα κέρδη αυτά βάσει των «παραδοσιακών» λογιστικών κριτηρίων κατατάσσουν τον Όμιλο τρίτο από πλευράς κερδοφορίας. Ωστόσο, βάσει του EVA ο Όμιλος δε δημιουργεί αξία για τους μετόχους, καθώς παρουσιάζει αρνητικό EVA -117.425.534 € και καταλαμβάνει την 14^η θέση ανάμεσα στις δεκαεπτά επιχειρήσεις του δείγματος για το 2005. Εξάλλου, το 2014 ο Όμιλος COCA-COLA κατατάσσεται πρώτος βάσει καθαρών κερδών μετά φόρων, ενώ βάσει της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας κατατάσσεται 14^{ος}.

Αυτό που επίσης χρήζει ιδιαίτερης μνείας είναι το γεγονός ότι από τις προαναφερθείσες επιχειρήσεις που κατέλαβαν τις πέντε πρώτες θέσεις το 2005, μόνο μια (ΟΠΑΠ) παρουσίασε θετικό EVA και το 2014, γεγονός που υπογραμμίζει ότι αυτές οι επιχειρήσεις δεν κατάφεραν να δημιουργούν αξία για τους μετόχους τους διαχρονικά. Επιπρόσθετα, θα πρέπει να επισημανθεί ότι από τις είκοσι επιχειρήσεις του δείγματος μόνο οι πέντε παρουσίασαν θετικό EVA το 2014: η Aegean Airlines, ο Όμιλος Follie Follie, η Jumbo, η ΜΕΤΚΑ και ο ΟΠΑΠ. Οι πέντε χειρότερες επιχειρήσεις για το 2014 με βάση το EVA ήταν οι ΒΙΟΧΑΛΚΟ, ΕΛΛΑΚΤΩΡ, ΟΤΕ, ΕΛΠΕ και ΔΕΗ.

Από την σύγκριση των δεδομένων των δύο ετών κατ' αρχάς παρατηρούμε ότι οι επιδόσεις των επιχειρήσεων μετά από μια δεκαετία έχουν χειροτερεύσει και η μέση Οικονομική Προστιθέμενη Αξία για τις επιχειρήσεις του δείγματος ανήλθε σε -180.397.778 €, γεγονός που οφείλεται στα αρνητικά αποτελέσματα ορισμένων επιχειρήσεων του δείγματος. Χαρακτηριστικά παραδείγματα αποτελούν η ΔΕΗ με EVA -912.096.665 € και ο Όμιλος ΕΛΠΕ με EVA -648.291.621 €. Επίσης, όπως

γίνεται εύκολα αντιληπτό από την εξέταση των πινάκων υπάρχουν επιχειρήσεις που καταστρέφουν διαχρονικά αξία όπως ο ΟΤΕ, η ΔΕΗ, η ΒΙΟΧΑΛΚΟ, ο Όμιλος Coca-Cola κ.ά., καθώς και στα δύο έτη παρουσιάζουν αρνητικό EVA.

Επιπρόσθετα, υπάρχουν επιχειρήσεις που ενώ το 2005 παρουσίαζαν θετικό EVA, το 2014 σταμάτησαν να δημιουργούν αξία για τους μετόχους τους, καθώς παρουσίασαν αρνητικό EVA. Μια τέτοια περίπτωση αποτελούν τα ΕΛΠΕ, τα οποία από θετικό EVA ύψους 125 εκ. ευρώ το 2005 (4^η θέση), μετά από εννέα έτη και τα όσα μεσολάβησαν που επηρέασαν την ελληνική οικονομία παρουσίασαν το 2014 αρνητικό EVA ύψους -648 εκατ. ευρώ (19^η θέση). Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει και το γεγονός ότι το 2014 οι επιχειρήσεις που παρουσιάζουν ζημιές μετά φόρων ανέρχονται σε έξι, ενώ και το μέσο WACC για τις επιχειρήσεις του εξεταζόμενου δείγματος αυξήθηκε σε 9,53% από 8,02% που ήταν το 2005.

Τέλος, θα πρέπει να υπογραμμιστεί το γεγονός ότι όλες οι επιχειρήσεις του δείγματος (πλην της Aegean Airlines που δεν ήταν μέρος του δείγματος) που είχαν θετική Οικονομική Προστιθέμενη Αξία το 2014, είχαν παρουσιάσει θετικό EVA και το 2005, γεγονός που αποδεικνύει εν μέρει ότι οι συγκεκριμένες επιχειρήσεις ακολουθούν στρατηγικές που στόχο έχουν να δημιουργούν αξία για τους μετόχους τους και όχι να καταστρέφουν αξία.

	Επιχείρηση	EVA	Invested Capital	NOPAT	NOPAT - Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	Return on Equity (ROE)	ROE-ke	WACC	Καθαρά Κέρδη μετά φόρων
1	ΟΠΑΠ	415.894.697 €	504.837.085 €	452.179.314 €	8.456.314 €	95,60%	88,41%	7,19%	443.723.000 €
2	ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ	221.890.296 €	476.371.907 €	276.218.983 €	20.019.001 €	65,79%	54,38%	11,40%	256.199.982 €
3	ΤΙΤΑΝ	144.031.705 €	1.422.541.515 €	229.103.874 €	16.053.874 €	24,42%	18,44%	5,98%	213.050.000 €
4	ΕΛΠΕ	125.036.688 €	3.069.252.800 €	328.443.566 €	-12.440.434 €	15,82%	9,19%	6,63%	340.884.000 €
5	LAMDA	97.230.400 €	769.756.297 €	132.966.012 €	44.932.129 €	33,42%	26,02%	4,64%	88.033.883 €
6	MOTOR OIL	63.687.176 €	1.019.941.719 €	120.120.129 €	-11.514.871 €	39,23%	33,70%	5,53%	131.635.000 €
7	FOLLI FOLLIE	35.614.961 €	291.392.381 €	57.892.566 €	1.229.071 €	36,29%	28,65%	7,65%	56.663.495 €
8	ΜΕΤΚΑ	25.146.128 €	100.745.476 €	37.230.123 €	-1.475.915 €	45,01%	32,99%	11,99%	38.706.038 €
9	JUMBO	19.951.167 €	203.108.753 €	35.941.038 €	1.700.038 €	29,73%	21,86%	7,87%	34.241.000 €
10	ΕΛΛΑΚΤΩΡ	16.651.847 €	868.337.600 €	80.914.707 €	7.637.707 €	10,63%	1,70%	7,40%	73.277.000 €
11	ΟΛΠ	-532.395 €	170.707.128 €	12.327.914 €	1.007.816 €	7,45%	-0,30%	7,53%	11.320.098 €
12	ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ	-8.306.416 €	293.009.000 €	15.136.045 €	-34.955 €	9,39%	-1,31%	8,00%	15.171.000 €
13	ΕΥΔΑΠ	-49.984.699 €	790.316.000 €	26.554.733 €	6.570.733 €	2,65%	-8,18%	9,68%	19.984.000 €
14	COCA COLA	-117.425.534 €	4.382.475.389 €	321.103.128 €	703.128 €	13,62%	1,29%	10,01%	320.400.000 €
15	ΒΙΟΧΑΛΚΟ	-152.807.077 €	2.335.827.673 €	14.544.656 €	-19.096.079 €	3,46%	-7,77%	7,16%	33.640.735 €
16	ΔΕΗ	-387.254.485 €	8.074.565.000 €	275.171.803 €	139.455.803 €	2,61%	-4,35%	8,20%	135.716.000 €
17	ΟΤΕ	-632.369.259 €	4.521.200.000 €	-201.914.458 €	35.285.542 €	-8,76%	-18,28%	9,52%	-237.200.000 €
	Μέσος Όρος	-10.796.753 €	1.723.199.160 €	130.231.420 €	14.028.759 €	6,74%	16,26%	8,02%	116.202.661 €

Πίνακας 117: Κατάταξη επιχειρήσεων βάσει EVA - Έτος 2005

	Επιχείρηση	EVA	Invested Capital	NOPAT	NOPAT - Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	Return on Equity (ROE)	ROE-k _e	WACC	Καθαρά Κέρδη μετά φόρων
1	ΑEGEAN AIRLINES	52.595.421 €	817.296.653 €	87.751.396 €	7.506.396 €	37,07%	32,44%	4,30%	80.245.000 €
2	FOLLI FOLLIE	15.208.142 €	1.661.832.416 €	147.981.354 €	2.540.502 €	10,90%	2,91%	7,99%	145.440.852 €
3	JUMBO	8.121.775 €	1.014.675.728 €	105.295.743 €	4.046.582 €	13,60%	3,34%	9,58%	101.249.161 €
4	ΜΕΤΚΑ	7.072.783 €	531.701.000 €	72.756.965 €	-17.562.035 €	17,79%	5,39%	12,35%	90.319.000 €
5	ΟΠΑΠ	6.134.805 €	1.219.086.818 €	204.490.458 €	5.266.458 €	17,06%	0,79%	16,27%	199.224.000 €
6	GRIVALIA	-4.606.479 €	921.578.000 €	51.431.354 €	1.436.354 €	5,85%	-0,52%	6,08%	49.995.000 €
7	ΟΛΠ	-20.018.757 €	289.673.411 €	8.815.651 €	2.051.768 €	4,01%	-7,71%	9,95%	6.763.883 €
8	LAMDA	-59.653.578 €	806.306.821 €	-20.252.588 €	3.248.412 €	-6,06%	-13,40%	4,89%	-23.501.000 €
9	ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ	-67.363.608 €	696.869.200 €	841.756 €	-5.005.244 €	1,74%	-13,15%	9,79%	5.847.000 €
10	ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ	-74.343.295 €	1.720.855.857 €	104.978.327 €	-8.688.673 €	12,50%	-3,25%	10,42%	113.667.000 €
11	ΕΥΔΑΠ	-90.668.297 €	1.029.515.000 €	47.479.930 €	5.556.930 €	4,55%	-8,87%	13,42%	41.923.000 €
12	ΤΕΡΝΑ	-106.093.417 €	266.016.600 €	-63.569.423 €	-15.540.423 €	-76,04%	-98,05%	15,99%	-48.029.000 €
13	ΤΙΤΑΝ	-108.318.786 €	2.336.467.553 €	50.026.954 €	14.309.954 €	2,37%	-4,89%	6,78%	35.717.000 €
14	COCA COLA	-235.194.185 €	5.471.611.891 €	269.859.563 €	-24.340.437 €	10,56%	-0,38%	9,23%	294.200.000 €
15	ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ	-245.558.500 €	1.748.031.892 €	-117.421.102 €	-34.241.102 €	-20,19%	-31,35%	7,33%	-83.180.000 €
16	ΒΙΟΧΑΛΚΟ	-260.679.783 €	2.517.894.218 €	-115.350.590 €	-27.807.590 €	-9,51%	-18,73%	5,77%	-87.543.000 €
17	ΕΛΛΑΚΤΩΡ	-309.508.908 €	2.568.092.276 €	-70.202.674 €	-36.927.674 €	-3,78%	-22,74%	9,32%	-33.275.000 €
18	ΟΤΕ	-554.692.617 €	4.882.400.000 €	111.683.232 €	-159.816.768 €	12,79%	-5,31%	13,65%	271.500.000 €
19	ΕΛΠΕ	-648.291.621 €	4.813.624.908 €	-315.721.244 €	52.868.756 €	-22,78%	-33,78%	6,91%	-368.590.000 €
20	ΔΕΗ	-912.096.665 €	11.460.069.000 €	290.354.252 €	199.034.252 €	1,49%	-21,38%	10,49%	91.320.000 €
	Μέσος Όρος	-180.397.778 €	2.338.679.962 €	42.561.466 €	-1.603.179 €	0,70%	-11,93%	9,53%	44.164.645 €

Πίνακας 118: Κατάταξη επιχειρήσεων βάσει EVA - Έτος 2014

5. Συμπεράσματα

Στο προηγούμενο κεφάλαιο παρουσιάστηκαν αναλυτικά τα ευρήματα της μελέτης σχετικά με την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία που δημιουργούν οι επιχειρήσεις μεγάλης κεφαλαιοποίησης που είναι εισηγμένες στο ελληνικό χρηματιστήριο για τα έτη 2005 και 2014. Απώτερος σκοπός της παρούσας μελέτης ήταν να υπολογιστεί το EVA για τα προαναφερθέντα έτη και να διερευνηθεί αν οι ελληνικές επιχειρήσεις δημιουργούν αξία για τους μετόχους τους παρά τις δυσμενείς χρηματοοικονομικές συνθήκες που επικρατούν στην Ελλάδα και τη μακρά ύφεση στην οποία έχει επέλθει η χώρα κατά τα τελευταία έτη.

Δεδομένου ότι δεν έχει πραγματοποιηθεί αντίστοιχη μελέτη για επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες σε χρηματιστήριο χώρας που βρίσκεται σε μακρά περίοδο ύφεσης, τα αποτελέσματα της μελέτης παρουσιάζουν εξαιρετικό ενδιαφέρον αναφορικά με το αν οι επιχειρήσεις μπορούν να δημιουργούν αξία για τους μετόχους της παρά το δυσμενές επιχειρηματικό περιβάλλον. Τα αποτελέσματα της μελέτης δεν είναι ιδιαίτερος ενθαρρυντικά, καθώς το 2014 μόλις πέντε από τις είκοσι επιχειρήσεις του δείγματος παρουσίασαν θετικό EVA και επομένως δημιούργησαν αξία για τους μετόχους τους, εν αντιθέσει με το έτος 2005 όπου παρουσίασαν θετικό EVA οι δέκα από τις δεκαεπτά επιχειρήσεις του δείγματος. Επιπρόσθετα, οι επιχειρήσεις του δείγματος παρουσίαζαν κατά μέσο όρο αρνητικό EVA ύψους 10,8 εκ ευρώ περίπου προ κρίσης, επίδοση η οποία για το 2014 χειροτέρευσε και ανήλθε σε αρνητικό EVA ύψους 180.397.778 €, ήτοι περαιτέρω επιδείνωση του μέσου όρου κατά 20 εκατ. ευρώ σε ετήσια βάση.

Από τον υπολογισμό της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας και βασικών λογιστικών μεγεθών για τις επιχειρήσεις του δείγματος και τη σύγκριση των αποτελεσμάτων για τα έτη που εξετάστηκαν, διαπιστώθηκαν σημαντικές διαφορές ανάμεσα στην κατάταξη των επιχειρήσεων που δίνει το EVA και την κατάταξη που προκύπτει από τα «παραδοσιακά» μέτρα αποδοτικότητας όπως η αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (Return on Equity).

Αξίζει ιδιαίτερη μνεία στην περίπτωση του ΟΤΕ, ο οποίος το 2014 παρουσίασε αρκετά ικανοποιητική αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων με το σχετικό δείκτη ROE να

λαμβάνει τιμή 12,79% η οποία τον κατατάσσει στην πέμπτη θέση μεταξύ των επιχειρήσεων του δείγματος. Ωστόσο, με βάση το EVA ο ΟΤΕ κατατάσσεται στην 18^η θέση, καθώς παρουσιάζει αρνητικό EVA -554.692.617 € και επομένως δε δημιουργεί αξία για τους μετόχους του. Παρατηρούμε επομένως ότι με βάση τα παραδοσιακά κριτήρια οι μέτοχοι του ΟΤΕ θα πρέπει να είναι ικανοποιημένοι για τις επιδόσεις του Ομίλου, καθώς για το 2014 τα κεφάλαια που έχουν αποφασίσει να επενδύσει σε μετοχές του ΟΤΕ είχαν απόδοση 12,79%. Ωστόσο, πραγματοποιώντας τις απαραίτητες λογιστικές προσαρμογές και υπολογίζοντας την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι ο ΟΤΕ δε δημιουργεί αξία για τους μετόχους του.

Συνοψίζοντας, από την ανάλυση των αποτελεσμάτων της μελέτης προκύπτει ότι παρά τις δυσμενείς χρηματοοικονομικές συνθήκες υπάρχουν εισηγμένες επιχειρήσεις στο ελληνικό χρηματιστήριο που δημιουργούν αξία στους μετόχους της. Ωστόσο, συγκρίνοντας με τα αποτελέσματα του 2005, γίνεται εύκολα αντιληπτό ότι οι επιδόσεις των επιχειρήσεων είναι χειρότερες και ότι η παραγόμενη αξία κυμαίνεται σε αρκετά χαμηλότερα επίπεδα. Γι' αυτό το λόγο κρίνεται σκόπιμο οι επιχειρήσεις να υιοθετήσουν το EVA ως μέτρο αξιολόγησης της απόδοσης της επιχείρησης, καθώς με τις λογιστικές προσαρμογές που πραγματοποιούνται λαμβάνονται υπόψη όλα όσα συντελούν στη δημιουργία αξίας από μια επιχείρηση. Ειδικότερα, με την υιοθέτηση του EVA και τη συνεχή παρακολούθηση των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων που συντελούν στη δημιουργία αξίας, οι ελληνικές επιχειρήσεις θα μπορέσουν κατ' αρχάς να αξιολογούν την απόδοσή τους με ένα αξιόπιστο μέτρο αξιολόγησης. Παράλληλα, θα διαθέτουν ένα εργαλείο που θα συμβάλλει στη βελτίωση της λειτουργίας της επιχείρησης και στην αύξηση της αξίας που παράγουν οι επιχειρήσεις για τους μετόχους τους, γεγονός που θα συμβάλει με τη σειρά του στην προσέλκυση νέων επενδυτών και κατ' επέκταση κεφαλαίων για την επιχείρηση. Η προσέλκυση κεφαλαίων είναι πλέον περισσότερο από ποτέ επιτακτική ανάγκη, καθώς η πρόσβαση στο δανεισμό είναι περιορισμένη και για την περαιτέρω ανάπτυξη των επιχειρήσεων απαιτείται η χρηματοδότηση της να γίνεται σε μεγαλύτερο βαθμό με ίδια κεφάλαια.

Σε μια ενδεχόμενη υιοθέτηση της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας από ελληνικές επιχειρήσεις, προκύπτουν διάφορα ενδιαφέροντα προτεινόμενα θέματα προς έρευνα. Πιο συγκεκριμένα, ένας ερευνητής θα μπορούσε να μελετήσει κατά πόσο η υιοθέτηση του EVA επηρέασε τα οικονομικά μεγέθη της επιχείρησης. Σε περίπτωση μάλιστα που το EVA λαμβάνεται υπόψη για το σύστημα ανταμοιβής των διευθυντικών στελεχών, θα μπορούσε να μελετηθεί η συσχέτιση μεταξύ των ανταμοιβών των στελεχών και των κερδών της επιχείρησης. Τέλος, ενδιαφέρον θα παρουσίαζε και ο υπολογισμός του EVA για επιχειρήσεις άλλων χωρών που βρίσκονται σε ύφεση και η σύγκριση των αποτελεσμάτων με τα ευρήματα της παρούσας μελέτης.

Παράρτημα 1

Για μεγάλες βιομηχανικές εταιρείες				
<i>Αν ο δείκτης κάλυψης τόκων είναι:</i>				
<i>από</i>	<i>έως</i>	<i>To Rating είναι:</i>	<i>Spread 2005</i>	<i>Spread 2014</i>
-100000	0,199999	D	19,60%	12,00%
0,2	0,649999	C	18,60%	10,00%
0,65	0,799999	CC	17,60%	8,00%
0,8	1,249999	CCC	16,60%	7,00%
1,25	1,499999	B-	12,50%	6,00%
1,5	1,749999	B	11,30%	5,00%
1,75	1,999999	B+	10,40%	4,00%
2	2,25	BB	7,70%	3,25%
2,25	2,499999	BB+	6,95%	2,75%
2,5	2,999999	BBB	2,10%	1,75%
3	4,249999	A-	1,70%	1,20%
4,25	5,499999	A	1,60%	1,00%
5,5	6,499999	A+	1,50%	0,90%
6,5	8,499999	AA	1,30%	0,70%
8,50	100000	AAA	0,90%	0,40%

Για μικρότερες εταιρείες				
<i>Αν ο δείκτης κάλυψης τόκων είναι:</i>				
<i>από</i>	<i>έως</i>	<i>To Rating είναι:</i>	<i>Spread 2005</i>	<i>Spread 2014</i>
-100000	0,499999	D	19,60%	12,00%
0,5	0,799999	C	18,60%	10,00%
0,8	1,249999	CC	17,60%	8,00%
1,25	1,499999	CCC	16,60%	7,00%
1,5	1,999999	B-	12,50%	6,00%
2	2,499999	B	11,30%	5,00%
2,5	2,999999	B+	10,40%	4,00%
3	3,499999	BB	7,70%	3,25%
3,5	4	BB+	6,95%	2,75%
4	4,499999	BBB	2,10%	1,75%
4,5	5,999999	A-	1,70%	1,20%
6	7,499999	A	1,60%	1,00%
7,5	9,499999	A+	1,50%	0,90%
9,5	12,5	AA	1,30%	0,70%
12,5	100000	AAA	0,90%	0,40%

Πίνακας 119: Υπολογισμός του κόστους δανεισμού βάσει του excel του A.Damodaran

Παράρτημα 2

	Επιχείρηση	Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	EVA	Invested Capital	NOPAT	NOPAT - Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	Return on Equity (ROE)	ROE-Ce	WACC	Κατάταξη βάσει EVA
1	ΟΠΑΠ	443.723.000 €	415.894.697 €	504.837.085 €	452.179.314 €	8.456.314 €	95,60%	88,41%	7,19%	1
2	ΕΛΠΕ	340.884.000 €	125.036.688 €	3.069.252.800 €	328.443.566 €	-12.440.434 €	15,82%	9,19%	6,63%	4
3	COCA COLA	320.400.000 €	-117.425.534 €	4.382.475.389 €	321.103.128 €	703.128 €	13,62%	1,29%	10,01%	14
4	ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ	256.199.982 €	221.890.296 €	476.371.907 €	276.218.983 €	20.019.001 €	65,79%	54,38%	11,40%	2
5	ΤΙΤΑΝ	213.050.000 €	144.031.705 €	1.422.541.515 €	229.103.874 €	16.053.874 €	24,42%	18,44%	5,98%	3
6	ΔΕΗ	135.716.000 €	-387.254.485 €	8.074.565.000 €	275.171.803 €	139.455.803 €	2,61%	-4,35%	8,20%	16
7	MOTOR OIL	131.635.000 €	63.687.176 €	1.019.941.719 €	120.120.129 €	-11.514.871 €	39,23%	33,70%	5,53%	6
8	LAMDA	88.033.883 €	97.230.400 €	769.756.297 €	132.966.012 €	44.932.129 €	33,42%	26,02%	4,64%	5
9	ΕΛΛΑΚΤΩΡ	73.277.000 €	16.651.847 €	868.337.600 €	80.914.707 €	7.637.707 €	10,63%	1,70%	7,40%	10
10	FOLLI FOLLIE	56.663.495 €	35.614.961 €	291.392.381 €	57.892.566 €	1.229.071 €	36,29%	28,65%	7,65%	7
11	ΜΕΤΚΑ	38.706.038 €	25.146.128 €	100.745.476 €	37.230.123 €	-1.475.915 €	45,01%	32,99%	11,99%	8
12	JUMBO	34.241.000 €	19.951.167 €	203.108.753 €	35.941.038 €	1.700.038 €	29,73%	21,86%	7,87%	9
13	ΒΙΟΧΑΛΚΟ	33.640.735 €	-152.807.077 €	2.335.827.673 €	14.544.656 €	-19.096.079 €	3,46%	-7,77%	7,16%	15
14	ΕΥΔΑΠ	19.984.000 €	-49.984.699 €	790.316.000 €	26.554.733 €	6.570.733 €	2,65%	-8,18%	9,68%	13
15	ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ	15.171.000 €	-8.306.416 €	293.009.000 €	15.136.045 €	-34.955 €	9,39%	-1,31%	8,00%	12
16	ΟΛΠ	11.320.098 €	-532.395 €	170.707.128 €	12.327.914 €	1.007.816 €	7,45%	-0,30%	7,53%	11
17	ΟΤΕ	-237.200.000 €	-632.369.259 €	4.521.200.000 €	-201.914.458 €	35.285.542 €	-8,76%	-18,28%	9,52%	17
	Μέσος Όρος	116.202.661 €	-10.796.753 €	1.723.199.160 €	130.231.420 €	14.028.759 €	25,08%	16,26%	8,02%	

Πίνακας 120: Κατάταξη επιχειρήσεων βάσει Καθαρών κερδών μετά φόρων - Έτος 2005

	Επιχείρηση	Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	EVA	Invested Capital	NOPAT	NOPAT - Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	Return on Equity (ROE)	ROE-Ce	WACC	Κατάταξη βάσει EVA
1	COCA COLA	294.200.000 €	-235.194.185 €	5.471.611.891 €	269.859.563 €	-24.340.437 €	10,56%	-0,38%	9,23%	14
2	ΟΤΕ	271.500.000 €	-554.692.617 €	4.882.400.000 €	111.683.232 €	-159.816.768 €	12,79%	-5,31%	13,65%	18
3	ΟΠΑΠ	199.224.000 €	6.134.805 €	1.219.086.818 €	204.490.458 €	5.266.458 €	17,06%	0,79%	16,27%	5
4	FOLLI FOLLIE	145.440.852 €	15.208.142 €	1.661.832.416 €	147.981.354 €	2.540.502 €	10,90%	2,91%	7,99%	2
5	ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ	113.667.000 €	-74.343.295 €	1.720.855.857 €	104.978.327 €	-8.688.673 €	12,50%	-3,25%	10,42%	10
6	JUMBO	101.249.161 €	8.121.775 €	1.014.675.728 €	105.295.743 €	4.046.582 €	13,60%	3,34%	9,58%	3
7	ΔΕΗ	91.320.000 €	-912.096.665 €	11.460.069.000 €	290.354.252 €	199.034.252 €	1,49%	-21,38%	10,49%	20
8	ΜΕΤΚΑ	90.319.000 €	7.072.783 €	531.701.000 €	72.756.965 €	-17.562.035 €	17,79%	5,39%	12,35%	4
9	Aegean	80.245.000 €	52.595.421 €	817.296.653 €	87.751.396 €	7.506.396 €	37,07%	32,44%	4,30%	1
10	GRIVALIA	49.995.000 €	-4.606.479 €	921.578.000 €	51.431.354 €	1.436.354 €	5,85%	-0,52%	6,08%	6
11	ΕΥΔΑΠ	41.923.000 €	-90.668.297 €	1.029.515.000 €	47.479.930 €	5.556.930 €	4,55%	-8,87%	13,42%	11
12	ΤΙΤΑΝ	35.717.000 €	-108.318.786 €	2.336.467.553 €	50.026.954 €	14.309.954 €	2,37%	-4,89%	6,78%	13
13	ΟΛΠ	6.763.883 €	-20.018.757 €	289.673.411 €	8.815.651 €	2.051.768 €	4,01%	-7,71%	9,95%	7
14	ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ	5.847.000 €	-67.363.608 €	696.869.200 €	841.756 €	-5.005.244 €	1,74%	-13,15%	9,79%	9
15	LAMDA	-23.501.000 €	-59.653.578 €	806.306.821 €	-20.252.588 €	3.248.412 €	-6,06%	-13,40%	4,89%	8
16	ΕΛΛΑΚΤΩΡ	-33.275.000 €	-309.508.908 €	2.568.092.276 €	-70.202.674 €	-36.927.674 €	-3,78%	-22,74%	9,32%	17
17	ΤΕΡΝΑ	-48.029.000 €	-106.093.417 €	266.016.600 €	-63.569.423 €	-15.540.423 €	-76,04%	-98,05%	15,99%	12
18	MOTOR OIL	-83.180.000 €	-245.558.500 €	1.748.031.892 €	-117.421.102 €	-34.241.102 €	-20,19%	-31,35%	7,33%	15
19	ΒΙΟΧΑΛΚΟ	-87.543.000 €	-260.679.783 €	2.517.894.218 €	-115.350.590 €	-27.807.590 €	-9,51%	-18,73%	5,77%	16
20	ΕΛΠΕ	-368.590.000 €	-648.291.621 €	4.813.624.908 €	-315.721.244 €	52.868.756 €	-22,78%	-33,78%	6,91%	19
	Μέσος Όρος	44.164.645 €	-180.397.778 €	2.338.679.962 €	42.561.466 €	-1.603.179 €	0,70%	-11,93%	9,53%	

Πίνακας 121:Κατάταξη επιχειρήσεων βάσει Καθαρών κερδών μετά φόρων - Έτος 2014

	Επιχείρηση	Return on Equity (ROE)	Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	EVA	Invested Capital	NOPAT	NOPAT - Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	ROE-Ce	WACC	Κατάταξη βάσει EVA
1	ΟΠΑΠ	95,60%	443.723.000 €	415.894.697 €	504.837.085 €	452.179.314 €	8.456.314 €	88,41%	7,19%	1
2	ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ	65,79%	256.199.982 €	221.890.296 €	476.371.907 €	276.218.983 €	20.019.001 €	54,38%	11,40%	2
3	ΜΕΤΚΑ	45,01%	38.706.038 €	25.146.128 €	100.745.476 €	37.230.123 €	-1.475.915 €	32,99%	11,99%	8
4	MOTOR OIL	39,23%	131.635.000 €	63.687.176 €	1.019.941.719 €	120.120.129 €	-11.514.871 €	33,70%	5,53%	6
5	FOLLI FOLLIE	36,29%	56.663.495 €	35.614.961 €	291.392.381 €	57.892.566 €	1.229.071 €	28,65%	7,65%	7
6	LAMDA	33,42%	88.033.883 €	97.230.400 €	769.756.297 €	132.966.012 €	44.932.129 €	26,02%	4,64%	5
7	JUMBO	29,73%	34.241.000 €	19.951.167 €	203.108.753 €	35.941.038 €	1.700.038 €	21,86%	7,87%	9
8	ΤΙΤΑΝ	24,42%	213.050.000 €	144.031.705 €	1.422.541.515 €	229.103.874 €	16.053.874 €	18,44%	5,98%	3
9	ΕΛΠΕ	15,82%	340.884.000 €	125.036.688 €	3.069.252.800 €	328.443.566 €	-12.440.434 €	9,19%	6,63%	4
10	COCA COLA	13,62%	320.400.000 €	-117.425.534 €	4.382.475.389 €	321.103.128 €	703.128 €	1,29%	10,01%	14
11	ΕΛΛΑΚΤΩΡ	10,63%	73.277.000 €	16.651.847 €	868.337.600 €	80.914.707 €	7.637.707 €	1,70%	7,40%	10
12	ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ	9,39%	15.171.000 €	-8.306.416 €	293.009.000 €	15.136.045 €	-34.955 €	-1,31%	8,00%	12
13	ΟΛΠ	7,45%	11.320.098 €	-532.395 €	170.707.128 €	12.327.914 €	1.007.816 €	-0,30%	7,53%	11
14	ΒΙΟΧΑΛΚΟ	3,46%	33.640.735 €	-152.807.077 €	2.335.827.673 €	14.544.656 €	-19.096.079 €	-7,77%	7,16%	15
15	ΕΥΔΑΠ	2,65%	19.984.000 €	-49.984.699 €	790.316.000 €	26.554.733 €	6.570.733 €	-8,18%	9,68%	13
16	ΔΕΗ	2,61%	135.716.000 €	-387.254.485 €	8.074.565.000 €	275.171.803 €	139.455.803 €	-4,35%	8,20%	16
17	ΟΤΕ	-8,76%	-237.200.000 €	-632.369.259 €	4.521.200.000 €	-201.914.458 €	35.285.542 €	-18,28%	9,52%	17
	Μέσος Όρος	25,08%	116.202.661 €	-10.796.753 €	1.723.199.160 €	130.231.420 €	14.028.759 €	16,26%	8,02%	

Πίνακας 122: Κατάταξη επιχειρήσεων βάσει ROE - Έτος 2005

	Επιχείρηση	Return on Equity (ROE)	Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	EVA	Invested Capital	NOPAT	NOPAT - Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	ROE-Ce	WACC	Κατάταξη βάσει EVA
1	Aegean	37,07%	80.245.000 €	52.595.421 €	817.296.653 €	87.751.396 €	7.506.396 €	32,44%	4,30%	1
2	ΜΕΤΚΑ	17,79%	90.319.000 €	7.072.783 €	531.701.000 €	72.756.965 €	-17.562.035 €	5,39%	12,35%	4
3	ΟΠΑΠ	17,06%	199.224.000 €	6.134.805 €	1.219.086.818 €	204.490.458 €	5.266.458 €	0,79%	16,27%	5
4	JUMBO	13,60%	101.249.161 €	8.121.775 €	1.014.675.728 €	105.295.743 €	4.046.582 €	3,34%	9,58%	3
5	ΟΤΕ	12,79%	271.500.000 €	-554.692.617 €	4.882.400.000 €	111.683.232 €	-159.816.768 €	-5,31%	13,65%	18
6	ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ	12,50%	113.667.000 €	-74.343.295 €	1.720.855.857 €	104.978.327 €	-8.688.673 €	-3,25%	10,42%	10
7	FOLLI FOLLIE	10,90%	145.440.852 €	15.208.142 €	1.661.832.416 €	147.981.354 €	2.540.502 €	2,91%	7,99%	2
8	COCA COLA	10,56%	294.200.000 €	-235.194.185 €	5.471.611.891 €	269.859.563 €	-24.340.437 €	-0,38%	9,23%	14
9	GRIVALIA	5,85%	49.995.000 €	-4.606.479 €	921.578.000 €	51.431.354 €	1.436.354 €	-0,52%	6,08%	6
10	ΕΥΔΑΠ	4,55%	41.923.000 €	-90.668.297 €	1.029.515.000 €	47.479.930 €	5.556.930 €	-8,87%	13,42%	11
11	ΟΛΠ	4,01%	6.763.883 €	-20.018.757 €	289.673.411 €	8.815.651 €	2.051.768 €	-7,71%	9,95%	7
12	ΤΙΤΑΝ	2,37%	35.717.000 €	-108.318.786 €	2.336.467.553 €	50.026.954 €	14.309.954 €	-4,89%	6,78%	13
13	ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ	1,74%	5.847.000 €	-67.363.608 €	696.869.200 €	841.756 €	-5.005.244 €	-13,15%	9,79%	9
14	ΔΕΗ	1,49%	91.320.000 €	-912.096.665 €	11.460.069.000 €	290.354.252 €	199.034.252 €	-21,38%	10,49%	20
15	ΕΛΛΑΚΤΩΡ	-3,78%	-33.275.000 €	-309.508.908 €	2.568.092.276 €	-70.202.674 €	-36.927.674 €	-22,74%	9,32%	17
16	LAMDA	-6,06%	-23.501.000 €	-59.653.578 €	806.306.821 €	-20.252.588 €	3.248.412 €	-13,40%	4,89%	8
17	ΒΙΟΧΑΛΚΟ	-9,51%	-87.543.000 €	-260.679.783 €	2.517.894.218 €	-115.350.590 €	-27.807.590 €	-18,73%	5,77%	16
18	MOTOR OIL	-20,19%	-83.180.000 €	-245.558.500 €	1.748.031.892 €	-117.421.102 €	-34.241.102 €	-31,35%	7,33%	15
19	ΕΛΠΕ	-22,78%	-368.590.000 €	-648.291.621 €	4.813.624.908 €	-315.721.244 €	52.868.756 €	-33,78%	6,91%	19
20	ΤΕΡΝΑ	-76,04%	-48.029.000 €	-106.093.417 €	266.016.600 €	-63.569.423 €	-15.540.423 €	-98,05%	15,99%	12
	Μέσος Όρος	0,70%	44.164.645 €	-180.397.778 €	2.338.679.962 €	42.561.466 €	-1.603.179 €	-11,93%	9,53%	

Πίνακας 123: Κατάταξη επιχειρήσεων βάσει ROE - Έτος 2014

	Επιχείρηση	WACC	Return on Equity (ROE)	Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	EVA	Invested Capital	NOPAT	NOPAT - Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	ROE-Ce	Κατάταξη βάσει EVA
1	ΜΕΤΚΑ	11,99%	45,01%	38.706.038 €	25.146.128 €	100.745.476 €	37.230.123 €	-1.475.915 €	32,99%	8
2	ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ	11,40%	65,79%	256.199.982 €	221.890.296 €	476.371.907 €	276.218.983 €	20.019.001 €	54,38%	2
3	COCA COLA	10,01%	13,62%	320.400.000 €	-117.425.534 €	4.382.475.389 €	321.103.128 €	703.128 €	1,29%	14
4	ΕΥΔΑΠ	9,68%	2,65%	19.984.000 €	-49.984.699 €	790.316.000 €	26.554.733 €	6.570.733 €	-8,18%	13
5	ΟΤΕ	9,52%	-8,76%	-237.200.000 €	-632.369.259 €	4.521.200.000 €	-201.914.458 €	35.285.542 €	-18,28%	17
6	ΔΕΗ	8,20%	2,61%	135.716.000 €	-387.254.485 €	8.074.565.000 €	275.171.803 €	139.455.803 €	-4,35%	16
7	ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ	8,00%	9,39%	15.171.000 €	-8.306.416 €	293.009.000 €	15.136.045 €	-34.955 €	-1,31%	12
8	JUMBO	7,87%	29,73%	34.241.000 €	19.951.167 €	203.108.753 €	35.941.038 €	1.700.038 €	21,86%	9
9	FOLLI FOLLIE	7,65%	36,29%	56.663.495 €	35.614.961 €	291.392.381 €	57.892.566 €	1.229.071 €	28,65%	7
10	ΟΛΠ	7,53%	7,45%	11.320.098 €	-532.395 €	170.707.128 €	12.327.914 €	1.007.816 €	-0,30%	11
11	ΕΛΛΑΚΤΩΡ	7,40%	10,63%	73.277.000 €	16.651.847 €	868.337.600 €	80.914.707 €	7.637.707 €	1,70%	10
12	ΟΠΑΠ	7,19%	95,60%	443.723.000 €	415.894.697 €	504.837.085 €	452.179.314 €	8.456.314 €	88,41%	1
13	ΒΙΟΧΑΛΚΟ	7,16%	3,46%	33.640.735 €	-152.807.077 €	2.335.827.673 €	14.544.656 €	-19.096.079 €	-7,77%	15
14	ΕΛΠΕ	6,63%	15,82%	340.884.000 €	125.036.688 €	3.069.252.800 €	328.443.566 €	-12.440.434 €	9,19%	4
15	ΤΙΤΑΝ	5,98%	24,42%	213.050.000 €	144.031.705 €	1.422.541.515 €	229.103.874 €	16.053.874 €	18,44%	3
16	MOTOR OIL	5,53%	39,23%	131.635.000 €	63.687.176 €	1.019.941.719 €	120.120.129 €	-11.514.871 €	33,70%	6
17	LAMDA	4,64%	33,42%	88.033.883 €	97.230.400 €	769.756.297 €	132.966.012 €	44.932.129 €	26,02%	5
	Μέσος Όρος	8,02%	25,08%	116.202.661 €	-10.796.753 €	1.723.199.160 €	130.231.420 €	14.028.759 €	16,26%	

Πίνακας 124: Κατάταξη επιχειρήσεων βάσει WACC - Έτος 2005

	Επιχείρηση	WACC	Return on Equity (ROE)	Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	EVA	Invested Capital	NOPAT	NOPAT - Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	ROE-Ce	Κατάταξη βάσει EVA
1	ΟΠΑΠ	16,27%	17,06%	199.224.000 €	6.134.805 €	1.219.086.818 €	204.490.458 €	5.266.458 €	0,79%	5
2	ΤΕΡΝΑ	15,99%	-76,04%	-48.029.000 €	-106.093.417 €	266.016.600 €	-63.569.423 €	-15.540.423 €	-98,05%	12
3	ΟΤΕ	13,65%	12,79%	271.500.000 €	-554.692.617 €	4.882.400.000 €	111.683.232 €	-159.816.768 €	-5,31%	18
4	ΕΥΔΑΠ	13,42%	4,55%	41.923.000 €	-90.668.297 €	1.029.515.000 €	47.479.930 €	5.556.930 €	-8,87%	11
5	ΜΕΤΚΑ	12,35%	17,79%	90.319.000 €	7.072.783 €	531.701.000 €	72.756.965 €	-17.562.035 €	5,39%	4
6	ΔΕΗ	10,49%	1,49%	91.320.000 €	-912.096.665 €	11.460.069.000 €	290.354.252 €	199.034.252 €	-21,38%	20
7	ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ	10,42%	12,50%	113.667.000 €	-74.343.295 €	1.720.855.857 €	104.978.327 €	-8.688.673 €	-3,25%	10
8	ΟΛΠ	9,95%	4,01%	6.763.883 €	-20.018.757 €	289.673.411 €	8.815.651 €	2.051.768 €	-7,71%	7
9	ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ	9,79%	1,74%	5.847.000 €	-67.363.608 €	696.869.200 €	841.756 €	-5.005.244 €	-13,15%	9
10	JUMBO	9,58%	13,60%	101.249.161 €	8.121.775 €	1.014.675.728 €	105.295.743 €	4.046.582 €	3,34%	3
11	ΕΛΛΑΚΤΩΡ	9,32%	-3,78%	-33.275.000 €	-309.508.908 €	2.568.092.276 €	-70.202.674 €	-36.927.674 €	-22,74%	17
12	COCA COLA	9,23%	10,56%	294.200.000 €	-235.194.185 €	5.471.611.891 €	269.859.563 €	-24.340.437 €	-0,38%	14
13	FOLLI FOLLIE	7,99%	10,90%	145.440.852 €	15.208.142 €	1.661.832.416 €	147.981.354 €	2.540.502 €	2,91%	2
14	MOTOR OIL	7,33%	-20,19%	-83.180.000 €	-245.558.500 €	1.748.031.892 €	-117.421.102 €	-34.241.102 €	-31,35%	15
15	ΕΛΠΕ	6,91%	-22,78%	-368.590.000 €	-648.291.621 €	4.813.624.908 €	-315.721.244 €	52.868.756 €	-33,78%	19
16	ΤΙΤΑΝ	6,78%	2,37%	35.717.000 €	-108.318.786 €	2.336.467.553 €	50.026.954 €	14.309.954 €	-4,89%	13
17	GRIVALIA	6,08%	5,85%	49.995.000 €	-4.606.479 €	921.578.000 €	51.431.354 €	1.436.354 €	-0,52%	6
18	ΒΙΟΧΑΛΚΟ	5,77%	-9,51%	-87.543.000 €	-260.679.783 €	2.517.894.218 €	-115.350.590 €	-27.807.590 €	-18,73%	16
19	LAMDA	4,89%	-6,06%	-23.501.000 €	-59.653.578 €	806.306.821 €	-20.252.588 €	3.248.412 €	-13,40%	8
20	Aegean	4,30%	37,07%	80.245.000 €	52.595.421 €	817.296.653 €	87.751.396 €	7.506.396 €	32,44%	1
	Μέσος Όρος	9,53%	0,70%	44.164.645 €	-180.397.778 €	2.338.679.962 €	42.561.466 €	-1.603.179 €	-11,93%	

Πίνακας 125: Κατάταξη επιχειρήσεων βάσει WACC - Έτος 2014

Παράρτημα 3

Οικονομικές καταστάσεις TITAN

Κατάσταση Ισολογισμού

(ποσά σε κιλιάδες €)

Σημ.	Όμιλος		Εταιρία		
	Ποσά κλειόμενης χρήσεως 2005	Ποσά προηγούμενης χρήσεως 2004	Ποσά κλειόμενης χρήσεως 2005	Ποσά προηγούμενης χρήσεως 2004	
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
Ενοώματες ακινητοποιήσεις	8	1.149.845	972.375	248.293	233.471
Ασώματες ακινητοποιήσεις	9	94.990	102.213	-	-
Επενδυτικά ακίνητα	10	-	-	7.226	7.161
Συμμετοχές σε θυγατρικές	28	-	-	512.615	512.728
Διαθέσιμα προς πώληση χρηματοοικονομικά στοιχεία	11	4.277	1.421	107	107
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	13	8.146	5.415	1.603	2.420
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	19	746	2.988	3.761	2.005
Σύνολο παγίου ενεργητικού		1.258.004	1.084.412	773.605	757.892
Αποθέματα	14	175.954	136.193	64.685	57.933
Απαιτήσεις και προπληρωμές	15	272.418	231.374	131.475	89.396
Διαθέσιμα προς πώληση χρηματοοικονομικά στοιχεία	11	2.346	3.380	942	1.141
Διαθέσιμα και ταμιακά ισοδύναμα	16	95.142	78.408	17	21
Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού		545.860	449.355	197.119	148.491
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ		1.803.864	1.533.767	970.724	906.383
ΠΑΘΗΤΙΚΟ					
Μακροπρόθεσμες τραπεζικές υποχρεώσεις	18	425.025	408.083	62.203	62.378
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	19	143.509	120.696	34.219	44.410
Υποχρεώσεις συνταξιοδοτικών παρακέντρων	20	38.937	39.642	23.293	24.114
Προβλέψεις	21	14.136	18.045	3.418	3.749
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	12	9.601	9.840	7.450	6.210
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις		631.208	596.306	130.583	140.861
Βραχυπρόθεσμες τραπεζικές υποχρεώσεις	18	64.538	85.029	48.996	56.643
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	17	136.259	114.257	51.805	56.276
Υποχρεώσεις από φόρο εισοδήματος		27.600	17.052	17.786	7.526
Προβλέψεις	21	4.477	1.016	-	-
Μερίσματα πληρωτέα		51.012	44.121	51.012	44.121
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις		283.886	261.475	169.599	164.566
Σύνολο υποχρεώσεων (α)		915.094	857.781	300.182	305.427
Μετοχικό κεφάλαιο	24	191.524	187.844	191.524	187.844
Αποθεματικά	25	389.923	274.552	458.573	392.667
Κέρδη εις νέο		290.943	188.123	20.445	20.445
Καθαρή Θέση Μετόχων Εταιρίας		872.390	650.519	670.542	600.956
Δικαιώματα Μειοψηφίας	30	16.380	25.467	-	-
Σύνολο Καθαρής Θέσης (β)		888.770	675.986	670.542	600.956
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ (α+β)		1.803.864	1.533.767	970.724	906.383

Κατάσταση Λογαριασμού Αποτελεσμάτων Χρήσεως

(ποσά σε κιλιάδες €)

Σημ.	Όμιλος		Εταιρία		
	Ποσά κλειόμενης χρήσεως 2005	Ποσά προηγούμενης χρήσεως 2004	Ποσά κλειόμενης χρήσεως 2005	Ποσά προηγούμενης χρήσεως 2004	
Κύκλος εργασιών	1	1.341.727	1.142.474	439.713	430.680
Κόστος πωλήσεων		-852.579	-726.190	-265.067	-252.172
Μικτά κέρδη		489.148	416.284	174.646	178.508
Άλλα έσοδα / (έξοδα) εκμετάλλευσης		-591	-3.814	4.516	-244
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας		-79.974	-74.686	-32.378	-29.874
Έξοδα λειτουργίας διαβάσεως		-19.410	-19.312	-3.870	-3.621
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και αποσβέσεων		389.173	318.472	142.914	144.769
Αποσβέσεις		-72.015	-63.647	-10.672	-10.314
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων	2	317.158	254.825	132.242	134.455
Έσοδα συμμετοκών και κρεογράφων		1.008	405	29.175	13.773
Έσοδα / (έξοδα) χρηματοοικονομικής λειτουργίας	3	-25.098	-12.625	-16.400	721
Κέρδη προ φόρων		293.068	242.605	145.017	148.949
Μείον φόροι	5	-80.018	-62.948	-39.207	-44.600
Κέρδη μετά από φόρους		213.050	179.657	105.810	104.349
Τα καθαρά κέρδη αναλογούν σε:					
Μετόχους της Εταιρίας		210.128	176.951	105.810	104.349
Δικαιώματα Μειοψηφίας		2.922	2.706	-	-
Βασικά κέρδη ανά εκδοθείσα μετοχή (σε €)	6	2,50	2,11	1,26	1,24
Προσαρμοσμένα κέρδη ανά εκδοθείσα μετοχή (σε €)	6	2,49	2,10	1,25	1,24

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ
(Ποσά εκφρασμένα σε χιλιάδες €)

	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ		ΕΤΑΙΡΙΑ	
	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2013
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ				
Ιδιοχρησιμοποιούμενα ενσώματα πάγια στοιχεία	1.673.010	1.564.945	236.468	232.332
Επενδύσεις σε ακίνητα	9.267	13.220	9.908	13.973
Άλλα περιουσιακά στοιχεία	446.080	414.028	1.973	1.185
Λοπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	106.660	91.644	848.878	1.246.708
Αποθέματα	275.774	221.376	72.830	69.694
Απαιτήσεις από πελάτες	95.288	112.340	36.856	28.708
Λοπά κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	62.224	62.045	16.374	17.023
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	142.946	184.257	16.971	8.780
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	2.811.249	2.663.855	1.240.258	1.618.403
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ				
Μετοχικό Κεφάλαιο (84.632.528 μετοχές των € 4,00)	338.530	338.530	338.530	338.530
Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτο	22.826	22.826	22.826	22.826
Δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών	1.620	3.971	1.620	3.971
Ίδιες μετοχές	-83.633	-87.680	-83.633	-87.680
Λοπά στοιχεία Ιδίων Κεφαλαίων	1.227.662	1.138.480	543.958	460.021
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων Μετόχων Εταιρίας (α)	1.507.005	1.416.127	823.301	737.668
Μη ελέγχουσες συμμετοχές (β)	120.590	122.683	-	-
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων (γ)=(α)+(β)	1.627.595	1.538.810	823.301	737.668
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	634.195	599.069	336.694	745.835
Προβλέψεις/Λοπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	264.225	229.494	24.133	31.807
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	49.522	93.724	95	50.173
Λοπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	235.712	202.758	56.035	52.920
Σύνολο υποχρεώσεων (δ)	1.183.654	1.125.045	416.957	880.735
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ (γ)+(δ)	2.811.249	2.663.855	1.240.258	1.618.403

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ
(Ποσά εκφρασμένα σε χιλιάδες €)

	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ		ΕΤΑΙΡΙΑ	
	1/1-31/12/2014	1/1-31/12/2013	1/1-31/12/2014	1/1-31/12/2013
Κύκλος εργασιών	1.158.414	1.127.936	263.969	234.712
Κόστος πωλήσεων	-863.906	-846.329	-208.026	-197.677
Μικτά κέρδη προ αποσβέσεων	294.508	281.607	55.943	37.035
Άλλα έσοδα εκμετάλλευσης	6.476	12.878	10.179	5.682
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	-100.927	-91.185	-35.372	-31.530
Έξοδα λειτουργίας διάθεσης	-18.466	-16.941	-133	-185
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και αποσβέσεων	181.591	186.359	30.617	11.002
Αποσβέσεις και απομειώσεις ενσώματων/ασώματων ακινητοποιήσεων	-105.035	-114.826	-12.704	-13.062
Κέρδη/(ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών	76.556	71.533	17.913	-2.060
Έσοδα συμμετοχών και χρεογράφων	-	-	112.000	-
Έξοδα συμμετοχών και χρεογράφων	-1.609	-281	-5.211	-281
Έσοδα(έξοδα) χρηματοοικονομικής λειτουργίας	-33.071	-79.951	-41.576	-44.430
Συμμετοχή στα κέρδη/(ζημιές) συγγενών εταιριών και κοινοπραξιών	4.945	-661	-	-
Κέρδη/(ζημιές) προ φόρων	46.821	-9.360	83.126	-46.771
(Μείον) Πλέον: Φόρος εισοδήματος	-11.104	-19.636	8.598	3.617
Κέρδη/(ζημιές) μετά από φόρους (α)	35.717	-28.996	91.724	-43.154
Τα καθαρά κέρδη/(ζημιές) αναλογούν σε :				
Μετόχους της Εταιρίας	30.947	-36.074	91.724	-43.154
Μη ελέγχουσες συμμετοχές	4.770	7.078	-	-
Κέρδη/(ζημιές) μετά από φόρους ανά μετοχή - βασικές (σε €)	0,37902	-0,44238	1,12337	-0,52920
Κέρδη/(ζημιές) μετά από φόρους ανά μετοχή - προσαρμοσμένες (σε €)	0,37670	-0,43973	1,11651	-0,52603

Οικονομικές καταστάσεις ΟΤΕ

(Ποσά σε εκατομμύρια Ευρώ)

Σημειώσεις	2005		2004		
	ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΟΜΙΛΟΣ	ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΟΜΙΛΟΣ	
ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ					
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία					
Ενσώματα πάγια	5	3.032,2	6.739,6	3.404,7	6.909,7
Υπεραξία	6	-	72,4	-	70,8
Τηλεπικοινωνιακές άδειες	7	4,2	393,0	4,6	381,0
Συμμετοχές	8	1.684,1	159,3	1.834,5	221,3
Προκαταβολές σε ασφαλιστικά ταμεία	17	180,7	180,7	215,8	215,8
Αναβαλλόμενοι φόροι	20	222,2	257,7	17,7	66,3
Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	9	63,2	126,6	89,8	195,3
Σύνολο μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων		5.186,6	7.929,3	5.567,1	8.060,2
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία					
Αποθέματα		29,7	130,3	34,6	132,4
Πελάτες	10	779,4	1.066,7	908,3	1.071,7
Λοιπά κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	11	321,1	411,1	188,5	269,4
Ταμειακά διαθέσιμα	12	844,3	1.512,2	370,0	870,3
Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων		1.974,5	3.120,3	1.501,4	2.343,8
ΣΥΝΟΛΟ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ		7.161,1	11.049,6	7.068,5	10.404,0
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
Ίδια κεφάλαια που αναλογούν στους μετόχους της μητρικής					
Μετοχικό κεφάλαιο	13	1.172,5	1.172,5	1.174,1	1.174,1
Αποθεματικό υπέρ το άρτιο	13	486,6	486,6	487,5	487,5
Ίδιες μετοχές	13	(5,9)	(5,9)	(15,1)	(15,1)
Τακτικό αποθεματικό	14	256,7	256,7	256,7	256,7
Υπόλοιπο κερδών εις νέο		798,0	1.401,6	1.037,6	1.685,0
		2.707,9	3.311,5	2.940,8	3.588,2
Δικαιώματα μειοψηφίας		-	1.201,9	-	1.243,2
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων		2.707,9	4.513,4	2.940,8	4.831,4
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Μακροπρόθεσμα δάνεια	16	1.951,9	3.104,3	2.446,2	2.820,6
Αποζημίωση προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	17	162,1	172,7	278,5	284,6
Κόστος προγράμματος εθελουσίας εξόδου	17	603,8	603,8	-	-
Λογαριασμός Νεότητας	17	284,0	284,0	301,9	301,9
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	18	43,6	139,9	43,5	162,3
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων		3.045,4	4.304,7	3.070,1	3.569,4
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Προμηθευτές		558,8	720,6	662,5	843,4
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	19	-	14,3	-	37,3
Βραχυπρόθεσμο μέρος μακροπρόθεσμων δανείων	16	14,9	321,3	13,7	320,6
Φόρος εισοδήματος	20	-	81,9	-	99,8
Έσοδα επόμενης χρήσης		102,2	179,1	77,7	156,2
Κόστος προγράμματος εθελουσίας εξόδου	17	434,9	434,9	-	-
Μερίσματα πληρωτέα	15	5,3	5,2	7,2	7,2
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	21	291,7	474,2	296,5	538,7
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων		1.407,8	2.231,5	1.057,6	2.003,2
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ		7.161,1	11.049,6	7.068,5	10.404,0

(Ποσά σε εκατομμύρια Ευρώ, πλην αριθμού μετοχών και στοιχείων ανά μετοχή)

Κύκλος εργασιών

Σημ.	ΧΡΗΣΗ 2005		ΧΡΗΣΗ 2004		
	ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΟΜΙΛΟΣ	ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΟΜΙΛΟΣ	
	22	1.617,3	2.312,2	1.641,4	2.271,7
Έσοδα τηλεφωνίας εσωτερικού					
Έσοδα διεθνούς τηλεφωνίας	22	216,0	391,0	217,2	376,6
Έσοδα κινητής τηλεφωνίας	22	-	1.752,2	-	1.555,6
Λοιπά έσοδα	22	873,7	1.019,7	887,8	1.015,4
Σύνολο κύκλου εργασιών		2.707,0	5.475,1	2.746,4	5.219,3

Λειτουργικά έξοδα

Αποδοχές προσωπικού		(849,8)	(1.327,1)	(818,5)	(1.234,3)
Κόστος προγράμματος εθελουσίας εξόδου		(939,6)	(939,6)	(28,9)	(28,9)
Χρεώσεις από διεθνείς τηλεπ/κούς παρόχους		(103,1)	(175,1)	(130,7)	(189,6)
Χρεώσεις από εγχώριους τηλεπ/κούς παρόχους		(372,7)	(665,5)	(394,9)	(647,2)
Αποσβέσεις		(542,6)	(1.107,4)	(552,7)	(1.067,6)
Αντιλογισμός απομείωσης αξίας παγίων στοιχείων	8	-	75,7	-	-
Διαγραφή υποχρεώσεων προς προμηθευτές	8	-	23,8	-	-
Λοιπά λειτουργικά έξοδα	23	(721,6)	(1.335,9)	(823,6)	(1.437,6)
Σύνολο λειτουργικών εξόδων		(3.529,4)	(5.451,1)	(2.749,3)	(4.605,2)

Λειτουργικά κέρδη / (ζημιές) προ χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων

		(822,4)	24,0	(2,9)	614,1
--	--	----------------	-------------	--------------	--------------

Χρηματοοικονομικά αποτελέσματα

Χρεωστικοί τόκοι		(130,1)	(163,2)	(127,8)	(165,3)
Πιστωτικοί τόκοι		39,4	53,9	49,1	43,6
Συναλλαγματικές διαφορές		(2,6)	34,7	(10,3)	33,0
Διαγραφή απαιτήσεων	8	-	-	(21,3)	(21,3)
Έσοδα από μερίσματα	8	335,3	20,4	122,0	9,5
Κέρδη/(ζημιές) από συμμετοχές		150,2	33,5	(0,4)	3,2
Σύνολο χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων		392,2	(20,7)	11,3	(97,3)

Κέρδη/(ζημιές) προ φόρων

		(430,2)	3,3	8,4	516,8
--	--	----------------	------------	------------	--------------

Φόρος εισοδήματος

20	193,0	(19,8)	(41,9)	(222,5)
----	-------	--------	--------	---------

Κέρδη/(ζημιές) χρήσης

		(237,2)	(16,5)	(33,5)	294,3
--	--	----------------	---------------	---------------	--------------

Κατανεμόμενα σε:

Μετόχους της μητρικής		(237,2)	(216,8)	(33,5)	117,1
Δικαιώματα μειοψηφίας		-	200,3	-	177,2
		(237,2)	(16,5)	(33,5)	294,3

Βασικά κέρδη / (ζημιές) ανά μετοχή

		(0,4839)	(0,4424)	(0,0683)	0,2389
--	--	-----------------	-----------------	-----------------	---------------

Απομειωμένα κέρδη / (ζημιές) ανά μετοχή

		(0,4839)	(0,4424)	(0,0683)	0,2389
--	--	-----------------	-----------------	-----------------	---------------

Μέσος σταθμικός αριθμός μετοχών

		490.150.389	490.150.389	490.150.389	490.150.389
--	--	--------------------	--------------------	--------------------	--------------------

(Ποσά σε εκατομμύρια Ευρώ)	Σημειώσεις	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
		2014	2013	2014	2013
ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ					
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία					
Ενομήματα πάγια	4	3.103,3	3.278,9	1.277,5	1.356,4
Υπεραξία	5	505,9	506,0	-	-
Τηλεπικοινωνιακές άδειες	6	575,4	474,8	4,6	2,7
Λοιπά άυλα περιουσιακά στοιχεία	7	568,2	506,6	225,8	139,3
Συμμετοχές	8	0,2	0,1	3.539,5	3.538,5
Δάνεια και προκαταβολές σε ασφαλιστικά ταμεία	19	104,4	110,9	104,4	110,9
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	22	360,0	393,9	178,6	223,2
Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	9	93,0	78,0	63,4	48,2
Σύνολο μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων		5.310,4	5.349,2	5.393,8	5.419,2
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία					
Αποθέματα	10	87,9	97,0	11,8	16,7
Πελάτες	11	684,9	703,3	349,1	332,0
Λοιπά χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία	12	3,7	16,5	2,2	11,4
Λοιπά κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	13	203,0	228,5	110,7	104,3
Δεσμευμένα ταμειακά διαθέσιμα		4,5	4,5	-	-
Ταμειακά διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα	14	1.509,9	1.444,3	613,1	426,6
Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων		2.493,9	2.494,1	1.086,9	891,0
ΣΥΝΟΛΟ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ		7.804,3	7.843,3	6.480,7	6.310,2
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
Ίδια κεφάλαια που αναλογούν στους μετόχους της Εταιρείας					
Μετοχικό κεφάλαιο	15	1.387,1	1.387,1	1.387,1	1.387,1
Αποθεματικό υπέρ το άρτιο	15	496,7	511,9	496,7	511,9
Ίδιες μετοχές	15	(14,8)	(11,2)	(14,8)	(11,2)
Τακτικό αποθεματικό	16	352,7	347,2	352,7	347,2
Συναλλαγματικές διαφορές και λοιπά αποθεματικά	16	(186,6)	(157,9)	(31,1)	(11,3)
Μεταβολές σε ποσοστά μη ελεγχουσών συμμετοχών	8	(3.314,1)	(3.315,2)	-	-
Υπόλοιπο κερδών εις νέο	16	3.401,0	3.158,4	496,9	393,1
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων που αναλογούν στους μετόχους της Εταιρείας		2.122,0	1.920,3	2.687,5	2.616,8
Μη ελέγχουσες συμμετοχές	8	376,4	375,4	-	-
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων		2.498,4	2.295,7	2.687,5	2.616,8
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Μακροπρόθεσμα δάνεια	18	2.173,1	2.556,5	1.316,7	1.600,6
Πρόβλεψη αποζημίωσης προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	19	244,6	199,3	206,5	171,4
Πρόβλεψη για λογαριασμό νεότητας	19	188,8	182,3	188,8	182,3
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	22	60,3	68,1	-	-
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	20	204,2	133,8	205,0	161,9
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων		2.871,0	3.140,0	1.917,0	2.116,2
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Προμηθευτές		998,4	923,7	387,6	362,6
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	21	-	11,0	270,6	167,0
Βραχυπρόθεσμο μέρος μακροπρόθεσμων δανείων	18	465,4	388,9	692,0	366,8
Φόρος εισοδήματος	22	46,4	82,8	-	38,1
Έσοδα επόμενης χρήσης		143,0	147,4	78,6	80,3
Πρόβλεψη προγράμματος εθελουσίας εξόδου	19	142,9	237,9	142,9	237,9
Μερίσματα πληρωτέα	17	0,5	1,0	0,5	1,0
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	23	638,3	614,9	304,0	323,5
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων		2.434,9	2.407,6	1.876,2	1.577,2
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ		7.804,3	7.843,3	6.480,7	6.310,2

ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ (ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΗ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗ)

(Ποσά σε εκατομμύρια Ευρώ, πλην στοιχείων ανά μετοχή)	Σημειώσεις	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
		2014	2013	2014	2013
Συνεχιζόμενες δραστηριότητες					
Κύκλος εργασιών					
Σταθερή τηλεφωνία					
Έσοδα λιανικής		1.228,2	1.268,3	865,5	881,9
Έσοδα χονδρικής		610,8	606,1	328,2	345,5
Λοιπά έσοδα		332,7	303,1	220,2	221,9
Σύνολο εσόδων σταθερής τηλεφωνίας		2.171,7	2.177,5	1.413,9	1.449,3
Κινητή τηλεφωνία					
Έσοδα υπηρεσιών		1.390,7	1.489,8	-	-
Έσοδα πώλησης συσκευών		242,2	247,3	16,7	16,2
Λοιπά έσοδα		18,1	21,7	-	-
Σύνολο εσόδων κινητής τηλεφωνίας		1.651,0	1.758,8	16,7	16,2
Λοιπά έσοδα		95,7	117,8	81,1	91,7
Σύνολο κύκλου εργασιών		3.918,4	4.054,1	1.511,7	1.557,2
Λοιπά λειτουργικά έσοδα	24	66,4	42,3	4,1	10,6
Λειτουργικά έξοδα					
Έξοδα διασύνδεσης και παραγωγής		(473,6)	(468,2)	(119,8)	(140,2)
Πρόβλεψη για επισφάλειες απαιτήσεις	11	(92,0)	(84,9)	(21,9)	(20,4)
Αποδοχές προσωπικού		(697,1)	(821,5)	(315,1)	(444,5)
Κόστη σχετιζόμενα με προγράμματα πρόωρης αποχώρησης	19	(8,4)	(272,4)	-	(250,9)
Έξοδα εμπορικών προμηθειών		(151,2)	(168,7)	(9,8)	(12,0)
Κόστος εμπορευμάτων		(300,7)	(276,4)	(50,3)	(30,0)
Έξοδα συντήρησης και επισκευών		(96,4)	(91,0)	(53,7)	(46,4)
Έξοδα προώθησης		(119,8)	(113,0)	(27,0)	(24,4)
Λοιπά λειτουργικά έξοδα, εκ των οποίων:		(660,1)	(622,4)	(331,8)	(281,6)
Ενοίκια, μισθώσεις και κόστος εγκαταστάσεων		(195,0)	(200,0)	(103,3)	(104,0)
Αμοιβές και υπηρεσίες τρίτων		(129,7)	(123,8)	(136,9)	(100,0)
Λοιποί φόροι και τέλη ρυθμιστικών αρχών		(89,3)	(72,1)	(19,7)	(22,2)
Λοιπά λειτουργικά έξοδα		(246,1)	(226,5)	(71,9)	(55,4)
Σύνολο λειτουργικών εξόδων πριν από αποσβέσεις και απομειώσεις		(2.599,3)	(2.918,5)	(929,4)	(1.250,4)
Λειτουργικά κέρδη πριν από χρηματοοικονομικά αποτελέσματα, αποσβέσεις και απομειώσεις					
		1.385,5	1.177,9	586,4	317,4
Αποσβέσεις και απομειώσεις	4,6,7	(796,4)	(842,5)	(279,4)	(322,5)
Λειτουργικά κέρδη / (ζημιές) πριν από χρηματοοικονομικά αποτελέσματα		589,1	335,4	307,0	(5,1)
Έσοδα και έξοδα από χρηματοοικονομικές δραστηριότητες					
Χρειαστικοί τόκοι		(202,7)	(249,0)	(149,5)	(159,4)
Πιστωτικοί τόκοι		5,4	8,8	2,4	4,3
Συναλλαγματικές διαφορές, καθαρές		3,5	2,3	1,0	0,4
Έσοδα από μερίσματα	8	-	0,4	1,1	8,0
Απομειώσεις συμμετοχών και λοιπών χρηματοοικονομικών στοιχείων		-	0,1	-	0,1
Κέρδη / (ζημιές) από συμμετοχές και χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία		0,1	216,8	0,1	(18,0)
Κέρδη / (ζημιές) από χρηματοοικονομικές δραστηριότητες		(193,7)	(20,6)	(144,9)	(164,6)
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων					
		395,4	314,8	162,1	(169,7)
Φόρος εισοδήματος	22	(123,9)	(20,9)	(52,0)	31,7
Κέρδη/ (ζημιές) χρήσης από συνεχιζόμενες δραστηριότητες		271,5	293,9	110,1	(138,0)
Διακοπείσες δραστηριότητες					
Κέρδη χρήσης από διακοπείσες δραστηριότητες (κατανεμώμενα σε μετόχους της Εταιρείας)		-	28,9	-	-
Κέρδη/ (ζημιές) χρήσης		271,5	322,8	110,1	(138,0)
Κατανεμώμενα σε:					
Μετόχους της Εταιρείας		267,4	316,7	110,1	(138,0)
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		4,1	6,1	-	-
Κέρδη/ (ζημιές) χρήσης		271,5	322,8	110,1	(138,0)
Κέρδη ανά μετοχή από συνεχιζόμενες δραστηριότητες κατανεμώμενα σε μετόχους της Εταιρείας					
Βασικά κέρδη ανά μετοχή	25	0,5480	0,5873	-	-
Απομειωμένα κέρδη ανά μετοχή	25	0,5478	0,5847	-	-

Οικονομικές καταστάσεις ΕΛΠΕ

	Σημ.	31 Δεκεμβρίου 2005	31 Δεκεμβρίου 2004
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			
Πάγιο Ενεργητικό			
Ενσώματα πάγια	6	1.405.940	1.355.703
Αύλα περιουσιακά στοιχεία	7	94.859	83.353
Επενδύσεις σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις	8	357.858	287.484
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	17	42.255	11.003
Χρηματοοικονομικά στοιχεία διαθέσιμα προς πώληση		2.092	1.369
Δάνεια, προκαταβολές και λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	10	36.078	30.874
		1.939.082	1.769.786
Κυκλοφορούν ενεργητικό			
Αποθέματα	9	1.169.098	675.851
Πελάτες και λοιπές απαιτήσεις	11	888.079	654.891
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	12	193.630	181.178
		2.250.807	1.511.920
Σύνολο ενεργητικού		4.189.889	3.281.706
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ			
Μετοχικό κεφάλαιο	13	1.019.963	1.019.157
Αποθεματικά	14	543.642	329.023
Κέρδη/ (ζημιές) εις νέον		590.933	505.919
Κεφάλαιο και αποθεματικά αποδιδόμενα στους μετόχους της μητρικής		2.154.538	1.854.099
Αδικαιώματα μειοψηφίας		101.924	95.395
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων		2.256.462	1.949.494
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ			
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις			
Δάνεια	16	539.573	321.404
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	17	18.645	21.294
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	18	133.747	127.873
Προβλέψεις και λοιπές υποχρεώσεις	19	67.348	59.683
		759.313	530.254
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις			
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	15	637.043	497.760
Τρέχουσες φορολογικές υποχρεώσεις		153.045	56.720
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	16	356.360	247.478
Μερίσματα πληρωτέα		27.666	-
		1.174.114	801.958
Σύνολο υποχρεώσεων		1.933.427	1.332.212
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων		4.189.889	3.281.706

Ενοποιημένη κατάσταση αποτελεσμάτων

	Σημ.	Έτος που έληξε	
		31 Δεκεμβρίου 2005	31 Δεκεμβρίου 2004
Καθαρές πωλήσεις		6.653.078	4.907.278
Κόστος πωληθέντων		(5.797.277)	(4.330.634)
Μεικτό κέρδος		855.801	576.644
Έξοδα διάθεσης, διανομής και διοίκησης		(355.823)	(352.837)
Έξοδα ερευνών και ανάπτυξης		(11.579)	(13.115)
Άλλα έσοδα εκμεταλλεύσεως	21	37.982	28.063
Προβλέψεις απομείωσης		-	(28.000)
Αποτελέσματα εκμεταλλεύσεως		526.381	210.755
Αποτέλεσμα χρηματοοικονομικής λειτουργίας	22	(11.047)	(3.505)
Κέρδη / (ζημιές) από συναλλαγματικές διαφορές		(24.823)	34.099
Καθαρά αποτελέσματα συνδεδεμένων επιχειρήσεων	8	4.317	(1.695)
Κέρδη προ φόρων		494.828	239.654
Φόρος εισοδήματος	23	(153.944)	(108.882)
Καθαρά κέρδη έτους		340.884	130.772

Ενοποιημένη Κατάσταση Οικονομικής Θέσης

	Σημ.	31 Δεκεμβρίου 2014	31 Δεκεμβρίου 2013			Σημ.	Έτος που έληξε	
							31 Δεκεμβρίου 2014	31 Δεκεμβρίου 2013
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ								
Πάγιο Ενεργητικό				Κύκλος εργασιών (πωλήσεις)			9.478.444	9.674.324
Ενσώματα πάγια	6	3.398.170	3.463.119	Κόστος πωληθέντων			(9.333.608)	(9.369.172)
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	7	131.978	143.841	Μεικτό κέρδος			144.836	305.152
Επενδύσεις σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις και κοινοπραξίες	8	682.425	691.501	Έξοδα πωλήσεων και λειτουργίας διάθεσης			(323.305)	(324.007)
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	17	224.788	63.664	Έξοδα διοικητικής λειτουργίας			(116.947)	(123.596)
Χρηματοοικονομικά στοιχεία διαθέσιμα προς πώληση	3	1.547	1.163	Έξοδα ερευνών και ανάπτυξης	23		(4.266)	(2.992)
Δάνεια, προκαταβολές και μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	9	86.698	106.735	Λοιπά έσοδα / (έξοδα) - καθαρά	24		10.770	(49.869)
		4.525.606	4.470.023	Λειτουργικό αποτέλεσμα			(288.912)	(195.312)
Κυκλοφορούν ενεργητικό				Χρηματοοικονομικά (έξοδα) / έσοδα - καθαρά	25		(215.030)	(209.287)
Αποθέματα	10	637.613	1.005.264	Κέρδη / (Ζημιές) από συναλλαγματικές διαφορές	26		(9.198)	9.082
Πελάτες και λοιπές απαιτήσεις	11	708.227	737.250	Κέρδη από επενδύσεις σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις και κοινοπραξίες	8		28.245	57.391
Παράγωγα χρηματοοικονομικά στοιχεία	21	-	5.263	Κέρδη / (Ζημιές) προ φόρων			(484.895)	(338.126)
Ταμειακά διαθέσιμα, ταμειακά ισοδύναμα και δεσμευμένες καταθέσεις	12	1.847.842	959.602	Φόρος εισοδήματος	27		116.305	65.661
		3.193.682	2.707.379	Καθαρά κέρδη / (ζημιές) έτους			(368.590)	(272.465)
Σύνολο ενεργητικού		7.719.288	7.177.402					
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ								
Μετοχικό κεφάλαιο	13	1.020.081	1.020.081					
Αποθεματικά	14	435.013	566.103					
Αποτελέσματα εις νέον		163.048	512.771					
Κεφάλαιο και αποθεματικά αποδιδόμενα στους μετόχους της μητρικής		1.618.142	2.098.955					
Δικαιώματα μειοψηφίας		110.404	115.511					
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων		1.728.546	2.214.466					
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ								
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις								
Δάνεια	16	1.811.995	1.311.804					
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	17	40.953	45.405					
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	18	92.728	87.429					
Προβλέψεις	19	6.224	6.184					
Λοιπές υποχρεώσεις	20	21.861	24.584					
		1.973.761	1.475.406					
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις								
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	15	2.679.199	2.125.435					
Παράγωγα χρηματοοικονομικά στοιχεία	21	60.087	-					
Υποχρεώσεις από φόρους - τέλη		34.901	22.404					
Δάνεια	16	1.177.645	1.338.384					
Μερίσματα πληρωτέα		65.149	1.307					
		4.016.981	3.487.530					
Σύνολο υποχρεώσεων		5.990.742	4.962.936					
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων		7.719.288	7.177.402					

Οικονομικές καταστάσεις ΟΠΑΠ

	ΣΗΜ.	1/1-31/12/2005	1/1-31/12/2004
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			
Κυκλοφορούν Ενεργητικό			
Διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα	19	437.001	423.567
Αποθέματα	20	404	482
Αποτήσεις	21	61.979	36.381
Λοιπά στοιχεία κυκλοφορούντος ενεργητικού	22	172.124	227.967
Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού		671.508	688.397
Μη κυκλοφορούν ενεργητικό			
Ασώματες ακινητοποιήσεις	15	227.655	244.704
Οικόπεδα, εγκαταστάσεις και λοιπός εξοπλισμός	14	36.038	40.350
Υπεραξία	16	13.646	21.196
Επενδύσεις σε συγγενείς	17	-	338
Λοιπά στοιχεία μη κυκλοφορούντος ενεργητικού	18	11.484	11.526
Αναβαλλόμενοι φόροι ενεργητικού	25	5.355	6.538
Σύνολο μη κυκλοφορούντος ενεργητικού		294.178	324.652
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ		965.686	1.013.049
ΠΑΘΗΤΙΚΟ & ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ			
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις			
Δάνεια	26	15.118	21.574
Υποχρεώσεις	30	143.155	117.179
Φόροι		281.215	340.771
Δουλεωμένες υποχρεώσεις	31	3.077	4.858
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων		442.565	484.382
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις			
Δάνεια	26	10.227	25.345
Προγράμματα παροχών στο προσωπικό	27	23.491	23.369
Προβλέψεις	28	301	-
Άλλες μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	29	5.779	5.277
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων		39.798	53.991
Ίδια κεφάλαια			
Μετοχικό κεφάλαιο	23	95.700	95.700
Αποθεματικά	24	43.700	43.700
Μερίσματα πληρωτέα	13	299.860	296.670
Συναλλαγματικές διαφορές		179	41
Αδιανεμήτα κέρδη		43.744	38.404
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων		483.183	474.515
Δικαιώματα μειοψηφίας		140	161
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων		483.323	474.676
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ ΚΑΙ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ		965.686	1.013.049

	ΣΗΜ.	1/1-31/12/2005	1/1-31/12/2004
Έσοδα	2	3.695.234	3.177.208
Κόστος πωλήσεων	4	(2.888.971)	(2.461.189)
Μικτό κέρδος		806.263	716.019
Άλλα έσοδα εκμετάλλευσης	3	4.795	3.711
Έξοδα λειτουργίας διάθεσης	5	(80.867)	(57.286)
Έξοδα λειτουργίας διοίκησης	5	(37.352)	(28.609)
Άλλα λειτουργικά έξοδα		(2.287)	(1.928)
Έσοδα από αναστροφή προβλέψεων	6	-	148.012
Έσοδα / Ζημιές από συγγενείς επιχειρήσεις	17	(338)	338
Ζημιές από απομείωση περιουσιακών στοιχείων	7	(7.550)	-
Απόσβεση υπεραξίας		-	(2.422)
Κέρδη από λειτουργικές δραστηριότητες		682.664	777.835
Καθαρά χρηματοοικονομικά αποτελέσματα	8	10.754	6.936
Κέρδη προ φόρων		693.418	784.771
Φόρος εισοδήματος	10	(233.936)	(266.154)
Αναβαλλόμενος φόρος	10	(1.183)	(13.076)
Κέρδη μετά φόρων		458.299	505.541
Δικαιώματα μειοψηφίας		21	92
Καθαρά κέρδη χρήσεως		458.320	505.633
Βασικά κέρδη ανά μετοχή	12	1,44	1,59

	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
	31.12.2014	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2013
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ				
Ιδιοχρησιμοποιούμενα ενσώματα πάγια στοιχεία	44.205	49.314	27.089	30.565
Επενδύσεις σε ακίνητα	1.540	1.139	1.540	1.139
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	1.267.236	1.103.211	1.087.569	1.103.206
Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	28.483	146.839	213.745	211.735
Αποθέματα	2.976	880	-	-
Απαιτήσεις	92.250	34.894	72.523	38.314
Λοιπά κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	314.149	261.268	213.475	208.678
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	1.750.838	1.597.545	1.615.940	1.593.637
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ				
Μετοχικό κεφάλαιο	95.700	95.700	95.700	95.700
Λοιπά στοιχεία ιδίων κεφαλαίων	1.071.999	1.029.583	1.070.961	1.030.341
Σύνολο καθαρής θέσης ιδιοκτητών μητρικής (α)	1.167.699	1.125.283	1.166.661	1.126.041
Δικαιώματα μειοψηφίας (β)	67.160	-	-	-
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων (γ)=(α)+(β)	1.234.859	1.125.283	1.166.661	1.126.041
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	-	-	-	-
Προβλέψεις / Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	59.071	71.842	62.452	73.584
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	1	165.447	-	165.447
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	456.906	234.973	386.827	228.565
Σύνολο υποχρεώσεων (δ)	515.979	472.262	449.279	467.596
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ				
ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ (γ) + (δ)	1.750.838	1.597.545	1.615.940	1.593.637

	ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΕΣΟΔΩΝ			
	(Ποσά σε χιλιάδες ευρώ πλην των κερδών ανά μετοχή)			
	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
	1.1-31.12.2014	1.1-31.12.2013	1.1-31.12.2014	1.1-31.12.2013
Κύκλος εργασιών	4.259.072	3.711.059	3.759.713	3.504.294
Μικτά κέρδη / (ζημιές)	423.920	346.350	383.257	324.412
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων	296.198	177.601	289.383	172.515
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων	305.579	187.756	297.277	190.702
Κέρδη / (ζημιές) μετά από φόρους (Α)	199.224	141.115	193.262	142.665
-Ιδιακτήτες μητρικής	194.998	141.115	193.262	142.665
-Δικαιώματα μειοψηφίας	4.226	-	-	-
Λοιπά συνολικά έσοδα μετά από φόρους (Β)	548	3.532	490	3.504
Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα μετά από φόρους (Α)+(Β)	199.772	144.647	193.752	146.169
-Ιδιακτήτες μητρικής	195.548	144.647	193.752	146.169
-Δικαιώματα μειοψηφίας	4.224	-	-	-
Κέρδη μετά από φόρους ανά μετοχή - βασικά (σε €)	0,6245	0,4424	0,6058	0,4472
Προτεινόμενο μέρισμα ανά μετοχή (σε €)	0,4517	0,2500	0,4517	0,2500
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και συνολικών αποσβέσεων	346.519	221.712	328.563	214.120

Οικονομικές καταστάσεις FOLLI FOLLIE

I. ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ

	Ο ΟΜΙΛΟΣ		Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
	31.12.2005	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2004
ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ				
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία				
Ενσώματα πάγια	29.269.571,73	20.297.157,41	17.175.960,39	16.178.310,13
Επενδύσεις σε ακίνητα	15.380.000,00	13.833.101,12	15.380.000,00	13.833.101,12
Αύλα περιουσιακά στοιχεία	4.185.089,70	4.842.688,58	750.442,44	873.322,82
Επενδύσεις σε συνδεδεμένες/συγγενείς επιχειρήσεις	40.395.445,88	40.296.399,36	159.505.501,95	157.732.962,56
Αναβαλλόμενος φόρος εισοδήματος	2.660.750,50	2.708.904,28	703.225,42	889.063,28
Πελάτες και λοιπές απαιτήσεις	6.838.204,67	7.376.012,55	419.574,43	230.891,87
	98.729.062,48	89.354.263,30	193.934.704,63	189.737.651,78
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία				
Αποθέματα	71.758.888,21	46.715.326,33	14.134.365,54	11.931.225,67
Πελάτες	121.290.148,36	82.543.791,12	18.872.475,88	12.872.890,96
Λοιπές απαιτήσεις	6.199.578,58	4.702.838,51	2.395.951,33	2.473.060,31
Χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία που αποτιμώνται στην εύλογη αξία μέσω αποτελεσμάτων	2.921.508,63	2.764.756,74	2.921.508,63	2.764.756,74
Ταμιακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	33.892.169,63	33.723.558,93	13.247.662,22	14.509.511,69
	236.062.293,41	170.450.271,63	51.571.963,60	44.551.445,37
Σύνολο περιουσιακών στοιχείων	334.791.355,89	259.804.534,93	245.506.668,23	234.289.097,15
ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ				
Κεφάλαιο και αποθεματικά αποδιδόμενα στους μετόχους της μητρικής				
Μετοχικό Κεφάλαιο	9.884.062,50	9.884.062,50	9.884.062,50	9.884.062,50
Υπέρ το άρτιο	62.531.731,47	62.531.731,47	62.531.731,47	62.531.731,47
Συναλλαγματικές διαφορές	-12.980.009,96	-30.831.648,26		
Λοιπά αποθεματικά	24.513.525,66	23.017.890,72	19.679.018,84	19.679.018,84
Διαφορές ενοποίησης συμφωνα με προηγ. λογιστικά προτυπα	-88.927.927,73	-88.927.927,73		
Αποτελέσματα εις νέον	161.106.539,24	115.624.130,22	17.234.624,78	9.254.235,30
	156.127.921,18	91.298.238,92	109.329.437,59	101.349.048,11
Δικαιώματα μειοψηφίας	5.844.540,04	4.609.823,37		
Σύνολο καθαρής θέσης	161.972.461,22	95.908.062,29	109.329.437,59	101.349.048,11
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ				
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις				
Δάνεια	125.149.592,17	120.135.587,74	119.499.958,91	119.499.958,91
Αναβαλλόμενος φόρος εισοδήματος	1.047.943,78	495.035,15	1.035.080,14	486.325,90
Προβλέψεις για παροχές στους εργαζόμενους	3.356.944,74	3.068.805,44	540.126,00	482.542,29
Λοιπές προβλέψεις	4.054.878,43	3.542.063,70	698.272,82	836.873,79
	133.609.359,12	127.241.492,03	121.773.437,87	121.305.700,89
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις				
Προμηθευτές	15.829.100,60	13.252.975,46	3.487.817,55	2.203.405,10
Λοιπές υποχρεώσεις	12.477.552,76	11.427.740,94	4.178.694,91	3.310.899,27
Τρέχων φόρος εισοδήματος	5.855.424,27	6.722.129,18	1.873.784,69	1.228.943,29
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	5.047.457,92	5.252.135,03	4.863.495,62	4.891.100,49
	39.209.535,55	36.654.980,61	14.403.792,77	11.634.348,15
Σύνολο υποχρεώσεων	172.818.894,67	163.896.472,64	136.177.230,64	132.940.049,04
Σύνολο Καθαρής Θέσης και Υποχρεώσεων	334.791.355,89	259.804.534,93	245.506.668,23	234.289.097,15

II. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ (ΚΑΤΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ)

	Ο ΟΜΙΛΟΣ		Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
	1.1 - 31.12.2005	1.1 - 31.12.2004	1.1 - 31.12.2005	1.1 - 31.12.2004
Πωλήσεις	222.796.934,45	194.626.963,86	36.980.835,86	35.775.815,91
Κόστος πωλήσεων	-88.446.212,13	-77.641.874,54	-12.905.798,37	-11.882.386,88
Μικτό κέρδος	134.350.722,32	116.985.089,32	24.075.037,49	23.893.429,03
Άλλα έσοδα	6.066.792,76	4.200.812,41	4.643.121,97	1.735.242,46
Έξοδα διαθέσεως	-61.797.910,10	-50.773.264,46	-10.346.725,55	-9.486.425,95
Έξοδα διακήσεως	-11.586.965,70	-9.470.922,70	-4.793.128,43	-3.768.089,52
Άλλα έξοδα	-2.556.704,96	-2.622.250,46	-792.398,81	-1.624.509,97
Χρηματοοικονομικό κόστος (καθαρό)	-3.817.091,44	-1.928.808,29	-3.668.545,90	-4.928.142,03
Αποτελέσματα από συγγενείς επιχειρήσεις/κέρδη συμμετοχών	9.395.738,69	9.810.830,09	9.671.639,04	8.129.382,08
Κέρδος προ φόρου	70.054.581,57	66.201.485,91	18.788.999,81	13.950.886,10
Φόρος εισοδήματος	-13.391.086,52	-12.004.215,98	-3.360.297,83	-2.220.029,99
Καθαρό κέρδος από συνεχιζόμενες δραστηριότητες	56.663.495,05	54.197.269,93	15.428.701,98	11.730.856,11
Καθαρό κέρδος περιόδου	56.663.495,05	54.197.269,93	15.428.701,98	11.730.856,11

	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
	31.12.2014	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2013
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ				
Ιδιοχρησιμοποιούμενα ενσώματα πάγια στοιχεία	44.205	49.314	27.089	30.565
Επενδύσεις σε ακίνητα	1.540	1.139	1.540	1.139
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	1.267.236	1.103.211	1.087.569	1.103.206
Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	28.483	146.839	213.745	211.735
Αποθέματα	2.976	880	-	-
Απαιτήσεις	92.250	34.894	72.523	38.314
Λοιπά κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	314.149	261.268	213.475	208.678
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	1.750.838	1.597.545	1.615.940	1.593.637
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ				
Μετοχικό κεφάλαιο	95.700	95.700	95.700	95.700
Λοιπά στοιχεία ιδίων κεφαλαίων	1.071.999	1.029.583	1.070.961	1.030.341
Σύνολο καθαρής θέσης ιδιοκτητών μητρικής (α)	1.167.699	1.125.283	1.166.661	1.126.041
Δικαιώματα μειοψηφίας (β)	67.160	-	-	-
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων (γ)=(α)+(β)	1.234.859	1.125.283	1.166.661	1.126.041
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	-	-	-	-
Προβλέψεις / Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	59.071	71.842	62.452	73.584
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	1	165.447	-	165.447
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	456.906	234.973	386.827	228.565
Σύνολο υποχρεώσεων (δ)	515.979	472.262	449.279	467.596
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ (γ) + (δ)	1.750.838	1.597.545	1.615.940	1.593.637

	ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΕΣΟΔΩΝ			
	(Ποσά σε χιλιάδες ευρώ πλην των κερδών ανά μετοχή)			
	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
	1.1-31.12.2014	1.1-31.12.2013	1.1-31.12.2014	1.1-31.12.2013
Κύκλος εργασιών	4.259.072	3.711.059	3.759.713	3.504.294
Μικτά κέρδη / (ζημιές)	423.920	346.350	383.257	324.412
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων	296.198	177.601	289.383	172.515
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων	305.579	187.756	297.277	190.702
Κέρδη / (ζημιές) μετά από φόρους (Α)	199.224	141.115	193.262	142.665
-Ιδιοκτήτες μητρικής	194.998	141.115	193.262	142.665
-Δικαιώματα μειοψηφίας	4.226	-	-	-
Λοιπά συνολικά έσοδα μετά από φόρους (Β)	548	3.532	490	3.504
Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα μετά από φόρους (Α)+(Β)	199.772	144.647	193.752	146.169
-Ιδιοκτήτες μητρικής	195.548	144.647	193.752	146.169
-Δικαιώματα μειοψηφίας	4.224	-	-	-
Κέρδη μετά από φόρους ανά μετοχή - βασικά (σε €)	0,6245	0,4424	0,6058	0,4472
Προτεινόμενο μέρισμα ανά μετοχή (σε €)	0,4517	0,2500	0,4517	0,2500
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και συνολικών αποσβέσεων	346.519	221.712	328.563	214.120

Οικονομικές καταστάσεις MOTOR OIL

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ

	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΙΑ	
	Ποσά σε χιλ. Ευρώ		Ποσά σε χιλ. Ευρώ	
	31.12.2005	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2004
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ				
Πάγια στοιχεία Ενεργητικού	770.260	630.912	739.440	607.123
Αποθέματα	314.344	163.176	308.225	156.878
Απαιτήσεις από πελάτες	252.254	157.825	219.834	120.865
Λοιπά στοιχεία Ενεργητικού	61.443	79.388	35.662	73.709
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	1.398.301	1.031.301	1.303.161	958.575
ΠΑΘΗΤΙΚΟ				
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	426.184	246.356	391.117	211.629
Βραχυπρόθεσμες τραπεζικές υποχρεώσεις	317.935	248.166	276.143	224.306
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	318.631	238.821	297.264	220.648
Σύνολο υποχρεώσεων (α)	1.062.750	733.343	964.524	656.583
Μετοχικό Κεφάλαιο	33.235	33.235	33.235	33.235
Λοιπά Στοιχεία Καθαρής Θέσης μετόχων Εταιρίας	302.316	264.723	305.402	268.757
Σύνολο Καθαρής Θέσης μετόχων Εταιρίας (β)	335.551	297.958	338.637	301.992
Δικαιώματα Μειοψηφίας (γ)	0	0	0	0
Σύνολο Καθαρής Θέσης (δ)=(β)+(γ)	335.551	297.958	338.637	301.992
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ (ε)=(α)+(δ)	1.398.301	1.031.301	1.303.161	958.575

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ

	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΙΑ	
	Ποσά σε χιλ. Ευρώ		Ποσά σε χιλ. Ευρώ	
	31.12.2014	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2013
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ				
Ιδιοκρατούμενα ενοίκια πάγια στοιχεία	1.073.785	1.083.183	766.259	808.594
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	47.151	49.390	385	357
Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	95.960	98.813	185.892	171.809
Αποθέματα	484.484	542.751	401.892	482.793
Απαιτήσεις από πελάτες	281.024	344.564	163.542	242.718
Λοιπά κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	426.018	224.382	338.100	149.485
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	2.408.422	2.343.083	1.856.070	1.855.756
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ				
Μετοχικό κεφάλαιο	83.088	83.088	83.088	83.088
Λοιπά στοιχεία ιδίων κεφαλαίων	328.973	437.347	241.773	357.912
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων (γ) = (α) + (β)	412.061	520.435	324.861	441.000
Δικαιώματα μειοψηφίας (β)	1.438	1.214	0	0
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων (γ) = (α) + (β)	413.499	521.649	324.861	441.000
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	827.207	717.192	700.067	449.524
Προβλέψεις / Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	118.398	131.736	71.229	93.604
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	370.781	331.189	155.882	281.754
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	678.537	641.317	604.031	589.874
Σύνολο υποχρεώσεων (δ)	1.994.923	1.821.434	1.531.209	1.414.756
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ (γ) + (δ)	2.408.422	2.343.083	1.856.070	1.855.756

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ

	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΙΑ	
	Ποσά σε χιλ. Ευρώ		Ποσά σε χιλ. Ευρώ	
	01.01.-31.12.2005	01.01.-31.12.2004	01.01.-31.12.2005	01.01.-31.12.2004
Σύνολο κύκλου εργασιών	3.237.376	2.219.042	2.923.769	1.937.191
Μικτά κέρδη / (ζημιές)	285.229	215.823	241.146	174.449
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και αποσβέσεων	230.307	196.068	218.734	184.566
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων	204.348	174.254	196.218	167.062
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων	191.357	167.841	188.530	166.686
Μείον φόροι	59.722	50.289	57.843	48.026
Κέρδη / (ζημιές) μετά από φόρους	131.635	117.552	130.687	118.660

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΕΣΟΔΩΝ

	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΙΑ	
	Ποσά σε χιλ. Ευρώ		Ποσά σε χιλ. Ευρώ	
	01.01.-31.12.2014	01.01.-31.12.2013	01.01.-31.12.2014	01.01.-31.12.2013
Κύκλος εργασιών	9.050.151	9.282.339	7.436.908	7.843.683
Μικτά κέρδη / (ζημιές)	193.255	244.812	4.451	82.102
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων	(46.278)	91.529	(62.385)	78.857
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων	(108.054)	19.943	(111.973)	23.173
Κέρδη / (ζημιές) μετά από φόρους (Α)	(83.180)	(4.547)	(86.986)	5.575

Οικονομικές καταστάσεις JUMBO

(χιλ. ευρώ)	2002/2003	2003/2004	2004/2005
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			
Αναπόσβεστα Έξοδα Εγκατάστασης	2.257	2.538	1.922
Ασώματα Πάγια	112	112	112
Μείον : Συσσωρευμένες Αποσβέσεις	(22)	(45)	67
Αναπόσβεστες Ασώματες Ακίνητοποιήσεις	90	67	45
Ενσώματα Πάγια	99.380	118.960	140.091
Μείον : Συσσωρευμένες Αποσβέσεις	-21.561	-28.478	-36.369
Αναπόσβεστες Ενσώματες Ακίνητοποιήσεις	77.819	90.482	103.722
Συμμετοχές σε συνδεδεμένες Επιχειρήσεις	6.525	11.074	11.074
Λοιπές Μακροπρόθεσμες Απαιτήσεις	304	2.758	2.792
Σύνολο Συμμετοχών και Μακρ. Απαιτήσεων	6.829	13.832	13.866
Σύνολο Πάγιου Ενεργητικού	84.738	104.382	117.633
Αποθέματα	73.478	77.371	85.550
Πελάτες, Γραμμάτια και Επιταγές Εισπρακτέες	4.402	6.232	4.599
Λοιπές Απαιτήσεις	9.368	18.626	22.558
Διαθέσιμα	1.772	5.179	24.463
Σύνολο Κυκλοφορούντος Ενεργητικού	89.020	107.409	137.169
Μεταβατικοί Λογ/μοί Ενεργητικού	735	914	2.582
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	176.750	215.242	259.307
Λογ. Τάξεως Χρεωστικοί	11.137	44.681	43.752
ΠΑΘΗΤΙΚΟ			
Μετοχικό Κεφάλαιο	36.495	36.495	36.495
Διαφορές Αναπροσαρμογής αξίας λοιπών περ.στοιχ.	0	0	2.397
Αποθεματικά Κεφάλαια	21.328	34.411	51.969
Αποτελέσματα εις Νέον	281	1.444	1.655
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	58.104	72.350	92.517
Προβλέψεις	0	18	2
Μακρ/σμα Δάνεια Τραπεζών	60.467	60.107	60.057
Ομολογιακά Δάνεια	11.764	26.764	26.573
Σύνολο Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων	72.231	86.871	86.630
Προμηθευτές - Γραμμάτια - Επιταγές Πληρωτέες	23.558	29.864	42.302
Τράπεζες (1)	4.050	474	0
Φόροι - Τέλη - Ασφαλιστικά Ταμεία	9.191	12.151	20.115
Μερίσματα Πληρωτέα	5.625	7.882	11.252
Λοιπές Υποχρεώσεις	1.928	2.952	4.144
Σύνολο Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων	44.352	53.323	77.813
Μεταβατικοί Λογ/μοί Παθητικού	2.063	2.678	2.345
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	176.750	215.242	259.307
Λογ. Τάξεως Πιστωτικοί	11.137	44.681	43.752

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ	Ο ΟΜΙΛΟΣ		Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
(χιλ. ευρώ)	2004/2005	2004/2005	2004/2005	2004/2005
	30.6.2005	30.6.2005	30.6.2005	30.6.2005
Κύκλος Εργασιών	230.383		217.968	
Κόστος Πωληθέντων	-114.156		-111.216	
Μικτό Κέρδος	116.227		106.752	
Λειτουργικά Έσοδα	1.570		1.531	
Λειτουργικά Έξοδα	-61.080		-56.417	
Χρηματοοικονομικό Αποτέλεσμα	-5.751		-5.218	
Κέρδος πρό φόρων	50.965		46.649	
Φόροι	-16.724		-16.269	
Κέρδος μετά φόρων	34.241		30.380	

	Σημ.	Ο ΟΜΙΛΟΣ			Σημειώσεις	Ο ΟΜΙΛΟΣ	
		30/06/2014	30/06/2013*			01/07/2013-30/06/2014	01/07/2012-30/06/2013*
Ενεργητικό							
Μη κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού							
Ενσώματες ακινητοποιήσεις	5.8	445.854.905	430.938.766				
Επενδύσεις σε ακίνητα	5.9	6.501.891	6.885.062				
Επενδύσεις σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις	5.10	-	-				
Χρηματοοικονομικά στοιχεία διαθέσιμα προς πώληση	5.11.1	6.503.935	5.271.215				
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	5.12	22.636.941	22.910.453				
Μακροπρόθεσμες δεσμευμένες τραπεζικές καταθέσεις	5.17	933.304	7.138.988				
		482.430.976	473.144.484				
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία							
Αποθέματα	5.13	186.179.153	176.028.978				
Πελάτες και λοιπές εμπορικές απαιτήσεις	5.14	30.700.007	23.726.384				
Λοιπές απαιτήσεις	5.15	25.821.847	20.443.199				
Αξόγραφα για εμπορικούς σκοπούς – Παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα	5.11.2	8.566.160	9.984.996				
Λοιπά κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού	5.16	5.532.604	6.380.470				
Βραχυπρόθεσμες δεσμευμένες τραπεζικές καταθέσεις	5.17	7.138.988	14.277.976				
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	5.18	287.567.276	170.014.243				
		551.506.035	420.856.246				
Σύνολο ενεργητικού		1.033.937.011	894.000.730				
Ίδια κεφάλαια & υποχρεώσεις							
Ίδια κεφάλαια αποδιδόμενα στους μετόχους της μητρικής							
Μετοχικό κεφάλαιο	5.19.1	161.911.113	154.693.664				
Αποθεματικό υπέρ το άρτιο	5.19.2	7.702.078	13.957.173				
Συναλλαγματικές διαφορές μετατροπής		(635.628)	(739.396)				
Λοιπά αποθεματικά	5.19.2	339.470.996	267.618.224				
Κέρδη εις νέον		236.061.799	203.538.527				
		744.510.358	639.068.192				
Μη ελέγχουσες συμμετοχές							
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων		744.510.358	639.068.192				
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις							
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	5.20	4.701.362	3.960.972				
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	5.21/5.22	143.675.000	1.383.584				
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	5.26	84.298	9.548				
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	5.27	7.647.155	7.589.085				
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων		156.107.815	12.943.189				
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις							
Προβλέψεις	5.28	290.872	166.758				
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	5.29	52.230.403	52.370.507				
Τρέχουσες φορολογικές υποχρεώσεις	5.30	38.595.644	21.699.106				
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	5.24	20.039.718	-				
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις πληρωτέες στην επόμενη χρήση	5.23/5.25	1.373.561	147.972.709				
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	5.31	20.788.640	19.780.269				
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων		133.318.838	241.989.349				
Σύνολο υποχρεώσεων		289.426.653	254.932.538				
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων		1.033.937.011	894.000.730				
				Κύκλος εργασιών		541.847.153	502.184.921
				Κόστος πωληθέντων	5.2	(254.037.448)	(239.407.759)
				Μικτό κέρδος		287.809.705	262.777.162
				Λοιπά έσοδα εκμετάλλευσης	5.4	3.372.681	4.605.486
				Έξοδα διάθεσης	5.3	(137.795.115)	(127.337.057)
				Έξοδα διοίκησης	5.3	(21.252.872)	(19.432.628)
				Λοιπά έξοδα εκμετάλλευσης	5.4	(5.011.581)	(5.435.514)
				Άλλες ζημιές	5.4	-	(23.576.755)
				Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων		127.122.817	91.600.694
				Χρηματοοικονομικά Έξοδα	5.5	(6.264.595)	(5.949.554)
				Χρηματοοικονομικά Έσοδα	5.5	8.957.293	9.556.968
				Λοιπά χρηματοοικονομικά αποτελέσματα	5.5	163.420	495.486
						2.856.118	4.102.900
				Κέρδη προ φόρων		129.978.935	95.703.594
				Φόρος εισοδήματος	5.6	(28.729.774)	(21.741.122)
				Κέρδη μετά από φόρο εισοδήματος		101.249.161	73.962.472

Οικονομικές καταστάσεις ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ		Ο ΟΜΙΛΟΣ			
		31/12/2005	31/12/2004		
Μη Κυκλοφοριακά Στοιχεία Ενεργητικού					
Ενσώματες Ακίνητοποιήσεις	6.1	431.003.395	100.919.903		
Υπεραξία Επιχείρησης	6.2	102.273.669	123.814.570		
Αύλα περιουσιακά στοιχεία	6.3	14.477.282	10.145.203		
Επενδύσεις Σε θυγατρικές Επιχειρήσεις		0	0		
Επενδύσεις σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις	6.4	31.861.403	35.272.639		
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	6.5	9.107.480	8.764.735		
Χρηματοοικονομικά στοιχεία διαθέσιμα προς πώληση	6.6	42.118.108	36.831		
Λοιπές Μακροπρόθεσμες Απαιτήσεις	6.7	2.725.958	3.578.525		
		633.567.296	282.532.406		
Κυκλοφοριακά Περιουσιακά Στοιχεία					
Αποθέματα	6.8	154.347.805	51.632.457		
Πελάτες και Λοιπές Εμπορικές Απαιτήσεις	6.9	219.846.301	171.891.920		
Λοιπές Απαιτήσεις	6.10	92.592.893	19.532.170		
Λοιπά Κυκλοφοριακά στοιχεία Ενεργητικού	6.11	5.836.146	5.017.355		
Χρηματοοικονομικά στοιχεία σε εύλογη αξία μέσω αποτελεσμάτων	6.13	6.519.348	21.828.799		
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	6.14	62.729.359	11.516.226		
		541.871.852	281.418.927		
Σύνολο Ενεργητικού		1.175.439.148	563.951.332		
Πωλήσεις					
Κόστος Πωληθέντων	6.23	(583.021.347)	(247.927.672)		
Μικτό Κέρδος		163.607.142	63.290.264		
Λοιπά έσοδα εκμετάλλευσης	6.25	30.869.915	12.754.789		
Έξοδα διάθεσης	6.24	(9.438.005)	(10.537.543)		
Έξοδα διοίκησης	6.24	(23.827.061)	(14.312.957)		
Λοιπά έξοδα εκμετάλλευσης	6.25	(23.103.470)	(15.999.241)		
Αποτελέσματα Προ Φόρων Χρηματοδοτικών και επενδυτικών Αποτελεσμάτων		138.108.521	35.195.313		
Χρηματοοικονομικά Έσοδα	6.26	5.626.559	1.869.234		
Χρηματοοικονομικά Έξοδα	6.26	(15.305.158)	(9.977.926)		
Λοιπά Χρηματοοικονομικά Αποτελέσματα	6.27	27.990.907	(1.218.581)		
Κέρδος Από Απόκτηση Εταιρείας	6.28	137.465.657	119.107		
Κέρδη/ Ζημιές από συγγενείς επιχειρήσεις		804.213	3.314.619		
Κέρδη προ φόρων		294.690.699	29.301.766		
Φόρος εισοδήματος	6.29	(38.490.718)	(9.094.958)		
Κέρδη μετά από φόρους		256.199.982	20.206.808		
Τόξα Κεφάλαια & Υποχρεώσεις					
Τόξα Κεφάλαια					
Μετοχικό κεφάλαιο	6.15	24.312.204	24.312.204		
Υπερ Το Άρτιο	6.15	187.520.764	178.745.665		
Αποθεματικά εύλογης αξίας	6.15	15.167.654	0		
Λοιπά αποθεματικά	6.15	18.894	(27.491)		
Αποθεματικά Μετατροπής Ισολογισμού		(3.266.881)	(1.596.271)		
Αποτελέσματα Εις Νέον		165.687.205	(27.459.300)		
		389.439.840	173.974.807		
Τόξα κεφάλαια αποδιδόμενα στους μετόχους της Μητρικής					
		318.394.032	63.809.946		
Δικαιώματα Μειοψηφίας		707.833.872	237.784.753		
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων					
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις					
Μακροπρόθεσμες Δανειακές Υποχρεώσεις	6.16	52.139.169	46.969.656		
Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Στοιχεία	6.12	2.766.257	8.183.653		
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	6.5	38.178.269	48.567.601		
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	6.17	32.485.516	2.416.088		
Λοιπές Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	6.18	28.534.975	25.832.541		
Προβλέψεις	6.19	11.895.325	0		
		165.999.512	131.969.540		
Σύνολο Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων					
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις					
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	6.20	142.860.325	95.673.966		
Τρέχουσες Φορολογικές Υποχρεώσεις	6.21	47.987.168	13.807.968		
Βραχυπρόθεσμες Δανειακές Υποχρεώσεις	6.16	51.493.894	46.242.013		
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις πληρωτέες στην Επόμενη Χρήση	6.16	24.683.954	21.238.281		
Υποχρεώσεις σε θυγατρικές εταιρείες του Ομίλου		0	0		
Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Στοιχεία	6.12	2.722.720	7.322.275		
Λοιπές Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	6.22	31.629.015	9.861.927		
Βραχυπρόθεσμες Προβλέψεις	6.19	228.689	50.610		
		301.605.765	194.197.040		
Σύνολο Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων		467.605.277	326.166.580		
Σύνολο Υποχρεώσεων		1.175.439.148	563.951.333		
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων και Υποχρεώσεων					
		1.175.439.148	563.951.333		

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ

Ποσά εκφρασμένα σε χιλιάδες Ευρώ

	Ο ΟΜΙΛΟΣ		
	31/12/14	31/12/13	31/12/12
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			
Ισοχρησιμοποιούμενα ενσώματα πάγια στοιχεία	1.063.357	1.081.673	1.097.529
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	240.927	244.706	244.772
Λοιπά μη κυκλοφορούντα στοιχεία	388.726	347.181	324.146
Αποθέματα	152.287	128.425	151.074
Απαιτήσεις από πελάτες	407.018	564.363	657.494
Λοιπά κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	428.432	290.590	248.638
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία προοριζόμενα για πώληση	-	-	-
Σύνολο Ενεργητικού	2.680.746	2.656.939	2.723.653
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ			
Μετοχικό Κεφάλαιο	125.335	125.335	125.335
Αποθεματικό Ιδίων Μετοχών	-	-	-
Λοιπά στοιχεία ιδίων κεφαλαίων	784.218	731.608	673.926
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων ιδιοκτητών μητρικής εταιρείας (α)	909.553	856.943	799.261
Δικαιώματα μειοψηφίας (β)	251.672	233.404	176.202
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων (γ) = (α)+(β)	1.161.226	1.090.347	975.464
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	524.023	435.115	22.635
Προβλέψεις / Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	278.102	356.396	305.401
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	162.839	256.311	838.777
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	554.557	518.769	581.378
Υποχρεώσεις που σχετίζονται με μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία προοριζόμενα για πώληση	-	-	-
Σύνολο υποχρεώσεων (δ)	1.519.520	1.566.592	1.748.191
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ (γ) + (δ)	2.680.746	2.656.939	2.723.654

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΕΣΟΔΩΝ

Ποσά εκφρασμένα σε χιλιάδες Ευρώ

	Ο ΟΜΙΛΟΣ			1/1-31/12/13		
	Συνεχιζόμενες Δραστηριότητες	1/1-31/12/14 Διακοπόμενες Δραστηριότητες	Σύνολο	Συνεχιζόμενες Δραστηριότητες	1/1-31/12/13 Διακοπόμενες Δραστηριότητες	Σύνολο
Κύκλος Εργασιών	1.232.604	7.713	1.240.318	1.402.954	6.339	1.409.293
Μικτά κέρδη / (ζημιές)	240.819	2.307	243.126	193.445	2.184	195.629
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων	197.630	(220)	197.410	160.047	(179)	159.868
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων	136.311	(259)	136.052	73.784	(202)	73.582
Μείον φόροι	(22.643)	-	(22.643)	(13.058)	-	(13.058)
Κέρδη / (ζημιές) μετά από φόρους (Α)	113.667	(259)	113.408	60.725	(202)	60.523
Ιδιοκτήτες μητρικής	65.149	(259)	64.890	-	(202)	15.910
Δικαιώματα μειοψηφίας	48.519	-	48.519	44.613	-	44.613
Λοιπά συνολικά έσοδα μετά από φόρους (Β)	(18.266)	-	(18.266)	(84.053)	-	(84.053)
Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα μετά από φόρους (Α) + (Β)	95.402	(259)	95.143	(23.328)	(202)	(23.530)
Ιδιοκτήτες μητρικής	53.579	(259)	53.320	(67.763)	(202)	(67.965)
Δικαιώματα μειοψηφίας	41.823	-	41.823	44.436	-	44.436
Κέρδη μετά από φόρους ανά μετοχή - βασικά (σε €)	0,5572	(0,0022)	0,5550	0,1426	(0,0018)	0,1408
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και συνολικών αποσβέσεων	253.896	1.295	255.191	225.367	1.613	226.980

Οικονομικές καταστάσεις ΕΥΔΑΠ

	ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ	31.12.2005	31.12.2004
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			
<i>ποσά σε χιλ. Ευρώ</i>			
ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			
Υπεραξία	17	1.676	1.676
Λοιπές άυλες ακινητοποιήσεις	18	1.949	1.094
Ενσώματες ακινητοποιήσεις	19	978.314	967.861
Επενδύσεις σε Συγγενείς Εταιρίες	20	144	200
Επενδύσεις διαθέσιμες προς πώληση	21	644	486
Μακροπρόθεσμες Απαιτήσεις	22	98.468	94.899
Αναβαλλόμενη φορολογική Απαίτηση	23	46.452	40.752
Σύνολο Πάγιο Ενεργητικό		1.127.647	1.106.968
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			
Υλικά ανταλλακτικά & αναλώσιμα	24	17.676	18.564
Απαιτήσεις από Πελάτες	25	187.895	165.998
Λοιπές Απαιτήσεις	26	26.075	25.009
Ταμείο και Ταμειακά Ισοδύναμα	27	12.221	13.321
Σύνολο Κυκλοφορούντος Ενεργητικού		243.867	222.892
Σύνολο Ενεργητικού		1.371.514	1.329.860
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ			
Μετοχικό κεφάλαιο	29	63.900	63.900
Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο		40.502	40.502
Αποθεματικά Κεφάλαια	30	373.117	371.591
Συσσωρευμένα κέρδη (κέρδη εις νέον)	31	277.719	265.493
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων		755.238	741.486
ΠΑΘΗΤΙΚΟ			
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ			
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	32	17.500	29.167
Υποχρεώσεις για παροχές στο προσωπικό	33	160.702	154.400
Αναβαλλόμενη φορολογική Υποχρέωση	23	2.147	2.311
Προβλέψεις	34	36.947	28.248
Επιχορηγήσεις επενδύσεων και συμμετοχές καταναλωτών	35	208.270	210.301
Εγγυήσεις Καταναλωτών	36	14.034	13.237
Σύνολο Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων		439.600	437.664
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ			
Λειτουργικές Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	37	51.332	55.694
Τρέχουσες φορολογικές υποχρεώσεις		9.788	8.035
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	32	83.576	62.904
Λοιπές Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	37	31.980	24.077
Σύνολο Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων		176.676	150.710
Σύνολο Παθητικού		1.371.514	1.329.860

	ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ	31.12.2005	31.12.2004
<i>ποσά σε χιλ. Ευρώ</i>			
Κύκλος εργασιών	9	348.741	327.046
Κόστος πωληθέντων	10	(205.839)	(190.997)
Μικτό Κέρδος		142.902	136.049
Άλλα έσοδα εκμεταλλεύσεως	9	3.306	1.687
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	10	(74.475)	(71.008)
Έξοδα λειτουργίας διάθεσης	10	(28.941)	(27.766)
Κέρδη Εκμεταλλεύσεως		42.792	38.962
Λοιπά έξοδα		(3.858)	(5.466)
Χρηματοοικονομικά έσοδα	9	2.319	2.531
Χρηματοοικονομικά έξοδα	14	(4.274)	(2.340)
Κέρδη προ Φόρων		36.979	33.687
Φόρος εισοδήματος	15	(16.995)	(28.667)
Κέρδη μετά από Φόρους		19.984	5.020

Ποσά εκφρασμένα σε χιλιάδες €	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
	31.12.2014	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2013
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ				
Ιδιοχρησιμοποιούμενα ενσώματα πάγια στοιχεία	957.138	976.641	957.138	976.641
Λυλα περιουσιακά στοιχεία	2.054	1.420	2.054	1.420
Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	97.418	103.726	98.110	103.786
Αποθέματα	14.371	15.798	14.371	15.798
Απαιτήσεις από πελάτες	203.114	203.194	203.114	203.181
Λοιπά κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	267.850	350.326	267.214	350.312
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	1.541.945	1.651.105	1.542.001	1.651.138
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ				
Μετοχικό κεφάλαιο	63.900	63.900	63.900	63.900
Λοιπά στοιχεία ιδίων κεφαλαίων	857.410	886.715	857.482	886.753
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων	921.310	950.615	921.382	950.653
Υποχρεώσεις για παροχές στους εργαζόμενους	298.213	252.609	298.213	252.609
Επιχορηγήσεις επενδύσεων και συμμετοχές τρίτων	200.760	204.598	200.760	204.598
Προβλέψεις /Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	52.174	43.896	52.174	43.896
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	0	3.142	0	3.142
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	69.488	196.245	69.472	196.240
Σύνολο υποχρεώσεων	620.635	700.490	620.619	700.485
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	1.541.945	1.651.105	1.542.001	1.651.138

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ		
Ποσά εκφρασμένα σε χιλιάδες €	ΟΜΙΛΟΣ	
	1.01-31.12.2014	1.01-31.12.2013
Κύκλος εργασιών	326.387	336.165
Μικτά κέρδη	141.365	145.595
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων	49.383	54.072
Κέρδη προ φόρων	63.497	61.740
Κέρδη μετά από φόρους (Α)	41.923	78.160
Λοιπά συνολικά έσοδα μετά από φόρους (Β)	(30.758)	50.092
Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα μετά από φόρους (Α)+(Β)	11.165	128.252
Κατανέμονται σε:		
Μετόχους Εταιρείας	41.923	78.160
Κέρδη μετά από φόρους ανά μετοχή – βασικά (σε €)	0,39	0,73
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών επενδυτικών αποτελεσμάτων και συνολικών αποσβέσεων	87.597	84.077

Οικονομικές καταστάσεις ΕΛΛΑΚΤΩΡ

	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ		ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ	
	31.12.2005	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2004
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ				
Πάγια στοιχεία ενεργητικού	95.882	102.438	131.463	1.915
Αποθέματα	27.799	36.228	587	-
Απαιτήσεις από πελάτες	301.912	327.841	162.208	472
Λοιπά στοιχεία ενεργητικού	275.402	260.186	233.185	6.101
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	700.995	726.693	527.443	8.488
ΠΑΘΗΤΙΚΟ				
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	18.838	22.181	11.187	13
Βραχυπρόθεσμες τραπεζικές υποχρεώσεις	115.906	66.021	57.477	-
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	304.763	292.303	179.794	715
<i>Σύνολο υποχρεώσεων (α)</i>	<i>439.507</i>	<i>380.505</i>	<i>248.458</i>	<i>728</i>
Μετοχικό Κεφάλαιο	89.115	117.582	89.115	5.804
Λοιπά στοιχεία Καθαρής Θέσης μετόχων Εταιρείας	172.373	228.606	189.870	1.956
<i>Σύνολο Καθαρής Θέσης μετόχων Εταιρείας (β)</i>	<i>261.488</i>	<i>346.188</i>	<i>278.985</i>	<i>7.760</i>
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ (γ)=(α)+(β)	700.995	726.693	527.443	8.488
	31.12.2005	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2004
Σύνολο κύκλου εργασιών	516.442	706.018	108.297	1.031
Μικτά κέρδη/(ζημιές)	91.898	127.503	17.893	(168)
Κέρδη/(ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και αποσβέσεων	76.143	156.222	11.314	(295)
Κέρδη/(ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων	59.758	101.124	7.712	(519)
Κέρδη/(ζημιές) προ φόρων σύνολο	65.171	101.663	14.868	(582)
Μείον φόροι	(26.261)	(36.945)	(4.573)	(6)
Κέρδη/(ζημιές) μετά από φόρους σύνολο	38.910	64.718	10.295	(588)

	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ		ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ	
	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2013
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ				
Ιδιοχρησιμοποιούμενα ενσώματα πάγια στοιχεία	470.450	430.181	2.429	2.462
Επενδύσεις σε ακίνητα	137.187	139.206	41.182	41.934
Άλλα περιουσιακά στοιχεία	1.005.228	1.052.525	-	-
Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	567.012	500.875	974.956	974.846
Αποθέματα	34.853	38.505	-	-
Απαιτήσεις από πελάτες	685.329	555.599	1.515	2.463
Λοιπά κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	1.269.463	1.428.461	9.527	8.483
	4.169.522	4.145.354	1.029.608	1.030.188
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία που κατέχονται προς πώληση	-	4.516	-	-
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	4.169.522	4.149.870	1.029.608	1.030.188
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ				
Μετοχικό κεφάλαιο	182.311	182.311	182.311	182.311
Λοιπά στοιχεία ιδίων κεφαλαίων	698.997	709.914	564.356	572.577
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων ιδιοκτητών μητρικής (α)	881.308	892.226	746.667	754.889
Μη ελέγχουσες συμμετοχές (β)	234.920	258.150	-	-
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων (γ) = (α) + (β)	1.116.228	1.150.376	746.667	754.889
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	1.275.351	1.409.560	240.692	264.855
Προβλέψεις/Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	542.611	449.556	1.831	2.582
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	275.316	237.334	24.400	-
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	960.016	903.045	16.017	7.863
Σύνολο υποχρεώσεων (δ)	3.053.294	2.999.494	282.941	275.299
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ (γ) + (δ)	4.169.522	4.149.870	1.029.608	1.030.188
	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ		
	01/01-31/12/2014	01/01-31/12/2013	01/01-31/12/2014	01/01-31/12/2013
Κύκλος εργασιών	1.544.504	1.241.365	182	190
Μικτά κέρδη/(ζημιές)	145.221	176.881	22	30
Κέρδη/(ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων	56.877	75.717	(2.297)	(18.158)
Κέρδη/(ζημιές) προ φόρων	(10.777)	15.621	(8.215)	(32.164)
Μείον φόροι	(22.498)	(64.601)	7	(659)
Κέρδη/(ζημιές) μετά από φόρους (Α)	(33.275)	(48.980)	(8.208)	(32.823)
Ιδιοκτήτες μητρικής	(51.618)	(47.972)	(8.208)	(32.823)
Μη ελέγχουσες συμμετοχές	18.342	(1.008)	-	-
Λοιπά συνολικά εισοδήματα μετά από φόρους (Β)	18.329	(16.574)	(13)	9

Οικονομικές καταστάσεις ΤΕΡΝΑ

	ΕΝΟΠΙΩΜΕΝΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
	31.12.2005	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2004
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ				
Πάγια στοιχεία Ενεργητικού	160.496	156.023	46.932	49.891
Συμμετοχές & Λοιπές μακροπρόθ. χρηματικές απαιτήσεις	256	263	37.257	34.076
Αποθέματα	14.260	14.528	4.324	6.160
Επενδυτικά ακίνητα	26.305	29.368	7.935	10.998
Απαιτήσεις από πελάτες	163.511	220.338	92.726	112.842
Διαθέσιμα	49.067	37.013	12.818	3.918
Λοιπά στοιχεία ενεργητικού	54.191	52.264	26.030	30.431
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	468.086	509.797	228.022	248.316
ΠΑΘΗΤΙΚΟ				
Μακροπρόθεσμα δάνεια	53.994	28.673	0	0
Δάνεια από Χρηματοδοτικές μισθώσεις	17.353	22.924	3.372	4.985
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	21.474	23.535	1.973	3.824
Βραχυπρόθεσμες τραπεζικές υποχρεώσεις	75.267	110.840	26.029	38.697
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις και έσοδα επομένων χρήσεων	119.873	148.101	63.076	62.021
Σύνολο υποχρεώσεων (α)	287.961	334.073	94.450	109.527
Μετοχικό κεφάλαιο	53.319	53.319	53.319	53.319
Λοιπά στοιχεία Καθαρής Θέσης	108.205	104.458	80.253	85.470
Δικαιώματα Μειοψηφίας	18.601	17.947	0	0
Σύνολο Καθαρής Θέσης (β)	180.125	175.724	133.572	138.789
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ (α) + (β)	468.086	509.797	228.022	248.316

	ΕΝΟΠΙΩΜΕΝΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
	01/01/05- 31/12/05	01/01/04- 31/12/04	01/01/05- 31/12/05	01/01/04- 31/12/04
Κύκλος εργασιών	245.209	427.986	143.539	240.313
Κόστος πωληθέντων	-185.861	-331.125	-121.367	-196.277
Μικτά κέρδη	59.348	96.861	22.172	44.036
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων και αποσβέσεων	42.117	80.496	11.903	33.216
Αποσβέσεις	12.259	9.818	5.516	5.318
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων	29.858	70.678	6.387	27.898
Κέρδη προ φόρων	23.012	64.091	7.589	36.186
Μείον (Φόροι)	-7.841	-18.519	-2.694	-8.691
Κέρδη μετά από φόρους	15.171	45.572	4.895	27.495

	Ποσά εκφρασμένα σε χιλιάδες ευρώ			
	ΕΝΟΠΙΩΜΕΝΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
	31/12/14	31/12/13	31/12/14	31/12/13
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ				
Ιδιοχρησιμοποιούμενα ενσώματα πάγια στοιχεία	113.279	79.756	86.813	64.317
Επενδύσεις σε ακίνητα	2.220	2.220	1.596	1.596
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	74.774	87.433	5.109	4.697
Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	99.798	86.698	236.640	182.435
Αποθέματα	17.869	23.892	8.626	8.358
Απαιτήσεις από πελάτες	184.789	203.247	168.843	189.222
Λοιπά κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	479.127	444.542	349.892	364.553
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	971.856	927.788	857.519	815.178
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ				
Μετοχικό κεφάλαιο	40.010	40.010	40.010	40.010
Λοιπά στοιχεία Ιδίων Κεφαλαίων	23.150	76.293	105.437	93.245
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων ιδιοκτητών μητρικής (α)	63.160	116.303	145.447	133.255
Δικαιώματα μειοψηφίας (β)	19.161	22.605	0	0
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων (γ) = (α) + (β)	82.321	138.908	145.447	133.255
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	84.736	125.655	82.719	125.655
Προβλέψεις / Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	206.927	168.605	160.211	176.218
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	112.004	137.634	84.574	120.565
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	485.868	356.986	384.568	259.485
Σύνολο υποχρεώσεων (δ)	889.535	788.880	712.072	681.923
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ (γ) + (δ)	971.856	927.788	857.519	815.178

	Ποσά εκφρασμένα σε χιλιάδες Ευρώ			
	ΕΝΟΠΙΩΜΕΝΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
	1/1/14 - 31/12/14	1/1/13 - 31/12/13	1/1/14 - 31/12/14	1/1/13 - 31/12/13
Κύκλος εργασιών	758.974	452.018	718.499	428.424
Μικτά κέρδη	12.523	10.438	43.869	24.371
Κέρδη/(Ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων	2.575	7.469	46.403	16.705
Κέρδη/(Ζημιές) προ φόρων	(44.780)	(20.178)	29.263	(610)
Κέρδη/(Ζημιές) μετά από φόρους (Α)	(48.029)	(33.463)	17.310	(5.403)
-Ιδιοκτήτες Μητρικής	(43.214)	(33.193)		
-Δικαιώματα Μειοψηφίας	(4.815)	(270)		

Οικονομικές καταστάσεις LAMDA DEVELOPMENT

	Ο Όμιλος		Η Εταιρεία	
	31 Δεκ 2005	31 Δεκ 2004	31 Δεκ 2005	31 Δεκ 2004
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ				
Πάγια στοιχεία ενεργητικού	656.845.056	331.593.960	7.001.043	7.320.271
Επενδύσεις σε επικαθήσεις που ενοποιούνται	34.770.662	22.010.567	254.645.469	221.304.548
Αποθέματα	80.939.513	103.639.834	-	-
Απαιτήσεις από πελάτες και λοιπές απαιτήσεις	77.112.115	68.741.276	7.039.934	20.699.627
Λοιπά στοιχεία ενεργητικού	6.159.409	6.929.148	3.233.975	400.558
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	36.829.823	24.408.860	4.291.681	1.130.951
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	892.656.578	557.323.645	276.212.102	250.855.955
ΠΑΘΗΤΙΚΟ				
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	172.667.887	48.018.847	31.529.935	9.111.321
Βραχυπρόθεσμες τραπεζικές υποχρεώσεις	237.047.926	162.227.065	21.020.006	14.000.000
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	176.094.326	131.245.123	36.017.032	46.618.566
Σύνολο υποχρεώσεων (α)	585.810.139	341.491.035	88.566.973	69.729.887
Μετοχικό (ή εταιρικό) κεφάλαιο	235.878.092	234.837.110	235.878.092	234.837.110
Λοιπά στοιχεία καθαrés θέσης μετόχων Εταιρίας	5.983.471	4.228.288	4.630.689	4.630.688
Κέρδη/Ζημιές εις νέον	21.585.395	(60.211.329)	(52.863.652)	(58.341.730)
Σύνολο καθαrés θέσης μετόχων (ή εταιρών) Εταιρίας (β)	263.446.958	178.854.069	187.645.129	181.126.068
Δικαιώματα Μειοψηφίας (γ)	43.399.481	36.978.541	-	-
Σύνολο Καθαrés θέσης (δ) = (β) + (γ)	306.846.439	215.832.610	187.645.129	181.126.068
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ (ε) = (α) + (δ)	892.656.578	557.323.645	276.212.102	250.855.955

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ (Ποσά εκφρασμένα σε €)

	Ο Όμιλος		Η Εταιρεία	
	1.01-31.12.2005	1.01-31.12.2004	1.01-31.12.2005	1.01-31.12.2004
Σύνολο κύκλου εργασιών	72.703.601	74.600.734	6.090.669	389.781
Μικτά Κέρδη / (Ζημιές)	(1.687.695)	12.723.104	2.716.190	381.582
Μεταβολές εύλογης αξίας σε επενδυτικά ακίνητα	159.325.055	-	(45.000)	-
Κέρδη / (Ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και αποσβέσεων	144.801.103	4.277.878	8.257.718	655.182
Κέρδη / (Ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων	141.653.489	1.177.836	7.583.352	227.941
Κέρδη / (Ζημιές) προ φόρων σύνολο	135.519.749	(767.369)	5.519.267	(605.428)
Μείον φόροι	(47.485.866)	8.790.586	(41.189)	639.790
Κέρδη / (Ζημιές) μετά από φόρους σύνολο	88.033.883	8.023.217	5.478.078	34.362

	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΙΑ	
	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2013
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ				
Επενδύσεις σε ακίνητα	379.862	388.177	1.840	1.840
Ιδιοχρησιμοποιούμενα ενσώματα πάγια στοιχεία	3.818	4.651	179	235
Επενδύσεις σε θυγατρικές, κοινοπραξίες και συγγενείς επιχειρήσεις	112.018	115.024	237.337	251.184
Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	15.712	11.486	92.885	89.670
Αποθέματα	70.064	83.190	-	-
Πελάτες και λοιπές απαιτήσεις	33.826	35.015	31.435	30.152
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	187.636	32.586	157.191	7.597
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	802.937	670.129	520.868	380.679

ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ

Μετοχικό κεφάλαιο	23.917	13.324	23.917	13.324
Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο	360.007	223.600	360.007	223.600
Ίδιες μετοχές	(1.757)	(16.970)	(1.757)	(16.970)
Λοιπά στοιχεία ιδίων κεφαλαίων	5.486	29.685	(60.676)	(36.824)
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων ιδιοκτητών μητρικής (α)	387.653	249.638	321.491	183.129
Μη ελέγχουσες συμμετοχές (β)	(130)	(83)	-	-
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων (γ) = (α) + (β)	387.523	249.555	321.491	183.129
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	225.319	240.078	64.550	66.350
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	25.250	23.862	-	-
Προβλέψεις / Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	17.811	16.304	19.481	19.379
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	113.157	110.179	100.150	98.800
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	33.877	30.152	15.196	13.020
Σύνολο υποχρεώσεων (δ)	415.415	420.574	199.377	197.550
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ (γ) + (δ)	802.937	670.129	520.868	380.679

ΟΜΙΛΟΣ 1/1 - 31/12/2014

	Ευνοηζόμενες δραστηριότητες	Διακοπές δραστηριότητες	Σύνολο
Έσοδα από επενδυτικά ακίνητα	40.632	-	40.632
Έσοδα από παροχή υπηρεσιών και λοιπά έσοδα	3.608	-	3.608
Αποτέλεσμα από την επιμέτρηση στην εύλογη αξία των επενδυτικών ακινήτων και λοιπών περιουσιακών στοιχείων	(25.023)	-	(25.023)
Αποτέλεσμα από την πώληση επενδυτικών ακινήτων	-	-	-
Μείον: Δαπάνες εκμετάλλευσης	(14.267)	-	(14.267)
Μικτό αποτέλεσμα από το σύνολο των δραστηριοτήτων	4.951	-	4.951
Κέρδη/(ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων	(9.839)	-	(9.839)
Κέρδη/(ζημιές) προ φόρων	(24.181)	-	(24.181)
Κέρδη/(ζημιές) μετά από φόρους (Α)	(23.501)	-	(23.501)
Κατανέμονται σε :			
- Ιδιοκτήτες μητρικής	(23.453)	-	(23.453)
- Δικαιώματα μειοψηφίας	(47)	-	(47)
Λοιπά συνολικά έσοδα/(ζημιές) μετά από φόρους (Β)	(462)	-	(462)

Οικονομικές καταστάσεις ΜΕΤΚΑ

Ποσό σε €	Ο ΟΜΙΛΟΣ		Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
	31/12/2005	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2004
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ				
Μη κυκλοφορούντα Στοιχεία Ενεργητικού				
Ενώματες Ακτινοποιήσεις	69.656.807	70.844.527	51.798.994	52.662.938
Υπεροξία	1.829.630	0	0	0
Λοιπά άυλα στοιχεία ενεργητικού	9.309.316	10.003.867	9.291.770	9.980.000
Επενδύσεις σε θυγατρικές επιχειρήσεις	0	0	38.671.777	35.164.028
Επενδύσεις σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις	0	143.214	0	505.140
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	1.391.383	878.316	624.366	435.969
Χρηματοοικονομικά στοιχεία διαθέσιμα προς πώληση	6.159.684	12.477.783	5.917.934	12.236.033
Λοιπές Μακροπρόθεσμες Απαιτήσεις	2.185.738	3.319.967	2.065.409	3.225.827
	90.532.558	97.667.674	108.370.250	114.209.935
Κυκλοφορούν ενεργητικό				
Αποθέματα	30.314.526	13.215.754	28.696.653	12.857.399
Πελάτες και Λοιπές Εμπορικές Απαιτήσεις	113.474.949	111.114.676	100.222.944	94.350.592
Λοιπές Απαιτήσεις	8.743.680	10.412.377	7.114.742	8.696.150
Λοιπά κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού	1.712.778	7.772.214	1.666.499	7.757.395
Χρηματοοικονομικά στοιχεία σε εύλογη αξία μέσω αποτελεσμάτων	2.027.729	4.353.413	1.994.390	0
Τομειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	19.821.624	9.157.778	8.259.394	4.416.374
	176.095.287	156.026.212	147.954.621	128.077.911
Σύνολο ενεργητικού	266.627.845	253.693.886	256.324.870	242.287.845
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ				
Ίδια κεφάλαια αποδιδόμενα στους μετόχους				
Μετοχικό κεφάλαιο	16.624.192	16.624.192	16.624.192	16.624.192
Υπέρ το Άρτιο	0	63.430.696	0	63.430.696
Αποθεματικά εύλογης αξίας	0	1.271.097	0	1.271.097
Λοιπά αποθεματικά	21.255.571	23.432.290	16.994.444	20.015.184
Κέρδη/ (Ζημιές) εις νέον	48.121.923	26.120.907	56.057.099	36.269.578
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων αποδιδόμενα σε μετόχους μητρικής	86.001.685	130.879.182	89.675.735	137.610.748
Δικαιώματα μειοψηφίας	14.650.047	13.459.092	0	0
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων	100.651.732	144.338.274	89.675.735	137.610.748
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ				
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις				
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	13.889.089	16.374.271	9.822.692	12.061.093
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	1.836.607	1.936.085	1.152.985	1.343.978
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	20.147.222	25.821.593	20.506.963	25.821.593
Σύνολο Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων	35.872.918	44.131.949	31.482.640	39.226.664
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις				
Προμηθευτές και συναφείς υποχρεώσεις	102.516.547	51.195.496	111.131.206	55.382.023
Τρέχουσες φορολογικές υποχρεώσεις	13.058.957	3.222.596	12.434.813	2.657.316
Βραχυπρόθεσμες Δανειακές Υποχρεώσεις	769.522	133	12.605	133
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	13.573.328	10.754.828	11.587.872	7.392.536
Βραχυπρόθεσμες Προβλέψεις	184.841	50.610	0	18.426
Σύνολο βραχυπρόθεσμων	130.103.195	65.223.663	135.166.496	65.450.433
Σύνολο υποχρεώσεων	165.976.113	109.355.612	166.649.136	104.677.097
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων	266.627.845	253.693.886	256.324.870	242.287.845

Ποσό σε €	Ο ΟΜΙΛΟΣ		Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
	01/01 - 31/12/2005	01/01 - 31/12/2004	01/01 - 31/12/2005	01/01 - 31/12/2004
Πωλήσεις	224.955.765	173.736.548	198.865.281	140.706.798
Κόστος Πωληθέντων	(167.046.365)	(136.111.257)	(149.740.531)	(112.967.951)
Μικτό Κέρδος	57.909.400	37.625.291	49.124.750	27.738.847
Λοιπά έσοδα εκμετάλλευσης	1.174.512	1.507.726	1.077.458	1.071.586
Έξοδα διάθεσης	(627.918)	(1.983.275)	(404.316)	(1.723.224)
Έξοδα διοίκησης	(9.026.106)	(6.806.233)	(6.810.967)	(4.296.255)
Λοιπά έσοδα εκμετάλλευσης	(832.409)	(1.081.342)	(406.604)	(647.728)
Αποτελέσματα Εκμετάλλευσης προ Φόρων	48.597.478	29.262.167	42.580.320	22.143.226
Χρηματοδοτικών και Επενδυτικών Αποτελεσμάτων	48.597.478	29.262.167	42.580.320	22.143.226
Χρηματοοικονομικά έσοδα	725.346	528.847	660.090	461.636
Χρηματοοικονομικά έξοδα	(782.288)	(744.998)	(700.636)	(638.741)
Λοιπά Χρηματοοικονομικά Αποτελέσματα	3.776.292	357.462	4.054.105	179.206
Αναλογία Αποτελέσματος Συγγενών Επιχειρήσεων	(279.259)	(113.280)	0	0
Κέρδη πώλησης Συγγενών Επιχειρήσεων	641.186	0	0	0
Κέρδη προ φόρων	52.678.753	29.290.199	46.593.879	22.145.327
Φόρος εισοδήματος	(13.972.715)	(7.994.779)	(12.253.979)	(5.773.481)
Κέρδη μετά από φόρους	38.706.038	21.295.420	34.339.900	16.371.846
Κατανεμημένα σε:				
Μετόχους της μητρικής	37.397.417	19.756.088		
Δικαιώματα μειοψηφίας	1.308.621	1.539.332		
	38.706.038	21.295.420		

Βασικά κέρδη ανά μετοχή (λεπτά /μετοχή)	71,99	38,03	66,10	31,51
---	-------	-------	-------	-------

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ (ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΑ ΚΑΙ ΜΗ)				
(Ποσά εκφρασμένα σε χιλιάδες ευρώ)	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ		ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ	
	31/12/14	31/12/13	31/12/14	31/12/13
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ				
Ιδιοχρησιμοποιούμενα ενσώματα πάγια στοιχεία	49.400	54.161	38.681	34.476
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	4	23	1	5
Λοιπά μη κυκλοφορούντα στοιχεία	82.117	46.835	80.012	52.978
Αποθέματα	50.562	31.456	49.614	30.432
Απαιτήσεις από πελάτες	305.686	433.259	294.928	390.602
Λοιπά κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	393.814	234.557	272.166	134.301
Σύνολο Ενεργητικού	881.584	800.290	735.402	642.794
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ				
Μετοχικό Κεφάλαιο	16.624	16.624	16.624	16.624
Λοιπά στοιχεία ιδίων κεφαλαίων	490.929	416.402	360.418	302.179
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων ιδιοκτητών μητρικής εταιρείας (α)	507.554	433.026	377.042	318.803
Μη ελέγχουσες συμμετοχές (β)	237	16.841	–	–
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων (γ) = (α)+(β)	507.790	449.867	377.042	318.803
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	2.090	2.403	–	–
Προβλέψεις / Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	58.937	101.962	57.442	93.528
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	2.350	7.252	–	4.840
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	310.416	238.806	300.917	225.624
Σύνολο υποχρεώσεων (δ)	373.793	350.423	358.359	323.992
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ (γ) + (δ)	881.584	800.290	735.402	642.794
ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΕΣΟΔΩΝ (ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΑ ΚΑΙ ΜΗ)				
(Ποσά εκφρασμένα σε χιλιάδες ευρώ)	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ		ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ	
	1/1-31/12/14	1/1-31/12/13	1/1-31/12/14	1/1-31/12/13
Κύκλος Εργασιών	609.271	606.491	549.001	404.408
Μικτά κέρδη / (ζημιές)	115.898	123.760	102.943	79.721
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων	100.109	97.777	85.879	51.650
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων	98.300	86.527	84.758	42.713
Μειον φόροι	7.982	(5.037)	10.850	(1.718)
Κέρδη / (ζημιές) μετά από φόρους (Α)	90.319	91.565	73.908	44.432
Ιδιοκτήτες μητρικής	90.199	91.656	73.908	44.432
Δικαιώματα μειοψηφίας	120	(92)	–	–
Λοιπά συνολικά έσοδα μετά από φόρους (Β)	(106)	1.537	(84)	124
Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα μετά από φόρους (Α) + (Β)	90.213	93.102	73.824	44.556
Ιδιοκτήτες μητρικής	90.095	93.185	73.824	44.556
Δικαιώματα μειοψηφίας	118	(84)	–	–
Κέρδη μετά από φόρους ανά μετοχή - βασικά (σε €)	1,7362	1,7643	1,4227	0,8553
Προτεινόμενο μέρισμα	–	–	0,5000	0,3000
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και συνολικών αποσβέσεων	103.891	101.970	88.758	54.496

Οικονομικές καταστάσεις ΟΛΠ

	<u>31/12/2005</u>	<u>31/12/2004</u>
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ		
Πάγια στοιχεία Ενεργητικού	195.031.679,05	190.354.838,06
Αποθέματα	4.898.296,92	4.723.691,68
Απαιτήσεις από πελάτες	12.892.247,27	11.729.974,64
Λοιπά στοιχεία ενεργητικού	20.004.989,00	24.811.457,61
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	<u>232.827.212,24</u>	<u>231.619.961,99</u>
ΠΑΘΗΤΙΚΟ		
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	57.570.489,79	51.311.302,57
Βραχυπρόθεσμες τραπεζικές Υποχρεώσεις	2.924.137,93	2.924.137,93
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	20.306.790,00	31.678.825,30
Σύνολο υποχρεώσεων (α)	<u>80.801.417,72</u>	<u>85.914.265,80</u>
Μετοχικό κεφάλαιο	50.000.000,00	50.000.000,00
Λοιπά στοιχεία καθαρής θέσης μετόχων εταιρίας	102.025.794,52	95.705.696,19
Σύνολο Καθαρής Θέσης (β)	<u>152.025.794,52</u>	<u>145.705.696,19</u>
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ (α) + (β)	<u>232.827.212,24</u>	<u>231.619.961,99</u>
	<u>1/1-31/12/2005</u>	<u>1/1-31/12/2004</u>
Κύκλος Εργασιών	139.978.021,68	147.994.873,21
Μικτά κέρδη / (ζημιές)	24.609.349,98	27.543.747,80
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων	18.401.525,66	21.072.864,01
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και αποσβέσεων	26.934.116,72	28.697.390,69
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων	17.082.724,26	20.904.655,77
Μείον φόροι	(5.762.625,93)	(10.888.712,94)
Κέρδη/(ζημιές) μετά από φόρους	<u>11.320.098,33</u>	<u>10.015.942,83</u>

	31.12.2014	31.12.2013
<u>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</u>		
Ιδιοχρησιμοποιούμενα ενσώματα πάγια στοιχεία	273.356.564,78	286.978.961,71
Επενδυτικά ακίνητα	734.338,38	513.367,57
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	94.335,44	102.789,83
Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	16.438.238,90	16.036.479,22
Αποθέματα	2.136.621,95	2.206.794,87
Απαιτήσεις από πελάτες	25.208.189,07	27.570.298,53
Λοιπά κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	64.547.058,42	53.110.474,68
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	382.515.346,94	386.519.166,41
<u>ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</u>		
Μετοχικό Κεφάλαιο (25.000.000 μετοχές των € 2,00)	50.000.000,00	50.000.000,00
Λοιπά Στοιχεία Καθαρής Θέσης	118.585.627,93	116.014.419,63
Σύνολο Καθαρής Θέσης μετόχων Εταιρίας (α)	168.585.627,93	166.014.419,63
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	80.499.999,99	86.499.999,99
Προβλέψεις/Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	111.074.774,40	110.415.572,21
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	6.000.000,00	2.333.333,34
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	16.354.944,61	21.255.841,23
Σύνολο υποχρεώσεων (β)	213.929.719,00	220.504.746,77
ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΗΣ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ (α)+(β)	382.515.346,94	386.519.166,41
	01.01 - 31.12.2014	01.01 - 31.12.2013
Κύκλος εργασιών	104.320.264,31	108.630.469,40
Μικτά Κέρδη	22.958.410,89	22.224.256,72
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων	7.773.617,17	10.830.404,29
Κέρδη προ φόρων	8.891.464,98	11.824.617,21
Κέρδη μετά από φόρους (Α)	6.763.882,84	8.045.245,24
Λοιπά συνολικά έσοδα μετά από φόρους (Β)	(1.192.674,54)	(534.129,78)
Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα μετά από φόρους (Α)+(Β)	5.571.208,30	7.511.115,46
Κέρδη μετά από φόρους ανά μετοχή – βασικά & απομειωμένα (σε €)	0,2706	0,3218
Προτεινόμενο μέρισμα ανά μετοχή	0,0360	0,1200

Οικονομικές καταστάσεις ΒΙΟΧΑΛΚΟ

	ΕΝΟΠΙΩΜΕΝΑ	
	31-Δεκ-08	31-Δεκ-04
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ		
Πάγια στοιχεία ενεργητικού	1 782 984	1 795 025
Χρηματοοικονομικά στοιχεία	59 830	32 810
Αποθέματα	689 779	625 224
Απαιτήσεις από πελάτες	344.239	207 508
Λοιπά στοιχεία ενεργητικού	385 342	473 951
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	3.242 175	3 134.519
ΠΑΘΗΤΙΚΟ		
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	987 600	1 082 353
Βραχυπρόθεσμες τραπεζικές υποχρεώσεις	490 754	304 210
Προμηθευτές	141.221	144 962
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	140.563	138 800
Σύνολο υποχρεώσεων (α)	1 760 138	1 670 325
Καθαρή θέση μετόχων εταιρίας	973 563	969 449
Δικαιώματα Μειοψηφίας	508 474	494 744
Σύνολο Καθαρής Θέσης (β)	1 482 037	1 464 194
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ (α) + (β)	3 242 175	3 134 519

	1 Ιαν - 31 Δεκ 2008	1 Ιαν - 31 Δεκ 2004
Κύκλος εργασιών	2 331 471	2 154 262
Μικτό Κέρδος	307 173	343.347
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και αποσβέσεων	219 148	259 205
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων	102 939	149 129
Κέρδη προ φόρων	59.390	104.210
Φόρος εισοδήματος	(25 749)	44 312
Καθαρά κέρδη περιόδου από συνεχιζόμενες δραστηριότητες	33 641	148.522
Κατανομή σε:		
Μετόχους εταιρίας	20.221	100 113
Δικαιώματα Μειοψηφίας	13 420	48 408
	33 641	148 522

Ποσά σε χιλιάδες ευρώ	Για τη χρήση που έληξε στις 31 Δεκεμβρίου	
	2014	2013
Κύκλος εργασιών	2.943.462	2.885.071
Μικτό κέρδος	205.653	174.982
Κέρδη/(Ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και συνολικών αποσβέσεων (EBITDA) προ μη επαναλαμβανόμενων στοιχείων (1)	117.540	94.892
EBITDA (2)	119.624	4.072
Κέρδη/(Ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων (EBIT) προ μη επαναλαμβανόμενων στοιχείων (3)	2.011	-17.846
Κέρδη/(Ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων (EBIT) (4)	4.094	-108.666
Ζημιές προ φόρου εισοδήματος	-90.033	-192.038
Ζημιές χρήσης	-87.543	-223.931
Ζημιές μετά από φόρους και δικαιώματα μειοψηφίας	-59.405	-173.336

Συνοπτική ενοποιημένη κατάσταση οικονομικής θέσης

Ποσά σε χιλιάδες ευρώ	Κατά την 31η Δεκεμβρίου	
	2014	2013
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ		
Μη κυκλοφορούν ενεργητικό	2.004.489	1.951.019
Αποθέματα	860.709	773.729
Εμπορικές και λοιπές απαιτήσεις	535.085	464.333
Λοιπά στοιχεία κυκλοφορούντος ενεργητικού	112.251	178.169
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	3.512.534	3.367.250

ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ

Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	1.183.464	1.187.640
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	1.069.567	823.146
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	16.497	15.772
Σύνολο υποχρεώσεων	2.269.528	2.026.558

Καθαρή θέση μετόχων Εταιρίας	920.214	992.944
Μη ελέγχουσες συμμετοχές	322.792	347.748
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων	1.243.006	1.340.692

ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ

ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	3.512.534	3.367.250
--------------------	------------------	------------------

Οικονομικές καταστάσεις Coca-Cola HBC

	Note	2005 € million
Assets		
Intangible assets	9	1,846.8
Property, plant and equipment	10	2,287.4
Investment in associates	11	14.1
Available-for-sale investments	12	10.6
Held-to-maturity investments		1.1
Deferred tax assets	13	24.1
Other non-current assets	14	37.6
Total non-current assets		4,221.7
Inventories	15	377.1
Trade receivables	16	582.4
Derivative assets	20	9.5
Other receivables	17	203.8
Current tax assets		8.0
Cash and cash equivalents	18	182.4
Total current assets		1,363.2
Total assets		5,584.9
Liabilities		
Short term borrowings	19	575.8
Trade and other liabilities	21	912.9
Current tax liabilities		77.3
Total current liabilities		1,566.0
Long term borrowings	19	1,327.5
Cross currency swap payables relating to borrowings	20	43.3
Deferred tax liabilities	13	77.7
Non-current provisions	22	113.0
Other non-current liabilities		9.5
Total non-current liabilities		1,571.0
Total liabilities		3,137.0
Equity		
Share capital	25	120.3
Share premium	25	1,675.7
Exchange equalisation reserve	27	144.2
Other reserves	27	271.1
Retained earnings / (accumulated deficit)		141.3
Total shareholders' equity		2,352.6
Minority interests		95.3
Total equity		2,447.9
Total equity and liabilities		5,584.9

	2005 € million
Net sales revenue	4,633.9
Cost of goods sold	(2,749.9)
Gross profit	1,884.0
Selling, delivery and administrative expenses	(1,433.3)
Operating profit	450.7
Interest expense	(56.2)
Interest income	3.3
Other income	2.5
Other expense	(3.0)
Income before income taxes	397.3
Income tax expense	(111.8)
Share of income of equity method investees	23.9
Minority interests	(10.5)
Net income	298.9
Basic net income per share (in Euro):	1.25
Diluted net income per share (in Euro):	1.25

	Note	2014 € million
Assets		
Intangible assets	4	1,884.8
Property, plant and equipment	5	2,624.1
Equity method investments	6	227.5
Available-for-sale financial assets	7	2.0
Derivative financial instruments	8	0.9
Deferred tax assets	9	40.0
Other non-current assets	10	37.6
Total non-current assets		4,816.9
Inventories	11	414.2
Trade receivables	12	684.5
Other receivables and assets	13	256.5
Derivative financial instruments	8	53.0
Current tax assets		17.6
Cash and cash equivalents	14	636.3
Total current assets		2,062.1
Total assets		6,879.0
Liabilities		
Short-term borrowings	15	548.6
Derivative financial instruments	8	52.1
Trade payables	16	509.2
Other payables	16	1,027.4
Current tax liabilities		58.6
Total current liabilities		2,195.9
Long-term borrowings	15	1,556.3
Derivative financial instruments	8	34.2
Deferred tax liabilities	9	137.4
Non-current provisions	17	150.2
Other non-current liabilities		13.9
Total non-current liabilities		1,892.0
Total liabilities		4,087.9
Equity		
Share capital	18	1,998.1
Share premium	18	5,157.6
Group reorganisation reserve	18	(6,472.1)
Treasury shares	19	(70.7)
Exchange equalisation reserve	19	(615.3)
Other reserves	19	259.7
Retained earnings		2,529.7
Equity attributable to owners of the parent		2,787.0
Non-controlling interests	27	4.1
Total equity		2,791.1
Total equity and liabilities		6,879.0

	Note	2014 € million
Net sales revenue	3	6,510.2
Cost of goods sold		(4,192.5)
Gross profit		2,317.7
Operating expenses	20	(1,901.4)
Restructuring costs	20	(55.2)
Operating profit	3	361.1
Finance income		10.0
Finance costs		(80.5)
Loss on net monetary position	21	(2.4)
Total finance costs, net	21	(72.9)
Share of results of equity method investments	6	63.8
Profit before tax		352.0
Tax	3,22	(57.8)
Profit after tax		294.2
Attributable to:		
Owners of the parent		294.8
Non-controlling interests		(0.6)
		294.2
Basic and diluted earnings per share (€)	23	0.81

Οικονομικές καταστάσεις Grivalia Properties

Σημείωση	Όμιλος		
	31/12/2014	31/12/2013	
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			
Μη κυκλοφορούν ενεργητικό			
Επενδύσεις σε ακίνητα	7	729.301	564.194
Ενσώματα πάγια στοιχεία	9	2.415	1.600
Αύλα περιουσιακά στοιχεία και Υπεραξία		372	390
Συμμετοχή σε θυγατρικές	10	-	-
Αναβαλλόμενη φορολογική απαίτηση		348	391
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	11	3.380	2.959
		735.816	569.534
Κυκλοφορούν ενεργητικό			
Εμπορικές και λοιπές απαιτήσεις	12	8.636	5.125
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	13	185.448	190.695
		194.084	195.820
		929.900	765.354
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ			
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ			
Ίδια Κεφάλαια			
Μετοχικό Κεφάλαιο	14	215.684	129.930
Αποθεματικό υπέρ το άρτιο	14	571.234	466.749
Τόιες μετοχές	14	(5.199)	(6.735)
Αποθεματικό παροχών σε συμμετοχικούς τίτλους	14	865	-
Λοιπά αποθεματικά	14	12.641	10.779
Κέρδη εις νέον	14	58.822	28.924
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων		854.047	629.647
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις			
Δάνεια, συμπεριλαμβανομένων υποχρεώσεων χρηματοδοτικών μισθώσεων	15	56.644	62.104
Μακροπρόθεσμες εγγυήσεις		2.796	2.962
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις		290	319
		59.730	65.385
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις			
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	16	6.349	4.394
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις προς θυγατρικές		-	-
Μερίσματα πληρωτέα		13	7
Τρέχουσες φορολογικές υποχρεώσεις		2.004	2.425
Δάνεια, συμπεριλαμβανομένων υποχρεώσεων χρηματοδοτικών μισθώσεων	15	7.278	63.132
Βραχυπρόθεσμες εγγυήσεις		479	364
		16.123	70.322
Σύνολο Υποχρεώσεων		75.853	135.707
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ		929.900	765.354

Σημείωση	Όμιλος		
	31/12/2014	31/12/2013	
Κύκλος εργασιών			
Εσοδα	17	50.636	36.775
Κέρδη από πώληση επενδυτικών ακινήτων		-	150
		50.636	36.925
Καθαρό κέρδος/ (ζημιά) από αναπροσαρμογή των επενδύσεων σε ακίνητα σε εύλογη αξία			
	7	4.872	(43.151)
Εξοδα συμβουλευτικών υπηρεσιών			
		(233)	(502)
Λοιπά άμεσα έξοδα σχετιζόμενα με επενδύσεις σε ακίνητα			
	18	(1.327)	(1.414)
Προβλέψεις έναντι επισφαλών απαιτήσεων			
		-	(736)
Αμοιβές και έξοδα προσωπικού- Δ.Σ.			
	19	(3.525)	(1.610)
Αποσβέσεις παγίων στοιχείων			
		(170)	(90)
Λοιπά έσοδα			
	20	87	100
Απομείωση συμμετοχής			
	21	-	-
Λοιπά έξοδα			
	22	(1.498)	(1.217)
		48.842	(11.695)
Λειτουργικά κέρδη/ (ζημιές)			
		6.176	7.286
Εσοδα από τόκους			
		(2.084)	(2.180)
Χρηματοοικονομικά έξοδα			
	8	1.253	12.050
		54.187	5.461
Κέρδη/ (ζημιές) προ φόρων			
		(4.192)	(2.725)
Φόροι			
	23	(4.192)	(2.725)
		49.995	2.736
Καθαρά κέρδη/ (ζημιές) χρήσης			

Οικονομικές καταστάσεις Aegean airlines

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ				
	Εταιρία		Όμιλος	
	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2013
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ				
Ιδιοχρησιμοποιούμενα ενσώματα πάγια στοιχεία ενεργητικού	78.597,99	78.768,50	80.488,90	81.004,81
Επενδύσεις σε θυγατρικές	62.416,56	62.416,56	0,00	0,00
Υπεροξία	0,00	0,00	30.102,30	30.102,30
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	28.474,78	27.056,49	57.302,21	57.091,44
Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	92.713,00	41.120,03	105.536,78	54.013,70
Αποθέματα	8.272,45	5.961,65	13.237,74	10.951,28
Απαιτήσεις από πελάτες	78.429,03	49.632,02	87.648,24	76.944,55
Λοιπά κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	231.285,32	244.195,59	253.126,70	251.248,08
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	580.189,12	509.150,84	627.442,86	561.356,15
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ				
Μετοχικό Κεφάλαιο	46.421,11	46.421,11	46.421,11	46.421,11
Λοιπά στοιχεία Ιδίων Κεφαλαίων	155.186,15	175.027,75	170.047,73	166.456,13
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων (Α)	201.607,26	221.448,86	216.468,84	212.877,24
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	0,00	0,00	0,00	0,00
Προβλέψεις / Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	108.958,61	116.264,22	125.176,63	133.642,64
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	0,00	0,00	0,00	0,00
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	269.623,25	171.437,76	285.797,40	214.836,27
Σύνολο υποχρεώσεων (Β)	378.581,86	287.701,98	410.974,02	348.478,91
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ & ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ (Γ) = (Α) + (Β)	580.189,12	509.150,84	627.442,86	561.356,15

(Ποσά σε χιλιάδες €)

	ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΕΣΟΔΩΝ			
	Εταιρία		Ομιλος	
	01/01-31/12/2014	01/01-31/12/2013	01/01-31/12/2014	01/01-31/12/2013
Κύκλος εργασιών	850.891,09	682.682,72	911.793,70	698.916,50
Μικτά κέρδη / (ζημιές)	117.946,59	113.055,80	146.418,11	105.791,64
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων	83.504,41	82.591,50	105.979,23	77.690,48
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων	71.776,83	83.610,00	94.630,54	75.075,47
Φόρος εισοδήματος	(14.910,45)	(17.279,27)	(14.385,54)	(17.316,31)
Κέρδη / (ζημιές) μετά από φόρους (Α)	56.866,38	66.330,73	80.245,00	57.759,15
Λοιπά συνολικά έσοδα μετά από φόρους (Β)	(4.709,54)	747,71	(4.654,99)	747,71
Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα μετά από φόρους (Α) + (Β)	52.156,84	67.078,44	75.590,01	58.506,86
Κέρδη / (ζημιές) μετά από φόρους ανά μετοχή - βασικά (σε €)	0,7963	0,9288	1,1236	0,8088
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και αποσβέσεων	94.563,11	94.307,22	118.790,59	89.776,83

Οικονομικές καταστάσεις ΤΕΡΝΑ Ενεργειακή

	Ποσά εκφρασμένα σε χιλιάδες ευρώ	
	<u>ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ</u>	
	31/12/2014	31/12/2013
<u>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</u>		
Ιδιοχρησιμοποιούμενα Ενσώματα Πάγια στοιχεία Ενεργητικού	806.873	770.109
Επενδύσεις σε ακίνητα	575	785
Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	23.594	23.532
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	30.091	28.524
Αποθέματα	2.464	4.027
Απαιτήσεις από πελάτες	56.399	49.811
Διαθέσιμα	168.803	124.630
Λοιπά κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	51.475	87.052
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	1.140.274	1.088.470
<u>ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</u>		
Μετοχικό κεφάλαιο	32.794	32.794
Λοιπά στοιχεία Καθαρής Θέσης	302.405	315.550
Σύνολο καθαρής θέσης μετόχων εταιρείας (α)	335.199	348.344
Δικαιώματα μειοψηφίας	3.046	2.634
Σύνολο Καθαρής Θέσης (β)	338.245	350.978
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	324.947	295.163
Προβλέψεις/Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	325.028	317.636
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	98.396	71.658
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	53.658	53.035
Σύνολο υποχρεώσεων	802.029	737.492
ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΗΣ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	1.140.274	1.088.470

	Ποσά εκφρασμένα σε χιλιάδες ευρώ	
	<u>ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ</u>	
	1/1-31/12/2014	1/1-31/12/2013
Κύκλος εργασιών	158.251	139.595
Μικτά κέρδη / (ζημιές)	49.698	48.420
Κέρδη/(Ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων	43.512	35.299
Κέρδη/(Ζημιές) προ φόρων	12.172	9.895
Κέρδη/(Ζημιές) μετά από φόρους (Α)	5.847	4.355
<u>Κατανέμονται σε :</u>		
Μετόχους Εταιρείας	5.551	4.101
Μετόχους Μειοψηφίας	296	254
	5.847	4.355

Βιβλιογραφία

1. Alam, Perways and Nizamuddin, Shaikh Mohammed (2012), Performance Measures of Shareholders Wealth: An Application of Economic Value Added (EVA), *International Journal of Applied Financial Management Perspectives*, Volume: 1, Number: 2, October - December, pages 160-166.
2. Artikis G. Panayiotis (2005), "Value Based Corporate Finance in the Secondary Sector in Greece," *European Research Studies Journal*, *European Research Studies Journal*, vol. 8, Issue (3-4), pages 79-86.
3. Artikis G. Panayiotis (2007), "Economic Value Added: The Case of Listed Companies in Greece", *Journal of International Business and Economy* Vol. 8, No.1, pages 43-58.
4. Bacidore, J. M., J. A. Boquist, T. T. Milbourn, and A. V. Thakor (1997), "The Search for the Best Financial Performance Measure", *Financial Analysts Journal*, Vol. 53, No. 3, pp. 11-20.
5. Bagherzadeh Mohammad Reza and Joibary Ali Reza Modanlo (2014), "The investigation of relationship between economic value added (EVA) and market value added (MVA) during years 2008-2010: a study of companies listed in Bangalore Stock Exchange (bgse)", *International Journal of Current Life Sciences - Vol. 4, Issue, 12, pp, 13123-13128*.
6. Biddle, G. C., R. Bowen and J. S. Wallace (1997), "Does EVA beat Earnings? Evidence on Associations with Stock Returns and Firm Values", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, No. 3, pp. 301-336.
7. Biddle, G. C., R. Bowen and J. S. Wallace (1999), "Evidence on EVA", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 12, No. 2, pp. 69-79.
8. Chen, S. and J. L. Dodd (1998), "Usefulness of Operating Income, Residual Income and EVA: A Value-Relevance Perspective", *Unpublished Working Paper*, Clarion University and Drake University.
9. Damodaran Aswath (1999), "Value Creation and Enhancement: Back to the Future", *NYU Working Paper No. FIN-99-018*.
10. Damodaran Aswath (2011), "Applied corporate finance: A user's manual. 3rd ed.", *New York: Wiley*.
11. De Wet, Johannes (2005), "EVA versus traditional accounting measures of performance as drivers of shareholder value - a comparative analysis",

Meditari: Research Journal of the School of Accounting Sciences, vol 13, no. 2, pp. 1-16.

12. Ferguson, R., Rentzler, J. & Yu, S. (2005), Does Economic Value Added (EVA) improve stock performance or profitability?, *Journal of Applied Finance*, 15(2), pp. 101-113.
13. Fernandez, P. (2001 - last revised November 2015), EVA, economic profit and cash value added do not measure shareholder value creation, *Journal of Applied Finance*, 9(3), pp. 74-94.
14. Fernandez, P. (2015), Three Residual Income Valuation Methods and Discounted Cash Flow Valuation (November 17, 2015), pp. 1-12.
15. Fernandez, Pablo and Linares, Pablo and Fernandez Acín, Isabel (2014), "Market Risk Premium Used in 88 Countries in 2014: A Survey with 8,228 Answers".
16. Grant, J. L. (1996). Foundations of EVA for Investment Managers. *The Journal of Portfolio Management*, 23(1), pp. 41-48.
17. Ismail, A. (2006). Is EVA associated with stock return than accounting earnings? The UK evidence. *International Journal of Managerial Finance*, 2(4), pp 343-353.
18. Ivanov, Stoyu I. and Leong, Kenneth and Zaima, Janis K. (2014), An Empirical Examination of Negative Economic Value Added Firms, *The International Journal of Business and Finance Research*, v. 8 (1) pp. 103-112.
19. Kyriazis D. and C. Anastassis (2007) "The Validity of the Economic Value Added Approach: an Empirical Application" *European Financial Management*, 13(1), pp.71–100
20. Lee Seoki, Kim Woo Gon (2009), "EVA, refined EVA, MVA, or traditional performance measures for the hospitality industry?", *International Journal of Hospitality Management*, Volume 28, Issue 3, Pages 439-445.
21. Maditinos, D.I., Sevic, Z. and Theriou, N.G. (2009), "Modelling traditional accounting and modern value-based performance measures to explain stock market returns in the Athens Stock Exchange (ASE)", *Journal of Modelling in Management*, Vol. 4 No. 3, pp. 182-201.
22. Maditinos, I. D., Sevic, Z. & Theriou, N.G (2006), "The Introduction of Economic Value Added (EVA) in the Corporate World" (Paper Presented at The International Conference: Innovation, Entrepreneurship, and

Competitiveness in Balkan and Black Sea Countries, Kavala, Greece, November 2-4, 2006).

23. Maditinos, I. D., Sevic, Z. & Theriou, N.G (2005), Economic Value Added (EVA ®). Is it really the best performance measure? A Review of the Theoretical and Empirical Literature. The case of Athens Stock Exchange (ASE), Review of Economic Sciences.
24. Mandilas A, Floropoulos I, Pipiliagkopoulos M., Angelakis G. (2008), "Eva reconsidered for the Greek Capital Market", European Research Studies, Vol XII, Issue (2), pp.37-54.
25. Marshall, A. (1890), Principles of Economics, Macmillan, London.
26. Nakhaei, Habibollah and Hamid, Nik Intan Norhan Bnti (2013), "Analyzing the Relationship Between Economic Value Added (EVA) and Accounting Variables with Share Market Value in Tehran Stock Exchange (TSE)", Middle-East Journal of Scientific Research 16 (11), pages 1589-1598.
27. Nappi - Choulet, I., Missonier-Piera, F. & Cancel, M. (2007). "Value creation and the impact of corporate real estate assets; an empirical investigation with French listed companies", Paper Presented at The Dauphine Real Estate Workshop, Paris-Dauphine University, France, October 19 - 20, 2007.
28. Nuttawat Visaltanachoti & Robin Luo & Yi Yi, (2008), "Economic Value Added (EVA ®) and Sector Returns," Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance, Penerbit Universiti Sains Malaysia, vol. 4(2), pages 21-41.
29. O'Byrne, S. F. (1996), "EVA and Market Value", Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 9, No. 1, pp. 116-125.
30. Peixoto S. (2002), Economic Value Added ® Application to Portuguese Public Companies, Moderna University of Porto.
31. Shah, Reeta and Haldar, Arunima and Rao, S. V. D. Nageswara (2015), "Economic Value Added: Corporate Performance Measurement Tool", Corporate Board, Volume 11(1), pp. 47-58.
32. Sharma Anil K., Kumar Satish (2010), "Economic Value Added (EVA) - Literature Review and Relevant Issues", International Journal of Economics and Finance, Vol.2, No. 2, p. 200-220.
33. Stewart, G.B. (1991). The Quest for Value, New York: HarperCollins Publishers.