



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ
ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
M.B.A. – MANAGEMENT ΤΟΥΡΙΣΜΟΥ

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ
ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΑΞΙΑΣ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΗΣ ΜΟΝΑΔΟΣ
HILTON ΜΕ ΤΗ ΧΡΗΣΗ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ
ΡΟΩΝ

ΧΑΛΕΤΣΟΣ ΕΥΣΤΑΘΙΟΣ –ΓΕΩΡΓΙΟΣ

ΠΕΙΡΑΙΑΣ 2016

Η διπλωματική εργασία αυτή αφιερώνεται στην οικογένεια και τους φίλους που βρίσκονταν πάντα δίπλα σε ότι χρειάστηκε κατά τη διάρκεια των μεταπτυχιακών σπουδών ,

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Η διπλωματική εργασία αποτελεί τη διατριβή του Μεταπτυχιακού Προγράμματος Μ.Β.Α – MANAGEMENT ΤΟΥΡΙΣΜΟΥ του τμήματος της Διοίκησης Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Πειραιώς.

Αρχικά, θα ήθελα να εκφράσω τις θερμές μου ευχαριστίες για τον επιβλέποντα της διπλωματικής μου εργασίας, καθηγητή κ. Αρτίκη Παναγιώτη για την ορθή καθοδήγηση και τη συνεχή βοήθειά του σε όλα τα στάδια της εκπόνησης της διπλωματικής εργασίας.

Τέλος θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένειά μου και το φιλικό μου περιβάλλον που ήταν δίπλα μου σε όλη τη διάρκεια των μεταπτυχιακών σπουδών και κυρίως για τη στήριξή τους στην εκπόνηση της διπλωματικής εργασίας.

Σημαντικοί όροι : Χρηματοοικονομικοί δείκτες, αποτίμηση, επένδυση, ταμειακές ροές, προεξοφλητικό επιτόκιο, ρυθμός ανάπτυξης , χρονοσειρές, παρούσα αξία.

Περίληψη

Ο τίτλος της εργασίας είναι « Εκτίμηση αξίας της επιχείρησης του Hilton με τη χρήση ταμειακών ροών . Η αποτίμηση της επιχείρησης θα γίνει με τη χρήση προεξόφλησης ταμειακών ροών αφού πρώτα υλοποιηθεί χρηματοοικονομική ανάλυση των οικονομικών στοιχείων των τελευταίων πέντε ετών της επιχείρησης , όπου θα προκύψουν χρήσιμα συμπεράσματα .

Η αποτίμηση θα μπορούσε να υλοποιηθεί με διαφορετικές μεθόδους , τα αρνητικά όμως κέρδη που κατέγραψε η επιχείρηση δύο συναπτά έτη , οδήγησαν στην χρήση της μεθόδου αποτίμησης με προεξόφληση ταμειακών ροών . Η αποτίμηση έχει πολύ μεγάλη σημασία για κάθε επιχείρηση καθώς ορίζει τη συνολική της αξία και παρουσιάζει την οικονομική εικόνα της επιχείρησης στους μετόχους και σε όλους τους ενδιαφερόμενους .

Ο ρυθμός ανάπτυξης των επιχειρήσεων έχει ιδιαίτερη σημασία καθώς καθορίζει τα μελλοντικά οικονομικά στοιχεία που θα προκύψουν και πρέπει να εκτιμηθεί με τη μέθοδο που έχει το ορθότερο αποτέλεσμα. Η μέθοδος που θα χρησιμοποιηθεί για την εκτίμηση του ρυθμού ανάπτυξης είναι το ποσοστό επανεπένδυσης , δηλαδή τι ποσοστό από τα καθαρά έσοδα που παρουσιάζει η επιχείρηση επενδύονται πίσω σε αυτήν προκειμένου να εξασφαλιστεί η μακροχρόνια ευημερία της .

Επιπλέον θα υλοποιηθεί πρόβλεψη για τις ταμειακές ροές του Α΄ εξαμήνου του 2015 , δηλαδή του επόμενου έτους της εξεταζόμενης πενταετίας , με το μοντέλο ιστορικών προβλέψεων SARIMA και τα αποτελέσματα που θα προκύψουν θα συγκριθούν με τα πραγματικά οικονομικά στοιχεία.

Περιεχόμενα

Κατάσταση Πινάκων	I
Κατάσταση διαγραμμάτων	II
Κεφάλαιο 1 : Εισαγωγή	1
Η εταιρεία του Hilton	1
1.1 Περιγραφή των Κυριότερων Κινδύνων και Αβεβαιοτήτων που αντιμετωπίζει η εταιρεία	2
1.2 Αντικειμενικός σκοπός της εργασίας	4
1.3 Χρησιμότητα της εργασίας	5
1.4 Διάρθρωση της εργασίας	6
Κεφάλαιο 2 : Χρηματοοικονομικοί δείκτες	9
2.1 Χρησιμότητα χρηματοοικονομικών δεικτών	9
2.2 Διαχωρισμός χρηματοοικονομικών δεικτών	10
2.3 Οι κύριοι Χρηματοοικονομικοί δείκτες	11
Κεφάλαιο 3 : Μέθοδοι αποτίμησης και εκτίμησης ρυθμού ανάπτυξης	17
3.1 Μέθοδοι αποτίμησης εταιρικής αξίας	17
3.1.1 Εκκαθαριστική αξία (Liquidation Value)	18
3.1.2 Πολλαπλή προσέγγιση (Multiple Approach)	19
3.1.3 Σταθερό Μοντέλο Ανάπτυξης (Stable growth model)	20
3.2 Περιορισμοί που πρέπει να ισχύουν στο μοντέλο σταθερής ανάπτυξης	20
3.3 Υπολογισμός ρυθμού ανάπτυξης	22
3.4 Σταθερός ρυθμός ανάπτυξης	23
3.5 Προεξόφληση ταμειακών ροών	24
3.5.1 Κόστος ιδίων κεφαλαίων	25
3.5.2 Απόδοση Άνευ Κινδύνου (R_f)	26
3.5.3 Απόδοση επένδυσης που εμπεριέχει κίνδυνο (Ασφάλιστρο κινδύνου - R_m)	29
3.5.4 Συντελεστής Κινδύνου b (beta coefficient)	30
3.6 Κόστος Ξένων Κεφαλαίων	33
Κεφάλαιο 4 : Χρηματοοικονομική ανάλυση Hilton	36
4.1 Ετήσιες χρηματοοικονομικές αναλύσεις	36
4.1.1 Ετήσια χρηματοοικονομική ανάλυση 2010	37
4.1.2 Ετήσια χρηματοοικονομική ανάλυση 2011	38

4.1.3 Ετήσια χρηματοοικονομική ανάλυση 2012	40
4.1.4 Ετήσια χρηματοοικονομική ανάλυση 2013	42
4.1.5 Ετήσια χρηματοοικονομική ανάλυση 2014	44
4.2 Σύγκριση Χρηματοοικονομικών Δεικτών πενταετίας 2010-2014.....	46
4.3 Η μετοχή του Hilton την τελευταία πενταετία	55
Κεφάλαιο 5 : Αποτίμηση Hilton με τη χρήση ταμειακών ροών	58
5.1 Υπολογισμός μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου - CAPM.....	58
5.1.1 Κόστος ιδίων κεφαλαίων	58
5.1.2 Κόστος Ξένων Κεφαλαίων	59
5.1.3 Τελικός υπολογισμός μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου – CAPM.....	60
5.2 Υπολογισμός σταθερού ρυθμού ανάπτυξης.....	61
5.3 Αποτίμηση εταιρείας Hilton με τη χρήση λειτουργικών ροών	63
5.4 Αποτίμηση εταιρείας Hilton με τη χρήση ελεύθερων ταμειακών ροών	64
Κεφάλαιο 6: Πρόβλεψη ταμειακών ροών με τη χρήση χρονοσειράς.....	67
6.1 Χρονοσειρές	67
6.1.1 Χαρακτηριστικά χρονοσειρών.....	68
6.1.2 Επηρεασμός χρονοσειρών από εξωτερικούς παράγοντες	68
6.1.3 Οι συνιστώσες των χρονοσειρών.....	69
6.1.4 Στατιστική ανάλυση χρονοσειρών.....	70
6.2 Το χρονικό διάστημα της πρόβλεψης.....	71
6.3 Το υπόδειγμα Box & Jenkins	72
6.4 Ανάλυση χρονοσειρών με τη μέθοδο Box & Jenkins	73
6.4.1 Τα στάδια της μεθόδου.....	73
6.4.2 Η αξιολόγηση του υποδείγματος.....	74
6.4.3 Εγκυρότητα πρόβλεψης και σφάλμα.....	75
6.4.4 Τα μειονεκτήματα της μεθόδου.....	76
6.5 Πρόβλεψη ταμειακών ροών με τη χρήση του μοντέλου ARIMA.....	76
6.6 Σύγκριση πρόβλεψης με τις πραγματικές ταμειακές ροές	82
Κεφάλαιο 7 : Επίλογος και Συμπεράσματα	85
7.1 Συμπεράσματα.....	85
7.2 Προτάσεις για περαιτέρω έρευνα	86
Βιβλιογραφικές αναφορές :.....	87
Παράρτημα	89

Κατάσταση Πινάκων

Σελίδα

Πίνακας 3.1 : Αξιολόγηση Moody's για τις ευρωπαϊκές χώρες	29
Πίνακας 3.2 : Beta ανά κλάδο σύμφωνα με S&P Capital IQ	31
Πίνακας 4.1 : Τιμές χρηματοοικονομικών δεικτών 2010 – 2014	36
Πίνακας 4.2 : Κέρδη ανά μετοχή	56
Πίνακας 4.3 : Μετοχολόγιο Hilton 2014	57
Πίνακας 5.1 : Τα καθαρά έσοδα της επιχείρησης τη δεκαετία 2005 - 2014	62
Πίνακας 5.2 : Ο δείκτης R.O.E. τη δεκαετία 2005 - 2014	63
Πίνακας 5.3 : Οι μελλοντικές λειτουργικές ροές της εταιρείας για την πενταετία 2015-2019	63
Πίνακας 5.4 : Ποσοστό εξόδων κεφαλαίου σε σχέση με τα έσοδα τη δεκαετία 2005-2014	65
Πίνακας 5.5 : Οι μελλοντικές λειτουργικές και ελεύθερες ταμειακές ροές έως το 2019	65
Πίνακας 6.1 : Έσοδα της επιχείρησης ανά τρίμηνο από το 2004 έως το 2014	76
Πίνακας 6.2 : Η πρόβλεψη για τις μελλοντικές ταμειακές ροές σύμφωνα με τη μέθοδο Box & Jenkins	82
Πίνακας 6.3 : Σύγκριση πρόβλεψης με τα πραγματικά έσοδα των πρώτων τριμήνων του 2015	82

Κατάσταση Διαγραμμάτων

Σελίδα

Διάγραμμα 3.1 : Πορεία ελληνικού ομολόγου 2010 – 2014	28
Διάγραμμα 4.1 : Διάγραμμα τρέχουσας ρευστότητας	46
Διάγραμμα 4.2 : Διάγραμμα άμεσης ρευστότητας	46
Διάγραμμα 4.3 : R.O.A , R.O.E και Συνολική αποδοτικότητα	47
Διάγραμμα 4.4 : Διάγραμμα κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού και παγίων	48
Διάγραμμα 4.5 : Διάγραμμα κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού και παγίων	48
Διάγραμμα 4.6 : Κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων	49
Διάγραμμα 4.7 : Μέση περίοδο είσπραξης	50
Διάγραμμα 4.8 : Έσοδα και απαιτήσεις της επιχείρησης την πενταετία 2010-2014	50
Διάγραμμα 4.9 : Διάγραμμα Ξένα/ Ίδια κεφάλαια και δανειακής επιβάρυνσης	51
Διάγραμμα 4.10 : Κάλυψη χρηματοδοτικών αναγκών	52
Διάγραμμα 4.11 : Περιθώριο μικτού κέρδους	52
Διάγραμμα 4.12 : Σύγκριση εσόδων πωλήσεων και κόστος πωληθέντων της πενταετίας 2010 – 2014	53
Διάγραμμα 4.13 : Περιθώριο καθαρού κέρδους	53
Διάγραμμα 4.14 : Περιθώριο καθαρού κέρδους	54
Διάγραμμα 4.15 : Απόδοση συνολικών κεφαλαίων	55
Διάγραμμα 4.16 : Η τιμή της μετοχής του Hilton 2010 – 2014	56
Διάγραμμα 6.1 : Περιοδόγραμμα της χρονοσειράς από το οποίο προκύπτει η εποχικότητα, από τις συντεταγμένες της μέγιστης μεταβλητής	77
Διάγραμμα 6.2 : Η διασπορά των τιμών δείχνει την ύπαρξη η μη τάσης	78
Διάγραμμα 6.3 : Οι τιμές των μελλοντικών παρατηρήσεων του επιλεγμένου μοντέλου	81

Κεφάλαιο 1 : Εισαγωγή

Η εταιρεία του Hilton

Η εταιρία "ΙΟΝΙΚΗ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Ε." ιδρύθηκε το 1957 (ΦΕΚ 497/21.10.57) με Αριθμό Μητρώου Ανωνύμων Εταιριών (Α.Μ.Α.Ε.) 459/06/Β/86/07 με αρχική ονομασία "Ξενοδοχειακά Επιχειρήσεις ΠΕΖΑ Α.Ε."

Έδρα της Εταιρίας έχει ορισθεί ο Δήμος Αθηναίων, όπου βρίσκονται τα ενοικιαζόμενα γραφεία της επί της οδού Λεωφόρου Αθηνών 77, 104 47 Αθήνα και η διάρκεια της Εταιρίας έχει ορισθεί στα εβδομήντα έτη.

Ο σκοπός της Εταιρίας σύμφωνα με το καταστατικό της είναι η ανέγερση και η λειτουργία τουριστικών ξενοδοχείων πολυτελείας και κάθε άλλης ξενοδοχειακής επιχείρησης, είτε από την ίδια, είτε σε συνεργασία με άλλους ξενοδοχειακούς οργανισμούς εγχώριους ή διεθνής και η ενδεχόμενη παραχώρηση της εκμεταλλεύσεως ξενοδοχείων προς οποιοδήποτε τρίτο. Επιπροσθέτως, σκοπός της είναι η ενέργεια κάθε πιστωτικής εργασίας με κερδοσκοπικό σκοπό στο ξενοδοχειακό κλάδο, η ίδρυση τουριστικών και διαφημιστικών γραφείων, γραφείων ταξιδιών και γραφείων προσέλκυσης και απλής εξυπηρέτησης τουριστών και γενικά κάθε άλλη κερδοσκοπική επιχείρηση ξενοδοχείου, τουριστικών περιπτέρων που συνδέεται άμεσα ή έμμεσα με την ξενοδοχειακή κερδοφόρα εργασία.

Επίσης η επιχείρηση θα υποστηρίζει κάθε συμπληρωματική δραστηριότητα αναγκαία για την επωφελέστερη εκμετάλλευση των ξενοδοχειακών μονάδων της Εταιρίας και προς εξυπηρέτηση της λειτουργικότητας αυτών. Οι επιπλέον αυτές δραστηριότητες που θα παρέχονται εξασφαλίζουν την παροχή πολυτελών υπηρεσιών προς τους πελάτες και αυξάνουν την κερδοφορία. Η καλύτερη εξυπηρέτηση των πελατών είναι πιθανό να οδηγήσει σε εκμίσθωση ή παραχώρηση εκμεταλλεύσεως χώρων των ξενοδοχειακών μονάδων σε τρίτους με αντάλλαγμα, λειτουργία εντός των ξενοδοχειακών μονάδων σταθμών αυτοκινήτων, εστιατορίων, ζαχαροπλαστείων.

Οι σκοποί της εταιρείας για να επιτευχθούν χρειάζεται επιπλέον η δημιουργία και λειτουργία κέντρων αναψυχής και ψυχαγωγίας, κέντρων άθλησης και υγιεινής, φυσιοθεραπείας, πλυντηρίων αυτοκινήτων, πλυντηρίων και καθαριστηρίων ενδυμάτων και κλινοστρωμνών, η παραγωγή και εκμετάλλευση ηλεκτρικής ενέργειας, η

εκμετάλλευση κολυμβητικών δεξαμενών και οργανωμένων ακτών. Η παροχή υπηρεσιών ανταλλακτηρίου συναλλάγματος για τους αλλοδαπούς πελάτες προς διευκόλυνσή τους , υπηρεσιών τροφοδοσίας (catering) εντός ή εκτός των ξενοδοχειακών μονάδων, η παροχή υπηρεσιών τηλεπικοινωνίας, τηρουμένων των ανά δραστηριότητα απαιτούμενων διατυπώσεων, οι οποίες ενδεχομένως προβλέπονται από τις ειδικές κατά περίπτωση εκάστοτε υφιστάμενες διατάξεις είναι απαραίτητες παροχές για την εύρυθμη λειτουργία της ξενοδοχειακής μονάδος.. Ο σκοπός της Εταιρίας μεταβλήθηκε από την ίδρυσή της κατά το έτος 2003 (Φ.Ε.Κ. 8103/28.07.2003).

Η δραστηριότητα της Εταιρίας πλέον υπάγεται στον κλάδο 55 «Ξενοδοχεία και Εστιατόρια» και ειδικότερα στον υποκλάδο 551.1 «Ξενοδοχεία και Μοτέλ με Εστιατόριο», 702.0 «Εκμίσθωση Ιδιόκτητων Ακινήτων», 632.1 «Άλλες βοηθητικές χερσαίες μεταφορικές δραστηριότητες», 502.0 «Συντήρηση και επισκευή αυτοκινήτων οχημάτων» της Στατιστικής Ταξινόμησης των Κλάδων Οικονομικής Δραστηριότητας (ΣΤΑΚΟΔ 2003) της Ε.Σ.Υ.Ε.

Το μετοχικό κεφάλαιο της Εταιρίας που θα αναλυθεί και σε επόμενο κεφάλαιο ανέρχεται σε 115.680.317,20 Euro και είναι διαιρούμενο σε 13.404.440 κοινές ονομαστικές μετοχές ονομαστικής αξίας 8,63 Euro η καθεμία. Η εταιρία είναι θυγατρική της ALPHA GROUP INVESTMENTS LTD, με έδρα την Κύπρο, η οποία είναι με τη σειρά της 100% θυγατρική της ALPHA BANK A.E. Η Alpha GROUP INVESTMENTS LTD κατείχε ποσοστό συμμετοχής 89,7740% την 30 Σεπτεμβρίου 2014.

Η μετοχή της Εταιρίας είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών από το 1987 και η πορεία της την τελευταία πενταετία θα αναλυθεί σε επόμενο κεφάλαιο.

1.1 Περιγραφή των Κυριότερων Κινδύνων και Αβεβαιοτήτων που αντιμετωπίζει η εταιρεία

Η κρίση στην ελληνική αγορά επηρεάζει όλες τις επιχειρήσεις, ανεξαρτήτως κλάδου και είναι ιδιαίτερα σημαντικό να αναλυθούν οι βασικοί κίνδυνοι που σχετίζονται με τις επιχειρηματικές δραστηριότητες της Εταιρίας. Ακολούθως περιγράφονται οι βασικοί κίνδυνοι:

- **Πελάτες και λοιπές απαιτήσεις**

Οι συναλλαγές της Εταιρίας με πελάτες - μισθωτές αναπτύσσονται κατόπιν αξιολόγησης της φερεγγυότητας και της αξιοπιστίας τους, προκειμένου να μην παρατηρούνται προβλήματα καθυστερήσεων πληρωμών και επισφαλειών. Η αγορά της παροχής πολυτελών υπηρεσιών του ξενοδοχειακού κλάδου εξασφαλίζει ένα αξιόπιστο πελατολόγιο και επιπροσθέτως οι απαιτήσεις από πελάτες παρουσιάζουν μεγάλη διασπορά και συνεπώς περιορίζεται στο ελάχιστο ο πιστωτικός κίνδυνος.

- **Επενδύσεις**

Η Εταιρία επενδύει παρά την οικονομική κρίση όμως περιορίζει την έκθεση της σε πιστωτικούς κινδύνους επενδύοντας μόνο σε άμεσα ρευστοποιήσιμα χρεόγραφα από αντισυμβαλλόμενους που έχουν υψηλό βαθμό πιστοληπτικής ικανότητας και εκδότες συνδεδεμένες εταιρείες του Ομίλου της Alpha Bank A.E. ώστε να διασφαλίζεται η αξιοπιστία τους. Η Διοίκηση της εταιρείας εκτιμά σύμφωνα με τις οικονομικές καταστάσεις που δημοσιεύει ότι δεν θα υπάρξει φαινόμενο αθέτησης πληρωμών για τις επενδύσεις αυτές παρουσιάζουν υψηλό βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας

- **Κίνδυνος ρευστότητας**

Η ρευστότητα αποτελεί έναν χρηματοοικονομικό δείκτη με ιδιαίτερα μεγάλη σημασία καθώς η παρακολούθηση του κινδύνου ρευστότητας επικεντρώνεται στη διαχείριση του χρονικού συσχετισμού των ταμειακών ροών και στην εξασφάλιση επαρκών ταμειακών διαθεσίμων για την κάλυψη των υποχρεώσεων και των τρεχουσών συναλλαγών.

Η ταξινόμηση των χρηματοροών, που προκύπτουν από όλα τα στοιχεία Ενεργητικού και Παθητικού της Εταιρίας σε χρονικές περιόδους, επικεντρώνεται κυρίως στο ταμείο και διαθέσιμα, με λήξη μικρότερη του 1 μηνός στις απαιτήσεις από πελάτες όπως αναλύεται και στη συνέχεια, διάφορες απαιτήσεις, προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις με λήξη έως τρεις μήνες, ενώ το ομολογιακό δάνειο έχει λήξη μεγαλύτερη του ενός έτους.

- **Συναλλαγματικός κίνδυνος**

Η Εταιρία δραστηριοποιείται στον ελληνικό χώρο και οι τιμολογήσεις της γίνονται σχεδόν αποκλειστικά σε Ευρώ. Υπάρχουν περιορισμένες, σε σχέση με τις συνολικές, εισαγωγές αποθεμάτων από τρίτες χώρες καθώς επιλέγεται συνήθως η αγορά εγχώριων προϊόντων, ενώ η αγοραπωλησία συναλλάγματος για τις ταμειακές ανάγκες

των πελατών που προέρχονται από το εξωτερικό γίνεται σε καθημερινή βάση και δεν αφορούν μεγάλα ποσά.

- **Κίνδυνος επιτοκίων**

Η Εταιρία έχει στο ενεργητικό έντοκα στοιχεία που περιλαμβάνουν καταθέσεις όψεως, προθεσμίας και στις υποχρεώσεις το Ομολογιακό δάνειο.

Η Εταιρία δεν εκτίθεται σημαντικά σε κίνδυνο από διακυμάνσεις στα επιτόκια καθώς οι καταθέσεις των ταμειακών διαθεσίμων είναι βραχυπρόθεσμης διάρκειας με εγγυημένη απόδοση.

Η Εταιρία δεν έχει υιοθετήσει μία πολιτική εξασφάλισης στις διακυμάνσεις του επιτοκίου του ομολογιακού δανείου το οποίο είναι κυμαινόμενου επιτοκίου.

- **Κίνδυνος Τιμών**

Η Εταιρία δεν εκτίθεται σε κινδύνους τιμών από τα χρηματοοικονομικά στοιχεία ενεργητικού και παθητικού. Σύμφωνα με τα οικονομικά της στοιχεία και τη χρηματοοικονομική ανάλυση που θα υλοποιηθεί σε επόμενο κεφάλαιο εξασφαλίζεται η απουσία κινδύνου τιμών.

- **Διαχείριση κεφαλαίου**

Δε συντρέχει κίνδυνος κεφαλαίου για την Εταιρία, λόγω του μεγάλου ύψους των κεφαλαίων και της σταδιακής αποπληρωμής των δανειακών υποχρεώσεών της.

Δεν υπήρξαν αλλαγές στην προσέγγιση που υιοθετεί η Εταιρία σχετικά με τη διαχείριση κεφαλαίου κατά τη διάρκεια της χρήσεως.

Η Εταιρία δεν υπόκειται σε εξωτερικά επιβεβλημένες απαιτήσεις σε σχέση με το κεφάλαιο της όπως θα αναλυθεί στο κεφάλαιο 4.

1.2 Αντικειμενικός σκοπός της εργασίας

Η εκπόνηση της διπλωματικής εργασίας είχε ως σκοπό την ορθή εκτίμηση της συνολικής αξίας της επιχείρησης του Hilton . Η μελέτη υλοποιήθηκε μετά από χρηματοοικονομική ανάλυση των οικονομικών στοιχείων της εταιρείας και χρησιμοποιώντας τις κατάλληλες μεθόδους για τη συγκεκριμένη περίπτωση. Η ορθή αξιολόγηση της προτεινόμενης επένδυσης πρέπει να λαμβάνει υπ' όψιν το

απαιτούμενο κεφάλαιο για την κάλυψη των απαιτήσεων της επένδυσης , το κόστος ευκαιρίας του κεφαλαίου , και τη διαχρονική εξέλιξη των καθαρών ταμειακών ροών της επιχείρησης

Η επίτευξη του σκοπού αυτού , θα υλοποιηθεί χρησιμοποιώντας τα οικονομικά δεδομένα της επιχείρησης του Hilton για τις χρήσεις της περιόδου 2009-2014 για την χρηματοοικονομική ανάλυση και εφαρμόζοντας στη συνέχεια συγκεκριμένο υπόδειγμα αποτίμησης προκειμένου να εκτιμηθεί δίκαιη συνολική αξία για την επιχείρηση και για τις μετοχές της .

Η εκπόνηση της εργασίας απαιτεί τη συλλογή των απαραίτητων δεδομένων από έγκυρες πηγές , στην περίπτωση του Hilton τα οικονομικά στοιχεία που θα χρησιμοποιηθούν (ισολογισμοί , καταστάσεις χρήσεως , καταστάσεις αποθεμάτων) βρίσκονται αναρτημένα από την ίδια την επιχείρηση. Οι τιμές που χρησιμοποιούνται σε ποσά εκφράζονται σε χιλιάδες ευρώ για λόγους ευκολίας στους πίνακες και στους διάφορους υπολογισμούς, ενώ στην αποτίμηση της εταιρείας και την αξία της μετοχής εκφράζονται στην κανονική τους τιμή.

1.3 Χρησιμότητα της εργασίας

Η χρησιμότητα της εργασίας αυτής έγκειται στο ότι δίνει τη δυνατότητα στον αναγνώστη να γνωρίσει τις κύριες μεθόδους αποτίμησης και χρηματοοικονομικής ανάλυσης . Η ανάλυση υλοποιείται μέσω της επεξεργασίας των πληροφοριών για τα οικονομικά στοιχεία της εταιρείας που εξετάζεται και προκύπτουν από τις οικονομικές καταστάσεις και τους ισολογισμούς της εταιρείας, προκειμένου να ληφθούν επενδυτικές αποφάσεις για την αγοραπωλησία της εταιρείας ή μέρους των μετοχών της. Η μεθοδολογία της ανάλυσης και της αποτίμησης εξαρτάται από το σκοπό που έχει ο εκάστοτε αναλυτής και από την κρίση του.

Ο αναγνώστης μέσω της ανάλυσης και της αποτίμησης αντιλαμβάνεται πόσο σημαντικό και κρίσιμο είναι να επιλεγεί η σωστή μεθοδολογία, ανάλογα την επιχείρηση και την ωριμότητά της και να βγουν ακριβή συμπεράσματα για μελλοντικές επενδυτικές δραστηριότητες. Προκειμένου να επιτευχθεί αυτός ο στόχος γίνεται θεμελιώδης ανάλυση των οικονομικών στοιχείων της εταιρείας και επεξεργάζονται με την κατάλληλη τεχνική προσέγγιση για να βγουν τα κατάλληλα αποτελέσματα . Τέλος

με την υλοποίηση της αποτίμησης ο αναγνώστης μπορεί να βγάλει χρήσιμα συμπεράσματα για την οικονομική κατάσταση της εξεταζόμενης επιχείρησης και τη μελλοντική της πορεία καθώς επίσης και για τις μετοχές της, αν έχουν δίκαιη αξία, είναι υποτιμημένες ή αντίστοιχα υπερτιμημένες.

1.4 Διάρθρωση της εργασίας

Η διάρθρωση της εργασίας γίνεται σε 6 κεφάλαια στα οποία αναλύεται αρχικά η μεθοδολογία που έχει επιλεγεί και στη συνέχεια στα κεφάλαια 4 και 5 γίνεται η χρηματοοικονομική ανάλυση της εταιρείας και στη συνέχεια η αποτίμηση. Αρχικά προκειμένου να γίνει ορθή αποτίμηση της εταιρείας πρέπει να επιλεγεί η κατάλληλη μέθοδος αποτίμησης και ο μελλοντικός ρυθμός ανάπτυξης προκειμένου να υπολογιστούν οι μελλοντικές ταμειακές ροές. Το κεφάλαιο 2 αναλύει την έννοια των χρηματοοικονομικών δεικτών και τη χρησιμότητά τους καθώς ανάλογα το είδος τους βοηθούν να βγουν χρήσιμα συμπεράσματα για την οικονομική εξέλιξη της εταιρείας.

Το επόμενο κεφάλαιο αναλύει τις κύριες μεθόδους αποτίμησης που χρησιμοποιούνται από τους αναλυτές. Επιπροσθέτως σε άλλη ενότητα του κεφαλαίου αυτού αναλύεται η μέθοδος που επιλέγεται για να υπολογιστεί ο κατάλληλος ρυθμός ανάπτυξης που θα ακολουθήσει η επιχείρηση. Οι μελλοντικές ταμειακές ροές που θα προκύψουν πρέπει να προεξοφληθούν για να υλοποιηθεί η αποτίμηση με το κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο. Η μέθοδος που θα χρησιμοποιηθεί παρουσιάζεται σε αυτό το κεφάλαιο, δηλαδή ο υπολογισμός του κόστους των ιδίων κεφαλαίων και του μέσου σταθμικού κόστους.

Η χρηματοοικονομική ανάλυση έχει ιδιαίτερη σημασία για μια εταιρεία καθώς τα αποτελέσματά της βοηθούν στην επιλογή της κατάλληλης μεθόδου για την αποτίμηση και δίνει χρήσιμες πληροφορίες στους μετόχους και σε όλους τους ενδιαφερόμενους γενικότερα. Η ανάλυση υλοποιείται στο κεφάλαιο 4 για την τελευταία πενταετία λειτουργίας της εταιρείας εξετάζοντας τα κύρια οικονομικά της στοιχεία με ιδιαίτερη προσοχή καθώς τα έτη 2010 και 2011 παρουσιάστηκαν ζημίες. Τα αποτελέσματα της ανάλυσης συγκρίνονται μεταξύ τους στο βάθος της πενταετίας και γίνεται διερεύνηση των αιτιών που τα αποτελέσματα διαφέρουν μεταξύ τους.

Η αποτίμηση της εταιρείας υλοποιείται στο επόμενο κεφάλαιο. Αρχικά υπολογίζεται το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου που θα χρησιμοποιηθεί ως προεξοφλητικό επιτόκιο για της μελλοντικές ταμειακές ροές και ο ρυθμός ανάπτυξης που προκύπτει εξετάζοντας τα θεμελιώδη στοιχεία της εταιρείας. Οι μελλοντικές ταμειακές ροές που θα προκύψουν για την επόμενη πενταετία υπολογίζονται, καθώς επίσης και η παρούσα αξία τους και η τιμή της μετοχής σύμφωνα με την αποτίμηση.

Η χρήση των χρονοσειρών στις προβλέψεις αποτελεί μια μέθοδο υπολογισμού των μελλοντικών ταμειακών ροών για την εταιρεία του Hilton που παρουσιάζεται στο κεφάλαιο 6. Αρχικά ο αναγνώστης λαμβάνει τις απαραίτητες πληροφορίες για τη μέθοδο Box & Jenkins και στη συνέχεια υλοποιείται η πρόβλεψη και τα αποτελέσματά της συγκρίνονται με τα πραγματικά οικονομικά στοιχεία που προέκυψαν τα πρώτα δύο τρίμηνα του 2015 από τους ισολογισμούς της εταιρείας.

Τέλος το κεφάλαιο 7 αποτελεί τον επίλογο της διπλωματικής εργασίας παρουσιάζοντας το αποτέλεσμα της και αναλύει τα συμπεράσματα που προέκυψαν μετά την εκπόνηση της διπλωματικής.

Βιβλιογραφικές αναφορές κεφαλαίου

Ελληνική βιβλιογραφία

Τεχνικό Επιμελητήριο Ελλάδος, Φυλλάδιο Νο 4760

Ιστοσελίδες

www.ionianhe.gr

Κεφάλαιο 2 : Χρηματοοικονομικοί δείκτες

2.1 Χρησιμότητα χρηματοοικονομικών δεικτών

Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες χρησιμοποιούνται προκειμένου να συνοψίσουν τα οικονομικά στοιχεία των επιχειρήσεων και να οδηγήσουν στην ορθή αξιολόγηση της επιχείρησης και στη σύγκρισή της με άλλες επιχειρήσεις του ίδιου κλάδου. Τα αποτελέσματα της χρηματοοικονομικής ανάλυσης βοηθούν στην εκτίμηση της ρευστότητας , της επίδοσης της επιχείρησης , δηλαδή της αποδοτικότητας και της αποτελεσματικότητάς της αλλά και για τη χρηματοοικονομική της δομή .

Η χρηματοοικονομική ανάλυση υλοποιείται για να διαπιστωθεί πόσο ισχυρή είναι η επιχείρηση στην αγορά που δραστηριοποιείται σε σύγκριση με άλλες επιχειρήσεις , για να προσδιοριστούν τα δυνατά και τα αδύνατα οικονομικά στοιχεία της και για να προσδιοριστεί η εξέλιξη της τα έτη που λειτουργεί , αν δηλαδή η οικονομική της θέση βελτιώνεται ή χρειάζεται βελτίωση.

Η μελέτη των χρηματοοικονομικών δεικτών προκειμένου να υλοποιηθεί χρειάζεται να εισαχθούν τα οικονομικά στοιχεία της επιχείρησης που προκύπτουν από τις εξής χρηματοοικονομικές καταστάσεις :

- Ισολογισμός
- Καταστάσεις χρήσης
- Καταστάσεις αποθεμάτων .

Τα αποτελέσματα της ανάλυσης χρησιμοποιούνται από τα διοικητικά στελέχη της επιχείρησης ώστε να εκτιμηθούν οι μελλοντικές ταμειακές ροές και οι αδυναμίες της επιχείρησης , από τους μετόχους ώστε να έχουν γνώση για την πορεία και την εξέλιξη των επενδύσεών τους και από τους μελλοντικούς επενδυτές ή χρηματοδότες για να έχουν πλήρη ενημέρωση για την εξέλιξη και τα περιθώρια κέρδους που προσφέρει η επιχείρηση σε συνδυασμό και με τους πιθανούς κινδύνους .

Η χρονολογική σειρά ενός δείκτη επιδεικνύει την εξέλιξη και την τάση που ακολουθεί διαχρονικά και η σύγκριση των δεικτών κάθε επιχείρησης με τους ανταγωνιστές του ίδιου κλάδου δείχνουν τη θέση που κατέχει η επιχείρηση στην αγορά και σε σχέση με το μέσο όρο της αγοράς.

Οι αριθμοδείκτες ανάλογα τις ανάγκες που εξυπηρετούν χωρίζονται σε κατηγορίες. Η διάκριση τους σε αυτές τις κατηγορίες υλοποιείται ανάλογα αν εξυπηρετούν τις ανάγκες αξιολόγησης της οικονομικής θέσεως της οικονομικής μονάδας , αν εξυπηρετούν τις ανάγκες αναλύσεως της δυναμικής εικόνας της επιχειρηματικής προσπάθειας και του αποτελέσματος που προκύπτει από τη λειτουργία της οικονομικής μονάδας ή τέλος αν εξυπηρετούν την ανάγκη συσχέτισεως των στατικών στοιχείων του ισολογισμού προς τα δυναμικά στοιχεία της εκμεταλλεύσεως, με σκοπό τον προσδιορισμό της ορθολογικής ή μη χρησιμοποίησεως των μέσων της επιχειρηματικής δραστηριότητας.

2.2 Διαχωρισμός χρηματοοικονομικών δεικτών

Οι αριθμοδείκτες διακρίνονται σε πέντε βασικές κατηγορίες :

- Δείκτες ρευστότητας
- Δείκτες αποδοτικότητας
- Δείκτες δραστηριότητας
- Δείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης και κεφαλαιακής διάρθρωσης
- Δείκτες επενδύσεων

Οι δείκτες ρευστότητας υπολογίζουν τη δυνατότητα που έχει η επιχείρηση να ανταπεξέλθει στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Η επιχείρηση κατέχει ισχυρή χρηματοοικονομική θέση όταν έχει τη δυνατότητα να καλύπτει πλήρως τις βραχυπρόθεσμες τις υποχρεώσεις , εξασφαλίζοντας έτσι ευνοϊκή πιστοληπτική αντιμετώπιση από τους πιστωτές . Τέτοιοι δείκτες είναι οι : άμεσης ρευστότητας , κυκλοφοριακής ρευστότητας και μέσης διάρκειας αποπληρωμής βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.

Οι δείκτες αποδοτικότητας μετρούν το πόσο αποτελεσματικά λειτουργεί η επιχείρηση για την οποία γίνεται η ανάλυση, δηλαδή κατά πόσο γίνεται αξιοποίηση των διαθέσιμων πόρων ώστε να μεγιστοποιηθούν τα αποτελέσματα. Τέτοιοι δείκτες είναι οι R.O.E , R.O.A, δείκτης περιθωρίου κέρδους .

Οι δείκτες δραστηριότητας υπολογίζουν την αξιοποίηση των διάφορων πόρων που διαθέτει η επιχείρηση , ανάλογα την κατηγορία τους , ώστε να γίνεται η πιο

αποτελεσματική χρήση τους . Τέτοιοι δείκτες είναι οι κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων , η κυκλοφοριακή ταχύτητα παγίων , η κυκλοφοριακή ταχύτητα του ενεργητικού και η μέση περίοδος είσπραξης των απαιτήσεων .

Οι δείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης και κεφαλαιακής διάρθρωσης μετρούν κατά πόσο το κεφάλαιο που διαχειρίζεται η επιχείρηση βασίζεται σε ίδια κεφάλαια και τι μέρος του αποτελούν τα δάνεια . Η κεφαλαιακή διάρθρωση επηρεάζει την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων . Τέτοιοι δείκτες είναι οι δείκτες κάλυψης τόκων, δείκτες ξένα προς ίδια κεφάλαια και ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης .

Οι δείκτες επενδύσεων , ή διαφορετικά δείκτες αποτίμησης, συγκρίνουν τα κέρδη της επιχείρησης με τη λογιστική αξία της μετοχής και με την αγοραία αξία της μετοχής, και δείχνουν τις προσδοκίες των επενδυτών για τις μελλοντικές επιδόσεις. Τέτοιοι δείκτες είναι ο δείκτης μερίσματος , η μερισματική πολιτική και ο δείκτης P/E.

2.3 Οι κύριοι Χρηματοοικονομικοί δείκτες

Οι κύριοι χρηματοοικονομικοί δείκτες , οι οποίοι θα χρησιμοποιηθούν και για την χρηματοοικονομική ανάλυση του HILTON παρουσιάζονται παρακάτω :

- **Τρέχουσας ή γενικής ρευστότητας :** Ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει το μέτρο ρευστότητας μιας επιχείρησης και το περιθώριο ασφαλείας, ώστε αυτή να είναι σε θέση να ανταποκριθεί στην πληρωμή των καθημερινών απαιτητών υποχρεώσεων. Όσο πιο προβλέψιμες είναι οι εισροές χρημάτων μιας επιχείρησης τόσο είναι γενικότερα αποδεκτός ένας πιο χαμηλός δείκτης, αν και αυτό είναι συνάρτηση κυρίως του κλάδου στον οποίο ανήκει η επιχείρηση.

$$\text{Τρέχουσα ρευστότητα} = \frac{\text{Κυκλοφορούν ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις}}$$

- **Άμεσης ρευστότητας :** Ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει το μέτρο της άμεσης ρευστότητας μιας επιχείρησης και το περιθώριο ασφαλείας, ώστε αυτή να είναι σε θέση

να ανταποκριθεί στην πληρωμή των καθημερινών απαιτητών υποχρεώσεων έχοντας αφαιρέσει τα αποθέματα καθώς δε μπορούν να ρευστοποιηθούν άμεσα .

$$\text{Άμεση ρευστότητα} = \frac{\text{Κυκλοφορούν ενεργητικό-αποθέματα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις}}$$

- **R.O.A. (Return On Assets- Απόδοση επενδύσεων και περιουσιακών στοιχείων)** : Ένας δείκτης που χρησιμοποιείται για την μέτρηση των θεμελιωδών μεγεθών στην ανάλυση των στοιχείων των επιχειρήσεων (fundamental analysis). Καθορίζεται ως το πηλίκο της διαίρεσης των καθαρών εσόδων της επιχείρησης για τους τελευταίους 12 μήνες, προς την αξία του συνολικού παθητικού της δηλαδή το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων και των υποχρεώσεων. Με άλλα λόγια, μετρά την αποτελεσματικότητα με την οποία τα κεφάλαια των φορέων της επιχείρησης και οι υποχρεώσεις της απασχολούνται σε αυτήν.

$$R.O.A. = \frac{\text{Καθαρά κέρδη}}{\text{Συνολικά περιουσιακά στοιχεία}}$$

- **R.O.E. (Return on Equity – Απόδοση ιδίων κεφαλαίων)** : Ο αριθμοδείκτης αυτός απεικονίζει την κερδοφόρα δυναμικότητα μιας επιχείρησης και παρέχει ένδειξη του κατά πόσο επιτεύχθηκε ο στόχος πραγματοποίησης ενός ικανοποιητικού αποτελέσματος από τη χρήση των κεφαλαίων του μετόχου. Με άλλα λόγια, μετρά την αποτελεσματικότητα με την οποία τα κεφάλαια των φορέων της επιχείρησης απασχολούνται σε αυτήν. Αποτελεί τον βασικό δείκτη τον οποίο η διοίκηση μιας εταιρείας σε περίπτωση θετικού αποτελέσματος τείνει να προβάλλει με τον πιο επιφανή τρόπο στον ετήσιο απολογισμό χρήσης.

$$R.O.E. = \frac{\text{Καθαρά κέρδη}}{\text{Ίδια κεφάλαια}}$$

- **Συνολικής αποδοτικότητας** : Ο δείκτης αυτός μας δείχνει την ικανότητα της επιχείρησης να παράγει κέρδη και υπολογίζεται διαιρώντας τα συνολικά κέρδη, δηλαδή τα οργανικά με τους τόκους χρεωστικούς προς το σύνολο του καθαρού ενεργητικού της επιχείρησης.

$$\text{Συνολική αποδοτικότητα} = \frac{\text{Συνολικά κέρδη}}{\text{Σύνολο καθαρού ενεργητικού}}$$

- **Κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού** : Ο εν λόγω αριθμοδείκτης παρέχει ενδείξεις για το πόσο η επιχείρηση χρησιμοποιεί εντατικά τα περιουσιακά της στοιχεία προκειμένου να πραγματοποιεί τις πωλήσεις της. Από αυτό φαίνεται αν υπάρχει υπερεπένδυση κεφαλαίων στην επιχείρηση σε σχέση με το ύψος των πωλήσεών της. Βέβαια, τα στοιχεία αυτού του δείκτη επηρεάζονται σε μεγάλο βαθμό από τη μέθοδο των αποσβέσεων που ακολουθεί η διοίκηση της εταιρείας, δηλαδή από το αν ακολουθείται πολιτική αυξανόμενης ή σταθερής απόσβεσης. Γενικότερα, όσο υψηλότερος είναι ο δείκτης αυτός τόσο πιο αποτελεσματικά έχουν χρησιμοποιηθεί τα περιουσιακά της στοιχεία.

$$\text{Κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού} = \frac{\text{Καθαρές πωλήσεις}}{\text{Σύνολο ενεργητικού}}$$

- **Κυκλοφοριακή ταχύτητα παγίων** : Ο εν λόγω αριθμοδείκτης παρέχει ενδείξεις για το πόσο η επιχείρηση χρησιμοποιεί εντατικά τα ακίνητα που κατέχει προκειμένου να πραγματοποιεί τις πωλήσεις της. Από αυτό φαίνεται αν υπάρχει μεγάλος όγκος ακινήτων που αξιοποιούνται επαρκώς και δείχνει αν πρέπει να παραμείνουν σταθερή η να μεταβληθεί η ακίνητη περιουσία. Γενικότερα, όσο υψηλότερος είναι ο δείκτης αυτός τόσο πιο αποτελεσματικά έχουν χρησιμοποιηθεί τα ακίνητα της επιχείρησης και κατά πόσο έχουν δεσμευτεί σε αυτά κεφάλαια που θα μπορούσαν να επενδυθούν.

$$\text{Κυκλοφοριακή ταχύτητα παγίων} = \frac{\text{Καθαρές πωλήσεις}}{\text{Συνολικά πάγια του ενεργητικού}}$$

- **Κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων** : Ο αριθμοδείκτης αυτός επιτρέπει να δούμε πόσες φορές ανανεώθηκαν τα αποθέματα της επιχείρησης σε σχέση με τις πωλήσεις της μέσα στη χρήση. Χρησιμοποιείται δηλαδή για να διαπιστωθεί η ταχύτητα με την οποία τα αποθέματα διατέθηκαν και αντικαταστάθηκαν κατά τη διάρκεια της χρήσης. Αν διαιρέσουμε το 365 (συνολικές ημέρες του έτους) με τον αριθμό αυτόν διαπιστώνουμε τον αριθμό των ημερών που παρέμειναν τα αποθέματα στην επιχείρηση ώσπου να πωληθούν.

$$\text{Κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων} = \frac{\text{Καθαρές πωλήσεις}}{\text{Αποθέματα}}$$

- **Μέση περίοδος είσπραξης :** Ο συγκεκριμένος δείκτης καταδεικνύει αν οι απαιτήσεις μιας επιχείρησης είναι πολύ μεγάλες σε σύγκριση με τις πωλήσεις της. Ανάλογος με την ταχύτητα είσπραξης των απαιτήσεων είναι ο χρόνος δέσμευσης των απαιτήσεων. Μεγάλη ταχύτητα στην είσπραξη των απαιτήσεων σημαίνει μικρότερη πιθανότητα ζημιών από επισφαλείς πελάτες. Η παρακολούθηση της τάσης είναι διαχρονικά χρήσιμη για την αξιολόγηση της ποιότητας και της ρευστότητας των απαιτήσεων.

$$\text{Μέση περίοδος είσπραξης} = \frac{\text{Απαιτήσεις}}{\text{Έσοδα από πωλήσεις}}$$

- **Δανειακή επιβάρυνση - Ξένα/Ίδια κεφάλαια :** Είναι οι δείκτες που δείχνουν κατά πόσο η επιχείρηση βασίζεται σε δάνεια από τρίτους ή σε δικά της κεφάλαια . Από την πλευρά των δανειστών όσο πιο χαμηλός είναι ο δείκτης είναι πιο αξιόπιστη η επιχείρηση καθώς έχει κέρδη για να βασίζεται στα δικά της κεφάλαια , ενώ από τη μεριά των μετόχων χαμηλή τιμή του δείκτη μεταφράζεται ως μη επαρκή εκμετάλλευση των δυνατοτήτων χρηματοοικονομικής μόχλευσης.

$$\text{Δανειακή επιβάρυνση} = \frac{\text{Σύνολο υποχρεώσεων}}{\text{Σύνολο ενεργητικού}}$$

$$\text{Ξένα / Ίδια κεφάλαια} = \frac{\text{Σύνολο υποχρεώσεων}}{\text{Σύνολο ιδίων κεφαλαίων}}$$

- **Κάλυψης χρηματοδοτικών αναγκών :** Με αυτό το δείκτη υπολογίζουμε κατά πόσο τα συνολικά κέρδη επαρκούν για να καλύψουν τα χρηματοοικονομικά έξοδα και όσο μεγαλύτερο είναι το αποτέλεσμα είναι καλύτερο για την επιχείρηση.

$$\text{Κάλυψη χρηματοδοτικών αναγκών} = \frac{\text{Συνολικά κέρδη}}{\text{Χρηματοοικονομικά έξοδα}}$$

- **Περιθώριο μικτού κέρδους :** Ο αριθμοδείκτης αυτός είναι πολύ σημαντικός διότι παρέχει ένα μέτρο αξιολόγησης της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων. Δείχνει δηλαδή τη λειτουργική αποτελεσματικότητα μιας επιχείρησης και την πολιτική τιμών αυτής. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης μικτού κέρδους τόσο καλύτερη από απόψεως κερδών είναι η θέση της επιχείρησης διότι μπορεί να αντιμετωπίσει, χωρίς δυσκολία, μια ενδεχόμενη αύξηση του κόστους των πωλούμενων προϊόντων της. Ένας υψηλός δείκτης μικτού κέρδους δείχνει την ικανότητα της διοίκησης μιας επιχείρησης να επιτυγχάνει φθηνές αγορές και να πωλεί σε υψηλές τιμές.

$$\text{Μικτό περιθώριο κέρδους} = \frac{\text{Μικτά κέρδη}}{\text{Έσοδα πωλήσεων}}$$

- **Περιθώριο οργανικού κέρδους :** Ο αριθμοδείκτης αυτός προσδιορίζει το κέρδος από τις λειτουργικές δραστηριότητες, δηλαδή το ποσοστό κέρδους που μένει στην επιχείρηση μετά την αφαίρεση από τις καθαρές πωλήσεις του κόστους πωληθέντων και των λοιπών εξόδων εκτός από τα χρηματοοικονομικά έξοδα .

$$\text{Οργανικό περιθώριο κέρδους} = \frac{\text{Λειτουργικά κέρδη}}{\text{Έσοδα πωλήσεων}}$$

- **Περιθώριο καθαρού κέρδους :** Ο αριθμοδείκτης αυτός προσδιορίζει το κέρδος από τις λειτουργικές δραστηριότητες, δηλαδή το ποσοστό κέρδους που μένει στην επιχείρηση μετά την αφαίρεση από τις καθαρές πωλήσεις του κόστους πωληθέντων και των λοιπών εξόδων. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης τόσο πιο επικερδής είναι η επιχείρηση.

$$\text{Καθαρό περιθώριο κέρδους} = \frac{\text{Καθαρά κέρδη}}{\text{Έσοδα πωλήσεων}}$$

- **Απόδοσης συνολικών κεφαλαίων :** Ο δείκτης αυτός μας δείχνει την ικανότητα της επιχείρησης να παράγει κέρδη σε σύγκριση με το κεφάλαιο και τις υποχρεώσεις της επιχείρησης και υπολογίζεται διαιρώντας τα συνολικά κέρδη , δηλαδή τα οργανικά με τους τόκους χρεωστικούς προς το σύνολο του καθαρού παθητικού της επιχείρησης.

$$\text{Απόδοση συνολικών κεφαλαίων} = \frac{\text{Λειτουργικά κέρδη}}{\text{Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων}}$$

Βιβλιογραφικές αναφορές κεφαλαίου

Ελληνική

Ciaran Walsh 2006, Εκδόσεις Πατάκης Σ. Α.Ε.Ε.Δ.Ε., Αριθμοδείκτες και management

Νιάρχος Νικήτας 2004, Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων,
Εκδόσεις Σταμούλη

Ξανθάκης Εμμανουήλ, Αλεξάκης Χρήστος 2007 , Χρηματοοικονομική Ανάλυση
Επιχειρήσεων, Εκδόσεις ΣΤΑΜΟΥΛΗ

Ξενόγλωσση

Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen, McGraw-Hill, 9th Edition,
Fundamentals of Corporate Finance

Κεφάλαιο 3 : Μέθοδοι αποτίμησης και εκτίμησης ρυθμού ανάπτυξης

3.1 Μέθοδοι αποτίμησης εταιρικής αξίας

Η επιτυχία μιας εταιρείας υπολογίζεται από τη συνολική αξία της. Πολλοί επιχειρηματίες δεν γνωρίζουν την πραγματική αξία της εταιρείας τους όσο αυτή ευημερεί και ασχολούνται με αυτήν μόνον όταν αναγκαστούν να το κάνουν αλλά, ακόμα και τότε, συνηθίζουν να καταφεύγουν σε εμπειρικούς τρόπους εκτίμησης.

Το αντικείμενο δραστηριότητας μιας επιχείρησης, τα πάγια στοιχεία της, η φήμη της ή η δυναμική της δεν είναι πάντα ο σημαντικότερος παράγοντας στην αποτίμησή της καθώς υπάρχει ένας άλλος παράγοντας που παίζει ιδιαίτερα σημαντικό ρόλο στον καθορισμό της τελικής αξίας ο επιχειρηματικός κίνδυνος που εμπεριέχει η επιχείρηση. Όσο χαμηλότερη είναι η επικινδυνότητα της επιχείρησης (με όλους τους άλλους παράγοντες να παραμένουν σταθεροί), τόσο υψηλότερη η εκτίμηση της αξίας της κάτι που μας δείχνει και ο συντελεστής β (beta) .

Το πρώτο βήμα για την αποτίμηση μιας επιχείρησης είναι η καταγραφή, επεξεργασία και ανάλυση των βασικών οικονομικών και νομικών της δεδομένων. Με βάση τα αποτελέσματα της χρηματοοικονομικής ανάλυσης γίνεται η επιλογή της κατάλληλης μεθόδου αποτίμησης με στόχο να προσδιοριστεί ένα λογικό εύρος για την αξία της επιχείρησης. Η επιλογή μη κατάλληλου τρόπου αποτίμησης οδηγεί σε λανθασμένα αποτελέσματα για αυτό απαιτείται σωστή μελέτη και λεπτομερής ανάλυση των οικονομικών στοιχείων.

Η αποτίμηση, όπως ήδη αναφέρθηκε , είναι μια διαδικασία εκτίμησης και αξιολόγησης της χρηματοοικονομικής κατάστασης και σημερινής αξίας μιας εταιρείας ή των περιουσιακών στοιχείων της . Η εκτίμηση της αξίας της επιχείρησης υλοποιείται συνήθως μέσω προβλέψεων της μελλοντικής πορείας της επιχείρησης . Ο σκοπός της αποτίμησης είναι να υπολογιστεί μια συνολική τελική αξία για την επιχείρηση , για υποψήφιους επενδυτές ή για μελλοντική χρηματοδότηση , και να εκτιμηθεί και η αξία της εκάστοτε μετοχής .

Η μετοχή μιας επιχείρησης παρουσιάζει τρία πιθανά σενάρια :

1. Η μετοχή της επιχείρησης να έχει δίκαιη τιμή , δηλαδή η σημερινή αξία της να είναι στα ίδια επίπεδα με την εκτιμημένη ,
2. Η μετοχή της επιχείρησης να είναι υπεριτιμημένη , δηλαδή η σημερινή της αξία να είναι μεγαλύτερη από την εκτιμημένη και
3. Η μετοχή της επιχείρησης να είναι υποτιμημένη , δηλαδή η σημερινή της αξία να είναι μικρότερη από την εκτιμημένη αξία .

Η αποτίμηση μπορεί να υλοποιηθεί κυρίως με τρεις τρόπους :

1. Ο ένας είναι η εκκαθάριση των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης σε ένα τερματικό έτος και η εκτίμηση οι άλλοι τι θα πληρώσουν για τα περιουσιακά στοιχεία που έχει συσσωρεύσει η επιχείρηση , ενώ οι άλλες δυο μέθοδοι υπολογίζουν ότι η επιχείρηση συνεχίζει τη λειτουργία της και μετά το τερματικό έτος ,
2. Ο δεύτερος είναι μια πολλαπλή εκτίμηση κερδών , εσόδων ή λογιστικής αξίας κατά το τερματικό έτος ,
3. Ο τρίτος τρόπος υποθέτει ότι οι ταμειακές ροές της εταιρείας αυξάνονται με σταθερό ρυθμό για πάντα δηλαδή έχουν σταθερό ρυθμό ανάπτυξης (growth). Στην περίπτωση αυτή η τελική αξία μπορεί να υπολογιστεί χρησιμοποιώντας ένα αέναο μοντέλο ανάπτυξης.

3.1.1 Εκκαθαριστική αξία (Liquidation Value)

Η πρώτη μέθοδος προϋποθέτει τον τερματισμό των διεργασιών της επιχείρησης σε ένα συγκεκριμένο χρονικό σημείο στο μέλλον και την πώληση όλων των περιουσιακών στοιχείων στη μέγιστη δυνατή τιμή , υπολογίζοντας έτσι την εκκαθαριστική αξία .Υπάρχουν δύο τρόποι που μπορεί να υπολογιστεί η εκκαθαριστική αξία μιας επιχείρησης , ο πρώτος βασίζεται στη λογιστική αξία των περιουσιακών στοιχείων προσαρμοσμένη σύμφωνα με τον πληθωρισμό που ισχύει τη δεδομένη χρονική περίοδο, οι οποίες δεν αντικατοπτρίζουν απόλυτα την εισοδηματική δύναμη που προκύπτει από την εκμετάλλευση των περιουσιακών στοιχείων.

Η εναλλακτική προσέγγιση της μεθόδου αυτής είναι να εκτιμηθεί η αξία με βάση την εισοδηματική δύναμη που προκύπτει εκμεταλλευόμενη τα περιουσιακά στοιχεία. Για να πραγματοποιήσει αυτή η εκτίμηση θα πρέπει πρώτα να εκτιμηθούν οι αναμενόμενες ταμειακές ροές που προκύπτουν από τα περιουσιακά στοιχεία και στη συνέχεια να υπολογιστεί η παρούσα αξία τους χρησιμοποιώντας ένα κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο.

3.1.2 Πολλαπλή προσέγγιση (Multiple Approach)

Σε αυτήν τη μέθοδο , η συνολική αξία της επιχείρησης σε ένα μελλοντικό έτος υπολογίζεται με τη χρήση πολλών στοιχείων που προκύπτουν από τα έσοδα και τα κέρδη της επιχείρησης. Ενώ αυτή η προσέγγιση έχει το πλεονέκτημα της απλότητας, η πολλαπλή προσέγγιση έχει μια τεράστια επίδραση στην τελική αξία και εφόσον λαμβάνεται μπορεί να είναι κρίσιμη . Η πιο συνηθισμένη μέθοδος είναι η εκτίμηση να προκύπτει εξετάζοντας τις συγκρίσιμες επιχειρήσεις του ίδιου κλάδου με την επιχείρηση για την οποία γίνεται η εκτίμηση, και πως η αξία τους υπολογίζεται από την αγορά.

Η αποτίμηση γίνεται σχετική αποτίμηση και όχι μία αξιολόγηση προεξοφλημένων ταμειακών ροών . Εάν η πολλαπλή μέθοδος υπολογίζεται χρησιμοποιώντας βασικές αρχές , συγκλίνει στο σταθερό μοντέλο ανάπτυξης . Η μέθοδος αυτή επειδή επηρεάζεται από συγκρίσιμες επιχειρήσεις μπορεί να οδηγήσει σε λανθασμένα αποτελέσματα καθώς πρόκειται για σχετική αποτίμηση αξίας και όχι για αποτίμηση εγγενούς αξίας.

Κατά συνέπεια, ο μόνος τρόπος για την ορθή εκτίμηση της τελικής αξίας χρησιμοποιώντας ένα πρότυπο προεξοφλημένων ταμειακών ροών είναι να χρησιμοποιηθεί είτε η πρώτη μέθοδος ή ένα σταθερό μοντέλο ανάπτυξης.

Η μέθοδος που θα ακολουθηθεί για την αποτίμηση της επιχείρησης του HILTON θα είναι το Σταθερό Μοντέλο Ανάπτυξης που ακολουθεί.

3.1.3 Σταθερό Μοντέλο Ανάπτυξης (Stable growth model)

Η τελευταία μέθοδος υποθέτει ότι η εταιρεία έχει μια πεπερασμένη διάρκεια ζωής και ότι θα τεθούν υπό εκκαθάριση όλα τα περιουσιακά στοιχεία στο τέλος αυτής της περιόδου . Οι επιχειρήσεις, όμως, μπορεί να επανεπενδύσουν ένα ποσοστό από τις ταμειακές ροές τους σε νέα περιουσιακά στοιχεία κάτι που παρατείνει τη ζωή τους. Αν υποθέσουμε ότι οι ταμειακές ροές, πέρα από το τερματικό έτος, θα παρουσιάζουν αύξηση με ένα σταθερό ρυθμό για πάντα, η συνολική αξία της επιχείρησης στο τερματικό έτος υπολογίζεται :

$$Terminal Value = \frac{Cash\ Flow\ t+1}{R-G\ stable}$$

Το σταθερό μοντέλο ανάπτυξης (Gordon Growth) υπολογίζει την αξία της επιχείρησης προϋποθέτοντας ότι η αξία της μετοχής στο διηνεκές έχει σταθερό ρυθμό ανάπτυξης.

$$V_0 = \frac{DPS_1}{Ks-g}$$

Ο ρυθμός ανάπτυξης των μερισμάτων αναμένεται να διατηρηθεί για πάντα, οπότε και τα υπόλοιπα μεγέθη αποτελεσματικότητας και αποδοτικότητας της εταιρείας θα πρέπει να αναπτύσσονται με τον ίδιο ρυθμό. Επιπλέον υπάρχει η περίπτωση μία επιχείρηση να έχει δύο ή και παραπάνω στάδια ζωής με διαφορετικό σταθερό ρυθμό ανάπτυξης . Όταν μια εταιρεία έχει το μονοπώλιο σε ένα προϊόν έχοντας ένα δίπλωμα ευρεσιτεχνίας ή λόγο των υποδομών της ή του νομικού πλαισίου το οποίο την καθιστά μονοπώλιο, αναμένεται για όλο το χρονικό διάστημα μέχρι να λήξει το δίπλωμα ή να υπάρξει μεταβολή στις υπόλοιπες συνιστώσες, να κατέχει υπέρμετρο ρυθμό ανάπτυξης και μετά να επιστρέψει στη σταθερή ανάπτυξη.

3.2 Περιορισμοί που πρέπει να ισχύουν στο μοντέλο σταθερής ανάπτυξης

Από όλα τα δεδομένα που εισέρχονται σε ένα μοντέλο αποτίμησης προεξοφλημένων

ταμειακών ροών, κανένα δεν μπορεί να επηρεάσει την τελική αξία περισσότερο από το σταθερό ρυθμό ανάπτυξης. Ένας κύριος λόγος είναι ότι οι μικρές αλλαγές στο σταθερό ρυθμό ανάπτυξης μπορούν να επηρεάσουν την τελική αξία σημαντικά και η επίδραση γίνεται ακόμα μεγαλύτερη όσο ο ρυθμός ανάπτυξης προσεγγίζει το προεξοφλητικό επιτόκιο που χρησιμοποιείται στον υπολογισμό.

Το γεγονός ότι μια επιχείρηση έχει ένα σταθερό ρυθμό ανάπτυξης για πάντα, ωστόσο, θέτει ισχυρούς περιορισμούς σχετικά με το πόσο υψηλός μπορεί να είναι. Δεδομένο είναι ότι καμία επιχείρηση δεν μπορεί να έχει ρυθμό ανάπτυξης για πάντα υψηλότερο από ό, τι ο ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας της χώρας στην οποία δραστηριοποιείται η επιχείρηση. Κατά τη λήψη απόφασης σχετικά με το τι όρια σταθερού ρυθμού ανάπτυξης θα ληφθούν, θα πρέπει να εξεταστούν τα ακόλουθα ερωτήματα.

1. Η επιχείρηση έχει μια εγχώρια δράση ή μήπως λειτουργεί σε πολυεθνικό επίπεδο; Αν μια επιχείρηση λειτουργεί καθαρά εγχώρια ο ρυθμός ανάπτυξης δε μπορεί να υπερβαίνει για πολλά έτη τον εγχώριο ρυθμό ανάπτυξης, ενώ αν είναι πολυεθνική δε μπορεί να υπερβαίνει τον παγκόσμιο ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας.
2. Η αποτίμηση γίνεται σε ονομαστικές ή πραγματικές τιμές; Εάν η αποτίμηση υλοποιείται με ονομαστικές τιμές, ο σταθερό ρυθμός ανάπτυξης θα πρέπει επίσης να είναι ένα ονομαστικός, δηλαδή να συμπεριλαμβάνει μια αναμενόμενη συνιστώσα του πληθωρισμού. Εάν η αποτίμηση υλοποιείται με σταθερό πραγματικό ρυθμό ανάπτυξης θα περιοριστεί στο να είναι χαμηλότερος από τον ονομαστικό.
3. Ποιο νόμισμα χρησιμοποιείται για την εκτίμηση των ταμειακών ροών και των συντελεστών προεξόφλησης στην αξιολόγηση? Τα όρια για τη σταθερή οικονομική ανάπτυξη θα ποικίλλουν ανάλογα με το ποιο νόμισμα χρησιμοποιείται για την αποτίμηση. Αν χρησιμοποιηθεί ένα νόμισμα υψηλού πληθωρισμού για την εκτίμηση των ταμειακών ροών και τα προεξοφλητικά επιτόκια, τα όρια για τη σταθερή οικονομική ανάπτυξη θα είναι πολύ υψηλότερα, δεδομένου ότι το αναμενόμενο ποσοστό πληθωρισμού προστίθεται στον πραγματικό ρυθμό ανάπτυξης. Αν χρησιμοποιηθεί ένα νόμισμα με χαμηλό πληθωρισμό για την εκτίμηση των ταμειακών ροών, τα όρια για τη σταθερή οικονομική ανάπτυξη θα είναι πολύ χαμηλότερα.

3.3 Υπολογισμός ρυθμού ανάπτυξης

Η αξία μιας επιχείρησης είναι η παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών ταμειακών ροών που δημιουργούνται από τη λειτουργία της εταιρείας. Ο παράγοντας που έχει την πιο κρίσιμη συμβολή στην αποτίμηση, κυρίως για τις επιχειρήσεις υψηλής ανάπτυξης, είναι ο ρυθμός ανάπτυξης που θα χρησιμοποιηθεί για να προβλέψει τα μελλοντικά έσοδα και κέρδη. Υπάρχουν τρεις βασικοί τρόποι για την εκτίμηση του ρυθμού ανάπτυξης για κάθε επιχείρηση.

I.Ο πρώτος είναι να εξετάσουμε την ανάπτυξη των τελευταίων ετών των κερδών της επιχείρησης, δηλαδή να χρησιμοποιήσουμε τον ιστορικό ρυθμό ανάπτυξής της. Ο τρόπος αυτός φαίνεται αρκετά απλός και εύκολος στην εφαρμογή για την αποτίμηση σταθερών επιχειρήσεων, υπάρχουν δύο κίνδυνοι για τις επιχειρήσεις υψηλής ανάπτυξης. Ο ιστορικός ρυθμός ανάπτυξης δεν μπορεί συχνά να εκτιμηθεί, ακόμη και αν μπορεί, δεν μπορεί να προβληθεί ως μια εκτίμηση της αναμενόμενης μελλοντικής ανάπτυξης λόγω των συνεχόμενων αλλαγών στην οικονομία των χωρών. Ο μέσος ρυθμός ανάπτυξης μπορεί να ποικίλει ανάλογα με το αν πρόκειται για αριθμητικό μέσο ή ένα γεωμετρικό μέσο όρο. Ο αριθμητικός μέσος είναι ο απλός μέσος όρος των τελευταίων ρυθμών ανάπτυξης, ενώ ο γεωμετρικός μέσος λαμβάνει υπόψη την σύνθεση που βγαίνει από από περίοδο σε περίοδο. Ο γεωμετρικός μέσος όρος είναι πολύ πιο ακριβής για τη μέτρηση της πραγματικής ανάπτυξης ειδικά όταν από έτος σε έτος η αύξηση παρουσίαζε αστάθεια.

II.Ο δεύτερος είναι ο ρυθμός ανάπτυξης να εκτιμηθεί από αναλυτές της έρευνας των ιδίων κεφαλαίων που διαθέτει η επιχείρηση και να καταλήξουν με τη σωστή εκτίμηση της ανάπτυξης για την επιχείρηση ώστε να χρησιμοποιεί το εν λόγω ποσοστό ανάπτυξης στην αποτίμηση. Ενώ πολλές εταιρείες που ακολουθούνται ευρέως από αναλυτές, η ποιότητα των εκτιμήσεων περί ανάπτυξης, ιδιαίτερα σε μεγαλύτερες χρονικές περιόδους, δεν είναι πάντα ιδανική. Στηριζόμενη σε αυτές τις εκτιμήσεις ανάπτυξης μια αποτίμηση, μπορεί να οδηγήσει σε λανθασμένα αποτελέσματα και αντιφατικά μεταξύ τους, της εκτίμησης της συνολικής αξίας.

III.Ο τρίτος τρόπος είναι να εκτιμηθεί ο ρυθμός ανάπτυξη από τα θεμελιώδη στοιχεία μιας επιχείρησης. Ο ρυθμός της ανάπτυξης μιας επιχείρησης δηλαδή να καθορίζεται από το πόσο επανεπενδύονται σε νέα περιουσιακά στοιχεία τα έσοδα και

από την ποιότητα των επενδύσεων . Οι επενδύσεις αυτές συμπεριλαμβάνουν την απόκτηση περιουσιακών στοιχείων , επιδιορθώσεις, οικοδόμηση καναλιών διανομής ή ακόμη και επέκταση των δυνατοτήτων μάρκετινγκ.

Η μέθοδος που θα ακολουθηθεί για την εκτίμηση του ρυθμού ανάπτυξης του Hilton θα είναι μέσω του ποσοστού επανεπένδυσης , δηλαδή ο τρίτος τρόπος , καθώς τα τελευταία έτη η Ελλάδα παρουσιάζει οικονομική κρίση και η ιστορικότητα μπορεί να οδηγήσει σε λανθασμένα αποτελέσματα .

3.4 Σταθερός ρυθμός ανάπτυξης

Μια επιχείρηση μπορεί να αυξήσει σημαντικά τα καθαρά έσοδα της από την έκδοση νέων μετοχών για τη χρηματοδότηση νέων έργων, ενώ τα κέρδη ανά μετοχή να παραμένουν στάσιμη. Για τον προσδιορισμό του ρυθμού ανάπτυξης χρειαζόμαστε ένα μέτρο του πόσου επένδυσης που υλοποιεί η επιχείρηση πριν τη διανομή κερδών. Ένας τρόπος να υπάρξει ένα τέτοιο μέτρο είναι να εκτιμηθεί άμεσα το ποσοστό των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης το οποίο επανεπενδύει εκ νέου στην επιχείρηση, με τη μορφή των καθαρών κεφαλαιουχικών δαπανών και επενδύσεις σε κεφάλαιο κίνησης.

Ίδια κεφάλαια που επανεπενδύονται στην επιχείρηση = [Κεφαλαιακές δαπάνες (CAPEX) - Αποσβέσεις + Ποσό μεταβολής του Κεφαλαίου Κίνησης - (Νέα χρεόγραφα που εκδίδονται – Αποπληρωμή δανείου)]

Διαιρώντας τον αριθμό αυτό με τα καθαρά έσοδα μας δίνει ένα πολύ ευρύτερο μέτρο από αυτό της καθαρής θέσης, το ποσοστό επανεπένδυσης:

Ποσοστό Επανεπένδυσης = Ίδια κεφάλαια που επανεπενδύονται / Καθαρά Έσοδα

Σε αντίθεση με την αναλογία κατακράτησης, αυτός ο αριθμός μπορεί να είναι πολύ μεγαλύτερος ακόμα και από 100%, επειδή οι επιχειρήσεις μπορούν αντλήσουν νέα κεφάλαια αυξάνοντας το μετοχικό κεφάλαιο. Η αναμενόμενη αύξηση των καθαρών εσόδων, ο ρυθμός ανάπτυξης , μπορεί να υπολογιστεί :

Σταθερός ρυθμός ανάπτυξης = Ποσοστό Επανεπένδυσης x R.O.E.

3.5 Προεξόφληση ταμειακών ροών

Η μέθοδος της προεξόφλησης των μελλοντικών ταμειακών ροών που ακολουθείται υπολογίζει την παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών που θα προκύψουν από την εκμετάλλευση των περιουσιακών στοιχείων με σταθερό ρυθμό ανάπτυξης για τα επόμενα έτη. Αρχικά υπολογίζονται οι μελλοντικές ταμειακές ροές και μετά προεξοφλούνται με το επιτόκιο κινδύνου. Η μέθοδος για να εφαρμοστεί απαιτούνται όλα τα οικονομικά στοιχεία της εταιρείας καθώς επίσης και οι προβλέψεις για τα μελλοντικά οικονομικά στοιχεία που προκύπτουν με το ρυθμό ανάπτυξης.

Ανάλογα με τη λειτουργική δραστηριότητα, της προς αποτίμηση, επιχείρησης υπάρχουν κυρίως δύο προσεγγίσεις :

1. Η προεξόφληση των ελεύθερων ταμειακών ροών προς το σύνολο της Εταιρείας (Free Cash Flows to the Firm)
2. Η προεξόφληση των ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους (Free Cash Flows to Equity).

Ως ελεύθερες ταμειακές ροές προς την εταιρεία ορίζονται οι ροές που απομένουν αφού καλυφθούν οι ανάγκες σε κεφάλαια κίνησης, σε επενδύσεις, σε πάγιο εξοπλισμό καθώς και σε χρηματοοικονομικές επενδύσεις και συμμετοχές. Στην περίπτωση των ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους θα πρέπει να καλυφθούν επιπλέον των ανωτέρω οι τόκοι και η εξόφληση των δανείων της Εταιρείας.

Η αποτίμηση των λειτουργικών ταμειακών ροών είναι ευρύτερη καθώς δεν έχουν αφαιρεθεί τα έξοδα της επιχείρησης για συντήρηση και επανεπένδυση (CAPEX). Για τον υπολογισμό των ροών απαιτούνται επομένως επιμέρους αναλύσεις τόσο των εσόδων, εξόδων και των κεφαλαιουχικών επενδύσεων όσο και της κεφαλαιακής δομής και των αναγκών σε κεφάλαιο κίνησης της Εταιρείας.

Η ανάλυση εσόδων περιλαμβάνει πρόβλεψη εσόδων από τις πωλήσεις των προϊόντων της Εταιρείας. Σε αυτή την ανάλυση λαμβάνονται υπόψη οι εξελίξεις της αγοράς, οι

συνθήκες ανταγωνισμού, οι μεταβολές του νομικού πλαισίου λειτουργίας τους και χρησιμοποιείται ο σταθερός ρυθμός ανάπτυξης προκειμένου να υπολογιστούν.

Η ανάλυση κεφαλαιακής δομής περιλαμβάνει επί μέρους αναλύσεις της παρούσας δομής κεφαλαίου και του κόστους κεφαλαίου όπως καθορίζεται από το κόστος κάθε επιμέρους στοιχείου του κεφαλαίου (δάνεια, ίδια κεφάλαια) . Με βάση τα αποτελέσματα των παραπάνω αναλύσεων, διενεργείται πρόβλεψη των ελεύθερων ταμιακών ροών που προκύπτουν από τη λειτουργία της επιχείρησης για τη χρονική περίοδο που προκαθορίστηκε και οι οποίες προεξοφλούνται με το κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο . Το προεξοφλητικό αυτό επιτόκιο εκφράζει είτε το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίων της εταιρείας (Μ.Σ.Κ.Κ.) στην περίπτωση των ελεύθερων ταμιακών ροών προς το σύνολο της εταιρείας, είτε το κόστος των ιδίων κεφαλαίων στην περίπτωση των ελεύθερων ταμιακών ροών προς τους μετόχους.

Επιπρόσθετα, υπολογίζεται η παρούσα αξία των ελεύθερων ταμιακών ροών που ακολουθούν μετά από το τέλος του χρονικού διαστήματος για το οποίο γίνονται οι προβλέψεις (υπολειμματική αξία). Η τελική αξία της Εταιρείας προκύπτει από την άθροιση των προεξοφλημένων ταμιακών ροών της περιόδου πρόβλεψης και της υπολειμματικής αξίας της Εταιρείας κατά την ημερομηνία αποτίμησης. Η αξία των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας προκύπτει εάν από την αξία της εταιρείας αφαιρεθεί η αγοραία αξία των υφιστάμενων δανείων της εταιρείας κατά την ημερομηνία αποτίμησης.

Ο υπολογισμός της υπολειμματικής αξίας περιλαμβάνει τον προσδιορισμό της ταμιακής ροής που παράγει η εταιρεία μετά το τέλος της περιόδου για την οποία γίνονται συγκεκριμένες προβλέψεις και μπορεί να υπολογιστεί με διάφορους τρόπους.

Ο καθορισμός του προεξοφλητικού επιτοκίου εξαρτάται από το εάν οι ταμιακές ροές που προεξοφλούνται είναι πριν την εξυπηρέτηση του καθαρού δανεισμού της εταιρείας, οπότε εφαρμόζεται το Μ.Σ.Κ.Κ. ειδάλλως εφαρμόζεται η προεξόφληση με το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου.

3.5.1 Κόστος ιδίων κεφαλαίων

Ο υπολογισμός του κόστους του μετοχικού κεφαλαίου (ιδίων κεφαλαίων)εκφράζει την ελάχιστη απόδοση που θα απαιτούσε ένας επενδυτής προκειμένου να αποκτήσει

μετοχές στην εταιρεία. Το κόστος αυτό εκτιμήθηκε με το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model ή «CAMP») βάσει της ακόλουθης σχέσης:

$$K_e = R_f + b \times (R_m - R_f)$$

όπου :

K_e : είναι το κόστος των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης

R_f : είναι η απόδοση επένδυσης χωρίς να εμπεριέχει κίνδυνο

B (beta) : ο συντελεστής β (beta coefficient)

R_m : είναι η απόδοση επένδυσης που συμπεριλαμβάνει τον κίνδυνο της εγχώριας αγοράς.

Η μέθοδος CAPM είναι από τις πιο διαδεδομένες και επιστημονικά τεκμηριωμένες μεθόδους υπολογισμού προεξοφλητικού επιτοκίου για την αποτίμηση των επιχειρήσεων. Ειδικότερα, για την εκτίμηση του κόστους κεφαλαίου γίνονται ορισμένες παραδοχές σχετικά με τους παράγοντες κινδύνου και την αναμενόμενη απόδοση της επιχείρησης, οι οποίες περιγράφονται στη συνέχεια.

Η παραπάνω εξίσωση δείχνει ότι το κόστος ιδίων κεφαλαίων επηρεάζεται από τρεις παράγοντες , από τους οποίους ο ένας είναι μεταβλητός και οι άλλοι δυο παραμένουν σταθεροί για όλες τις μετοχές ανεξαρτήτου επιχείρησης της αγοράς. Πιο συγκεκριμένα οι δείκτες R_f και R_m έχουν την ίδια τιμή σε όλες τις επιχειρήσεις της εγχώριας αγοράς , ενώ ο συντελεστής b (beta) διαφέρει ανάλογα την επιχείρηση και τον κλάδο που δραστηριοποιείται.

3.5.2 Απόδοση Άνευ Κινδύνου (R_f)

Ως απόδοση άνευ κινδύνου θεωρείται η ελάχιστη άνευ κινδύνου απόδοση την οποία θα απαιτούσε ένας λογικός επενδυτής από μία επένδυση σε ευρώ. Την απόδοση αυτή

θεωρείται ότι προσφέρουν τα ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου (ΟΕΔ) διάρκειας αντίστοιχης με εκείνη της προς αποτίμηση επένδυσης.

Τα ομόλογα του δημοσίου θα πρέπει να υποσημειωθεί ότι δεν είναι πάντα ακίνδυνη επένδυση, καθώς ακόμα και σε αρκετές ανεπτυγμένες οικονομικά χώρες δε θεωρείται εντελώς ακίνδυνη η επένδυση σε κρατικό χρέος, ενώ αρκετές χώρες και ας έχουν ανεπτυγμένη οικονομία, δεν έχουν ακόμα αναπτύξει τα αρμόδια όργανα, χρηματαγοράς, για να μπορούν να διαπραγματεύονται την αγοραπωλησία των ομολόγων.

Στην ελληνική οικονομία τα κρατικά ομόλογα διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και έχουν μεγάλο εύρος διάρκειας με την αντίστοιχη διαφορά στην απόδοση. Τα βραχυπρόθεσμα ομόλογα με διάρκεια μικρότερη του ενός έτους, συνήθως δεν προσφέρουν επιτόκιο στον αγοραστή επειδή εκδίδονται σε χαμηλότερη τιμή από την ονομαστική και στη λήξη τους καταβάλει στους επενδυτές την ονομαστική τους τιμή, ενώ η διαφορά ονομαστικής τιμής με την τιμή αγοράς είναι φορολογήσιμη.

Σε αυτή την περίπτωση ο επενδυτής αγοράζει το γραμμάτιο σε μια μειωμένη τιμή από την ονομαστική τιμή και ο υπολογισμός της μειωμένης τιμής εξαρτάται από τη χρονική διάρκεια του ομολόγου και υπολογίζεται ως εξής :

$$\text{Τιμή αγοράς ομολόγου} = d \times V \times \frac{t}{360}$$

όπου :

d (discount rate) = το ποσοστό της έκπτωσης από την ονομαστική αξία,

V (value) = η ονομαστική αξία του ομολόγου,

t (time) = οι ημέρες που διαρκεί η επένδυση του αγοραστή.

Το τελικό κέρδος που αποκομίζει ο αγοραστής εμπεριέχει και το φορολογικό συντελεστή και υπολογίζεται :

$$\text{Κέρδος} = (V - \text{Τιμή αγοράς ομολόγου}) (1 - \text{Tax})$$

όπου :

Tax = ο φορολογικός συντελεστής

Τα μακροπρόθεσμα ομόλογα του ελληνικού δημοσίου έχουν διάρκεια συνήθως πέντε έως δεκαπέντε έτη , αγοράζονται στην ονομαστική τους αξία και αποδίδουν τον τόκο στη λήξη κάθε έτους. Την πενταετία που θα υλοποιηθεί η οικονομική μελέτη για την επιχείρηση του Hilton (2010 – 2014) η πορεία του ελληνικού ομολόγου παρουσιάζεται στο επόμενο διάγραμμα :



Διάγραμμα 3.1: Πορεία ελληνικού ομολόγου 2010 – 2014, Πηγή :Bloomberg

Η μεγαλύτερη τιμή παρουσιάζεται το έτος 2012 λόγω των κακών οικονομικών συνθηκών που υπήρχαν στον ελληνικό χώρο , έχοντας απότομη αύξηση από τα προηγούμενα έτη σχεδόν τριπλασιάζοντας την απόδοση των 10 ετών ομολόγων του ελληνικού δημοσίου, ενώ μετά το έτος 2013 παρουσιάζεται μείωση της απόδοσης λόγω της σχετικής εξομάλυνσης της οικονομικής κατάστασης .

3.5.3 Απόδοση επένδυσης που εμπεριέχει κίνδυνο (Ασφάλιστρο κινδύνου -Rm)

Σύμφωνα με την οικονομική θεωρία, ένας επενδυτής που τοποθετεί τα κεφάλαιά του σε μετοχές μιας εταιρείας μπορεί δικαιολογημένα να απαιτεί μια αυξημένη απόδοση σε σχέση με αυτή των ανωτέρω κρατικών ομολόγων ή άλλης επένδυσης μηδενικού κινδύνου, ως αποζημίωση για το υψηλότερο ρίσκο που αναλαμβάνει καθώς ειδιάλλως θα επένδυε σε κρατικά ομόλογα.

Η ποσοτικοποίηση της διαφοράς αυτής είναι γνωστή ως προσαύξηση κινδύνου κεφαλαιαγοράς (Rm) και είναι πάντα μεγαλύτερη από την απόδοση χωρίς κίνδυνο (Rf), ενώ η διαφορά τους εξαρτάται από την αγορά που ανήκει η επιχείρηση. Οπότε το ασφάλιστρο κινδύνου μπορεί να οριστεί ως η διαφορά μεταξύ της γεωμετρικής μέσης απόδοσης της αγοράς, για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα και της μέσης απόδοσης του ακίνδυνου χρεογράφου που παρουσιάστηκε παραπάνω για το ίδιο χρονικό διάστημα.

Η προσαύξηση κινδύνου κεφαλαιαγοράς εξαρτάται από πολλούς παράγοντες, ο σημαντικότερος εκ των οποίων σχετίζεται με τις αποδόσεις του συνόλου της κεφαλαιαγοράς και τη γενικότερη κατάσταση της οικονομίας της χώρας. Οι χώρες αξιολογούνται ανάλογα την πορεία της εγχώριας οικονομίας τους και τη δυνατότητα που έχουν να αποπληρώσουν το χρέος τους και αντίστοιχα λαμβάνουν την τιμή του ασφάλιστρο κινδύνου, όσο πιο εξελιγμένη είναι η οικονομία ο κίνδυνος είναι μικρότερος και αντίστοιχα αν είναι μεγάλη η τιμή της απόδοσης η οικονομία της χώρας χρειάζεται βελτίωση. Η αξιολόγηση από τον οίκο Moody's για τις κύριες ευρωπαϊκές χώρες τον Ιούλιο του 2015 είναι ως εξής :

Πίνακας 3.1 : Αξιολόγηση Moody's για τις ευρωπαϊκές χώρες, Πηγη: Moody's

Country	Moody's Rating	Adj. Default Spread	Total Risk Premium	Country Risk Premium
Andorra (Principality of)	Baa1	1,60%	8,21%	2,40%
Austria	Aaa	0,00%	5,81%	0,00%

Belgium	Aa3	0,60%	6,71%	0,90%
Cyprus	B3	6,50%	15,56%	9,75%
Denmark	Aaa	0,00%	5,81%	0,00%
Finland	Aaa	0,00%	5,81%	0,00%
France	Aa1	0,40%	6,41%	0,60%
Germany	Aaa	0,00%	5,81%	0,00%
Greece	Caa2	9,00%	19,31%	13,50%
Guernsey	Aa1	0,40%	6,41%	0,60%
Iceland	Baa3	2,20%	9,11%	3,30%
Ireland	Baa1	1,60%	8,21%	2,40%
Isle of Man	Aa1	0,40%	6,41%	0,60%
Italy	Baa2	1,90%	8,66%	2,85%
Jersey (States of)	Aa1	0,40%	6,41%	0,60%
Liechtenstein	Aaa	0,00%	5,81%	0,00%
Luxembourg	Aaa	0,00%	5,81%	0,00%
Malta	A3	1,20%	7,61%	1,80%
Netherlands	Aaa	0,00%	5,81%	0,00%
Norway	Aaa	0,00%	5,81%	0,00%
Portugal	Ba1	2,50%	9,56%	3,75%
Spain	Baa2	1,90%	8,66%	2,85%
Sweden	Aaa	0,00%	5,81%	0,00%
Switzerland	Aaa	0,00%	5,81%	0,00%
Turkey	Baa3	2,20%	9,11%	3,30%

3.5.4 Συντελεστής Κινδύνου b (beta coefficient)

Ο συντελεστής b (beta) ενσωματώνει στο κόστος του μετοχικού κεφαλαίου παράγοντες κινδύνου που σχετίζονται με τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται μία εταιρεία. Οι συντελεστές b παίρνουν συνήθως τιμή από 0,5 έως 2 και μπορεί να λάβουν και αρνητική τιμή , στην πλειοψηφία όμως έχουν θετικό πρόσημο .

Ειδικότερα, ο συντελεστής β αποτελεί ένα μέτρο ποσοτικής απεικόνισης του κινδύνου μιας επένδυσης σε σχέση με την αγορά στο σύνολό της, καθώς υποδηλώνει την ευαισθησία της απόδοσης μιας συγκεκριμένης μετοχής στις διακυμάνσεις της αγοράς.

Συγκεκριμένα, συντελεστής β μεγαλύτερος της μονάδας (>1) αποτελεί ένδειξη ότι η επένδυση εμπεριέχει μεγαλύτερο κίνδυνο από ότι η αγορά στο σύνολό της, ενώ συντελεστής β μικρότερος της μονάδας (<1) το αντίθετο. Ο μέσος επενδυτής, τοποθετώντας τα κεφάλαιά του σε μετοχές μιας εταιρείας με υψηλότερο κίνδυνο ($\beta > 1$) αναμένει απόδοση μεγαλύτερη από την απόδοση μιας μετοχής με μικρότερο κίνδυνο ($\beta < 1$).

Ο συντελεστής β μιας επιχείρησης εξαρτάται από τρεις παραμέτρους : την κυκλικότητα των πωλήσεων , τον επιχειρηματικό κίνδυνο και τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο. Οι επιχειρήσεις που δεν έχουν σταθερό κύκλο πωλήσεων ανάλογα τη φάση ωρίμανσης που βρίσκονται είναι πιο επικίνδυνες με αποτέλεσμα να έχουν μεγαλύτερο συντελεστή β από τις πιο σταθερές επιχειρήσεις. Ο επιχειρηματικός κίνδυνος μιας εταιρείας σχετίζεται με τη μεταβλητότητα των κερδών προ φόρων και τόκων και επηρεάζεται από τον κλάδο στον οποίο ανήκει η εταιρεία , τη μεταβλητότητα των εσόδων του κλάδου , τη λειτουργική μόχλευση της εταιρείας , τη θέση της επιχείρησης στην αγορά . Τέλος ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος αφορά των κίνδυνο που προέρχεται από τη χρήση ξένων κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση της επιχείρησης , δηλαδή των δανείων της.

Σύμφωνα με S&P Capital IQ οι συντελεστές β (beta) στον ευρωπαϊκό χώρο το 2014 που θα υλοποιηθεί και η μελέτη για το Hilton ανάλογα τον κλάδο κυμαίνονται ως εξής :

Πίνακας 3.2 : Beta ανά κλάδο σύμφωνα με S&P Capital IQ

Κλάδος	Beta	Κλάδος	Beta	Κλάδος	Beta
Advertising	0,79	Computers/Peripherals	1,31	Homebuilding	1,04
Aerospace/Defense	0,96	Construction	1,31	Hotel/Gaming	1,00
Air Transport	1,23	Diversified	1,19	Household Products	0,71
Apparel	0,97	Educational Services	0,41	Information Services	1,06
Auto & Truck	1,58	Electrical Equipment	1,21	Insurance (General)	1,20
Auto Parts	1,77	Electronics	0,98	Insurance (Life)	1,96
Bank	1,85	Electronics (Consumer & Office)	1,23	Insurance (Prop/Cas.)	1,28
Banks (Regional)	0,72	Engineering	1,32	Internet software and services	1,01

Beverage	0,65	Entertainment	0,83	Investment Co.	0,93
Beverage (Alcoholic)	0,69	Environmental & Waste Services	1,16	Machinery	1,13
Biotechnology	0,99	Farming/Agriculture	0,70	Metals & Mining	1,56
Broadcasting	1,45	Financial Svcs.	0,98	Office Equipment & Services	0,70
Brokerage & Investment Banking	0,82	Financial Svcs. (Non-bank & Insurance)	1,08	Oil/Gas (Integrated)	1,18
Building Materials	1,07	Food Processing	0,97	Oil/Gas (Production and Exploration)	1,37
Business & Consumer Services	0,93	Food Wholesalers	0,94	Oil/Gas Distribution	1,35
Cable TV	1,05	Furn/Home Furnishings	1,03	Oilfield Svcs/Equip.	1,34
Chemical (Basic)	1,05	Healthcare Equipment	0,83	Packaging & Container	0,99
Chemical (Diversified)	2,02	Healthcare Facilities	0,82	Paper/Forest Products	1,07
Chemical (Specialty)	0,93	Healthcare Products	0,64	Pharma & Drugs	0,89
Coal & Related Energy	1,25	Healthcare Services	0,76	Power	1,09
Computer Services	0,83	Healthcare Information and Technology	0,92	Precious Metals	1,14
Railroad	0,69	Retail (General)	1,01	Telecom. Equipment	1,06
Real Estate	0,80	Retail (Grocery and Food)	0,95	Telecom. Services	0,92
Real Estate (Development)	0,87	Retail (Internet)	1,17	Thrift	1,24
Real Estate (Operations & Services)	0,56	Retail (Special Lines)	1,17	Tobacco	0,46
Recreation	0,64	Rubber& Tires	1,32	Transportation	0,94
Reinsurance	1,22	Semiconductor	1,91	Trucking	1,02
Restaurant	1,03	Semiconductor Equip	1,35	Utility (General)	1,08
Retail (Automotive)	1,13	Shipbuilding & Marine	1,54	Utility (Water)	0,61
Retail (Building Supply)	0,91	Shoe	1,26	Telecom. Services	1,06
Retail (Distributors)	1,06	Steel	1,66	Thrift	0,92
Retail (General)	1,01	Telecom (Wireless)	1,39	Total Market	1,06

Ο συντελεστής β παρουσιάζει σημαντικές διακυμάνσεις ανάλογα τον κλάδο που ανήκει κάθε εταιρεία και ο μέσος όρος της ευρωπαϊκής αγοράς βρίσκεται στο 1,06 λίγο παραπάνω από 1 .

3.6 Κόστος Ξένων Κεφαλαίων

Οι επιχειρήσεις έχουν τη δυνατότητα να χρηματοδοτούνται πλήρως από ίδια κεφάλαια ή να χρησιμοποιούν και ξένα κεφάλαια , με τη μορφή δανείων , για να καλύψουν τις χρηματοδοτικές τους ανάγκες. Το αποτέλεσμα της χρηματοοικονομικής μόχλευσης είναι να αυξάνονται τα αναμενόμενα κέρδη ανά μετοχή , η επιχείρηση όμως να εξαρτάται από τη χρηματοδότηση τρίτων και να πρέπει να αποπληρώνει μέρος των δανείων της κάθε έτος με τόκο .

Βιβλιογραφικές αναφορές κεφαλαίου

Ελληνική βιβλιογραφία

Αρτίκης Γεώργιος 2002, Χρηματοοικονομική Διοίκηση-Αποφάσεις Επενδύσεων, Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα

Ξενόγλωσση βιβλιογραφία

Booth, L., 1999, Estimating the Equity Risk Premium and Equity Costs: New Way of Looking at Old Data, *Journal of Applied Corporate Finance*

Bruner, R.F., K.M. Eades, R.S. Harris and R.C. Higgins, 1998, Best Practices in Estimating the Cost of Capital: Survey and Synthesis, *Financial Practice and Education*

Elton, E., M.J. Gruber and J. Mei, 1994, Cost of Capital using Arbitrage Pricing Theory, *Financial Markets, Institutions and Instruments*

Indro, D.C. and W. Y. Lee, 1997, Biases in Arithmetic and Geometric Averages as Estimates of Long-run Expected Returns and Risk Premium, *Financial Management*

Brown, S.J and J.B. Warner, 1980, Measuring Security Price Performance, *Journal-of-Financial-Economics*

Blume, M., 1979, Betas and Their Regression Tendencies: Some Further Evidence, *Journal of Finance*

Hamada, R.S., The Effect of the Firm's Capital Structure on the Systematic Risk of Common Stocks

Brennan, M.J., 1970, "Taxes, Market Valuation and Corporation Financial Policy", *National Tax Journal*

Box, G. and G. Jenkins, 1976, *Time Series Analysis: Forecasting and Control*, Holden Day.

Collins, W. and W. Hopwood, 1980, A Multivariate Analysis of Annual Earnings Forecasts generated from Quarterly Forecasts of Financial Analysts and Univariate Time Series Models, *Journal of Accounting Research*

Fried, D. and D. Givoly, 1982, Financial Analysts Forecasts of Earnings: A Better Surrogate for Earnings Expectations, *Journal of Accounting and Economics*

Little, I.M.D., 1962, *Higgledy Piggledy Growth*, Institute of Statistics, Oxford

Altman, E.I., 1968, Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy, *Journal of Finance*

Mauboussin, M. and P. Johnson, Competitive Advantage Period: The Neglected Value Driver, *Financial Management*

Jacobs, B.I. and K.N. Levy, 1988a, Disentangling Equity Return Irregularities: New Insights and Investment Opportunities, *Financial Analysts Journal*

Estep, T., 1987, *Security Analysis and Stock Selection: Turning Financial Information*

into Return Forecasts

Gordon, M., 1962, The Investment, Financing and Valuation of the Corporation, Irwin & Co.

Fuller, R.J. and C. Hsia, 1984, A Simplified Common Stock Valuation Model, Financial Analysts Journal

Litzenberger, R.H. and K. Ramaswamy, 1979, The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence, Journal of Financial Economics

Damodaran, A., 2001, Corporate Finance: Theory and Practice, Second Edition, John Wiley and Sons, New York

Ιστοσελίδες

www.bloomberg.com

www.capital.gr

www.ase.gr

Κεφάλαιο 4 : Χρηματοοικονομική ανάλυση Hilton

4.1 Ετήσιες χρηματοοικονομικές αναλύσεις

Ο πίνακας που ακολουθεί παρουσιάζει τις τιμές των χρηματοοικονομικών δεικτών της εταιρείας τη χρονική περίοδο 2009-2010 και ακολουθεί η ανάλυσή τους :

Πίνακας 4.1 : Τιμές χρηματοοικονομικών δεικτών 2010 – 2014

ΔΕΙΚΤΕΣ	2010	2011	2012	2013	2014
Τρέχουσας ρευστότητας	1,51	1,18	0,62	0,66	1,08
Άμεσης ρευστότητας	1,39	1,06	0,55	0,58	0,96
R.O.A.	0,88%	-1,11%	-2,09%	0,39%	0,17%
R.O.E.	1,51%	-1,89%	-3,61%	0,67%	0,29%
Συνολικής αποδοτικότητας	1,15%	-0,69%	-1,40%	-0,13%	1,17%
Κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού	0,15	0,15	0,12	0,14	0,15
Κυκλοφοριακή ταχύτητα παγίων	0,17	0,17	0,13	0,15	0,17
Κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων	38,65	38,72	36,55	39,55	40,10
Μέση περίοδος είσπραξης	34	24	23	20	15
Ξένα/Ίδια κεφάλαια	71,57%	70,68%	72,89%	71,03%	70,13%
Δανειακής επιβάρυνσης	41,72%	41,41%	42,16%	41,53%	41,22%
Κάλυψης χρηματοδοτικών αναγκών	151,24%	-66,67%	-14,99%	-131,07%	132,01%
Περιθώριο μικτού κέρδους	14,10%	11,18%	-0,55%	7,21%	13,20%
Περιθώριο οργανικού κέρδους	7,41%	-4,48%	-11,51%	-0,98%	7,70%
Περιθώριο καθαρού κέρδους	5,91%	-7,14%	-17,19%	2,89%	1,11%
Απόδοσης συνολικών κεφαλαίων	1,15%	-0,69%	-1,40%	-0,13%	1,17%

4.1.1 Ετήσια χρηματοοικονομική ανάλυση 2010

Ο δείκτης τρέχουσας ρευστότητας το 2010 έχει τιμή 1,51 με αποτέλεσμα η επιχείρηση να μπορεί να ανταποκριθεί στις απαιτήσεις που προκύπτουν και να καλύψει τα έξοδα της επαρκώς από τα έσοδα του έτους .

Η άμεση ρευστότητα βρίσκεται στο 1,39 , λίγο πιο χαμηλά από την τρέχουσα ρευστότητα καθώς έχουν αφαιρεθεί τα αποθέματα που δε μπορούν να ρευστοποιηθούν άμεσα για να καλυφθούν οι χρηματικές ανάγκες και δείχνει ότι τα έξοδα καλύπτονται επαρκώς.

Ο δείκτης R.O.A. έχει την τιμή 0,88% δείχνοντάς ότι η απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων είναι θετική με μικρή τιμή , όμως επειδή τα ποσά είναι εκφρασμένα σε εκατομμύρια ευρώ έστω και αυτή η απόδοση είναι σημαντική αποδοτικότητα ειδικά στην αρχή της κρίσης στην Ελλάδα για επιχείρηση που προσφέρει πολυτελής υπηρεσίες.

Ο δείκτης R.O.E. έχει την τιμή 1,51% , οπότε τα κεφάλαια των μετόχων έχουν αποδοτικότητα μικρή σε ποσοστό , η οποία σαν ποσό είναι αρκετά σημαντική ειδικά στον κλάδο που ανήκει η επιχείρηση και αποτελεί κίνητρο για νέες επενδύσεις .

Η συνολική αποδοτικότητα του 2010 ανέρχεται σε 1,15% και δείχνει ότι η επιχείρηση είναι ικανή να παράγει κέρδη παρά τη γενικότερη κρίση του 2010 σε όλες τις επιχειρήσεις στην Αθήνα και ο δείκτης είναι χαμηλός καθώς η επιχείρηση έχει επενδύσει σε μεγάλη ακίνητη περιουσία λόγω του όγκου και της πολυτέλειας της ξενοδοχειακής μονάδας.

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα του ενεργητικού είναι πολύ χαμηλή λόγω της μεγάλης ακίνητης περιουσίας με τιμή 0,15 και δείχνει ότι έχει γίνει υπερεπένδυση κεφαλαίων σε σχέση με τα έσοδα.

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα των παγίων είναι εξίσου χαμηλά καθώς επηρεάζεται από τα έσοδα του 2010 και την ακίνητη περιουσία που όπως ήδη αναφέρθηκε είναι αρκετά υψηλή και ανέρχεται σε 0,17 .

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων βρίσκεται στο 38,65 καθώς οι πωλήσεις του 2010 για να υλοποιηθούν χρειάστηκε να ανανεωθούν αρκετές φορές μες το έτος.

Η μέση περίοδος είσπραξης των απαιτήσεων ανέρχεται για το 2010 σε 34 ημέρες που για την περίοδο κρίσης που διανύει η Ελλάδα είναι ικανοποιητικός ο δείκτης.

Ο δείκτης ξένων κεφαλαίων προς ίδια κεφάλαια βρίσκεται σχεδόν στο 72% οπότε η επιχείρηση βασίζεται κυρίως σε δικά της κεφάλαια .

Ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης βρίσκεται για το 2010 σχεδόν στο 42% και δείχνει ότι τα δάνεια που χρησιμοποιεί η επιχείρηση είναι αρκετά μικρότερα σε ποσοστό από τα ίδια κεφάλαια.

Ο αριθμοδείκτης κάλυψης χρηματοδοτικών αναγκών είναι 151% και δείχνει ότι η επιχείρηση έχει την ικανότητα να καλύψει επαρκώς τα χρηματοοικονομικά της έξοδα.

Το περιθώριο μικτού κέρδους ανέρχεται σε 14,1% που είναι ικανοποιητικό για την τρέχουσα οικονομική περίοδο για τον κλάδο των ξενοδοχείων στην Αθήνα και δείχνει ότι η επιχείρηση έχει δυνατότητα να πουλήσει και σε χαμηλότερη τιμή τις υπηρεσίες χωρίς να ζημιωθεί.

Το περιθώριο οργανικού κέρδους έχει την τιμή 7,41% και δείχνει ότι και μετά την αφαίρεση των εξόδων διοίκησης και διάθεσης η επιχείρηση παρουσιάζει κερδοφορία .

Το περιθώριο καθαρού κέρδους ανέρχεται σε 5,91% για το 2010 και αν είναι μικρό σε ποσοστό σε σύγκριση με το περιθώριο μικτού κέρδους , είναι ικανοποιητικό σε ποσό καθώς εκφράζεται σε χιλιάδες ευρώ μετά την αφαίρεση όλων των εξόδων της επιχείρησης.

Τέλος ο δείκτης απόδοσης συνολικών κεφαλαίων έχει για το 2010 τιμή 1,15% λόγω υψηλού ποσού υποχρεώσεων και υψηλού μετοχικού κεφαλαίου που παρουσιάζει η επιχείρηση .

4.1.2 Ετήσια χρηματοοικονομική ανάλυση 2011

Ο δείκτης τρέχουσας ρευστότητας το 2011 έχει τιμή 1,18 με αποτέλεσμα η επιχείρηση να μπορεί να ανταποκριθεί στις απαιτήσεις που προκύπτουν και να καλύψει τα έξοδα της επαρκώς από τα έσοδα του έτους χωρίς όμως να έχει μεγάλο περιθώριο μείωσης των εσόδων της .

Η άμεση ρευστότητα βρίσκεται στο 1,06 , λίγο πιο χαμηλά από την τρέχουσα ρευστότητα καθώς έχουν αφαιρεθεί τα αποθέματα που δε μπορούν να ρευστοποιηθούν άμεσα για να καλυφθούν οι χρηματικές ανάγκες και δείχνει ότι τα έξοδα καλύπτονται οριακά το 2011 καθώς υπάρχει μείωση εσόδων .

Ο δείκτης R.O.A. έχει την τιμή -1,11% δείχνοντάς ότι η απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων είναι αρνητική , καθώς η επιχείρηση παρουσιάζει το 2011 όπως και οι περισσότερες επιχειρήσεις λόγο κρίσης στην Ελλάδα ειδικά για παροχή πολυτελών υπηρεσιών.

Ο δείκτης R.O.E. έχει την τιμή -1,89% , οπότε τα κεφάλαια των μετόχων έχουν αρνητική αποδοτικότητα λόγω των ζημιών που καταγράφονται το τρέχον έτος και δεν αποτελεί κίνητρο για νέες επενδύσεις .

Η συνολική αποδοτικότητα του 2011 ανέρχεται σε -0,69% και δείχνει ότι η επιχείρηση δεν είναι ικανή αυτό το έτος να παράγει κέρδη και ο δείκτης είναι χαμηλός καθώς η επιχείρηση έχει επενδύσει σε μεγάλη ακίνητη περιουσία λόγω του όγκου και της πολυτέλειας της ξενοδοχειακής μονάδας.

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα του ενεργητικού είναι πολύ χαμηλή λόγω της μεγάλης ακίνητης περιουσίας με τιμή 0,15 και δείχνει ότι έχει γίνει υπερεπένδυση κεφαλαίων σε σχέση με τα έσοδα.

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα των παγίων είναι εξίσου χαμηλά καθώς επηρεάζεται από τα έσοδα του 2011 και την ακίνητη περιουσία που όπως ήδη αναφέρθηκε είναι αρκετά υψηλή και ανέρχεται σε 0,17 .

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων βρίσκεται στο 38,72 καθώς οι πωλήσεις του 2011 για να υλοποιηθούν χρειάστηκε να ανανεωθούν αρκετές φορές μες το έτος.

Η μέση περίοδος είσπραξης των απαιτήσεων ανέρχεται για το 2011 σε 24 ημέρες που για την περίοδο κρίσης που διανύει η Ελλάδα είναι ικανοποιητικός ο δείκτης σε σύγκριση και με το προηγούμενο έτος.

Ο δείκτης ξένων κεφαλαίων προς ίδια κεφάλαια βρίσκεται στο 70,68% οπότε η επιχείρηση βασίζεται κυρίως σε δικά της κεφάλαια .

Ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης βρίσκεται για το 2011 στο 41,41% και δείχνει ότι τα δάνεια που χρησιμοποιεί η επιχείρηση είναι αρκετά μικρότερα σε ποσοστό από τα ίδια κεφάλαια.

Ο αριθμοδείκτης κάλυψης χρηματοδοτικών αναγκών είναι -66,67% και δείχνει ότι η επιχείρηση δεν έχει την ικανότητα να καλύψει επαρκώς τα χρηματοοικονομικά της έξοδα λόγω μείωσης των εσόδων και υψηλού κόστους πωληθέντων.

Το περιθώριο μικτού κέρδους ανέρχεται σε 11,18% που είναι ικανοποιητικό για την τρέχουσα οικονομική περίοδο για τον κλάδο των ξενοδοχείων στην Αθήνα και δείχνει ότι η επιχείρηση έχει δυνατότητα να πουλήσει και σε χαμηλότερη τιμή τις υπηρεσίες χωρίς να ζημιωθεί σε σχέση με τα έσοδα του 2011.

Το περιθώριο οργανικού κέρδους έχει την τιμή -4,48% και δείχνει ότι μετά την αφαίρεση των εξόδων διοίκησης και διάθεσης η επιχείρηση παρουσιάζει ζημία .

Το περιθώριο καθαρού κέρδους ανέρχεται σε -7,14% για το 2011 και μας δείχνει την πλήρη οικονομική εικόνα της μετά την αφαίρεση όλων των εξόδων της επιχείρησης.

Τέλος ο δείκτης απόδοσης συνολικών κεφαλαίων έχει για το 2011 τιμή -0,69% λόγω υψηλού ποσού υποχρεώσεων και υψηλού μετοχικού κεφαλαίου που παρουσιάζει η επιχείρηση σε αντίθεση με τα κέρδη που είναι αρνητικά.

4.1.3 Ετήσια χρηματοοικονομική ανάλυση 2012

Ο δείκτης τρέχουσας ρευστότητας το 2012 έχει τιμή 0,62 με αποτέλεσμα η επιχείρηση να μη μπορεί να ανταποκριθεί στις απαιτήσεις που προκύπτουν ώστε να καλύψει τα έξοδα της επαρκώς από τα έσοδα του έτους .

Η άμεση ρευστότητα βρίσκεται στο 0,55, λίγο πιο χαμηλά από την τρέχουσα ρευστότητα καθώς έχουν αφαιρεθεί τα αποθέματα που δε μπορούν να ρευστοποιηθούν άμεσα για να καλυφθούν οι χρηματικές ανάγκες και δείχνει ότι τα έξοδα δεν καλύπτονται το 2012 καθώς υπάρχει μείωση εσόδων και παρουσιάζονται ζημίες .

Ο δείκτης R.O.A. έχει την τιμή -2,09% δείχνοντάς ότι η απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων είναι αρνητική , καθώς η επιχείρηση παρουσιάζει το 2012 ζημίες ακόμα μεγαλύτερες από το προηγούμενο έτος ,όπως και οι περισσότερες επιχειρήσεις λόγω κρίσης στην Ελλάδα ειδικά για παροχή πολυτελών υπηρεσιών.

Ο δείκτης R.O.E. έχει την τιμή -3,61% , οπότε τα κεφάλαια των μετόχων έχουν αρνητική αποδοτικότητα λόγω των ζημιών που καταγράφονται το τρέχον έτος και δεν αποτελεί κίνητρο για νέες επενδύσεις καθώς παρουσιάζονται αυξημένες σε σχέση με το 2011.

Η συνολική αποδοτικότητα του 2012 ανέρχεται σε -1,4% και δείχνει ότι η επιχείρηση δεν είναι ικανή αυτό το έτος να παράγει κέρδη και ο δείκτης είναι χαμηλός καθώς η επιχείρηση έχει επενδύσει σε μεγάλη ακίνητη περιουσία λόγω του όγκου και της πολυτέλειας της ξενοδοχειακής μονάδας.

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα του ενεργητικού είναι πολύ χαμηλή λόγω της μεγάλης ακίνητης περιουσίας με τιμή 0,12 και δείχνει ότι έχει γίνει υπερεπένδυση κεφαλαίων σε σχέση με τα έσοδα.

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα των παγίων είναι εξίσου χαμηλά καθώς επηρεάζεται από τα έσοδα του 2012 που μειώθηκαν σε μεγαλύτερο βαθμό από την ακίνητη περιουσία που όπως ήδη αναφέρθηκε είναι αρκετά υψηλή και ανέρχεται σε 0,13 .

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων βρίσκεται στο 36,55 καθώς οι πωλήσεις του 2012 για να υλοποιηθούν χρειάστηκε να ανανεωθούν αρκετές φορές μες το έτος.

Η μέση περίοδος είσπραξης των απαιτήσεων ανέρχεται για το 2012 σε 23 ημέρες που για την περίοδο κρίσης που διανύει η Ελλάδα είναι ικανοποιητικός ο δείκτης και παρόμοιος σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος.

Ο δείκτης ξένων κεφαλαίων προς ίδια κεφάλαια βρίσκεται στο 72,89% οπότε η επιχείρηση βασίζεται κυρίως σε δικά της κεφάλαια , παρουσιάζοντας μικρή αύξηση σε σχέση με τις προηγούμενες χρονιές .

Ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης βρίσκεται για το 2012 στο 42,16% και δείχνει ότι τα δάνεια που χρησιμοποιεί η επιχείρηση είναι αρκετά μικρότερα σε ποσοστό από τα ίδια κεφάλαια.

Ο αριθμοδείκτης κάλυψης χρηματοδοτικών αναγκών είναι -14,99% και δείχνει ότι η επιχείρηση δεν έχει την ικανότητα να καλύψει επαρκώς τα χρηματοοικονομικά της έξοδα λόγω μείωσης των εσόδων και υψηλού κόστους πωληθέντων.

Το περιθώριο μικτού κέρδους ανέρχεται σε -0,55% που δεν είναι ικανοποιητικό καθώς η επιχείρηση παρουσιάζει ζημίες αρκετά σημαντικές σε σχέση με τα έσοδα του 2012 και το κόστος πωληθέντων υπερβαίνει τα έσοδα.

Το περιθώριο οργανικού κέρδους έχει την τιμή -11,51% και δείχνει ότι μετά την αφαίρεση των εξόδων διοίκησης και διάθεσης η επιχείρηση παρουσιάζει σημαντικές ζημίες .

Το περιθώριο καθαρού κέρδους ανέρχεται σε -17,19% για το 2012 και μας δείχνει την πλήρη οικονομική εικόνα της μετά την αφαίρεση όλων των εξόδων της επιχείρησης που αποτελεί τη χειρότερη επίδοση τα τελευταία έτη .

Τέλος ο δείκτης απόδοσης συνολικών κεφαλαίων έχει για το 2012 τιμή -1,4% λόγω υψηλού ποσού υποχρεώσεων και υψηλού μετοχικού κεφαλαίου που παρουσιάζει η επιχείρηση σε αντίθεση με τα κέρδη που είναι αρνητικά για δεύτερη συνεχόμενη χρονιά.

4.1.4 Ετήσια χρηματοοικονομική ανάλυση 2013

Ο δείκτης τρέχουσας ρευστότητας το 2013 έχει τιμή 0,66 , λόγω της μείωσης των απαιτήσεων, με αποτέλεσμα η επιχείρηση να μη μπορεί να καλύψει τα έξοδα της επαρκώς από τα έσοδα του έτους .

Η άμεση ρευστότητα βρίσκεται στο 0,58, λίγο πιο χαμηλά από την τρέχουσα ρευστότητα καθώς έχουν αφαιρεθεί τα αποθέματα που δε μπορούν να ρευστοποιηθούν άμεσα για να καλυφθούν οι χρηματικές ανάγκες και δείχνει ότι τα έξοδα δεν καλύπτονται το 2013 καθώς υπάρχει μείωση εσόδων και παρουσιάζονται ζημίες .

Ο δείκτης R.O.A. τείνει στο 0,39% δείχνοντάς ότι η απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων είναι αμελητέα , καθώς η επιχείρηση παρουσιάζει το 2013 κέρδη , αρκετά μικρότερα όμως σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια και τις υποχρεώσεις τις επιχείρησης .

Ο δείκτης R.O.E. έχει την τιμή 0,67% αρκετά ανεβασμένος σε σχέση με το προηγούμενο οικονομικό έτος , οπότε τα κεφάλαια των μετόχων έχουν μικρή αποδοτικότητα λόγω των χαμηλών κερδών που καταγράφονται το τρέχον έτος.

Η συνολική αποδοτικότητα του 2013 τείνει στο -0,13% και δείχνει ότι η επιχείρηση δεν είναι ικανή αυτό το έτος να παράγει κέρδη καθώς η επιχείρηση έχει επενδύσει σε

μεγάλη ακίνητη περιουσία λόγω του όγκου και της πολυτέλειας της ξενοδοχειακής μονάδας.

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα του ενεργητικού είναι πολύ χαμηλή λόγω της μεγάλης ακίνητης περιουσίας με τιμή 0,14 και δείχνει ότι έχει γίνει υπερεπένδυση κεφαλαίων σε σχέση με τα έσοδα.

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα των παγίων είναι εξίσου χαμηλά καθώς επηρεάζεται από τα έσοδα του 2013 που μειώθηκαν σε μεγαλύτερο βαθμό από την ακίνητη περιουσία που όπως ήδη αναφέρθηκε είναι αρκετά υψηλή και ανέρχεται σε 0,15 .

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων βρίσκεται στο 39,55 καθώς οι πωλήσεις του 2013 για να υλοποιηθούν χρειάστηκε να ανανεωθούν αρκετές φορές μες το έτος , αυξημένη σε σχέση με το 2012 λόγω της αύξησης των εσόδων από τις πωλήσεις.

Η μέση περίοδος είσπραξης των απαιτήσεων ανέρχεται για το 2013 σε 20 ημέρες που για την περίοδο κρίσης που διανύει η Ελλάδα είναι ικανοποιητικός ο δείκτης και παρουσιάζει μείωση σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος.

Ο δείκτης ξένων κεφαλαίων προς ίδια κεφάλαια βρίσκεται στο 71,01% οπότε η επιχείρηση βασίζεται κυρίως σε δικά της κεφάλαια , παρουσιάζοντας μικρή μείωση σε σχέση με το προηγούμενο έτος .

Ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης βρίσκεται για το 2013 στο 41,53% και δείχνει ότι τα δάνεια που χρησιμοποιεί η επιχείρηση είναι αρκετά μικρότερα σε ποσοστό από τα ίδια κεφάλαια.

Ο αριθμοδείκτης κάλυψης χρηματοδοτικών αναγκών είναι -131,07% και δείχνει ότι η επιχείρηση δεν έχει την ικανότητα να καλύψει επαρκώς τα χρηματοοικονομικά της έξοδα λόγω μείωσης των εσόδων και υψηλού κόστους πωληθέντων.

Το περιθώριο μικτού κέρδους ανέρχεται σε 7,21% που είναι ικανοποιητικό καθώς η επιχείρηση παρουσιάζει κέρδη μετά από δύο έτη σημειώνοντας σημαντική ανάκαμψη .

Το περιθώριο οργανικού κέρδους έχει την τιμή -0,98% και δείχνει ότι μετά την αφαίρεση των εξόδων διοίκησης και διάθεσης η επιχείρηση παρουσιάζει ζημίες .

Το περιθώριο καθαρού κέρδους ανέρχεται σε 2,89% για το 2013 λόγω της επιστροφής φόρου δημιουργώντας κέρδη για την επιχείρηση .

Τέλος ο δείκτης απόδοσης συνολικών κεφαλαίων έχει για το 2013 τιμή που τείνει στο - 0,13% λόγω υψηλού ποσού υποχρεώσεων και υψηλού μετοχικού κεφαλαίου που παρουσιάζει η επιχείρηση σημειώνοντας αμελητέες ζημίες.

4.1.5 Ετήσια χρηματοοικονομική ανάλυση 2014

Ο δείκτης τρέχουσας ρευστότητας το 2014 έχει τιμή 1,08 , λόγω της μείωσης των υποχρεώσεων , με αποτέλεσμα η επιχείρηση μετά από τρία έτη να μπορεί εκ νέου να καλύψει τα έξοδα της επαρκώς από τα έσοδα του έτους .

Η άμεση ρευστότητα βρίσκεται στο 0,96 λίγο πιο χαμηλά από την τρέχουσα ρευστότητα καθώς έχουν αφαιρεθεί τα αποθέματα που δε μπορούν να ρευστοποιηθούν άμεσα για να καλυφθούν οι χρηματικές αναγκές και δείχνει ότι τα έξοδα δεν καλύπτονται οριακά το 2014 καθώς έχουν μειωθεί τα κέρδη.

Ο δείκτης R.O.A. τείνει στο 0,17% δείχνοντάς ότι η απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων είναι αμελητέα , καθώς η επιχείρηση παρουσιάζει το 2014 κέρδη , αρκετά μικρότερα όμως σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια και τις υποχρεώσεις της επιχείρησης .

Ο δείκτης R.O.E. τείνει στο 0,29% μειωμένος σε σχέση με το προηγούμενο οικονομικό έτος λόγω μείωσης των καθαρών κερδών, οπότε τα κεφάλαια των μετόχων έχουν μικρή αποδοτικότητα λόγω των χαμηλών κερδών που καταγράφονται το τρέχον έτος.

Η συνολική αποδοτικότητα του 2014 έχει την τιμή 1,17% και δείχνει ότι η επιχείρηση είναι ικανή αυτό το έτος να παράγει κέρδη.

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα του ενεργητικού είναι πολύ χαμηλή λόγω της μεγάλης ακίνητης περιουσίας με τιμή 0,15 και δείχνει ότι έχει γίνει υπερεπένδυση κεφαλαίων σε σχέση με τα έσοδα.

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα των παγίων είναι εξίσου χαμηλά καθώς επηρεάζεται από τα έσοδα του 2014 που μειώθηκαν σε μεγαλύτερο βαθμό από την ακίνητη περιουσία που όπως ήδη αναφέρθηκε είναι αρκετά υψηλή και ανέρχεται σε 0,17 .

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων βρίσκεται στο 40,1 καθώς οι πωλήσεις του 2014 για να υλοποιηθούν χρειάστηκε να ανανεωθούν αρκετές φορές μες το έτος, αυξημένη σε σχέση με το 2013 λόγω της αύξησης των εσόδων από τις πωλήσεις.

Η μέση περίοδος είσπραξης των απαιτήσεων ανέρχεται για το 2014 σε 15 ημέρες που για την περίοδο κρίσης που διανύει η Ελλάδα είναι ικανοποιητικός ο δείκτης και παρουσιάζει μείωση σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος.

Ο δείκτης ξένων κεφαλαίων προς ίδια κεφάλαια βρίσκεται στο 70,13% οπότε η επιχείρηση βασίζεται κυρίως σε δικά της κεφάλαια, παρουσιάζοντας μικρή μείωση σε σχέση με το προηγούμενο έτος.

Ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης βρίσκεται για το 2014 στο 41,22% και δείχνει ότι τα δάνεια που χρησιμοποιεί η επιχείρηση είναι αρκετά μικρότερα σε ποσοστό από τα ίδια κεφάλαια.

Ο αριθμοδείκτης κάλυψης χρηματοδοτικών αναγκών είναι 132,01% και δείχνει ότι η επιχείρηση αυτό το έτος έχει την ικανότητα να υπερκαλύψει τα χρηματοοικονομικά της έξοδα με σημαντική βελτίωση σε σχέση με το προηγούμενο έτος.

Το περιθώριο μικτού κέρδους ανέρχεται σε 13,2% που είναι ικανοποιητικό καθώς η επιχείρηση παρουσιάζει κέρδη για δεύτερη συνεχόμενη χρονιά σημειώνοντας σημαντική και σταθερή ανάκαμψη.

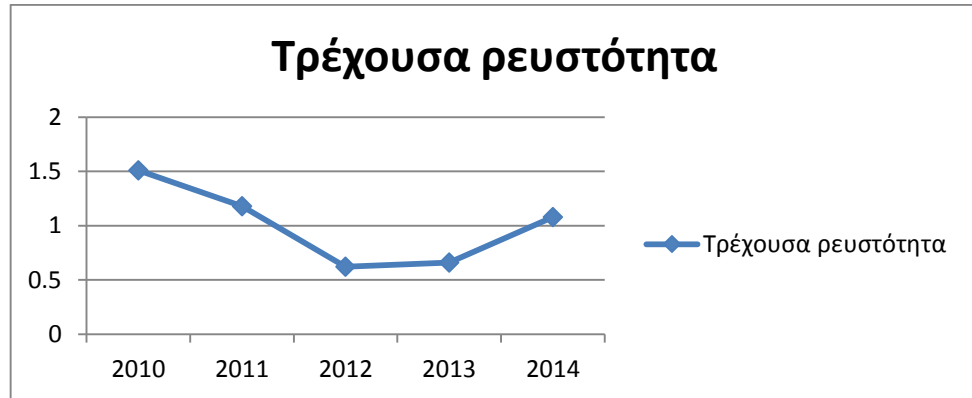
Το περιθώριο οργανικού κέρδους έχει την τιμή 7,7% και δείχνει ότι μετά την αφαίρεση των εξόδων διοίκησης και διάθεσης η επιχείρηση παρουσιάζει εκ νέου κέρδη λόγω της μείωσης των φόρων και λοιπών εξόδων.

Το περιθώριο καθαρού κέρδους ανέρχεται σε 1,11% για το 2014 σε αντίθεση με το 2013 καθώς δεν υπήρχε επιστροφή φόρου δημιουργώντας χαμηλότερα κέρδη για την επιχείρηση.

Τέλος ο δείκτης απόδοσης συνολικών κεφαλαίων έχει για το 2014 τιμή 1,17% λόγω υψηλού ποσού υποχρεώσεων και υψηλού μετοχικού κεφαλαίου που παρουσιάζει η επιχείρηση σε αντίθεση με τα κέρδη που είναι αμελητέα.

4.2 Σύγκριση Χρηματοοικονομικών Δεικτών πενταετίας 2010-2014

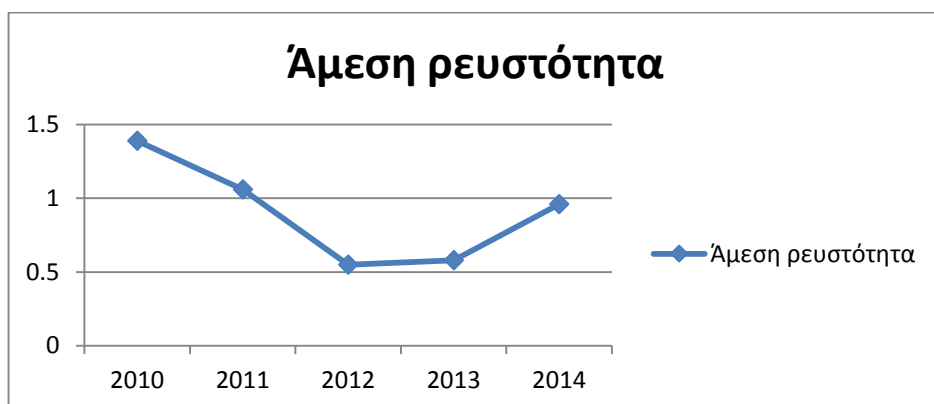
- Τρέχουσα ρευστότητα



Διάγραμμα 4.1 : Διάγραμμα τρέχουσας ρευστότητας

Όπως παρατηρούμε η τρέχουσα ρευστότητα της επιχείρησης μειώνεται συνεχώς από το 2010 με τη μικρότερη τιμή να φτάνει το 0,6 το έτος 2012 δείχνοντας αδυναμία να καλύψει τις οικονομικές της υποχρεώσεις καθώς παρουσίασε σημαντικές ζημιές αυτό το έτος . Η πτωτική αυτή πορεία οφείλεται κυρίως στη μείωση των απαιτήσεων από πελάτες , λόγω κυρίως τις οικονομικής και κοινωνικής κρίσης που επικρατεί τα τελευταία έτη στην Ελλάδα . Από το 2013 η επιχείρηση μείωσε δραστικά της βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις τις με αποτέλεσμα την ανάκαμψη του δείκτη τρέχουσας ρευστότητας .

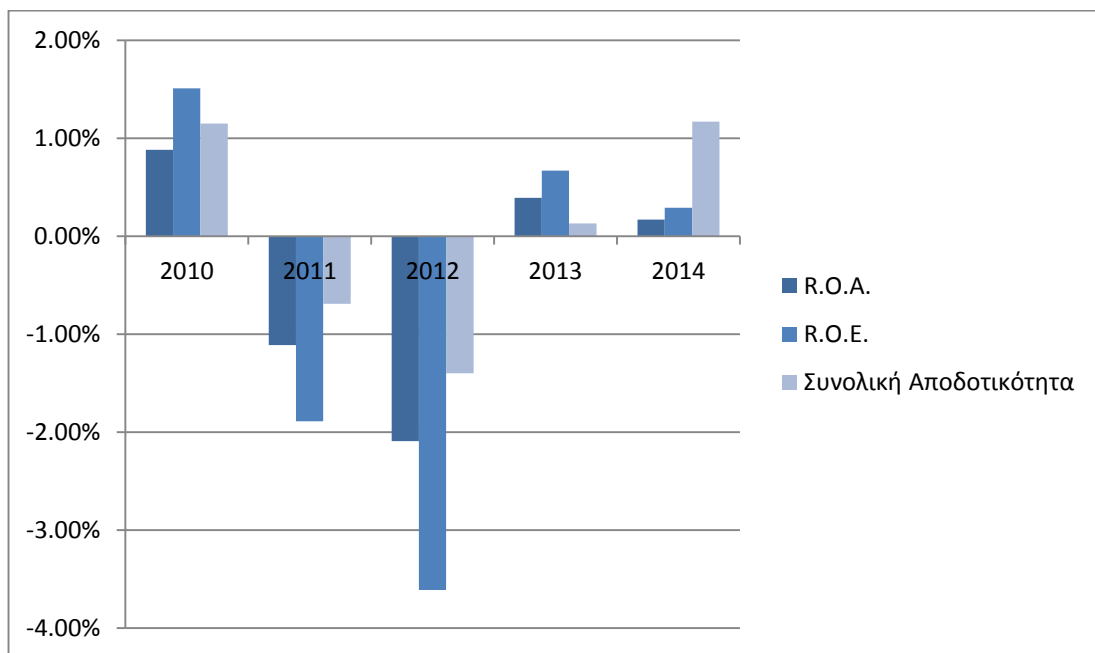
- Άμεση ρευστότητα



Διάγραμμα 4.2 : Διάγραμμα άμεσης ρευστότητας

Ο δείκτης άμεσης ρευστότητας ακολουθεί την ίδια πορεία με αυτόν της τρέχουσας ρευστότητας καθώς επηρεάζεται από τα ίδια οικονομικά μεγέθη εκτός από τα αποθέματα, τα οποία αυξομειώνονται ανάλογα με τις πωλήσεις όμως λόγω του σχετικά μικρού μεγέθους τους δεν επηρεάζουν αισθητά το δείκτη.

- **R.O.A , R.O.E. και δείκτης Συνολικής αποδοτικότητας**

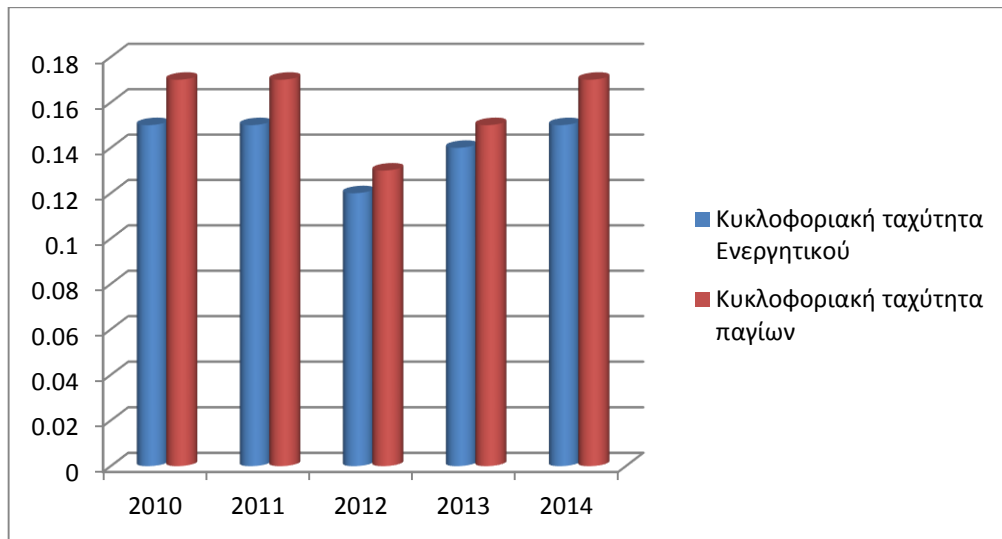


Διάγραμμα 4.3 : R.O.A , R.O.E και Συνολική αποδοτικότητα

Ο πίνακας μας δείχνει την ιδιαίτερη εξέλιξη που παρουσιάζουν οι χρηματοοικονομικοί δείκτες κατά τη διάρκεια της πενταετίας . Η απόδοση του 2010 μειώθηκε αισθητά τα επόμενα δύο έτη καθώς μειώθηκαν τα έσοδα και η επιχείρηση κατέγραψε σημαντικές ζημιές. Η απόδοση εκφράζεται με μικρό ποσοστό καθώς οι υποχρεώσεις της επιχείρησης και η καθαρή θέση είναι πολλαπλάσιες από τα κέρδη .

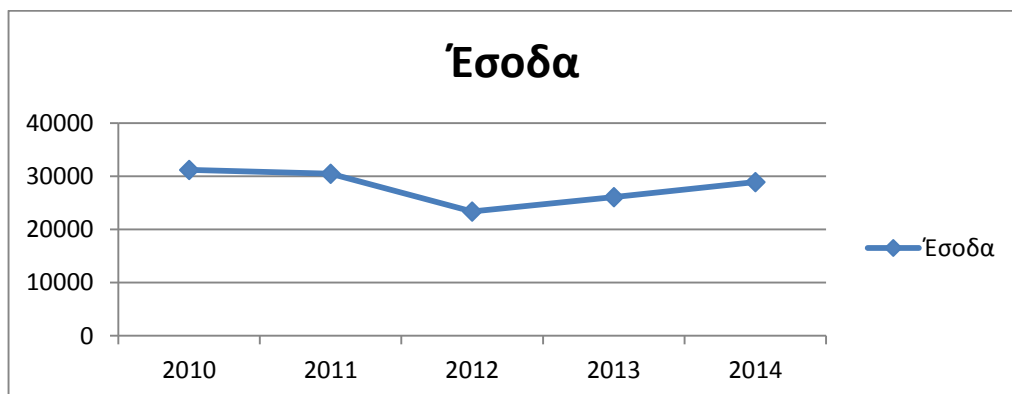
Από το 2013 η επιχείρηση μειώνοντας τα έξοδα άρχισε να παρουσιάζει εκ νέου κέρδη και οι δείκτες να έχουν θετικό πρόσημο.

- **Κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού και παγίων**



Διάγραμμα 4.4 : Διάγραμμα κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού και παγίων

Ένας δείκτης με ιδιαίτερη σημασία είναι η κυκλοφοριακή ταχύτητα καθώς μας δείχνει τη δυνατότητα που έχει η επιχείρηση να εκμεταλλευτεί το συνολικό της κεφάλαιο μέσα σε ένα έτος . Η κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού είναι μικρότερη από την κυκλοφοριακή ταχύτητα των παγίων καθώς η δεύτερη περιέχει μόνο τις ακινητοποιήσεις (ενσώματες και ασώματες) . Σε σχέση με το 2010 παρατηρείται ελάττωση της κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού και παγίων αντίστοιχα καθώς τα έσοδα μειώνονται έχοντας την ελάχιστη τιμή το 2012 και από το 2013 οι δείκτες βελτιώνονται και αρχίζουν να έχουν σταδιακά ανοδική πορεία. Κατά τη διάρκεια της πενταετίας 2010-2014 το ενεργητικό μειώνεται συνεχώς , συνολικά η μείωση φτάνει περίπου 5,5 % ενώ η ακινητοποιήσεις παρουσιάζουν μείωση της τάξης του 6,3% . Ο δείκτης επηρεάζεται από τα έσοδα που αυτή την πενταετία έχουν την εξής πορεία :



Διάγραμμα 4.5 : Έσοδα πενταετίας 2010-2014

Η καμπύλη εσόδων έχει παρόμοια τροχιά με αυτή της κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού και αποθεμάτων καθώς τα έσοδα βρίσκονται στον αριθμητή και επηρεάζουν άμεσα τους χρηματοοικονομικούς δείκτες .

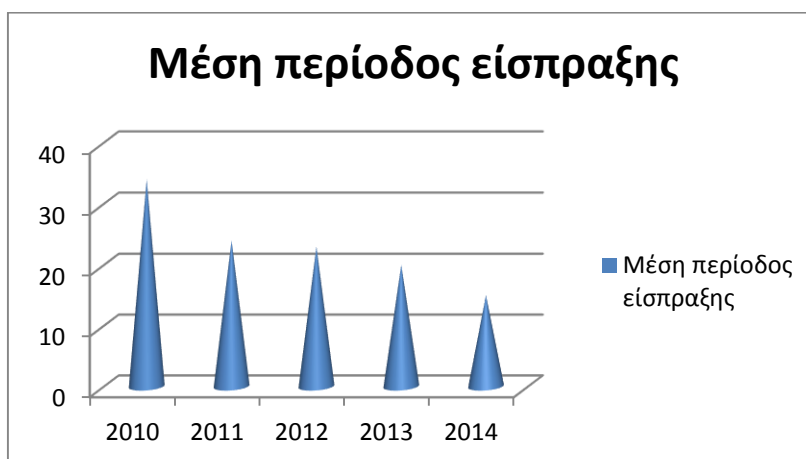
- **Κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων**



Διάγραμμα 4.6 : Κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων

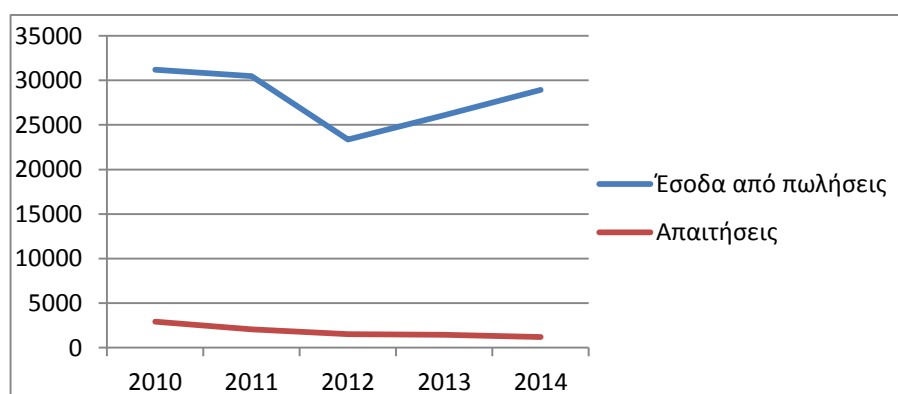
Η κυκλοφοριακή ταχύτητα των αποθεμάτων έχει χαμηλότερη τιμή 36,55 το 2012 και υψηλότερη το 2015 με τιμή 40,10 . Τα αποθέματα της επιχείρησης ανακυκλώνονται αρκετές φορές μέσα σε κάθε έτος και η καμπύλη τους έχει αρκετές ομοιότητες με αυτή των εσόδων. Το 2015 τα έσοδα αυξήθηκαν σε μεγάλο ποσοστό σχεδόν 23% σε σχέση με το 2012 προκαλώντας και μεγάλη αύξηση στη καμπύλη της κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων για να καλυφθούν οι ανάγκες που δημιουργήθηκαν από την αύξηση των πωλήσεων .

- **Μέση περίοδος είσπραξης**



Διάγραμμα 4.7 : Μέση περίοδο είσπραξης

Η εταιρεία δείχνει ιδιαίτερη προσοχή στην αξιολόγηση της φερεγγυότητας και της αξιοπιστίας των πελατών (και των προμηθευτών) προκειμένου να μην παρατηρούνται προβλήματα καθυστερήσεων πληρωμών και επισφαλειών. Οι απαιτήσεις από πελάτες παρουσιάζουν μεγάλη διασπορά και συνεπώς περιορίζεται στο ελάχιστο ο πιστωτικός κίνδυνος. Παρά την συνεχόμενη οικονομική κρίση που παρατηρείται στην Ελλάδα και κυρίως στην πρωτεύουσα Αθήνα όπου βρίσκεται και η επιχείρηση οι απαιτήσεις από πελάτες εισπράττονται σε λιγότερο χρονικό διάστημα του ενός μήνα . Συγκεκριμένα από το 2010 έως το 2014 η μέση περίοδος είσπραξης μειώνεται συνεχώς επιτυγχάνοντας με αυτό τον τρόπο βελτίωση της ρευστότητας ώστε να μπορεί να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της επαρκώς. Οι απαιτήσεις από πελάτες έχουν συνεχόμενη μείωση αυτή την πενταετία δείχνοντας τη δυνατότητα που έχει η εταιρεία να εισπράττει εγκαίρως τα έσοδα που προκύπτουν σε συνάρτηση με τις πωλήσεις.



Διάγραμμα 4.8 : Έσοδα και απαιτήσεις της επιχείρησης την πενταετία 2010-2014

- Δείκτης Ξένα / Ίδια κεφάλαια και Δανειακής επιβάρυνσης



Διάγραμμα 4.9 : Διάγραμμα Ξένα/ Ίδια κεφάλαια και δανειακής επιβάρυνσης

Οι παραπάνω χρηματοοικονομικοί δείκτες παρουσιάζουν σταθερή διαχρονικά εξέλιξη καθώς εξαρτώνται από το σύνολο των υποχρεώσεων και από την καθαρή θέση και το σύνολο του ενεργητικού αντίστοιχα . Οι υποχρεώσεις μειώνονται κάθε έτος και συνολικά παρουσιάζουν μείωση της τάξης του 7 % ενώ η καθαρή θέση μειώνεται αντίστοιχα 4,5% και το συνολικό ενεργητικό 5% . Η επιχείρηση επιτυγχάνει να διατηρεί σταθερούς τους δείκτες στα επίπεδα που επιθυμεί παρά τη μείωση των εσόδων από πωλήσεις και τις ζημιές που καταγράφει τα έτη 2011 και 2012 . Η σταθερότητα της επιχείρησης σε αυτούς τους δείκτες την καθιστά αξιόπιστη στους δανειστές και της δίνει τη δυνατότητα να δανείζεται πιο εύκολα και με ευνοϊκές συνθήκες στο μέλλον, ενώ τα διοικητικά στελέχη μπορούν στο μέλλον να αυξήσουν τα ποσοστά για να επιτύχουν καλύτερη εκμετάλλευση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης .

- Δείκτης κάλυψης χρηματοδοτικών αναγκών



Διάγραμμα 4.10 : Κάλυψη χρηματοδοτικών αναγκών

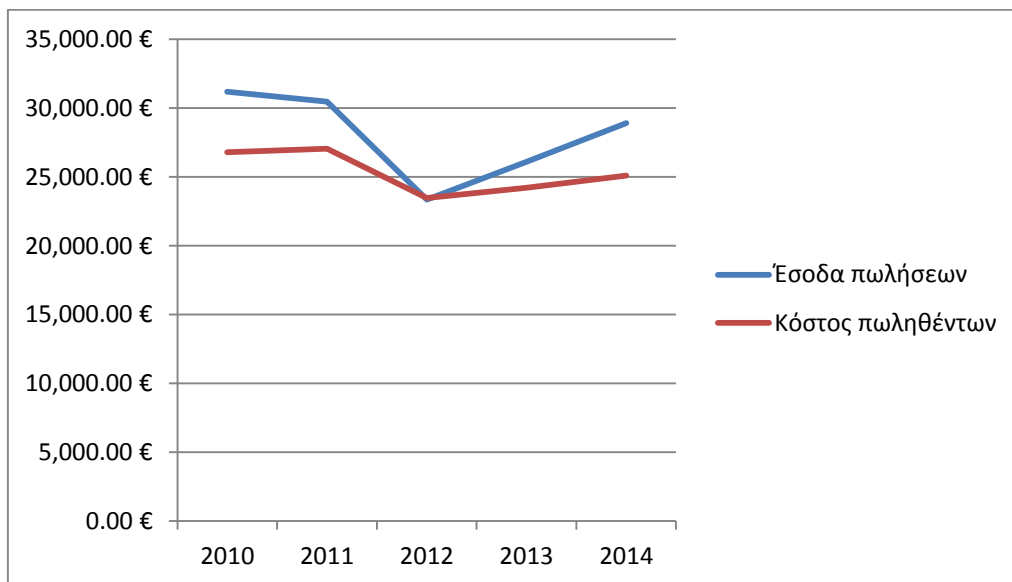
Η μεγάλη διακύμανση που παρουσιάζει ο δείκτης κάλυψης χρηματοδοτικών αναγκών επηρεάζεται από τις λειτουργικές ζημιές που κατέγραψε η επιχείρηση τα έτη 2011 , 2012 και 2013 , παρουσιάζοντας όμως καθαρά κέρδη το 2013 από επιστροφή φόρου , καθώς τα χρηματοοικονομικά έξοδα υπερτερούσαν από το λειτουργικό κέρδος. Η επιχείρηση κατόρθωσε από το 2014 να έχει ξανά θετικό πρόσημο ο δείκτης αυξάνοντας τα έσοδα από τις πωλήσεις και μειώνοντας σε σημαντικό ποσοστό τα έξοδα διοίκησης από το 2013. Τα έτη 2010 και 2014 η επιχείρηση κατόρθωσε να υπερκαλύψει τα χρηματοοικονομικά έξοδα

- Περιθώριο μεικτού κέρδους



Διάγραμμα 4.11 : Μικτό περιθώριο κέρδους

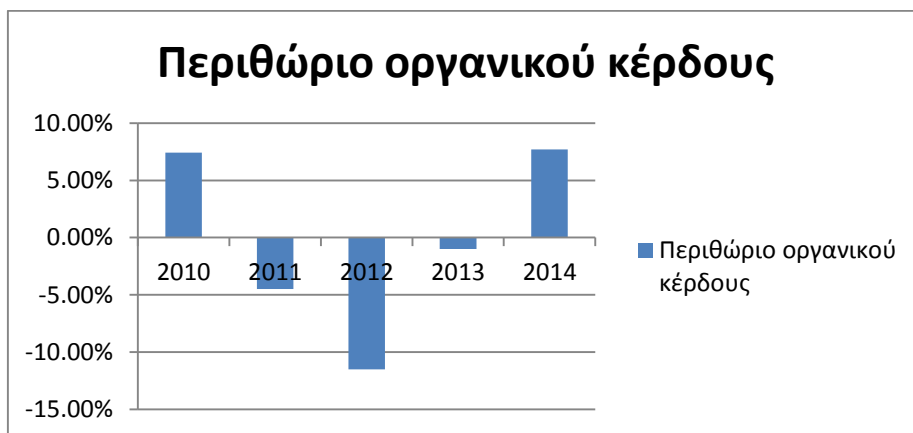
Ο δείκτης του μικτού κέρδους επηρεάζεται από τα έσοδα από τις πωλήσεις και από το κόστος πωληθέντων. Όπως παρατηρούμε τα ποσά αυτά κατά τη διάρκεια της πενταετίας ακολουθούν παρόμοια πορεία :



Διάγραμμα 4.12 : Σύγκριση εσόδων πωλήσεων και κόστος πωληθέντων της πενταετίας 2010 – 2014

Ο δείκτης μικτού κέρδους έχει θετικό πρόσημο όλα τα έτη εκτός από το 2012 όπου τα έσοδα ήταν μικρότερα από το κόστος πωληθέντων. Επιπροσθέτως την υπόλοιπη πενταετία η επιχείρηση έχει τη δυνατότητα να μειώσει την τιμή πώλησης των υπηρεσιών της χωρίς να υποστεί ζημιές.

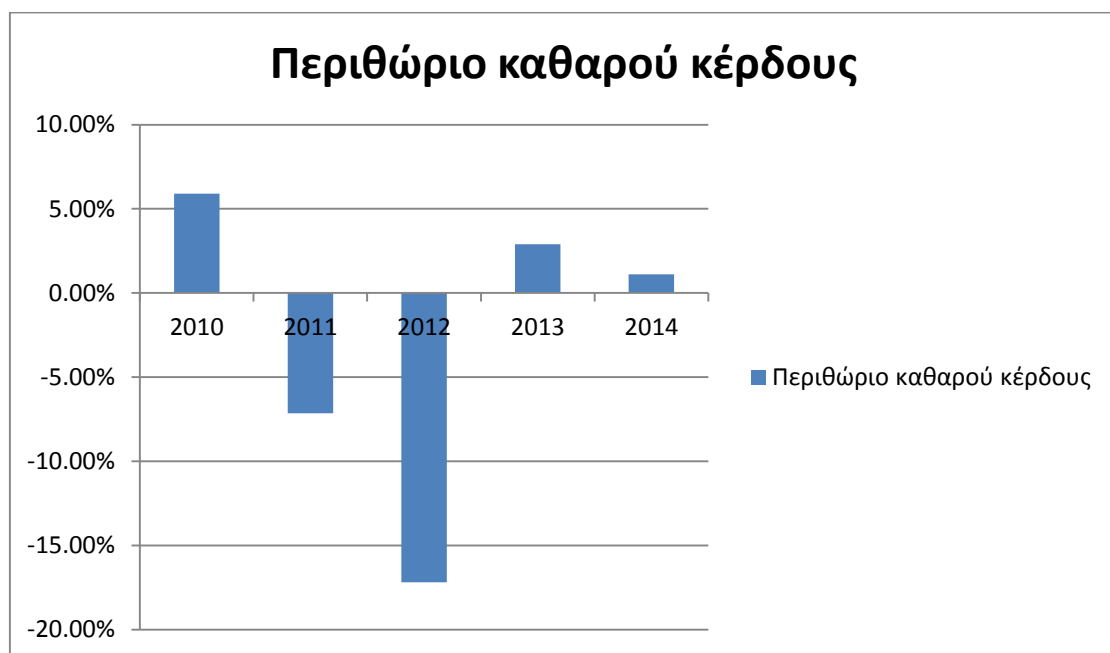
- **Περιθώριο οργανικού κέρδους**



Διάγραμμα 4.13 : Περιθώριο οργανικού κέρδους

Ο δείκτης οργανικού κέρδους έχει θετικό πρόσημο μόνο τα έτη 2010 και 2014 με κατώτατη τιμή το 2012 που κατέγραψε τις μεγαλύτερες ζημιές. Ο δείκτης επηρεάζεται σε μεγάλο βαθμό από τα έξοδα διοίκησης και διάθεσης και από το μικτό κέρδος . Η αρνητική τιμή του δείκτη την τριετία 2011-2013 οφείλεται στη μείωση των εσόδων από πωλήσεις , ενώ τα έξοδα δε μειώθηκαν σε αντίστοιχο βαθμό . Η επιχείρηση πήρε μέτρα για να διορθώσει αυτή τη ζημιογόνο κατάσταση και μειώνοντας τα έξοδα διοίκησης , και γενικά τους μισθούς στον όμιλο, κατόρθωσε να έχει εκ νέου θετικό πρόσημο το 2014 .

- **Περιθώριο καθαρού κέρδους**



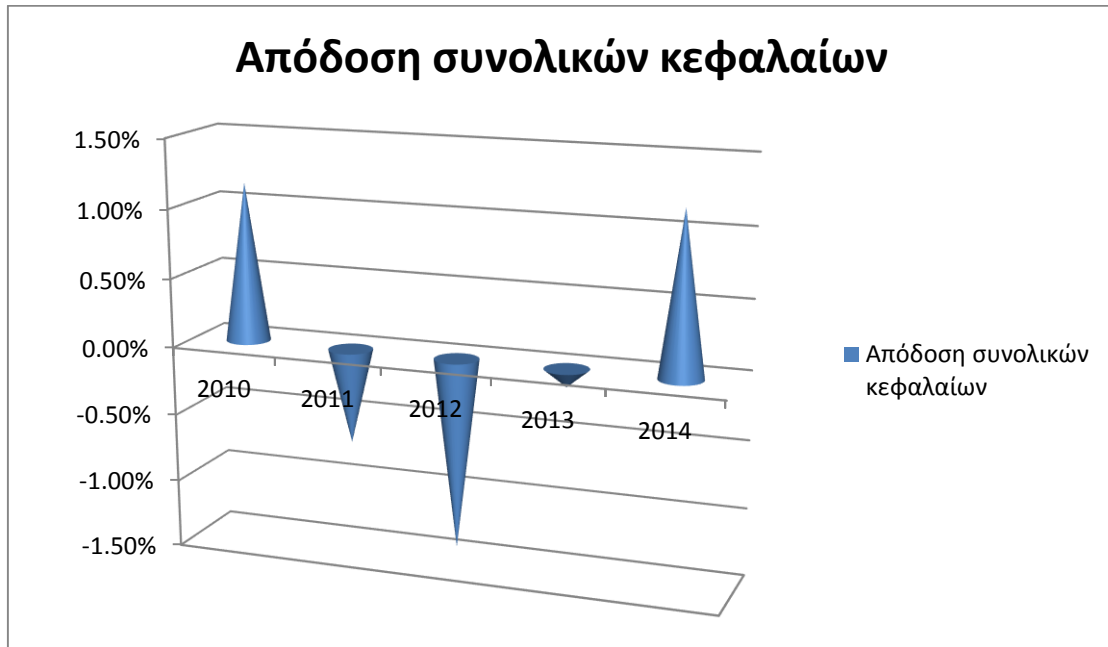
Διάγραμμα 4.14 : Περιθώριο καθαρού κέρδους

Ο δείκτης καθαρού κέρδους έχει πολύ μεγάλη βαρύτητα για όλες τις επιχειρήσεις καθώς δείχνει τη δυνατότητα που έχουν να παράγουν κέρδη έχοντας αφαιρέσει όλα τα έξοδα και αποτελεί την εικόνα της επιχείρησης στους μετόχους , στους μελλοντικούς επενδυτές και σε όλους τους stakeholders γενικότερα .

Σε σχέση με τους προηγούμενους δείκτες κέρδους στο δείκτη καθαρού κέρδους έχουν αφαιρεθεί τα χρηματοοικονομικά έξοδα και οι φόροι . Σε ορισμένες περιπτώσεις οι εκάστοτε φορολογικές ρυθμίσεις επηρεάζουν το δείκτη , όπως το 2013 που ενώ το περιθώριο οργανικού κέρδους έχει αρνητική τιμή , το καθαρό κέρδος έχει θετικό πρόσημο καθώς υπάρχει επιστροφή φόρου. Τα μειωμένα έσοδα των ετών 2011 και 2012 και τα έξοδα διοίκησης πριν μειωθούν το 2013 επηρεάζουν αρνητικά το δείκτη

καθαρού κέρδους. Από το 2014 και χωρίς να υπάρχει επιστροφή φόρου η επιχείρηση είναι πλέον ικανή να παράγει καθαρά κέρδη από τις πωλήσεις του έτους.

- **Δείκτης απόδοσης συνολικών κεφαλαίων**



Διάγραμμα 4.15 : Απόδοση συνολικών κεφαλαίων

Η απόδοση συνολικών κεφαλαίων κατά τη διάρκεια της πενταετίας έχει ίδια πορεία με τη συνολική αποδοτικότητα καθώς εξαρτάται από το οργανικό κέρδος και το σύνολο των υποχρεώσεων το οποίο είναι ίσο με το σύνολο του ενεργητικού κάθε επιχείρησης. Όπως παρατηρούμε οι ζημιές των ετών 2011 έως 2013 δίνουν αρνητική τιμή στο δείκτη συνολικής αποδοτικότητας με άμεση βελτίωση το 2014 . Τα ποσοστά του δείκτη είναι σε απόλυτη τιμή μικρά σε σχέση με τα ποσά λόγω του ότι οι υποχρεώσεις της επιχείρησης είναι πολλαπλάσιες από τα έσοδα και από τα κέρδη . Η επιχείρηση έχει αρκετά υψηλό κεφάλαιο λόγω του κλάδου της παροχής υπηρεσιών πολυτελούς διαμονής και μεγάλο μέρος είναι επενδυμένο στις ακινητοποιήσεις της εταιρείας.

4.3 Η μετοχή του Hilton την τελευταία πενταετία

Από τους ισολογισμούς της επιχείρησης προκύπτει ο πίνακας :

Πίνακας 4.2 : Κέρδη ανά μετοχή

ΕΤΟΣ	ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ
2010	0,13 €
2011	-0,16 €
2012	-0,30 €
2013	0,06 €
2014	0,02 €

Η μετοχή της επιχείρησης παρουσιάζει την εξεταζόμενη πενταετία αρκετές διακυμάνσεις. Η καταγραφή ζημιών τα έτη 2010 και 2011 επηρεάζει τους μετόχους αρνητικά , ενώ μετά τις διορθωτικές κινήσεις και την επαναφορά στα κέρδη από το επόμενο έτος παρουσιάζονται εκ νέου κέρδη ανά μετοχή . Η ονομαστική αξία της μετοχής και ο αριθμός μετοχών όπου παρουσιάζεται στην επόμενη ενότητα παραμένει σταθερός . Τιμή μετοχής στο Χ.Α.Α. την εξεταζόμενη πενταετία :



Διάγραμμα 4.16 : Η τιμή της μετοχής του Hilton 2010 – 2014 ,πηγή : www.capital.gr

Το μεγαλύτερο ποσοστό των μετοχών της εταιρείας του Hilton το κατέχει η Alpha Bank μαζί με τις θυγατρικές της εταιρείες.

Πίνακας 4.3 : Μετοχολόγιο Hilton 2014

Μετοχολόγιο 31/12/2014	Μετοχές	Ποσοστό
ALPHA GROUP INVESTMENTS LIMITED	12.033.731	89,774 %
ΩΚΕΑΝΟΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΙΚΟΔΟΜΙΚΗ & ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	251.333	1,875 %
ΑΛΦΑ ΥΠΟΣΤΗΡΙΚΤΙΚΩΝ ΕΡΓΑΣΙΩΝ Α.Ε.	251.333	1,875%
ΙΟΝΙΑΝ EQUITY PARTICIPATIONS LIMITED	251.333	1,875 %
ΙΟΝΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	251.333	1,875 %
Σύνολο επί των θυγατρικών κατά ποσοστό 100% της Alpha Τράπεζας	13.039.633	97,274%
Σύνολο Μετοχών Ιονικής Ξενοδοχειακής Επιχειρήσεις Α.Ε.	13.404.440	

Κεφάλαιο 5 : Αποτίμηση Hilton με τη χρήση ταμειακών ροών

5.1 Υπολογισμός μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου - CAPM

5.1.1 Κόστος ιδίων κεφαλαίων

Αρχικά θα εφαρμοστεί ο τύπος του CAPM όπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενη ενότητα, (Capital Asset Pricing Model) βάσει της ακόλουθης σχέσης:

$$K_e = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f)$$

Το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου (ακίνδυνο επιτόκιο) είναι το επιτόκιο το οποίο προσφέρει μια επένδυση η οποία δεν εμπεριέχει ποσοστό κινδύνου . Τέτοιο επιτόκιο έχουν τα ομόλογα των χωρών , και στην περίπτωση του Hilton το ακίνδυνο επιτόκιο που θα χρησιμοποιηθεί είναι το δεκαετές επιτόκιο των ομολόγων του γερμανικού δημοσίου . Το επιτόκιο του γερμανικού δημοσίου επιλέχθηκε λόγο της σταθερότητας που το διακρίνει καθώς λόγο της οικονομικής κρίσης στην Ελλάδα το επιτόκιο των ελληνικών ομολόγων του δημοσίου θα οδηγούσε σε λανθασμένα αποτελέσματα οπότε $R_m = 0,00555$ ή $0,555\%$.

Η διαφορά του ομολόγου του γερμανικού δημοσίου , το οποίο έχει καθιερωθεί ως σημείο αναφοράς για τα επιτόκια των ομολόγων που εκδίδουν τα υπόλοιπα κράτη της ευρωπαϊκής ένωσης και η διαφορά της απόδοσης της εκάστοτε χώρας εμπεριέχει τον κίνδυνο της χώρας σε σύγκριση με το Γερμανικό Δημόσιο . Η αγορά ομολόγων του δημοσίου από ένα φυσικό πρόσωπο , το οποίο δανείζει στο κράτος το ποσό αγοράς του ομολόγου , ολοκληρώνεται όταν λήξει η αναγραφόμενη διάρκεια και μαζί με το αρχικό ποσό επιστρέφεται και το ποσό των τόκων . Τα επιτόκια των ομολόγων που εκδίδει κάθε χώρα αλλάζουν συνεχώς καθώς κάθε μέρα γίνονται αγοραπωλησίες ομολόγων στις διεθνείς αγορές .

Ο επόμενος συντελεστής που πρέπει να υπολογίσουμε την τιμή του είναι ο συντελεστής β (beta) . Ο συντελεστής β διαφέρει ανάλογα τον κλάδο και το μέγεθος της κάθε επιχείρησης. Το Hilton αποτελεί ένα πολυτελές ξενοδοχείο και παρέχει εξεζητημένες υπηρεσίες στους πελάτες του . Συνήθως εξαρτάται από την απόδοση της μετοχής της επιχείρησης σε σχέση με την απόδοση της αγοράς που η επιχείρηση

δραστηριοποιείται. Ο συντελεστής β είναι ίσος με 1 στην περίπτωση που ο κίνδυνος της επιχείρησης είναι ίδιος με τον κίνδυνο της αγοράς, ενώ συντελεστής β μικρότερος του 1 δείχνει ότι η επιχείρηση διατρέχει μικρότερο κίνδυνο από το μέσο όρο της αγοράς, ενώ αντίστοιχα όταν ο συντελεστής β είναι μεγαλύτερος του 1 η επιχείρηση εμπεριέχει μεγαλύτερο κίνδυνο από το μέσο όρο της αγοράς, όπως συνηθίζεται και στις τουριστικές επιχειρήσεις και στον ξενοδοχειακό κλάδο. Ο συντελεστής β (beta) που θα χρησιμοποιηθεί στην περίπτωση του Hilton θα είναι ίσος με 1 σύμφωνα με το συντελεστή β που χρησιμοποιείται για τον κλάδο των ξενοδοχείων στην Ευρώπη σύμφωνα με S&P Capital IQ.

Η ετήσια απόδοση της αγοράς που δραστηριοποιείται η επιχείρηση, δηλαδή της ελληνικής αγοράς αποτελεί το δείκτη R_f . Η τιμή που θα χρησιμοποιηθεί για την αποτίμηση του Hilton είναι η απόδοση με κίνδυνο της Ελλάδας, η οποία σύμφωνα με τις διεθνείς αξιολογήσεις έχει Moody's Rating Caa2 τον Ιούλιο του 2015. Από προηγούμενη ενότητα για την Ελλάδα ισχύει $R_f = 13,5\%$.

$$K_e = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f)$$

$$K_e = 13,5 + 1 \cdot (13,5 - 0,00555) = 13,5 + 1 \cdot 0,12945 = 0,26445$$

Το κόστος των ιδίων κεφαλαίων για την επιχείρηση Hilton είναι ίσο με 26,445 %.

5.1.2 Κόστος Ξένων Κεφαλαίων

Το κόστος ξένων κεφαλαίων εξαρτάται από το επιτόκιο των επενδύσεων με κίνδυνο σε συνδυασμό με τα Spreads με τα οποία δανείζεται η χώρα τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Η Ελλάδα τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο δανείζεται με spreads που έχουν τιμή 0,0828 λόγω της κακής οικονομικής κατάστασης που επικρατεί και της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης των διεθνών αγορών.

$$\text{Κόστος ξένων κεφαλαίων} = R_f + \text{spreads}$$

$$\text{Κόστος ξένων (δανειακών) κεφαλαίων} = 13,5 + 0,0828$$

$$\text{Κόστος ξένων (δανειακών) κεφαλαίων} = 0,2178$$

$$\text{Κόστος ξένων (δανειακών) κεφαλαίων} = 21,78\%$$

Το κόστος δανειακών κεφαλαίων έχει σχετικά υψηλή τιμή λόγω της κακής οικονομικής κατάστασης της Ελλάδας και λόγω έλλειψης εμπιστοσύνης των διεθνών αγορών προς την ελληνική οικονομία.

5.1.3 Τελικός υπολογισμός μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου – CAPM

Ο υπολογισμός του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου προϋποθέτει να είναι γνωστά τα ποσοστά Ιδίων κεφαλαίων και ξένων αντίστοιχα κεφαλαίων. Από τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας προκύπτει :

ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ = 59 %

ΞΕΝΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ = 41 %

Η επιχείρηση βασίζεται κυρίως σε δικά της κεφάλαια και αποπληρώνει με σταθερό ρυθμό τις υποχρεώσεις της σύμφωνα με τους ισολογισμούς των τελευταίων ετών .

Ποσοστό φορολογικού συντελεστή : 26% (σύμφωνα με τις ισχύουσες φορολογικές διατάξεις)

Κόστος ιδίων κεφαλαίων : 26,445 %

Κόστος δανειακών κεφαλαίων : 21,78 %

Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίων = (Ποσοστό Ιδίων Κεφαλαίων x Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων) + (Ποσοστό ξένων Κεφαλαίων x Κόστος Ξένων Κεφαλαίων)x(1-Φορολογικός συντελεστής)

Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίων = $(0,59 \times 0,26445) + (0,41 \times 0,2178) \times (1-0,26)$

Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίων = 0,222106

Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίων = 22,21%

Το προεξοφλητικό επιτόκιο που θα χρησιμοποιηθεί μετά τους παραπάνω υπολογισμούς είναι CAPM= 22,21% .

5.2 Υπολογισμός σταθερού ρυθμού ανάπτυξης

Ο ρυθμός ανάπτυξης της επιχείρησης θα υπολογιστεί σύμφωνα με τη μέθοδο του ποσοστού επανεπένδυσης όπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενο κεφάλαιο. Η οικονομική κρίση και η αστάθεια που παρουσιάζεται τα τελευταία έτη στην ελληνική οικονομία οδήγησε την επιχείρηση του Hilton να παρουσιάσει ζημίες τα έτη 2010 και 2011 . Ο ρυθμός ανάπτυξης θα μπορούσε να υπολογιστεί αν ήταν κερδοφόρα η επιχείρηση από την αξία της μετοχής των τελευταίων ετών.

Τα στοιχεία που θα χρειαστούν για τον υπολογισμό του ποσοστού επανεπένδυσης είναι έχουν υπολογιστεί σε προηγούμενη ενότητα .

Ίδια κεφάλαια που επανεπενδύονται στην επιχείρηση = (Δαπάνες Κεφαλαίου - Αποσβέσεις + Μεταβολή του Κεφαλαίου Κίνησης - (Νέα χρεόγραφα που εκδίδονται – Ποσό δανείου που επιστρέφεται))

Το ποσοστό επανεπένδυσης που θα χρησιμοποιηθεί θα είναι ο μέσος όρος του ποσοστού επανεπένδυσης που παρουσιάζει η επιχείρηση την τελευταία δεκαετία προκειμένου να είναι αντιπροσωπευτικό .

$$\text{Ποσό επανεπένδυσης 2005} = (1175 - 7131 + (-922) - (0 - 10000)) = 3.122 \text{ €}$$

$$\text{Ποσό επανεπένδυσης 2006} = (1211 - 5,932 + 33556 - (0 - 5000)) = 33.835 \text{ €}$$

$$\text{Ποσό επανεπένδυσης 2007} = (911 - 5956 + 90 - (0 - 10000)) = 5.045 \text{ €}$$

$$\text{Ποσό επανεπένδυσης 2008} = (30376 - 6,040 + (-35662) - (0 - 40000)) = 28.674 \text{ €}$$

$$\text{Ποσό επανεπένδυσης 2009} = (3656 - 6044 + 3,520 - (0 - 0)) = 1.132 \text{ €}$$

$$\text{Ποσό επανεπένδυσης 2010} = (891 - 4182 + (-1445) - (0 - 5000)) = 264 \text{ €}$$

$$\text{Ποσό επανεπένδυσης 2011} = (708 - 4103 + (-2657) - (0 - 5000)) = -1.052 \text{ €}$$

$$\text{Ποσό επανεπένδυσης 2012} = (743 - 4067 + (-1896) - (0 - 0)) = -5.220 \text{ €}$$

$$\text{Ποσό επανεπένδυσης 2013} = (1157 - 4316 + (-409) - (0 - 4500)) = -2068 \text{ €}$$

$$\text{Ποσό επανεπένδυσης 2014} = (1551 - 4153 + 1,583 - (0 - 1500)) = 481 \text{ €}$$

Διαιρώντας τον αριθμό αυτό με το καθαρό εισόδημα δίνει ένα πολύ ευρύτερο μέτρο από την καθαρή θέση , το ποσοστό επανεπένδυσης:

Πίνακας 5.1 : Τα καθαρά έσοδα της επιχείρησης τη δεκαετία 2005 - 2014

ΕΤΟΣ	ΚΑΘΑΡΑ ΕΣΟΔΑ
2005	10.814 €
2006	1.508 €
2007	4.334 €
2008	6.920 €
2009	794 €
2010	1.774 €
2011	-2.175 €
2012	-4.014 €
2013	755 €
2014	320 €

Ποσοστό επανεπένδυσης = Ποσό επανεπένδυσης / Καθαρό εισόδημα

Ποσοστό επανεπένδυσης 2005 = 3,122 / 10814 = 0.288699834 %

Ποσοστό επανεπένδυσης 2006 = 33,835 / 1508 = 22.43700265 %

Ποσοστό επανεπένδυσης 2007 = 5,045 / 4334 = 1.164051684 %

Ποσοστό επανεπένδυσης 2008 = 28,674 / 6,920 = 4.143641618 %

Ποσοστό επανεπένδυσης 2009 = 1,132 / 794 = 1.425692695 %

Ποσοστό επανεπένδυσης 2010 = 264 / 1774 = 0.148816234 %

Ποσοστό επανεπένδυσης 2011 = -1,052 / -2175 = 0.483678161 %

Ποσοστό επανεπένδυσης 2012 = -5,220 / -4014 = 1.30044843 %

Ποσοστό επανεπένδυσης 2013 = -2,068 / 755 = -2.7390728 %

Ποσοστό επανεπένδυσης 2014 = 481 / 320 = 1.503125 %

Expected Growth in Net Income = (Equity Reinvestment Rate)(Return on Equity)

Πίνακας 5.2 : Ο δείκτης R.O.E. τη δεκαετία 2005 - 2014

ΈΤΟΣ	2005	2006	2007	2008	2009
ROE	0,0934	0,013	0,0375	0,0598	0,0068
ΈΤΟΣ	2010	2011	2012	2013	2014
ROE	0,148816234	0,483678161	1,30044843	-2,7390728	1,503125

Ρυθμός ανάπτυξης 2005 = (Ποσοστό επανεπένδυσης 2005) x (ROE 2005) = 0,0934

Ρυθμός ανάπτυξης 2006 = (Ποσοστό επανεπένδυσης 2006) x (ROE 2006) = 0,013

Ρυθμός ανάπτυξης 2007 = (Ποσοστό επανεπένδυσης 2007) x (ROE 2007) = 0,0375

Ρυθμός ανάπτυξης 2008 = (Ποσοστό επανεπένδυσης 2008) x (ROE 2008) = 0,0598

Ρυθμός ανάπτυξης 2009 = (Ποσοστό επανεπένδυσης 2009) x (ROE 2009) = 0,0068

Ρυθμός ανάπτυξης 2010 = (Ποσοστό επανεπένδυσης 2010) x (ROE 2010) = 0,0151

Ρυθμός ανάπτυξης 2011 =(Ποσοστό επανεπένδυσης 2011)x (ROE 2011) = -0,01886

Ρυθμός ανάπτυξης 2012 =(Ποσοστό επανεπένδυσης 2012)x (ROE 2012) = -0,03606

Ρυθμός ανάπτυξης 2013 = (Ποσοστό επανεπένδυσης 2013) x (ROE 2013) = 0,0067

Ρυθμός ανάπτυξης 2014 = (Ποσοστό επανεπένδυσης 2014) x (ROE 2014) = 0,00285

Ο ρυθμός ανάπτυξης που προκύπτει για το σταθερό μοντέλο ανάπτυξης της επιχείρησης Hilton είναι 0.055186025 , g = 5,52 % .

5.3 Αποτίμηση εταιρείας Hilton με τη χρήση λειτουργικών ροών

Με τη χρήση του ρυθμού ανάπτυξης που προέκυψε υπολογίζονται τα έσοδα που θα προκύψουν την επόμενη πενταετία για την επιχείρηση.

Πίνακας 5.3 : Οι μελλοντικές λειτουργικές ροές της εταιρείας για την πενταετία

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Λειτουργικές ροές	28915.00€	30505.325€	32183.12€	33953.19€	35820.61€	37790.75€

Η αποτίμηση βάσει των λειτουργικών ροών της συνολικής αξίας της επιχείρησης υπολογίζεται

$$\text{Συνολική Αξία} = \frac{\text{Ταμειακή Ροή } t+1}{\text{Προεξοφλητικό επιτόκιο} - \text{Ρυθμός ανάπτυξης}}$$

$$\text{Συνολική αξία Hilton} = \frac{30505.325}{0,222106 - 0,055} = 182550,7 \text{ €}$$

Αξία μετοχικού κεφαλαίου = Firm Value – Δανειακή επιβάρυνση

$$\text{Αξία μετοχικού κεφαλαίου} = 182550,7 - 70000 = 112550,7 \text{ €}$$

Η προσδοκώμενη τιμή της μετοχής είναι

Αξία μετοχής = Αξία μετοχικού κεφαλαίου / Αριθμός μετοχών

$$\text{Αξία μετοχής} = 112550700 / 13.404.440$$

$$\text{Αξία μετοχής} = 8,396 \text{ €}$$

Η αξία της μετοχής στο χρηματιστήριο στις αρχές του 2015 ήταν 7,250 € υποτιμημένη σε σχέση με την εκτίμηση .

5.4 Αποτίμηση εταιρείας Hilton με τη χρήση ελεύθερων ταμειακών ροών

Η αποτίμηση με τη χρήση ελεύθερων ταμειακών ροών προϋποθέτει ότι από τις μελλοντικές ταμειακές ροές θα αφαιρεθούν τα ποσά που η επιχείρηση χρησιμοποιεί για συντήρηση, επανεπένδυση, μάρκετινγκ και για άλλους σκοπούς προκειμένου να διατηρήσει και να αυξήσει τα έσοδα της.

Ο υπολογισμός του ποσοστού του συνόλου των «παγίων» εξόδων που η επιχείρηση για αυτούς τους σκοπούς προς το σύνολο των ετήσιων εσόδων της, αποτελεί τα κεφαλαιακά έξοδα ή πιο διαδεδομένα CAPEX (capital expenditure). Η εταιρεία του

Hilton την τελευταία δεκαετία σύμφωνα με τους ισολογισμούς που έχει δημοσιεύσει έχει έξοδα κεφαλαίου σχεδόν 10,75% σύμφωνα με τον πίνακα που ακολουθεί :

Πίνακας 5.4 : Ποσοστό εξόδων κεφαλαίου σε σχέση με τα έσοδα τη δεκαετία 2005-2014

ΕΤΟΣ	CAPEX	ΕΣΟΔΑ	ΠΟΣΟΣΤΟ CAPEX
2005	1.175 €	35.954 €	0,032680647
2006	1.211 €	40.860 €	0,029637788
2007	911 €	41.346 €	0,02203357
2008	30.376 €	42.595 €	0,713135345
2009	3.656 €	35.498 €	0,102991718
2010	891 €	31.191 €	0,02203357
2011	708 €	30.471 €	0,023235207
2012	743 €	23.355 €	0,031813316
2013	1.157 €	26.105 €	0,044321
2014	1.551 €	28.915 €	0,05364

Οπότε για τα έσοδα που υπολογίστηκαν στην προηγούμενη ενότητα ισχύει :

Πίνακας 5.5 : Οι μελλοντικές λειτουργικές και ελεύθερες ταμειακές ροές έως το 2019

	2015	2016	2017	2018	2019
Λειτουργικές ροές	30.505,325€	32.183,12€	33.953,19€	35.820,61€	37.790,75€
1-CAPEX	89,25%	89,25%	89,25%	89,25%	89,25%
Ελεύθερες ροές	27.226,00€	28.723,43€	30.303,59€	31.969,89€	33.728,24€

Η αποτίμηση βάσει των ελεύθερων ταμειακών ροών της συνολικής αξίας της επιχείρησης υπολογίζεται

$$\text{Συνολική Αξία} = \frac{\text{Ταμειακή Ροή } t+1}{\text{Προεξοφλητικό επιτόκιο} - \text{Ρυθμός ανάπτυξης}}$$

$$\text{Συνολική αξία Hilton} = \frac{27226}{0,222106 - 0,055} = 162926,53 \text{ €}$$

Αξία μετοχικού κεφαλαίου = Firm Value – Δανειακή επιβάρυνση

Αξία μετοχικού κεφαλαίου = 162926,53 – 70000 = 92926,53 €

Η προσδοκώμενη τιμή της μετοχής είναι

Αξία μετοχής = Αξία μετοχικού κεφαλαίου / Αριθμός μετοχών

Αξία μετοχής = 92926530 / 13.404.440

Αξία μετοχής = 6,9325 €

Η αξία της μετοχής στο χρηματιστήριο στις αρχές του 2015 ήταν 7,250 €, ελαφρώς υπερτιμημένη σε σχέση με την εκτίμηση που υλοποιήθηκε με τη χρήση ελεύθερων ταμειακών ροών .

Κεφάλαιο 6: Πρόβλεψη ταμειακών ροών με τη χρήση χρονοσειράς

6.1 Χρονοσειρές

Ο όρος χρονοσειρά χρησιμοποιείται συνήθως για να περιγράψει μια ακολουθία ($x_t, t=0,1,2,\dots$) όπου κάθε x εκφράζει κατά τη χρονική στιγμή t την κατάσταση ενός συστήματος το οποίο μεταβάλλεται στο χρόνο με τυχαίο τρόπο. Οι χρονοσειρές μπορεί να αφορούν διακριτά μεγέθη ή συνεχή μεγέθη σε διακριτό ή σε συνεχή χρόνο. Η χρονοσειρά οπότε ονομάζεται μια οικογένεια τυχαίων μεταβλητών x_t , όπου $t \in T$, όπου T είναι μια χρονική περίοδος ή υποσύνολο του χώρου.

Οι χρονοσειρές που θα χρησιμοποιηθούν στην παρούσα μελέτη είναι οι διακριτές. Όταν υπάρχουν N διαδοχικές τιμές, τότε υπάρχει μια χρονοσειρά x_1, x_2, \dots, x_n , όπου x_1 είναι η παρατήρηση στο χρόνο t . Συνεπώς χρονοσειρά ονομάζεται η σειρά των μεταβλητών τιμών που λαμβάνει μια μεταβλητή σε διαδοχικές χρονικές περιόδους. Ο χρόνος που μεσολαβεί μεταξύ δύο διαδοχικών παρατηρήσεων είναι σταθερός σε όλες σχεδόν τις περιπτώσεις.

Οι χρονοσειρές εκφράζουν την εξέλιξη ενός στοχαστικού συστήματος, δηλαδή ενός συστήματος με τυχαία συμπεριφορά σε αντίθεση με αυτήν ενός προσδιοριστικού συστήματος, η οποία συνήθως περιγράφεται από ένα σύστημα διαφορικών εξισώσεων. Η Θεωρία των Στοχαστικών Ανελίξεων υποστηρίζει ότι η εξέλιξη ενός στοχαστικού συστήματος μπορεί να περιγραφεί πιθανοθεωρητικά μέσω μιας στοχαστικής ανέλιξης μονοδιάστατης ή πολυδιάστατης, δηλαδή μιας ακολουθίας τυχαίων μεταβλητών που ορίζεται σε ένα χώρο πιθανότητας.

Οι σκοποί της διαχρονικής ανάλυσης μιας μεταβλητής είναι :

- Η περιγραφή της μέχρι τώρα διαχρονικής της εξέλιξης
- Η πρόβλεψη της μελλοντικής της συμπεριφοράς.

6.1.1 Χαρακτηριστικά χρονοσειρών

Μια σειρά μπορεί να χαρακτηρίζεται από γραμμικότητα ή μη γραμμικότητα. Όταν ένα σύστημα είναι γραμμικό σημαίνει ότι οι μεταβλητές του συστήματος αλληλεπιδρούν γραμμικά, δηλαδή αν εκφραζόταν το σύστημα σε αναλυτική μορφή όλοι οι όροι θα ήταν γραμμικοί ως προς τις μεταβλητές του συστήματος, ενώ σε αντίθεση περίπτωση το σύστημα είναι μη γραμμικό. Για ένα γραμμικό σύστημα αυτή η παραδοχή δείχνει ότι η εξέλιξη της χρονοσειράς αποτελεί γραμμικό συνδυασμό των προηγούμενων παρατηρήσεων της χρονοσειράς.

Οι χρονοσειρές συχνά παρουσιάζουν στη μέση τιμή τους μια αυξητική ή φθίνουσα τάση και έχουν επίσης εναλλαγές μεταξύ αυξητικών και φθινουσών φάσεων, δηλαδή παρουσιάζουν μια κυκλικά επαναλαμβανόμενη δομή σε διαδοχικά χρονικά διαστήματα. Επίσης οι γραφικές παραστάσεις των χρονοσειρών παρουσιάζουν τις διαδοχικές τιμές των χρονοσειρών και κάνουν εμφανής τυχόν ιδιόζουσες τιμές που έχουν μεγάλη απόκλιση από τις υπόλοιπες είτε θετική ή αρνητική. Οι ιδιόζουσες τιμές χρειάζονται κατά τη μοντελοποίηση ειδική μεταχείριση, αφού πρώτα προσδιοριστεί ο λόγος που τις προκάλεσε, για να μη δημιουργήσουν προβλήματα κατά τη μελέτη.

Η στασιμότητα είναι η κατάσταση κατά την οποία οι διακυμάνσεις των τιμών της χρονοσειράς δε διαφοροποιούνται ιδιαίτερα μέσα στο χρονικό διάστημα που γίνεται η μελέτη. Οι μη στάσιμες χρονοσειρές παρουσιάζουν τάσεις, δηλαδή αλλαγή στη μέση τιμή τους με το χρόνο, μπορεί να παρουσιάζουν και περιοδικότητα σε μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο που ίσως έχει να κάνει με τις φυσικές εποχές του έτους (μήνα, τρίμηνο, εξάμηνο), όπου η κατάσταση αυτή ονομάζεται εποχικότητα.

6.1.2 Επηρεασμός χρονοσειρών από εξωτερικούς παράγοντες

Οι χρονοσειρές επηρεάζονται από τις δικές τους συνιστώσες που θα αναλυθούν παρακάτω αλλά και από άλλους παράγοντες εξωτερικούς που προκαλούν μεταβολές στις τιμές τους. Μερικοί εξωτερικοί βασικοί παράγοντες που επηρεάζουν τις χρονοσειρές είναι οι εξής:

- Ο αριθμός των ημερών που έχει ο κάθε μήνας

Ο αριθμός των ημερών κάθε μήνα είναι διαφορετικός με συνέπεια οι πωλήσεις να παρουσιάζουν αισθητή διαφορά , για παράδειγμα ο Φεβρουάριος τα μη δίσεκτα έτη έχει σχεδόν 10% μικρότερη διάρκεια από τους μήνες του έτους που έχουν 31 ημέρες . Η διαφορά αυτή ημερών παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον τους μήνες που υπάρχει μεγάλη τουριστική ζήτηση καθώς για παράδειγμα ο Ιούνιος έχει 30 ημέρες ενώ ο Ιούλιος έχει 31 , μια διαφορά της τάξης του 3% η οποία όμως σε ποσό είναι αρκετά σημαντική .

- Ο αριθμός των αργιών ανά μήνα

Οι μήνες του έτους έχουν διαφορετικό αριθμό αργιών (εθνικές εορτές και Κυριακές) με συνέπεια να παρουσιάζεται σημαντική διαφορά στις πωλήσεις και την καταναλωτική συμπεριφορά γενικότερα .

- Απρόβλεπτα γεγονότα

Οι επιδράσεις αυτές παρουσιάζονται σπάνια άλλα έχουν μεγάλη επίπτωση στην τιμή της μεταβλητής . Υπάρχουν γεγονότα όπως δημοσιονομικές , οικονομικές και κοινωνικές μεταβολές, δηλαδή οικονομική κρίση , υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος επαναστάσεις , σεισμοί , πόλεμοι, φυσικές καταστροφές και άλλοι αστάθμητοι παράγοντες , τα οποία διαρκούν συχνά μικρό χρονικό διάστημα η ακόμα και για χρόνια. Αυτές οι επιδράσεις δεν υπολογίζονται στην τάση ούτε στην κυκλική ή εποχική κύμανση , καθώς είναι απρόβλεπτες και χρονικά άρρυθμες ενώ οφείλονται σε γνωστά αίτια στην εκπόνηση της μελέτης και δεν αποτελούν σύνηθες φαινόμενο.

- Μετακινήσεις ημερομηνιών

Υπάρχουν στο ημερολόγιο της Ελλάδας κινητές εορτές ανάλογα το έτος και το μήνα και έχουν επίδραση στις τιμές της μεταβλητής. Ειδικά στον τουριστικό κλάδο η τουριστική κίνηση επηρεάζεται λόγο κινητών εορτών λόγο αντίστοιχων διακοπών .

6.1.3 Οι συνιστώσες των χρονοσειρών

Οι συνιστώσες αποτελούν κάποια συγκεκριμένα χαρακτηριστικά που παρουσιάζουν οι χρονοσειρές και είναι η τάση της χρονοσειράς , η κυκλικότητα , η εποχικότητα και η τυχαία κύμανση .

Η τάση της χρονοσειράς είναι μια μακροχρόνια ομαλή κεντρική κίνηση , την οποία ακολουθεί η χρονοσειρά σε όλη τη χρονική διάρκεια της μελέτης . Η τάση μπορεί να είναι ανοδική, καθοδική ή ακόμα και σύνθετη συνδυάζοντας τις δύο προηγούμενες τάσεις . Υπάρχει το ενδεχόμενο η χρονοσειρά να μην παρουσιάζει τάση στην περίπτωση κατά την οποία η κίνηση που ακολουθεί η χρονοσειρά είναι ευθεία παράλληλη ως προς τον άξονα του χρόνου χωρίς ανοδική ή καθοδική πορεία . Η τάση είναι μια συνιστώσα με πολύ μεγάλη σημασία για τη μοντελοποίηση των χρονοσειρών και μπορεί να διακριθεί με σαφήνεια αν τα διαθέσιμα στοιχεία καλύπτουν μακροχρόνιο διάστημα .

Η κυκλικότητα είναι η συστηματική κίνηση η οποία δημιουργείται γύρω από την τάση και επαναλαμβάνεται με μικρή ή μεγάλη ομοιομορφία κατά περιόδους μεγαλύτερες του έτους , ενώ όταν είναι απολύτως ομοιόμορφη και συμμετρική τότε η κίνηση αυτή είναι γνήσια κυκλική . Ο χρόνος μεταξύ δύο διαδοχικών άνω ή κάτω σημείων καμπής αποτελεί το χρονικό μήκος της κύμανσης η οποία ορίζεται από δύο κάτω σημεία καμπής (trough) και ένα άνω σημείο καμπής (peak) το οποίο παρεμβάλλεται μεταξύ των δύο κάτω σημείων καμπής και η ανοδική εξέλιξη της κύμανσης μεταξύ του κάτω και του άνω σημείου ονομάζεται ανοδική φάση και αντίστοιχα η κίνηση από το άνω σημείο έως το κάτω αποτελεί την καθοδική φάση.

Η εποχικότητα αποτελεί την περιοδική βραχυχρόνια κίνηση η οποία εκδηλώνεται και ολοκληρώνεται πλήρως εντός του έτους και επαναλαμβάνεται κάθε έτος για όσα έτη έχει διάρκεια η μελέτη . Η περίοδος της εποχικότητας είναι το έτος και εντός αυτού εξαντλεί όλες τις ανοδικές και καθοδικές της κινήσεις και απαραίτητη προϋπόθεση για να ισχύει είναι η χρονοσειρά να λαμβάνει για κάθε έτος εντός του έτους το λιγότερο δύο τιμές .

Η τυχαία κύμανση διαμορφώνεται ανεξαρτήτως χρονικής διάρκειας και ονομάζεται έτσι λόγω της κύμανσής της που είναι άρρυθμος παράγοντας και η συμπεριφορά που παρουσιάζει η χρονοσειρά είναι τυχαία .

6.1.4 Στατιστική ανάλυση χρονοσειρών

Η ποσοτική μέτρηση και ο διαχωρισμός των συνιστωσών που αποτελούν τη χρονοσειρά υλοποιείται από τη στατιστική ανάλυση της χρονοσειράς . Η μελλοντική

πρόβλεψη της συμπεριφοράς της χρονοσειράς βασίζεται στη μελέτη των συνιστώσεων του παρελθόντος της. Η μελέτη των συνιστωσών επιβάλλει την αφαίρεση της τάσης όταν πρέπει να μελετηθεί η συμπεριφορά της χρονοσειράς χωρίς αυτή , όπως επίσης και η αφαίρεση της εποχικότητας όπου χρειάζεται.

Η διαδικασία που ακολουθείται αποτελείται από τα εξής βήματα :

- Προσδιορισμός της τάσης (μακροχρόνια όπως προσδιορίστηκε παραπάνω)
- Προσδιορισμός της εποχικότητας
- Απαλοιφή εποχικών κυμάνσεων
- Απαλοιφή τάσης
- Προσδιορισμός κυκλικών κυμάνσεων
- Απαλοιφή κυκλικών κυμάνσεων

Η παραπάνω μεθοδολογία με τη συγκεκριμένη σειρά κατά τη λήψη πρόβλεψης εξασφαλίζει τη σταθερή συμπεριφορά της χρονοσειράς , τη μη ύπαρξη περιοδικότητας το κατάλληλο μοντέλο για την πρόβλεψη ώστε να προσαρμόζεται στα δεδομένα και εκτιμώνται τυχόν άγνωστες παράμετροι που παρουσιάζει το μοντέλο .

6.2 Το χρονικό διάστημα της πρόβλεψης

Το χρονικό πλαίσιο της πρόβλεψης είναι το μήκος του διαστήματος μεταξύ της χρονικής στιγμής κατά την οποία γίνεται η πρόβλεψη και της χρονικής στιγμής στην οποία αναφέρεται η πρόβλεψη. Όταν το χρονικό πλαίσιο έχει μικρή διάρκεια η πρόβλεψη είναι ευκολότερη , ενώ όσο το μεγαλώνει τόσο δυσκολότερη ως προς την ακρίβεια της γίνεται η λήψη της πρόβλεψης. Τα άμεσα χρονικά πλαίσια έχουν μήκος μικρότερος του ενός μήνα , τα βραχυπρόθεσμα έχουν μέγεθος 1-3 μήνες , τα μεσοπρόθεσμα έχουν διάρκεια 3 μήνες έως 2 έτη και από 2 έτη και πάνω το πλαίσιο θεωρείται μακροπρόθεσμο . Η υλοποίηση της πρόβλεψης είναι πιο αποτελεσματική όταν το εξωτερικό περιβάλλον κατά τη διάρκεια του χρονικού διαστήματος της πρόβλεψης παραμένει σταθερό, δηλαδή όταν το μέλλον είναι παρόμοιο με το παρελθόν.

6.3 Το υπόδειγμα Box & Jenkins

Η ανάλυση των χρονοσειρών με την προσέγγιση των Box & Jenkins ασχολείται με την αναγνώριση ενός συγκεκριμένου στατιστικού υποδείγματος το οποίο προσαρμόζεται σε μια δεδομένη χρονολογική σειρά, κατά την οποία απαιτείται την προσεκτική παρατήρηση των συναρτήσεων αυτοσυσχέτισης και μερικής αυτοσυσχέτισης της χρονοσειράς. Το επόμενο βήμα είναι η αποτελεσματική εκτίμηση των τιμών των σχετικών παραμέτρων και επαλήθευσή τους για να καθοριστεί αν το συγκεκριμένο υπόδειγμα είναι ικανοποιητικό ή χρειάζεται τροποποίηση. Η μέθοδος αυτή αναπτύχθηκε τη δεκαετία 1960 με κορυφαία στιγμή την έκδοση της μελέτης "Time series Analysis, Forecasting and Control" το 1970 από τους καθηγητές Box & Jenkins.

Οι διαδικασίες που παρουσιάζουν ιδιαίτερη χρησιμότητα προκειμένου τα διαγράμματα αυτοσυσχέτισης των υποδειγμάτων να αναγνωρίζονται σχετικά εύκολα είναι οι :

- Αυτοπαλινδρόμηση (AR)
- Η τεχνική του κινητού μέσου (MA)
- Η μικτή τους διαδικασία (ARMA)

Η ύπαρξη μη στάσιμων χρονοσειρών οδήγησε στη χρήση φίλτρου που δεν εξαρτάται από το χρόνο προκειμένου αυτές να μετασχηματιστούν σε στάσιμες και οι διαδικασίες αυτές είναι αυτοπαλινδρομικές ολοκληρωμένες διαδικασίες κινητού μέσου. Η τεχνική Box & Jenkins ARIMA δίνει μορφή υποδείγματος προς μελέτη στη πιο γενική μορφή σε μια διακριτή χρονοσειρά ως συνάρτηση αυτοπαλινδρομούμενων όρων κινούμενου μέσου και μιας σταθεράς περιλαμβάνοντας στο εκτιμώμενο μοντέλο και έναν τύπο εποχικού και έναν τύπο μη εποχικού παράγοντα παίρνοντας τη γενική μορφή :

ARIMA (p,d,q)(P,D,Q)_s, όπου :

p : η τάξη αυτοπαλινδρόμησης του μη εποχικού παράγοντα

d : η τάξη των προς τα πίσω διαφορών του μη εποχικού παράγοντα

q : η τάξη κινητού μέσου του μη εποχικού παράγοντα

P : η τάξη αυτοπαλινδρόμησης του εποχικού παράγοντα

D : η τάξη των προς τα πίσω διαφορών του εποχικού παράγοντα

Q : η τάξη κινητού μέσου του εποχικού παράγοντα

s : η εποχικότητα της χρονοσειράς .

Τα μοντέλα ARIMA συνδυάζουν τις ιδιότητες τριών διαφορετικών υποσυστημάτων :

- Αυτοπαλινδρόμησης (AR - autoregression)
- Ολοκλήρωσης (I - integration)
- Εξομάλυνσης με μετακινούμενο μέσο (MA – moving average) .

Τα εποχικά υποδείγματα ARIMA αποτελούν μια ξεχωριστή κατηγορία του συνόλου των υποδειγμάτων ARIMA . Το εποχικό μέρος ενός υποδείγματος ARIMA έχει την ίδια δομή με αυτή του μη-εποχικού δείγματος , δηλαδή μπορεί να έχει έναν παράγοντα AR, έναν παράγοντα MA και μια τάξη διαφορών. Ένα εποχικό ARIMA (SARIMA) υπόδειγμα ορίζεται σαν ένα υπόδειγμα $ARIMA(p,d,q) \times (P,D,Q)$, όπου P είναι ο αριθμός των εποχικών αυτοπαλινδρομων όρων (SAR) ,D ο αριθμός των εποχικών διαφορών και Q ο αριθμός των εποχικών όρων κινητού μέσου (SMA) .

6.4 Ανάλυση χρονοσειρών με τη μέθοδο Box & Jenkins

6.4.1 Τα στάδια της μεθόδου

Όπως ήδη αναφέρθηκε η μέθοδος αυτή είναι μια μέθοδος εύρεσης ενός υποδείγματος ARIMA και περιλαμβάνει τρία στάδια , την ταυτοποίηση , την εκτίμηση και το διαγνωστικό έλεγχο. Πιο αναλυτικά :

1. Ταυτοποίηση

Στην αρχή επιλέγεται ένα δοκιμαστικό μοντέλο ικανό να δείξει αν υπάρχουν σε αυτό οι βασικές συνιστώσες της χρονοσειράς όπως η τάση και η εποχικότητα και γίνεται η γραφική απεικόνιση της μεταβλητής της χρονοσειράς και απεικόνιση των συναρτήσεων συσχέτισης. Επίσης καθορίζονται οι τιμές των p,d,q προκειμένου να μετατραπεί η σειρά αν χρειάζεται σε στάσιμη, η τάξη της αυτοπαλινδρόμησης διαδικασίας και η τάξη της διαδικασίας κινητού μέσου. Οι αυτοσυσχετίσεις του γραφήματος δείχνουν τη συμπεριφορά της σειράς και συνεπώς την ύπαρξη τάσης ή στασιμότητας της σειράς . Αν η σειρά παρουσιάζει τάση χρησιμοποιούνται πρώτες , δεύτερες και γενικότερα όσες διαφορές χρειαστεί προκειμένου η σειρά να μετατραπεί σε στάσιμη, εξαλείφοντας έτσι την τάση και δημιουργώντας μια νέα χρονοσειρά από τις διαφορές μεταξύ των

διαδοχικών όρων . Αφού η σειρά γίνει στάσιμη προσδιορίζεται η τάξη του υποδείγματος ARIMA δηλαδή οι τιμές των p, d, q .

2. Εκτίμηση

Στο δεύτερο στάδιο το μοντέλο προσαρμόζεται στα δεδομένα και εκτιμούνται οι παράμετροί του. Επιπλέον ελέγχεται η σημαντικότητα των παραμέτρων , προβλέπεται το μέρος της χρονοσειράς που χρησιμοποιείται για αυτό το σκοπό και γίνεται αποδοχή ή απόρριψη του μοντέλου. Ακολουθεί λοιπόν η εκτίμηση των p παραμέτρων της αυτοπαλίνδρομης διαδικασίας και των q παραμέτρων της διαδικασίας κινητού μέσου .

3. Διαγνωστικός έλεγχος

Στο τελευταίο στάδιο γίνεται έλεγχος καλής προσαρμογής του υποδείγματος , δηλαδή η εκτίμηση της ποιότητας του μοντέλου και η τελική αποδοχή ή απόρριψη του σε σύγκριση με άλλα μοντέλα ARIMA τα οποία ίσως προσαρμόζονται καλύτερα.

6.4.2 Η αξιολόγηση του υποδείγματος

Η αξιολόγηση του υποδείγματος γίνεται με διάφορα κριτήρια , τα κυριότερα από αυτά είναι:

- Ρίζα του μέσου τετραγωνικού του σφάλματος (Root Mean Square Error)

$$RMSE = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^M (y_t^f - y_t^a)^2}{M}}$$

Όπου :

y_t^f : οι προβλεπόμενες τιμές

y_t^a : οι παρατηρούμενες τιμές

M : ο αριθμός των χρονικών περιόδων

- Μέσο απόλυτο σφάλμα (Mean Absolute Error)

$$MAE = \frac{1}{M} \sum_{t=1}^M | y_t^f - y_t^a |$$

- Μέσο απόλυτο ποσοστιαίο σφάλμα (Mean Absolute Percentage Error)

$$MAPE = \frac{1}{M} \sum_{t=1}^M \left| \frac{y_t^f - y_t^a}{y_t^a} \right|$$

Όσο μικρότερες είναι οι τιμές των παραπάνω δεικτών τόσο καλύτερη θεωρείται η πρόβλεψη. Οπότε το μοντέλο που επιλέγεται είναι εκείνο που έχει την καλύτερη προσαρμογή και τη μικρότερη τιμή στους παραπάνω δείκτες .

6.4.3 Εγκυρότητα πρόβλεψης και σφάλμα

Η πρόβλεψη της τιμής της μεταβλητής Y για κάποια μελλοντική τιμή για την χρονική περίοδο $T+h$ υλοποιείται με βάση το εκτιμημένο υπόδειγμα και τις υπάρχουσες πληροφορίες. Η πρόβλεψη για να είναι έγκυρη κρίνεται απαραίτητο να πληρούνται οι παρακάτω προϋποθέσεις :

- Τα δεδομένα να είναι επαρκή σε πλήθος ειδάλλως αμφισβητείται η εγκυρότητα της πρόβλεψης
- Τα δεδομένα να είναι συμβατά μεταξύ τους
- Τα αποτελέσματα της πρόβλεψης να μην εμπεριέχουν αρνητικές τιμές για το μελλοντικό διάστημα που γίνεται η εκτίμηση
- Το μοντέλο να είναι κατάλληλο για τα δεδομένα και οι προβλέψεις να είναι κοντινές στις πραγματικές τιμές
- Το διάστημα της λήψης των δεδομένων να είναι παρόμοιο με το διάστημα πρόβλεψης, δηλαδή να ισχύουν παρόμοιες συνθήκες
- Η πρόβλεψη πρέπει να είναι πεπερασμένη σε πλήθος στοιχείων καθώς όσο απομακρύνεται η πρόβλεψη από την τελευταία παρατήρηση αυξάνεται η αβεβαιότητα.

- Η πρόβλεψη για να θεωρείται έγκυρη πρέπει να αντιστοιχεί σε μέγεθος στο 10% του μεγέθους του δείγματος δεδομένων .

6.4.4 Τα μειονεκτήματα της μεθόδου

Η μέθοδος που περιγράφηκε , η Box & Jenkins , αποτελεί μια ισχυρή προσέγγιση στην επίλυση πολλών προβλεπτικών προβλημάτων. Η κατασκευή των υποδειγμάτων γίνεται ολοκληρωμένα ενώ οι προβλέψεις που παρέχει είναι ακριβείς. Ένα βασικό μειονέκτημα της μεθόδου είναι ότι για την εγκυρότητα της απαιτείται μεγάλος όγκος δεδομένων για να είναι αξιόπιστη ενώ για την υλοποίηση της απαιτείται επίσης η γνώση όλων των παραπάνω βημάτων και περιορισμών καθώς επίσης και το κατάλληλο πρόγραμμα που θα επεξεργαστεί τα δεδομένα , στην παρούσα εργασία θα χρησιμοποιηθεί το STATGRAPHICS .

Τέλος τα μοντέλα πρόβλεψης που στηρίζονται σε χρονοσειρές έχουν ως δεδομένο την υπόθεση ότι το σχήμα της χρονολογικής εμφάνισης των τιμών της μεταβλητής που παρατηρήθηκαν στο παρελθόν θα συνεχίσει να υφίσταται και στο μέλλον , ανεξάρτητα από τις συνθήκες του εξωτερικού περιβάλλοντος .

Πραγματική τιμή = Τιμή πρόβλεψης (η πρόβλεψη θεωρείται ορθή) + Προβλεπτικό λάθος

6.5 Πρόβλεψη ταμειακών ροών με τη χρήση του μοντέλου ARIMA

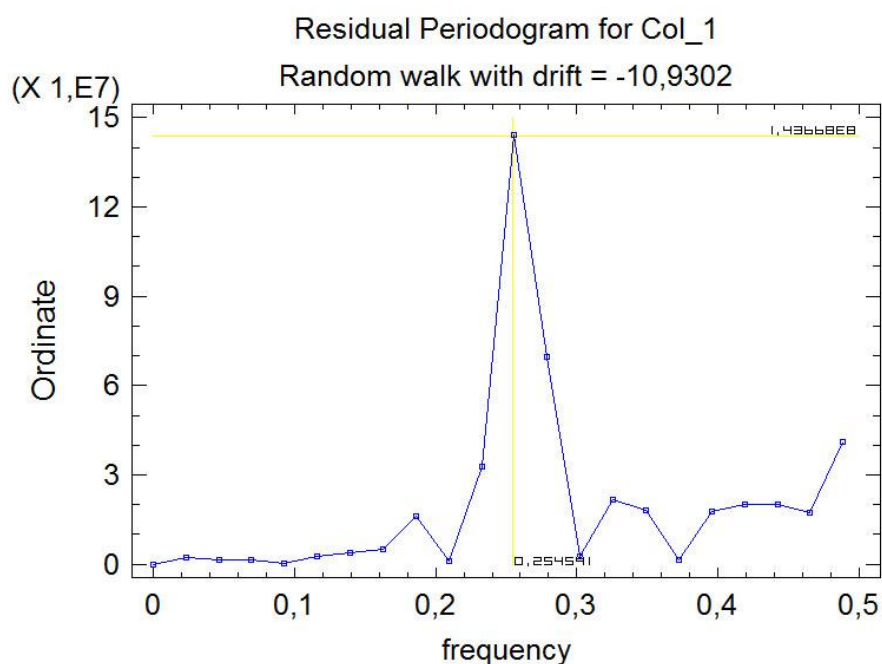
Όπως αναφέρθηκε παραπάνω για να υλοποιηθεί μία πρόβλεψη χρειάζεται ικανοποιητικός αριθμός ιστορικών στοιχείων ως δεδομένα τα οποία θα χρησιμοποιηθούν προκειμένου να υπολογίσουμε τις μελλοντικές ταμειακές ροές. Από τους ισολογισμούς του Hilton από το 2004 έως το 2014 για τα τριμηνιαία έσοδα από πωλήσεις ισχύει :

Πίνακας 6.1 : Έσοδα της επιχείρησης ανά τρίμηνο από το 2004 έως το 2014

Τρίμηνο	Έσοδα	Τρίμηνο	Έσοδα	Τρίμηνο	Έσοδα	Τρίμηνο	Έσοδα
03/04	7.131,00€	12/06	6.426,00€	09/09	8.668€	06/12	5.771€

06/04	12.186,0€	03/07	8.977,00€	12/09	9.228€	09/12	6.237€
09/04	18.515,0€	06/07	11.868,00€	03/10	7.398€	12/12	6.122 €
12/04	9.458,00€	09/07	14.741,00€	06/10	8.063€	03/13	5.228,€
03/05	7.771,00€	12/07	5.760,00€	09/10	8.097€	06/13	7.501,€
06/05	11.438,0€	03/08	8.904,00€	12/10	7.633€	09/13	6.464€
09/05	13.601,0€	06/08	12.872,00€	03/11	6.950€	12/13	6.912 €
12/05	10.410,0€	09/08	9.576,00€	06/11	8.823€	03/14	6.003 €
03/06	9.236,00€	12/08	11.244,00€	09/01	7.803€	06/14	8.726€
06/06	11.094,0€	03/09	7.916,00€	12/11	6.895€	09/14	7.525 €
09/06	14.069,0€	06/09	9.686,00€	03/12	5.225€	12/14	6.661€

Ο συνολικός αριθμός των δεδομένων είναι σαράντα τέσσερα , οπότε σύμφωνα με τη θεωρία η πρόβλεψη που θα υλοποιηθεί μπορεί να καλύπτει το 10% του όγκου των δεδομένων , άρα η πρόβλεψη θα υπολογίσει άλλα τέσσερα τρίμηνα , δηλαδή όλα τα τρίμηνα του έτους 2015 . Η πρόβλεψη θα γίνει με τη βοήθεια του προγράμματος Statgraphics . Μετά την εισαγωγή των δεδομένων προκύπτουν τα διαγράμματα :



Διάγραμμα 6.1 : Περιοδόγραμμα της χρονοσειράς από το οποίο προκύπτει η εποχικότητα, από τις συντεταγμένες της μέγιστης μεταβλητής

Από το περιοδόγραμμα γίνεται η διάγνωση της εποχικότητας η μη του μοντέλου. Η εύρεση εποχικότητας γίνεται με τον τύπο :

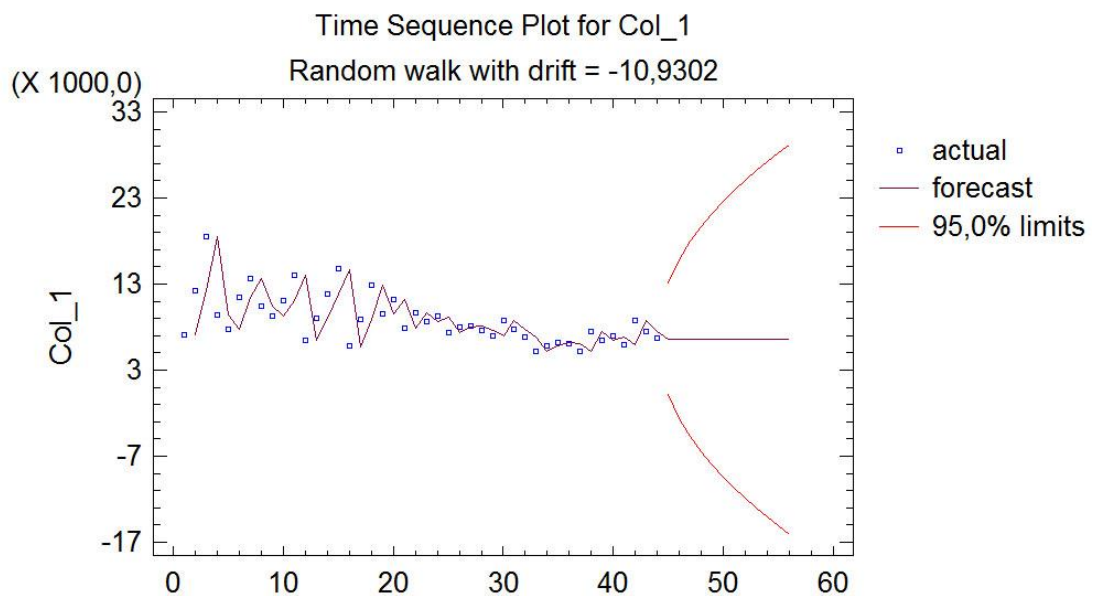
$$S = \frac{1}{x}$$

S: είναι η εποχικότητα,

X: είναι η τιμή της τοποθεσίας της ύψιστης τιμής της μεταβλητής x που παρατηρείται στο διάγραμμα.

$$S = \frac{1}{x} = \frac{1}{0,254591} = 3,928$$

Οπότε υπάρχει εποχικότητα που παρουσιάζεται κάθε τέσσερις παρατηρήσεις, δηλαδή κάθε τέσσερα τρίμηνα στη μελέτη που εξετάζεται . Η εποχικότητα που προέκυψε , δηλαδή ανά έτος , στην πραγματικότητα είναι φυσιολογική καθώς η κίνηση στο ξενοδοχείο Hilton έχει εποχικότητα καθώς ανάλογα το τρίμηνο του κάθε έτους παρουσιάζεται διαφορετική τουριστική ζήτηση όπως φαίνεται και στον πίνακα των πωλήσεων .



Διάγραμμα 6.2 : Η διασπορά των τιμών δείχνει την ύπαρξη η μη τάσης

Το παραπάνω διάγραμμα μελετάει την τάση που παρουσιάζει το υπό εξέταση μοντέλο. Η πορεία της τάσης στη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου διαφαίνεται να είναι ελαφρώς καθοδική και να σταθεροποιείται σχεδόν μετά την πάροδο του μισού χρονικού διαστήματος της μελέτης .

Το μοντέλο παρουσιάζει τάση και εποχικότητα , οπότε θα χρησιμοποιηθούν αυτά τα δεδομένα για να γίνει η εύρεση του ιδανικού μοντέλου για την πρόβλεψη που θα έχει την καλύτερη προσαρμοστικότητα . Οι δοκιμές ολοκληρώνονται όταν βρεθεί το μοντέλο που παρουσιάζει την καλύτερη συμπεριφορά σε σχέση με τα υπόλοιπα. Το μοντέλο που παρουσιάζει την καλύτερη συμπεριφορά για την πρόβλεψη των ταμειακών ροών του Hilton για τα τρίμηνα του 2015 μετά από τις δοκιμές είναι το ARIMA(3,1,0)x(3,1,4)⁴ . Σύμφωνα με το μοντέλο που προέκυψε η εκτίμηση της πρόβλεψης ενός τριμήνου εξαρτάται από την τιμή του τριμήνου που είχε προηγηθεί πριν από τρία τρίμηνα , από την τιμή του τριμήνου που είχε προηγηθεί πριν από τρία τρίμηνα του προηγούμενου έτους και από την τιμή του σφάλματος του τριμήνου που είχε προηγηθεί πριν από τέσσερα τρίμηνα του προηγούμενου έτους. Πιο αναλυτικά από το μοντέλο αυτό προκύπτει :

PVALUE

Forecasting - Col_1

Data variable: Col_1

Number of observations = 44

Start index = Q1/04

Sampling interval = 1,0

Length of seasonality = 4

Forecast Summary

Nonseasonal differencing of order: 1

Seasonal differencing of order: 1

Forecast model selected: ARIMA(3,1,0)x(3,1,4)⁴ with constant

Number of forecasts generated: 12

Number of periods withheld for validation: 0

	<i>Estimation</i>	<i>Validation</i>
<i>Statistic</i>	<i>Period</i>	<i>Period</i>
RMSE	1196,74	
MAE	824,972	
MAPE	10,015	
ME	42,6256	
MPE	-0,530379	

ARIMA Model Summary

<i>Parameter</i>	<i>Estimate</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t</i>	<i>P-value</i>
AR(1)	-1,0731	0,0729086	-14,7184	0,000000
AR(2)	-1,12889	0,0323719	-34,8725	0,000000
AR(3)	-0,952937	0,088141	-10,8115	0,000000
SAR(1)	-0,75656	0,196119	-3,85766	0,000615
SAR(2)	0,0971688	0,28387	0,3423	0,734681
SAR(3)	0,51499	0,166879	3,08601	0,004536
SMA(1)	0,12454	0,129097	0,964696	0,342956

SMA(2)	1,69726	0,133304	12,7323	0,000000
SMA(3)	-0,10853	0,111965	-0,969315	0,340687
SMA(4)	-0,845202	0,12286	-6,87937	0,000000
Mean	8,75088	10,503	0,833176	0,411797
Constant	41,6096			

Backforecasting: yes

Estimated white noise variance = 1,74337E6 with 28 degrees of freedom

Estimated white noise standard deviation = 1320,37

Number of iterations: 15

Από τον παραπάνω πίνακα είναι εμφανές ότι παρουσιάζει καλή προσαρμοστικότητα, καθώς το μοντέλο έχει αποδεκτές τιμές P-value. Επιπλέον προκύπτει :

Model Comparison

Data variable: Col_1

Number of observations = 44

Start index = Q1/04

Sampling interval = 1,0

Length of seasonality = 4

Models

(A) ARIMA(3,1,0)x(3,1,4)4 with constant

(B) Winter's exp. smoothing with alpha = 0,2106, beta = 0,3119, gamma = 0,1458

(C) Brown's quadratic exp. smoothing with alpha = 0,073

(D) Holt's linear exp. smoothing with alpha = 0,0952 and beta = 0,0611

(E) Brown's linear exp. smoothing with alpha = 0,1026

Estimation Period

Model	RMSE	MAE	MAPE	ME	MPE
(A)	1196,74	824,972	10,015	42,6256	-0,530379
(B)	1795,04	1383,05	16,4465	-94,0752	-2,45053
(C)	2511,14	1821,6	21,2733	-222,747	-6,67474
(D)	2386,72	1702,59	19,8801	-153,585	-6,42595
(E)	2488,47	1822,83	21,4037	-422,127	-9,60605

Model	RMSE	RUNS	RUNM	AUTO	MEAN	VAR
(A)	1196,74	OK	OK	OK	OK	OK
(B)	1795,04	OK	OK	OK	OK	*
(C)	2511,14	OK	OK	**	OK	***
(D)	2386,72	OK	OK	***	OK	***
(E)	2488,47	OK	OK	***	OK	***

Key:

RMSE = Root Mean Squared Error

RUNS = Test for excessive runs up and down

RUNM = Test for excessive runs above and below median

AUTO = Box-Pierce test for excessive autocorrelation

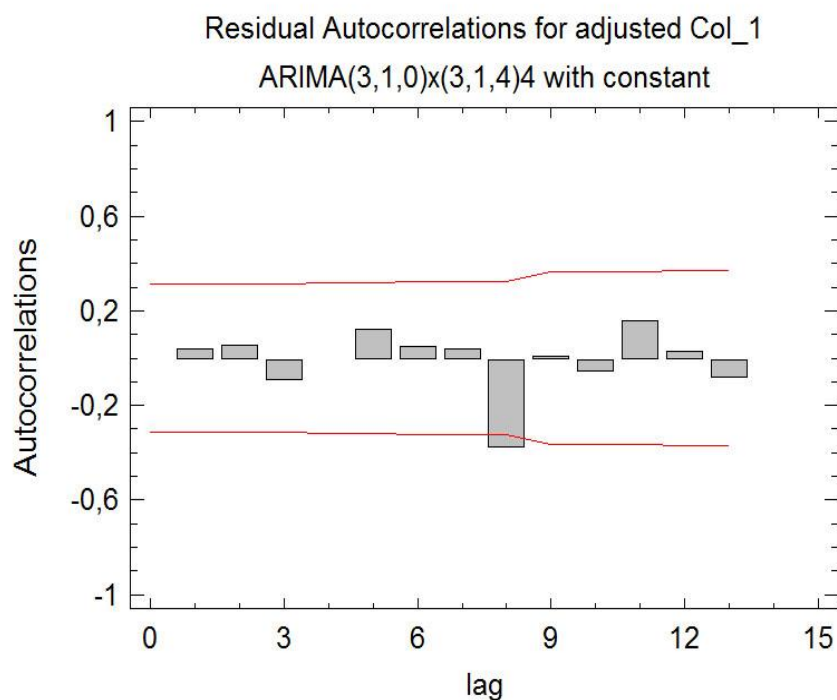
MEAN = Test for difference in mean 1st half to 2nd half

VAR = Test for difference in variance 1st half to 2nd half

OK = not significant ($p \geq 0,05$)

* = marginally significant ($0,01 < p \leq 0,05$)
 ** = significant ($0,001 < p \leq 0,01$)
 *** = highly significant ($p \leq 0,001$)

Το μοντέλο (A) αξιολογείται από το πρόγραμμα με ΟΚ και στις πέντε εξεταζόμενες τιμές και σε σύγκριση με τα υπόλοιπα μοντέλα που εξετάστηκαν, όπως για παράδειγμα το $ARIMA(2,1,0) \times (3,1,1)_4$ παρουσιάζει την καλύτερη συμπεριφορά καθώς έχει μικρότερες τιμές στους δείκτες RMSE και MAPE που όπως αναφέρθηκε σε προηγούμενη ενότητα αποτελούν βασικά κριτήρια. Οι παρατηρήσεις που προκύπτουν απεικονίζονται στο διάγραμμα που ακολουθεί :



Διάγραμμα 6.3 : Οι τιμές των μελλοντικών παρατηρήσεων του επιλεγμένου μοντέλου

Όλες οι παρατηρήσεις, εκτός από μία, βρίσκονται εντός των ορίων οπότε το μοντέλο είναι αποδεκτό.

Η πρόβλεψη που προκύπτει μετά την ολοκλήρωση της μελέτης της χρονοσειράς των ταμειακών ροών του Hilton κατά τα έτη 2004-2014 για τα τρίμηνα του 2015 απεικονίζεται στον παρακάτω πίνακα :

Πίνακας 6.2 : Η πρόβλεψη για τις μελλοντικές ταμειακές ροές σύμφωνα με τη μέθοδο Box & Jenkins

		<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
<i>Period</i>	<i>Forecast</i>	<i>Limit</i>	<i>Limit</i>
Q1/15	5753,41	3048,75	8458,07
Q2/15	6144,96	3433,08	8856,83
Q3/15	5161,83	2446,52	7877,13
Q4/15	7582,67	4822,27	10343,1
Q1/16	5537,58	1580,36	9494,8
Q2/16	6299,61	2317,18	10282,0
Q3/16	5905,88	1919,91	9891,86
Q4/16	6972,26	2860,4	11084,1
Q1/17	5052,51	925,291	9179,72
Q2/17	4911,24	749,07	9073,4
Q3/17	5638,26	1475,93	9800,59
Q4/17	6924,28	2631,05	11217,5

Οι προβλέψεις είναι έγκυρες για το 10% του όγκου των δεδομένων , οπότε έγκυρες είναι οι προβλέψεις μόνο για τα τρίμηνα του 2015.

6.6 Σύγκριση πρόβλεψης με τις πραγματικές ταμειακές ροές

Καθώς τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν ήταν μέχρι το έτος 2014 για την παραπάνω πρόβλεψη , οι ισολογισμοί του Hilton του 2015 αναφέρουν :

Πίνακας 6.3 : Σύγκριση πρόβλεψης με τα πραγματικά έσοδα των πρώτων τριμήνων του 2015

Τρίμηνο	Έσοδα	Προβλεπόμενα Έσοδα
03/2015	6.048 €	5.753,41 €
06/2015	8.998 €	6.144,96 €
09/2015	8.032 €	5.161,83 €

Η πρόβλεψη που υλοποιήθηκε παρουσιάζει διαφορές σε σχέση με τις πραγματικές τιμές του δείκτη των εσόδων του Hilton για τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2015 καθώς όπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενο κεφάλαιο τα ιστορικά μοντέλα πρόβλεψης δεν

λαμβάνουν υπόψη τον ανθρώπινο παράγοντα και τις εξωτερικές συνθήκες που θα ισχύουν για την επόμενη χρονική περίοδο για την οποία θα υλοποιηθεί η πρόβλεψη .

Βιβλιογραφικές αναφορές κεφαλαίου

Ελληνική

Amir Aczel, Jayavel Sounderpandian, Επιμέλεια Μιχάλης Σφακιανάκης , 2013, Στατιστική σκέψη στον κόσμο των επιχειρήσεων, Εκδόσεις Π.Χ.Πασχαλίδης

ΘΑΛΑΣΣΙΝΟΣ ΕΛΕΥΘΕΡΙΟΣ, 1991, Ανάλυση Χρονολογικών Σειρών Μεθοδολογία Box Jenkins, ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΣΤΑΜΟΥΛΗ

Ξενόγλωσση

Box, G. and G. Jenkins, 1976, Time Series Analysis: Forecasting and Control, Holden Day.

Ιστοσελίδες

www.statgraphics.com

Κεφάλαιο 7 : Επίλογος και Συμπεράσματα

7.1 Συμπεράσματα

Η εταιρεία του Hilton αποτελεί μια από τις κορυφαίες επιχειρήσεις στον κλάδο της κάτι που φαίνεται και από τη χρηματοοικονομική της ανάλυση, καθώς σε περίοδο κρίσης καταφέρνει να επανέλθει σε κερδοφόρα αποτελέσματα. Η ανάλυση έδειξε ότι η εταιρεία έχει περιθώρια βελτίωσης, όπως υλοποιήθηκε με τις αλλαγές στα μισθολόγια, και μπορεί να ανταπεξέλθει πλήρως στις υποχρεώσεις καθώς δε διατρέχει άμεσα κανέναν χρηματοοικονομικό κίνδυνο. Τέλος η χρηματοδότηση της επιχείρησης γίνεται κυρίως με ίδια κεφάλαια καθώς αυτά υπερτερούν σε σχέση με τα ξένα κεφάλαια.

Η μέθοδος αποτίμησης που παρουσιάστηκε στα προηγούμενα κεφάλαια είναι η αποτίμηση των μελλοντικών ταμειακών ροών με τη χρήση του κατάλληλου προεξοφλητικού επιτοκίου. Αρχικά αναλύθηκαν τα οικονομικά στοιχεία των παρελθόντων ετών με σκοπό να βρεθεί ο κατάλληλος σταθερός ρυθμός ανάπτυξης από τα θεμελιώδη της εταιρείας. Ο σκοπός ήταν να εκτιμηθούν οι προοπτικές της εταιρείας από τις μελλοντικές ταμειακές ροές και το ρυθμό ανάπτυξής της.

Η αποτίμηση της εταιρείας δείχνει στους μετόχους και γενικά σε όλους τους ενδιαφερόμενους την πραγματική σημερινή αξία της επιχείρησης και κατά συνέπεια και την πραγματική τιμή των μετοχών. Τα τελευταία έτη οι μετοχές παρουσίασαν απώλειες, κλείνοντας την πενταετία με κέρδη.

Η μέθοδοι προβλέψεων με τη χρήση χρονοσειρών που βασίζονται αποκλειστικά στα έσοδα ή στα κέρδη που παρουσιάζεται στο κεφάλαιο 6 δείχνει ότι δεν αποτελούν πάντα την κατάλληλη μέθοδο πρόβλεψης. Πιο συγκεκριμένα τα μοντέλα των χρονοσειρών δε λαμβάνουν υπόψη τις εξωτερικές συνθήκες και τον ανθρώπινο παράγοντα καθώς βασίζονται σε σταθερότητα του εξωτερικού περιβάλλοντος. Η αύξηση του τουρισμού στην Ελλάδα και την Αθήνα συνέβαλλε στην αύξηση των εσόδων το πρώτο εξάμηνο του 2015 κάτι που το μοντέλο πρόβλεψης αδυνατούσε να υπολογίσει.

Τέλος οι τρέχουσα οικονομική και πολιτική αστάθεια που επικρατεί στην Ελλάδα, τη χώρα που δραστηριοποιείται η εξεταζόμενη επιχείρηση μπορεί να προκαλέσει

απρόβλεπτες συνέπειες και αποτελέσματα για όλες τις επιχειρήσεις στον ελληνικό χώρο, ωστόσο ήδη από την αρχή της κρίσης η επιχείρηση του Hilton δείχνει ικανή να ανταπεξέλθει στα νέα δεδομένα που θα προκύψουν έχοντας προετοιμαστεί κατάλληλα.

7.2 Προτάσεις για περαιτέρω έρευνα

Η ανάλυση του κλάδου που ανήκει η εξεταζόμενη επιχείρηση θα είχε χρήσιμα συμπεράσματα για την κατάσταση που βρίσκονται οι ανταγωνιστές και για τις συνέπειες της οικονομικής αστάθειας που επικρατεί την τελευταία πενταετία στην Ελλάδα. Από την ανάλυση του κλάδου θα μπορούσε να προκύψει κάποια πρόταση για βελτίωση της οικονομικής λειτουργίας του Hilton που αξιοποιεί κάποιος ανταγωνιστής, δηλαδή να εφαρμοστεί η μέθοδος benchmarking. Επιπλέον μια κλαδική ανάλυση θα προσέφερε τη δυνατότητα να αναγνωριστούν νέες ευκαιρίες για επέκταση των δραστηριοτήτων της εταιρείας και να προβλέψει μελλοντικούς κινδύνους.

Επιπλέον οι μέθοδοι αποτίμησης ποικίλουν όπως ήδη αναφέρθηκε, η αποτίμηση που παρουσιάστηκε θα μπορούσε να υλοποιηθεί και με διαφορετικές μεθόδους. Μία ενδιαφέρουσα ιδέα θα ήταν ο μελλοντικός ρυθμός ανάπτυξης να μην είναι σταθερός, αλλά να παρουσιάζει αυξητική τάση την επόμενη πενταετία καθώς οι τάσεις τους τουρισμού στην Αθήνα είναι αυξητικές και μετά να σταθεροποιηθεί. Η περίπτωση αυτή θα είχε δύο στάδια για τις μελλοντικές ταμειακές ροές.

Βιβλιογραφικές αναφορές :

Ελληνική βιβλιογραφία

Ciaran Walsh 2006, Εκδόσεις Πατάκης Σ. Α.Ε.Ε.Δ.Ε., Αριθμοδείκτες και management

Νιάρχος Νικήτας 2004, Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων, Εκδόσεις Σταμούλη

Ξανθάκης Εμμανουήλ, Αλεξάκης Χρήστος 2007 , Χρηματοοικονομική Ανάλυση Επιχειρήσεων, Εκδόσεις ΣΤΑΜΟΥΛΗ

Αρτίκης Γεώργιος 2002, Χρηματοοικονομική Διοίκηση-Αποφάσεις Επενδύσεων, Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα

Amir Aczel, Jayavel Sounderprandian, Επιμέλεια Μιχάλης Σφακιανάκης , 2013, Στατιστική σκέψη στον κόσμο των επιχειρήσεων, Εκδόσεις Π.Χ.Πασχαλίδης,

ΘΑΛΑΣΣΙΝΟΣ ΕΛΕΥΘΕΡΙΟΣ, 1991, Ανάλυση Χρονολογικών Σειρών Μεθοδολογία Box Jenkins, ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΣΤΑΜΟΥΛΗ

Ξενόγλωσση βιβλιογραφία

Booth, L., 1999, Estimating the Equity Risk Premium and Equity Costs: New Way of Looking at Old Data, Journal of Applied Corporate Finance

Bruner, R.F., K.M. Eades, R.S. Harris and R.C. Higgins, 1998, Best Practices in Estimating the Cost of Capital: Survey and Synthesis, Financial Practice and Education

Elton, E., M.J. Gruber and J. Mei, 1994, Cost of Capital using Arbitrage Pricing Theory, Financial Markets, Institutions and Instruments

Indro, D.C. and W. Y. Lee, 1997, Biases in Arithmetic and Geometric Averages as Estimates of Long-run Expected Returns and Risk Premium, Financial Management

Brown, S.J and J.B. Warner, 1980, Measuring Security Price Performance, Journal-of-Financial-Economics

Blume, M., 1979, Betas and Their Regression Tendencies: Some Further Evidence, Journal of Finance

Hamada, R.S., The Effect of the Firm's Capital Structure on the Systematic Risk of Common Stocks

Brennan, M.J., 1970, "Taxes, Market Valuation and Corporation Financial Policy", National Tax Journal

Box, G. and G. Jenkins, 1976, Time Series Analysis: Forecasting and Control, Holden Day.

Collins, W. and W. Hopwood, 1980, A Multivariate Analysis of Annual Earnings Forecasts generated from Quarterly Forecasts of Financial Analysts and Univariate Time Series Models, Journal of Accounting Research

Fried, D. and D. Givoly, 1982, Financial Analysts Forecasts of Earnings: A Better Surrogate for Earnings Expectations, Journal of Accounting and Economics

Little, I.M.D., 1962, Higgledy Piggledy Growth, Institute of Statistics, Oxford

Altman, E.I., 1968, Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy, Journal of Finance

Mauboussin, M. and P. Johnson, Competitive Advantage Period: The Neglected Value Driver, Financial Management

Jacobs, B.I. and K.N. Levy, 1988a, Disentangling Equity Return Irregularities: New Insights and Investment Opportunities, Financial Analysts Journal

Estep, T., 1987, Security Analysis and Stock Selection: Turning Financial Information into Return Forecasts

Gordon, M., 1962, The Investment, Financing and Valuation of the Corporation, Irwin & Co.

Fuller, R.J. and C. Hsia, 1984, A Simplified Common Stock Valuation Model, Financial Analysts Journal

Litzenberger, R.H. and K. Ramaswamy, 1979, The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence, Journal of Financial Economics

Damodaran, A., 2001, Corporate Finance: Theory and Practice, Second Edition, John Wiley and Sons, New York

Ιστοσελίδες

www.ionianhe.gr

www.bloomberg.com

www.capital.gr

www.ase.gr

www.statgraphics.com

Παράρτημα

Ισολογισμός 2014

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ

(Ποσά σε χιλιάδες Ευρώ)

	Σημ.	31.12.2014	31.12.2013
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			
Μη κυκλοφορούν Ενεργητικό			
Ενσώματες ακινητοποιήσεις	(13)	171.354	173.920
Ασώματες ακινητοποιήσεις	(14)	44	49
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	(15)	12.554	12.705
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις		105	105
Σύνολο μη κυκλοφορούντος ενεργητικού		184.057	186.779
Κυκλοφορούν Ενεργητικό			
Αποθέματα	(16)	721	660
Πελάτες και λοιπές εμπορικές απαιτήσεις	(17)	1.187	1.450
Λοιπές απαιτήσεις	(18)	965	771
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	(19)	3.851	2.260
Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού		6.724	5.141
Σύνολο Ενεργητικού		190.781	191.920
ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ			
Μετοχικό κεφάλαιο	(20)	115.680	115.680
Αποθεματικά	(21)	1.210	1.210
Αποτελέσματα εις νέον	(22)	(4.749)	(4.673)
Σύνολο Καθαρής θέσεως		112.141	112.217
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ			
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις			
Ομολογιακό δάνειο	(23)	70.000	70.000
Υποχρεώσεις στο προσωπικό λόγω εξόδου από την υπηρεσία	(24)	2.185	1.614
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	(25)	159	249
Προβλέψεις		54	54
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων		72.398	71.917
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις			
Δανειακές υποχρεώσεις	(23)	-	1.500
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις		1.937	1.985
Οφειλές από φόρους και εισφορές	(26)	964	731
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	(27)	3.341	3.570
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων		6.242	7.786
Σύνολο υποχρεώσεων		78.640	79.703
Σύνολο Καθαρής θέσεως και υποχρεώσεων		190.781	191.920

Κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης 2014

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

(Ποσά σε χιλιάδες Ευρώ)

	Σημ.	Από 1 Ιανουαρίου έως	
		31.12.2014	31.12.2013
Κύκλος εργασιών	(2)	28.915	26.105
Κόστος πωλήσεων	(3)	(25.099)	(24.222)
Μικτά Κέρδη		3.816	1.883
Λοιπά έσοδα	(4)	663	468
Έξοδα διαθέσεως	(5)	(1.293)	(1.269)
Έξοδα διοικήσεως	(6)	(797)	(760)
Φόροι - τέλη ακίνητης περιουσίας		(68)	(199)
Λοιπά έξοδα	(7)	(94)	(378)
Κέρδη/(ζημίες) προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων		2.227	(255)
Χρηματοοικονομικά έσοδα	(9)	52	56
Χρηματοοικονομικά έξοδα	(10)	(1.687)	(1.701)
Καθαρά χρηματοοικονομικά αποτελέσματα		(1.635)	(1.645)
Κέρδη/(ζημίες) πριν το φόρο εισοδήματος		592	(1.900)
Φόρος εισοδήματος	(11)	(272)	2.655
Κέρδη μετά το φόρο εισοδήματος		320	755
Κέρδη μετά από φόρους, ανά μετοχή, βασικά και προσαρμοσμένα (σε Ευρώ)	(12)	0,02	0,06

Κατάσταση ταμειακών ροών 2014

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

(Ποσά σε χιλιάδες Ευρώ)

		Από 1 Ιανουαρίου έως	
		31.12.2014	31.12.2013
Ταμειακές Ροές από λειτουργικές δραστηριότητες			
	Σημ.		
Κέρδη(ζημιές) προ φόρων		592	(1.900)
<i>Προσαρμογές για:</i>			
Αποσβέσεις και αναλογούσες στη χρήση		4.153	4.316
επιχορηγήσεις παγίων			
Προβλέψεις		53	71
Χρηματοοικονομικά έσοδα	(9)	(52)	(56)
Χρηματοοικονομικά έξοδα	(10)	1.687	1.701
Πλέον / (μείον) προσαρμογές για μεταβολές λογαριασμών κεφαλαίου κινήσεως ή που σχετίζονται με τις λειτουργικές δραστηριότητες :			
(Αύξηση) αποθεμάτων		(61)	(22)
Μείωση απαιτήσεων		68	212
(Μείωση)υποχρεώσεων (πλην δανείων)		(55)	(2.746)
(Μείον) :			
Χρηματοοικονομικά έξοδα καταβληθέντα		(1.743)	(1.678)
Καταβληθέντες φόροι		-	(458)
Καθαρές ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες (α)		<u>4.642</u>	<u>(560)</u>
Ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες			
Αγορά ενσώματων και άυλων παγίων περιουσιακών στοιχείων	(13), (14)	(1.603)	(1.213)
Χρηματοοικονομικά έσοδα εισπραχθέντα	(9)	<u>52</u>	<u>56</u>
Καθαρές ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες (β)		<u>(1.551)</u>	<u>(1.157)</u>
Ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες			
Εισπράξεις από εκδοθέντα/αναληφθέντα δάνεια		-	<u>3.000</u>
Εξοφλήσεις δανείων		<u>(1.500)</u>	<u>(1.500)</u>
Καθαρές ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες (γ)		<u>(1.500)</u>	<u>1.500</u>
Καθαρή αύξηση (μείωση) στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα χρήσεως (α) + (β) + (γ)		<u>1.591</u>	<u>(217)</u>
Σύνολο ταμειακών διαθεσίμων και ισοδυνάμων ενάρξεως χρήσεως	(19)	<u>2.260</u>	<u>2.477</u>
Σύνολο ταμειακών διαθεσίμων και ισοδυνάμων λήξεως χρήσεως	(19)	<u>3.851</u>	<u>2.260</u>

Ισολογισμός 2012 – 2013

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ

(Ποσά σε χιλιάδες Ευρώ)

	Σημ.	31.12.2013	31.12.2012*
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			
Μη κυκλοφορούν Ενεργητικό			
Ενσώματες ακινητοποιήσεις	(13)	173.920	177.034
Ασώματες ακινητοποιήσεις	(14)	49	58
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	(15)	12.705	9.605
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις		105	104
Σύνολο μη κυκλοφορούντος ενεργητικού		186.779	186.801
Κυκλοφορούν Ενεργητικό			
Αποθέματα	(16)	660	639
Πελάτες και λοιπές εμπορικές απαιτήσεις	(17)	1.450	1.524
Λοιπές απαιτήσεις	(18)	771	910
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	(19)	2.260	2.477
Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού		5.141	5.550
Σύνολο Ενεργητικού		191.920	192.351
ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ			
Μετοχικό κεφάλαιο	(20)	115.680	115.680
Αποθεματικά	(21)	1.210	1.210
Αποτελέσματα εις νέον	(22)	(4.673)	(5.412)
Σύνολο Καθαρής θέσεως		112.217	111.478
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ			
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις			
Ομολογιακό δάνειο	(23)	70.000	70.000
Υποχρεώσεις στο προσωπικό λόγω εξόδου από την υπηρεσία	(24)	1.614	1.539
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	(25)	249	270
Προβλέψεις	(28)	54	54
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων		71.917	71.863
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις			
Λοιπές δανειακές υποχρεώσεις	(23)	1.500	-
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις		1.985	1.958
Οφειλές από φόρους και εισφορές	(26)	731	856
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	(27)	3.570	2.853
Προβλέψεις	(28)	-	3.343
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων		7.786	9.010
Σύνολο υποχρεώσεων		79.703	80.873
Σύνολο Καθαρής θέσεως και υποχρεώσεων		191.920	192.351

Κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης 2012 – 2013

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

(Ποσά σε χιλιάδες Ευρώ)

	Σημ.	Από 1 Ιανουαρίου έως	
		31.12.2013	31.12.2012*
Κύκλος εργασιών	(2)	26.105	23.355
Κόστος πωλήσεων	(3)	(24.222)	(23.523)
Μικτά Κέρδη/ (ζημίες)		1.883	(168)
Λοιπά έσοδα	(4)	468	644
Έξοδα διαθέσεως	(5)	(1.269)	(1.319)
Έξοδα διοικήσεως	(6)	(760)	(1.036)
Φόροι - τέλη ακίνητης περιουσίας		(199)	(219)
Λοιπά έξοδα	(7)	(378)	(640)
Ζημίες προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων		(255)	(2.738)
Χρηματοοικονομικά έσοδα	(9)	56	70
Χρηματοοικονομικά έξοδα	(10)	(1.701)	(2.050)
Καθαρά χρηματοοικονομικά αποτελέσματα		(1.645)	(1.980)
Ζημίες πριν το φόρο εισοδήματος		(1.900)	(4.718)
Φόρος εισοδήματος	(11)	2.655	663
Κέρδη/(ζημίες) μετά το φόρο εισοδήματος		755	(4.055)
Κέρδη/(ζημίες) μετά από φόρους, ανά μετοχή, βασικές και προσαρμοσμένες (σε Ευρώ)	(12)	0,06	(0,30)

Κατάσταση ταμειακών ροών 2012 – 2013

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

(Ποσά σε χιλιάδες Ευρώ)

		Από 1 Ιανουαρίου έως	
		31.12.2013	31.12.2012
Ταμειακές Ροές από λειτουργικές δραστηριότητες			
	Σημ.		
Ζημίες προ φόρων		(1.900)	(4.718)
<i>Προσαρμογές για:</i>			
Αποσβέσεις και αναλογούσες στη χρήση		4.316	4.067
επιχορηγήσεις παγίων		71	252
Προβλέψεις			
Χρηματοοικονομικά έσοδα	(9)	(56)	(70)
Χρηματοοικονομικά έξοδα	(10)	1.701	2.050
Πλέον / (μείον) προσαρμογές για μεταβολές λογαριασμών κεφαλαίου κινήσεως ή που σχετίζονται με τις λειτουργικές δραστηριότητες :			
Μείωση /(αύξηση) αποθεμάτων		(22)	149
Μείωση απαιτήσεων		212	694
Μείωση υποχρεώσεων (πλην δανείων)		(2.746)	(277)
(Μείον) :			
Χρηματοοικονομικά έξοδα καταβληθέντα		(1.678)	(2.274)
Καταβεβλημένοι φόροι		(458)	(110)
Καθαρές ταμειακές ροές από (προς) λειτουργικές δραστηριότητες (α)		(560)	(237)
Ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες			
Αγορά ενσώματων και άυλων παγίων περιουσιακών στοιχείων	(13), (14)	(1.213)	(813)
Χρηματοοικονομικά έσοδα εισπραχθέντα	(9)	56	70
Καθαρές ταμειακές ροές προς επενδυτικές δραστηριότητες (β)		(1.157)	(743)
Ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες			
Εισπράξεις από εκδοθέντα/αναληφθέντα δάνεια		3.000	-
Εξοφλήσεις δανείων		(1.500)	=
Καθαρές ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες (γ)		1.500	=
Καθαρή μείωση στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα χρήσεως (α) + (β) + (γ)		(217)	(980)
Σύνολο ταμειακών διαθεσίμων και ισοδυνάμων ενάρξεως χρήσεως	(19)	2.477	3.457
Σύνολο ταμειακών διαθεσίμων και ισοδυνάμων λήξεως χρήσεως	(19)	2.260	2.477

Ισολογισμός 2010 – 2011

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ

(Ποσά σε χιλιάδες Ευρώ)

	Σημ.	31.12.2011	31.12.2010
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			
Μη κυκλοφορούν Ενεργητικό			
Ενσώματες ακινητοποιήσεις	(13)	180.277	182.747
Ασώματες ακινητοποιήσεις	(14)	88	91
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	(15)	8.948	8.586
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις		31	32
Σύνολο μη κυκλοφορούντος ενεργητικού		189.344	191.456
Κυκλοφορούν Ενεργητικό			
Αποθέματα	(16)	787	807
Πελάτες και λοιπές εμπορικές απαιτήσεις	(17)	2.054	2.925
Λοιπές απαιτήσεις	(18)	1.148	1.133
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	(19)	3.457	5.238
Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού		7.446	10.103
Σύνολο Ενεργητικού		196.790	201.559
ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ			
Μετοχικό κεφάλαιο	(20)	115.680	115.680
Αποθεματικά	(21)	1.210	1.210
Αποτελέσματα εις νέον	(22)	(1.589)	586
Σύνολο Καθαρής θέσεως		115.301	117.476
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ			
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις			
Ομολογιακό δάνειο	(23)	70.000	75.000
Υποχρεώσεις στο προσωπικό λόγω εξόδου από την υπηρεσία	(24)	2.117	2.115
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	(25)	221	242
Προβλέψεις	(28)	2.854	54
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων		75.192	77.411
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις			
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις		2.029	2.402
Οφειλές από φόρους και εισφορές	(26)	1.087	939
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	(27)	3.181	3.331
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων		6.297	6.672
Σύνολο υποχρεώσεων		81.489	84.083
Σύνολο Καθαρής θέσεως και υποχρεώσεων		196.790	201.559

Κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης 2010 – 2011

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

(Ποσά σε χιλιάδες Ευρώ)

	Σημ.	Από 1 Ιανουαρίου έως	
		31.12.2011	31.12.2010
Κύκλος εργασιών	(2)	30.471	31.191
Κόστος πωλήσεων	(3)	(27.063)	(26.793)
Μικτά Κέρδη		3.408	4.398
Λοιπά έσοδα	(4)	1.100	491
Έξοδα διαθέσεως	(5)	(1.552)	(1.538)
Έξοδα διοικήσεως	(6)	(1.039)	(858)
Φόροι - τέλη ακίνητης περιουσίας		(392)	(85)
Λοιπά έξοδα	(7)	(2.889)	(97)
Κέρδη (Ζημίες) προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων		(1.364)	2.311
Χρηματοοικονομικά έσοδα	(9)	944	1.636
Χρηματοοικονομικά έξοδα	(10)	(2.046)	(1.528)
Κέρδη (Ζημίες) πριν το φόρο εισοδήματος		(2.466)	2.419
Φόρος εισοδήματος	(11)	291	(577)
Κέρδη (Ζημίες) μετά το φόρο εισοδήματος		(2.175)	1.842
Έκτακτη εισφορά (ν. 3845/2010)	(11)	-	(68)
Κέρδη (Ζημίες) μετά το φόρο εισοδήματος και την έκτακτη εισφορά		(2.175)	1.774
Κέρδη (Ζημίες) μετά από φόρους, ανά μετοχή, βασικά και προσαρμοσμένα (σε Ευρώ)	(12)	(0,16)	0,13

Κατάσταση ταμειακών ροών 2010 – 2011

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

(Ποσά σε χιλιάδες Ευρώ)

	Σημ.	Από 1 Ιανουαρίου έως	
		31.12.2011	31.12.2010
Κύκλος εργασιών	(2)	30.471	31.191
Κόστος πωλήσεων	(3)	<u>(27.063)</u>	<u>(26.793)</u>
Μικτά Κέρδη		3.408	4.398
Λοιπά έσοδα	(4)	1.100	491
Έξοδα διαθέσεως	(5)	(1.552)	(1.538)
Έξοδα διοικήσεως	(6)	(1.039)	(858)
Φόροι - τέλη ακίνητης περιουσίας		(392)	(85)
Λοιπά έξοδα	(7)	<u>(2.889)</u>	<u>(97)</u>
Κέρδη (Ζημίες) προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων		(1.364)	2.311
Χρηματοοικονομικά έσοδα	(9)	944	1.636
Χρηματοοικονομικά έξοδα	(10)	<u>(2.046)</u>	<u>(1.528)</u>
Κέρδη (Ζημίες) πριν το φόρο εισοδήματος		(2.466)	2.419
Φόρος εισοδήματος	(11)	<u>291</u>	<u>(577)</u>
Κέρδη (Ζημίες) μετά το φόρο εισοδήματος		(2.175)	1.842
Έκτακτη εισφορά (ν. 3845/2010)	(11)	<u>-</u>	<u>(68)</u>
Κέρδη (Ζημίες) μετά το φόρο εισοδήματος και την έκτακτη εισφορά		<u>(2.175)</u>	<u>1.774</u>
Κέρδη (Ζημίες) μετά από φόρους, ανά μετοχή, βασικά και προσαρμοσμένα (σε Ευρώ)	(12)	(0,16)	0,13

Κατάσταση ταμειακών ροών 2010 – 2011

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

(Ποσά σε χιλιάδες Ευρώ)

		Από 1 Ιανουαρίου έως	
	Σημ.	31.12.2011	31.12.2010
Λειτουργικές δραστηριότητες			
Κέρδη (Ζημιές) προ φόρων		(2.466)	2.419
<i>Πλέον/ μείον προσαρμογές για:</i>			
Αποσβέσεις και αναλογούσες στη χρήση		4.103	4.182
επιχορηγήσεις παγίων		2.802	40
Προβλέψεις			
Αποτελέσματα (έσοδα, έξοδα, κέρδη και ζημιές)			
επενδυτικής δραστηριότητας	(9)	(944)	(1.636)
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	(10)	2.046	1.528
Πλέον / μείον προσαρμογές για μεταβολές			
λογαριασμών κεφαλαίου κινήσεως ή που σχετίζονται			
με τις λειτουργικές δραστηριότητες :			
Μείωση / (αύξηση) αποθεμάτων		20	48
Μείωση / (αύξηση) απαιτήσεων		858	271
(Μείωση) / αύξηση υποχρεώσεων (πλην δανείων)		(605)	(597)
(Μείον) :			
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα καταβληθέντα		(1.819)	(1.487)
Καταβεβλημένοι φόροι		(68)	=
Σύνολο εισροών / (εκροών) από λειτουργικές			
δραστηριότητες (α)		<u>3.927</u>	<u>4.768</u>
Επενδυτικές δραστηριότητες			
Αγορά ενσώματων και άυλων παγίων περιουσιακών			
στοιχείων	(13), (14)	(1.652)	(2.528)
Τόκοι εισπραχθέντες και έσοδα από πωλήσεις			
ομολόγων	(9)	<u>944</u>	<u>1.637</u>
Σύνολο εισροών/ (εκροών) από επενδυτικές			
δραστηριότητες (β)		<u>(708)</u>	<u>(891)</u>
Χρηματοδοτικές δραστηριότητες			
Εξοφλήσεις δανείων		(5.000)	(5.000)
Σύνολο εισροών / (εκροών) από χρηματοδοτικές			
δραστηριότητες (γ)		<u>(5.000)</u>	<u>(5.000)</u>
Καθαρή αύξηση / (μείωση) στα ταμειακά			
διαθέσιμα και ισοδύναμα χρήσεως (α) + (β) + (γ)		<u>(1.781)</u>	<u>(1.123)</u>
Σύνολο ταμειακών διαθεσίμων και ισοδυνάμων			
ενάρξεως χρήσεως	(19)	<u>5.238</u>	<u>6.361</u>
Σύνολο ταμειακών διαθεσίμων και ισοδυνάμων			
λήξεως χρήσεως	(19)	<u>3.457</u>	<u>5.238</u>

Κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης 2008 – 2009

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

(Ποσά σε χιλιάδες Ευρώ)

	Σημ.	Από 1 Ιανουαρίου έως	
		31.12.2009	31.12.2008
Συνεχιζόμενη δραστηριότητα			
Κύκλος εργασιών	(2)	35.498	42.596
Κόστος πωλήσεων	(3)	(30.335)	(33.077)
Μικτά Κέρδη		5.163	9.519
Λοιπά έσοδα	(4)	701	879
Έξοδα διαθέσεως	(5)	(1.463)	(1.580)
Έξοδα διοικήσεως	(6)	(945)	(1.190)
Φόροι - τέλη ακίνητης περιουσίας		(87)	(1.373)
Λοιπά έξοδα		(98)	(382)
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων		3.271	5.873
Χρηματοοικονομικά έσοδα	(8)	78	417
Χρηματοοικονομικά έξοδα	(9)	(2.207)	(4.984)
Κέρδη προ φόρων		1.142	1.306
Φόρος εισοδήματος	(10),(11)	(348)	6.593
Κέρδη μετά το φόρο εισοδήματος από συνεχιζόμενη δραστηριότητα		794	7.899
Ζημίες μετά το φόρο εισοδήματος από διακοπτόμενη δραστηριότητα	(11)	-	(979)
Κέρδη μετά το φόρο εισοδήματος		794	6.920
Κέρδη μετά από φόρους ανά μετοχή, από συνεχιζόμενη και διακοπτόμενη δραστηριότητα, βασικά και προσαρμοσμένα (σε Ευρώ)	(12)	0,06	0,52
Κέρδη μετά από φόρους ανά μετοχή, από συνεχιζόμενη δραστηριότητα βασικά και προσαρμοσμένα (σε Ευρώ)		0,06	0,59

Κατάσταση ταμειακών ροών 2008 – 2009

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

(Ποσά σε χιλιάδες Ευρώ)

		Από 1 Ιανουαρίου έως	
	Σημ.	31.12.2009	31.12.2008
Λειτουργικές δραστηριότητες			
Κέρδη προ φόρων		1.142	1.306
<i>Πλέον/ μείον προσαρμογές για:</i>			
Αποσβέσεις		6.044	6.040
Προβλέψεις		24	249
Αποτελέσματα (έσοδα, έξοδα, κέρδη και ζημίες) επενδυτικής δραστηριότητας		(65)	(251)
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα		2.207	4.984
Πλέον / μείον προσαρμογές για μεταβολές λογαριασμών κεφαλαίου κινήσεως ή που σχετίζονται με τις λειτουργική δραστηριότητα :			
Μείωση / (αύξηση) αποθεμάτων		20	(35)
Μείωση / (αύξηση) απαιτήσεων		3.572	1.649
(Μείωση) / αύξηση υποχρεώσεων (πλην δανείων)		(1.711)	422
(Μείον) :			
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα καταβληθέντα		(3.165)	(5.232)
Σύνολο εισροών / (εκροών) από λειτουργική δραστηριότητα (α)		<u>8.068</u>	<u>9.132</u>
Επενδυτικές δραστηριότητες			
Πώληση θυγατρικών, συγγενών, κοινοπραξιών και λοιπών επενδύσεων		-	1.465
Επιστροφή μετοχικού κεφαλαίου θυγατρικής		-	33.500
Αγορά ενσώματων και άυλων παγίων περιουσιακών στοιχείων		(3.734)	(5.009)
Εισπράξεις από πωλήσεις ενσώματων και άυλων παγίων		-	3
Τόκοι εισπραχθέντες		<u>78</u>	<u>417</u>
Σύνολο εισροών/ (εκροών) από επενδυτική δραστηριότητα (β)		<u>(3.656)</u>	<u>30.376</u>
Χρηματοδοτικές δραστηριότητες			
Εξοφλήσεις δανείων		-	(40.000)
Σύνολο εισροών / (εκροών) από χρηματοδοτική δραστηριότητα (γ)		-	<u>(40.000)</u>
Καθαρή αύξηση / (μείωση) στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα χρήσεως (α) + (β) + (γ)		<u>4.412</u>	<u>(492)</u>
Σύνολο ταμειακών διαθεσίμων και ισοδυνάμων ενάρξεως χρήσεως	(20)	<u>1.949</u>	<u>2.441</u>
Σύνολο ταμειακών διαθεσίμων και ισοδυνάμων λήξεως χρήσεως	(20)	<u>6.361</u>	<u>1.949</u>

Κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης 2006 – 2007

Ετήσιες Οικονομικές Καταστάσεις Ιδιαίτερες και Ενοποιημένες

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ (Ποσά σε χιλιάδες Ευρώ)

	Σημείωση	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ		ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΤΑΙΡΙΑΣ	
		2007	2006	2007	2006
Συνεχιζόμενες δραστηριότητες					
Κύκλος εργασιών	(2)	41.346	40.815	41.348	40.815
Κόστος πωλήσεων	(3)	(31.929)	(32.355)	(31.933)	(32.355)
Μικτά Κέρδη		9.417	8.460	9.415	8.460
Λοιπά έσοδα	(4)	495	410	527	410
Έξοδα διαθέσεως	(5)	(1.475)	(1.338)	(1.475)	(1.338)
Έξοδα διοικήσεως	(6)	(1.562)	(1.901)	(1.592)	(1.901)
Λοιπά έξοδα		(88)	(75)	(88)	(75)
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων		6.807	5.556	6.807	5.556
Χρηματοοικονομικά έσοδα	(8)	4.477	174	4.477	174
Χρηματοοικονομικά έξοδα	(9)	(5.616)	(4.182)	(5.616)	(4.182)
Κέρδη προ φόρων		5.668	1.548	5.668	1.548
Τρέχων φόρος εισοδήματος		-	-	-	-
Αναβαλλόμενος Φόρος εισοδήματος	(10)	(1.003)	(568)	(1.003)	(568)
Κέρδη μετά από φόρους από συνεχιζόμενη δραστηριότητα (α)		4.665	980	4.665	980
Κέρδη / (Ζημίες) μετά από φόρους από διακοπόμενη δραστηριότητα (β)	(11)	(1.292)	563	(331)	528
Κέρδη μετά από φόρους (α) + (β)		3.373	1.543	4.334	1.508
Κέρδη αναλογούντα στους μετόχους της εταιρίας		3.373	1.543	4.334	1.508
Κέρδη αναλογούντα σε τρίτους		-	-	-	-
Κέρδη μετά από φόρους ανά μετοχή, από συνεχιζόμενη και διακοπόμενη δραστηριότητα βασικά και προσαρμοσμένα (σε Ευρώ)	(12)	0,25	0,12	0,32	0,11
Κέρδη μετά από φόρους ανά μετοχή, από συνεχιζόμενη δραστηριότητα βασικά και προσαρμοσμένα (σε Ευρώ)		0,35	0,07	0,35	0,07

Κατάσταση ταμειακών ροών 2006-2007

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ (Ποσά σε χιλιάδες Ευρώ)

	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ		ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΤΑΙΡΙΑΣ *		
	Σημείωση	31.12.2007	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2006
Λειτουργικές δραστηριότητες (συνεχιζόμενη δραστηριότητα)					
Κέρδη προ φόρων		5.668	1.548	5.668	1.548
Πλέον/ μείον προσαρμογές για:					
Αποσβέσεις		5.956	5.932	5.956	5.932
Προβλέψεις		208	70	208	70
Αποτελέσματα (έσοδα, έξοδα, κέρδη και ζημιές) επενδυτικής δραστηριότητας		<u>(4.351)</u>	<u>(17)</u>	<u>(4.351)</u>	<u>(17)</u>
		7.481	7.533	7.481	7.533
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα		5.616	4.182	5.616	4.182
Πλέον / μείον προσαρμογές για μεταβολές λογαριασμών κεφαλαίου κινήσεως ή που σχετίζονται με τις λειτουργικές δραστηριότητες :					
Μείωση / (αύξηση) αποθεμάτων		82	144	82	144
Μείωση / (αύξηση) απαιτήσεων		1.444	(1.545)	1.410	(1.545)
(Μείωση) / αύξηση υποχρεώσεων (πλην δανείων) (Μείον) :		20	(569)	54	(569)
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα καταβλημένα		<u>(5.222)</u>	<u>(3.822)</u>	<u>(5.222)</u>	<u>(3.822)</u>
Σύνολο εισροών / (εκροών) από λειτουργική δραστηριότητα (α)		9.421	5.923	9.421	5.923
Επενδυτικές δραστηριότητες (συνεχιζόμενη δραστηριότητα)					
Απόκτηση θυγατρικών, συγγενών, κοινοπραξιών και λοιπών επενδύσεων	(33)	(1.500)	(59)	(1.500)	(59)
Αγορά ενσώματων και άυλων παγίων περιουσιακών στοιχείων		(1.911)	(1.317)	(1.911)	(1.317)
Εισπράξεις από πωλήσεις ενσώματων και άυλων παγίων		8	2	8	2
Τόκοι εισπραχθέντες		<u>4.314</u>	<u>163</u>	<u>4.314</u>	<u>163</u>
Σύνολο εισροών / (εκροών) από επενδυτική δραστηριότητα (β)		911	(1.211)	911	(1.211)
Χρηματοδοτικές δραστηριότητες (συνεχιζόμενη δραστηριότητα)					
Εξοφλήσεις δανείων		(10.000)	(5.000)	(10.000)	(5.000)
Σύνολο εισροών / (εκροών) από χρηματοδοτική δραστηριότητα (γ)		(10.000)	(5.000)	(10.000)	(5.000)
Καθαρή αύξηση / (μείωση) στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα περιόδου συνεχιζόμενης δραστηριότητας (α) + (β) + (γ)		<u>332</u>	<u>(288)</u>	<u>332</u>	<u>(288)</u>
Σύνολο εισροών / (εκροών) από διακοπόμενη λειτουργική δραστηριότητα (δ)		(138)	151	(274)	493
Σύνολο εισροών / (εκροών) από διακοπόμενη επενδυτική δραστηριότητα (ε)		(1.111)	(246)	(291)	(264)
Σύνολο εισροών / (εκροών) από διακοπόμενη χρηματοδοτική δραστηριότητα (στ)		1.150	350	-	-
Καθαρή αύξηση / (μείωση) στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα περιόδου διακοπόμενης δραστηριότητας (δ)+(ε)+(στ)		<u>(99)</u>	<u>255</u>	<u>(565)</u>	<u>229</u>
Σύνολο ταμειακών διαθεσίμων και ισοδυνάμων Ομίλου και εταιρίας ενάρξεως περιόδου	(20)	2.700	2.733	2.674	2.733
Σύνολο ταμειακών διαθεσίμων και ισοδυνάμων Ομίλου και εταιρίας λήξεως περιόδου	(20)	2.933	2.700	2.441	2.674

Κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης 2004 – 2005

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

(Ποσά σε χιλιάδες Ευρώ)

	Σημείωση	Από 1 Ιανουαρίου έως	
		31.12.2005	31.12.2004
Κύκλος εργασιών	4	43.220	47.290
Κόστος πωλήσεων	5-9-10	(36.842)	(38.383)
Μικτά Κέρδη		6.378	8.907
Λοιπά έσοδα εκμεταλλεύσεως	6	654	1.005
Έξοδα διαθέσεως	7-9	(1.546)	(1.451)
Έξοδα διοικήσεως	8-9-10	(1.748)	(2.104)
Λοιπά έξοδα εκμεταλλεύσεως		(55)	(609)
Κέρδη προ φόρων και χρηματοδοτικών αποτελεσμάτων		3.683	5.748
Χρηματοοικονομικά έσοδα	11	187	161
Χρηματοοικονομικά έξοδα	12	(3.338)	(6.693)
Κέρδη (Ζημίες) προ φόρων		532	(784)
Τρέχων φόρος εισοδήματος		-	-
Αναβαλλόμενος Φόρος εισοδήματος	13	(377)	(3.190)
Κέρδη / (Ζημίες) μετά από φόρους		155	(3.974)
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών επενδυτικών αποτελεσμάτων και αποσβέσεων		10.814	12.760
Κέρδη (Ζημίες) μετά από φόρους ανά Μετοχή – βασικά (σε Ευρώ)	14	0,01	(0,30)

Κατάσταση ταμειακών ροών 2004 – 2005

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

(Ποσά σε χιλιάδες Ευρώ)

Σημείωση	Από 1 Ιανουαρίου έως	
	31.12.2005	31.12.2004
Λειτουργικές δραστηριότητες		
Κέρδη (Ζημίες) προ φόρων	532	(784)
Πλέον/ μείον προσαρμογές για:		
Αποσβέσεις	7.131	7.012
Προβλέψεις	(78)	226
Συναλλαγματικές διαφορές	-	22
Άλλα μη ταμειακά έξοδα/έσοδα	(16)	36
	7.569	6.512
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	3.151	6.532
Πλέον / μείον προσαρμογές για μεταβολές λογαριασμών κεφαλαίου κίνησης ή που σχετίζονται με τις λειτουργικές δραστηριότητες :		
Μείωση / (αύξηση) αποθεμάτων	20	8
Μείωση / (αύξηση) απαιτήσεων	3.803	6.776
Μείωση / (αύξηση) υποχρεώσεων (πλην δανείων)	(385)	(7.211)
(Μείον) :		
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα καταβλημένα	(2.665)	(6.914)
Σύνολο εισροών / εκροών από λειτουργικές δραστηριότητες (α)	11.481	4.987
Επενδυτικές δραστηριότητες		
Αγορά ενσώματων και άυλων παγίων περιουσιακών στοιχείων	16-17	(1.366)
Εισπράξεις από πωλήσεις ενσώματων και άυλων παγίων	4	163
Τόκοι εισπραχθέντες	187	161
Σύνολο εισροών / εκροών από επενδυτικές δραστηριότητες (β)	(1.175)	(6.114)
Χρηματοδοτικές δραστηριότητες		
Εισπράξεις από εκδοθέντα / αναληφθέντα δάνεια	-	160.236
Εξοφλήσεις δανείων	(10.000)	(164.719)
Σύνολο εκροών από χρηματοδοτικές δραστηριότητες (γ)	(10.000)	(4.483)
Καθαρή αύξηση (μείωση) στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα περιόδου (α) + (β) + (γ)	306	(5.610)
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα ενάρξεως περιόδου	2.427	8.037
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα λήξεως της περιόδου	23	2.427

Πίνακας συγκριτικός των ισολογισμών της πενταετίας 2010 – 2014

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	2010	2011	2012	2013	2014
Ενσώματες ακινητοποιήσεις	182.747,00 €	180.277,00 €	177.034,00 €	173.920,00 €	171.354,00 €
Ασώματες ακινητοποιήσεις	91,00 €	88,00 €	58,00 €	49,00 €	44,00 €
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	8.586,00 €	8.948,00 €	9.653,00 €	12.705,00 €	12.554,00 €
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	32,00 €	31,00 €	104,00 €	105,00 €	105,00 €
Σύνολο μη κυκλοφορούντος ενεργητικού	191.456,00 €	189.344,00 €	186.849,00 €	186.779,00 €	184.057,00 €
Αποθέματα	807,00 €	787,00 €	639,00 €	660,00 €	721,00 €
Πελάτες και λοιπές εμπορικές απαιτήσεις	2.925,00 €	2.054,00 €	1.524,00 €	1.450,00 €	1.187,00 €
Λοιπές απαιτήσεις	1.133,00 €	1.148,00 €	910,00 €	771,00 €	965,00 €
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	5.238,00 €	3.457,00 €	2.477,00 €	2.260,00 €	3.851,00 €
Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού	10.103,00 €	7.446,00 €	5.550,00 €	5.141,00 €	6.724,00 €
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	201.559,00 €	196.790,00 €	192.399,00 €	191.920,00 €	190.781,00 €
(Ποσά σε χιλιάδες Ευρώ)					
ΠΑΘΗΤΙΚΟ					
Μετοχικό Κεφάλαιο	115.680,00 €	115.680,00 €	<u>115.680,00 €</u>	<u>115.680,00 €</u>	<u>115.680,00 €</u>
Αποθεματικά	1.210,00 €	1.210,00 €	1.210,00 €	1.210,00 €	1.210,00 €
Αποτελέσματα εις νέον	586,00 €	-1.589,00 €	-5.603,00 €	-4.673,00 €	-4.749,00 €
Σύνολο καθαρής θέσης	117.476,00 €	115.301,00 €	111.287,00 €	112.217,00 €	112.141,00 €
Ομολογιακό δάνειο	75.000,00 €	70.000,00 €	70.000,00 €	70.000,00 €	70.000,00 €
Υποχρεώσεις για αποζημίωση προσωπικού λόγω εξόδου	2.115,00 €	2.117,00 €	1.778,00 €	1.614,00 €	2.185,00 €
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	<u>242,00 €</u>	<u>221,00 €</u>	<u>270,00 €</u>	<u>249,00 €</u>	<u>159,00 €</u>
Προβλέψεις	54,00 €	2.854,00 €	54,00 €	54,00 €	54,00 €
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	77.411,00 €	75.192,00 €	72.102,00 €	71.917,00 €	72.398,00 €
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	2.402,00 €	2.029,00 €	1.958,00 €	3.485,00 €	1.937,00 €
Οφειλές από φόρους και εισφορές	939,00 €	1.087,00 €	856,00 €	731,00 €	964,00 €
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	3.331,00 €	3.181,00 €	2.853,00 €	3.570,00 €	3.341,00 €
Προβλέψεις	0,00 €	0,00 €	3.343,00 €	0,00 €	0,00 €
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	6.672,00 €	6.297,00 €	9.010,00 €	7.786,00 €	6.242,00 €
Σύνολο υποχρεώσεων	84.083,00 €	81.489,00 €	81.112,00 €	79.703,00 €	78.640,00 €
<u>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</u>	<u>201.559,00 €</u>	<u>196.790,00 €</u>	<u>192.399,00 €</u>	<u>191.920,00 €</u>	<u>190.781,00 €</u>
(Ποσά σε χιλιάδες Ευρώ)					

Πίνακας συγκριτικός αποτελεσμάτων χρήσης της πενταετίας 2010 – 2014

	2010	2011	2012	2013	2014
Κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης					
Έσοδα πωλήσεων	31.191,00 €	30.471,00 €	23.355,00 €	26.105,00 €	28.915,00 €
Κόστος πωληθέντων	26.793,00 €	27.063,00 €	23.483,00 €	24.222,00 €	25.099,00 €
Μικτό κέρδος	4.398,00 €	3.408,00 €	-128,00 €	1.883,00 €	3.816,00 €
Λοιπά έσοδα	491,00 €	1.100,00 €	644,00 €	468,00 €	663,00 €
Έξοδα διαθέσεως	1.538,00 €	1.552,00 €	1.319,00 €	1.269,00 €	1.293,00 €
Έξοδα διοικήσεως	858,00 €	1.039,00 €	1.025,00 €	760,00 €	797,00 €
Φόροι - τέλη ακίνητης περιουσίας	85,00 €	392,00 €	219,00 €	199,00 €	68,00 €
Λοιπά έξοδα	97,00 €	2.889,00 €	640,00 €	378,00 €	94,00 €
Λειτουργικό κέρδος	2.311,00 €	-1.364,00 €	-2.687,00 €	-255,00 €	2.227,00 €
Χρηματοοικονομικά έσοδα	1.636,00 €	944,00 €	70,00 €	56,00 €	52,00 €
Χρηματοοικονομικά έξοδα	1.528,00 €	2.046,00 €	2.050,00 €	1.701,00 €	1.687,00 €
Κέρδος προ φόρου	2.419,00 €	-2.466,00 €	-4.667,00 €	-1.900,00 €	592,00 €
Φόρος εισοδήματος	577,00 €	-291,00 €	-653,00 €	-2.655,00 €	272,00 €
Καθαρό κέρδος/ζημιά(μετά από φόρους)	1.842,00 €	-2.175,00 €	-4.014,00 €	755,00 €	320,00 €
Έκτακτη εισφορά (ν. 3845/2010)	68,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
Κέρδη μετά το φόρο εισοδήματος και την έκτακτη εισφορά	<u>1.774,00 €</u>	<u>-2.175,00 €</u>	<u>-4.014,00 €</u>	<u>755,00 €</u>	<u>320,00 €</u>
(Ποσά σε χιλιάδες Ευρώ)					

**Πίνακας συγκριτικός των χρηματοοικονομικών δεικτών της πενταετίας
2010 – 2014**

ΔΕΙΚΤΕΣ	2010	2011	2012	2013	2014
Τρέχουσας ρευστότητας	1,51	1,18	0,62	0,66	1,08
Άμεσης ρευστότητας	1,39	1,06	0,55	0,58	0,96
R.O.A.	0,88%	-1,11%	-2,09%	0,39%	0,17%
R.O.E.	1,51%	-1,89%	-3,61%	0,67%	0,29%
Συνολικής αποδοτικότητας	1,15%	-0,69%	-1,40%	-0,13%	1,17%
Κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού	0,15	0,15	0,12	0,14	0,15
Κυκλοφοριακή ταχύτητα παγίων	0,17	0,17	0,13	0,15	0,17
Κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων	38,65	38,72	36,55	39,55	40,10
Μέση περίοδος είσπραξης	34	24	23	20	15
Ξένα/Ίδια κεφάλαια	71,57%	70,68%	72,89%	71,03%	70,13%
Δανειακής επιβάρυνσης	41,72%	41,41%	42,16%	41,53%	41,22%
Κάλυψης χρηματοδοτικών αναγκών	151,24%	-66,67%	-14,99%	131,07%	132,01%
Περιθώριο μικτού κέρδους	14,10%	11,18%	-0,55%	7,21%	13,20%
Περιθώριο οργανικού κέρδους	7,41%	-4,48%	-11,51%	-0,98%	7,70%
Περιθώριο καθαρού κέρδους	5,91%	-7,14%	-17,19%	2,89%	1,11%
Απόδοσης συνολικών κεφαλαίων	1,15%	-0,69%	-1,40%	-0,13%	1,17%