

Περιεχόμενα

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ - ΣΤΟΧΟΣ ΤΗΣ ΠΑΡΟΥΣΑΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

ΜΕΡΟΣ Α - ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΤΗΣ ΣΧΕΤΙΚΗΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ - ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑΣ

1.	Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ	10
1.1.	<i>Οι υποθέσεις της αποτελεσματικής αγοράς</i>	11
1.2.	<i>Μορφές αποτελεσματικότητας</i>	13
1.3.	<i>Συνέπειες της αποτελεσματικότητας της αγοράς για τους επενδυτές</i>	15
1.4.	<i>Συνέπειες της αποτελεσματικότητας για τις επιχειρήσεις</i>	17
1.5.	<i>Συνέπειες της αποτελεσματικότητας για τους χρηματοοικονομικούς αναλυτές</i>	18
1.6.	<i>Επενδυτικές τακτικές στα πλαίσια των διαφόρων μορφών αποτελεσματικότητας των αγορών</i>	19
2.	ΘΕΜΕΛΙΩΔΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗ	21
2.1.	<i>Δομή της θεμελιώδους ανάλυσης</i>	21
2.2.	<i>Το μοντέλο εκτίμησης της οικονομικής αξίας της μετοχής</i>	27
2.3.	<i>Αναμενόμενες (Pro Forma) χρηματοοικονομικές καταστάσεις</i>	28
3.	ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ	30
3.1.	<i>Κατάρτιση καταστάσεων ταμειακών ροών</i>	30
3.2.	<i>Ωφέλειες από την κατάρτιση ταμειακών ροών</i>	34
3.3.	<i>Αδέσμευτες ταμειακές ροές</i>	36
3.4.	<i>Σύγκριση Ταμειακών εισροών και κερδών</i>	39

4.	ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ	41
4.1.	<i>Ανάλυση ρευστότητας</i>	42
4.2.	<i>Δείκτες κυκλοφοριακής ταχύτητας</i>	46
4.3.	<i>Δείκτες δαπανών λειτουργίας</i>	50
4.4.	<i>Δείκτες αποδοτικότητας</i>	52
4.5.	<i>Δείκτες δομής κεφαλαίων</i>	61
5.	ΑΝΑΛΥΣΗ ΜΕ ΧΡΗΣΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ	65
	ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ	
5.1.	<i>Μέρισμα ανά μετοχή</i>	65
5.2.	<i>Κέρδη ανά μετοχή</i>	67
5.3.	<i>Ποσοστό διανεμομένων κερδών</i>	70
5.4.	<i>Λόγος χρηματιστηριακής τιμής προς εσωτερική αξία μετοχής</i>	70
5.5.	<i>Χρηματιστηριακή τιμή προς κέρδος ανά μετοχή</i>	72
5.6.	<i>Ταμειακή ροή ανά μετοχή</i>	74
6.	ΜΟΝΤΕΛΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ	76
6.1.	<i>Αποτίμηση μετοχών με βάση τα μερίσματα</i>	77
6.2.	<i>Αποτίμηση μετοχών με βάση τις Αδέσμευτες Ταμειακές Ροές στη Μετοχή</i>	79
6.3.	<i>Αποτίμηση μετοχών με βάση τις Αδέσμευτες Ταμειακές Ροές στην Επιχείρηση</i>	83
ΜΕΡΟΣ Β - ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΕΩΝ		
7.	ΕΠΙΛΟΓΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ	86
8.	Ο ΚΛΑΔΟΣ ΤΩΝ ΜΗ ΜΕΤΑΛΛΙΚΩΝ ΟΡΥΚΤΩΝ	88
8.1.	<i>Παραγωγή & Απασχόληση</i>	89
8.2.	<i>Χρηματοοικονομικά στοιχεία</i>	89
8.3.	<i>Τάσεις & Προοπτικές</i>	91
8.4.	<i>Οι εταιρείες του χρηματιστηριακού κλάδου</i>	93

9.	S & B ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ	116
9.1.	<i>Γενικές πληροφορίες για την εταιρεία</i>	116
9.2.	<i>Συνεχιζόμενη δραστηριότητα</i>	117
9.3.	<i>Βασικά οικονομικά στοιχεία ανά προϊόν</i>	120
9.4.	<i>Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων S & B</i>	124
9.5.	<i>Αποτίμηση της Αξίας της Μετοχής</i>	129
10.	ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ	134
10.1.	<i>Γενικές πληροφορίες για την εταιρεία</i>	134
10.2.	<i>Συνεχιζόμενη δραστηριότητα</i>	135
10.3.	<i>Βασικά οικονομικά στοιχεία ανά προϊόν</i>	136
10.4.	<i>Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων της ΑΓΕΤ Ηρακλής</i>	141
10.5.	<i>Αποτίμηση της Αξίας της Μετοχής</i>	147
11.	ΙΚΤΙΝΟΣ ΑΕ	176
11.1.	<i>Γενικές πληροφορίες για την εταιρεία</i>	176
11.2.	<i>Συνεχιζόμενη δραστηριότητα</i>	178
11.3.	<i>Βασικά οικονομικά στοιχεία</i>	179
11.4.	<i>Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων της Ικτίνος Α.Ε.</i>	182
11.5.	<i>Αποτίμηση Αξίας της Μετοχής</i>	185
ΕΠΙΛΟΓΟΣ - ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ		191
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ - ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ		196
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ: Ισολογισμοί Εταιρειών Δείγματος		201

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η λογιστική είναι η τέχνη της επικοινωνίας χρηματοοικονομικών πληροφοριών μιας επιχείρησης στους άμεσα ενδιαφερόμενους για αυτές, που δεν είναι άλλοι από τους μετόχους και τα διευθυντικά στελέχη της. Το μέσο αυτής της επικοινωνίας είναι οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις που απεικονίζουν με χρηματικά μεγέθη τα περιουσιακά στοιχεία που βρίσκονται υπό τον έλεγχο της επιχείρησης.

Οι μέτοχοι αναζητούν την πληροφόρηση για να αξιολογήσουν την απόδοση των διευθυντικών στελεχών. Συνήθως η απόδοση των διευθυντικών στελεχών μετράται στην βάση ενός οικονομικού έτους, που πολλές φορές συμπίπτει με το ημερολογιακό έτος, και απεικονίζει σε ποιο βαθμό η περιουσία της επιχείρησης αυξήθηκε ή μειώθηκε τη συγκεκριμένη χρήση. Επίσης οι μέτοχοι επιθυμούν χρηματοοικονομικές πληροφορίες για να προβλέψουν την μελλοντική απόδοση της εταιρείας. Συνήθως οι ιστορικές χρηματοοικονομικές καταστάσεις χρησιμοποιούνται ως μέσο αξιολόγησης των ιστορικών αποδόσεων της επιχείρησης για να προβλεφθεί η μελλοντική απόδοση.

Τα διευθυντικά στελέχη από την πλευρά τους αναζητούν χρηματοοικονομικές πληροφορίες για να αξιολογήσουν μελλοντικά επενδυτικά σχέδια αλλά και για να μετρήσουν το βαθμό του ελέγχου τους πάνω στα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης.

Παρ' όλο που εργάζομαι ως τεχνικός σύμβουλος σε λογιστικά θέματα στην εταιρεία Ορκωτών Ελεγκτών & Συμβούλων Επιχειρήσεων **Price Waterhouse Coopers**, η εκπόνηση της παρούσας διπλωματικής διατριβής στα πλαίσια του μεταπτυχιακού προγράμματος «Χρηματοοικονομική Ανάλυση» του τμήματος Τραπεζικής &

Χρηματοοικονομικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιά μου έδωσε την δυνατότητα να κατανοήσω σε βάθος την δυναμική διάσταση της ανάλυσης των λογιστικών καταστάσεων.

Στο σημείο αυτό θα ήθελα να ευχαριστήσω τον Αναπληρωτή Καθηγητή του Πανεπιστημίου Πειραιά κύριο Εμ. Τσιριτάκη, που ως επιβλέπων καθηγητής, μου έδωσε την ευκαιρία να ασχοληθώ με ένα τόσο ενδιαφέρον θέμα.

Ευχαριστώ θερμά τον Ορκωτό Ελεγκτή, Partner της Ernst & Young και διδάσκοντα στο Πανεπιστήμιο Πειραιά κύριο Γ. Αληφαντή για την υποστήριξη του. Επίσης, ευχαριστώ την Ορκωτό Ελεγκτή και Senior Manager της Price Waterhouse Coopers κυρία Μαρίζα Σακελλαρίδου για την βοήθεια της. Ευχαριστώ τέλος, την οικογένεια μου και ιδιαίτερα την αδερφή μου κυρία Έμμη Παρδάλη για την συμβολή της στην εκπόνηση της παρούσας διατριβής.

Πειραιάς Μάρτιος 2005

Θάνος Παρδάλης

ΕΙΣΑΓΩΓΗ - ΣΤΟΧΟΣ ΤΗΣ ΠΑΡΟΥΣΑΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ.

Σύμφωνα με το **Διεθνές Πρότυπο Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης 1 (IFRS 1)** οι οικονομικές καταστάσεις περιλαμβάνουν τις επιμέρους παρακάτω αναφερόμενες καταστάσεις:

- Τον ισολογισμό
- Την κατάσταση αποτελεσμάτων
- Την κατάσταση μεταβολών ιδίων κεφαλαίων
- Την κατάσταση ταμειακών ροών
- Το προσάρτημα ή τις επεξηγηματικές σημειώσεις.

Παρόμοια είναι η αντιμετώπιση των οικονομικών καταστάσεων από το Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο και τον Ν.2190/1920, που αποτελεί τον βασικό νόμο για την λειτουργία των ανωνύμων εταιρειών στην Ελλάδα. Σύμφωνα με τις παραπάνω διατάξεις οι οικονομικές καταστάσεις είναι οι εξής:

- Ο ισολογισμός
- Η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης
- Ο πίνακας διάθεσης αποτελεσμάτων
- Ο λογαριασμός Γενικής Εκμετάλλευσης
- Το προσάρτημα του ισολογισμού.

Οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις αποτελούν το αρχικό set πληροφοριών που οι εταιρείες δημοσιεύουν και οι επενδυτές αποτελούν τους αρχικούς χρήστες των χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Οι επιχειρήσεις απαιτούν κεφάλαια από τους επενδυτές και προετοιμάζουν τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις για να βοηθήσουν τους επενδυτές να αποφασίσουν αν θα επενδύσουν σε αυτές. **Οι επενδυτές** από την πλευρά τους αναμένουν από τις επιχειρήσεις να προσθέσουν αξία στην επένδυση που έχουν πραγματοποιήσει και μελετούν τις οικονομικές καταστάσεις για να

αξιολογήσουν την δυνατότητα της επιχείρησης να προσθέτει αξία στην επένδυση τους. Εκτός από τους επενδυτές υπάρχουν και άλλες ομάδες που ζητούν και χρησιμοποιούν τις πληροφορίες που αποκαλύπτονται από τις λογιστικές καταστάσεις. Οι κυριότερες από αυτές είναι:

1. **Οι πιστωτές**, όπως για παράδειγμα οι τράπεζες που ζητούν την παροχή λογιστικών πληροφοριών τη στιγμή υποβολής μιας αίτησης για τη χορήγηση κάποιου δανείου ή μια εγγυητικής επιστολής.
2. **Η διοίκηση της επιχείρησης**, προκειμένου να λάβει επενδυτικές, χρηματοοικονομικές ή λειτουργικές αποφάσεις. Επίσης πολλές φορές οι αμοιβές των διοικητικών στελεχών είναι συνδεδεμένες με λογιστικούς αριθμούς, όπως τα καθαρά κέρδη ή αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων.
3. **Οι εργαζόμενοι**, που ενδιαφέρονται για την βιωσιμότητα της επιχείρησης που εργάζονται και την ικανότητα δημιουργίας κερδών.
4. **Οι φορολογικές αρχές και οι άλλες δημόσιες υπηρεσίες και εποπτικές αρχές**.
5. **Οι πελάτες και οι διάφορες άλλες ομάδες**, που ζητούν λογιστικές πληροφορίες και ενδιαφέρονται τόσο για τις προοπτικές της εταιρείας όσο και για την μακροχρόνια βιωσιμότητα της.

Κάθε ομάδα από τους παραπάνω χρήστες των χρηματοοικονομικών καταστάσεων προσπαθεί να κατανοήσει όσο το δυνατόν καλύτερα τις λογιστικές καταστάσεις και να ανακαλύψει τις αδυναμίες της επιχείρησης αλλά και τις μελλοντικές προοπτικές της. Η **ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων** αποτελεί την μέθοδο με την οποία οι κάθε λογής χρήστες εκμαιεύουν τις απαιτούμενες πληροφορίες ώστε να αξιολογήσουν την δυναμική των επιχειρήσεων και να φθάσουν στις πιο συμφέρουσες για αυτούς αποφάσεις. Αυτή η αξιολόγηση της δυναμικής των επιχειρήσεων με βάση την ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων ονομάζεται θεμελιώδης ανάλυση - **Fundamental Analysis** (Pennman & Nissim 2001).

Η παραδοσιακή Θεμελιώδης ανάλυση, πριν από την εδραίωση των μοντέρνων οικονομικών ήταν προσανατολισμένη στην ερμηνεία των δεδομένων των λογιστικών καταστάσεων. Η ανάλυση των ισολογισμών που υποστήριξαν επιστήμονες όπως ο Graham και ο Dodd διαφέρει από την ανάλυση της σύγχρονης χρηματοοικονομίας που περιλαμβάνει ανάλυση τιμών, υπολογισμό βήτα (BETA ESTIMATION) και εφαρμογή άλλων τεχνικών και μεταβλητών για την επίτευξη των σκοπών της ανάλυσης.

Η αξία μιας επένδυσης σύμφωνα με την σύγχρονη χρηματοοικονομική βασίζεται στις προεξοφλημένες χρηματικές εισροές που αυτή θα δημιουργήσει στο μέλλον. Η Θεμελιώδης Ανάλυση στοχεύει στον προσδιορισμό και την πρόβλεψη των μελλοντικών χρηματικών εισροών και **στόχος της παρούσας εργασίας είναι να δείξουμε πως η Ανάλυση των Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων μπορεί να χρησιμοποιηθεί στην Θεμελιώδη Ανάλυση.**

ΜΕΡΟΣ Α

Επισκόπηση της σχετικής Βιβλιογραφίας & Αρθρογραφίας

1. Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

(Efficient market).

Αποτελεσματική αγορά είναι εκείνη στην οποία όλη η σχετική πληροφόρηση που αφορά μία συγκεκριμένη μετοχή αντανακλάται πλήρως στην τιμή της (Fama 1970). Αυτό σημαίνει ότι τη συγκεκριμένη στιγμή που εξετάσουμε την τιμή της μετοχής αυτή παρουσιάζει την πραγματική της αξία και δεν είναι ούτε υπερτιμημένη ούτε υποτιμημένη. Οι δυνάμεις της αγοράς λειτουργούν με ανταγωνιστικό τρόπο, με αποτέλεσμα να επικρατεί εκείνη η τιμή ισορροπίας που καλύπτει πλήρως τη ζήτηση και την προσφορά (δεν υπάρχει υπερβάλλουσα ζήτηση ούτε υπερβάλλουσα προσφορά). Η τιμή ισορροπίας της μετοχής είναι η πραγματική αξία ή διαφορετικά η παρούσα αξία των εσόδων τα οποία αναμένονται από τη συγκεκριμένη μετοχή. Όταν η αγορά είναι αποτελεσματική τότε η καθαρά παρούσα αξία της μετοχής είναι μηδέν. Η τιμή της μετοχής θα αλλάξει μόνο όταν υπάρχουν νέες πληροφορίες, οι οποίες θα θεωρηθούν σημαντικές.

Αυτό που περιγράψαμε παραπάνω αναφέρεται στην αποτελεσματικότητα της αγοράς σε ό,τι αφορά την πληροφόρηση (*information efficiency*). Επίσης υπάρχει η λειτουργική αποτελεσματικότητα (*operational efficiency*) η οποία αναφέρεται στην ικανότητα της αγοράς να διενεργεί συναλλαγές με το μικρότερο κόστος και η αποτελεσματικότητα καταμερισμού (*allocational efficiency*) που αναφέρεται στο γεγονός ότι υπάρχουν ίσες οριακές αποδόσεις για όλους τους επενδυτές, δηλαδή γίνεται σωστή κατανομή των πόρων (Η παραπάνω ανάλυση όσο και αυτή που ακολουθεί όσον αφορά την έννοια της αποτελεσματικής αγοράς στηρίζεται στην Διδακτορική Διατριβή της Επίκουρου Καθηγήτριας κας Α. Παπαδάκη).

1.1 Οι υποθέσεις της αποτελεσματικής αγοράς.

Οι υποθέσεις της αποτελεσματικής αγοράς είναι οι ακόλουθες :

1. Η αγορά μετοχών είναι ανταγωνιστική όταν συμμετέχουν πάρα πολλοί επενδυτές εκ των οποίων καθένας, μόνος του, δεν μπορεί ν' ασκήσει σημαντική επίδραση στις τιμές των μετοχών.
2. Δεν υπάρχει κόστος συναλλαγής.
3. Όλες οι πληροφορίες είναι διαθέσιμες σ' όλους τους επενδυτές χωρίς κόστος.

Οι παραπάνω υποθέσεις δεν ανταποκρίνονται στα πραγματικά δεδομένα της αγοράς, χωρίς αυτό να σημαίνει ότι δεν υπάρχει αποτελεσματικότητα. Αυτό σημαίνει ότι οι υποθέσεις της αποτελεσματικής αγοράς είναι ικανές, αλλά όχι αναγκαίες συνθήκες.

- Για να πραγματοποιηθεί μία συναλλαγή απαιτείται να καταβληθεί κάποια προμήθεια σε κάποια χρηματιστηριακή εταιρεία (κόστος συναλλαγής) η αγορά θα είναι αποτελεσματική όταν οι μεταβολές των τιμών (από έλευση κάποιας πληροφορίας) υπερβαίνουν το κόστος συναλλαγής.
- Σε μία αποτελεσματική αγορά οι τιμές των μετοχών αντανακλούν τις προσδοκίες των επενδυτών σε μία συγκεκριμένη στιγμή. Αυτό δε σημαίνει ότι οι προσδοκίες αυτές θα πραγματοποιηθούν στο μέλλον (το οποίο είναι αβέβαιο και δύσκολο να προβλεφθεί). Αν οι τιμές των μετοχών μεταβληθούν από απρόσμενα γεγονότα αυτό δεν αντιβαίνει την υπόθεση της αποτελεσματικότητας της αγοράς.
- Η αποτελεσματικότητα της αγοράς δεν αποκλείει την πραγματοποίηση υψηλών αποδόσεων για τους επενδυτές απλώς θεωρεί ότι σε μία υψηλά ανταγωνιστική αγορά οι επενδυτές δεν μπορούν να επιτυχάνουν

συστηματικά υψηλές αποδόσεις μεγαλύτερες από τις κανονικές αποδόσεις της αγοράς για δεδομένο επίπεδο κινδύνου (Διακογιάννης 1994).

- Σε μία αποτελεσματική αγορά όλοι οι επενδυτές δεν αντιλαμβάνονται ότι η αγορά είναι αποτελεσματική. Μπορεί να επικρατεί η αντίληψη ότι η αγορά δεν είναι αποτελεσματική και όμως οι τιμές των μετοχών να αντανακλούν πλήρως όλες τις δημοσιευμένες πληροφορίες. Ο Beaver (1989) κάνει την εξής αιτιολόγηση :

I. Ο κάθε επενδυτής είναι κάτοχος και γνώστης κάποιων πληροφοριών οι οποίες αντανακλώνται στις τιμές των μετοχών. Αυτή η «κοντόφθαλμη» αντίληψη του επενδυτή (ότι δεν υπάρχουν άλλες πληροφορίες) δημιουργεί την αίσθηση ότι οι τιμές των μετοχών είναι υποτιμημένες ή υπερτιμημένες.

II. Οι τιμές των μετοχών αντανακλούν τις προσδοκίες των επενδυτών. Αυτό δεν σημαίνει ότι όλοι οι επενδυτές έχουν τις ίδιες προσδοκίες. Αν τα κέρδη ανά μετοχή αυξήθηκαν κατά 20%, η μεταβολή αυτή για άλλους επενδυτές θα είναι ικανοποιητική και για άλλους όχι (για τους πρώτους θα πρέπει να αυξηθεί η τιμή ενώ για τους τελευταίους θα πρέπει να μειωθεί).

Αν η αγορά μετοχών είναι αποτελεσματική αυτό δε σημαίνει ότι οι Χρηματοοικονομικοί αναλυτές δεν είναι χρήσιμοι. Η υπόθεση της αποτελεσματικότητας δεν προσδιορίζει με ποια διαδικασία ή με ποιους μηχανισμούς οι τιμές των μετοχών ενσωματώνουν τις δημοσιευμένες πληροφορίες. Οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές ίσως να εκτελούν ένα σημαντικό ρόλο στη διαδικασία ανάλυσης, ερμηνεία και διάδοσης των πληροφοριών στους επενδυτές.

1.2 Μορφές Αποτελεσματικότητας.

Ο βαθμός αποτελεσματικότητας της αγοράς εκτιμάται με βάση τις διαθέσιμες πληροφορίες. Διακρίνουμε τρεις μορφές αποτελεσματικότητας (Fama 1970) :

- Η «ασθενής» αποτελεσματικότητα (weak form): όταν οι τιμές των μετοχών αντανακλούν πλήρως όλες τις πληροφορίες που αφορούν ιστορικές τιμές τότε η αποτελεσματικότητα της αγοράς θα χαρακτηριστεί ως «ασθενής».
- Η «ημι-ισχυρή» αποτελεσματικότητα (semi-strong form): όταν οι τιμές των μετοχών αντανακλούν όχι μόνο τις ιστορικές τιμές αλλά και κάθε δημοσίως διαθέσιμη πληροφορία ή εκτίμηση για τις προοπτικές και τα μελλοντικά σχέδια των εταιρειών. Εάν επικρατεί αυτή η μορφή, τότε υπάρχει «ημί - ισχυρή» αποτελεσματικότητα. Οι επενδυτές κάτω από αυτές τις συνθήκες δε θα είναι ικανοί να πραγματοποιήσουν μη αναμενόμενες αποδόσεις.
- Η «ισχυρή» αποτελεσματικότητα (Strong form): όταν οι τιμές των μετοχών έχουν ενσωματώσει όλες τις δημοσιευμένες και αδημοσίευτες πληροφορίες στον μηχανισμό τιμολόγησής τους. Αυτό σημαίνει ότι οι μη δημοσιευμένες πληροφορίες και εκείνες που γνωρίζουν, μόνον, όσοι έχουν εσωτερική πληροφόρηση λόγω των στενών σχέσεων που έχουν με τις επιχειρήσεις, δεν είναι σε θέση να πραγματοποιήσουν μεγαλύτερες αποδόσεις από τους υπόλοιπους (μη ειδικούς, εκτός επιχειρήσεων) επενδυτές.

Οι εμπειρικές μελέτες, που έχουν πραγματοποιηθεί για την πρώτη μορφή αποτελεσματικότητας, εξετάζουν, αν υπάρχει δυνατότητα με τη χρήση των ιστορικών

τιμών, να γίνει κάποια πρόβλεψη των μελλοντικών τιμών των μετοχών. Εάν υπάρχει αυτή η δυνατότητα, τότε η αγορά χαρακτηρίζεται ως «μη αποτελεσματική». Οι μέθοδοι που έχουν χρησιμοποιηθεί είναι α) η εξέταση σειριακών συσχετίσεων (serial correlation) Roll 1984, β) η μέθοδος των φίλτρων (filter rules), Beaver & Landsman (1981), γ) η μέθοδος relative strength, Jensen & Bennington (1970) και δ) τα run tests, Fama (1965).

Σε αντίθεση με τις παραπάνω μελέτες που βασίζονται σε ιστορικά στοιχεία, οι μελέτες που αναφέρονται στη δεύτερη μορφή αποτελεσματικότητας αφορούν την εξέταση γεγονότων όπως α) η ανακοίνωση για stock split, (Jensen & Roll 1969), β) η ανακοίνωση κερδών και η ανακοίνωση μερισμάτων, Bernard & Thomas (1989, 1990) γ) η δημοσίευση λογιστικών πληροφοριών, Ou & Penman (1989).

Ορίζοντας ως ημέρα 0 την ημέρα που πραγματοποιήθηκε το γεγονός (π.χ. η δημοσίευση των λογιστικών καταστάσεων τέλους χρήσεως) ελέγχεται αν πραγματοποιούνται μη αναμενόμενες αποδόσεις πριν και μετά την ημέρα δημοσίευσης. Οι έρευνες αυτές εξετάζουν τις μεταβολές των τιμών πριν και μετά την πραγματοποίηση του γεγονότος και επιχειρούν να δουν πότε έγινε η προσαρμογή των τιμών : κατά τη διάρκεια, μετά ή πριν από το γεγονός. Για να είναι αποτελεσματική η αγορά μετοχών σ' αυτή τη μορφή πρέπει η προσαρμογή των τιμών να γίνεται αμέσως μετά τη δημοσίευση σε χρόνο μηδέν.

Η τρίτη μορφή αποτελεσματικής αγοράς είναι η πιο δύσκολη για να αποδειχτεί εμπειρικά. Σύμφωνα με τη μορφή αυτή, οι τιμές των μετοχών αντανakλούν όλη την υπάρχουσα πληροφόρηση (δημοσιευμένη και μη). Η δυσκολία προκύπτει από το γεγονός ότι είναι δύσκολη η πρόσβαση στη μη δημοσιευμένη πληροφόρηση και, φυσικά, όχι εύκολο να παρατηρηθεί η αντίδραση της αγοράς σ' αυτήν. Οι έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί αφορούν τους διευθύνοντες των εταιρειών, εκείνες δηλαδή τις ομάδες που έχουν τη δυνατότητα να αποκτήσουν εσωτερική πληροφόρηση.

Ορισμένες έρευνες έδειξαν ότι αυτές οι ομάδες είχαν μικρότερες αποδόσεις σε σχέση με τις αποδόσεις του γενικού δείκτη, (Jensen 1968) ενώ κάποιες άλλες ότι υπάρχει δυνατότητα πραγματοποίησης μεγαλύτερων αποδόσεων, (Abdel-Khalik & Ajinkya 1982). Όπως γίνεται αντιληπτό, είναι φυσικό να πραγματοποιούνται έρευνες και να καταλήγουν σε διαφορετικά συμπεράσματα, εξαιτίας της δυσκολίας και της πολυπλοκότητας που παρουσιάζει η εξέταση της αποτελεσματικότητας.

1.3 Συνέπειες της αποτελεσματικότητας της αγοράς για τους επενδυτές.

Κάθε επενδυτής δείχνει ενδιαφέρον για τις τιμές των μετοχών και για τους παράγοντες που τις μεταβάλλουν. Αλλαγές στις τιμές των μετοχών συνεπάγονται μεταβολή στον πλούτο των επενδυτών. Αυτή η ανακατανομή των κεφαλαίων που γίνεται μεταξύ εκείνων που συμμετέχουν στην αγορά μετοχών έχει ως αποτέλεσμα να επηρεάζονται οι προτιμήσεις, οι προσδοκίες και οι αποφάσεις που παίρνουν. Η συμπεριφορά τους εξαρτάται από το να τι συνθήκες επικρατούν στην αγορά μετοχών. Αν η αγορά είναι αποτελεσματική, τότε όλες οι διαθέσιμες πληροφορίες έχουν ενσωματωθεί στις τιμές των μετοχών και ένας επενδυτής δεν είναι σε θέση να πραγματοποιήσει μεγαλύτερες αποδόσεις από κάποιον άλλον. Εάν προσπαθήσει να χρησιμοποιήσει τις διαθέσιμες πληροφορίες για να κάνει κάποια πρόβλεψη σχετικά με τις μεταβολές των τιμών μελλοντικά τότε θα αποτύχει. Αυτό σημαίνει ότι οι συμμετέχοντες είναι αποδεκτές των τιμών.

Ο επενδυτής μπορεί να εμπιστευτεί τις τιμές των μετοχών. Σε μία αποτελεσματική αγορά οι μετοχές είναι σωστά τιμολογημένες και παρέχεται η δυνατότητα σ' εκείνους που συμμετέχουν να πραγματοποιήσουν κανονικές αποδόσεις, ανάλογα με τον κίνδυνο στον οποίο επιλέγουν να εκτεθούν. Η θεωρία της αποτελεσματικότητας της αγοράς δεν ισχυρίζεται ότι οι τιμές των μετοχών θα παραμείνουν αμετάβλητες, ούτε ότι οι τιμές είναι τυχαίες. Όταν γίνεται η ανακοίνωση μιας σημαντικής πληροφορίας, οι τιμές θα μεταβάλλονται γρήγορα και άμεσα προς τη νέα τιμή ισορροπίας. Σε μία

αποτελεσματική αγορά ο μοναδικός παράγοντας που μεταβάλλει τις τιμές, είναι οι καινούργιες πληροφορίες. Αυτές οι νέες πληροφορίες είναι μη προβλέψιμες (ό,τι μπορεί να προβλεφθεί από τις ήδη υπάρχουσες πληροφορίες αυτό έχει ήδη ενσωματωθεί στις τιμές των μετοχών).

Αν η αγορά δεν είναι αποτελεσματική, αυτό σημαίνει ότι υπάρχουν πληροφορίες που δεν έχουν ενσωματωθεί στις τιμές των μετοχών με αποτέλεσμα κάποιες μετοχές να είναι υπερτιμημένες ή υποτιμημένες. Κάτω από αυτές τις συνθήκες ο επενδυτής έχει τις εξής επιλογές :

- ή να αναζητήσει τις πληροφορίες αυτές που θα του επιτρέψουν να εφαρμόσει κάποια επενδυτική στρατηγική η οποία θα του αποφέρει μεγάλες αποδόσεις.
Η έλλειψη αποτελεσματικότητας μπορεί να οδηγήσει τους επενδυτές να αφιερώσουν χρόνο, να δαπανήσουν χρήματα, για να αποκτήσουν τις πληροφορίες εκείνες που δεν έχουν ενσωματωθεί στις τιμές των μετοχών, και να δημιουργήσουν μη διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια επιδιώκοντας τις υψηλές αποδόσεις.
- ή να ακολουθεί τη συμπεριφορά των επενδυτών εκείνων που θεωρεί ότι κατέχουν τις πληροφορίες αυτές (ποιες μετοχές αγοράζουν ή πωλούν για να πράξει το ίδιο).
- ή να δημιουργήσει ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο, με την εφαρμογή μιας παθητικής στρατηγικής, για να έχει όσο λιγότερες συναλλαγές γίνεται με τους άλλους επενδυτές (οι οποίοι ενδεχομένως είναι κάτοχοι πληροφοριών που δεν έχουν ληφθεί υπόψη από την αγορά στον μηχανισμό τιμολόγησης των μετοχών).

- ή να γίνει διστακτικός, απρόθυμος με αποτέλεσμα να απομακρυνθεί από την αγορά μετοχών και να οδηγηθεί σε άλλου είδους επενδύσεις.
- ή να μειώσει τα κεφάλαια που έχει επενδύσει στην αγορά μετοχών και να τα χρησιμοποιήσει για καταναλωτικούς σκοπούς.

1.4 Συνέπειες της αποτελεσματικότητας για τις Επιχειρήσεις.

Αν η αγορά είναι αποτελεσματική τότε :

1. Όπως οι επενδυτές, έτσι και οι επιχειρήσεις πρέπει να έχουν εμπιστοσύνη στις τιμές των μετοχών. Όταν μία εταιρεία αγοράζει μία άλλη, θα πρέπει να γνωρίζει ότι σε συνθήκες αποτελεσματικής αγοράς οι μετοχές που θα αποκτήσει δεν είναι υποτιμημένες (άρα θα πρέπει να προβεί σ' αυτήν την αγορά γι' άλλους λόγους και όχι γιατί την αγοράζει σε «τιμή ευκαιρίας»).
2. Οι τιμές μπορούν να χρησιμοποιηθούν : α) για τον προσδιορισμό του κόστους κεφαλαίου και β) για την αξιολόγηση των επιδόσεων της διοίκησης.
3. Οι τιμές μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να διαπιστωθεί αν είναι δυνατό να πραγματοποιηθεί αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Αν η αγορά είναι αποτελεσματική θα μπορεί να προσδιορισθεί η τιμή διάθεσης των νέων μετοχών και ο βαθμός απορρόφησης τους από τους επενδυτές χωρίς να ζημιώνονται οι παλιοί μέτοχοι (ο πλούτος των παλαιών μετόχων θα επηρεαστεί από την τιμή των νέων μετοχών που θα εκδοθούν).
4. Οι επιχειρήσεις δεν μπορούν να παραπλανήσουν το επενδυτικό κοινό κάνοντας κάποια αλλαγή στην εφαρμογή των λογιστικών μεθόδων (αλλαγή στον τρόπο υπολογισμού των αποσβέσεων για να εμφανισθούν μεγαλύτερα

κέρδη). Αν πραγματοποιηθεί η αλλαγή αυτή η απόφαση της επιχείρησης δεν έχει καμία επίδραση στις τιμές των μετοχών.

5. Η διοίκηση των εταιρειών έχει ως αντικειμενικό σκοπό να μεγιστοποιήσει τον πλούτο των μετόχων. Η μεγιστοποίηση του πλούτου όμως σχετίζεται με την τιμή της μετοχής. Συνεπώς, οι μέτοχοι επιθυμούν να είναι αποτελεσματική η αγορά μετοχών για να εξασφαλίζεται η σωστή κατανομή των κεφαλαίων μεταξύ τους. Γι' αυτό το λόγο πολλές εταιρείες συνδέουν την αμοιβή της διοίκησης με τις αποδόσεις των μετοχών. Έτσι λοιπόν για τη διοίκηση οι τιμές των μετοχών είναι ζωτικής σημασίας.

Αν η αγορά δεν είναι αποτελεσματική τότε η ανησυχία των μετόχων θα είναι αρκετά έντονη θα υπάρχει απροθυμία και έλλειψη εμπιστοσύνης σε ότι αφορά την αγορά μετοχών. Οι επιχειρήσεις θα αντιμετωπίζουν προβλήματα στην προσπάθεια τους να αντλήσουν κεφάλαια με την έκδοση νέων μετοχών.

1.5 Συνέπειες της αποτελεσματικότητας για τους Χρηματοοικονομικούς Αναλυτές.

Ο ρόλος του αναλυτή είναι να αναζητά πληροφορίες, να τις αναλύει, να τις ερμηνεύει και να τις χρησιμοποιεί στην εφαρμογή επενδυτικής στρατηγικής. Αν η αγορά είναι αποτελεσματική :

- τότε ο αναλυτής γνωρίζει ότι οι ήδη δημοσιευμένες πληροφορίες έχουν ενσωματωθεί στις τιμές των μετοχών με αποτέλεσμα η αναζήτηση του και το ενδιαφέρον του να αφορά μη δημοσιευμένες πληροφορίες.
- γνωρίζει ότι δεν υπάρχουν υποτιμημένες και υπερτιμημένες μετοχές και η ανάλυση του στρέφεται στον προσδιορισμό του κινδύνου των μετοχών (για το σχηματισμό χαρτοφυλακίων).

1.6 Επενδυτικές τακτικές στα πλαίσια των διαφόρων μορφών αποτελεσματικότητας των αγορών

Οι επενδυτικές τακτικές μπορούν να κατηγοριοποιηθούν σε δυο μεγάλες κατηγορίες: **Στις ενεργητικές τακτικές** που προϋποθέτουν ότι αφενός η κεφαλαιαγορά δεν αποτιμά δίκαια τις μετοχές και αφετέρου ότι η υιοθέτηση μιας ενεργητικής τακτικής θα δώσει την ευκαιρία στον επενδυτή να διαγνώσει την άδικη αποτίμηση και στη συνέχεια να την εκμεταλλευτεί.

Οι παθητικές τακτικές που στηρίζονται στο ότι η κεφαλαιαγορά αποτιμά δίκαια τις μετοχές ή ακόμα και αν η αγορά δεν αποτιμά δίκαια τις μετοχές κανένας επενδυτής δεν μπορεί να το διαγνώσει και να το εκμεταλλευτεί (Foster 1986).

Οι ενεργητικές τακτικές περιλαμβάνουν τις εξής προσεγγίσεις:

1. **Τεχνική Ανάλυση:** Αυτή η προσέγγιση προϋποθέτει ότι υπάρχουν εξαρτήσεις στις αποδόσεις των τιμών των μετοχών που ένας επενδυτής μπορεί να εκμεταλλευτεί ώστε να λάβει αποδόσεις μεγαλύτερες από τις προβλεπόμενες. Σημαντικά εργαλεία στην τεχνική ανάλυση είναι η ανάλυση τάσεων που στηρίζεται στις ιστορικές τιμές μιας μετοχής και η ανάλυση ισχυρών σημείων αντίστασης που σχετίζονται με την κίνηση της συνολικής αγοράς. Είναι προφανές ότι η Τεχνική Ανάλυση στηρίζει την δύναμη της στην ύπαρξη αναποτελεσματικών αγορών και επομένως οι δημοσιευμένες πληροφορίες των χρηματοοικονομικών καταστάσεων δεν μπορούν να αλλάξουν τα δεδομένα ενός επενδυτή που στηρίζει τις επιλογές του στην Τεχνική Ανάλυση.
2. **Τακτικές που στηρίζονται στην σωστή επιλογή του χρόνου πραγματοποίησης της επένδυσης.** Αποτελεί παραλλαγή της τεχνικής ανάλυσης στην οποία ο επενδυτής καλείται να διαγνώσει μέγιστα και ελάχιστα σημεία στην αγορά ώστε να παίρνει πάντα την σωστή θέση σε αυτή.

3. Θεμελιώδης ανάλυση. Η προσέγγιση αυτή στηρίζεται στο δεδομένο ότι η αξία κάθε μετοχής προσδιορίζεται από τα θεμελιώδη μεγέθη της όπως τα κέρδη, τα μερίσματα, την δομή των κεφαλαίων της εταιρείας κλπ. Σε αυτή την προσέγγιση αν εκτιμηθεί η εσωτερική αξία της μετοχής με βάση τα θεμελιώδη μεγέθη της και συγκριθεί με την τρέχουσα χρηματιστηριακή της αξία μπορούν να προσδιοριστούν καθαρές επενδυτικές προτάσεις αγοράς πώλησης ή διακράτησης της μετοχής.

Οι παθητικές τακτικές στηρίζονται στην ύπαρξη ισχυρά αποτελεσματικών αγορών. Στην αποτελεσματική αγορά ο επενδυτής δεν μπορεί να εκμεταλλευτεί καμία πληροφορία είτε αυτή αφορά ιστορικά γεγονότα είτε τρέχοντα είτε μελλοντικά εφόσον αυτές αντανakλούνται στην τιμή των μετοχών ανά πάσα στιγμή. Ο στόχος αυτών των τακτικών είναι η κατασκευή ενός χαρτοφυλακίου μετοχών που ταιριάζει στις πεποιθήσεις και τις προσδοκίες του επενδυτή.

Μέσα σε μια ισχυρή αποτελεσματική αγορά ο επενδυτής επιθυμεί αρχικά τον κίνδυνο και την απόδοση της αγοράς για αυτό και διαφοροποιεί το χαρτοφυλάκιο του (Sharpe 1985). Στη συνέχεια αν ο επενδυτής επιθυμεί μεγαλύτερη αναμενόμενη απόδοση στην επένδυση του τότε πρέπει να αναλάβει μεγαλύτερα ποσοστά κινδύνου. Αυτό μπορεί να επιτευχθεί με ανοιχτή πώληση μετοχών ή την υιοθέτηση ενός λιγότερο διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου.

2. ΘΕΜΕΛΙΩΔΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗ

(Fundamental Analysis)

Η θεμελιώδης ανάλυση αποτελεί ενεργητική τακτική αξιολόγησης επενδύσεων και μπορεί να χρησιμοποιηθεί από τους αναλυτές που στοχεύουν στην αξιολόγηση της επιχειρησιακής λειτουργίας των επιχειρήσεων. Το δυνατό σημείο της Θεμελιώδους Ανάλυσης είναι ότι μπορεί να εφαρμοστεί στα πλαίσια όλων των μορφών αποτελεσματικότητας της αγοράς. Συγκεκριμένα, σε αγορές με μορφή «ασθενούς αποτελεσματικότητας» και «ημι-ισχυρής αποτελεσματικότητας», οι επενδυτές μπορούν να αναγνωρίσουν μετοχές που η κεφαλαιαγορά δεν αποτιμά δίκαια (είτε υπερεκτιμά την αξία τους είτε την υποεκτιμά) και στη συνέχεια να πάρουν θέση αγοράς, πώλησης, ή διακράτησης του μετοχικού τίτλου ανάλογα με τα αποτελέσματα της αξιολόγησης. Σε αγορές με μορφή «ισχυρής αποτελεσματικότητας» μια εκ βάθους ανάλυση που θα διεξαχθεί από έμπειρο μελετητή της αγοράς και θα περιλαμβάνει ανάλυση και του εξωτερικού περιβάλλοντος της επιχείρησης μπορεί να διαγνώσει αφενός μελλοντικές προοπτικές περαιτέρω ανάπτυξης αλλά και μελλοντικούς κινδύνους, που κάποιες ομάδες αναλυτών μπορεί να μην μπορούν να αντιληφθούν. Για αυτό το λόγο είναι δημοφιλής τακτική που ακολουθείται τόσο από εξωτερικούς επενδυτές όσο και από την ίδια την επιχείρηση.

2.1 Δομή της Θεμελιώδους Ανάλυσης.

Αντικειμενικός στόχος της Θεμελιώδους Ανάλυσης είναι η αξιολόγηση μιας επένδυσης. Εντούτοις η ανωτέρω αξιολόγηση είναι αποτέλεσμα μιας πολυεπίπεδης δυναμικής διαδικασίας που απαιτεί ανάλυση πλήθους δεδομένων αρχικά στο

μακροπεριβάλλον της επιχείρησης αλλά και δεδομένων και προοπτικών στο μικροπεριβάλλον της επιχείρησης. Έτσι ενώ η Τεχνική Ανάλυση στοχεύει στην πρόβλεψη τις τιμές της μετοχής χρησιμοποιώντας δείκτες και τάσεις της αγοράς, όπως ο όγκος συναλλαγών, η Θεμελιώδης Ανάλυση προσπαθεί να αξιολογήσει την τρέχουσα τιμή της μετοχής στην βάση των αναμενόμενων μελλοντικών κερδών της επιχείρησης και την εκτίμηση των αναμενόμενων ταμειακών εισροών της (Palerm - Healy - Bernard 2004). Εντούτοις, οι μοντέρνες τάσεις στην σύγχρονη Χρηματοοικονομική υποστηρίζουν την κλασσική Θεμελιώδη Ανάλυση με ποσοτικές μεθόδους ανάλυσης, όπως η ανάλυση τάσεων και η ανάλυση Επενδυτικών Δεικτών όπως, ο δείκτης τιμή προς κέρδη (P/E ratio) ή ο δείκτης τιμή προς χρηματιστηριακή αξία (P/BV ratio). Επιπλέον, χρησιμοποιούνται οικονομετρικά μοντέλα και εφαρμογές της στατιστικής συμπερασματολογίας για να προβλεφθούν μελλοντικές αποδόσεις των μετοχών. Σημειώνεται όμως, όπως ήδη αναλύσαμε και στο προηγούμενο κεφάλαιο, ότι η επιτυχία αυτών των μεθόδων εξαρτάται από την μορφή αποτελεσματικότητας της αγοράς, αλλά και από τις ικανότητες του αναλυτή.

Η Θεμελιώδης Ανάλυση συντίθεται από τις παρακάτω επιμέρους διαδικασίες (Penman 2004) & (Wild - Bernstsein - Subramanyam 2001) (Διάγραμμα 1):

- **Ανάλυση του μακροπεριβάλλοντος που δραστηριοποιείται η επιχείρηση.** Έξι αλληλένδετες μακροπεριβαλλοντικές δυνάμεις και συγκεκριμένα οι οικονομικές συνθήκες, η τεχνολογία, ο ανταγωνισμός, η δημογραφία, οι κοινωνικοί και πολιτιστικοί παράγοντες και οι πολιτικοί και νομικοί περιορισμοί, ασκούν σημαντική επίδραση στην επιχείρηση, πλην όμως δεν ελέγχονται από τη διοίκηση της. Στο πρώτο βήμα της ανάλυσης ο αναλυτής καλείται να διαγνώσει τις επιδράσεις του μακροπεριβάλλοντος στην επιχείρηση και το πώς αυτές ενδεχομένως να επηρεάζουν την δραστηριότητα της.

- **Ανάλυση της επιχειρησιακής στρατηγικής της επιχείρησης.** Ένας αναλυτής που θέλει να αξιολογήσει μια μετοχή μιας εταιρείας που δραστηριοποιείται στον τηλεπικοινωνιακό κλάδο, οφείλει να γνωρίζει τον κλάδο και την θέση της εταιρείας μέσα σε αυτόν. Πρέπει να γνωρίζει τις τεχνολογικές δυνατότητες της επιχείρησης και τις δυνατότητες του ανταγωνισμού της. Είναι δεδομένο ότι πρέπει να αναγνωρίζει την θέση των προϊόντων της επιχείρησης μέσα στην αγορά και το πώς αυτά ανταποκρίνονται στην ζήτηση των καταναλωτών. Επίσης, πρέπει να γνωρίζει την διαδικασία και το κόστος παραγωγής των προϊόντων ή της παροχής των υπηρεσιών ώστε να αντιλαμβάνεται την σημασία κάποιων μεγεθών. Δηλαδή δεν έχει την ίδια σημασία κόστος εργατικών 70% επί των πωλήσεων σε μια εταιρεία εντάσεως κεφαλαίου και σε μια εταιρεία εντάσεως εργασίας ή δεν είναι δυνατόν να έχουν τα ίδια ποσοστιαία επίπεδα αποθεμάτων και οι λιανοπωλητές και οι χονδροπωλητές. Τέλος, τα αποθέματα επιβαρύνονται με διαφορετικό ποσοστό κόστους προερχόμενο από τις αποσβέσεις σε μια βιομηχανική επιχείρηση που πρέπει να χρησιμοποιεί πάντα τεχνολογία αιχμής. Η προηγούμενη ανάλυση δείχνει γιατί οι αναλυτές πρέπει να εξειδικεύονται σε συγκεκριμένους τομείς και σε συγκεκριμένες αγορές. Η γνώση του κλάδου και της θέσης της επιχείρησης είναι ακρογωνιαία βάση στην αξιολόγηση των μετοχών με βάση την ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων.
- **Ανάλυση χρηματοοικονομικών πληροφοριών.** Στη συνέχεια ο αναλυτής καλείται να αναγνωρίσει βασικά οικονομικά μεγέθη μέσα από τον λεπτομερή έλεγχο των λογιστικών καταστάσεων. Τέτοιου είδους βασικά μεγέθη είναι οι πωλήσεις, το κόστος πωληθέντων, τα έξοδα διοικητικής λειτουργίας, τα έξοδα λειτουργίας διάθεσης, τα έξοδα ερευνών και ανάπτυξης, η φορολογική επιβάρυνση της εταιρείας (τρέχουσα και αναβαλλόμενη) τα ανόργανα έξοδα, τα χρηματοοικονομικά έξοδα. Ενώ τα προηγούμενα βασικά μεγέθη προκύπτουν αυτούσια από τις οικονομικές καταστάσεις, αποτελούν δηλαδή

πρωτογενή δεδομένα, μέσα στις οικονομικές καταστάσεις μπορούν να ανιχνευτούν και άλλες βασικές οικονομικές σχέσεις που βοηθούν στην ερμηνεία των οικονομικών στοιχείων των επιχειρήσεων. Τέτοιου είδους οικονομικές σχέσεις είναι οι αριθμοδείκτες και οι καταστάσεις ταμειακών ροών. Επισημαίνουμε ότι για να έχουν κάποια αξία τα παραπάνω στοιχεία θα πρέπει να εκφράζουν σχέσεις που παρουσιάζουν οικονομικό ενδιαφέρον και να οδηγούν σε συγκεκριμένα συμπεράσματα.

- ***Πρόβλεψη μελλοντικών ταμειακών εισροών.*** Οι εισπράξεις του κατόχου της μετοχής αποτελούνται από τα μελλοντικά μερίσματα που του αναλογούν και το ποσό που θα λάβει όταν η μετοχή τελικά πουληθεί. Όμως, οι μελλοντικές εισπράξεις του κατόχου της μετοχής είναι αβέβαιες και καθορίζονται από την μελλοντική πορεία της επιχείρησης, το λειτουργικό της αποτέλεσμα και τα επίπεδα των πωλήσεων που θα επιτύχει. Συνεπώς βασικό σημείο στην πρόβλεψη των ταμειακών εισροών του επενδυτή αποτελεί η πρόβλεψη των μελλοντικών ταμειακών εισροών της επιχείρησης και η βάση που αυτές θα υπολογιστούν. Στην σύγχρονη βιβλιογραφία αναφέρονται διαφορετικές πηγές γέννησης ταμειακών εισροών για την επιχείρηση. Έτσι, υποστηρίζεται ότι η βάση των ταμειακών εισροών της επιχείρησης είναι οι αδέσμευτες ταμειακές ροές (Free Cash Flow), ενώ άλλοι υποστηρίζουν ότι ταμειακές εισροές για την επιχείρηση προκύπτουν αν αφαιρεθούν από τα έσοδα που προκύπτουν από τις πωλήσεις τα έξοδα που έγιναν για να επιτευχθούν αυτές. Το ποια τελικά μέθοδος θα επιλεγεί αποτελεί βασικό σημείο στην ανάλυση γιατί προσδιορίζει ως ένα βαθμό και την μέθοδο πρόβλεψής τους.
- ***Εναλλαγή της πρόβλεψης των μελλοντικών ταμειακών ροών σε μοντέλο αξιολόγησης της οικονομικής αξίας της μετοχής.*** Ταμειακές εισροές αναμένεται να προκύψουν σε όλα τα χρόνια λειτουργίας της επιχείρησης. Συνεπώς, προβλέψεις για τις ταμειακές ροές από το προηγούμενο επίπεδο της ανάλυσης θα προκύψουν για μια σειρά ετών. Αυτή η σειρά αναμενόμενων

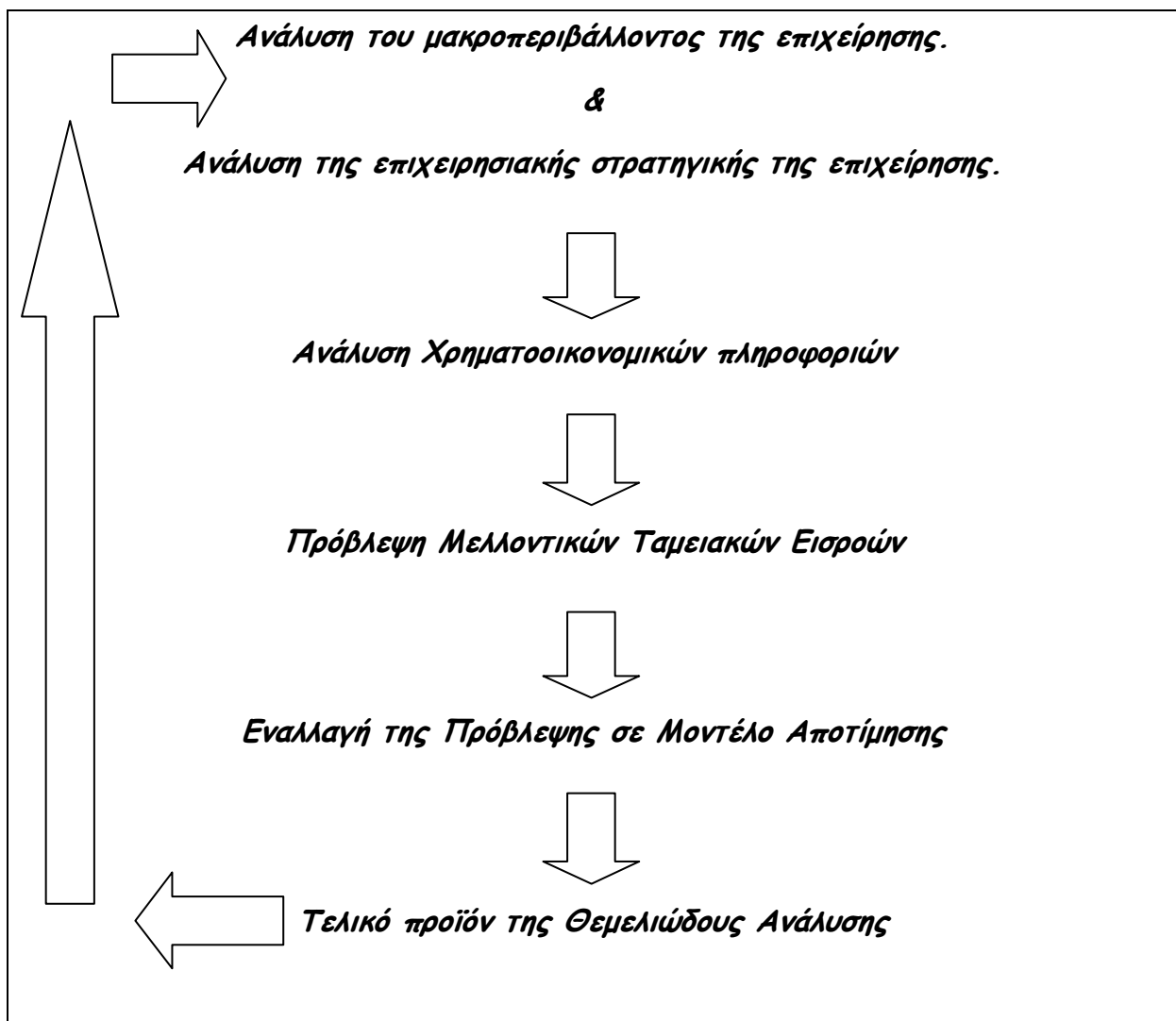
ταμειακών εισροών θα πρέπει να απεικονιστεί σαν ένα νούμερο, που αποτελεί και την τελική εκτίμηση της τιμής της μετοχής. Αυτό σημαίνει ότι οι μελλοντικές ταμειακές ροές θα πρέπει να προεξοφληθούν με τέτοιο τρόπο ώστε να λαμβάνεται υπόψη και η χρονική αξία του χρήματος (Time Value Of Money). Επίσης οι ταμειακές εισροές είναι αβέβαιες και είτε μπορεί να είναι χειρότερες από τις προβλεπόμενες, είτε μπορεί να είναι καλύτερες. Στο σημείο αυτό υπεισέρχεται στην ανάλυση και το θέμα του κινδύνου. Οι επενδυτές σαφώς θα προτιμήσουν ταμειακές ροές και συνεπώς μετοχές επιχειρήσεων με μικρότερο βαθμό αβεβαιότητας στην πραγματοποίηση των μελλοντικών τους ροών. Επομένως, οι ταμειακές ροές θα πρέπει να προεξοφληθούν με συντελεστή ανάλογο με την χρονική αξία του χρήματος και με τον βαθμό κινδύνου που ενσωματώνουν. Το επίπεδο της αξιολόγησης των μελλοντικών ταμειακών ροών περιλαμβάνει σαφώς την αναγνώριση και την μέτρηση του κινδύνου (Ou & Penman 1989).

- **Το τελικό προϊόν της Θεμελιώδους Ανάλυσης.** Το τελικό προϊόν της Ανάλυσης των Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων είναι μια πρόταση, ή εναλλακτικά μια επενδυτική στρατηγική. Ο εξωτερικός επενδυτής θα λάβει θέση αγοράς, πώλησης ή διακράτησης της μετοχής συγκρίνοντας την υπολογιζόμενη αξία της μετοχής με την αγοραία. Ο εσωτερικός επενδυτής θα συγκρίνει τις καθарές ταμειακές ροές μιας επένδυσης με το κόστος της και θα επιλέξει να προβεί ή να μην προβεί σε αυτή. Σε κάθε περίπτωση η υιοθέτηση μιας στρατηγικής σχετίζεται άμεσα με τον χρονικό ορίζοντα που αυτή θα υλοποιηθεί. Μακροπρόθεσμες επενδυτικές στρατηγικές, βρίσκονται σε συνάρτηση με υψηλότερα επίπεδα κινδύνου που σχετίζονται κυρίως με το εξωτερικό μακροπεριβάλλον της επιχείρησης (Paleru - Healy - Bernard 2004).

Στην σχετική αρθρογραφία (Ohlson 1995, Abarbanell & Bushee 1997) και βιβλιογραφία (Foster 1986, Penman 2004, Wild - Bernstein - Subramanyam 2001,

Ralery - Healy - Bernard 2004), τα δυο πρώτα επίπεδα της προηγούμενης ανάλυσης (ανάλυση μακροπεριβάλλοντος και ανάλυση επιχειρησιακής στρατηγικής της επιχείρησης), παρουσιάζονται σαν ένα και δίνεται ιδιαίτερη έμφαση στο μικροπεριβάλλον της επιχείρησης. Δεν διεξάγονται αναλύσεις για το εξωτερικό μακροπεριβάλλον αυτής, παρά μόνο σε επίπεδο ανταγωνισμού και ο αναλυτής δεν είναι σε θέση να ενσωματώσει στην ανάλυση του τις επιδράσεις των εξωτερικών μεταβλητών, όπως η γενικότερη οικονομική κατάσταση. Αυτή είναι και η βασική αιτία που οι αναλύσεις χρηματοοικονομικών καταστάσεων εστιάζουν στην πρόβλεψη ταμειακών ροών μεσοπρόθεσμων διαστημάτων.

Διάγραμμα 2.1



2.2 Το μοντέλο εκτίμησης της Οικονομικής Αξίας της Μετοχής.

Η ανάλυση των χρηματοοικονομικών πληροφοριών, η πρόβλεψη των μελλοντικών ταμειακών εισροών και η εναλλαγή της πρόβλεψης σε μοντέλο αξιολόγησης, μετατρέπουν την γνώση του αναλυτή πάνω στην επιχειρησιακή στρατηγική της επιχείρησης και του μικροπεριβάλλοντος αυτής, σε εκτίμηση της οικονομικής αξίας της μετοχής. Τα προηγούμενα επίπεδα της Θεμελιώδους Ανάλυσης καθορίζονται στο σύνολο τους σχεδόν, από το μοντέλο εκτίμησης της Οικονομικής Αξίας της Μετοχής που υιοθετεί ο αναλυτής (Penman 2004). Το μοντέλο εκτίμησης είναι αυτό που προσδιορίζει ποιες είναι οι αναγκαίες πληροφορίες που πρέπει να εκμαιευτούν από τις οικονομικές καταστάσεις και με ποιο τρόπο αυτές οι πληροφορίες θα μετατραπούν σε προβλέψεις για τις μελλοντικές ταμειακές εισροές της επιχείρησης. Επίσης το μοντέλο εκτίμησης προσδιορίζει πως οι προβλέψεις θα μετατραπούν σε αξιολόγηση της οικονομικής αξίας της μετοχής.

Το μοντέλο εκτίμησης βασίζεται πρωταρχικά σε αυτό που πρόκειται να προβλεφθεί. Η βάση της πρόβλεψης μπορεί να είναι τα μελλοντικά κέρδη ή οι μελλοντικές ταμειακές ροές της επιχείρησης. Εναλλακτικά η βάση του μοντέλου εκτίμησης μπορεί να είναι τα μελλοντικά μερίσματα.

Η κάθε μεγάλη εταιρεία συμβούλων επιχειρήσεων ακολουθεί ένα συγκεκριμένο μοντέλο εκτίμησης όπως το **VALUE BUILDER** της **PRICE WATERHOUSE COOPERS** (PwC, Corporate Finance & Recovery Service Line, In House Manual 2002). Άλλες μεγάλες εταιρείες συμβούλων έχουν υιοθετήσει δικά τους μοντέλα εκτίμησης όπως το **ECONOMIC VALUE MANAGEMENT** από την **KPMG** ή το **ECONOMIC PROFIT MODEL** από την **McKINSEY**. Το μοντέλο εκτίμησης που θα χρησιμοποιήσουμε στο Β Μέρος της παρούσας εργασίας, στηρίζεται σε μια τροποποίηση του **Value Builder** της **P.w.C.** και σε **Αναμενόμενες**

Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις (Pro Forma Financial Statements),
προσαρμοσμένο στις ανάγκες της ανάλυσης μας.

2.3 Αναμενόμενες Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις (Pro Forma Statements).

Όπως αναφέραμε παραπάνω οι Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις χρησιμοποιούνται ως πηγή άντλησης πληροφοριών για την δραστηριότητα της επιχείρησης. Εντούτοις τα βασικά στοιχεία του μοντέλου εκτίμησης της οικονομικής αξίας της μετοχής (VALUATION MODEL), όπως τα μελλοντικά κέρδη και οι μελλοντικές ταμειακές εισροές θα αντληθούν από τις μελλοντικές χρηματοοικονομικές καταστάσεις, όταν αυτές θα καταρτιστούν. Άρα οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις δεν αποτελούν μόνο το μέσο της πρόβλεψης των μελλοντικών κερδών και των μελλοντικών ταμειακών εισροών, αλλά αποτελούν αντικείμενο πρόβλεψης και οι ίδιες (Penman 2004).

Η ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων δίνει πληροφορίες για το πως μια επιχείρηση μπορεί να δημιουργήσει κέρδη και ταμειακές ροές. Συγκεκριμένα, από την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης προκύπτουν τα έσοδα από τις πωλήσεις, το κόστος πωληθέντων, τα έξοδα διοικητικής λειτουργίας, τα έξοδα της λειτουργίας διάθεσης, τα χρηματοοικονομικά έσοδα και έξοδα και άλλα έκτακτα έξοδα. Η κατάσταση ταμειακών ροών δίνει πληροφορίες για τις πηγές άντλησης ρευστών διαθεσίμων και τις δραστηριότητες που τα ρευστά διαθέσιμα διοχετεύονται. Ο ισολογισμός με τη σειρά του, αντικατοπτρίζει τα περιουσιακά στοιχεία που χρησιμοποιούνται για την επίτευξη πωλήσεων και τη δημιουργία ρευστών διαθεσίμων.

Οι αναμενόμενες χρηματοοικονομικές καταστάσεις αποτελούν μέσο πρόβλεψης των μελλοντικών ταμειακών ροών και των εσόδων και η κατασκευή τους στηρίζεται σε

αυτό που στην επαγγελματική διάλεκτο των Ελεγκτικών Εταιρειών ονομάζεται Pro Forma Analysis. Η αναμενόμενη χρηματοοικονομική κατάσταση θα υλοποιηθεί εφόσον οι παραδοχές πάνω στις οποίες στηρίχθηκε η κατασκευή της επαληθευτούν. Η πρόβλεψη αποτελεί το πιο σημαντικό επίπεδο στην θεμελιώδη ανάλυση και η κατασκευή αναμενόμενων χρηματοοικονομικών καταστάσεων είναι ο πυρήνας της πρόβλεψης. Η κατασκευή όμως των αναμενόμενων χρηματοοικονομικών καταστάσεων προϋποθέτει την χρηματοοικονομική ανάλυση των ήδη υπάρχοντων λογιστικών καταστάσεων. Τις μεθόδους ανάλυσης των υπάρχοντων λογιστικών καταστάσεων θα μελετήσουμε στα αμέσως επόμενα κεφάλαια.

3. ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ.

(Cash Flow Analysis)

Οι Καταστάσεις Ταμειακών Ροών αποτελούν μια από τις βασικές Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις που μια επιχείρηση οφείλει να συντάσσει και να δημοσιεύει. Συγκεκριμένα σύμφωνα με το IFRS 7 (Πρότυπο Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης 7) η επιχείρηση πρέπει να κατάρτιζει κατάσταση ταμειακών ροών και να την παρουσιάζει ως αναπόσπαστο μέρος των Οικονομικών Καταστάσεων για κάθε περίοδο που παρουσιάζει Οικονομικές Καταστάσεις. Η κατάσταση ταμειακών ροών είναι ιδιαίτερα χρήσιμη στους χρήστες των Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων γιατί τους παρέχει σημαντικές πληροφορίες ως προς τη δυνατότητα της επιχείρησης να δημιουργεί ταμειακά διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα, αλλά και πληροφορίες σχετικά με τις ανάγκες χρησιμοποίησης των διαθεσίμων αυτών.

3.1 Κατάρτιση καταστάσεων Ταμειακών Ροών

Η κατάσταση ταμειακών ροών εξηγεί και ερμηνεύει σε τι οφείλεται η από έτος σε έτος παρουσιαζόμενη μεταβολή των ρευστών διαθεσίμων της επιχείρησης. Στην βιβλιογραφία (Γκίκας 1997, Νιάρχος 2004) παρουσιάζονται δυο μέθοδοι κατάρτισης καταστάσεων ταμειακών ροών. Αυτές οι μέθοδοι είναι η άμεση μέθοδος και η έμμεση μέθοδος.

Με την άμεση μέθοδο η μεταβολή των διαθεσίμων επαληθεύεται σαν διαφορά ταμειακών εισροών και εκροών (εισπράξεων και πληρωμών) κατανεμημένων κατά δραστηριότητα της επιχείρησης. Οι ταμειακές δραστηριότητες μιας επιχείρησης συνοψίζονται σε τρεις βασικές δραστηριότητες.

- Ταμειακές ροές (εισροές - εκροές) οφειλόμενες σε λειτουργικές δραστηριότητες.
- Ταμειακές ροές (εισροές - εκροές) οφειλόμενες σε επενδυτικές δραστηριότητες.
- Ταμειακές ροές (εισροές - εκροές) οφειλόμενες σε χρηματοοικονομικές δραστηριότητες.

Οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες περιλαμβάνουν:

Εισπράξεις από πελάτες ή από πωλήσεις. Πρόκειται για το ποσό που προκύπτει από την συνεξέταση των πωλήσεων με τους πελάτες και με τυχόν γραμμάτια εισπρακτέα, εφόσον αυτά προέκυψαν από πωλήσεις εμπορευμάτων. Επίσης στις εισροές συνυπολογίζονται εισπράξεις από λοιπά έσοδα εκτός από τις πωλήσεις. Τέτοια έσοδα μπορεί να είναι έσοδα από συμμετοχές, έσοδα από τόκους, έσοδα από ενοίκια. Από τις παραπάνω εισροές αφαιρούνται πληρωμές σε προμηθευτές είτε αυτές είναι άμεσες, είτε είναι έμμεσες. Επίσης αφαιρούνται οι πληρωμές για έξοδα. Πρόκειται για το ποσό που προκύπτει από την συνεξέταση των εξόδων που σημαίνουν πληρωμή με έξοδα πληρωτέα και με τυχόν έξοδα προπληρωθέντα.

Οι ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες περιλαμβάνουν τις εισπράξεις από πώληση παγίων, συμμετοχών, ή χρεογράφων και τις εισπράξεις από χορηγηθέντα δάνεια. Από τις παραπάνω εισροές αφαιρούνται οι πληρωμές για την αγορά παγίων, συμμετοχών και χρεογράφων καθώς και οι πληρωμές λόγω χορήγησης δανείων.

Οι ταμειακές ροές από χρηματοοικονομικές δραστηριότητες περιλαμβάνουν τις εισπράξεις από νέες εισφορές των μετόχων και τις εισπράξεις από λήψη νέων δανείων. Από τις παραπάνω εισπράξεις αφαιρούνται οι επιστροφές εισφορών στους μετόχους, οι πληρωμές λόγω εξόφλησης ληφθέντων δανείων και οι πληρωμές μερισμάτων στους μετόχους.

Με την έμμεση μέθοδο ο υπολογισμός των ταμειακών ροών από τις επενδυτικές και τις χρηματοοικονομικές δραστηριότητες παρουσιάζονται με τον ίδιο τρόπο με την άμεση μέθοδο. Αυτό που διαφοροποιεί τις δυο μεθόδους είναι ο υπολογισμός των ταμειακών ροών από τις λειτουργικές δραστηριότητες. Συγκεκριμένα με την άμεση μέθοδο λαμβάνουμε υπ' όψη τα επιμέρους έσοδα και έξοδα της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης στα οποία προσθαφαιρούμε τα αναγκαία ποσά με σκοπό να μετατρέψουμε τα έσοδα σε εισπράξεις και τα έξοδα σε πληρωμές. Με την έμμεση μέθοδο αντί να λάβουμε υπ' όψη τα επιμέρους έσοδα και έξοδα στηρίζομαστε απ' ευθείας στο κέρδος χρήσης στο οποίο κάνουμε τις αναγκαίες προσαρμογές με σκοπό να μετατρέψουμε το κέρδος χρήσης σε ταμειακό κέρδος.

Στο καθαρό αποτέλεσμα χρήσης προσθέτουμε τα ποσά που θα προσθέταμε στα έσοδα για να εντοπίσουμε το εισπραχθέν ποσό. Τέτοιο κονδύλι είναι η ελάττωση των πελατών μεταξύ δυο διαδοχικών ισολογισμών. Στη συνέχεια αφαιρούμε τα ποσά που θα αφαιρούσαμε από τα έσοδα για να εντοπίσουμε το εισπραχθέν ποσό, όπως η αύξηση των πελατών. Στο επόμενο βήμα αφαιρούμε τα ποσά που θα προσθέταμε στα έξοδα όπως η αύξηση αποθεμάτων. Επίσης, προσθέτουμε τα ποσά που θα αφαιρούσαμε από τα έξοδα για να εντοπίσουμε το πληρωθέν ποσό, όπως η αύξηση των προμηθευτών. Τέλος προσθέτουμε όλα τα έξοδα που δεν σημαίνουν πληρωμή, όπως οι αποσβέσεις.

Σύμφωνα με το IFRS 7 οι επιχειρήσεις προτρέπονται να εμφανίζουν τις ταμειακές ροές τους από επιχειρηματικές δραστηριότητες χρησιμοποιώντας την άμεση μέθοδο, γιατί παρέχει πληροφορίες που μπορεί να είναι χρήσιμες στην εκτίμηση μελλοντικών ταμειακών ροών και οι οποίες δεν είναι προσιτές με την έμμεση μέθοδο.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3 - 1

Οικονομικές συναλλαγές (εργασίες)

Ταμειακές εισροές από :

- *πωλήσεις αγαθών και υπηρεσιών*
- *τόκους δανείων και μερίσματα*

Ταμειακές εκροές προς :

- *προμηθευτές προϊόντων*
- *εργαζομένους για παροχή υπηρεσιών*
- *Δημόσιο για φόρους*
- *δανειστές για τόκους*
- *τρίτους για δαπάνες*

Στοιχεία της καταστάσεως αποτελεσμάτων χρήσεως τα οποία χρησιμοποιούνται για τον προσδιορισμό του αποτελέσματος

Επενδυτικές δραστηριότητες

Ταμειακές εισροές από :

- *πώληση περιουσιακών στοιχείων, ακινήτων και μηχανημάτων*
- *πώληση ομολογιών ή μετοχών ή άλλων στοιχείων*
- *ομολογιούχους των χρεωλυσιών*

Ταμειακές εκροές προς :

- *αγορές περιουσιακών στοιχείων ακινήτων και μηχανημάτων από τρίτους*
- *αγορές ομολογιών ή μετοχών από τρίτους*
- *χορήγηση δανείων σε τρίτους*

Στοιχεία γενικά μακράς διάρκειας

Χρηματοοικονομικές δραστηριότητες

Ταμειακές εισροές από :

- *έκδοση μετοχών*
- *έκδοση ομολογιών και άλλων τίτλων*

Ταμειακές εκροές προς :

- *καταβολή μερισμάτων*
- *εξαγορά ομολογιών ή μετοχών της εταιρείας*

Γενικά μακράς διάρκειας υποχρεώσεις και στοιχεία ιδίων κεφαλαίων

(Πηγή: Νιάρχος 2004)

3.2 Ωφέλειες από την κατάρτιση Ταμειακών Ροών

Η κατάσταση ταμειακών ροών όταν χρησιμοποιείται σε συνδυασμό με τις λοιπές οικονομικές καταστάσεις, παρέχει πολύτιμες πληροφορίες στους χρήστες των Οικονομικών Καταστάσεων. Συγκεκριμένα παρέχει πληροφόρηση που τους επιτρέπει να εκτιμούν τις μεταβολές στην καθαρή θέση μιας επιχείρησης, τη χρηματοοικονομική δομή της και συγκεκριμένα τη ρευστότητα και τη φεργγγυότητα της και τις δυνατότητες να επηρεάζει τα ποσά και το χρόνο των ταμειακών ροών της, προκειμένου να τις προσαρμόζει στην αλλαγή συνθηκών και των ευκαιριών που της παρουσιάζονται.

Οι πληροφορίες για τις ταμειακές ροές είναι χρήσιμες στην εκτίμηση της δυνατότητας της επιχείρησης να δημιουργεί ταμειακά διαθέσιμα, αλλά και επιτρέπουν στους χρήστες να αναπτύξουν πρότυπα αξιολόγησης των διαφόρων επιχειρήσεων για να εκτιμούν και να συγκρίνουν την παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών τους. Με τον τρόπο αυτό αυξάνουν τη συγκρισιμότητα της παρουσιαζόμενης επιχειρηματικής απόδοσης μεταξύ διαφορετικών επιχειρήσεων, γιατί περιορίζουν τις επιδράσεις της χρησιμοποίησης διαφορετικών λογιστικών χειρισμών για τις ίδιες συναλλαγές και γεγονότα.

Πληροφορίες για προηγηθείσες ταμειακές ροές χρησιμοποιούνται ως βάση προσέγγισης του ποσού, του χρόνου και της βεβαιότητας των αντίστοιχων μελλοντικών ροών. Επίσης, είναι χρήσιμες για τον έλεγχο της ακρίβειας των προηγούμενων εκτιμήσεων της επιχείρησης, καθώς και για την εξέταση της σχέσεως μεταξύ της κερδοφορίας και των καθαρών ταμειακών ροών και της επίδρασης των μεταβολών των τιμών (IFRS 7, Επίσημη μετάφραση του Σώματος Ορκωτών Ελεγκτών - Λογιστών)

Επίσης η κατασκευή των ταμειακών ροών βασίζεται τόσο στον ισολογισμό όσο και στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως. Ο ισολογισμός όμως, ο οποίος δείχνει τη χρηματοοικονομική θέση μιας επιχειρήσεως σε δεδομένη χρονική στιγμή, δεν απεικονίζει την πραγματική κατάσταση διότι δεν λαμβάνει υπόψη του τις μεταβολές στο επίπεδο των τιμών, οι οποίες σε περιόδους πληθωρισμού είναι, πολλές φορές, σημαντικές. Ομοίως η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως δεν παρέχει από μόνη της την εικόνα της κερδοφόρου δυναμικότητας μιας επιχειρήσεως. Το ίδιο παρατηρείται και με την κατάσταση κεφαλαίου κινήσεως, η οποία ενώ παρέχει πληροφορίες για το οικονομικό αποτέλεσμα που επιτεύχθηκε μέσα σε μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο (λογιστική χρήση) δεν παρέχει πρόσθετες χρήσιμες πληροφορίες για τη ρευστότητα και τη χρηματοοικονομική κατάσταση μιας επιχειρήσεως.

Η σχέση μεταξύ της καταστάσεως ταμειακής ροής αφενός και του ισολογισμού και της καταστάσεως αποτελεσμάτων χρήσεως αφετέρου, δίδεται στο παρακάτω διάγραμμα.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3 - 2



(Πηγή: Νιάρχος 2004)

Όπως φαίνεται και από το παραπάνω διάγραμμα, ο ισολογισμός αναφέρεται σε ορισμένη χρονική στιγμή (την 31/12/2XXX).

Η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως καλύπτει την περίοδο στην οποία αναφέρεται ο ισολογισμός (λογιστική χρήση) και δείχνει πως τα κέρδη από τις δραστηριότητες της επιχειρήσεως επηρεάζουν τη χρηματοοικονομική κατάσταση αυτής στην περίοδο

που αναφέρονται. Εν τούτοις, η κατάσταση αποτελεσμάτων συχνά δεν ερμηνεύει τη συνολική μεταβολή στα παρακρατούμενα κέρδη, καθώς και άλλα γεγονότα τα οποία δεν εκτίθενται σ' αυτή, αλλά μπορεί να επηρεάσουν τα καθαρά κέρδη. Επιπλέον, η κατάσταση αποτελεσμάτων δεν αντανακλά μεταβολές στα άλλα στοιχεία της καθαρής θέσης, όπως π.χ. μια αύξηση κεφαλαίου με έκδοση νέων μετοχών κατά τη διάρκεια της χρήσεως. Αυτές όμως οι μεταβολές στην καθαρά θέση περιέχονται στην κατάσταση ταμειακής ροής, η οποία παρουσιάζει τις ταμειακές εισροές και εκροές μιας επιχειρήσεως κατά την ίδια περίοδο και ερμηνεύει τις μεταβολές στα επιμέρους στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού. Έτσι, η κατάσταση αυτή συνδέεται με τη ρευστότητα της επιχειρήσεως και ταυτόχρονα παρέχει πληροφορίες για τις συναλλακτικές, επενδυτικές και χρηματοοικονομικές δραστηριότητες της κατά την ίδια περίοδο. Η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως δεν μπορεί ως εκ της φύσεώς της να δώσει πληροφορίες για τις μεταβολές κάθε στοιχείου μεταξύ δύο διαδοχικών ισολογισμών, εκτός εάν τούτο γίνεται με τη μορφή υποσημειώσεων. Για τούτο η κατάρτιση της καταστάσεως ταμειακής ροής είναι απαραίτητη, προκειμένου να υπάρξει συνολική εικόνα των ταμειακών ροών σε μια λογιστική χρήση ή περίοδο, τόσο αυτών που προέρχονται από τις εργασίες όσο και από άλλες δραστηριότητες χρηματοοικονομικής ή επενδυτικής φύσεως.

3.3 Οι Αδέσμευτες Ταμειακές Ροές (Free Cash Flows)

Το αν μια επιχείρηση θα αναλάβει την εκτέλεση ενός επιχειρηματικού σχεδίου εξαρτάται από τις μελλοντικές ταμειακές εισροές που αυτό το επιχειρηματικό σχέδιο θα φέρει για την επιχείρηση. Αν αυτές οι ταμειακές εισροές συνεκτιμηθούν με την χρονική αξία του χρήματος, το κόστος πραγματοποίησης του επιχειρηματικού σχεδίου και το κόστος ευκαιρίας των δεσμευμένων κεφαλαίων η διοίκηση της

επιχείρησης μπορεί πολύ εύκολα να αποφασίσει αν θα πραγματοποιήσει ή όχι το προτεινόμενο επιχειρηματικό σχέδιο.

Η επιχείρηση την ίδια χρονική στιγμή είναι πιθανό να αναλαμβάνει την εκτέλεση πολλών διαφορετικών επιχειρηματικών σχεδίων. Οι συνολικές εισροές από όλα τα επιχειρηματικά σχέδια που αναλαμβάνει η επιχείρηση συνιστούν τις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες. Μέσα στα πλαίσια της συνεχιζόμενης δραστηριότητας τους οι επιχειρήσεις χρειάζονται διαθέσιμα για νέες επενδύσεις. Οι αδέσμευτες ταμειακές ροές δηλώνουν την ικανότητα της επιχείρησης να παράγει ταμειακές ροές πέρα από αυτές που χρειάζονται για να παραμείνει η επιχείρηση σε συνεχή λειτουργία(Γκίκας 1997). Οι αδέσμευτες ταμειακές ροές μπορούν είτε να διανεμηθούν στους εταίρους, είτε να παραμείνουν στην επιχείρηση προκειμένου να επενδυθούν και να συνεισφέρουν στην αύξηση των μελλοντικών κερδών και κατά συνέπεια στην αύξηση της τιμής της μετοχής.

Οι αδέσμευτες ταμειακές ροές υπολογίζονται με βάση τις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες. Από αυτές πρέπει να αφαιρεθούν οι καθαρές επενδύσεις σε πάγια (Επενδύσεις σε πάγια - Πωλήσεις παγίων). Στην σχετική βιβλιογραφία και αρθρογραφία το παραπάνω μέγεθος αναμορφώνεται με τις εξοφλήσεις τόκων δανείων και τις εισπράξεις από νέα δάνεια.

Ταμειακές Ροές Από Λειτουργικές Δραστηριότητες		XXX
μείον: Καθαρές Επενδύσεις σε Πάγια	-YYY	
μείον: Καθαρές Επενδύσεις σε Χρεόγραφα	-LLL	
μείον: Τόκοι Έξοδα για Εξοφλήσεις Δανείων	-ZZZ	
πλέον: Τόκοι Έσοδα από Χορηγήσεις Δανείων	+KKK	
Αδέσμευτες Ταμειακές Ροές		FCF

Αν αναλύσουμε τις ταμειακές ροές στα βασικά τους μέρη (Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες, ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες και ταμειακές ροές από χρηματοοικονομικές δραστηριότητες μια νέα σημαντική παράμετρος εισάγεται στην ανάλυση μας:

Η επιχείρηση στα πλαίσια της συνεχιζόμενης δραστηριότητας της χρηματοδοτείται από δυο βασικές πηγές: Από τους μετόχους της και από τους εξωτερικούς δανειστές της. Στη συνέχεια χρησιμοποιεί τα αντληθέντα κεφάλαια για να πραγματοποιήσει επενδύσεις και να χρηματοδοτήσει το καθαρό κυκλοφορούν ενεργητικό της. Η διαφορά μεταξύ των ταμειακών ροών της από λειτουργικές δραστηριότητες και των καθαρών της επενδύσεων (Οι αδέσμευτες ταμειακές ροές) θα πρέπει να είναι ικανή ώστε να εξοφληθούν οι υποχρεώσεις της εταιρείας προς τους εξωτερικούς της δανειστές και τους μετόχους της. Αν ορίσουμε ως C τις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες, ως I τις επενδύσεις σε πάγια, ως D τα μερίσματα στους μετόχους και ως F τις τρέχουσες υποχρεώσεις της εταιρείας προς τους δανειστές της τότε ισχύει (Penman 2004):



Ή με την μορφή τύπου $C - I = D + F$

Η παραπάνω σχέση είναι ιδιαίτερα χρήσιμη για τον οικονομικό αναλυτή εφόσον μπορεί να καταλήξει στο παρακάτω συμπέρασμα:

$C - I - F > D$, η επιχείρηση έχει υπερβάλλοντα διαθέσιμα που ενδεχομένως να είναι και αντιπαραγωγικά.

$C - I - F < D$, τότε η επιχείρηση θα πρέπει ή να προχωρήσει σε περαιτέρω δανεισμό ή να μειώσει τον ήδη υπάρχοντα.

3.4 Σύγκριση Ταμειακών Εισροών και Κερδών

Οι ταμειακές ροές αναγνωρίζουν και μετρούν εισροές μετρητών στην επιχείρηση, χωρίς όμως να σημαίνει ότι αυτές οι εισροές αντικατοπτρίζονται σε έσοδα, ενώ αντίστροφα αναφέρουν εκροές μετρητών που δεν συνδέονται κατ' ανάγκη με έξοδα. Σύμφωνα με τα Λογιστικά Πρότυπα των Ηνωμένων Πολιτειών, τα έσοδα που αναφέρονται στις λογιστικές καταστάσεις και που προκύπτουν από την εφαρμογή των Γενικά Αποδεκτών Λογιστικών Αρχών (*General Agreed Accounting Principals*), προσφέρουν καλύτερη πληροφόρηση για την απόδοση της εταιρείας από ότι η καταστάσεις ταμειακών ροών. Συγκεκριμένα στην διερμηνεία 1, παράγραφος 44, της επιτροπής FASB (*Financial Accounting Standards Board*) ορίζονται τα εξής:

"η πληροφόρηση που προκύπτει για τα κέρδη μιας επιχείρησης από την γενική λογιστική γενικά αποτελεί πιο ποιοτική αξιολόγηση αυτών, από ότι η πληροφόρηση που προκύπτει από τις τρέχουσες εισπράξεις και πληρωμές"

Πλήθος εμπειρικών ερευνών που έχουν διεξαχθεί πάνω στο συγκεκριμένο θέμα αποδεικνύουν την ορθότητα της παραπάνω πρότασης (Sloan 1996, Rayburn 1986).

Εντούτοις, αυξανόμενος είναι ο αριθμός των αναλυτών που χρησιμοποιούν τις ταμειακές ροές ως μέσο αξιολόγησης της οικονομικής δραστηριότητας της επιχείρησης. Αυτό μπορεί να αιτιολογηθεί ως εξής:

Αν ο αναλυτής χρησιμοποιεί μεθόδους αξιολόγησης της οικονομικής αξίας της μετοχής που στηρίζονται στο μοντέλο των υπολειπόμενων κερδών ("**Residual Earnings Valuation**"), αυτό που τον ενδιαφέρει πρωταρχικά είναι η κερδοφορία της εταιρείας και για αυτό εστιάζει την ανάλυση σε εκείνες τις Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις από όπου προκύπτει η κερδοφορία: Τον ισολογισμό και την κατάσταση

αποτελεσμάτων (Penman 2004). Όμως δεν μπορεί να παραγνωρίσει την σημασία των καταστάσεων ταμειακής ροής. Όπως δείξαμε παραπάνω η αξιολόγηση της κερδοφορίας βασίζεται στην λογιστική τακτοποίηση των εξόδων και των εσόδων και επειδή αυτά τα μεγέθη είναι λογιστικοί αριθμοί μπορούν να επηρεαστούν ανάλογα ώστε να "τακτοποιηθούν" ανεπιθύμητες παρενέργειες στην απεικόνιση της κερδοφορίας. Ο αναλυτής πρέπει να εξετάσει λεπτομερώς και τις ταμειακές ροές αρχικά για να εντοπίσει τις διαφορές με την κερδοφορία, στην συνέχεια να αναλύσει τις πηγές προέλευσης των διαφορών και τέλος για να αξιολογήσει την ποιότητα των κερδών.

4. ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ

(Financial Ratio Analysis)

Η ανάλυση των Χρηματοοικονομικών καταστάσεων με τη χρήση αριθμοδεικτών είναι μια μέθοδος που χρησιμοποιείται ευρέως από τους αναλυτές. Το πλεονέκτημα της χρήσης των αριθμοδεικτών συνίσταται στο ότι η ανάλυση τους μπορεί να δώσει συμπυκνωμένες πληροφορίες για τις χρηματοοικονομικές συνθήκες κάθε εταιρείας (Palermu - Healy - Bernard 2004). Με την χρήση τους γίνεται αμέσως αντιληπτή η πραγματική αξία και η σπουδαιότητα των απόλυτων μεγεθών. Περαιτέρω, με τη χρήση τους οι αναλυτές μπορούν να συγκρίνουν την δραστηριότητα εταιρειών με ανάμοια μεγέθη. Έτσι αν τα καθαρά κέρδη εκμετάλλευσης μιας επιχείρησης είναι € 2.000 και μιας άλλης είναι € 500, θα ήταν λάθος κάποιος να ορίσει εκ των προτέρων ότι η πρώτη επιχείρηση είναι πιο αποδοτική από την δεύτερη. Αν όμως εισαχθεί στο παραπάνω παράδειγμα το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων της κάθε επιχείρησης μπορούμε να φτάσουμε σε πιο ασφαλή συμπεράσματα. Πράγματι αν το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων της πρώτης είναι €5.000 και της δεύτερης € 600 τότε με μια απλή μαθηματική πράξη μπορούμε να πούμε ότι η δεύτερη επιχείρηση είναι πιο αποδοτική από την πρώτη.

"Αριθμοδείκτης είναι η απλή σχέση ενός κονδυλίου του ισολογισμού ή της καταστάσεως αποτελεσμάτων χρήσεως προς ένα άλλο και εκφράζεται με απλή μαθηματική μορφή" (Νιάρχος 2004).

Η μεμονωμένη ανάλυση αριθμοδεικτών μιας επιχείρησης λίγα έχει να προσφέρει στην αξιολόγηση της δραστηριότητας μιας επιχείρησης και προσφέρει μόνο ενδείξεις. Μια τέτοια ανάλυση θα πρέπει να περιλαμβάνει τουλάχιστον συγκρίσεις των

υπολογιζόμενων δεικτών με άλλους ιστορικούς δείκτες της ίδιας επιχείρησης, στην συνέχεια συγκρίσεις με δείκτες άλλων ανταγωνιστριών εταιρειών και τέλος συγκρίσεις με τους μέσους δείκτες του κλάδου (Foster 1986). Επίσης ένας αναλυτής θα πρέπει να είναι ιδιαίτερα προσεκτικός, εξαιτίας του πλήθους των δεικτών που αναφέρονται στην σχετική βιβλιογραφία και τελικά να επιλέγει αυτούς που είναι πιο αντιπροσωπευτικοί και ταιριάζουν στην ανάλυση του.

Οι κυριότεροι δείκτες μπορούν να ομαδοποιηθούν στις παρακάτω κατηγορίες:

Αριθμοδείκτες ρευστότητας (Liquidity ratios).

Αριθμοδείκτες κυκλοφοριακής ταχύτητας (Turnover ratios).

Αριθμοδείκτες δαπανών λειτουργίας (Operating expense ratios)

Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας (Profitability ratios).

Αριθμοδείκτες δομής κεφαλαίων (Financial structure and viability ratios).

4.1 Ανάλυση ρευστότητας

Η ανάλυση ρευστότητας αναφέρεται στην ικανότητα της επιχείρησης να μπορεί να ικανοποιεί τις τρέχουσες υποχρεώσεις της. Για να μπορέσει μια επιχείρηση να ανταποκριθεί στις τρέχουσες υποχρεώσεις της θα πρέπει να δημιουργεί επαρκή ρευστά διαθέσιμα. Η δημιουργία ρευστών διαθεσίμων γίνεται με την μετατροπή των πωλήσεων σε απαιτήσεις και των απαιτήσεων σε ρευστά. Όσο πιο γρήγορα μια επιχείρηση μετατρέπει τις απαιτήσεις της σε ρευστά διαθέσιμα, τόσο καλύτερη ρευστότητα απολαμβάνει. Οι αριθμοδείκτες ρευστότητας προσδιορίζουν το μέγεθος και στις σχέσεις των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων και των κυκλοφοριακών στοιχείων μιας επιχειρήσεως, τα οποία αποτελούν τις πηγές κάλυψης αυτών των υποχρεώσεων. Η οικονομική κατάσταση μιας επιχειρήσεως μπορεί να θεωρηθεί καλή μόνον αν αυτή έχει επαρκή ρευστότητα.

Για την αξιολόγηση της ρευστότητας χρησιμοποιούνται οι παρακάτω δείκτες:

1. Δείκτης έμμεσης ρευστότητας (Current ratio).
2. Δείκτης άμεσης ρευστότητας (Quick ratio).
3. Δείκτης ταμειακής ρευστότητας (Cash ratio)
4. Δείκτης αμυντικού διαστήματος (Defensive interval ratio).

Με την ανάλυση των παραπάνω δεικτών μπορούμε να αξιολογήσουμε την δυνατότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις καθημερινές απαιτήσεις των βραχυχρόνιων πιστωτών και προμηθευτών της και κατά πόσο είναι σε θέση να εξοφλεί τις ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Επίσης, κατά πόσο μπορεί να εκμεταλλεύεται τυχόν παρουσιαζόμενες ευκαιρίες και αν μπορεί να ανταποκρίνεται στην εξόφληση των απαιτητών τόκων και μερισμάτων των μετοχών της (Γκίκας 1997).

Δείκτης έμμεσης ρευστότητας.

Ο δείκτης έμμεσης ρευστότητας ή δείκτης κεφαλαίου κίνησης υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{Έμμεση ρευστότητα} = \frac{\text{Διαθέσιμα} + \text{Απαιτήσεις} + \text{Χρεόγραφα} + \text{Αποθέματα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Μια παραλλαγή αυτού του δείκτη είναι ο συνυπολογισμός στον αριθμητή των μεταβατικών λογαριασμών ενεργητικού και στον παρονομαστή των μεταβατικών λογαριασμών του παθητικού (Ε.Γ.Λ.Σ).

Κατά τον προσδιορισμό του δείκτη γίνεται πιστή εφαρμογή του τύπου χωρίς να εξαιρείται κανένα στοιχείο. Έτσι λαμβάνονται υπόψη στοιχεία που είναι αμφιβόλου εισπραξης, όπως οι επισφαλείς απαιτήσεις, ή όλα τα αποθέματα χωρίς να ξέρουμε αν είναι οικονομικώς απαξιωμένα. Ακριβώς για αυτό ο δείκτης έμμεσης ρευστότητας για

να θεωρηθεί επαρκής δεν αρκεί να είναι μεγαλύτερος της μονάδας αλλά θα πρέπει να είναι μεγαλύτερος από 1,5.

Επίσης κατά την μελέτη του δείκτη έμμεσης ρευστότητας, θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη οι διάφορες κατηγορίες που συνθέτουν το κυκλοφορούν ενεργητικό και το ποσοστό συμμετοχής κάθε μιας στο σύνολο αυτού. Αυτό γιατί μια εταιρεία που έχει, σε ποσοστό, περισσότερα μετρητά είναι σε καλύτερη, από απόψεως ρευστότητας, θέση από μια άλλη που έχει περισσότερα σε ποσοστό αποθέματα, έστω και αν και οι δύο έχουν τον ίδιο αριθμοδείκτη γενικής ρευστότητας.

Δείκτης άμεσης ρευστότητας (Quick ratio).

Ο αριθμοδείκτης άμεσης ρευστότητας μας δείχνει πόσες φορές τα ταχέως ρευστοποιήσιμα στοιχεία της επιχειρήσεως καλύπτουν τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της. Ο δείκτης άμεσης ρευστότητας είναι αυστηρότερος από τον δείκτη έμμεσης ρευστότητας αφού στον υπολογισμό του δεν περιλαμβάνονται τα αποθέματα πρώτων και βοηθητικών υλών, ημικατεργασμένων και ετοιμών προϊόντων, γιατί δεν θεωρούνται ταχέως ρευστοποιήσιμα. Ο γενικός τύπος αυτού του δείκτη είναι:

$$\text{Άμεση ρευστότητα} = \frac{\text{Διαθέσιμα} + \text{Απαιτήσεις} + \text{Χρεόγραφα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Στον παραπάνω δείκτη εκτός των αποθεμάτων θα πρέπει να εξαιρούνται επίσης οι επισφαλείς απαιτήσεις, τόσο οι επισφαλείς πελάτες αλλά και τα γραμμάτια σε καθυστέρηση και οι καθυστερημένες επιταγές εισπρακτέες, εφόσον πρόκειται για απαιτήσεις αμφιβόλου εισπράξεως. Επίσης θα πρέπει να εξαιρούνται τα προπληρωθέντα έξοδα και οι προκαταβολές σε πελάτες εφόσον τελικά θα συμψηφιστούν και δεν θα εισπραχθούν ποτέ.

Επίσης τόσο ο δείκτης άμεσης ρευστότητας όσο και ο δείκτης έμμεσης ρευστότητας παρουσιάζουν κάποιες αδυναμίες γιατί υπολογίζονται με βάση τα οικονομικά στοιχεία του ισολογισμού δεδομένης χρονικής στιγμής και ως εκ τούτου εκφράζουν μια στατική εικόνα (Brigham - Ehrhardt 2002). Με άλλα λόγια οι αριθμοδείκτες ρευστότητας, που αναφέρθηκαν μέχρι τώρα, παρέχουν το μέτρο της ικανότητας μιας επιχειρήσεως να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις μιας δεδομένης χρονικής στιγμής, με βάση τα κυκλοφοριακά της στοιχεία στην ίδια χρονική στιγμή.

Δείκτης ταμειακής ρευστότητας (Cash ratio)

Η ταμειακή ρευστότητα εκφράζει την ικανότητα μιας επιχειρήσεως να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της με τα μετρητά που διαθέτει και εκφράζεται από τη σχέση :

$$\text{Ταμειακή ρευστότητα} = \frac{\text{Διαθέσιμα} + \text{Χρεόγραφα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Από τον παρονομαστή του δείκτη εξαιρούνται τα προεισπραχθέντα έσοδα και οι ληφθήσες προκαταβολές, εφόσον πρόκειται για υποχρεώσεις που δεν θα πληρωθούν αλλά θα συμψηφιστούν. Ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει πόσες φορές τα διαθέσιμα περιουσιακά στοιχεία μιας επιχειρήσεως καλύπτουν τις ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

Μια παραλλαγή του παραπάνω τύπου είναι η εξής:

$$\text{Ταμειακή ρευστότητα} = \frac{\text{Ταμειακές Ροές από Λειτουργικές Δραστηριότητες}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Δείκτης αμυντικού χρονικού διαστήματος (Defensive interval ratio).

Οι δείκτες έμμεσης και άμεσης ρευστότητας μπορούν να είναι σκόπιμα επηρεασμένοι για να μην δείχνουν την πραγματική ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Αντίθετα ο δείκτης αμυντικού διαστήματος κρίνεται πιο συντηρητικός δείκτης εφόσον δεν στηρίζεται στα στατικά μεγέθη του ισολογισμού, αλλά στα πιο δυναμικά της κατάσταση αποτελεσμάτων. Ο δείκτης αμυντικού διαστήματος δείχνει πόσες ημέρες μπορεί μια επιχείρηση να καλύψει πληρωμές για λειτουργικά έξοδα με τα διαθέσιμα, τις απαιτήσεις και τα χρεόγραφα που διαθέτει. Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{Δείκτης Αμυντικού Διαστήματος} = \frac{\text{Διαθέσιμα \& Ισοδύναμα + Χρεόγραφα}}{\text{Προβλεπόμενες Ημερήσιες Δαπάνες}}$$

Οι προβλεπόμενες δαπάνες υπολογίζονται με τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Προβλεπόμενες Ημερήσιες Δαπάνες} = \frac{\text{Ετήσια Έξοδα - Αποσβέσεις}}{\text{Προβλεπόμενες Ημερήσιες Δαπάνες}}$$

Από τις ετήσιες δαπάνες εκτός από τις αποσβέσεις θα πρέπει να αφαιρεθούν και όλα τα υπόλοιπα έξοδα που δεν συνεπάγονται εκροή μετρητών όπως προπληρωθέντα έξοδα, προκαταβολές για αγορά πρώτων υλών κ.λπ.

4.2 Δείκτες κυκλοφοριακής ταχύτητας (Activity Ratios)

Οι δείκτες κυκλοφοριακής ταχύτητας συσχετίζουν τον κύκλο εργασιών με την περιουσία και τα κεφάλαια και δείχνουν την ταχύτητα περιστροφής ή ταχύτητα ρευστοποιήσεως ή ταχύτητα ανανεώσεως του κάθε εξεταζόμενου στοιχείου της περιουσίας ή των κεφαλαίων. Οι δείκτες κυκλοφοριακής ταχύτητας έχουν μεγάλη σημασία για την διοίκηση της επιχείρησης γιατί υποδηλώνουν τον βαθμό αποτελεσματικής χρησιμοποίησης των περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης.

Επίσης, οι δείκτες κυκλοφοριακής ταχύτητας μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να υπολογίσουμε την ποιότητα του βαθμού ρευστοποίησης ορισμένων περιουσιακών στοιχείων, όπως τα αποθέματα και οι απαιτήσεις και να υποστηρίξουν την ανάλυση ρευστότητας που παρουσιάσαμε στο προηγούμενο κεφάλαιο (Ευθυμόγλου Λαζαρίδης 2000).

Οι κυριότεροι δείκτες κυκλοφοριακής ταχύτητας είναι οι εξής:

1. Δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων.
2. Δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων.
3. Δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας καθαρού κεφαλαίου κινήσεως.
4. Δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας ιδίων κεφαλαίων.

Δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων

Ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων δείχνει πόσες φορές κατά μέσο όρο την προηγούμενη χρήση επιτεύχθει η ανανέωση των απαιτήσεων μέσω των πωλήσεων. Δηλαδή πόσες φορές κατά μέσο όρο εισπράχθηκαν και επαναχορηγήθηκαν πιστώσεις μέσω των πωλήσεων. Υπολογίζεται με τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απαιτήσεων} = \frac{\text{Πωλήσεις επί πιστώσει}}{\text{Μέσος Όρος Απαιτήσεων}}$$

Για τον υπολογισμό των απαιτήσεων, λαμβάνεται ο μέσος όρος των απαιτήσεων της αρχής και του τέλους της χρήσεως, συνυπολογιζόμενων των γραμματίων και των μεταχρονολογημένων επιταγών. Επίσης, επειδή είναι δύσκολο να αντληθούν πληροφορίες για τις πωλήσεις επί πιστώσει, χρησιμοποιούνται οι πωλήσεις από την κατάσταση αποτελεσμάτων.

Με βάση των παραπάνω αριθμοδείκτη μπορεί να υπολογιστεί η περίοδος εισπράξεως των απαιτήσεων ως εξής:

$$\text{Περίοδος Είσπραξης Απαιτήσεων} = \frac{365 \text{ ημέρες}}{\text{Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απαιτήσεων}}$$

Ο προηγούμενος υπολογισμός δείχνει πόσες ημέρες κατά μέσο όρο μεσολαβούν από την πώληση μέχρι την είσπραξη των απαιτήσεων (Γκίκας 1997).

Δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων

Ο δείκτης αυτός δείχνει την ικανότητα μιας επιχείρησης να ανανεώνει τα αποθέματα της μέσω των πωλήσεων, δηλαδή πόσες φορές κατά μέσο όρο τα αποθέματα αυτά ρευστοποιήθηκαν μέσα στη χρήση.

$$\text{Κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων} = \frac{\text{Κόστος πωληθέντων}}{\text{Μέσο απόθεμα προϊόντων}}$$

Ως μέσος όρος των αποθεμάτων λαμβάνεται το απόθεμα αρχής και τέλους χρήσεως, διαιρεμένο δια δύο.

Αν διαιρέσουμε τον αριθμό των ημερών του έτους (365) με τον αριθμοδείκτη ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων, τότε θα έχουμε σε αριθμό ημερών το χρόνο που παρέμειναν τα αποθέματα στην επιχείρηση μέχρις ότου πωληθούν ή άλλως τον αριθμό των ημερών που απαιτούνται προκειμένου ν' ανανεωθούν τα αποθέματα της επιχείρησης.

$$\text{Περίοδος Πώλησης Αποθεμάτων} = \frac{365 \text{ ημέρες}}{\text{Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων}}$$

Αύξηση της κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων σημαίνει μείωση της χρονικής περιόδου από την ημερομηνία αγοράς έως την ημερομηνία πώλησης των αποθεμάτων.

Το αλγεβρικό άθροισμα της περιόδου πώλησης των αποθεμάτων και της περιόδου είσπραξης των απαιτήσεων μας δίνει χρήσιμες πληροφορίες για τον λειτουργικό

κύκλο μιας επιχείρησης. Ο λειτουργικός κύκλος δείχνει πόσο διαρκεί ένα πλήρες κύκλωμα λειτουργίας της επιχείρησης. Δηλαδή δείχνει πόσες ημέρες συνολικά μεσολαμβάν από την στιγμή που αγοράζονται τα προϊόντα μέχρι την στιγμή που πωλούνται.

Δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας καθαρού κεφαλαίου κινήσεως

Υπάρχει στενή σχέση μεταξύ των πωλήσεων και του κεφαλαίου κινήσεως μιας επιχείρησης, διότι όσο αυξάνουν οι πωλήσεις τόσο περισσότερα κεφάλαια κινήσεως απαιτούνται για αποθέματα και για αυξημένες ενδεχομένως πιστώσεις προς τους πελάτες της.

$$\text{Κυκλοφοριακή ταχύτητα καθαρού κεφαλαίου κινήσεως} = \frac{\text{Καθαρές πωλήσεις}}{\text{Καθαρό κεφάλαιο κινήσεως}}$$

Ο δείκτης αυτός δείχνει ποιο είναι το ύψος των πωλήσεων που επιτεύχθηκε από κάθε μονάδα καθαρού κεφαλαίου κινήσεως και αν η επιχείρηση διατηρεί μεγάλα κεφάλαια κινήσεως σε σχέση με τις πωλήσεις της.

Δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ιδίων κεφαλαίων

Ο δείκτης αυτός εκφράζει τις πωλήσεις που πραγματοποίησε η επιχείρηση με κάθε μονάδα ιδίων κεφαλαίων. Ο δείκτης αυτός είναι το πηλίκο της διαιρέσεως των καθαρών πωλήσεων της χρήσεως με τα ίδια κεφάλαια:

$$\text{Δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ιδίων κεφαλαίων} = \frac{\text{Καθαρές πωλήσεις}}{\text{Σύνολο ιδίων κεφαλαίων}}$$

Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης αυτός, τόσο καλύτερη είναι η θέση της επιχείρησης διότι πραγματοποιεί μεγάλες πωλήσεις με σχετικά μικρό ύψος ιδίων κεφαλαίων, γεγονός το οποίο ενδέχεται να οδηγεί σε αυξημένα κέρδη. Από πλευράς

ασφαλείας όμως, όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ιδίων κεφαλαίων, τόσο λιγότερο ευνοϊκή είναι η θέση της επιχειρήσεως, γιατί λειτουργεί βασιζόμενη κυρίως στα ξένα κεφάλαια. Ένας χαμηλός αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ιδίων κεφαλαίων είναι ενδεχόμενο να παρέχει ένδειξη υπάρξεως υπερεπενδύσεως σε πάγια σε σχέση με τις πωλήσεις.

4.3 Δείκτες δαπανών λειτουργίας

Οι δείκτες δαπανών λειτουργίας παρέχουν ένδειξη της πολιτικής που ακολουθεί η διοίκηση μιας επιχειρήσεως έναντι των διαφόρων δαπανών λειτουργίας της και της αποτελεσματικότητας έναντι των επί μέρους δαπανών. Οι σημαντικότεροι δείκτες αυτής της κατηγορίας είναι:

1. Ο δείκτης λειτουργικών εξόδων
2. Ο δείκτης λειτουργικών εξόδων προς πωλήσεις
3. Ο δείκτης κάλυψης επενδύσεων

Δείκτης λειτουργικών εξόδων

Ο δείκτης λειτουργικών εξόδων εκφράζει το ποσοστό των καθαρών πωλήσεων, που απορροφάται από τα λειτουργικά έξοδα και το κόστος των πωληθέντων. Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{Δείκτης Λειτουργικών Εξόδων} = \frac{\text{Κόστος πωληθέντων} + \text{Λειτουργικά έξοδα}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}$$

Όσο μεγαλύτερος είναι αυτός ο δείκτης, τόσο μικρότερη είναι η αποδοτικότητα της επιχειρήσεως, διότι το ποσοστό λειτουργικών κερδών που παραμένει σ' αυτή βρίσκεται σε τέτοιο επίπεδο, που ίσως να μην επαρκεί για την εξυπηρέτηση των χρηματοοικονομικών και των άλλων εξόδων της επιχειρήσεως.

Δείκτης λειτουργικών εξόδων προς πωλήσεις

Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται αν διαιρέσουμε τα λειτουργικά έξοδα της επιχειρήσεως με τις καθарές πωλήσεις της χρήσεως και εκφράζει τη σχέση που υπάρχει ανάμεσα στα δύο αυτά στοιχεία:

$$\frac{\text{Δείκτης Λειτουργικών Εξόδων προς πωλήσεις}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} = \frac{\text{Λειτουργικά έξοδα}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}$$

Η διάσπαση του δείκτη αυτού στα επιμέρους στοιχεία που απαρτίζουν τα λειτουργικά έξοδα σε σχέση με τις πωλήσεις αντανακλά τη δυνατότητα της διοικήσεως μιας επιχειρήσεως να προσαρμόζει τα έξοδα της ανάλογα με τις συνθήκες πωλήσεων.

Η παρακολούθηση αυτού του αριθμοδείκτη διαχρονικά δείχνει την τάση των λειτουργικών εξόδων της επιχειρήσεως σε σχέση με τον όγκο των πωλήσεών της. Επίσης σύγκριση αυτού με τον αντίστοιχο αριθμοδείκτη άλλων ομοειδών επιχειρήσεων ή το μέσο όρο του κλάδου παρέχει ένδειξη για τη θέση της με βάση τα λειτουργικά της έξοδα. Όπως όμως είναι φυσικό, τα λειτουργικά έξοδα των επιχειρήσεων διαφέρουν μεταξύ τους, ανάλογα με το είδος των εργασιών τους και τις λειτουργικές τους ανάγκες.

Δείκτης καλύψεων επενδύσεων

Ο δείκτης καλύψεως επενδύσεων βρίσκεται αν διαιρέσουμε το σύνολο των αποσβέσεων, που πραγματοποιήθηκαν σε μια ορισμένη χρονική περίοδο (συνήθως στη λογιστική χρήση), με την αύξηση των παγίων περιουσιακών στοιχείων στην ίδια χρονική περίοδο.

$$\frac{\text{Δείκτης Κάλυψης Επενδύσεων}}{\text{Μεταβολή Αξίας Αναπόσβεστων Παγίων}} = \frac{\text{Αποσβέσεις Ενσώματων Παγίων}}{\text{Μεταβολή Αξίας Αναπόσβεστων Παγίων}}$$

Ο δείκτης αυτός δείχνει το ποσοστό των νέων επενδύσεων που χρηματοδοτήθηκε από τις αποσβέσεις.

4.4 Δείκτες αποδοτικότητας

Οι δείκτες αποδοτικότητας αξιολογούν την δυνατότητα της επιχείρησης να δημιουργεί κέρδη (Foster 1986). Ο υπολογισμός τους βασίζεται πρωτίστως στην κατάσταση αποτελεσμάτων και σε μεγέθη του ισολογισμού, όπως το ύψος των απασχολούμενων κεφαλαίων (Brigham - Ehrhard 2002).

Οι μέτοχοι και οι πιστωτές αναμένουν από την επιχείρηση να τους ανταμείψει για το κίνδυνο που έχουν αναλάβει επενδύοντας τα κεφάλαια τους σε αυτή. Για να αξιολογήσουν όμως την ανταμοιβή της επιχείρησης δεν αρκεί μόνο η απλή παρατήρηση της αποδοτικότητας της επιχείρησης σε επίπεδο όγκου πωλήσεων ή σε επίπεδο όγκου κερδών. Απαιτείται ταυτόχρονα και ποιοτική ανάλυση αυτών των μεγεθών (Wild - Bernstein - Subramanyam 2001).

Ως κυριότεροι δείκτες μέτρησης της αποδοτικότητας μιας επιχείρησης μπορούν να αναφερθούν οι εξής:

1. Δείκτης μικτού & καθαρού περιθωρίου κέρδους
2. Δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων
3. Δείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού
4. Δείκτης ανάλυσης Du Pont
5. Δείκτης χρηματοοικονομικής μόχλευσης
6. Δείκτης βασικής κερδοφορίας.

Δείκτης μικτού & καθαρού περιθωρίου κέρδους

Ο δείκτης μικτού κέρδους απεικονίζει το καθαρό ποσοστό μικτού κέρδους που δημιουργείται για κάθε μια χρηματική μονάδα εσόδων (Foster 1986). Με τα δεδομένα της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης:

$$\text{Δείκτης Μικτού Κέρδους} = \frac{\text{Μικτά κέρδη εκμ/λεύσεως}}{\text{Σύνολο Πωλήσεων}}$$

Τα μικτά κέρδη εκμετάλλευσης υπολογίζονται αν από τις πωλήσεις αφαιρεθεί το κόστος πωληθέντων. Άρα οι προσδιοριστικοί παράγοντες της παραπάνω σχέσης είναι το κόστος πωληθέντων και το σύνολο των πωλήσεων. Ένας υψηλός δείκτης μικτού κέρδους δείχνει την δυνατότητα της επιχείρησης να καλύπτει το κόστος πωληθέντων της ή το κόστος παροχής της υπηρεσίας της και συγχρόνως να της αφήνει ένα ικανοποιητικό καθαρό κέρδος σε σχέση με τις πωλήσεις και τα ίδια κεφάλαια που απασχολεί. Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης μικτού κέρδους τόσο καλύτερη, από απόψεως κερδών, είναι η θέση της επιχειρήσεως, διότι μπορεί να αντιμετωπίσει χωρίς δυσκολία αύξηση του κόστους των πωλουμένων προϊόντων της. Εντούτοις ένας χαμηλός δείκτης μικτού κέρδους δεν σημαίνει κατ' ανάγκη αδυναμία της επιχείρησης να επιτύχει ικανοποιητικά κέρδη εφόσον η εμφάνιση χαμηλού δείκτη μικτού κέρδους μπορεί να είναι πολιτική της εταιρείας, η ή επιχείρηση να πραγματοποιεί υψηλά κέρδη λόγω του μεγάλου όγκου πωλήσεων, αντισταθμίζοντας έτσι το χαμηλό της περιθώριο κέρδους.

Ο δείκτης καθαρού περιθωρίου δείχνει το ποσοστό του καθαρού κέρδους που επιτυγχάνει μια επιχείρηση από τις πωλήσεις της, δηλ. δείχνει το κέρδος από τις λειτουργικές της δραστηριότητες. Με άλλα λόγια ο δείκτης αυτός δείχνει το ποσοστό κέρδους, που μένει στην επιχείρηση μετά την αφαίρεση από τις πωλήσεις όχι μόνο του κόστους πωληθέντων αλλά και των λοιπών οργανικών εξόδων.

$$\text{Δείκτης Καθαρού Κέρδους} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη Εκμετάλλευσης}}{\text{Σύνολο Πωλήσεων}}$$

Τα καθαρά κέρδη εκμετάλλευσης σύμφωνα με το υπόδειγμα του ισολογισμού του Ελληνικού Γενικού Λογιστικού Σχεδίου δεν περιλαμβάνουν τα ανόργανα έσοδα και συγκεκριμένα δεν περιλαμβάνουν τα έκτακτα και ανόργανα έσοδα, έκτακτα κέρδη και τα έσοδα προηγούμενων χρήσεων. Επίσης δεν συνυπολογίζονται και οι έκτακτες ζημιές και τα έξοδα προηγούμενων χρήσεων. Εφόσον όμως τα παραπάνω κονδύλια είναι σημαντικά, για να υπολογιστεί ο παραπάνω δείκτης, λαμβάνονται υπόψη τα καθαρά κέρδη της χρήσεως, με την προσθήκη δηλαδή στα καθαρά κέρδη εκμετάλλευσης και των εκτάκτων αποτελεσμάτων. Έτσι ο παραπάνω τύπος μετασχηματίζεται ως εξής:

$$\text{Δείκτης Καθαρού Κέρδους} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη Χρήσης}}{\text{Σύνολο Πωλήσεων}}$$

Η συνδυασμένη ανάλυση των δυο παραπάνω δεικτών μπορεί να δώσει χρήσιμες πληροφορίες για την λειτουργία της επιχείρησης στον αναλυτή. Συγκεκριμένα αν ο δείκτης μικτού κέρδους παραμένει σταθερός διαχρονικά και αυτός του καθαρού κέρδους μειώνεται, μπορούμε να καταλήξουμε στο συμπέρασμα ότι αυξάνουν τα λοιπά έξοδα λειτουργίας της επιχείρησης σε σχέση με τις πωλήσεις της (έξοδα διοικητικής λειτουργίας, χρηματοοικονομικά έξοδα κλπ.). Αυτό σημαίνει ότι ο αναλυτής πρέπει να δώσει έμφαση στις αιτίες αύξησης των λοιπών εξόδων. Αν και οι δύο δείκτες μειώνονται διαχρονικά αυτό μπορεί να είναι μια ένδειξη αυξανόμενων τάσεων του κόστους παραγωγής ιδιαίτερα όταν τα λοιπά οργανικά έξοδα παραμένουν σταθερά

Δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (Return on Equity ROE)

Ο δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων μετρά την αποτελεσματικότητα, με την οποία τα κεφάλαια των φορέων της επιχειρήσεως απασχολούνται σ' αυτή (Brigham - Ehrhardt 2002). Απεικονίζει την κερδοφόρα δυναμικότητα μιας επιχειρήσεως και παρέχει ένδειξη του κατά πόσο επιτεύχθηκε ο στόχος πραγματοποιήσεως ενός ικανοποιητικού αποτελέσματος. Ο τύπος υπολογισμού του δείκτη είναι ο παρακάτω:

$$\text{Δείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων R.O.E.} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη Εκμετάλλευσης}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

Για πληρέστερη αξιολόγηση αυτού του δείκτη τα καθαρά κέρδη εκμετάλλευσης θα πρέπει να λαμβάνονται μειωμένα με ποσά που σχετίζονται με το λειτουργικό αποτέλεσμα της επιχείρησης όπως οι φόροι και οι προβλέψεις για επισφαλείς απαιτήσεις. Επίσης τα καθαρά κέρδη εκμετάλλευσης θα πρέπει να μειώνονται και με το ποσό των μερισμάτων που αφορούν τους προνομιούχους μετόχους.

Τα ίδια κεφάλαια δεν περιλαμβάνουν μόνο το μετοχικό κεφάλαιο, αλλά και κάθε άλλη κατηγορία παρακρατημένων κεφαλαίων από την επιχείρηση όπως το αποθεματικά (τακτικό και έκτακτα), τα παρακρατημένα κέρδη, οι καταθέσεις μετόχων. Επειδή κατά την διάρκεια της χρήσης είναι πιθανό να έχουμε αύξηση των ιδίων κεφαλαίων προτείνεται στον υπολογισμό να λαμβάνεται ο μέσος όρος των ιδίων κεφαλαίων χρήσης ως εξής: (Κεφάλαια αρχής + Κεφάλαια τέλους)/2

$$\text{Μέσος Όρος Ιδίων Κεφαλαίων} = \frac{\text{Κεφάλαια Αρχής} + \text{Κεφάλαια Τέλους}}{2}$$

Αν είναι γνωστός ο ακριβής χρόνος μεταβολής των ιδίων κεφαλαίων μιας επιχειρήσεως, τότε μπορεί να υπολογιστεί με μεγαλύτερη ακρίβεια το ύψος των ιδίων κεφαλαίων που χρησιμοποιήθηκαν κατά την διάρκεια της χρήσης. Στο σημείο

αυτό σημειώνεται ότι πολλοί αναλυτές δεν θεωρούν την λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων ως κατάλληλο συνθετικό αυτού του δείκτη, υποστηρίζοντας ότι η λογιστική αξία δεν ενσωματώνει στοιχεία, όπως η φήμη και η πελατεία, οι ιδιαίτερες δεξιότητες της επιχείρησης, τα πάγια που κατέχει μέσω χρηματοδοτικής μίσθωσης (Leasing) κλπ. Για αυτό το λόγο προτείνουν τη χρήση της χρηματιστηριακής αξίας των ιδίων κεφαλαίων, εφόσον η αγορά είναι σε θέση να αξιολογεί αυτά τα στοιχεία (Penman 2004).

Παραλλαγή του παραπάνω δείκτη είναι δείκτης αποδοτικότητας απασχολούμενων κεφαλαίων που δεν λαμβάνει υπόψη του τις πηγές προελεύσεως των κεφαλαίων της επιχείρησης και δείχνει την ικανότητα για πραγματοποίηση κερδών και το βαθμό επιτυχίας της διοικήσεώς της στη χρησιμοποίηση των ιδίων και των ξένων κεφαλαίων. Με άλλα λόγια, ο αριθμοδείκτης αυτός μετρά την κερδοφόρα δυναμικότητα του συνόλου των απασχολούμενων στην επιχείρηση κεφαλαίων (ιδίων+ξένων).

Δείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού (Return on assets R.O.A.)

Ο δείκτης αυτός μετρά την απόδοση των συνολικών περιουσιακών στοιχείων μιας επιχειρήσεως, (Foster 1986) και υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{Δείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού (ROE)} = \frac{\text{Καθαρά κέρδη Εκμεταλλεύσεως} + \text{Χρηματοοικονομικά έξοδα}}{\text{Σύνολο ενεργητικού}}$$

Κατά τον υπολογισμό του δείκτη θα πρέπει να δοθεί ιδιαίτερη προσοχή στην μέθοδο υπολογισμού των καθαρών κερδών, εφόσον αυτά θα πρέπει να είναι μειωμένα με όλα τα έξοδα που σχετίζονται με τον υπολογισμό του λειτουργικού αποτελέσματος της επιχείρησης και δεν συμπεριλαμβάνονται στην κατάσταση αποτελεσμάτων όπως οι

φόροι εισοδήματος. Αντίθετα, θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη τα έσοδα που σχετίζονται με το λειτουργικό αποτέλεσμα. Στο σύνολο των περιουσιακών στοιχείων δεν περιλαμβάνονται οι συμμετοχές ως και άλλες παρόμοιες επενδύσεις διότι αυτές δεν συντελούν στη δημιουργία λειτουργικών κερδών.

Τέλος, στον υπολογισμό του παραπάνω δείκτη λαμβάνονται υπόψη τα χρηματοοικονομικά έξοδα, εφόσον αυτά αποτελούν την αμοιβή των ξένων κεφαλαίων, όπως τα μερίσματα αποτελούν την αμοιβή των ιδίων κεφαλαίων.

Στην σχετική βιβλιογραφία (Wild - Bernstain - Subramanyam 2001, Elliot 2004), τα χρηματοοικονομικά έξοδα υπολογίζονται μειωμένα κατά το ποσό του φορολογικού οφέλους που προκύπτει από την έκπτωση τους για φορολογικούς σκοπούς, γιατί θεωρούνται ως αμοιβή για την παροχή κεφαλαίων από τους πιστωτές. Ο παρακάτω τύπος απεικονίζει και την εισαγωγή του φορολογικού συντελεστή στην ανάλυση:

$$\text{Δείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού (ROE)} = \frac{\text{Καθαρά Λειτουργικά Κέρδη} + \text{Χρηματοοικονομικά έξοδα} \times (1 - \text{Συντ. Φορ.})}{\text{Μέσο ύψος ενεργητικού}}$$

Η ανάλυση του δείκτη αποδοτικότητας μιας επιχείρησης δίνει τη δυνατότητα στον αναλυτή να αξιολογήσει την ικανότητά της επιχείρησης να προσελκύει κεφάλαια. Επίσης η παρακολούθηση της αποδοτικότητας διαχρονικά και η σύγκρισή της με τα αντίστοιχα μεγέθη άλλων ομοειδών επιχειρήσεων ή με το μέσο όρο του κλάδου όπου ανήκει η επιχείρηση αποτελεί σημαντικό κριτήριο για την αξιολόγηση της διοίκησης της επιχείρησης.

Δείκτης ανάλυσης Du Pont (Du Pont equation)

Αν ο δείκτης απόδοσης ενεργητικού διασπαστεί στα συστατικά του στοιχεία, τότε ο αναλυτής μπορεί να αξιολογήσει σε βάθος την ικανότητα της επιχείρησης, εφόσον οι πρόσθετες πληροφορίες μπορούν να διαφοροποιήσουν τον δείκτη διαχρονικά και διαστρωματικά (Γκίκας 1997). Τα συστατικά στοιχεία του δείκτη R.O.A. είναι η αποδοτικότητα των πωλήσεων και η κυκλοφοριακή ταχύτητα του ενεργητικού.

Μετασχηματίζοντας κατάλληλα τον δείκτη αποδοτικότητας ενεργητικού έχουμε:

$$\text{Δείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού (ROE)} = \frac{\text{Καθαρά Λειτουργικά Κέρδη} + \text{Χρηματοοικονομικά έξοδα} \times (1 - \text{Συντ. Φορ.})}{\text{Μέσο ύψος ενεργητικού}}$$

$$\text{Δείκτης Du Pont} = \frac{\text{Καθαρά Λειτουργικά Κέρδη} + \text{Χρηματ. έξοδα} \times (1 - \text{Φορ. Συντ})}{\text{Πωλήσεις}} \times \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Μέσο ύψος ενεργητικού}}$$

Έτσι ο δείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού εκφράζεται σαν γινόμενο της αποδοτικότητας των πωλήσεων και της κυκλοφοριακής ταχύτητας του ενεργητικού.

$$\text{Δείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού (ROE)} = \text{Αποδοτικότητα Πωλήσεων} \times \text{Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού}$$

Η παραπάνω σχέση είναι αρκετά σημαντική, διότι εμφανίζει τη σπουδαιότητα της ταχύτητας κυκλοφορίας του ενεργητικού και του καθαρού περιθωρίου ή του καθαρού κέρδους και βοηθά στον εντοπισμό των δυνατών τρόπων, με τους οποίους μπορεί να αυξηθούν τα λειτουργικά της κέρδη σε σχέση με το ύψος των απασχολούμενων στην επιχείρηση περιουσιακών στοιχείων, ούτως ώστε να βελτιωθεί η απόδοσή της. Συγκεκριμένα, η διοίκηση μπορεί επηρεάζοντας το ένα ή το άλλο ή και τα δυο μαζί συστατικά στοιχεία της παραπάνω σχέσης να πετύχει αύξηση της αποδοτικότητας του ενεργητικού της (Palepu - Healy - Bernard 2004). Αύξηση των κερδών ή

μείωση του κόστους πωληθέντων ή μείωση των περιουσιακών στοιχείων, ιδιαίτερα εκείνων που παρουσιάζουν χαμηλή αποδοτικότητα, αποτελούν κινήσεις πάνω σε αυτή την κατεύθυνση.

«Στις περισσότερες περιπτώσεις παρατηρείται ότι μια σχετικά μεγάλη ταχύτητα κυκλοφορίας περιουσιακών στοιχείων συνδέεται με σχετικά χαμηλό περιθώριο κέρδους. Αν οι πωλήσεις μιας επιχειρήσεως βρίσκονται σε υψηλά επίπεδα και το περιθώριο κέρδους είναι χαμηλό, ο καλύτερος τρόπος για να αυξηθεί αυτό είναι να μειωθεί το κόστος πωληθέντων. Τούτο, διότι, μια αύξηση του όγκου των πωλήσεων θα οδηγήσει σε υπερβολική ταχύτητα κυκλοφορίας περιουσιακών στοιχείων, μεγαλύτερη ίσως από την επιτρεπτή, ενώ μια αύξηση της τιμής πωλήσεως μπορεί να οδηγήσει σε ανεπιθύμητη μείωσή τους. Έτσι αν υπάρξει κάποια ύφεση, αυτή θα οδηγήσει σε μείωση των πωλήσεων, με συνέπεια να είναι δύσκολη η ρευστοποίηση των αποθεμάτων και η μη έγκαιρη είσπραξη των πωλήσεων με ή χωρίς μείωση της τιμής πωλήσεως» (Νιάρχος 2004).

Χρηματοοικονομική Μόχλευση (Financial Leverage)

Η χρησιμοποίηση δανειακών κεφαλαίων για την επιχείρηση έχει αξία, όταν η αποδοτικότητα των συνολικών κεφαλαίων μετά τον δανεισμό, είναι μεγαλύτερη από το κόστος των δανειακών κεφαλαίων. Για να υπολογιστεί η επίπτωση της χρήσης των δανειακών κεφαλαίων στην αποδοτικότητα της επιχείρησης, χρησιμοποιείται ο δείκτης χρηματοοικονομικής μόχλευσης:

$$\text{Δείκτης Χρημ/κής Μόχλευσης} = \frac{\text{Δείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων}}{\text{Δείκτης Αποδοτικότητας Συνολικών Κεφαλαίων}}$$

Ο παραπάνω δείκτης πρέπει να παίρνει τιμές μεγαλύτερες της μονάδας ώστε η χρήση των ξένων κεφαλαίων να είναι θετική και επωφελής για την επιχείρηση.

Αντίθετα αν ο δείκτης παίρνει τιμές μικρότερης της μονάδας τότε η επιχείρηση είναι υπερδανεισμένη και η χρήση δανειακών κεφαλαίων δημιουργεί αρνητικές συνέπειες για την επιχείρηση. Ο δείκτης μπορεί να εκφραστεί και αντίθετα οπότε θα πρέπει να παίρνει τιμές μικρότερης της μονάδας.

Αν στην ανάλυση του δείκτη χρηματοοικονομικής μόχλευσης χρησιμοποιήσουμε τον δείκτη Du Pont και τον δείκτη αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων έχουμε:

$$\text{Δείκτης Du Pont} = \frac{\text{Καθαρά Λειτουργικά Κέρδη} + \text{Χρηματ. έξοδα} \times (1 - \text{Φορ. Συντ})}{\text{Πωλήσεις}} \times \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Μέσο ύψος ενεργητικού}}$$

$$\text{Δείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων R.O.E.} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη Εκμετάλλευσης}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

$$\text{ROE} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}} \times \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Πωλήσεις}} \times \frac{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

$$\text{ROE} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Πωλήσεις}} \times \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}} \times \frac{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

Η παραπάνω σχέση δείχνει ότι η αποδοτικότητα των Ιδίων Κεφαλαίων είναι συνάρτηση του δείκτη καθαρού κέρδους της κυκλοφοριακής ταχύτητας του ενεργητικού και του δείκτη χρηματοοικονομικής μόχλευσης.

Δείκτης βασικής κερδοφορίας

Ο δείκτης βασικής κερδοφορίας (Basic Earning Power Ratio BEP), υπολογίζεται διαιρώντας τα κέρδη προ φόρων και τόκων με το σύνολο του ενεργητικού.

$$\text{Δείκτης Βασικής Κερδοφορίας} = \frac{\text{ΕΒΙΤ}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Ο δείκτης αυτός υπολογίζει την βασική κερδοφορία μιας επιχείρησης πριν την επίδραση των φόρων και της χρηματοοικονομικής μόχλευσης και είναι χρήσιμος για την σύγκριση εταιρειών που απολαμβάνουν διαφορετική φορολογική επιβάρυνση και διαφορετικό βαθμό χρηματοοικονομικής μόχλευσης.

4.5 Δείκτες δομής κεφαλαίων

Τα κεφάλαια που χρησιμοποιεί η επιχείρηση χωρίζονται σε δυο μεγάλες κατηγορίες ανάλογα με την προέλευση τους. Στα ίδια και στα ξένα κεφάλαια. Επίσης ανάλογα με την διάρκεια τους χωρίζονται στα μακροπρόθεσμα και στα βραχυπρόθεσμα κεφάλαια. Η ανάλυση του μείγματος κεφαλαίων, ως προς την προέλευση τους και ως προς την διάρκεια τους καλείται ανάλυση δομής κεφαλαίων.

Η πολιτική που ακολουθεί κάθε επιχείρηση ως προς τη διάρθρωση των κεφαλαίων της έχει ως σκοπό την ισορροπία μεταξύ του αναλαμβανομένου κινδύνου από την άσκηση της επιχειρηματικής δραστηριότητας και της προσδοκώμενης απ' αυτήν αποδόσεως. Η χρήση μεγαλύτερου ποσοστού δανειακών κεφαλαίων αυξάνει τον κίνδυνο ως προς τη μελλοντική πορεία των κερδών της επιχειρήσεως, αλλά υποδηλώνει και αυξημένη προσδοκώμενη απόδοση. Γενικά ο αυξημένος κίνδυνος οδηγεί σε μείωση της τιμής των μετοχών μιας επιχειρήσεως στην αγορά, ενώ η προσδοκία για μεγαλύτερη απόδοση προκαλεί αύξηση της τιμής τους. Η άριστη διάρθρωση κεφαλαίων για μια επιχείρηση είναι εκείνη που κατορθώνει να επιφέρει ισορροπία μεταξύ του αναλαμβανομένου κινδύνου και της αποδόσεως της

επιχειρήσεως και η οποία μεγιστοποιεί την τιμή των μετοχών αυτής στην αγορά, ενώ ταυτόχρονα ελαχιστοποιεί το κόστος των κεφαλαίων της.

Στην βιβλιογραφία παρουσιάζονται αρκετοί δείκτες δομής κεφαλαίων. Στην ανάλυση μας όμως θα χρησιμοποιήσουμε τους εξής:

1. Δείκτης ιδίων κεφαλαίων προς συνολικά κεφάλαια.
2. Δείκτης ιδίων κεφαλαίων προς δανειακά κεφάλαια.
3. Δείκτης ιδίων κεφαλαίων προς πάγια.
4. Δείκτης καλύψεως τόκων.

Δείκτης ιδίων προς συνολικά κεφάλαια

Ο δείκτης αυτός δίνει χρήσιμες πληροφορίες ως προς το ποσοστό συνεισφοράς των ιδίων κεφαλαίων στην συνολική περιουσία της επιχείρησης.

$$\begin{array}{l} \text{Δείκτης Ιδίων Κεφαλαίων} \\ \text{προς Συνολικά Κεφάλαια} \end{array} = \frac{\text{Ίδια Κεφάλαια}}{\text{Συνολικά Κεφάλαια}}$$

Αντίστοιχος είναι και ο υπολογισμός των Ξένων Κεφαλαίων προς τα Συνολικά Κεφάλαια, που ερμηνεύει το ποσοστό συμμετοχής των ξένων κεφαλαίων στην περιουσία της επιχείρησης:

$$\begin{array}{l} \text{Δείκτης Ξένων Κεφαλαίων} \\ \text{προς Συνολικά Κεφάλαια} \end{array} = \frac{\text{Ξένα Κεφάλαια}}{\text{Συνολικά Κεφάλαια}}$$

Όσο μεγαλύτερο είναι το ύψος των ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης σε σχέση με τις υποχρεώσεις της τόσο μεγαλύτερη προστασία παρέχεται στους δανειστές της και τόσο μικρότερη πίεση ασκείται σ' αυτή για την εξόφληση των υποχρεώσεών της και την πληρωμή τόκων. Ένας πολύ χαμηλός αριθμοδείκτης αποτελεί ένδειξη μιας πιο

επικίνδυνης καταστάσεως, λόγω της πιθανότητας να προκύψουν μεγάλες ζημιές στην επιχείρηση, των οποίων το βάρος για την κάλυψη θα φέρουν τα ίδια κεφάλαια.

Δείκτης ιδίων προς δανειακά κεφάλαια

Ο δείκτης αυτός δείχνει την σχέση που υπάρχει μεταξύ των δανειακών κεφαλαίων και των ιδίων κεφαλαίων μέσα στην ίδια επιχείρηση.

$$\begin{array}{l} \text{Δείκτης Ιδίων Κεφαλαίων} \\ \text{προς Δανειακά Κεφάλαια} \end{array} = \frac{\text{Ίδια Κεφάλαια}}{\text{Δανειακά Κεφάλαια}}$$

Όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του δείκτη τόσο μεγαλύτερη η ασφάλεια που προσφέρει η επιχείρηση στους δανειστές της. Ο αναλυτής θα πρέπει να είναι ιδιαίτερα προσεκτικός στην κατασκευή του ανωτέρω δείκτη, όσον αφορά στον υπολογισμό των μακροπρόθεσμων δανειακών κεφαλαίων.

Δείκτης ιδίων κεφαλαίων προς πάγια

Ο δείκτης αυτός παρουσιάζει την σχέση μεταξύ των ιδίων κεφαλαίων και των καθαρών παγίων της επιχείρησης και δίνει σημαντικές πληροφορίες για τον τρόπο χρηματοδότησης των παγίων της επιχείρησης.

$$\begin{array}{l} \text{Δείκτης Ιδίων Κεφαλαίων} \\ \text{προς πάγια} \end{array} = \frac{\text{Ίδια Κεφάλαια}}{\text{Πάγια}}$$

Έτσι όταν τα ίδια κεφάλαια μιας επιχειρήσεως είναι μεγαλύτερα των επενδύσεών της σε πάγια, τότε ένα μέρος των κεφαλαίων κινήσεως αυτής προέρχεται από τους μετόχους της. Αντίθετα, όταν τα ίδια κεφάλαια είναι μικρότερα των επενδύσεων σε πάγια, τότε για τη χρηματοδότηση των παγίων στοιχείων της έχουν χρησιμοποιηθεί, εκτός από τα ίδια, και ξένα κεφάλαια.

Δείκτης κάλυψης τόκων

Ο δείκτης αυτός εκφράζει τη σχέση μεταξύ των καθαρών κερδών μιας επιχειρήσεως και των τόκων με τους οποίους αυτή επιβαρύνεται μέσα στη χρήση για τα ξένα μακροπρόθεσμα κεφάλαια. Υπολογίζεται διαιρώντας τα κέρδη προ φόρων και τόκων (EBIT) με το σύνολο των τόκων.

$$\text{Δείκτης Κάλυψης Τόκων} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Σύνολο Τόκων}}$$

Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης αυτός, τόσο μεγαλύτερη είναι η ικανότητα της επιχειρήσεως να πληρώνει τους τόκους της και τόσο μικρότερος ο κίνδυνος αθετήσεως στην εξόφληση των υποχρεώσεών της.

Μια παραλλαγή του προηγούμενου δείκτη είναι ο δείκτης κάλυψης τόκων με ταμειακές ροές:

$$\text{Δείκτης Κάλυψης Τόκων με Ταμειακές Ροές} = \frac{\text{Ταμειακές Ροές από Λειτουργικές Δραστηριότητες}}{\text{Σύνολο Τόκων}}$$

Ο παραπάνω αριθμοδείκτης θεωρείται περισσότερο συντηρητικός από τον απλό αριθμοδείκτη κάλυψης των τόκων με κέρδη. Μια πληρέστερη χρήση του προηγούμενου αριθμοδείκτη περιλαμβάνει στον υπολογισμό του αριθμητή και τις ταμειακές εκροές για πληρωμή τόκων καθώς και τις ταμειακές εκροές για την πληρωμή φόρου εισοδήματος.

5. ΑΝΑΛΥΣΗ ΜΕ ΧΡΗΣΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ

(INVESTMENT RATIOS)

Η αξιολόγηση της οικονομικής αξίας μιας μετοχής μέσω της θεμελιώδους ανάλυσης επιβάλλει στον αναλυτή την εξέταση μιας σειράς χρηματιστηριακών δεικτών και την χρησιμοποίηση στην ανάλυση, μεγάλου αριθμού χρηματιστηριακών πληροφοριών. Οι χρηματιστηριακοί δείκτες συνδέουν την αγοραία τιμή της μετοχής με στοιχεία του ισολογισμού ή της κατάστασης αποτελεσμάτων. Επίσης σε πολλές περιπτώσεις κατά την ανάλυση με χρηματοοικονομικούς δείκτες, συνδυάζονται χρηματιστηριακές πληροφορίες, όπως στην περίπτωση του υπολογισμού της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων (ROE), εφόσον υποστηρίζεται από ερευνητές (Penman 2004), ότι η χρήση της χρηματιστηριακής αξίας των ιδίων κεφαλαίων είναι πιο αντιπροσωπευτική από την λογιστική. Η χρηματιστηριακή αξία ενσωματώνει στοιχεία που δεν μπορούν να απεικονίσουν οι λογιστικές καταστάσεις. Αυτά μπορεί να είναι θετικά όπως το Goodwill ή αρνητικά όπως ενδεχόμενες υποχρεώσεις.

5.1 Μέρισμα ανά μετοχή

Το μέρισμα κατά μετοχή (Dividend Per Share) βρίσκεται αν διαιρέσουμε το σύνολο των διανεμομένων κερδών (μερισμάτων) της χρήσεως με το σύνολο των μετοχών που δικαιούνται μερίσματος, ήτοι :

$$\begin{array}{l} \text{Μέρισμα κατά μετοχή} \\ \text{(Dividend Per Share)} \end{array} = \frac{\text{Σύνολο μερισμάτων}}{\text{Αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}}$$

Μια σημαντική πληροφορία που πρέπει να εξετάζει ο αναλυτής είναι η τρέχουσα μερισματική απόδοση της μετοχής, που δείχνει την απόδοση που απολαμβάνουν οι επενδυτές από τα μερίσματα των μετοχών που έχουν επενδύσει τα κεφάλαιά τους και βρίσκεται αν διαιρέσουμε το μέρισμα κατά μετοχή με την τιμή της μετοχής στο χρηματιστήριο:

$$\text{Μερισματική Απόδοση} = \frac{\text{Μέρισμα κατά μετοχή}}{\text{Χρηματιστηριακή Τιμή Μετοχής}}$$

Η μερισματική απόδοση είναι σημαντική πληροφορία γιατί ο επενδυτής αναμένει να εισπράξει από την μετοχή μερίσματα και όταν την πουλήσει κεφαλαιακά κέρδη και το αρχικό κεφάλαιο. Η μερισματική απόδοση δείχνει το πόσο συμφέρουσα είναι η επένδυση σε μετοχές μιας δεδομένης επιχειρήσεως, όταν κάποιος τις αγοράζει σε μια δεδομένη στιγμή στην τρέχουσα χρηματιστηριακή τους αξία.

Ένας σημαντικός αριθμός μελετών (Lintner 1956, Miller & Rock 1985, John and Williams 1985), ισχυρίζεται ότι ο σχεδιασμός της μερισματικής πολιτικής λαμβάνει υπόψη μεταξύ άλλων, την πρόθεση της εταιρείας να αποκαλύπτει τις μελλοντικές προοπτικές κερδοφορίας της. Υποστηρίζεται επίσης ότι τα διευθυντικά στελέχη της επιχείρησης, θα αυξήσουν το μέρισμα όταν πιστεύουν ότι τα κέρδη της επιχείρησης έχουν μόνιμα αυξηθεί. Συνεπώς η αύξηση του μερίσματος μπορεί να εκληφθεί από τους επενδυτές σαν μήνυμα της διοίκησης της εταιρείας προς αυτούς (Signaling Hypothesis). Κάτω από αυτή την υπόθεση, οι επενδυτές λαμβάνουν το μήνυμα ότι η πορεία της εταιρίας θα είναι θετική και στο μέλλον. Επίσης, σύμφωνα με την θεωρία BIRD IN THE HAND, οι επενδυτές πιστεύουν ότι τα μερίσματα παρουσιάζουν μικρότερο κίνδυνο από ότι τα προβλεπόμενα μελλοντικά κεφαλαιακά κέρδη και επομένως, προτιμούν τα μερίσματα και αξιολογούν καλύτερα τις επιχειρήσεις που διανέμουν υψηλό ποσοστό των κερδών (Brealey - Myers 2003).

Εντούτοις, ενώ η αύξηση του μερίσματος μπορεί να ληφθεί ως θετικό σήμα, η μείωση του μπορεί να θεωρηθεί ως αρνητική είδηση. Μείωση μερίσματος σημαίνει για τον επενδυτή ότι η κερδοφορία της εταιρίας παρουσιάστηκε μειωμένη, ή ότι οι προοπτικές για το μέλλον μπορεί να είναι αρνητικές (μείωση κερδών και χρηματικών ροών, μειωμένες επενδυτικές ευκαιρίες).

Οι παραπάνω ισχυρισμοί ενισχύονται και από την θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης, όπου εταιρείες επιμένουν να διανέμουν σταθερό μέρισμα ακόμα και σε περιόδους ύφεσης προσπαθώντας να αποφύγουν αυξομειώσεις στην τιμή της μετοχής τους.

Μετά την ανάλυση του SIGNALING παραθέτουμε έναν υπολογισμό που αξιολογεί την δυνατότητα της επιχείρησης να συνεχίζει να καταβάλλει το τρέχον μέρισμα και στο μέλλον.

$$\text{Μερισματική απόδοση ιδίων κεφαλαίων} = \frac{\text{Συνολικά καταβαλλόμενα μερίσματα}}{\text{Σύνολο ιδίων κεφαλαίων}}$$

Όσο μεγαλύτερος είναι ο παραπάνω δείκτης τόσο μεγαλύτερη είναι η ασφάλεια που παρέχεται στους μετόχους ότι θα συνεχίσουν να λαμβάνουν τουλάχιστον το τρέχον μέρισμα, αφού η επιχείρηση έχει μεγάλο περιθώριο κερδών.

5.2 Κέρδη ανά μετοχή

Τα κέρδη ανά μετοχή υπολογίζονται διαιρώντας το σύνολο των καθαρών κερδών της χρήσης με τον αριθμό των μετοχών που βρίσκονται σε κυκλοφορία:

$$\text{Κέρδη ανά μετοχή (E.P.S.)} = \frac{\text{Σύνολο καθαρών κερδών χρήσεως}}{\text{Μέσος αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}}$$

Ο δείκτης των κατά μετοχή κερδών μιας επιχειρήσεως παρέχει ένδειξη του ποσοστού των κερδών που μοιράζονται στους μετόχους (μέρισμα) και αυτού που παρακρατείται από την επιχείρηση με τη μορφή διαφόρων αποθεματικών. Ο δείκτης αυτός δείχνει το ύψος των καθαρών κερδών, που αντιστοιχεί σε κάθε μετοχή της επιχειρήσεως και επηρεάζεται τόσο από το συνολικό ύψος των κερδών της επιχειρήσεως όσο και από τον αριθμό των μετοχών της. Το ύψος των κερδών, κατά μετοχή, αντανακλά την κερδοφόρα δυναμικότητα μιας επιχειρήσεως με βάση τη μια μετοχή της και χρησιμοποιείται ευρύτατα. Διαφορές στα κέρδη κατά μετοχή μεταξύ των επιχειρήσεων είναι δύσκολο να ερμηνευθούν για τον απλούστατο λόγο ότι όλες οι επιχειρήσεις δεν έχουν τον ίδιο αριθμό μετοχών.

Η σημασία των κερδών ανά μετοχή είναι κεφαλαιώδους σημασίας. Για αυτόν ακριβώς το λόγο το συμβούλιο της επιτροπής των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (International Accounting Standards Committee), εξέδωσε τον Ιανουάριο του 1997 το International Accounting Standard 33, ήδη IFRS. Η καθιέρωση του IFRS 33 αποσκοπεί στην προδιαγραφή των αρχών που πρέπει να διέπουν τον προσδιορισμό και την παρουσίαση των κερδών κατά μετοχή των οικονομικών μονάδων, ώστε να βελτιωθεί η σύγκριση της απόδοσης τόσο μεταξύ διαφορετικών επιχειρήσεων στην ίδια περίοδο, όσο και μεταξύ διαφορετικών λογιστικών περιόδων της ίδιας οικονομικής μονάδας.

Μέσω των IFRS επιτυγχάνεται η τυποποίηση του υπολογισμού τόσο του αριθμητή όσο και του παρονομαστή του παραπάνω κλάσματος (IFRS 8 και IFRS 33). Αναλυτικότερα στο IFRS 8 αναφέρεται ότι η επιχείρηση πρέπει να λογίζει στη χρήση το σύνολο των εσόδων και των εξόδων που πραγματοποιούνται. Επίσης πρέπει να λογίζονται στη χρήση οι δαπάνες των φόρων, των εκτάκτων κονδυλίων και των δικαιωμάτων μειοψηφίας. Ακολούθως, το ποσό του καθαρού κέρδους που αναλογεί

στους προνομιούχους μετόχους εκπίπτει από το καθαρό κέρδος χρήσης για να υπολογιστεί το καθαρό κέρδος ή ζημία χρήσης που αναλογεί στους κοινούς μετόχους (IASB 2004)

Αν κατά τη διάρκεια της χρήσεως μεταβληθεί ο αριθμός των μετοχών που βρίσκονται σε κυκλοφορία τότε θα πρέπει να βρεθεί ο σταθμικός μέσος όρος του αριθμού των μετοχών που υπήρχαν κατά τη διάρκεια της χρήσεως στην οποία πραγματοποιήθηκαν τα κέρδη της επιχειρήσεως. Επομένως, ο νέος αριθμός μετοχών που βρίσκεται σε κυκλοφορία θα πρέπει να επηρεάσει το σύνολο των μετοχών της επιχειρήσεως κατά ένα ποσοστό, το οποίο εξαρτάται από τη χρονική διάρκεια που οι νέες μετοχές τέθηκαν σε κυκλοφορία.

Τα παραπάνω δεν ισχύουν αν ο αριθμός των μετοχών μιας εταιρείας μεταβληθεί λόγω αύξησεως του μετοχικού της κεφαλαίου από κεφαλαιοποίηση αποθεματικών ή της υπεραξίας των παγίων στοιχείων, ως και λόγω κατατμήσεως (split) ή συμπτύξεως (reverse split) των μετοχών της που κυκλοφορούν. Αν π.χ. μια επιχείρηση διπλασιάσει τον αριθμό των μετοχών της λόγω κατατμήσεως αυτών, τότε οποιαδήποτε στιγμή γίνει αυτό μέσα στη χρήση αντί να λάβουμε το μέσο όρο αυτών θεωρούμε ότι οι νέες μετοχές τέθηκαν σε κυκλοφορία από την αρχή της χρήσεως. Τούτο συμβαίνει διότι, ο νέος αριθμός μετοχών αποτελεί υποδιαίρεση των ήδη κυκλοφορούντων μετοχών της επιχειρήσεως και δεν αντιπροσωπεύει νέα κεφάλαια. Το ίδιο γίνεται και όταν μια επιχείρηση διανέμει δωρεάν μετοχές στους μετόχους της, οι οποίες προήλθαν από κεφαλαιοποίηση αποθεματικών ή της υπεραξίας των παγίων της στοιχείων, καθώς και από κεφαλαιοποίηση κερδών.

Συμπερασματικά μπορούμε να πούμε ότι όταν οι νέες μετοχές δεν συνοδεύονται από αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου (εισροή νέων κεφαλαίων σε χρήμα ή σε είδος), τότε

Θεωρούνται ότι κυκλοφορούσαν καθ' όλη τη διάρκεια της χρήσεως εντός της οποίας καλούμεθα να υπολογίσουμε τα κατά μετοχή κέρδη.

5.3 Το ποσοστό διανεμομένων κερδών

Το ποσοστό των κερδών, που διανέμει μια επιχείρηση ως μέρισμα στους μετόχους της, βρίσκεται αν διαιρέσουμε το σύνολο των καταβαλλομένων μερισμάτων με το σύνολο των καθαρών της κερδών:

$$\text{Ποσοστό διανεμομένων κερδών} = \frac{\text{Σύνολο μερισμάτων χρήσεως}}{\text{Σύνολο καθαρών κερδών χρήσεως}}$$

Όσο μεγαλύτερο είναι το ποσοστό των διανεμομένων κερδών τόσο μεγαλύτερο είναι το καταβαλλόμενο στους μετόχους μέρισμα. Αντίθετα, όσο μικρότερο είναι το ποσοστό αυτό τόσο πιο συντηρητική είναι η μερισματική πολιτική που ακολουθεί η επιχείρηση και τόσο μεγαλύτερο το ύψος των παρακρατούμενων κερδών με τη μορφή διαφόρων αποθεματικών για τη χρηματοδότηση μελλοντικών επενδύσεων. Αυτή την τακτική ακολουθούν συνήθως νέες και αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις, οι οποίες τείνουν να έχουν χαμηλό ποσοστό διανεμομένων κερδών.

Αντίθετα, παλαιές και μη αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις τείνουν να μοιράζουν το μεγαλύτερο μέρος των κερδών τους για μέρισμα και ως εκ τούτου να παρουσιάζουν υψηλό ποσοστό διανεμομένων κερδών ή μερισμάτων.

5.4 Λόγος Χρηματιστηριακής Τιμής προς Εσωτερική Αξία

Η εσωτερική αξία της μετοχής είναι περισσότερο λογιστικό παρά χρηματιστηριακό μέγεθος. Σύμφωνα με το Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο η εσωτερική αξία της μετοχής βρίσκεται αν προσθέσουμε «το καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο», την

«διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο», τις «διαφορές αναπροσαρμογής», «τα αποθεματικά κεφάλαια» και τα «αδιανέμητα κέρδη». Το παραπάνω κονδύλι θα πρέπει να διαιρεθεί με τον αριθμό των μετοχών που βρίσκονται σε κυκλοφορία :

$$\text{Εσωτερική αξία μετοχής} = \frac{\text{Σύνολο ιδίων κεφαλαίων}}{\text{Αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}}$$

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να τονιστεί ότι, δεν λαμβάνεται υπόψη στον υπολογισμό του αριθμητή το κονδύλι του ισολογισμού «ποσά προορισμένα για αύξηση μετοχικού» κεφαλαίου, δηλαδή οι καταθέσεις μετόχων που προορίζονται να γίνουν μετοχικό κεφάλαιο.:

Η εσωτερική αξία της μετοχής χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό του δείκτη χρηματιστηριακή τιμή προς εσωτερική αξία μετοχής. Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{Λόγος χρηματιστηριακής τιμής προς εσωτερική αξία μετοχής (P/BV)} = \frac{\text{Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής}}{\text{Εσωτερική αξία μετοχής}}$$

Ο παραπάνω λόγος δείχνει πόσες φορές μεγαλύτερη είναι η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής από την εσωτερική της αξία. Επειδή η εσωτερική αξία στηρίζεται στην αρχή του κόστους κτήσης (ιστορικές τιμές), τουλάχιστον μέχρι την εφαρμογή των IFRS, θα πρέπει ο αναλυτής να είναι ιδιαίτερα προσεκτικός με την ερμηνεία του δείκτη. Εντούτοις προσεκτική ερμηνεία του δείκτη μπορεί να δώσει την ευκαιρία στον αναλυτή να διαγνώσει υποτιμημένες μετοχές.

5.5 Χρηματιστηριακή τιμή προς κέρδη ανά μετοχή

Ο λόγος τιμής προς κέρδη κατά μετοχή, όπως διεθνώς εκφράζεται με τον συμβολισμό (P/E), βρίσκεται αν διαιρέσουμε την τρέχουσα αξία μιας μετοχής με τα κατά μετοχή κέρδη της προηγούμενης ή της τρέχουσας χρήσεως

$$\text{P/E Ratio} = \frac{\text{Χρηματιστηριακή Τιμή Μετοχής}}{\text{Κέρδη ανά Μετοχή (E.P.S.)}}$$

Ο δείκτης αυτός δείχνει πόσες φορές διαπραγματεύεται μια μετοχή τα κέρδη του προηγούμενου έτους στο χρηματιστήριο ή πόσα ευρώ είναι διατεθειμένος να καταβάλει ένα επενδυτής για κάθε ευρώ κέρδους της επιχειρήσεως. Συγχρόνως μας πληροφορεί για τον αριθμό των ετών που απαιτούνται σε καθαρά κέρδη ανά μετοχή για να αγοραστεί η μετοχή. Ο υπολογιζόμενος κατ' αυτό τον τρόπο λόγος τιμής προς κέρδη προϋποθέτει ότι τα κέρδη με βάση τα οποία υπολογίζεται, θα παραμείνουν τα ίδια και στο μέλλον.

Συνήθως οι αναλυτές υπολογίζουν τον δείκτη P/E είτε με βάση τα κέρδη κατά μετοχή της προηγούμενης χρήσης, είτε με βάση τα προσδοκώμενα κέρδη της τρέχουσας χρήσεως και είναι χρήσιμο να συγκρίνεται η τρέχουσα τιμή της μετοχής με τα τρέχοντα ή και τα αναμενόμενα την επόμενη χρήση κέρδη. Ο λόγος για τον οποίο χρησιμοποιούνται τα κέρδη της επομένης χρήσεως για τον υπολογισμό του λόγου τομής προς κέρδη (P/E) είναι ότι οι επενδυτές που αγοράζουν και πωλούν μια μετοχική αξία προβαίνουν σ' αυτή τους την ενέργεια βασιζόμενοι στα προσδοκώμενα κέρδη της επιχειρήσεως στο μέλλον. Πάντως, θα πρέπει να λεχθεί ότι ορισμένοι αναλυτές, προκειμένου να προσδιορίσουν το ύψος του προσδοκώμενου λόγου τιμής προς κέρδη, τον υπολογίζουν με βάση το μέσο όρο των κατά μετοχή προβλεπομένων κερδών για τα επόμενα πέντε ή και περισσότερα χρόνια.

Η έννοια του λόγου τιμής προς κέρδη (P/E) είναι παρόμοια με αυτή του επιτοκίου κεφαλαιοποίησης που χρησιμοποιείται για τη μετατροπή των μελλοντικών κερδών σε τρέχουσα αξία. Το ύψος του εκάστοτε χρησιμοποιούμενου επιτοκίου κεφαλαιοποίησης είναι ανάλογο με τον κίνδυνο που περικλείει κάθε μορφή επένδυσης. Η τιμή που κάποιος είναι διατεθειμένος να πληρώσει για να αποκτήσει μια μετοχική αξία εξαρτάται από την απόδοση που είναι διατεθειμένος να δεχθεί, αφού λάβει υπόψη του τους κινδύνους που αυτή περικλείει.

Έτσι, αν ο κίνδυνος που περικλείει μια μετοχική αξία δικαιολογεί π.χ. 10% απόδοση, η αξία της μετοχής θα είναι € 1.000, όταν τα κατά μετοχή κέρδη είναι € 100. Αν ο κίνδυνος δικαιολογεί απόδοση 5%, τότε η αξία της μετοχής με κέρδη € 100 κατά μετοχή είναι € 2.000.

Αν οι μελλοντικοί κίνδυνοι είναι μεγαλύτεροι από τους κινδύνους που εμφανίστηκαν στο παρελθόν, τότε είναι απαραίτητο να αυξηθεί το επιτόκιο κεφαλαιοποίησης. Αντίθετα, αν οι κίνδυνοι στο μέλλον αναμένεται να είναι χαμηλότεροι από τους κινδύνους του παρελθόντος, τότε το επιτόκιο κεφαλαιοποίησης θα πρέπει να είναι χαμηλότερο.

Από το παραπάνω προκύπτει ότι το επιτόκιο κεφαλαιοποίησης είναι το αντίστροφο του λόγου τιμής προς κέρδη (P/E) και βρίσκεται από τη σχέση :

$$\text{Επιτόκιο κεφαλαιοποίησης} = \frac{\text{Καθαρά κέρδη κατά μετοχή}}{\text{Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής}}$$

Το αν ένα P/E είναι χαμηλό, υψηλό ή κανονικό είναι επίσης ζήτημα συγκρίσεως αυτού με το μέσο P/E του κλάδου στον οποίο ανήκει μια επιχείρηση. Οι λόγοι τιμής προς κέρδη (P/E) των επιχειρήσεων που ανήκουν σε διαφορετικούς κλάδους ποικίλουν διαχρονικά, όπως ακριβώς συμβαίνει και με το μέσο P/E της αγοράς.

Εκτός από τις παραπάνω συγκρίσεις ενός P/E με το μέσο P/E του κλάδου και της αγοράς, χρήσιμη είναι και η παρακολούθηση του P/E μιας επιχειρήσεως διαχρονικά για να διαπιστωθεί η τάση του. Παρακολουθώντας την τάση του P/E μιας επιχειρήσεως για μια μακρά περίοδο μπορούμε να δούμε αν το ύψος αυτού αποτελεί ρεαλιστικό ή όχι μέγεθος. Τούτο διότι το μέσο P/E μιας επιχειρήσεως για μακρά περίοδο, π.χ. ο μέσος όρος του P/E για μια περίοδο δέκα ετών, μπορεί να θεωρηθεί ως κανονικό μέγεθος για μια επιχείρηση. Πάντως το μέσο μέγεθος P/E θα πρέπει να μελετάται με προσοχή, προκειμένου να διαπιστωθεί αν ο μέσος όρος αντανακλά τον κίνδυνο που περικλείει κάθε επιχείρηση.

Γενικά θα μπορούσαμε να πούμε ότι ένα υψηλό P/E σε σύγκριση με το μέσο P/E του κλάδου ή της αγοράς υποδηλώνει ή ότι η επιχείρηση προτιμάται από τους επενδυτές γιατί είναι η καλύτερη μέσα στον κλάδο είτε ότι είναι υπερτιμημένη διότι οι επενδυτές έχουν υπερεκτιμήσει τις δυνατότητές της. Αντίθετα, ένα χαμηλό P/E υποδηλώνει ότι είτε η επιχείρηση δεν προτιμάται από τους επενδυτές, είτε είναι υποτιμημένη.

5.5 Ταμειακή ροή ανά μετοχή

Όπως αναλύσαμε στο κεφάλαιο των ταμειακών ροών, αυτές υπολογίζονται με βάση τις πωλήσεις ή το καθαρό αποτέλεσμα χρήσης με στόχο τον προσδιορισμό της καθαρής εισροής μετρητών στην επιχείρηση ανά δραστηριότητα. Εφόσον προσδιοριστούν οι ταμειακές ροές στη συνέχεια μπορεί να προσδιοριστεί το ύψος της ταμειακής ροής ανά μετοχή:

$$\text{Ταμειακή ροή ανά μετοχή} = \frac{\text{Ταμειακή Ροή}}{\text{Αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}}$$

Ο δείκτης αυτός πρέπει να χρησιμοποιείται ως συμπλήρωμα του δείκτη των καθαρών κερδών ανά μετοχή και είναι πολύ χρήσιμος στις περιπτώσεις συγκρίσεων

μεταξύ των επιχειρήσεων. Αυτό συμβαίνει γιατί η ταμειακή ροή ανά μετοχή είναι ένα στοιχείο περισσότερο συγκρίσιμο από ό,τι καθαρά κέρδη κατά μετοχή, λόγω των μεγάλων διαφορών που υπάρχουν μεταξύ των επιχειρήσεων ως προς τις μεθόδους και την πολιτική αποσβέσεων που κάθε επιχείρηση εφαρμόζει.

Η ταμειακή ανά μετοχή είναι σημαντικό μέγεθος, ιδίως για τους επενδυτές στο Χρηματιστήριο αλλά και για τους δανειστές, τις τράπεζες και γενικά τους ενδιαφερόμενους για μια επιχείρηση. Αυτό γιατί το ύψος της ταμειακής ροής δεν επηρεάζεται από τους χειρισμούς εκείνους που μπορούν να αλλοιώσουν τα οικονομικά αποτελέσματα μιας επιχείρησης. Πάντως, ο υπολογισμός της ταμειακής ροής ανά μετοχή αποκτά ιδιαίτερη σημασία αν συνδυάζεται με τη χρηματιστηριακή αξία των μετοχών μιας επιχείρησης δηλαδή τον δείκτη αποδόσεως της μετοχής σε ταμειακή ροή, ήτοι :

$$\text{Δείκτης αποδόσεως μετοχής σε ταμειακή ροή} = \frac{\text{Ταμειακή ροή ανά μετοχή}}{\text{Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής}}$$

Ο αριθμοδείκτης αυτός σε συνδυασμό με την χρηματιστηριακή τιμή προς κέρδη κατά μετοχή (P/E ratio) βοηθά, σε μεγάλο βαθμό, την ανάλυση των μετοχών μιας επιχείρησης με την προϋπόθεση συγκρίσεώς του με το P/E ratio άλλων ομοειδών επιχειρήσεων ή τον αριθμοδείκτη P/E του κλάδου που ανήκει η συγκεκριμένη επιχείρηση.

6. ΜΟΝΤΕΛΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

Κοινός παρονομαστής όλων των χρηματοοικονομικών μοντέλων αποτίμησης μετοχών είναι ότι απλοποιούν την πραγματικότητα. Η προηγούμενη απλοποίηση εξυπηρετεί κατ' αρχήν την ανάγκη ερμηνείας της πραγματικότητας. Ο αναλυτής από την πλευρά του καλείται να επιλέξει εκείνο το μοντέλο που ερμηνεύει καλύτερα την πραγματικότητα. Για αυτό τον λόγο θα πρέπει να γνωρίζει σε βάθος τα δεδομένα της πραγματικότητας που το μοντέλο καλείται να αναπαράγει, ώστε να είναι σε θέση να ορίσει με ακρίβεια εάν το μοντέλο είναι συμβατό με τις πραγματικές συνθήκες. Επίσης το μοντέλο θα πρέπει να περιλαμβάνει όσο το δυνατό περισσότερα δεδομένα ώστε να είναι σε θέση να εξηγή ή να προβλέπει την πραγματικότητα (Copeland - Koller - Murin, 1996). Η ικανότητα του μοντέλου να εξηγεί την πραγματικότητα, προσδιορίζεται από τον βαθμό ενσωμάτωσης σε αυτό όλων των πραγματικών μεταβλητών και των σχέσεων που αναπτύσσονται μεταξύ τους. Ακόμα και στις περιπτώσεις που κάποιες μεταβλητές δεν λαμβάνονται υπόψη από το μοντέλο, ο αναλυτής θα πρέπει να είναι σε θέση να προσδιορίζει τις συνέπειες αυτής της «παράληψης».

Στη σύγχρονη βιβλιογραφία και αρθρογραφία συναντούνται δυο κύριες κατηγορίες μοντέλων: Μοντέλα αποτύπωσης της πραγματικότητας και μοντέλα αναπαραγωγής της πραγματικότητας (Damodaran 2002). Η πρώτη κατηγορία μοντέλων στοχεύει στην απλή εξήγηση της πραγματικότητας. Για αυτόν τον λόγο τα μοντέλα αυτής της κατηγορίας περιλαμβάνουν πολλαπλές απλοποιήσεις, ενώ βασίζονται ταυτόχρονα σε περιοριστικές υποθέσεις. Η δεύτερη κατηγορία μοντέλων στηρίζεται στην εφαρμογή ενός μοντέλου της πρώτης κατηγορίας σε μια δεδομένη πραγματικότητα. Για αυτό τον λόγο τα μοντέλα αυτής της κατηγορίας πρέπει να περιλαμβάνουν πολλές από τις μεταβλητές που δεν λαμβάνονται υπόψη στα μοντέλα της πρώτης κατηγορίας. Αυτό

σημαίνει ότι ο αναλυτής θα πρέπει να είναι σε θέση να αναγνωρίσει και να συμπεριλάβει στην δομή του μοντέλου όσο το δυνατόν περισσότερα στοιχεία, ώστε να γίνει εφικτή μια όσο το δυνατό καλύτερη προσέγγιση της πραγματικότητας.

6.1 Αποτίμηση μετοχών με βάση τα μερίσματα

Η επένδυση σε μια μετοχή αναμένεται να αποφέρει στον επενδυτή δυο ειδών ταμειακές ροές: Μερίσματα κατά την διάρκεια διακράτησης της μετοχής και την αξία της πώλησης της μετοχής. Το προηγούμενο αποτυπώνεται ως εξής:

$$\text{Τιμή μετοχής} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{MAM_t}{(1+e_r)^t} + \text{ΤΠ}, \text{ όπου:}$$

MAM_t = Αναμενόμενο μέρισμα ανά μετοχή την περίοδο t

e_r = Απαιτούμενη απόδοση της μετοχής

ΤΠ = η παρούσα αξία της τιμής πώλησης της μετοχής.

Οι καθοριστικές παράμετροι του παραπάνω τύπου είναι το αναμενόμενο μέρισμα ανά μετοχή MAM και η απαιτούμενη απόδοση της μετοχής e_r , εφόσον η αναμενόμενη τιμή πώλησης της μετοχής ΤΠ, στο συγκεκριμένο μοντέλο προσδιορίζεται από τα αναμενόμενα μερίσματα.

Τα αναμενόμενα μερίσματα προσδιορίζονται από τα μελλοντικά κέρδη της επιχείρησης και από τον δείκτη καταβαλλόμενων μερισμάτων (που αναλύθηκε εκτεταμένα στην προηγούμενη ενότητα). Η απαιτούμενη απόδοση της μετοχής προσδιορίζεται από πραγματικές παραμέτρους της αγοράς, ανάλογα με την μέθοδο που ακολουθεί ο αναλυτής. (Η πιο γνωστή μέθοδος είναι η μέθοδος της αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων *Capital Asset Pricing Model*).

Κατή την εφαρμογή του παραπάνω μοντέλου αντιμετωπίζεται το πρόβλημα του προσδιορισμού των μελλοντικών μερισμάτων, που όπως αναλύσαμε βασίζονται σε υποθέσεις πάνω στα μελλοντικά κέρδη. Κάνοντας την υπόθεση ότι τα μερίσματα αυξάνονται με σταθερό ρυθμό στο διηνεκές, ακολουθώντας την αύξηση των κερδών, η παραπάνω αδυναμία του μοντέλου υπερκαλύπτεται. Επίσης, το μοντέλο της αποτίμησης με βάση τα μερίσματα υπονοεί ότι όλα τα κέρδη μοιράζονται ως μερίσματα.

Η υπόθεση όμως ότι τα μερίσματα θα παρουσιάζουν έναν σταθερό ρυθμό αύξησης στο διηνεκές, δεν μπορεί να υποστηριχθεί με ακρίβεια, εφόσον οι εμπειρικές μελέτες έχουν αποδείξει ότι τα κέρδη παρουσιάζουν σημαντικές αυξομειώσεις από χρονιά σε χρονιά. Εντούτοις, και με βάση όσα έχουμε ήδη αναλύσει για τις πολιτικές μερισμάτων από τις επιχειρήσεις (Signaling effect), υπάρχουν περιπτώσεις που το μοντέλο αποτίμησης με βάση τα μερίσματα μπορεί να χρησιμοποιηθεί χωρίς να επηρεάσει την αποτίμηση της μετοχής.

Κάνοντας διάφορες υποθέσεις για τον ρυθμό αύξησης των κερδών της επιχείρησης μπορούμε να οδηγηθούμε σε διαφορετικές εκδοχές του μοντέλου αποτίμησης με βάση τα μερίσματα. Έτσι, αν υποθέσουμε ότι αντιμετωπίζεται μια περίπτωση αποτίμησης μετοχής εταιρείας που το αμέσως επόμενο διάστημα ο ρυθμός μεγέθυνσης της δεν είναι σταθερός, αλλά θα είναι τέτοιος μετά το έτος n , το μοντέλο αποτίμησης μετασχηματίζεται ως εξής:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{MAM_t}{(1 + K_{e, hg})^t} + \frac{P_n}{(1 + K_{e, hg})^n} \text{ και } P_n = \frac{MAM_{n+1}}{(K_{e, st} - g_n)} \text{ όπου:}$$

MAM_t : αναμενόμενα μερίσματα το έτος t

K_e : Κόστος κεφαλαίου

g_n : σταθερός ρυθμός μεγέθυνσης μετά το έτος n

g : ρυθμός μεγέθυνσης μέχρι το έτος n

P_n : η τιμή της μετοχής στο τέλος του έτους n

Με τον ίδιο ακριβώς τρόπο το αρχικό μοντέλο μπορεί να μετασχηματιστεί ανάλογα με τις προβλέψεις για την αύξηση των κερδών και συνεπώς των μερισμάτων σε περισσότερα επίπεδα.

6.2 Αποτίμηση μετοχών με βάση τις αδέσμευτες ταμειακές ροές στην μετοχή

Η αποτίμηση της μετοχής με βάση το μοντέλο των μερισμάτων βασίζεται στην υπόθεση ότι όλα τα κέρδη μοιράζονται ως μερίσματα και η μοναδική ταμειακή ροή που λαμβάνουν οι επενδυτές από την επιχείρηση είναι μόνο τα μερίσματα. Εντούτοις, η επιχειρηματική πραγματικότητα είναι διαφορετική. Οι επιχειρήσεις δεν διανέμουν ως μέρισμα όλο το ποσό που απομένει μετά την εξόφληση όλων των υποχρεώσεων τους, όπως υπάρχουν και περιπτώσεις επιχειρήσεων που διανέμουν μεγαλύτερο μέρισμα από αυτό που προκύπτει μετά την εξόφληση όλων των υποχρεώσεων τους.

Ο υπολογισμός των αδέσμευτων ταμειακών ροών βασίζεται στην παρακάτω σχέση:

Αδέσμευτες ταμειακές ροές στη μετοχή = *Κέρδη μετά φόρων*

Μείον: *Εξοδα κτήσης παγίων χρήσης*

Πλέον: *Αποσβέσεις*

Μείον: *Καθαρή αύξηση στο κεφάλαιο Κίνησης*

Πλέον: *Εισπράξεις από νέα δάνεια*

Μείον: *Πληρωμές δανείων*

Ο υπολογισμός των αδέσμευτων ταμειακών ροών αποκαλύπτει το διαθέσιμο ποσό που μπορεί να διανεμηθεί ως μέρισμα, που όπως έχουμε ήδη αναφέρει σχεδόν ποτέ δεν συμπίπτει με το πραγματικό ποσό που διανέμεται ως τέτοιο.

Συνεχίζοντας την ανάλυση, μπορούμε να συγκρίνουμε το πραγματικό καταβαλλόμενο μέρισμα με το διαθέσιμο ποσό για καταβολή μερίσματος με την χρήση των αδέσμευτων ταμειακών ροών. Συγκεκριμένα:

Το πραγματικά καταβαλλόμενο μέρισμα δίνεται από τον δείκτη καταβαλλόμενων μερισμάτων ως εξής:

$$\text{Δείκτης Καταβαλλόμενων Μερισμάτων} = \frac{\text{Καταβαλλόμενα Μερίσματα}}{\text{Καθαρά Κέρδη}}$$

Dividend Payout Ratio

Το μέρισμα που καταβάλλεται σε σχέση με το διαθέσιμο ποσό που ορίζουν οι αδέσμευτες ταμειακές ροές δίνεται από την σχέση:

$$\text{Δείκτης Καταβαλλόμενων Μερισμάτων} = \frac{\text{Καταβαλλόμενα Μερίσματα}}{\text{Αδέσμευτες Ταμειακές Ροές}}$$

ως ποσοστό των Αδέσμευτων Τ.Ρ.

Εάν ο παραπάνω δείκτης είναι σχεδόν μονάδα τότε όλο το διαθέσιμο ποσό διανέμεται ως μέρισμα. Οποιαδήποτε τιμή του δείκτη μεγαλύτερη ή μικρότερη της μονάδας αντικατοπτρίζει πληρωμή μερίσματος μεγαλύτερη ή μικρότερη από όσο μπορεί να αντέξει η επιχείρηση αντίστοιχα. Πάντως, σύμφωνα με τις δημοσιευμένες εμπειρικές μελέτες οι επιχειρήσεις έχουν την τάση να διανέμουν ως μέρισμα ποσό σημαντικά μικρότερο από αυτό που μπορούν να αντέξουν (Compustat 1998).

Συνεπώς, όταν αξιολογούμε την οικονομική αξία της μετοχής με τη χρήση των αδέσμευτων ταμειακών ροών υποθέτουμε ότι το συνολικό ποσό των αδέσμευτων ταμειακών ροών στην μετοχή θα διανεμηθούν ως μέρισμα. Η αξιολόγηση με βάση τις αδέσμευτες ταμειακές ροές στη μετοχή βασίζεται ακριβώς στην ίδια σχέση με την αξιολόγηση των μερισμάτων, δηλαδή:

$$\text{Τιμή μετοχής} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{FCFE_t}{(1+e_r)^t}, \text{ όπου}$$

$FCFE_t$: Αδέσμευτες ταμειακές ροές στη μετοχή τον χρόνο t

e_r : Κόστος κεφαλαίου

Η κατασκευή του μοντέλου της αποτίμησης των μετοχών με βάση τις αδέσμευτες ταμειακές ροές στη μετοχή ακολουθεί ακριβώς την ίδια αρχιτεκτονική κατασκευής του μοντέλου της αποτίμησης με βάση τα αναμενόμενα μερίσματα. Συγκεκριμένα:

Κατασκευή μοντέλου υποθέτοντας ότι για ένα χρονικό διάστημα n ετών η επιχείρηση θα έχει σταθερό ρυθμό αύξησης των πωλήσεων της k και μετά το έτος n θα έχει σταθερό ρυθμό αύξησης πωλήσεων λ .

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1 + K_{e, hg})^t} + \frac{P_n}{(1 + K_{e, hg})^n} \text{ και } P_n = \frac{FCFE_{n+1}}{(K_{e, st} - g_n)} \text{ όπου:}$$

$FCFE_t$: αναμενόμενα μερίσματα το έτος t

K_e : Κόστος κεφαλαίου

g_n : σταθερός ρυθμός μεγέθυνσης μετά το έτος n

g : ρυθμός μεγέθυνσης μέχρι το έτος n

P_n : η τιμή της μετοχής στο τέλος του έτους n

Στο παραπάνω υπόδειγμα υποτίθεται ότι το πρώτο διάστημα η επιχείρηση βρίσκεται σε περίοδο ανάπτυξης με αυξανόμενο ρυθμό ανάπτυξης hg και στο δεύτερο διάστημα σε σταθερή περίοδο ανάπτυξης st , όπου $hg > st$. Το ίδιο υπόδειγμα μπορεί να εφαρμοστεί αν ο ρυθμός ανάπτυξης $hg < st$.

Κατασκευή μοντέλου τριών περιόδων υποθέτοντας ότι για ένα αρχικό χρονικό διάστημα n ετών η επιχείρηση θα έχει αυξανόμενο ρυθμό αύξησης των πωλήσεων της, στη συνέχεια για χρονικό διάστημα $n+k$ ετών μειούμενο ρυθμό αύξησης των πωλήσεων της και μετά το έτος $n+k$ θα έχει σταθερό ρυθμό πωλήσεων λ . Η παραπάνω σχέση απεικονίζεται ως εξής:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n1} \frac{FCFE_t}{(1 + e_r)^t} + \sum_{t=n1+1}^{t=n2} \frac{FCFE_t}{(1 + K_{e, hg})^t} + \frac{P_{n2}}{(1 + K_{e, hg})^{n2}} \text{ και } P_{n2} = \frac{FCFE_{n2+1}}{(K_e - g_n)} \text{ όπου}$$

$FCFE_t$: αναμενόμενα μερίσματα το έτος t

K_e : Κόστος κεφαλαίου

P_{n2} : Τιμή μετοχής στο τέλος της περιόδου $n2$

n_2 : το τέλος της περιόδου n_2

n_1 : το τέλος της περιόδου n_1

Το μοντέλο αποτίμησης με βάση τις αδέσμευτες ταμειακές ροές στη μετοχή μπορεί να θεωρηθεί ως εναλλακτικό του μοντέλου αποτίμησης με βάση τα μερίσματα. Εφόσον η αξιολόγηση της αξίας της μετοχής με βάση τα δυο διαφορετικά μοντέλα είναι πιθανό να οδηγήσει σε διαφορετική εκτίμηση αυτής, ο αναλυτής θα πρέπει να είναι σε θέση να αναγνωρίσει τους λόγους που αυτό μπορεί να συμβεί.

Κατ' αρχήν, εφόσον διανέμεται ως μέρισμα ολόκληρο το ποσό των αδέσμευτων ταμειακών ροών τότε τα δυο μοντέλα θα πρέπει να οδηγήσουν στην ίδια εκτιμώμενη αξία. Αντίθετα αν ως μέρισμα διανέμεται μικρότερο ή μεγαλύτερο ποσό από το διαθέσιμο με βάση τις αδέσμευτες ταμειακές ροές τότε η αποτίμηση με βάση τα δυο μοντέλα δεν αναμένεται να οδηγήσει στην ίδια εκτιμώμενη αξία. Συγκεκριμένα, αν οι αδέσμευτες ταμειακές ροές είναι μεγαλύτερες από το ποσό των διανεμόμενων μερισμάτων τότε το μοντέλο αποτίμησης με βάση τις αδέσμευτες ταμειακές ροές στη μετοχή θα αξιολογήσει υψηλότερα την αξία της μετοχής από ότι το μοντέλο αποτίμησης με βάση τα διανεμόμενα μερίσματα. Αντίθετα, αν το ποσό των διανεμόμενων μερισμάτων είναι μεγαλύτερο από τις αδέσμευτες ταμειακές ροές η εταιρεία θα πρέπει να δανειστεί για να αντεπεξέλθει στις υποχρεώσεις τις με σημαντικές συνέπειες στην αξία της μετοχής της, τόσο γιατί θα πρέπει να αναλάβει το αυξημένο κόστος δανεισμού, όσο και γιατί η αύξηση του δανεισμού ενδεχομένως να οδηγήσει σε υπερδανεισμό της επιχείρησης. Πάντως, η διαφορετική αξία της μετοχής που υπολογίζεται με βάση τα δυο μοντέλα αντιστοιχεί σε αδιανέμητα μετρητά που θα μπορούσαν να γίνουν στόχος μιας επιθετικής εξαγοράς: Ο αναλυτής θα επιλέξει για την αποτίμηση το μοντέλο που θα του υπαγορεύσει η πιθανότητα μιας επιθετικής εξαγοράς. Αν υπάρχει πιθανότητα επιθετικής εξαγοράς τότε η χρήση του μοντέλου αποτίμησης με βάση τις αδέσμευτες ταμειακές ροές στη μετοχή είναι παραπάνω από αναγκαία.

6.3 Αποτίμηση μετοχών με βάση τις αδέσμευτες ταμειακές ροές στην επιχείρηση

Μια άλλη προσέγγιση στην αποτίμηση των μετοχών είναι η αποτίμηση με βάση τις αδέσμευτες ταμειακές ροές στην επιχείρηση. Αυτές υπολογίζονται ως εξής:

Αδέσμευτες ταμειακές ροές στην επιχείρηση

(FCFF)	=	Κέρδη μετά φόρων
Μείον:		Εξοδα κτήσης παγίων χρήσης
Πλέον:		Αποσβέσεις
Μείον:		Καθαρή αύξηση στο κεφάλαιο Κίνησης
Πλέον:		Εισπράξεις από νέα δάνεια
Μείον:		Πληρωμές δανείων
Πλέον:		Τόκοι Έξοδα Χ(1-Φορ.Συντ)
Μείον:		Εισπράξεις από νέα δάνεια
Πλέον:		Πληρωμές δανείων

Όπως παρατηρούμε από τον υπολογισμό των αδέσμευτων ταμειακών ροών στην επιχείρηση αυτές διαφέρουν από τις αδέσμευτες ταμειακές ροές στην μετοχή στο ότι οι πρώτες δεν λαμβάνουν υπόψη τους τον δανεισμό. Περαιτέρω, αν από την συνολική αξία της επιχείρησης, όπως αυτή υπολογίζεται με βάση τις αδέσμευτες ταμειακές ροές στην επιχείρηση αφαιρεθεί η αγοραία αξία των δανείων, θα πρέπει να λαμβάνεται η αξία της μετοχής όπως αυτή υπολογίζεται με βάση τις αδέσμευτες ταμειακές ροές στην μετοχή.

Το γενικό μοντέλο αποτίμησης με βάση τις FCFF έχει την παρακάτω μορφή:

$$\text{Τιμή μετοχής} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t}, \text{ όπου:}$$

FCFF_t : Αδέσμευτες ταμειακές ροές στην επιχείρηση τον χρόνο t

WACC : Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου

Το προηγούμενο μοντέλο έχει αντίστοιχες εναλλακτικές εφαρμογές όπως και τα δυο προηγούμενα μοντέλα. Έτσι αν υποθέσουμε ότι μια επιχείρηση αντιμετωπίζει μια αρχική περίοδο n ετών με αυξανόμενο ρυθμό ανάπτυξης και μετά το έτος n θα βρίσκεται σε σταθερό ρυθμό ανάπτυξης g_n , τότε το αρχικό μοντέλο αναπτύσσεται ως εξής:

$$\text{Αξία επιχείρησης} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{\left[\frac{FCFF_{n+1}}{WACC_{st} - g_n} \right]}{(1+WACC_{hg})^n}$$

Όπως ήδη αναφέραμε το παραπάνω μοντέλο σε αντίθεση με το μοντέλο αποτίμησης με βάση τα μερίσματα ή το μοντέλο αποτίμησης με βάση τις αδέσμευτες ταμειακές ροές στην μετοχή αξιολογεί την αξία της επιχείρησης. Στη συνέχεια όμως αν από την αξία της επιχείρησης αφαιρεθεί η αγοραία αξία των δανείων της επιχείρησης, τότε μπορεί να υπολογιστεί η αξία της μετοχής.

Εντούτοις υπάρχουν περιπτώσεις που η αξία της μετοχής υπολογιζόμενη με βάση τις αδέσμευτες ταμειακές ροές στην μετοχή δεν συμπίπτει με την αξία της μετοχής που υπολογίζεται με βάση τις αδέσμευτες ταμειακές ροές στην επιχείρηση. Αυτό οφείλεται στην αδυναμία του εξωτερικού αναλυτή να υπολογίσει ακριβώς την αγοραία αξία των δανείων της επιχείρησης, εφόσον τις περισσότερες φορές η αξία των δανείων υπολογίζεται με βάση την αξία που εμφανίζουν αυτά στα λογιστικά βιβλία της επιχείρησης. Στην ανάλυση που πραγματοποιούμε στο Β μέρος της παρούσας αντιμετωπίζεται αυτό το φαινόμενο, εφόσον η αγοραία αξία των δανείων δεν κατέστη δυνατό να υπολογιστεί με ακρίβεια.

ΜΕΡΟΣ Β

Μελέτη Περιπτώσεων

7. ΕΠΙΛΟΓΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

Η Θεμελιώδης Ανάλυση όπως προαναφέραμε στο Α μέρος της παρούσας εργασίας βασίζεται σε μια πολυεπίπεδη δυναμική διαδικασία συλλογής και αξιολόγησης στοιχείων. Το πρώτο επίπεδο αυτής της διαδικασίας αναφέρεται στην ανάλυση του μακρο και μικρο περιβάλλοντος της εταιρείας. Δηλαδή η αφετηρία της ανάλυσης είναι ο κλάδος στον οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση. Παρατηρείται οι αναλυτές να εξειδικεύονται σε κάποιους συγκεκριμένους κλάδους και αυτό γιατί η γνώση του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση είναι απαραίτητη προϋπόθεση για να διεξαχθεί με επιτυχία ανάλυση που να βασίζεται στα θεμελιώδη μεγέθη.

Κάτω από αυτό το πρίσμα προχώρησα στην επιλογή του δείγματος για την μελέτη των περιπτώσεων της παρούσας εργασίας.

Συγκεκριμένα: εξαιτίας της 5ετής μου επαγγελματικής προϋπηρεσίας στην εταιρεία συμβούλων επιχειρήσεων **Price Waterhouse Coopers Business Solutions**, μου δόθηκε η ευκαιρία να συνεργαστώ για χρονικό διάστημα μεγαλύτερο των 6 μηνών με την εταιρεία "Α.Ε.Ε. Αργυρομεταλλευμάτων και Βαρυτίνης", που από το καλοκαίρι του 2003 έχει μετονομαστεί σε "**S & B ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ**", ως εξωτερικός της σύμβουλος, σε θέματα δημιουργίας αποθεματικών προορισμένα για επενδύσεις. Σε αυτό το χρονικό διάστημα, κατόνησα τις λειτουργίες της εταιρείας, αξιολόγησα τις δυνατότητες της και διαπίστωσα τις πολυποίκιλες μελλοντικές της προοπτικές.

Παρόμοια υπήρξε και η γνωριμία μου με την "**ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ**" για την οποία υπήρξα τεχνικός σύμβουλος εκπροσωπώντας την εταιρεία **P.w.C.**, σε θέματα σχεδιασμού διαδικασιών εσωτερικού ελέγχου για τις διευθύνσεις χρηματοοικονομικού και λογιστηρίου στα πλαίσια της πράξης του **Sarbanes Oxley**.

Η εμπλοκή μου στο ανωτέρω project περιελάμβανε τον σχεδιασμό διαδικασιών, σύμφωνα με τις ελεγκτικές αρχές που είχαν τεθεί από την μητρική εταιρεία **LAFARGE**, και την πρακτική εφαρμογή των διαδικασιών για να ελεγχθεί αν καλύπτουν τον αντικειμενικό σκοπό σχεδιασμού τους. Μέσα από την εμπειριστατωμένη μελέτη των διαδικασιών του εσωτερικού ελέγχου μπόρεσα να γνωρίσω το αντικείμενο της δραστηριότητας της Α.Γ.Ε.Τ. Ηρακλής, τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται, τον ανταγωνισμό και τα προϊόντα της.

Η τρίτη εταιρεία του δείγματος είναι η εισηγμένη από το 2000 στο Χρηματιστήριο Αθηνών "**ΙΚΤΙΝΟΣ ΑΕ**". Με τη συγκεκριμένη εταιρεία δεν έτυχε ποτέ να συνεργαστώ επαγγελματικά μέσω της **P.w.C.** και η επιλογή της στην μελέτη των περιπτώσεων που θα ακολουθήσει οφείλεται στην πορεία της: Πρόκειται για μια οικογενειακή εταιρεία, που δημιουργήθηκε το 1974 και κατάφερε μέσα σε 25 χρόνια ζωής να εδραιωθεί στον κλάδο της και να επιτύχει την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Κοινός παρανομαστής και των τριών εταιρειών είναι ο κλάδος που ομαδοποιούνται. Σύμφωνα με την επίσημη κατάταξη που ακολουθείται από το Χρηματιστήριο Αθηνών, ανήκουν και οι τρεις στον κλάδο των μη μεταλλικών ορυκτών.

8. Ο ΚΛΑΔΟΣ ΤΩΝ ΜΗ ΜΕΤΑΛΛΙΚΩΝ ΟΡΥΚΤΩΝ

Οι επιχειρήσεις του κλάδου παρουσιάζουν μεγάλο βαθμό συγκέντρωσης και ορισμένες από αυτές εμφανίζουν σημαντική τοπική παρουσία. Η άνοδος της οικοδομικής δραστηριότητας και η ανάληψη έργων υποδομής λόγω των Ολυμπιακών Αγώνων 2004 έχουν οδηγήσει σε αύξηση της ζήτησης για τα προϊόντα του κλάδου.

Ο κλάδος παραγωγής προϊόντων από μη μεταλλικά ορυκτά αποτελείται από 8 υποκλάδους και περιλαμβάνει την κατασκευή γυαλιού και προϊόντων από γυαλί, την κατασκευή μη δομικών, πυρίμαχων και μη κεραμικών ειδών, την κατασκευή κεραμικών πλακιδίων και κυβόλιθων, την κατασκευή τούβλων, πλακιδίων και λοιπών δομικών προϊόντων από οπτή γη, την παραγωγή τσιμέντου, ασβέστη και γύψου, την κατασκευή προϊόντων από σκυρόδεμα, γύψο και τσιμέντο, την κοπή, μορφοποίηση και κατεργασία λίθων, για διακοσμητικούς και οικοδομικού σκοπούς και, τέλος, την παραγωγή άλλων προϊόντων από μη μεταλλικά ορυκτά (π.χ. παραγωγή λειαντικών προϊόντων).

Στον κλάδο δραστηριοποιούνται 486 επιχειρήσεις που απασχολούν 15.654 εργαζόμενους, με αποτέλεσμα το ποσοστό συμμετοχής της μέσης ετήσιας απασχόλησης να αγγίζει το 6,7% του συνόλου της ελληνικής μεταποίησης. Ακόμη, τα μερίδια συμμετοχής της ακαθάριστης αξίας παραγωγής και της προστιθέμενης αξίας στα αντίστοιχα συνολικά μεγέθη της βιομηχανίας ανέρχονται στα 6,4% και 8,6% και, τέλος, οι ακαθάριστες επενδύσεις συμμετέχουν στις συνολικές με ποσοστό 5,5%.

8.1. Παραγωγή και απασχόληση

Ανοδική πορεία χαρακτηρίζει τη βιομηχανική παραγωγή του κλάδου, καθώς ο δείκτης παρουσιάζει την περίοδο 1995 - 2002 μέση ετήσια αύξηση της τάξης του 2,7%. Ακόμη, το 10μηνο Ιανουαρίου - Οκτωβρίου 2003 ο δείκτης βιομηχανικής παραγωγής αυξήθηκε κατά 1,8%. Μεγαλύτερη άνοδο καταγράφει ο δείκτης τιμών χονδρικής, ο οποίος την περίοδο 1995 - 2002 σημειώνει άνοδο 5,3% ετησίως.

Ο αριθμός των επιχειρήσεων στη μεγάλη βιομηχανία (με απασχολούμενους πάνω από 10 άτομα) σημειώνει πτώση κατά 0,6% ετησίως (από 505 καταστήματα τα 1994 στα 486 το 2000), γεγονός που οδήγησε και στη μείωση του αριθμού των εργαζομένων. Η μείωση των καταστημάτων και της απασχόλησης στον κλάδο δεν φαίνεται να επηρέασε τις αμοιβές των εργαζομένων. Παρόλο που η μέση ετήσια απασχόληση μειώθηκε την περίοδο 1994 - 2000 κατά 2,2% ετησίως, η μέση αμοιβή των απασχολούμενων στις επιχειρήσεις παραγωγής προϊόντων από μη μεταλλικά ορυκτά αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό 8,6%.

8.2. Χρηματοοικονομικά Στοιχεία

Επιδείνωση της χρηματοοικονομικής εικόνας του κλάδου παρουσιάζουν οι 551 επιχειρήσεις ΑΕ και ΕΠΕ που δραστηριοποιούνται στην κατασκευή προϊόντων από μεταλλικά ορυκτά. Αναλυτικότερα, πτωτική εξέλιξη εμφανίζουν οι συνθήκες ρευστότητας, με τον δείκτη άμεσης ρευστότητας να εμφανίζει μείωση (από 0,93 μονάδες το 2000 στις 0,86 το 2001). Εξετάζοντας τους δείκτες διάρθρωσης κεφαλαίων του κλάδου, παρατηρείται ότι ο βαθμός κάλυψης πάγιων σημειώνει κάμψη, καθώς μειώνεται το 2001 στις 0,92 μονάδες από 1,07 το 2000, Επιπλέον, επιδεινώνεται και ο βαθμός δανειακής πίεσης, ο οποίος διαμορφώνεται στις 0,36 μονάδες το 2001 από 0,32 το 2000.

Αντίθετα, θετικά κινούνται οι δείκτες αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων και ενεργητικού, γεγονός που αποδεικνύει τη σωστότερη αξιοποίηση των στοιχείων ιδίων κεφαλαίων και ενεργητικού από τις επιχειρήσεις του κλάδου. Πιο συγκεκριμένα, η **απόδοση των ιδίων κεφαλαίων** κυμαίνεται στο 17,2% το 2001 από 15,4% το 2000 και του ενεργητικού στο 6,2% από 6%.

Σημαντική επιδείνωση της ανταγωνιστικότητας χαρακτηρίζει τον κλάδο προϊόντων από μη μεταλλικά ορυκτά το τελευταίο εξεταζόμενο έτος. Ειδικότερα, οι εξαγωγές σημειώνουν αξιοσημείωτη κάμψη κατά 52,2% από το 2000 στο 2001. Η αντίστοιχη αλλά κατά πολύ χαμηλότερη μείωση των εισαγωγών κατά 11,5% δεν ήταν αρκετή για να βελτιώσει τις συνθήκες ελλείμματος του εμπορικού ισοζυγίου, έλλειμμα το οποίο διευρύνθηκε κατά 68,3%. Ο αρκετά υψηλότερος δείκτης τιμών χονδρικής εξαγόμενων προϊόντων σε σχέση με το αντίστοιχο δείκτη των εισαγόμενων καθιστά τα εγχώρια προϊόντα **λιγότερο ανταγωνιστικά**.

Πτωτική διαγράφεται και η πορεία των δεικτών εξωτερικού εμπορίου το τελευταίο εξεταζόμενο έτος. Αναλυτικότερα, ο δείκτης Balassa μεταβάλλεται από -20,3% το 2000 σε -47,2% το 2001, παρουσιάζοντας κάμψη κατά 132,8%. Τέλος, ο βαθμός κάλυψης εισαγωγών μειώνεται το διάστημα 1995 - 2001 κατά 13,7%.

Αξιόλογες **επενδύσεις** φαίνεται πως πραγματοποιούνται στον κλάδο, καθώς το μέγεθός τους υπερδιπλασιάστηκε περίπου από το 1994 στο 2000 και αυξήθηκε κατά 15% ετησίως. Αύξηση καταγράφουν και οι πωλήσεις \, με ρυθμός μεγέθυνσης 10,2% ανά έτος, καθώς και η ακαθάριστη αξία παραγωγής και η προστιθέμενη αξία με ΜΕΡΜ 10,4% και 12,4% (Μέσος Ετήσιος Ρυθμός Μεγέθυνσης). Τέλος, θετική χαρακτηρίζεται η εξέλιξη του βαθμού καθετοποίησης, ο οποίος αγγίζει το 48,2% το

2000, με τον αντίστοιχο ΜΕΡΜ να διαμορφώνεται σε 1,9% κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου.

8.3. Τάσεις και προοπτικές

Χαρακτηριστικό του συγκεκριμένου κλάδου είναι ότι τα προϊόντα που παράγονται από τις επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε αυτόν αποτελούν πρώτη ύλη για άλλους κλάδους. Προϊόντα συσκευασίας όπως από το γυαλί χρησιμοποιούνται αρκετά στις βιομηχανίες φαρμάκων, καλλυντικών, τροφίμων, και ποτών κ.τ.λ. Ακόμη, υλικά, όπως το τσιμέντο, τα τούβλα κ.τ.λ., αποτελούν δομικά υλικά, γεγονός που προσδίδει σημαντική διαπραγμάτευση δύναμη στους παραγωγούς μη μεταλλικών προϊόντων έναντι των άλλων επιχειρήσεων που χρησιμοποιούν τα συγκεκριμένα προϊόντα. Η βελτίωση της τεχνολογίας παραγωγής είναι ως συνέπεια την κατασκευή βελτιωμένων τεχνικών προϊόντων υψηλών τεχνικών προδιαγραφών. Ένα ακόμα χαρακτηριστικό του κλάδου είναι ότι οι επιχειρήσεις παρουσιάζουν μεγάλο βαθμό συγκέντρωσης και ορισμένες από αυτές δραστηριοποιούνται κυρίως σε τοπικό επίπεδο.

Ο κλάδος των μη μεταλλικών ορυκτών συνθέτει έναν από τους πιο **κερδοφόρους κλάδους** της ελληνικής μεταποίησης, μετά τον κλάδο των τροφίμων και ποτών, Σημαντικό είναι το ενδιαφέρον των επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στον κλάδο για τη διαφύλαξη και προστασία περιβάλλοντος στην παραγωγική διαδικασία (τουλάχιστον όσον αφορά τις μεγάλες επιχειρήσεις ή τους ομίλους επιχειρήσεων).

Όσον αφορά την παραγωγή προϊόντων συσκευασίας από μη μεταλλικά ορυκτά, θα πρέπει να σημειωθεί ότι η ζήτηση για τέτοιου είδους προϊόντα και ιδιαίτερα για είδη γυάλινης συσκευασίας είναι στενά συνδεδεμένη με την πορεία κατανάλωσης συσκευασμένων προϊόντων (τρόφιμα, ποτά, καλλυντικά, φαρμακευτικά προϊόντα κτλ).

Ο κλάδος τροφίμων και ποτών απορροφά περίπου το 95% της συνολικής ζήτησης.

Επομένως, η υψηλή ζήτηση που παρουσιάζει τα τελευταία έτη ο κλάδος των τροφίμων και ποτών επηρεάζει θετικά την πορεία που διαγράφει η βιομηχανία των μη μεταλλικών ορυκτών.

Ανοδικές είναι οι τάσεις του κλάδου, γεγονός το οποίο οφείλετε εν μέρει στην απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος. Η μείωση των επιτοκίων είχε ως αποτέλεσμα την ευκολότερη δανειοδότηση των ιδιωτών και τη σύναψη στεγαστικών δανείων με ευνοϊκότερους όρους. Οι νέες αυτές συνθήκες έχουν δώσει ώθηση στην οικοδομική δραστηριότητα και συνεπώς αυξάνεται η ζήτηση για τα προϊόντα του κλάδου. Ασφαλώς, η υψηλότερη ζήτηση οφείλεται και στην ανάληψη έργων υποδομής λόγω Ολυμπιακών αγώνων. Ωστόσο, εκτιμάται ότι η απορρόφηση της ετήσιας κατανάλωσης των προϊόντων του κλάδου από τον ιδιωτικό τομέα είναι μεγαλύτερη από εκείνη για τα δημόσια έργα.

Η Ελληνική τσιμεντοβιομηχανία κατέχει υψηλή θέση μεταξύ των άλλων εξαγωγικών χώρων, ενώ σημαντική είναι και η αύξηση των προϊόντων γυψοσανίδας τον τελευταίο καιρό, τα οποία χρησιμοποιούνται κυρίως για την εσωτερική δόμηση κτιρίων, και κατά κύριο λόγο επαγγελματικών, γεγονός που οδηγεί σε υψηλό ρυθμό ανάπτυξης. Τέλος, ανοδική προβλέπεται η πορεία του κλάδου για το μέλλον, ιδιαίτερα στο νομό Αττικής, τουλάχιστον μέχρι τη διεξαγωγή των Ολυμπιακών Αγώνων.

ΟΙ ΔΕΚΑ ΜΕΓΑΛΥΤΕΡΕΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΕΣ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΜΗ ΜΕΤΑΛΛΙΚΩΝ ΟΡΥΚΤΩΝ ΜΕ ΚΡΙΤΗΡΙΟ ΤΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ ΤΟ 2002

(χιλ. Ευρώ)

	ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ		ΊΔΙΑΚΕΦΑΛΑΙΑ		ΚΕΡΔΗ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ		ΠΩΛΗΣΕΙΣ
	2002	2001	2002	2001	2002	2001	2002
TITAN	780.310	692.232	419.288	366.139	89.722	86.440	410.585
ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ	460.187	425.843	223.667	196.428	50.048	38.020	484.061
S&B ΒΙΟΜ. ΟΡ.	283.349	253.268	135.720	127.665	23.318	23.542	121.292
ΓΙΟΥΛΑ ΑΕ	163.263	145.467	67.408	65.068	518	2.794	45.310
ALFA ENERGY ABEE	128.803	85.277	9.916	9.429	488	1.555	14.945
ΧΑΛΥΨ ΑΕ	101.248	80.939	63.248	54.776	13.961	10.814	77.700
ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ ΑΕΒΕ	81.355	74.219	34.675	33.626	3.114	4.099	26.015
LAFARGE ABEE	77.926	42.858	18.633	18.633	-4.614	551	63.024
ΑΛΦΑ ΜΠΕΤΟΝ ΑΕ	72.054	61.268	15.011	15.011	58	730	95.788
ΛΑΖΑΡΙΔΗΣ ΑΕ	67.025	44.842	24.679	24.679	1.308	1.917	22.340

ΠΗΓΗ : Industrial News & Research, 2002 - 2003.

8.4. Οι εταιρείες του χρηματιστηριακού κλάδου

Ο χρηματιστηριακός κλάδος των μη μεταλλικών ορυκτών αποτελείται από 10 εταιρείες, κάποιες από τις οποίες παρουσιάζουν σημαντική δραστηριότητα και εκτός Ελλάδας. Συνοπτικά οι εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον κλάδο είναι:

ΤΙΤΑΝ ΑΕ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ

Οι πωλήσεις της εταιρείας για το 2004 παρέμειναν αμετάβλητες στα € 431 εκατομμύρια για το 2004. Τα λειτουργικά κέρδη (EBITDA) ανήλθαν σε € 148 εκατομμύρια, παρουσιάζοντας μείωση κατά 5%, αντικατοπτρίζοντας τη μετατόπιση του όγκου τσιμέντου από την εγχώρια αγορά προς τις εξαγωγές κατά το τελευταίο μέρος του έτους, καθώς επίσης και τις αυξήσεις σε στα στερεά καύσιμα. Στα στοιχεία του ισολογισμού παρατηρείται αύξηση των αποσβέσεων κατά € 41 εκατομμύρια (έναντι € 27 εκατομμύρια το 2003), ενώ αυξημένη είναι και η πρόβλεψη

για την αποζημίωση του προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία. Αν εξαιρεθούν τα δυο παραπάνω κόστη, τα καθαρά κέρδη θα ήταν στα ίδια επίπεδα με το 2003. Σημειώνεται ότι το Δ.Σ. θα προτείνει στην Γενική Συνέλευση των μετόχων την διανομή μερίσματος ποσού € 0,52 ανά μετοχή, για την χρήση 2004, που είναι αυξημένο κατά 7% σε σχέση με το μέρισμα που διανεμήθηκε για την χρήση 2003 (€ 0,475).

Τα βασικά οικονομικά μεγέθη της εταιρείας μέσω των χρηματοοικονομικών της καταστάσεων διαμορφώνονται ως εξής:

ΤΙΤΑΝ ΑΕ ΣΥΝΟΠΤΙΚΟΙ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΙ 2002 - 2004

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	2002	2003	2004
Καθαρά πάγια	573.607.562,00	600.172.781,00	682.221.000,00
Γήπεδα	51.317.843,00	51.070.161,00	0,00
Κτίρια	167.225.994,00	147.046.426,00	444.377.000,00
Εξοπλισμος	156.420.997,00	219.780.421,00	0,00
Ασώματες ακινητοποιήσεις	979.286,00	1.106.912,00	0,00
μείον: Αποσβέσεις	221.230.855,00	244.785.102,00	278.031.000,00
Αποσβέσεις κτιρίων	80.786.968,00	85.599.962,00	278.031.000,00
Αποσβέσεις Εξοπλισμού	139.473.530,00	158.086.892,00	0,00
Αποσβέσεις ακινητοποιήσεων	970.357,00	1.098.248,00	0,00
Μακροπρόθεσμες Απαιτήσεις	2.590.118,00	2.610.713,00	0,00
Συμμετοχές	416.304.179,00	423.343.250,00	515.875.000,00
Αποθέματα	51.903.168,00	55.214.673,00	61.327.000,00
Εμπορεύματα	13.473.479,00	13.396.528,00	61.327.000,00
Ημικατεργασμένα προϊόντα	0,00	0,00	0,00
Ύλες & Υλικά	38.429.689,00	41.818.145,00	0,00
Απαιτήσεις	154.693.018,00	221.766.659,00	120.092.000,00
Πελάτες	113.097.236,00	121.490.486,00	88.795.000,00
Χρεόγραφα	1.005.881,00	1.105.425,00	1.141.000,00
Λοιπές Απαιτήσεις	40.589.901,00	99.170.748,00	30.156.000,00
Διαθέσιμα	106.486,00	170.278,00	21.000,00
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	780.310.234,00	877.324.391,00	863.661.000,00

ΤΙΤΑΝ ΣΥΝΟΠΤΙΚΟΙ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΙ 2002 - 2004 (συνέχεια)

ΠΑΘΗΤΙΚΟ	2002	2003	2004
Ίδια κεφάλαια	419.288.075,00	490.293.731,00	591.068.000,00
Μετοχικό	100.598.789,00	100.719.389,00	168.258.000,00
Αποθεματικά	318.689.286,00	389.574.342,00	328.301.000,00
Αδιανέμητα Κέρδη	0,00	0,00	94.509.000,00
Προβλέψεις	157.238.148,00	149.558.569,00	123.211.000,00
Μεσομακροπρόθεσμες	95.356.155,00	78.296.824,00	62.378.000,00
Λοιπές Προβλέψεις	61.881.993,00	71.261.745,00	60.833.000,00
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	203.784.011,00	237.472.091,00	149.382.000,00
Οφειλές σε τράπεζες	74.689.054,00	106.869.028,00	56.643.000,00
Προμηθευτές	40.142.338,00	34.547.377,00	0,00
Μερίσματα Πληρωτέα	36.090.287,00	41.272.438,00	374.000,00
Λογμοί Μετόχων	4.381.522,00	4.023.976,00	0,00
Λοιπές Υποχρεώσεις	48.480.810,00	50.759.272,00	92.365.000,00
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	780.310.234,00	877.324.391,00	863.661.000,00

ΤΙΤΑΝ ΑΕ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΕΩΝ 2002 - 2004

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ	2002	2003	2004
Πωλήσεις	410.584.711,00	429.685.372,00	430.680.000,00
μείον: Κόστος Πωληθέντων	252.968.871,00	275.325.538,00	295.917.000,00
Μικτό Κέρδος	157.615.840,00	154.359.834,00	134.763.000,00
πλέον: Λοιπά Λειτουργικά Έσοδα	4.793.504,00	4.859.756,00	5.540.000,00
μείον: Χρηματοοικονομικές Δαπάνες	6.842.619,00	4.730.876,00	5.354.000,00
μείον: Λοιπά Λειτουργικά Έξοδα	30.634.701,00	29.672.650,00	33.348.000,00
Λειτουργικό Περιθώριο	124.932.024,00	124.816.064,00	101.601.000,00
πλέον: Μη Λειτουργικά Έσοδα	22.586.956,00	34.873.660,00	45.563.000,00
μείον: Μη Λειτουργικά Έξοδα	18.533.670,00	4.025.113,00	12.002.000,00
Αποσβέσεις Εκτός Κόστους Πωληθέντων	252.365,00	183.477,00	0,00
Σύνολο Αποσβέσεων	14.516.947,00	27.014.300,00	41.512.000,00
Αποσβέσεις Μέσα στο Κόστος Πωληθέντων	14.516.947,00	27.014.300,00	41.512.000,00
Κέρδος Πρό Φόρου Εισοδήματος	128.732.945,00	155.481.134,00	135.162.000,00
μείον: Φόρος Εισοδήματος	38.588.842,00	41.843.590,00	40.178.000,00
Κέρδη μετά Φόρων	90.144.103,00	113.637.544,00	94.984.000,00
μείον: Μερίσματα	35.628.738,00	39.868.091,00	0,00
Κέρδη προς Διάθεση	54.515.365,00	73.769.453,00	94.984.000,00

Με βάση τα παραπάνω στοιχεία οι βασικοί χρηματοοικονομικοί δείκτες της εταιρείας για την **χρήση 2003** διαμορφώνονται ως εξής:

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΤΙΤΑΝΑ

Δείκτες Ρευστότητας	2002	2003	2004
Έμμεση Ρευστότητα	1,01	1,17	1,21
Άμεση Ρευστότητα	0,76	0,93	0,80
Cash ratio	0,01	0,01	0,01
Προβλεπόμενες Ημερήσιες Δαπάνες	806.747,71	785.588,70	835.915,07
Defensive Interval Ratio	0	0	0

Δείκτες Κυκλοφοριακής Ταχύτητας	2003
Απαιτήσεων	2,30
Περίοδος Είσπραξης Απαιτήσεων	159
Προμηθευτών	4,44
Περίοδος Πληρωμής Προμηθευτών	82
Αποθεμάτων	5,14
Περίοδος Πώλησης Αποθεμάτων	71
Λειτουργικός Κύκλος	230
Εμπορικός Κύκλος	148

Δείκτες Αποδοτικότητας	2003
Αποδοτικότητα Συνολικών Κεφαλαίων	0,14
Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων	0,25
Δείκτης Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης	1,77
Δείκτης DU PONT	
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού	0,52
Αποδοτικότητα Πωλήσεων	0,27
Τροποποιημένος DU PONT	
Αποδοτικότητα Πωλήσεων	0,27
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού	0,52
Χρηματοοικονομική Μόχλευση	1,82

Δείκτες Δομής Κεφαλαίου	2003
Ξένα /Συνολικά	0,21
Ίδια /Ξένα Κεφάλαια	2,65
Ίδια /Συνολικά Κεφάλαια	0,56
Επενδυτικοί Δείκτες	2003
Earnings per Share	1,35
Dividends per Share	0,47
Book Value per Share	5,83
Price / Earnings	14,73
Price / Book Value	3,41
Αριθμός Μετοχών	84.129.224,00
Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής	19,9

ALFA ALPHA ENERGY

Η εταιρεία παρουσιάζει κέρδη προ φόρων μειωμένα το 2004 κατά € 26 χιλ. σε σχέση με το 2003 και αντίστοιχα μειωμένες πωλήσεις κατά 8,09%. Τα βασικά οικονομικά της μεγέθη με βάση τις οικονομικές καταστάσεις 2002 - 2004 είναι:

ALFA ALPHA ENERGY ΣΥΝΟΠΤΙΚΟΙ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΙ 2002 - 2004

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	2002	2003	2004
Καθαρά πάγια	113.136.372,00	117.316.332,00	120.884.524,00
Γήπεδα	905.825,00	905.825,00	0,00
Κτίρια	1.644.976,00	1.789.680,00	7.005.369,00
Εξοπλισμος	3.140.171,00	3.389.588,00	0,00
Ασώματες ακινητοποιήσεις	8.086.114,00	12.213.331,00	19.603.663,00
μείον: Αποσβέσεις	3.510.580,00	3.857.564,00	4.219.066,00
Αποσβέσεις κτιρίων	925.457,00	1.023.115,00	3.938.662,00
Αποσβέσεις Εξοπλισμού	2.305.526,00	2.552.350,00	0,00
Αποσβέσεις ακινητοποιήσεων	279.597,00	282.099,00	280.404,00
Μακροπρόθεσμες Απαιτήσεις	20.469,00	20.469,00	29.980,00
Συμμετοχές	102.849.397,00	102.855.003,00	98.464.578,00
Αποθέματα	2.126.533,00	2.426.389,00	1.993.414,00
Εμπορεύματα	1.021.482,00	1.094.613,00	1.993.414,00
Υλες & υλικά	1.105.051,00	1.331.776,00	0,00
Απαιτήσεις	11.039.140,00	12.499.166,00	16.587.156,00
Πελάτες	5.416.807,00	5.627.739,00	0,00
Λοιπές Απαιτήσεις	5.622.333,00	6.871.427,00	16.587.156,00
Διαθέσιμα	2.501.238,00	226.615,00	403.456,00
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	128.803.283,00	132.468.502,00	139.868.550,00
ΠΑΘΗΤΙΚΟ	2002	2003	2004
Ίδια κεφάλαια	9.916.494,00	10.561.228,00	10.584.812,00
Μετοχικό	2.690.367,00	2.690.367,00	2.690.367,00
Αποθεματικά	6.429.567,00	6.578.822,00	5.666.725,00
Αδιανέμητα Κέρδη	796.560,00	1.292.039,00	2.227.720,00
Προβλέψεις	54.723.513,00	48.580.383,00	84.000.723,00
Μεσομακροπρόθεσμες Προβλέψεις	54.585.472,00	48.450.996,00	83.872.314,00
Λοιπές Προβλέψεις	138.041,00	129.387,00	128.409,00
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	64.163.276,00	73.326.891,00	45.283.017,00
Οφειλές σε τράπεζες	50.302.197,00	56.798.839,00	0,00
Προμηθευτές	3.501.720,00	2.215.980,00	0,00
Μερίσματα Πληρωτέα	204.929,00	203.505,00	0,00
Λογμοί Μετόχων	9.737.870,00	9.537.948,00	0,00
Λοιπές Υποχρεώσεις	416.560,00	4.570.619,00	45.283.017,00
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	128.803.283,00	132.468.502,00	139.868.552,00

ALFA ALPHA ENERGY ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΕΩΝ 2002 - 2004

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ	2002	2003	2004
Πωλήσεις	14.945.032,00	13.686.657,00	14.793.116,00
μείον: Κόστος Πωληθέντων	12.518.712,00	10.382.510,00	10.919.939,00
Μικτό Κέρδος	2.426.320,00	3.304.147,00	3.873.177,00
πλέον: Λοιπά Λειτουργικά Έσοδα	619.727,00	388.302,00	385.597,00
μείον: Χρηματοοικονομικές Δαπάνες	5.127.978,00	178.709,00	295.072,00
μείον: Λοιπά Λειτουργικά Έξοδα	2.473.824,00	2.410.493,00	2.965.964,00
Λειτουργικό Περιθώριο	-4.555.755,00	1.103.247,00	997.738,00
πλέον: Μη Λειτουργικά Έσοδα	5.536.169,00	14.780,00	56.551,00
μείον: Μη Λειτουργικά Έξοδα	247.745,00	156.275,00	118.610,00
Αποσβέσεις Εκτός Κόστους Πωληθέντων	0,00	0,00	0,00
Σύνολο Αποσβέσεων	380.216,00	360.094,00	361.502,00
Αποσβέσεις Μέσα στο Κόστος Πωληθέντων	380.216,00	360.094,00	361.502,00
Κέρδος Πρό Φόρου Εισοδήματος	732.669,00	961.752,00	935.679,00
μείον: Φόρος Εισοδήματος	240.023,00	315.700,00	0,00
Κερδη μετά φόρων	492.646,00	646.052,00	935.679,00
μείον: μερίσματα	0,00	0,00	0,00
Κέρδη προς Διάθεση	492.646,00	646.052,00	935.679,00

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ALFA ALPHA ENERGY

Δείκτες Ρευστότητας	2002	2003	2004
Έμμεση Ρευστότητα	0,24	0,21	0,42
Άμεση Ρευστότητα	0,21	0,17	0,38
Cash ratio	0,04	0,00	0,01
Προβλεπόμενες Ημερήσιες Δαπάνες	54.761,76	34.980,53	38.186,53
Defensive Interval Ratio	46	6	11

Δείκτες Κυκλοφοριακής Ταχύτητας	2003
Απαιτήσεων	1,16
Περίοδος Είσπραξης Απαιτήσεων	314
Προμηθευτών	2,08
Περίοδος Πληρωμής Προμηθευτών	176
Αποθεμάτων	4,56
Περίοδος Πώλησης Αποθεμάτων	80
Λειτουργικός Κύκλος	394
Εμπορικός Κύκλος	218

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ALFA ALPHA ENERGY (συνέχεια)

Δείκτες Αποδοτικότητας	2003
Αποδοτικότητα Συνολικών Κεφαλαίων	0,01
Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων	0,06
Δείκτης Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης	10,81
Δείκτης DU PONT	
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού	0,10
Αποδοτικότητα Πωλήσεων	0,06
Τροποποιημένος DU PONT	
Αποδοτικότητα Πωλήσεων	0,06
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού	0,10
Χρηματοοικονομική Μόχλευση	12,76
Δείκτες Δομής Κεφαλαίου	2003
Ξένα /Συνολικά	0,79
Ίδια /Ξένα Κεφάλαια	0,10
Ίδια /Συνολικά Κεφάλαια	0,08
Επενδυτικοί Δείκτες	2003
Earnings per Share	0,14
Dividends per Share	0,00
Book Value per Share	2,36
Price / Earnings	9,65
Price / Book Value	0,59
Αριθμός Μετοχών	4.483.945,00
Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής	1,39

Στις 05/03/2005 αποφασίστηκε η αναστολή διαπραγμάτευσης της μετοχής της ανωτέρω εταιρείας στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

ΒΕΤΑΝΕΤ ΑΕ

Η εταιρεία ΒΕΤΑΝΕΤ παρουσίασε αύξηση των πωλήσεων της κατά 4,06% το 2004 σε σχέση με το 2003 και αύξηση των κερδών προ φόρων κατά € 600 χιλ. Τα βασικά οικονομικά μεγέθη της είναι:

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	2002	2003	2004
Καθαρά πάγια	23.306.501,00	33.299.045,00	38.593.558,00
Γήπεδα	1.147.245,00	1.147.245,00	0,00
Κτίρια	13.523.593,00	19.586.437,00	32.317.638,00
Εξοπλισμος	5.353.690,00	6.096.751,00	0,00
Ασώματες ακινητοποιήσεις	1.453.778,00	1.637.545,00	327.693,00
μείον: Αποσβέσεις	3.910.775,00	5.442.903,00	5.825.744,00
Αποσβέσεις κτιρίων	1.495.179,00	2.099.931,00	5.825.744,00
Αποσβέσεις Εξοπλισμού	1.736.217,00	2.325.765,00	0,00
Αποσβέσεις ακινητοποιήσεων	679.379,00	1.017.207,00	0,00
Μακροπρόθεσμες Απαιτήσεις	76.260,00	111.260,00	0,00
Συμμετοχές	5.662.710,00	10.162.710,00	11.773.971,00
Αποθέματα	3.068.575,00	4.907.149,00	5.378.100,00
Εμπορεύματα	1.771.646,00	3.349.423,00	5.378.100,00
Ημικατεργασμένα προϊόντα	235.830,00	219.305,00	0,00
Ύλες & Υλικά	1.061.099,00	1.338.421,00	0,00
Απαιτήσεις	8.347.582,00	10.374.884,00	8.495.496,00
Πελάτες	7.657.699,00	6.619.342,00	5.518.255,00
Χρεόγραφα	116.758,00	132.794,00	160.580,00
Λοιπές Απαιτήσεις	573.125,00	3.622.748,00	2.816.661,00
Διαθέσιμα	265.749,00	3.420.123,00	2.021.979,00
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	34.988.407,00	52.001.201,00	54.489.133,00
ΠΑΘΗΤΙΚΟ	2002	2003	2004
Ίδια κεφάλαια	21.162.106,00	24.225.729,00	29.248.532,00
Μετοχικό	6.193.296,00	6.193.296,00	6.193.296,00
Αποθεματικά	14.826.564,00	17.428.896,00	17.206.946,00
Αδιανέμητα Κέρδη	142.246,00	603.537,00	5.848.290,00
Προβλέψεις	5.736.133,00	18.687.948,00	14.668.089,00
Μεσομακροπρόθεσμες	5.734.977,00	18.686.792,00	14.666.933,00
Λοιπές Προβλέψεις	1.156,00	1.156,00	1.156,00
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	8.090.168,00	9.087.524,00	10.572.512,00
Οφειλές σε τράπεζες	2.930.379,00	1.538.575,00	0,00
Προμηθευτές	3.368.049,00	5.215.935,00	0,00
Λογμοί Μετόχων	967.703,00	1.362.568,00	0,00
Λοιπές Υποχρεώσεις	824.037,00	970.446,00	10.572.512,00
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	34.988.407,00	52.001.201,00	54.489.133,00

ΒΕΤΑΝΕΤ ΑΕ. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΕΩΝ 2002 - 2004

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ	2002	2003	2004
Πωλήσεις	11.176.900,00	13.621.138,00	14.174.990,00
μείον: Κόστος Πωληθέντων	7.711.995,00	9.155.725,00	9.000.489,00
Μικτό Κέρδος	3.464.905,00	4.465.413,00	5.174.501,00
πλέον: Λοιπά Λειτουργικά Έσοδα	116.459,00	30.878,00	984.250,00
μείον: Χρηματοοικονομικές Δαπάνες	397.645,00	434.269,00	0,00
μείον: Λοιπά Λειτουργικά Έξοδα	1.184.581,00	1.297.247,00	1.076.017,00
Λειτουργικό Περιθώριο	1.999.138,00	2.764.775,00	5.082.734,00
πλέον: Μη Λειτουργικά Έσοδα	650.373,00	1.991.888,00	257.995,00
μείον: Μη Λειτουργικά Έξοδα	38.795,00	44.959,00	29.650,00
Αποσβέσεις Εκτός Κόστους Πωληθέντων	0,00	0,00	0,00
Σύνολο Αποσβέσεων	1.279.075,00	1.547.828,00	0,00
Αποσβέσεις Μέσα στο Κόστος Πωληθέντων	1.279.075,00	1.547.828,00	0,00
Κέρδος Πρό Φόρου Εισοδήματος	2.610.716,00	4.711.704,00	5.311.079,00
μείον: Φόρος Εισοδήματος	967.703,00	1.354.784,00	0,00
Κέρδη μετά Φόρων	1.643.013,00	3.356.920,00	5.311.079,00
μείον: Μερίσματα	291.862,00	102.048,00	
Κέρδη προς Διάθεση	1.351.151,00	3.254.872,00	5.311.079,00

Οι βασικοί δείκτες της παραπάνω εταιρείας για τη χρήση 2003 είναι οι εξής:

Δείκτες Ρευστότητας	2002	2003	2004
Έμμεση Ρευστότητα	1,44	2,06	1,50
Άμμεση Ρευστότητα	1,06	1,52	0,99
Cash ratio	0,05	0,39	0,21
Προβλεπόμενες Ημερήσιες Δαπάνες	22.065,59	25.710,61	27.688,10
Defensive Interval Ratio	12	133	73

Δείκτες Κυκλοφοριακής Ταχύτητας	2003
Απαιτήσεων	1,47
Περίοδος Είσπραξης Απαιτήσεων	248
Προμηθευτών	2,30
Περίοδος Πληρωμής Προμηθευτών	159
Αποθεμάτων	2,30
Περίοδος Πώλησης Αποθεμάτων	159
Λειτουργικός Κύκλος	406
Εμπορικός Κύκλος	248

ΒΕΤΑΝΕΤ ΔΕΙΚΤΕΣ (συνέχεια)

Δείκτες Αποδοτικότητας	2003
Αποδοτικότητα Συνολικών Κεφαλαίων	0,08
Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων	0,15
Δείκτης Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης	1,77
Δείκτης DU PONT	
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού	0,31
Αποδοτικότητα Πωλήσεων	0,27
Τροποποιημένος DU PONT	
Αποδοτικότητα Πωλήσεων	0,27
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού	0,31
Χρηματοοικονομική Μοχλευση	1,92
Δείκτες Δομής Κεφαλαίου	2003
Ξένα/Συνολικά	0,39
Ίδια/Ξένα Κεφάλαια	1,20
Ίδια/Συνολικά Κεφάλαια	0,47
Επενδυτικοί Δείκτες	2003
Earnings per Share	0,35
Dividends per Share	0,01
Book Value per Share	2,50
Price / Earnings	9,74
Price / Book Value	1,35
Αριθμός Μετοχών	9.677.025,00
Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής	3,38

ΦΗΛ Η ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ ΑΕ

Η εταιρεία ενώ παρουσιάζει αύξηση στις πωλήσεις το 2004 κατά 15,64% αντιμετωπίζει μείωση πωλήσεων ποσού € 4,27 εκ. δηλαδή 7,39% σε σχέση με το 2003. Οι Συνοπτικοί της ισολογισμοί για τις χρήσεις 2002 -2003 είναι:

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	2002	2003	2004
Καθαρά πάγια	43.639.452,00	46.728.789,00	46.838.501,00
Γήπεδα	283.631,00	59.971,00	0,00
Κτίρια	8.458.565,00	6.328.737,00	34.212.001,00
Εξοπλισμος	8.765.900,00	10.157.709,00	0,00
Ασώματες ακινητοποιήσεις	8.151.923,00	22.483.294,00	1.284.858,00
μείον: Αποσβέσεις	14.743.894,00	18.556.045,00	14.923.481,00
Αποσβέσεις κτιρίων	3.704.939,00	2.761.917,00	14.923.481,00
Αποσβέσεις Εξοπλισμού	6.218.938,00	7.993.184,00	0,00
Αποσβέσεις ακινητοποιήσεων	4.820.017,00	7.800.944,00	0,00
Μακροπρόθεσμες Απαιτήσεις	52.897,00	70.341,00	0,00
Συμμετοχές	32.670.430,00	26.184.782,00	26.265.123,00
Αποθέματα	16.731.656,00	18.579.191,00	19.933.001,00
Εμπορεύματα	5.977.099,00	8.923.908,00	19.933.001,00
Ημικατεργασμένα προϊόντα	0,00	0,00	0,00
Ύλες & Υλικά	10.754.557,00	9.655.283,00	0,00
Απαιτήσεις	20.167.881,00	27.489.034,00	32.298.520,00
Πελάτες	20.118.917,00	25.322.048,00	22.280.541,00
Χρεόγραφα	22.099,00	101.549,00	101.549,00
Λοιπές Απαιτήσεις	26.865,00	2.065.437,00	9.916.430,00
Διαθέσιμα	815.904,00	5.212.237,00	926.169,00
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	81.354.893,00	98.009.251,00	99.996.191,00
ΠΑΘΗΤΙΚΟ	2002	2003	2004
Ίδια κεφάλαια	34.675.215,00	38.156.692,00	41.380.877,00
Μετοχικό	29.726.400,00	29.726.400,00	29.726.400,00
Αποθεματικά	3.934.479,00	6.293.900,00	10.095.469,00
Αδιανέμητα Κέρδη	1.014.336,00	2.136.392,00	1.559.008,00
Προβλέψεις	32.347.334,00	45.131.853,00	37.978.585,00
Μεσομακροπρόθεσμες	32.313.756,00	45.131.853,00	37.898.716,00
Λοιπές Προβλέψεις	33.578,00	0,00	79.869,00
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	14.332.344,00	14.720.706,00	20.636.729,00
Οφειλές σε τράπεζες	5.869.186,00	5.366.897,00	0,00
Προμηθευτές	4.362.109,00	7.038.859,00	0,00
Λογμοί Μετόχων	2.137.185,00	170.304,00	0,00
Λοιπές Υποχρεώσεις	1.963.864,00	2.144.646,00	20.636.729,00
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	81.354.893,00	98.009.251,00	99.996.191,00

ΦΗΛ Η ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΕΩΝ 2002 - 2004

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ	2002	2003	2004
Πωλήσεις	26.015.280,00	26.025.168,00	30.096.672,00
μείον: Κόστος Πωληθέντων	16.327.043,00	16.386.973,00	18.814.269,00
Μικτό Κέρδος	9.688.237,00	9.638.195,00	11.282.403,00
πλέον: Λοιπά Λειτουργικά Έσοδα	634.457,00	452.330,00	215.022,00
μείον: Χρηματοοικονομικές Δαπάνες	2.014.652,00	2.397.420,00	0,00
μείον: Λοιπά Λειτουργικά Έξοδα	4.556.436,00	7.356.340,00	7.774.966,00
Λειτουργικό Περιθώριο	3.751.606,00	336.765,00	3.722.459,00
πλέον: Μη Λειτουργικά Έσοδα	1.501.728,00	149.679,00	152.685,00
μείον: Μη Λειτουργικά Έξοδα	952.217,00	1.064.135,00	179.743,00
Αποσβέσεις Εκτός Κόστους Πωληθέντων	0,00	0,00	0,00
Σύνολο Αποσβέσεων	2.152.146,00	2.378.461,00	1.853.174,00
Αποσβέσεις Μέσα στο Κόστος Πωληθέντων	2.152.146,00	2.378.461,00	1.853.174,00
Κέρδος Πρό Φόρου Εισοδήματος	4.301.117,00	-577.691,00	3.695.401,00
μείον: Φόρος Εισοδήματος	1.186.870,00	189.154,00	0,00
Κέρδη μετά Φόρων	3.114.247,00	-766.845,00	3.695.401,00
μείον: Μερίσματα	1.981.758,00	0,00	0,00
Κέρδη προς Διάθεση	1.132.489,00	-766.845,00	3.695.401,00

Με βάση την χρήση 2003 οι αριθμοδείκτες της εταιρείας υπολογίζονται ως εξής:

Δείκτες Ρευστότητας	2002	2003	2004
Έμμεση Ρευστότητα	2,63	3,48	2,58
Άμεση Ρευστότητα	1,46	2,22	1,61
Cash ratio	0,06	0,36	0,05
Προβλεπόμενες Ημερήσιες Δαπάνες	59.447,13	68.017,55	68.262,48
Defensive Interval Ratio	14	77	14

Δείκτες Κυκλοφοριακής Ταχύτητας	2003
Απαιτήσεων	1,10
Περίοδος Είσπραξης Απαιτήσεων	333
Προμηθευτών	2,69
Περίοδος Πληρωμής Προμηθευτών	136
Αποθεμάτων	0,93
Περίοδος Πώλησης Αποθεμάτων	393
Λειτουργικός Κύκλος	727
Εμπορικός Κύκλος	591

ΦΗΛ Η ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ ΔΕΙΚΤΕΣ (συνέχεια)

Δείκτες Αποδοτικότητας	2003
Αποδοτικότητα Συνολικών Κεφαλαίων	0,01
Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων	-0,02
Δείκτης Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης	-2,39
Δείκτης DU PONT	
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού	0,29
Αποδοτικότητα Πωλήσεων	0,03
Τροποποιημένος DU PONT	
Αποδοτικότητα Πωλήσεων	0,03
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού	0,29
Χρηματοοικονομική Μόχλευση	2,46
Δείκτες Δομής Κεφαλαίου	2003
Ξένα /Συνολικά	0,52
Ίδια /Ξένα Κεφάλαια	0,76
Ίδια /Συνολικά Κεφάλαια	0,39
Επενδυτικοί Δείκτες	2003
Earnings per Share	-0,03
Dividends per Share	0,00
Book Value per Share	1,54
Price / Earnings	-78,82
Price / Book Value	1,58
Αριθμός Μετοχών	24.772.000,00
Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής	2,44

FHL MERMERN

Η παραπάνω εταιρεία είναι θυγατρική της FHL Η ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ και για την χρήση 2004 παρουσιάζει αυξημένη κερδοφορία κατά 2,45% σε σχέση με το 2003, ενώ τα κέρδη προ φόρων είναι αυξημένα σε σχέση με το 2003 κατά € 505 χιλ. σε ποσοστό 13,56% και ανήλθαν σε € 4,225 εκ. Πρόκειται για νεοεισαγόμενη εταιρεία στο ΧΑ. Τα βασικά οικονομικά μεγέθη της είναι:

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	2002	2003	2004
Καθαρά πάγια	11.703.000,00	11.723.000,00	14.170.767,00
Γήπεδα	0,00	0,00	0,00
Κτίρια	9.611.000,00	10.072.000,00	12.265.204,00
Εξοπλισμος	0,00	0,00	0,00
Ασώματες ακινητοποιήσεις	1.845.000,00	1.405.000,00	961.436,00
μειον: Αποσβέσεις	0,00	0,00	0,00
Αποσβέσεις κτιρίων	0,00	0,00	0,00
Αποσβέσεις Εξοπλισμού	0,00	0,00	0,00
Μακροπρόθεσμες Απαιτήσεις	247.000,00	246.000,00	944.127,00
Συμμετοχές	0,00	0,00	0,00
Αποθέματα	3.676.000,00	5.043.000,00	8.181.762,00
Εμπορεύματα	3.676.000,00	5.043.000,00	8.181.762,00
Απαιτήσεις	5.555.000,00	12.817.000,00	12.745.595,00
Λοιπές Απαιτήσεις	5.555.000,00	12.817.000,00	12.745.595,00
Διαθέσιμα	10.000,00	957.000,00	28.744,00
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	20.944.000,00	30.540.000,00	35.126.868,00
ΠΑΘΗΤΙΚΟ	2002	2003	2004
Ίδια κεφάλαια	14.890.000,00	18.554.000,00	22.794.568,00
Μετοχικό	5.639.000,00	5.619.000,00	8.827.553,00
Αποθεματικά	4.536.000,00	7.672.000,00	8.471.126,00
Αδιανέμητα Κέρδη	4.715.000,00	5.263.000,00	5.495.889,00
Προβλέψεις	330.000,00	7.424.000,00	4.793.067,00
Μεσομακροπρόθεσμες	330.000,00	7.424.000,00	4.793.067,00
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	5.724.000,00	4.562.000,00	7.539.233,00
Οφειλές σε τράπεζες	3.061.000,00	1.863.000,00	2.501.713,00
Προμηθευτές	2.086.000,00	2.125.000,00	4.792.235,00
Μερίσματα Πληρωτέα	0,00	0,00	0,00
Λογμοί Μετόχων	0,00	0,00	0,00
Λοιπές Υποχρεώσεις	577.000,00	574.000,00	245.285,00
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	20.944.000,00	30.540.000,00	35.126.868,00

ΦΗΛ ΜΕΡΜΕΡΕΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΕΩΝ 2002 - 2004

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ	2002	2003	2004
Πωλήσεις	10.037.000,00	10.922.000,00	11.190.065,00
μείον: Κόστος Πωληθέντων	5.403.000,00	5.952.000,00	5.742.137,00
Μικτό Κέρδος	4.634.000,00	4.970.000,00	5.447.928,00
πλέον: Λοιπά Λειτουργικά Έσοδα	0,00	110.000,00	1.013.116,00
μείον: Χρηματοοικονομικές Δαπάνες	575.000,00	675.000,00	570.718,00
μείον: Λοιπά Λειτουργικά Έξοδα	690.000,00	745.000,00	1.664.731,00
Λειτουργικό Περιθώριο	3.369.000,00	3.660.000,00	4.225.595,00
πλέον: Μη Λειτουργικά Έσοδα	0,00	61.000,00	0,00
μείον: Μη Λειτουργικά Έξοδα	53.000,00	0,00	0,00
Αποσβέσεις Εκτός Κόστους Πωληθέντων	0,00	0,00	0,00
Σύνολο Αποσβέσεων	2.152.146,00	2.378.461,00	1.853.174,00
Αποσβέσεις Μέσα στο Κόστος Πωληθέντων	2.152.146,00	2.378.461,00	1.853.174,00
Κέρδος Πρό Φόρου Εισοδήματος	3.316.000,00	3.721.000,00	4.225.595,00
μείον: Φόρος Εισοδήματος	0,00	3.000,00	380.016,00
Κέρδη μετά φόρων	3.316.000,00	3.718.000,00	3.845.579,00
μείον: Μερίσματα	0,00	0,00	0,00
Κέρδη προς Διάθεση	3.316.000,00	3.718.000,00	3.845.579,00

Αξιολογώντας τους χρηματοοικονομικούς δείκτες της εταιρείας για τη χρήση 2003

καταλήγουμε στα παρακάτω μεγέθη:

Δείκτες Ρευστότητας	2002	2003	2004
Έμμεση Ρευστότητα	1,61	4,12	2,78
Άμεση Ρευστότητα	0,97	3,02	1,69
Cash ratio	0,00	0,21	0,00
Προβλεπόμενες Ημερήσιες Δαπάνες	12.517,41	13.680,93	16.779,21
Defensive Interval Ratio	1	70	2

Δείκτες Κυκλοφοριακής Ταχύτητας	2003
Απαιτήσεων	1,19
Περίοδος Είσπραξης Απαιτήσεων	307
Προμηθευτών	3,06
Περίοδος Πληρωμής Προμηθευτών	119
Αποθεμάτων	1,37
Περίοδος Πώλησης Αποθεμάτων	267
Λειτουργικός Κύκλος	574
Εμπορικός Κύκλος	455

FHL MEMEREN ΔΕΙΚΤΕΣ (συνέχεια)

Δείκτες Αποδοτικότητας	2003
Αποδοτικότητα Συνολικών Κεφαλαίων	0,16
Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων	0,22
Δείκτης Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης	1,38
Δείκτης DU PONT	
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού	0,42
Αποδοτικότητα Πωλήσεων	0,38
Τροποποιημένος DU PONT	
Αποδοτικότητα Πωλήσεων	0,38
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού	0,42
Χρηματοοικονομική Μόχλευση	1,54
Δείκτες Δομής Κεφαλαίου	
2003	
Ξένα / Συνολικά	0,30
Ίδια / Ξένα Κεφάλαια	2,00
Ίδια / Συνολικά Κεφάλαια	0,61
Επενδυτικοί Δείκτες	
2003	
Earnings per Share	7,93
Dividends per Share	0,00
Book Value per Share	39,59
Price / Earnings	0,76
Price / Book Value	0,15
Αριθμός Μετοχών	468.700,00
Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής	6,06

ΚΕΡΑΜΕΙΑ ΑΛΛΑΤΙΝΗ ΑΕ

Η παραπάνω εταιρεία παρουσιάζει σημαντική μείωση των πωλήσεων της το 2004 σε σχέση με το 2003 που ποσοστιαία αγγίζει το 76%. Έτσι οι καθαρές πωλήσεις της φθάνουν τις € 814 χιλ., ενώ παρουσιάζει και ζημίες ποσού € 3,277 εκ. Οι συνοπτικοί ισολογισμοί της παραπάνω εταιρείας έχουν ως εξής:

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	2002	2003	2004
Καθαρά πάγια	15.273.150,00	13.978.803,00	17.342.201,00
Γήπεδα	3.900.476,00	3.900.476,00	5.655.690,00
Κτίρια	8.058.989,00	7.976.723,00	9.212.508,00
Εξοπλισμος	7.148.796,00	7.147.281,00	7.676.147,00
Ασώματες ακινητοποιήσεις	2.253.114,00	2.279.494,00	2.279.494,00
μείον: Αποσβέσεις	6.105.698,00	7.342.994,00	7.509.261,00
Αποσβέσεις κτιρίων	3.088.123,00	3.387.698,00	3.553.965,00
Αποσβέσεις Εξοπλισμού	2.971.260,00	3.878.490,00	3.878.490,00
Αποσβέσεις ακινητοποιήσεων	46.315,00	76.806,00	76.806,00
Μακροπρόθεσμες Απαιτήσεις	17.473,00	17.823,00	17.823,00
Συμμετοχές	0,00	0,00	9.800,00
Αποθέματα	5.806.980,00	7.172.832,00	5.695.412,00
Εμπορεύματα	5.116.751,00	6.360.515,00	4.844.992,00
Ημικατεργασμένα προϊόντα	0,00	0,00	0,00
Ύλες & Υλικά	690.229,00	812.317,00	850.420,00
Απαιτήσεις	7.458.546,00	9.842.620,00	5.595.265,00
Πελάτες	5.795.240,00	8.491.151,00	5.229.243,00
Χρεόγραφα	1.079.501,00	1.050.549,00	348.141,00
Λοιπές Απαιτήσεις	583.805,00	300.920,00	17.881,00
Διαθέσιμα	84.139,00	62.974,00	108.512,00
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	28.622.815,00	31.057.229,00	28.741.390,00
ΠΑΘΗΤΙΚΟ	2002	2003	2004
Ίδια κεφάλαια	24.236.430,00	21.527.913,00	19.974.800,00
Μετοχικό	8.792.687,00	8.792.687,00	8.792.687,00
Αποθεματικά	16.232.002,00	15.014.852,00	14.099.403,00
Αδιανέμητα Κέρδη	-788.259,00	-2.279.626,00	-2.917.290,00
Προβλέψεις	0,00	3.961.849,00	1.980.924,00
Μεσομακροπρόθεσμες	0,00	3.961.849,00	1.980.924,00
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	4.386.385,00	5.567.468,00	6.785.666,00
Οφειλές σε τράπεζες	1.645.735,00	2.979.570,00	2.377.995,00
Προμηθευτές	2.663.803,00	2.428.340,00	4.037.395,00
Λοιπές Υποχρεώσεις	76.847,00	159.558,00	370.276,00
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	28.622.815,00	31.057.230,00	28.741.390,00

ΚΕΡΑΜΕΙΑ ΑΛΛΑΤΙΝΗ ΑΕ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΕΩΝ 2002 - 2004

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ	2002	2003	2004
Πωλήσεις	2.590.714,00	3.339.003,00	814.843,00
μείον: Κόστος Πωληθέντων	2.634.940,00	3.263.581,00	1.505.072,00
Μικτό Κέρδος	-44.226,00	75.422,00	-690.229,00
πλέον: Λοιπά Λειτουργικά Έσοδα	33.731,00	44.653,00	80.202,00
μείον: Χρηματοοικονομικές Δαπάνες	129.864,00	312.258,00	320.584,00
μείον: Λοιπά Λειτουργικά Έξοδα	1.323.136,00	1.540.830,00	2.142.943,00
Λειτουργικό Περιθώριο	-1.463.495,00	-1.733.013,00	-3.073.554,00
πλέον: Μη Λειτουργικά Έσοδα	753.082,00	607.247,00	204.980,00
μείον: Μη Λειτουργικά Έξοδα	77.846,00	365.602,00	408.477,00
Αποσβέσεις Εκτός Κόστους Πωληθέντων	0,00	0,00	0,00
Σύνολο Αποσβέσεων	1.325.318,00	1.278.788,00	0,00
Αποσβέσεις Μέσα στο Κόστος Πωληθέντων	1.325.318,00	1.278.788,00	0,00
Κέρδος Πρό Φόρου Εισοδήματος	-788.259,00	-1.491.368,00	-3.277.051,00
μείον: Φόρος Εισοδήματος	0,00	0,00	0,00
Κέρδη μετά Φόρων	-788.259,00	-1.491.368,00	-3.277.051,00
μείον: Μερίσματα	0,00	0,00	0,00
Κέρδη προς Διάθεση	-788.259,00	-1.491.368,00	-3.277.051,00

Οι βασικοί χρηματοοικονομικοί δείκτες για τη χρήση 2003 παρουσιάζονται στη συνέχεια:

Δείκτες Ρευστότητας	2002	2003	2004
Έμμεση Ρευστότητα	3,04	3,07	1,68
Άμεση Ρευστότητα	1,72	1,78	0,84
Cash ratio	0,27	0,20	0,07
Προβλεπόμενες Ημερήσιες Δαπάνες	7.782,10	11.516,39	11.991,99
Defensive Interval Ratio	11	5	9

Δείκτες Κυκλοφοριακής Ταχύτητας	2003
Απαιτήσεων	0,44
Περίοδος Είσπραξης Απαιτήσεων	829
Προμηθευτών	1,76
Περίοδος Πληρωμής Προμηθευτών	207
Αποθεμάτων	0,50
Περίοδος Πώλησης Αποθεμάτων	726
Λειτουργικός Κύκλος	1555
Εμπορικός Κύκλος	1348

ΚΕΡΑΜΕΙΑ ΑΛΛΑΤΙΝΗ ΔΕΙΚΤΕΣ (συνέχεια)

Δείκτες Αποδοτικότητας	2003
Αποδοτικότητα Συνολικών Κεφαλαίων	-0,04
Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων	-0,07
Δείκτης Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης	1,51
Δείκτης DU PONT	
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού	0,11
Αποδοτικότητα Πωλήσεων	-0,39
Τροποποιημένος DU PONT	
Αποδοτικότητα Πωλήσεων	-0,39
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού	0,11
Χρηματοοικονομική Μόχλευση	1,30
Δείκτες Δομής Κεφαλαίου	2003
Ξένα /Συνολικά	0,22
Ίδια /Ξένα Κεφάλαια	3,10
Ίδια /Συνολικά Κεφάλαια	0,69
Επενδυτικοί Δείκτες	2003
Earnings per Share	-0,08
Dividends per Share	0,00
Book Value per Share	1,22
Price / Earnings	-16,04
Price / Book Value	1,11
Αριθμός Μετοχών	17.585.374,00
Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής	1,36

ΜΑΘΙΟΣ ΠΥΡΙΜΑΧΑ ΑΕ

Η εταιρεία παρουσιάζει αύξηση πωλήσεων το 2004 κατά 21,21% σε σχέση με το 2003 και με τα καθαρά της κέρδη προ φόρων να διαμορφώνονται στο ποσό των € 932 χιλ. αυξημένα σε σχέση με το 2003 κατά 18%. Τα βασικά της οικονομικά μεγέθη απεικονίζονται παρακάτω:

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	2002	2003	2004
Καθαρά πάγια	7.179.391,00	7.671.068,00	9.896.031,00
Γήπεδα	2.281.671,00	2.270.663,00	0,00
Κτίρια	3.938.737,00	4.203.416,00	11.807.627,00
Εξοπλισμος	2.789.735,00	3.006.627,00	0,00
Ασώματες ακινητοποιήσεις	539.378,00	614.111,00	1.682.321,00
μείον: Αποσβέσεις	2.702.563,00	3.442.316,00	4.538.982,00
Αποσβέσεις κτιρίων	1.109.479,00	1.453.220,00	4.538.982,00
Αποσβέσεις Εξοπλισμού	1.254.782,00	1.545.986,00	0,00
Αποσβέσεις ακινητοποιήσεων	338.302,00	443.110,00	0,00
Μακροπρόθεσμες Απαιτήσεις	1.790,00	4.358,00	0,00
Συμμετοχές	330.643,00	1.014.209,00	945.065,00
Αποθέματα	2.964.226,00	2.971.976,00	3.921.235,00
Εμπορεύματα	2.263.323,00	1.998.798,00	3.921.235,00
Ύλες & Υλικά	700.903,00	973.178,00	0,00
Απαιτήσεις	4.171.601,00	4.848.824,00	6.652.404,00
Πελάτες	4.066.146,00	4.726.943,00	4.789.632,00
Χρεόγραφα	880,00	880,00	880,00
Λοιπές Απαιτήσεις	104.575,00	121.001,00	1.861.892,00
Διαθέσιμα	888.185,00	193.400,00	801.551,00
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	15.203.403,00	15.685.268,00	21.271.221,00
ΠΑΘΗΤΙΚΟ	2002	2003	2004
Ίδια κεφάλαια	11.572.392,00	11.727.886,00	13.827.660,00
Μετοχικό	2.678.010,00	2.678.010,00	2.945.811,00
Αποθεματικά	7.293.423,00	7.384.039,00	8.535.812,00
Αδιανέμητα Κέρδη	1.600.959,00	1.665.837,00	2.346.037,00
Προβλέψεις	387.878,00	266.110,00	144.342,00
Μεσομακροπρόθεσμες	387.878,00	266.110,00	144.342,00
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	3.243.133,00	3.691.270,00	7.299.219,00
Οφειλές σε τράπεζες	226.026,00	1.096.569,00	0,00
Προμηθευτές	2.168.388,00	1.825.397,00	0,00
Μερίσματα Πληρωτέα	192.212,00	138.840,00	0,00
Λοιπές Υποχρεώσεις	656.507,00	630.464,00	7.299.219,00
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	15.203.403,00	15.685.266,00	21.271.221,00

ΜΑΘΙΟΣ ΠΥΡΙΜΑΧΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΕΩΝ 2002 - 2004

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ	2002	2003	2004
Πωλήσεις	12.960.668,00	13.139.955,00	15.927.082,00
μείον: Κόστος Πωληθέντων	8.089.580,00	8.422.297,00	9.551.981,00
Μικτό Κέρδος	4.871.088,00	4.717.658,00	6.375.101,00
πλέον: Λοιπά Λειτουργικά Έσοδα	115.219,00	74.278,00	167.120,00
μείον: Χρηματοοικονομικές Δαπάνες	78.797,00	72.137,00	134.314,00
μείον: Λοιπά Λειτουργικά Έξοδα	3.835.365,00	4.174.796,00	5.644.947,00
Λειτουργικό Περιθώριο	1.072.145,00	545.003,00	762.960,00
πλέον: Μη Λειτουργικά Έσοδα	232.022,00	411.164,00	240.009,00
μείον: Μη Λειτουργικά Έξοδα	135.509,00	169.329,00	70.476,00
Αποσβέσεις Εκτός Κόστους Πωληθέντων	0,00	0,00	0,00
Σύνολο Αποσβέσεων	974.721,00	1.162.214,00	0,00
Αποσβέσεις Μέσα στο Κόστος Πωληθέντων	974.721,00	1.162.214,00	0,00
Κέρδος Πρό Φόρου Εισοδήματος	1.168.658,00	786.838,00	932.493,00
μείον: Φόρος Εισοδήματος	303.190,00	248.825,00	0,00
Κέρδη μετά Φόρων	865.468,00	538.013,00	932.493,00
μείον: Μερίσματα	181.560,00	133.901,00	0,00
Κέρδη προς Διάθεση	683.908,00	404.112,00	932.493,00

Σύμφωνα με τα παραπάνω στοιχεία οι βασικοί αριθμοδείκτες της εταιρείας για τη χρήση 2003 διαμορφώνονται ως εξής:

Δείκτες Ρευστότητας	2002	2003	2004
Έμμεση Ρευστότητα	2,47	2,17	1,56
Άμμεση Ρευστότητα	1,56	1,37	1,02
Cash ratio	0,27	0,05	0,11
Προβλεπόμενες Ημερήσιες Δαπάνες	30.587,75	31.989,99	42.196,49
Defensive Interval Ratio	29	6	19

Δείκτες Κυκλοφοριακής Ταχύτητας	2003
Απαιτήσεων	2,91
Περίοδος Είσπραξης Απαιτήσεων	125
Προμηθευτών	3,65
Περίοδος Πληρωμής Προμηθευτών	100
Αποθεμάτων	2,84
Περίοδος Πώλησης Αποθεμάτων	129
Λειτουργικός Κύκλος	254
Εμπορικός Κύκλος	154

ΜΑΘΙΟΣ ΠΥΡΙΜΑΧΑ ΔΕΙΚΤΕΣ (συνέχεια)

Δείκτες Αποδοτικότητας	2003
Αποδοτικότητα Συνολικών Κεφαλαίων	0,04
Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων	0,05
Δείκτης Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης	1,22
Δείκτης DU PONT	
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού	0,85
Αποδοτικότητα Πωλήσεων	0,04
Τροποποιημένος DU PONT	
Αποδοτικότητα Πωλήσεων	0,04
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού	0,85
Χρηματοοικονομική Μοχλευση	1,33
Δείκτες Δομής Κεφαλαίου	2003
Ξένα / Συνολικά	0,09
Ίδια / Ξένα Κεφάλαια	8,61
Ίδια / Συνολικά Κεφάλαια	0,75
Επενδυτικοί Δείκτες	2003
Earnings per Share	0,05
Dividends per Share	0,01
Book Value per Share	1,19
Price / Earnings	32,85
Price / Book Value	1,51
Αριθμός Μετοχών	9.819.370,00
Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής	1,8

Εκτός από τις παραπάνω εταιρείες στον κλάδο δραστηριοποιούνται και οι **ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ, ΙΚΤΙΝΟΣ ΕΛΛΑΣ ΑΕ** και **S&B ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ** που αποτελούν τις εταιρείες του δείγματος.

Εντούτοις, με τα στοιχεία των προηγούμενων εταιρειών και με τα δεδομένα των αναλύσεων που θα ακολουθήσουν, υπολογίζεται ο μέσος όρος των χρηματοοικονομικών δεικτών του κλάδου για το έτος 2003, ο οποίος θα χρησιμοποιηθεί στην ανάλυση που θα ακολουθήσει ως σημείο αναφοράς.

Μέσος Όρος Χρηματοοικονομικών Δεικτών Κλάδου

Δείκτες Ρευστότητας	2003	Δείκτες Αποδοτικότητας	2003
Έμμεση Ρευστότητα	1,80	Αποδοτικότητα Συνολικών Κεφ	0,07
Άμεση Ρευστότητα	1,32	Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων	0,11
Cash ratio	0,15	Δείκτης Χρηματ Μόχλευσης	2,05
Προβλεπόμενες Ημερ. Δαπάνες	234.618,00	Δείκτης DU PONT	
Defensive Interval Ratio	35	Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργ	0,46
Δείκτες Κυκλοφοριακής Ταχύτητας		Αποδοτικότητα Πωλήσεων	0,11
Απαιτήσεων	2,07	Τροποποιημένος DU PONT	
Περίοδος Είσπραξης Απαιτήσεων	176	Αποδοτικότητα Πωλήσεων	0,10
Προμηθευτών	3,96	Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργ	0,46
Περίοδος Πληρωμής Προμηθευτών	92	Χρηματοοικονομική Μόχλευση	2,77
Αποθεμάτων	2,55	Δείκτες Δομής Κεφαλαίου	
Περίοδος Πώλησης Αποθεμάτων	143	Ξένα / Συνολικά	0,31
Λειτουργικός Κύκλος	319	Ίδια / Ξένα Κεφάλαια	2,60
Εμπορικός Κύκλος	227	Ίδια / Συνολικά Κεφάλαια	0,54

Επενδυτικοί Δείκτες	2003
Earnings per Share	1,42
Dividends per Share	0,20
Book Value per Share	3,05
Price / Earnings	15,46
Price / Book Value	1,36

9. S & B ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ Α.Ε.

9.1. Γενικές πληροφορίες για την εταιρεία

Η εταιρία "S&B Βιομηχανικά Ορυκτά", ιδρύθηκε το 1934 με έδρα το Δήμο Αθηναίων και σύμφωνα με το άρθρο 2 του καταστατικού της, σκοπός της Εταιρίας είναι:

- Η έρευνα, αναζήτηση και εκμετάλλευση των αργυρομεταλλευμάτων βαρυτίνης και κάθε συνυπάρχοντος ορυκτού, μεταλλευτικού, βιομηχανικού προϊόντος, αδρανών υλικών, μαρμάρων κ.α.
- η έρευνα, αναζήτηση και εκμετάλλευση, είτε για λογαριασμό της είτε για λογαριασμό τρίτων, με κάθε τεχνικό μέσο, κάθε ορυκτού προϊόντος, μεταλλευτικού, βιομηχανικού, αδρανών υλικών, μαρμάρων κ.α.
- Η κτήση, μίσθωση, αγορά, προσθήκη ή εκμετάλλευση ή με οποιοδήποτε άλλο τρόπο απόκτηση δικαιωμάτων έρευνας και εκμεταλλεύσεις μεταλλείων, ορυχείων, λατομείων κλπ. καθώς και οποιωνδήποτε μεταλλευμάτων ή μεταλλευτικών δικαιωμάτων από το Δημόσιο, τους Δήμους και Κοινότητες ή άλλα νομικά ή φυσικά πρόσωπα.
- Η μεταπώληση, πώληση ή ανταλλαγή των παραπάνω μεταλλείων, ορυχείων κλπ. καθώς και των δικαιωμάτων και μεταλλευμάτων που αφορούν σε οποιαδήποτε μεταλλευτική ύλη ή ορυκτό.
- Η δημιουργία βιομηχανικών μονάδων επεξεργασίας ορυκτών προϊόντων ή παραγωγής ή κατεργασίας οποιουδήποτε βιομηχανικού προϊόντος.
- Η εμπορία, αγορά, εισαγωγή, εξαγωγή ορυκτών - κατεργασμένων ή όχι - καθώς και βιομηχανικών προϊόντων με πώληση, αγορά, μεταπώληση, ανταλλαγή κλπ.
- Η εμπορία, αγορά, πώληση, ναύλωση, υποναύλωση, πρακτόρευση πλοίων κάθε μορφής και γενικά η διενέργεια κάθε ναυτιλιακής εργασίας.

- Η ίδρυση εταιριών ή η συμμετοχή σε άλλες εταιρίες ή επιχειρήσεις που ο σκοπός τους συνδέεται άμεσα ή έμμεσα με το σκοπό της Εταιρίας ή και ανεξάρτητα απ' αυτόν.

9.2. Συνεχιζόμενη δραστηριότητα

Η S&B ιδρύθηκε και λειτουργεί σαν Α.Ε. το 1934 από τον Ευριπίδη Μαυρομάτη και τους αδερφούς Ηλιόπουλου με την επωνυμία " Αργυρομεταλλευμάτων & Βαρυτίνης" Το 1935 άρχισε την εκμετάλλευση των κοιτασμάτων βαρυτίνης στη νήσο Μήλο. Κατά τη διάρκεια της Κατοχής η δραστηριότητα της Εταιρίας διακόπηκε προσωρινά και συνεχίστηκε μετά το 1945.

Μέχρι το 1950 η κύρια δραστηριότητά της περιοριζόταν στην αξιοποίηση των κοιτασμάτων της βαρυτίνης. Την εποχή εκείνη η ετήσια παραγωγή ανερχόταν σε 35.000 τόνους, ενώ σήμερα πάνω από 700.000 τόνοι βιομηχανικών ορυκτών φορτώνονται από τις εγκαταστάσεις της Εταιρίας. Κατά τη δεκαετία του 1950 η Εταιρία άρχισε την παραγωγή τριών νέων ορυκτών, του μπεντονίτη, του περλίτη και του καολίνη, ενώ κατασκευάσθηκε το πρώτο εργοστάσιο εμπλουτισμού της βαρυτίνης στην περιοχή Βούδια της νήσου Μήλου. Στις επόμενες δεκαετίες η Εταιρία πραγματοποιεί σημαντικές επενδύσεις, οι οποίες είχαν σκοπό την αύξηση της παραγωγής, τον εμπλουτισμό και την κατεργασία των ορυκτών.

Η Εταιρία ξεκίνησε από νωρίς προσπάθεια διεθνοποίησης των δραστηριοτήτων της. Το 1964 πραγματοποιεί τις πρώτες εξαγωγές μπεντονίτη στον Καναδά, ενώ το 1987 εξάγει και διαθέτει περλίτη στην αγορά των Ηνωμένων Πολιτειών. Στα πλαίσια αυτής της στρατηγικής η Εταιρία το 1992 ιδρύει στη Γερμανία την εταιρία S&B Holding GmbH, η οποία προχωρά σταδιακά στην εξαγορά του 49,9% της εταιρίας ΙΚΟ GmbH, που δραστηριοποιείται στις βιομηχανικές εφαρμογές του μπεντονίτη. Το Φεβρουάριο του 1994 η εταιρία ΙΚΟ GmbH προχώρησε σε συγχώνευση με την

εταιρία Erbsloeh GmbH, η οποία δραστηριοποιείτο στον ίδιο τομέα, σχηματίζοντας την εταιρία ΙΚΟ-Erbsloeh GmbH. Η "ΑΕΕ Αργυρομεταλλευμάτων & Βαρυτίνης" είναι επομένως ένας από τους βασικούς μετόχους της ΙΚΟ-Erbsloeh GmbH συμμετέχοντας με ποσοστό 37,4% μέσω της απόλυτα ελεγχόμενης θυγατρικής της S&B Holding GmbH

Τον Απρίλιο του 1994 η Εταιρία πραγματοποίησε ένα ακόμα σημαντικό βήμα στην ιστορία της. Πιστοποίησε από το διεθνές γραφείο Veritas σύμφωνα με το ISO 9002 για την διασφάλιση της ποιότητας των προϊόντων και των διαδικασιών στην εκμετάλλευση και κατεργασία ορυκτών. Η πιστοποίηση αυτή κατατάσσει την Εταιρία πρώτη μεταξύ όλων των μεταλλευτικών εταιριών της χώρας, η οποία λαμβάνει τέτοιο πιστοποιητικό.

Τον Ιούνιο του 1994 με απόφαση της Έκτακτης Γενικής Συνέλευσης αποφασίστηκε η εισαγωγή των μετοχών της εταιρείας στην Κύρια Αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών με αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου της Εταιρίας κατά 250.014.000 δρχ. με έκδοση 1.250.070 νέων κοινών μετοχών ονομαστικής αξίας 200 δρχ. κάθε μία. Η τιμή διάθεσης ορίστηκε στις 3.000 δρχ. και η διαφορά ποσού 3.500.196.000 δρχ. από την έκδοση των νέων μετοχών υπέρ το άρτιο καταχωρήθηκε στο λογαριασμό "Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο".

Η "Βαρυτίνη" το 1996 συγχωνεύεται με την Α.Ε.Μ. "Βωξίται Παρνασσού". Με τον τρόπο αυτό η "Βαρυτίνη" εισέρχεται στην αγορά του βωξίτη. Την χρονιά αυτή παράγει σχεδόν ίση ποσότητα μπεντονίτη και βωξίτη και τα δυο επόμενα χρόνια ο Βωξίτης γίνεται το πρώτο σε παραγωγή προϊόν της εταιρείας. Σημειώνεται ότι κατά την περίοδο της συγχώνευσης η εταιρεία "Βωξίται Παρνασσού" ήταν 100% θυγατρική της "Βαρυτίνης"

Η Τακτική Γενική Συνέλευση των μετόχων στη συνεδρίαση της 15^{ης} Απριλίου 1999 και η Έκτακτη Γενική Συνέλευση των μετόχων στις 18 Ιουνίου 1999, αποφάσισαν την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας ως εξής:

- Με την έκδοση 2.138.640 νέων κοινών μετοχών ονομαστικής αξίας 630 δρχ. που θα διανεμηθούν δωρεάν στους παλαιούς μετόχους σε αναλογία 2 νέες μετοχές για κάθε 10 παλαιές, με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών ύψους 1.347.343.200 δρχ.
- Με την έκδοση 2.138.640 νέων κοινών μετοχών ονομαστικής αξίας 630 δρχ. με καταβολή μετρητών και τιμή διάθεσης 5.000 δρχ. η κάθε μία. Οι μετοχές αυτές προσφέρθηκαν με δικαίωμα προτίμησης με αναλογία 2 νέες σε κάθε 10 παλαιές στους παλαιούς μετόχους της εταιρείας.
- Με την έκδοση 100.000 νέων κοινών μετοχών ονομαστικής αξίας 630 δρχ. με καταβολή μετρητών και τιμή διάθεσης 5.000 δρχ. η κάθε μία. Οι μετοχές αυτές διατέθηκαν στο προσωπικό της εταιρείας.

Η εταιρεία σήμερα μέσω των θυγατρικών της έχει παρουσία σε 4 Ηπείρους και 13 χώρες. Συγκεκριμένα διαθέτει ορυχεία και εγκαταστάσεις επεξεργασίας ορυκτών στην Γερμανία, στην Γαλλία, στην Ιταλία στην Κύπρο και την Ισπανία. Έχει σημαντική παρουσία στις χώρες της Ανατολικής Ευρώπης με τρία σημαντικά ορυχεία εξόρυξης μπεντονίτη στην Βουλγαρία στην Ουγγαρία και στην Γεωργία. Διαθέτει δυο στρατηγικά Ορυχεία εξόρυξης περλίτη στην Κίνα και στην Τουρκία, ενώ και στις δυο χώρες έχει προβεί σε σημαντικές επενδύσεις δημιουργίας εργοστασίων επεξεργασίας του περλίτη. Σημαντική δραστηριότητα έχει αναπτύξει η εταιρεία στις Η.Π.Α. με την θυγατρική της κατά 100% S&B North America INC. με πωλήσεις που το 2003 ανήλθαν σε ποσό ύψους € 20.334.000,00. Τέλος η εταιρεία έχει ήδη επεκτείνει τις δραστηριότητες της και στο Μαρόκο με έρευνα και αξιολόγηση κοιτασμάτων Μπεντονίτη.

Στα πλαίσια της διεθνούς παρουσίας της εταιρείας και η ταχεία ανάπτυξη της παραγωγής και της δραστηριότητας σε παγκόσμιο επίπεδο, οδήγησαν την Γενική Συνέλευση των μετόχων της εταιρείας τον Ιούνιο του 2003 να αποφασίσει την αλλαγής της επωνυμίας σε **S & B Βιομηχανικά Ορυκτά Α.Ε.**

9.3. Βασικά Οικονομικά Στοιχεία ανά προϊόν

Μπεντονίτης

Το 2003 ο Κλάδος Μπεντονίτη της S&B Βιομηχανικά Ορυκτά ΑΕ διατήρησε την ηγετική του θέση στις διεθνείς αγορές μπεντονίτη και παρουσίασε οριακή αύξηση των πωλήσεων, παρά την οικονομική στασιμότητα στην Ευρώπη και τις δυσμενείς συνθήκες για εξαγωγές προς τη Βόρεια Αμερική, οι οποίες προέκυψαν από την αύξηση των ναύλων και την πτώση του δολαρίου. Οι ενοποιημένες πωλήσεις ξεπέρασαν τα 110 εκατομμύρια ευρώ και του 1 εκατομμύρια τόνους παγκοσμίως.

Στο πλαίσιο της στρατηγικής «Από την Αγορά στο Ορυχείο», το 2003 ο Κλάδος Μπεντονίτη προχώρησε σε εξαγορές και επενδύσεις με στόχο την εξαγωγή τεχνογνωσίας σε νέες αγορές καθώς και τη συνεχή βελτίωση της αξίας των προϊόντων και υπηρεσιών προς τον τελικό πελάτη. Το δίκτυο ορυχείων, εργοστασίων και σταθμών διανομής της S&B επεκτάθηκε στην Ανατολική Ευρώπη και τη Βόρεια Αμερική. Ειδικότερα, στη Βουλγαρία εξαγοράστηκε η εταιρεία Bentonit AD, με σημαντικά αποθέματα μπεντονίτη και μονάδες επεξεργασίας στην περιοχή Kardzali. Επιπλέον, υλοποιήθηκε επένδυση σε νέα μονάδα επεξεργασίας μπεντονίτη και άνθρακα για προϊόντα χυτηρίων στο εργοστάσιο S&B στο Brunswick της Georgia στις ΗΠΑ. Τέλος, ο κλάδος Μπεντονίτη προχώρησε στη σύσταση εταιρεία γεωλογικών ερευνών στη Βόρεια Αφρική, με έδρα το Μαρόκο (North African Industrial Exploration Company, NAIMEX S.A.R.L.). Επίσης, το 2003 ήταν μια χρονιά προετοιμασίας για την υλοποίηση νέων αναπτυξιακών προγραμμάτων ενόψει των ευνοϊκών προοπτικών, σε διάφορες αγορές μπεντονίτη, τα επόμενα χρόνια.

Περλίτης

Το 2003 ο Κλάδος Περλίτη της S&B Βιομηχανικά Ορυκτά Α.Ε. ενίσχυσε περαιτέρω την ηγετική του θέση, επιτυγχάνοντας ενοποιημένες πωλήσεις 54 εκατομμυρίων ευρώ, αυξημένες κατά 5% σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά, παλά την αποδυνάμωση του δολαρίου ως προς το ευρώ και τους αυξημένους ναύλους. Διετεθήσαν συνολικά 650.000 τόνοι αδιόγκωτου διαβαθμισμένου περλίτη παγκοσμίως, ενώ οι πωλήσεις διογκωμένου περλίτη, μέσω των θυγατρικών σε Ελλάδα και Ισπανία, έφτασαν τα 240.000 m³, που αντιστοιχεί σε αύξηση εσόδων κατά 37% σε σχέση με το 2002.

Το 2003 ολοκληρώθηκε με επιτυχία επενδυτικό πρόγραμμα μεγάλης κλίμακας, που είχε στόχο την περαιτέρω βελτίωση της εξυπηρέτησης του πελάτη, μέσα από την παροχή υψηλής και σταθερής ποιότητας και ποικιλίας προϊόντων. Το επενδυτικό αυτό πρόγραμμα περιελάμβανε μια νέα γραμμή παραγωγής ξηρών προϊόντων και μια νέα εγκατάσταση πρόθραυσης στο Τσιγκράδο της Μήλου, τα οποία ολοκληρώθηκαν και άρχισαν να λειτουργούν το 2003. Έγιναν επίσης σημαντικές επενδύσεις για αύξηση της δυναμικότητας αποθήκευσης στις εγκαταστάσεις της Εταιρείας στη Μήλο. Επιπλέον, η απόκτηση τεσσάρων νέων αποθηκών στην Κεντρική Ευρώπη, η κατασκευή μιας νέας αποθήκης στο Mobile, στην Alabama των ΗΠΑ, η οποία βρίσκεται σε πλήρη λειτουργία από τις αρχές του 2003, καθώς και η μετεγκατάσταση του εργοστασίου στο Brunswick των ΗΠΑ σε άλλη τοποθεσία και βελτιστοποίηση του δικτύου διανομής «Just - In - Time».

Η εξαγορά της εταιρείας Bentonit AD στα τέλη του 2003, η οποία διαθέτει ένα ορυχείο και μονάδα επεξεργασίας και διόγκωσης περλίτη στην περιοχή Kardzali της Βουλγαρίας, δημιουργεί νέες προοπτικές για την επέκταση της δραστηριότητας διογκωμένου περλίτη στη βαλκανική αγορά και προσφέρει νέες ευκαιρίες στις αγορές

οικοδομικών υλικών, γεωργικών εφαρμογών και βοηθητικών μέσων διήθησης υγρών στην ευρύτερη περιοχή των βαλκανίων.

Βωξίτης

Το 2003 οι πωλήσεις του Κλάδου Βωξίτη της S&B Βιομηχανικά Ορυκτά Α.Ε. ανήλθαν σε 34,2 εκατομμύρια ευρώ, παρουσιάζοντας πτώση κατά περίπου 19% σε σχέση με το 2002. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στην πτώση του δολαρίου έναντι του ευρώ και κατά κύριο λόγο, στη μείωση της ζήτησης μεταλλουργικού βωξίτη από την αγορά της Ρωσίας, ιδιαίτερα κατά τους τελευταίους μήνες του έτους, αλλά και στην αναδιάρθρωση του μείγματος πωλήσεων προς την Αλουμίνιον της Ελλάδος.

Η ευρεία πελατειακή βάση του Κλάδου διατηρήθηκε, ενώ παράλληλα αυξήθηκε το μερίδιο αγοράς το οποίο κατέχει στις μη μεταλλουργικές χρήσεις, όπου αποκτήθηκαν και νέοι πελάτες. Η παραγωγή βωξίτη διατηρήθηκε στα ίδια επίπεδα με πέρυσι, γεγονός που επέτρεψε την ικανοποίηση της ζήτησης σε όλες τις αναπτυσσόμενες αγορές (π.χ. αγορά χυτοσιδήρου, χάλυβα και πετροβάμβακα).

Η υλοποίηση του τριετούς αναπτυξιακού προγράμματος 2001-2003 ολοκληρώθηκε με επιτυχία, όπως αποδεικνύεται και από τα υψηλά επίπεδα παραγωγής κατά το 2003, που σταθεροποιούνται πλέον στο επίπεδο των 1,5 εκατομμυρίων τόνων. Συγκεκριμένα, το 2003 οι επενδύσεις για τον εκσυγχρονισμό και την ανανέωση του εξοπλισμού ξεπέρασαν τα 3,5 εκατομμύρια ευρώ και το κόστος στην προετοιμασία κοιτασμάτων προσέγγισε τα 10,5 εκατομμύρια ευρώ, ενώ για ολόκληρη την τριετία τα συνολικά επίπεδα επενδύσεων ανήλθαν στα 12,9 εκατομμύρια ευρώ και 23,4 εκατομμύρια ευρώ αντίστοιχα.

Η μακροχρόνια σύμβαση με την Αλουμίνιον της Ελλάδος, επεκτάθηκε μέχρι το τέλος του 2007 (αντί της προηγούμενης λήξης το Μάρτιο του 2006). Επίσης, στο πλαίσιο της διεύρυνσης του χαρτοφυλακίου των προϊόντων βωξίτη, η S&B προχώρησε σε

εμπορική συμφωνία για την πώληση και προώθηση βωξίτη από τη Σαρδηνία, ενός συμπληρωματικού, βαιμητικού, προϊόντος σε σχέση με τον βωξίτη της S&B. Η δυνατότητα προώθησης βαιμητικού βωξίτη από τη Σαρδηνία στοχεύει στην περαιτέρω ικανοποίηση της αναπτυσσόμενης αγοράς μεταλλουργίας. Η αγορά αυτή παρουσιάζει μια συνεχή ανοδική τάση εξαιτίας της αυξημένης κατανάλωσης αλουμινίου, κυρίως στην Κίνα.

Βιομηχανικά Ορυκτά Οτανί

Κατά το 2003, ο Κλάδος Βιομηχανικών Ορυκτών Οτανί της S&B Βιομηχανικά Ορυκτά Α.Ε. συνέχισε την ανοδική πορεία πωλήσεων και κερδοφορίας που σημείωσε το 2002, παρά την παρατεταμένη ασθενή ζήτηση στην ευρωπαϊκή αγορά και τις μεγάλες αναταράξεις που παρατηρήθηκαν στην εφοδιαστική αλυσίδα των πρώτων υλών. Σε μια χρονιά όπου η διαθεσιμότητα των πρώτων υλών και των μεταφορικών μέσων περιορίστηκαν σημαντικά, λόγω της εκτίναξης της ζήτησης στην εγχώρια αγορά της Κίνας, η Οτανί κατόρθωσε να εξασφαλίσει τη σταθερή προμήθεια όλων των προϊόντων της, με σημαντικότερο το σποδουμένιο, τον φρυγμένο και τηγμένο βωξίτη και το βολλαστονίτη. Με αυτό το πλεονέκτημα, ο συνολικός όγκος πωλήσεων αυξήθηκε πάνω από 10%. Από την πλευρά του κόστους, το ασθενές δολάριο αντιστάθμισε σε κάποιο βαθμό τα αυξημένα κόστη των πρώτων υλών και ναύλων, επιτρέποντας στην Οτανί να προσφέρει σταθερότητα τιμών στους πελάτες της χωρίς να θυσιάσει τα περιθώρια κέρδους.

Η παραγωγική μονάδα της Οτανί στο Neuss της Γερμανίας επωφελήθηκε κοστολογικά από τους μεγαλύτερους όγκους πωλήσεων, την επικέντρωση του εργοστασίου σε λιγότερα προϊόντα και την καλύτερη αξιοποίηση των γραμμών παραγωγής. Η αναβάθμιση και επένδυση που έγινε στη μονάδα ενσάκκισης και στους αποθηκευτικούς χώρους συνέβαλε στην επέκταση της χρήσης του εργοστασίου για την επεξεργασία ορυκτών, τόσο των Κλάδων Μπεντονίτη και Περλίτη της S&B όσο

και για τις αναπτυσσόμενες δραστηριότητες της θυγατρικής κοινοπραξίας SLS Baustoffe GmbH. Πρόσθετα, έδωσε στην Otani τη δυνατότητα να προσφέρει στους πελάτες της γρηγορότερη ανταπόκριση σε μη προγραμματισμένα αιτήματα για συσκευασμένα προϊόντα, ενώ παράλληλα ενισχύθηκε η παραγωγικότητα των εγκαταστάσεων.

9.4. Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων της εταιρείας S&B

Η εταιρεία την τελευταία εξαετία παρουσιάζει σημαντικές αυξομειώσεις στις πωλήσεις της. Η εξέλιξη των αποτελεσμάτων της παρουσιάζεται στον παρακάτω πίνακα:

Αποτελέσματα Χρήσεων 1999 - 2004

	1999	2000	2001
ΠΩΛΗΣΕΙΣ	98.819.966,45	142.235.060,21	141.215.619,30
ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΕΞΟΔΑ	73.263.558,90	102.457.099,84	101.713.568,39
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΨΗΝ ΤΗ ΑΠΟΣ (ΕΒΙΤΔΑ)	25.556.407,55	39.777.960,37	39.502.050,91
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	10.161.281,67	12.955.453,58	13.358.794,53
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ & ΤΟΚΩΝ (ΕΒΙΤ)	15.395.125,88	26.822.506,79	26.143.256,38
ΤΟΚΟΙ	3.035.910,11	1.790.381,58	2.601.667,31
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ (ΕΒΤ)	12.359.215,78	25.032.125,21	23.541.589,07
ΦΟΡΟΙ	2.633.189,38	7.095.186,97	6.938.210,70
ΚΕΡΔΗ ΧΡΗΣΗΣ	9.726.026,40	17.936.938,24	16.603.378,37
μείον: ΚΕΡΔΗ ΣΕ ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΕΣ Μ	0,00	0,00	0,00
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟΣ ΔΙΑΘΕΣΗ	9.726.026,40	17.936.938,24	16.603.378,37
μείον: ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ	5.086.148,79	6.191.833,31	6.306.547,80
μείον: ΑΜΟΙΒΕΣ ΔΣ ΑΜΟΙΒ ΣΕ ΠΡ	807.043,29	1.115.187,09	945.000,00
ΠΑΡΑΚΡΑΤΗΜΕΝΑ ΚΕΡΔΗ	3.832.834,32	10.629.917,84	9.351.830,57

Αποτελέσματα Χρήσεων 1999 - 2004 (συνέχεια)

	2002	2003	2004
ΠΩΛΗΣΕΙΣ	133.606.289,80	124.753.223,56	144.467.259,84
ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΕΞΟΔΑ	89.775.731,56	88.550.187,58	113.307.237,53
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΨΗΝ ΤΗ ΑΠΟΣ (ΕΒΙΤΔΑ)	43.830.558,24	36.203.035,98	31.160.022,31
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	15.603.833,81	15.869.384,15	17.070.545,68
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ & ΤΟΚΩΝ (ΕΒΙΤ)	28.226.724,43	20.333.651,83	14.089.476,63
ΤΟΚΟΙ	4.908.591,12	4.123.666,47	4.625.998,99
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ (ΕΒΤ)	23.318.133,31	16.209.985,36	9.463.477,64
ΦΟΡΟΙ	7.014.306,12	5.856.978,32	3.302.767,17
ΚΕΡΔΗ ΧΡΗΣΗΣ	16.303.827,19	10.353.007,04	6.160.710,47
μείον: ΚΕΡΔΗ ΣΕ ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΕΣ Μ	0,00	0,00	0,00
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟΣ ΔΙΑΘΕΣΗ	16.303.827,19	10.353.007,04	6.160.710,47
μείον: ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ	6.780.901,40	6.775.871,17	2.048.436,23
μείον: ΑΜΟΙΒΕΣ ΔΣ ΑΜΟΙΒ ΣΕ ΠΡ	1.040.000,00	1.057.000,00	
ΠΑΡΑΚΡΑΤΗΜΕΝΑ ΚΕΡΔΗ	8.482.925,79	2.520.135,87	4.112.274,24

Με βάση των παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι οι πωλήσεις στην εξαετία 1999 - 2004 αυξήθηκαν κατά 46,19% και διαμορφώθηκαν στα € 144,5 εκατομμύρια το 2004 από € 98,81 το 1999. Η μέση αύξηση των πωλήσεων με τη χρήση του αριθμητικού μέσου είναι 12,23% και η αντίστοιχη με τον γεωμετρικό 8,51%. Αν περιοριστούμε στις πωλήσεις από λειτουργικές δραστηριότητες της εταιρείας τότε η ποσοστιαία αύξηση των πωλήσεων μεταξύ των ετών 1999 - 2004 υπολογίζεται σε 50%. Το ύψος των πωλήσεων για το 2004 ήταν € 135,21 εκατομμύρια, ενώ το αντίστοιχο ποσό για το έτος 1999 ήταν € 89,84 εκ. Όμως, τα κέρδη προ φόρων το έτος 1999 ήταν € 12,35 εκ. ενώ το έτος 2004 μειώθηκαν στο ποσό των € 9.46 εκ. Η μείωση των καθαρών κερδών τη χρήση 2004 οφείλεται στην αύξηση του κόστους πωληθέντων ως ποσοστό των πωλήσεων. Πράγματι όπως φαίνεται και στον παρακάτω πίνακα το κόστος πωληθέντων ως ποσοστό των πωλήσεων παρουσιάζεται αυξημένο σε σχέση με το 2003 κατά 11 ποσοστιαίες μονάδες, ενώ είναι μεγαλύτερο κατά 10 ποσοστιαίες μονάδες από τον μέσο όρο της προηγούμενης πενταετίας. Σημειώνεται ότι το 2004 όλα τα συνθετικά στοιχεία του κόστους παρουσιάζονται αυξημένα σε σχέση με τον μέσο όρο της προηγούμενης πενταετίας

**Εξέλιξη στοιχείων κατάστασης αποτελεσμάτων ως ποσοστό των πωλήσεων
1999-2004**

	1999	2000	2001
sales growth		46,38%	0,52%
cost of goods sold/sales	56,82%	55,25%	54,79%
Administ expen/sales	19,15%	15,69%	16,62%
Market. Expens	0,97%	1,81%	1,89%
Αποσβέσεις/sales	11,31%	9,85%	10,11%
Διάφορα έξοδα/sales	4,60%	5,16%	3,64%
Διάφορα έσοδα/sales	9,99%	8,16%	6,83%
Ποσοστό Τόκων επί Δανείων		7,31%	2,99%
Ποσοστό Τόκων επί Διαθεσιμών		7,83%	3,73%
Φορολογικός Συντελεστής	40,00%	40,00%	35,00%
Δείκτης καταβαλ. Μερισμάτων	60,59%	40,74%	43,68%

**Εξέλιξη στοιχείων κατάστασης αποτελεσμάτων ως ποσοστό των πωλήσεων
1999-2004(συνέχεια)**

	2002	2003	2004
sales growth	-8,24%	-5,61%	18,10%
cost of goods sold/sales	53,39%	54,98%	65,54%
Administ expen/sales	14,48%	16,38%	14,96%
Market. Expens	2,48%	2,72%	2,16%
Αποσβέσεις/sales	12,86%	13,86%	12,63%
Διάφορα έξοδα/sales	3,66%	3,26%	1,14%
Διάφορα έσοδα/sales	10,15%	8,97%	6,85%
Ποσοστό Τόκων επί Δανείων	4,54%	3,49%	3,95%
Ποσοστό Τόκων επί Διαθεσιμών	7,07%	1,44%	3,51%
Φορολογικός Συντελεστής	35,00%	35,00%	32,00%
Δείκτης καταβαλ. Μερισμάτων	47,97%	75,66%	33,25%

Το σύνολο του ενεργητικού της εταιρείας την εξαετία 1999 - 2004 αυξήθηκε με μεγαλύτερο ρυθμό από ότι το σύνολο των πωλήσεων; Το 1999 το σύνολο του ενεργητικού ήταν € 156,58 εκ και το 2004 διαμορφώθηκε στα € 294,8 εκ. με αύξηση 88,27%, με μέση ετήσια αύξηση 14,18% ως αριθμητικός μέσος και 13% ως γεωμετρικός μέσος.

Οι ομαδοποιημένοι λογαριασμοί του ισολογισμού για την εξαετία 1999 - 2004 είναι:

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	1999	2000	2001
Διαθέσιμα	4.594.795,56	4.469.525,12	1.684.507,09
Κυκλοφορούν Ενεργητικό	43.554.725,44	54.126.013,74	60.749.221,57
Συμμετοχές	52.442.008,16	43.463.700,81	88.705.260,29
Έξοδα Εγκατάστασης	7.114.925,79	8.313.774,59	8.777.665,80
μείον: Αποσβέσεις	4.468.840,59	6.162.559,57	7.475.260,79
Έξοδα Εγκατάστασης net	2.646.085,19	2.151.215,02	1.302.405,01
Πάγια	133.516.928,36	176.646.840,04	213.169.340,99
μείον: Αποσβέσεις	80.166.725,85	95.669.675,77	112.341.826,79
Πάγια net	53.350.202,51	80.977.164,26	100.827.514,20
Σύνολο Ενεργητικού	156.587.816,87	185.187.618,96	253.268.908,16
ΠΑΘΗΤΙΚΟ			
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	20.321.254,54	37.786.857,20	36.610.028,63
Τραπεζικές Βραχυπρόθεσμες Υποχ.	13.736.221,64	6.021.572,80	24.983.378,13
Σύνολο Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων	34.057.476,18	43.808.430,00	61.593.406,76
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	22.569.662,70	23.249.727,78	64.010.066,29
Ίδια Κεφάλαια	58.222.790,17	58.222.790,17	60.500.500,28
Παρακρατημένα Κέρδη	41.737.887,81	59.906.670,99	67.164.934,83
Σύνολο Ιδίων & Ξένων Κεφαλαίων	136.266.562,32	147.400.761,75	216.658.879,53
Σύνολο Παθητικού	156.587.816,87	185.187.618,96	253.268.908,16
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	2002	2003	2004
Διαθέσιμα	1.062.685,68	1.199.744,82	404.447,22
Κυκλοφορούν Ενεργητικό	65.387.193,38	67.979.152,93	63.075.262,52
Συμμετοχές	108.893.464,76	107.363.978,87	105.362.927,70
Έξοδα Εγκατάστασης	7.103.814,65	8.205.103,22	8.671.020,64
μείον: Αποσβέσεις	4.846.621,10	5.701.647,06	6.751.311,82
Έξοδα Εγκατάστασης net	2.257.193,55	2.503.456,16	1.919.708,82
Πάγια	214.569.720,18	237.684.608,10	266.985.550,54
μείον: Αποσβέσεις	108.821.645,92	125.409.484,48	142.946.659,14
Πάγια net	105.748.074,26	112.275.123,62	124.038.891,40
Σύνολο Ενεργητικού	283.348.611,63	291.321.456,40	294.801.237,66
ΠΑΘΗΤΙΚΟ			
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	37.802.572,32	36.639.736,30	27.044.236,40
Τραπεζικές Βραχυπρόθεσμες Υποχ.	29.593.360,47	67.022.846,92	63.831.735,77
Σύνολο Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων	67.395.932,79	103.662.583,22	90.875.972,17
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	80.232.649,44	51.580.380,87	53.691.565,49
Ίδια Κεφάλαια	60.508.052,08	60.563.567,18	60.566.507,18
Παρακρατημένα Κέρδη	75.211.977,32	75.514.925,13	89.667.192,82
Σύνολο Ιδίων & Ξένων Κεφαλαίων	245.546.039,31	254.681.720,10	267.757.001,26
Σύνολο Παθητικού	283.348.611,63	291.321.456,40	294.801.237,66

Με βάση τα στοιχεία των ισολογισμών και των καταστάσεων αποτελεσμάτων χρήσης υπολογίσαμε τους παρακάτω χρηματοοικονομικούς δείκτες:

S&B ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ					
ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ	2000	2001	2002	2003	2004
Έμμεση Ρευστότητα	1,24	0,99	0,97	0,66	0,69
Άμμεση Ρευστότητα	0,79	0,63	0,61	0,38	0,38
Cash Ratio	0,12	0,04	0,07	0,07	0,05
Προβλεπ. Ημερήσιες Δαπάνες	286.569	285.967	259.615	253.899	323.144
Defensive interval Ratio	16	6	4	5	1
Έμμεση Ρευστότητα (Χωρίς Δάνεια)	1,43	1,66	1,73	1,86	2,33
ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗ ΤΑΧΥΤΗΤΑ	2000	2001	2002	2003	2004
Απαιτήσεις	4,96	4,32	3,33	3,33	4,36
Περίοδος Είσπραξης Απαιτήσεων	74	85	109	110	84
Προμηθευτών	9,19	9,06	8,73	9,60	13,77
Περίοδος Πληρωμής Προμηθευτών	40	40	42	38	27
Αποθεμάτων	3,99	3,39	2,80	2,35	3,15
Περίοδος Πώλησης Αποθεμάτων	92	108	130	155	116
Λειτουργικός Κύκλος	165	192	240	265	199
Εμπορικός κύκλος	125	152	198	227	173
ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ	2000	2001	2002	2003	2004
Αποδοτικότητα Συνολικών Κεφαλαίων	0,11	0,08	0,07	0,05	0,03
Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων	0,16	0,14	0,12	0,08	0,04
Δείκτης Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης	1,47	1,62	1,70	1,68	1,38
ΔΕΙΚΤΗΣ DU PONT					
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού	0,83	0,64	0,50	0,43	0,49
Αποδοτικότητα Πωλήσεων	0,13	0,13	0,15	0,10	0,06
ΤΡΟΠΟΠΟΙΗΜΕΝΟΣ DU PONT					
Αποδοτικότητα Πωλήσεων	0,13	0,12	0,12	0,08	0,13
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού	0,83	0,64	0,50	0,43	0,49
Χρηματοοικονομική Μόχλευση	1,57	1,78	2,04	2,11	2,05
ΔΕΙΚΤΕΣ ΔΟΜΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	2000	2001	2002	2003	2004
Ξένα /Συνολικά	0,16	0,35	0,39	0,41	0,40
Ίδια /Ξένα Κεφάλαια	4,04	1,43	1,24	1,15	1,28
Ίδια /Συνολικά	0,64	0,50	0,48	0,47	0,51

ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ	2000	2001	2002	2003	2004
Earnings per Share	1,19	0,55	0,54	0,34	0,20
Dividendes per Share	0,41	0,21	0,22	0,22	0,07
Book Value per Share	7,84	4,24	4,50	4,51	4,98
Price / Earnings	6,86	17,46	12,76	18,70	28,29
Price / Book Value	1,04	2,27	1,53	1,42	1,16
Modified P/E	0,00	11,76	12,94	18,96	28,73
Modified P/BV	0,00	1,53	1,55	1,44	1,18
Αριθμός Μετοχών	15.070.480	30.140.960	30.142.180	30.151.190	30.151.190
Χρηματιστηριακή τιμή 31/12	8,17	9,62	6,90	6,42	5,78
Μέση Χρηματιστηριακή Τιμή Έτους		6,48	7,00	6,51	5,87

9.5 Υπολογισμός της Αξίας Μετοχής της S & B Βιομηχανικά Ορυκτά.

Η αξία της μετοχής της εταιρείας υπολογίστηκε με την μέθοδο των αδέσμευτων ταμειακών ροών στην επιχείρηση για το χρονικό σημείο της 31/12/2004.

Η ανάλυση βασίστηκε σε αναμενόμενες λογιστικές καταστάσεις για την πενταετία 2005 - 2009. Για την περίοδο μετά το 2005 υπολογίστηκε μέση αύξηση των πωλήσεων κατά 3% ετησίως.

Τα στοιχεία του κόστους της επιχείρησης υπολογίστηκαν με βάση ιστορικά δεδομένα ανάλυσης του κόστους για την επταετία 1998 - 2004.

Το μέσο σταθμικό κόστος της επιχείρησης για την 31/12/2004 υπολογίστηκε ως εξής: Το **Beta της μετοχής** με βάση χρηματιστηριακά δεδομένα της τιμής της μετοχής για την πενταετία 2000 - 2004 σε σχέση με τις αντίστοιχες τιμές του Γενικού Δείκτη. Το **Risk Free Rate** υπολογίστηκε ως σταθμισμένος μέσος των εκδόσεων εντόκων γραμματίων τρίμηνης διάρκειας του Ελληνικού Δημοσίου για το έτος 2004. Το κόστος δανεισμού της επιχείρησης r_d υπολογίστηκε με βάση τα πραγματικά δεδομένα δανεισμού της επιχείρησης.

S & B FORCASTING FREE CASH FLOWS & VALUATION

sales growth	3,00%
cost of goods sold/sales	56,80%
Administ expen/sales	16,21%
Market. Expens	2,01%
Αποσβέσεις/Κόστος παγίων	6,19%
Διάφορα έξοδα/sales	3,58%
Διάφορα έσοδα/sales	8,49%
Ποσοστό Τόκων επί Δανείων	4,46%
Ποσοστό Τόκων επί Διαθεσιμών	4,72%
Φορολογικός Συντελεστής	32,00%
Δείκτης καταβαλ. Μερισμάτων	50,31%
Κυκλοφορούν Ενεργητικό/Sales	46,65%
Συμμετοχές/sales	77,93%
Καθαρά Πάγια/sales	93,16%
Βραχυπρόθεσμες Υποχ/sales	14,12%
Βραχυπ. Τραπεζ. Δανεισμός/sales	47,21%
Μακροπρόθεσμος Τραπεζικός Δανεισ.	39,71%

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΕΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ

Αποτελέσματα Χρήσης 2005 - 2006

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ	2004	2005	2006
Πωλήσεις	135.207.677,08	139.263.907,39	143.441.824,61
Κόστος Πωληθέντων	88.621.830,58	-79.096.978,60	-81.469.887,96
Έξοδα Διοικητικής Λειτουργίας	20.222.473,91	-22.580.072,47	-23.257.474,64
Έξοδα Λειτουργίας Διάθεσης	2.915.610,20	-2.793.877,44	-2.877.693,76
Αποσβέσεις	17.070.545,68	-17.728.829,38	-19.106.319,56
Τόκοι Έξοδα	4.640.186,81	-5.394.995,14	-5.556.845,00
Τόκοι Έσοδα	14.187,82	55.359,52	122.829,76
Διάφορα Έξοδα	1.547.322,84	-4.983.561,62	-5.133.068,47
Διάφορα Έσοδα	9.259.582,76	11.826.439,15	12.181.232,32
Κέρδη προ Φόρων	9.463.477,64	18.567.391,41	18.344.597,31
Φόροι	3.302.767,17	-5.941.565,25	-5.870.271,14
Κέρδη προς Διάθεση	6.160.710,47	12.625.826,16	12.474.326,17
Μερίσματα	2.048.436,23	-6.352.517,22	-6.276.292,01
Παρακρατημένα Κέρδη	4.112.274,24	6.273.308,94	6.198.034,16

Αποτελέσματα Χρήσης 2007 - 2009

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ	2007	2008	2009
Πωλήσεις	147.745.079,35	152.177.431,73	156.742.754,69
Κόστος Πωληθέντων	-83.913.984,60	-86.431.404,14	-89.024.346,26
Έξοδα Διοικητικής Λειτουργίας	-23.955.198,88	-24.673.854,85	-25.414.070,49
Έξοδα Λειτουργίας Διάθεσης	-2.964.024,58	-3.052.945,31	-3.144.533,67
Αποσβέσεις	-20.579.121,77	-22.153.572,59	-23.836.392,15
Τόκοι Έξοδα	-5.723.550,35	-5.895.256,86	-6.072.114,56
Τόκοι Έσοδα	179.387,13	223.580,09	253.859,44
Διάφορα Έξοδα	-5.287.060,53	-5.445.672,34	-5.609.042,51
Διάφορα Έσοδα	12.546.669,29	12.923.069,37	13.310.761,45
Κέρδη προ Φόρων	18.048.195,07	17.671.375,10	17.206.875,93
Φόροι	-5.775.422,42	-5.654.840,03	-5.506.200,30
Κέρδη προς Διάθεση	12.272.772,65	12.016.535,07	11.700.675,63
Μερίσματα	-6.174.883,02	-6.045.960,48	-5.887.039,98
Παρακρατημένα Κέρδη	6.097.889,63	5.970.574,59	5.813.635,65

Ισολογισμοί 2005 - 2006

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ	2004	2005	2006
Διαθέσιμα	404.447,22	1.943.369,61	3.265.883,52
Κυκλοφορούν Ενεργητικό	63.075.262,52	64.967.520,40	66.916.546,01
Συμμετοχές	105.362.927,70	108.523.815,53	111.779.530,00
Πάγια	275.656.571,18	297.165.056,46	320.163.523,70
μείον: Αποσβέσεις	-149.697.970,96	-167.426.800,34	-186.533.119,89
Καθαρά Πάγια	125.958.600,22	129.738.256,13	133.630.403,81
Σύνολο Ενεργητικού	294.801.237,66	305.172.961,66	315.592.363,33
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	19.090.534,05	19.663.250,07	20.253.147,57
Τραπεζικές Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	63.831.735,77	65.746.687,84	67.719.088,48
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	53.691.565,49	55.302.312,45	56.961.381,83
Παρακρατημένα Κέρδη	97.620.895,17	103.894.204,11	110.092.238,27
Ίδια Κεφάλαια	60.566.507,18	60.566.507,18	60.566.507,18
Σύνολο Παθητικού	294.801.237,66	305.172.961,66	315.592.363,33

Ισολογισμοί 2007 - 2009

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ	2007	2008	2009
Διαθέσιμα	4.341.987,29	5.140.122,45	5.626.145,48
Κυκλοφορούν Ενεργητικό	68.924.042,39	70.991.763,66	73.121.516,57
Συμμετοχές	115.132.915,90	118.586.903,37	122.144.510,47
Πάγια	344.751.557,58	371.034.309,65	399.123.756,67
μείον: Αποσβέσεις	-207.112.241,66	-229.265.814,25	-253.102.206,40
Καθαρά Πάγια	137.639.315,92	141.768.495,40	146.021.550,26
Σύνολο Ενεργητικού	326.038.261,50	336.487.284,88	346.913.722,78
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	20.860.742,00	21.486.564,26	22.131.161,19
Τραπεζικές Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	69.750.661,13	71.843.180,97	73.998.476,40
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	58.670.223,28	60.430.329,98	62.243.239,88
Παρακρατημένα Κέρδη	116.190.127,90	122.160.702,49	127.974.338,14
Ίδια Κεφάλαια	60.566.507,18	60.566.507,18	60.566.507,18
Σύνολο Παθητικού	326.038.261,50	336.487.284,88	346.913.722,78

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ WACC

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ r_e

S&B beta	0,4342
a	0,00028117
b	0,43416908
r^2	0,08557923

Υπολογισμός $E(r_m)$	14,37%
$E(r_m)$ 2004	
r_f	2,14%
T_c	35,00%

Με τη χρήση της SML

Cost of equity	7,45%	$r_f + b[E(r_m) - r_f]$
----------------	-------	-------------------------

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ r_d

Επιτόκιο	2,40%
Spread	0,75%
Total	3,15%

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ WACC

E	179.098.068,60
D	117.523.301,26
$1 - T_c$	35%
r_d	3,15%
r_e	7,45%

WACC	5,31%
-------------	--------------

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΑΔΕΣΜΕΥΤΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

ΧΡΗΣΗ	2005	2006
Κέρδος μετά φόρων	12.625.826,16	12.474.326,17
πλέον αποσβέσεις	17.728.829,38	19.106.319,56
Μείον: αύξηση στο Κυκλοφορούν Ενεργητικό	-1.892.257,88	-1.949.025,61
Πλέον: αύξηση στις Βραχυπρόθεσμες Υποχ	572.716,02	589.897,50
μείον: Αύξηση στα Πάγια	-21.508.485,28	-22.998.467,24
πλέον ή μείον: Αύξηση στις συμμετοχές	-3.160.887,83	-3.255.714,47
πλέον: τόκοι δανείων μετά φόρων	3.668.596,70	3.778.654,60
μείον: πιστωτικοί τόκοι μετά φόρων	-37.644,48	-83.524,24
Free cash flow	7.996.692,79	7.662.466,27

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΑΔΕΣΜΕΥΤΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

ΧΡΗΣΗ	2007	2008	2009
Κέρδος μετά φόρων	12.272.772,65	12.016.535,07	11.700.675,63
πλέον αποσβέσεις	20.579.121,77	22.153.572,59	23.836.392,15
Μείον: αύξηση στο Κυκλοφορούν Ενεργητικό	-2.007.496,38	-2.067.721,27	-2.129.752,91
Πλέον: αύξηση στις Βραχυπρόθεσμες Υποχ	607.594,43	625.822,26	644.596,93
μείον: Αύξηση στα Πάγια	-24.588.033,88	-26.282.752,07	-28.089.447,01
πλέον ή μείον: Αύξηση στις συμμετοχές	-3.353.385,90	-3.453.987,48	-3.557.607,10
πλέον: τόκοι δανείων μετά φόρων	3.892.014,24	4.008.774,66	4.129.037,90
μείον: πιστωτικοί τόκοι μετά φόρων	-121.983,25	-152.034,46	-172.624,42
Free cash flow	7.280.603,67	6.848.209,31	6.361.271,17

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου WACC 5,31%

Καθαρή Παρούσα Αξία	250.514.225,23
πλέον: Μετρητά & ισοδύναμα 31/12/04	404.447,22
Αξία εταιρείας	250.918.672,45
μείον: Λογιστική Αξία Δανείων 31/12/04	117.523.301,26
Αποτίμηση εταιρείας	133.395.371,19
Σύνολο Μετοχών	30.151.190
Αποτίμηση μετοχής	4,42
Τιμή μετοχής 31/12/2004	5,94

10. Α.Γ.Ε.Τ. ΗΡΑΚΛΗΣ

10.1. Γενικές πληροφορίες για την εταιρεία

Η ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΓΕΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ ΗΡΑΚΛΗΣ (ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ) έχει έδρα την Κοινότητα Λυκόβρυσσης. Η Εταιρεία ιδρύθηκε το 1911 και βάσει του Καταστατικού της η διάρκειά της ορίστηκε εκατονταετής (έως το 2011). Σύμφωνα με το άρθρο 2 του Καταστατικού, σκοπός της εταιρείας είναι η παραγωγή και εμπορία τσιμέντου και οικοδομήσιμων υλικών εν γένει, οι οικοδομικές εργασίες, η εκμετάλλευση μέσω μεταφοράς εν γένει, οι μεταλλευτικές έρευνες, οι έρευνες και η εκμετάλλευση ορυχείων και πηγών καυσίμων πάσης φύσεως, η επεξεργασία πετρελαιοειδών, η συμμετοχή της εταιρείας σε άλλες επιχειρήσεις, εταιρικές ή μη συγγενούς φύσεως προς τους σκοπούς της, καθώς και κάθε άλλη βιομηχανική ή εμπορική εργασία περί των οποίων ήθελε αποφασίσει το Διοικητικό Συμβούλιο σε κάθε περίπτωση.

Η παραγωγή και διάθεση τσιμέντου πραγματοποιείται από :

- 3 εργοστάσια, στο Βόλο (ΟΛΥΜΠΟΣ), στο Μηλάκι Εύβοιας (ΗΡΑΚΛΗΣ ΙΙ) και στο Μικρό Βαθύ Αυλίδας (ΗΡΑΚΛΗΣ ΙΙΙ), συνολικής παραγωγικής δυναμικότητας 9,6 εκατ. Τόνων ετησίως.
- 9 κέντρα διανομής και αποθήκες τσιμέντου χύμα και σακκευμένου,
- 15 μισθωμένα πλοία μεταφοράς τσιμέντου και πρώτων υλών,
- 313 σιλοφόρα μεταφοράς τσιμέντου, άνθρακα και τέφρας και 1.709 σιλό αποθήκευσης τσιμέντου,
- 11 λατομεία από τα οποία τα 6 ιδιόκτητα και τα 5 μισθωμένα.

Η εταιρεία λειτουργεί ως Ανώνυμος Εταιρία και διέπεται από τις διατάξεις του Ν.2190/20 βάσει των οποίων συντάχθηκε και το Καταστατικό της.

Περαιτέρω, λόγω του ότι οι μετοχές της είναι εισηγμένες, από το 1918 στην κύρια αγορά Χ.Α.Α., η Εταιρεία δεσμεύεται από τις διατάξεις που διέπουν τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο εταιρείες.

10.2. Συνεχιζόμενη δραστηριότητα.

Η προβλεπόμενη πορεία και εξέλιξη του συνόλου των επιχειρήσεων που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση κινείται ομαλά με κεντρικό άξονα τις δραστηριότητες της Α.Γ.Ε.Τ. ΗΡΑΚΛΗΣ.

Στο πλαίσιο του επανακαθορισμού της στρατηγικής του Ομίλου και με στόχο την επικέντρωση σε δραστηριότητες άμεσα συνδεδεμένες με τα δομικά υλικά, πραγματοποιήθηκαν :

- (α) η συγχώνευση της εταιρείας Ηρακλής Μεταφορική Α.Ε. με την Μητρική Εταιρεία Α.Γ.Ε.Τ. ΗΡΑΚΛΗΣ,
- (β) η απόσχιση του κλάδου ετοιμών κονιαμάτων της εταιρεία EMMY- Κτιριακά Στοιχεία ΑΒΕΕ υπό τη νέα επωνυμία ALFAMIX ΑΒΕΕ Παραγωγής Δομικών υλικών με στόχο την πώλησή της ως περιγράφεται στο σχετικό προσύμφωνο πώλησης, το οποίο εγκρίθηκε με το υπ' αριθμ. 3055 Δ.Σ. της Μητρικής Εταιρείας στις 23.08.2002 και
- (γ) η πώληση των περισσοτέρων πλοίων του Ομίλου και η παράλληλη υπογραφή συμβάσεων χρονοαύλωσης με εξειδικευμένες εταιρείες του ναυτιλιακού κλάδου για την υλοποίηση του Θαλάσσιου μεταφορικού έργου του Ομίλου.

Ήδη εκπονείται μελέτη με αντικείμενο την αναδιοργάνωση της ΑΝΕ Ηρακλής και την αναδιάρθρωση της δραστηριότητάς της. Αντίστοιχη μελέτη εκπονείται και για τις δραστηριότητες της εταιρείας του Ομίλου Ε.ΒΙ.Ε.Σ.Κ. Α.Ε., καθώς εμφανίζει αρνητική καθαρή θέση και συντρέχουν οι προϋποθέσεις των άρθρων 47 & 48 του Κ.Ν. 2190/20.

10.3. Βασικά Οικονομικά Στοιχεία ανά Προϊόν

ΤΟ 2003, ο Όμιλος εταιρειών ΗΡΑΚΛΗΣ κατέγραψε πωλήσεις 607.000.000 ευρώ, αυξημένες κατά 8,7% σε σχέση με το προηγούμενο έτος αντικατοπτρίζοντας την ισχυρή ανάπτυξη της εγχώριας αγοράς η οποία ενισχύθηκε από τις εξαιρετικά ευνοϊκές καιρικές συνθήκες που επικράτησαν κατά το τελευταίο τρίμηνο του έτους καθώς και τις αυξημένες παραδόσεις στα πλαίσια της ολοκλήρωσης των Ολυμπιακών έργων.

Ο συνολικός όγκος εγχώριων πωλήσεων και εξαγωγών τσιμέντου και κλίνκερ ανήλθε σε 9,2 εκατ. τόνους, αυξημένος κατά 12,6% έναντι του προηγούμενου έτους. Εξ' αυτών σχεδόν 6 εκατ. διατέθηκαν στην εσωτερική αγορά όπου η ισχυρή ζήτηση καθοδηγήθηκε από την αυξημένη δραστηριότητα των ολυμπιακών έργων και λοιπών σχετικών έργων υποδομής.

Τα λειτουργικά έξοδα παρουσίασαν μείωση κατά 9,3% έναντι του 2002 οφειλόμενη κυρίως στην επικέντρωση των προσπαθειών της διοίκησης στον περιορισμό του λειτουργικού κόστους και στην επίδραση του προγράμματος εθελουσίας εξόδου προσωπικού που υλοποιήθηκε το προηγούμενο έτος.

Τα συνολικά λειτουργικά έσοδα του ομίλου ανήλθαν σε 122,7 εκατ. ευρώ, βελτιωμένα κατά 18,4% έναντι του προηγούμενου έτους, αντικατοπτρίζοντας την προαναφερθείσα αύξηση του όγκου πωλήσεων καθώς και την μείωση του κόστους

παραγωγής ως συνέπεια βελτιώσεων στη διάρθρωση του κόστους που συμπεριλαμβάνουν την περαιτέρω αύξηση της χρήσης πετ κωκ, τη μείωση του κόστους ενέργειας λόγω εισαγωγής μέρους αυτής και τη μείωση του κόστους εργασίας.

Τα καθαρά κέρδη προ φόρων αυξήθηκαν κατά 64% και ανήλθαν σε 117 εκατ. ευρώ, έναντι 71,3 εκατ. ευρώ του προηγούμενου έτους, τα αποτελέσματα του οποίου είχαν επιβαρυνθεί με μία προσαύξηση των έκτακτων και ανόργανων εξόδων ύψους 28,5 εκατ. ευρώ σε σχέση με το 2003 λόγω της υλοποίησης του προγράμματος εθελουσία εξόδου προσωπικού.

Οι επενδύσεις το 2003 ανήλθαν στα 21,1 εκατ. ευρώ και επικεντρώθηκαν στη βελτίωση των εγκαταστάσεων όλων των Εργοστασίων της Εταιρίας στα θέματα Περιβάλλοντος, Υγείας και Ασφάλειας.

Τσιμέντο

Ο κύκλος εργασιών αυξήθηκε κατά 10,5% και περιλαμβάνει πωλήσεις κλίνκερ, διαφόρων τύπων τσιμέντων, άνθρακα, πετ-κωκ, λοιπών αποθεμάτων καθώς και έσοδα από παροχή υπηρεσιών.

Ειδικότερα οι πωλήσεις προϊόντων περιλαμβάνουν πωλήσεις κλίνκερ, τσιμέντου φαιού, λευκού και τοιχοποιίας, τόσο στην εσωτερική όσο και στην εξωτερική αγορά. Οι συνολικές παραδόσεις προϊόντων, ανήλθαν σε 9,2 εκατομμύρια τόνους εκ των οποίων 6,0 εκατομμύρια τόνοι παραδόθηκαν στην εσωτερική αγορά. Επίσης πραγματοποιήθηκαν πωλήσεις άνθρακα, πετ-κωκ από τον τερματικό σταθμό εργοστασίου στο Μηλάκι Εύβοιας συνολικής αξίας 18,3 εκατομμυρίων ευρώ.

Το κόστος πωληθέντων σαν ποσοστό επί του κύκλου εργασιών μειώθηκε κατά 0,4% σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Η οριακή αυτή μείωση, επηρεαζόμενη αρνητικά

από τη μεταβολή της σύνθεσης του κύκλου εργασιών και ειδικότερα από την επίδραση της κάμψης του δολαρίου έναντι του ευρώ, δεν απεικονίζει το σημαντικό περιορισμό του κόστους παραγωγής κυρίως λόγω της βελτιστοποίησης στη χρήση καυσίμων (πετ-κωκ), τον περιορισμό του κόστους ενέργειας λόγω εισαγωγής μέρους αυτής, καθώς και τη μείωση του κόστους εργασίας. Εξαιρούμενης της προαναφερόμενης επίδρασης του δολαρίου, η μείωση του κόστους πωληθέντων θα ήταν 1,8%.

Τα οργανικά έξοδα της Εταιρείας μειώθηκαν, κατά 16,3% σε σχέση με αυτά της προηγούμενης χρήσης και κατά δύο μονάδες ως ποσοστό επί του κύκλου εργασιών αντίστοιχα. Η μείωση αυτή οφείλεται στην επικέντρωση των προσπαθειών της Διοίκησης στον περιορισμό του λειτουργικού κόστους καθώς και στον καταλογισμό προβλέψεων για επισφαλείς απαιτήσεις ύψους 0,5 εκατομμυρίων ευρώ το 2003 έναντι 2,7 εκατομμυρίων ευρώ το 2002 λόγω θετικής έκβασης στην είσπραξη ορισμένων καθυστερημένων υπολοίπων καθώς και στη λήψη πρόσθετων εγγυήσεων από επιλεγμένους πελάτες.

Τα καθαρά χρηματοοικονομικά έξοδα στο σύνολό τους εμφανίζονται αυξημένα κατά 743% σε σχέση με το 2002, γεγονός που οφείλεται αποκλειστικά στα έσοδα από την πώληση της θυγατρικής εταιρείας ΑΙΓΙΣ Α.Ε. την προηγούμενη χρήση. Οι χρεωστικοί τόκοι είναι μειωμένοι 22% σε σχέση με πέρσι, απεικονίζοντας τη βελτίωση της χρηματοοικονομικής διάρθρωσης της Εταιρείας προερχόμενης κυρίως από τον έλεγχο και περιορισμό του κεφαλαίου κίνησης.

Τα έκτακτα και ανόργανα αποτελέσματα της Εταιρείας παρουσίασαν μείωση κατά 95,2%. Η σημαντική μείωση οφείλεται στα αυξημένα κατά την προηγούμενη χρήση κίνητρα εθελουσίας εξόδου προσωπικού τα οποία ανήλθαν σε 25,7 εκατομμύρια ευρώ έναντι 1,6 εκατομμύρια ευρώ το 2003.

Αδρανή Υλικά και Σκυρόδεμα.

Το 2003 ολοκληρώθηκε η ενοποίηση των δραστηριοτήτων του Ομίλου Lafarge στην Ελλάδα, όσον αφορά στην παραγωγή και εμπορία προϊόντων ετοιμού σκυροδέματος και αδρανών υλικών. Συγκεκριμένα, στις 23/01/2003 συγχωνεύθηκαν όλες οι εταιρείες σκυροδέματος του Ομίλου ΗΡΑΚΛΗΣ σε μία εταιρεία με την επωνυμία Lafarge Beton ΑΒΕΕ. Σε συνδυασμό δε και με την αναδιοργάνωση που πραγματοποιήθηκε στην Εταιρεία σε διοικητικό και οικονομικό τομέα, επιτεύχθηκε καλύτερη οργάνωση και έλεγχος.

Η συγχώνευση πραγματοποιήθηκε με Ισολογισμό Μετασχηματισμού αυτόν της 31^{ης} Ιουλίου 2002. Η ενιαία πλέον εταιρεία Lafarge Beton ΑΒΕΕ στα αποτελέσματα της προηγούμενης περιόδου συμπεριέλαβε τα ετήσια αποτελέσματα της απορροφώσας Εταιρείας Lafarge Beton (πρώην ΑΣΤΗΡ ΛΑΤΟ), καθώς και τα αποτελέσματα των απορροφώμενων Εταιρειών Hellamat ΑΒΕΜΕ, Beton ΑΕ, Lafarge Beton Βόρειας Ελλάδας ΕΒΑΑΕ και Ρομπόκα - Βαφοπούλου ΑΕ από 1^{ης} Αυγούστου 2002. Συνεπώς, για λόγους συγκρισιμότητας, τα κονδύλια των αποτελεσμάτων της προηγούμενης χρήσης παρουσιάζονται αναμορφωμένα.

Η Lafarge Beton ΑΒΕΕ έχει περαιώσει φορολογικά τις χρήσεις μέχρι 31/12/2000, αποδεχόμενη τις εντολές ελέγχου με αριθμό 369/3.4.2002 και 472/16.5.2002 για την ανέλεγκτη περαίωση των χρήσεων 1993 έως και 2000, που ολοκληρώθηκε μέσα στο έτος 2002. Σχετικά με τους αντίστοιχους ελέγχους που πραγματοποιήθηκαν στις απορροφούμενες εταιρείες, η Hellamat έως και τη χρήση 1999, η Ρομπόκα - Βαφοπούλου, η Lafarge Beton Βορείου Ελλάδος και η Beton ΑΕ έχουν ελεγχθεί έως και τη χρήση 31.07.2002.

Όσον αφορά την παραγωγή, ξεκίνησε η εγκατάσταση ενός νέου πληροφοριακού προγράμματος, το οποίο ονομάζεται BC-MIX, με σκοπό τη βελτίωση σε όλους τους

τομείς της διαδικασίας παραγωγής σκυροδέματος (Απόδοση, έλεγχος, πληροφόρηση). Η εγκατάσταση του BC-MIX έχει ολοκληρωθεί σε ποσοστό 80% επί του συνόλου των μονάδων παραγωγής και αναμένεται να ολοκληρωθεί η εγκατάσταση και στις υπόλοιπες μονάδες πολύ σύντομα.

Εντός των ημερών θα ξεκινήσει και η δοκιμαστική εφαρμογή του προγράμματος εμπορικής διαχείρισης GC-MIX, η οποία μετά από μια περίοδο που θα διαρκέσει ένα περίπου μήνα, θα ξεκινήσει να εφαρμόζεται στην περιφέρεια της Αττικής και στη συνέχεια σε όλη την Ελλάδα.

Η συνολική παραγωγή ετοιμού σκυροδέματος ανήλθε σε 1,4 εκατομμύρια κυβικά μειωμένη κατά 8,70% έναντι του 2002.

Παράλληλα, μειώθηκε και ο κύκλος εργασιών κατά 6,7% εκατομμύρια ευρώ (7,53%) σε σχέση με την προηγούμενη χρήση. Αυτό οφείλεται κυρίως στην πώληση μονάδων παραγωγής, ως αποτέλεσμα του εξορθολογισμού της εταιρείας μετά τη συγχώνευση και του επανακαθορισμού της στρατηγικής της, καθώς και στην περιοδική αδρανοποίηση κάποιων μονάδων στο πλαίσιο της εγκατάστασης του νέου BC-MIX.

Η παραγωγή αδρανών ανήλθε σε 1,5 εκατομμύρια τόνους, παρουσιάζοντας αύξηση κατά 1,19% σε σχέση με το 2002. Η μικρή αυτή μεταβολή οφείλεται στην αύξηση των πωλήσεων αδρανών.

Οι επενδύσεις στη χρήση 2003 ανήλθαν στο συνολικό ύψος των 1,3 εκατομμυρίων ευρώ και αφορούσαν κυρίως σε επενδύσεις μηχανολογικού και λοιπού εξοπλισμού, κτιριακών εγκαταστάσεων, μεταφορικών μέσων και αναβάθμιση του software λόγω της εισαγωγής των νέων πληροφοριακών συστημάτων BC-MIX & GC-MIX από τη Γαλλία.

Στοιχεία Μετοχής

Για τη χρήση 2003 δόθηκε μέρισμα 0,40 ευρώ ανά μετοχή. Αποτελεί μία από τις υψηλότερες μερισματικές αποδόσεις στην Ελλάδα κατά την προηγούμενη χρήση.

Μετοχολόγιο 31.12.2003

ΜΕΤΟΧΟΣ	ΜΕΤΟΧΕΣ	ΠΟΣΟΣΤΟ %
CONCRETUM SA/BLUE CIRCLE INVESTMENTS SA	37.460.766	52,70
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ Ζ ΕΛΛΑΔΟΣ ΑΕ	18.658.139	26,25
ΘΥΓΑΤΡΙΚΕΣ Ε.Τ.Ε.	356.814	0,50
ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	388.006	0,55
ΛΟΙΠΕΣ ΤΡΑΠΕΖΕΣ	560.674	0,79
Δ.Ε.Η.	533.489	0,75
ΘΕΣΜΙΚΟΙ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	4.163.879	5,86
ΘΕΣΜΙΚΟΙ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ	2.295.364	3,23
ΙΔΙΩΤΕΣ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	6.665.576	9,37
ΣΥΝΟΛΟ	71.082.707	100,00
Σύνολο Μετόχων 13.243		

10.4 Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων της Α.Γ.Ε.Τ. Ηρακλής

Η εταιρεία Α.Γ.Ε.Τ. ΗΡΑΚΛΗΣ αποτελεί μια από τις πιο δυναμικές εταιρείες όχι μόνο του κλάδου των μη μεταλλικών ορυκτών - τσιμέντων αλλά και ολόκληρης της Ελληνικής Οικονομίας. Αυτό που πραγματικά προκαλεί ενδιαφέρον είναι ότι η εταιρεία στις 31/12/2004 δεν έχει καθόλου δανειακά κεφάλαια και μέχρι την ημερομηνία συγγραφής της παρούσας εργασίας (Φεβρουάριος Μάρτιος 2005) ο

εξωτερικός τραπεζικός δανεισμός της εταιρείας ήταν ανύπαρκτος. Φυσικά, σύμφωνα με προβλέψεις της Οικονομικής Διεύθυνσης η εταιρεία ενδεχομένως τον Σεπτέμβριο του 2005 ίσως προβεί σε εξωτερικό δανεισμό για να χρηματοδοτήσει τις πωλήσεις του εξωτερικού.

Τα βασικά οικονομικά μεγέθη της εταιρείας για την οκταετία 1997 - 2004, όπως απεικονίζονται στους ισολογισμούς της είναι τα εξής: (Οι ισολογισμοί της εταιρείας καθώς και οι καταστάσεις αποτελεσμάτων μαζί με τους πίνακες διάθεσης παρουσιάζονται στο παράρτημα της παρούσας)

FINANCIAL STATEMENTS MODELING

Αποτελέσματα 1997 - 1999

	1997	1998	1999
Πωλήσεις	293.600.005,87	309.895.439,47	314.842.095,38
Κόστος Πωληθέντων	191.038.856,39	195.971.783,60	210.063.661,08
Έξοδα Διοικ Λειτουργ	12.766.003,40	14.135.004,75	16.439.520,60
Έξοδα R&D	520.286,95	550.202,76	582.570,54
Έξοδα Λειτουργ Διάθ	2.234.677,17	2.615.595,84	3.156.175,88
Αποσβέσεις	9.886.218,64	12.037.047,69	12.692.290,54
Τόκοι Έξοδα	12.295.709,46	10.451.187,09	5.010.057,23
Τόκοι Έσοδα	156.032,28	155.988,26	67.621,42
Διάφορα Έξοδα	20.843.641,97	18.831.022,74	79.429.118,12
Διάφορα Έσοδα	5.775.920,76	5.585.763,76	4.842.297,87
Κέρδη προ Φόρων	49.946.564,93	61.045.347,03	-7.621.379,31
Φόροι	19.748.102,71	21.132.000,00	24.057.570,07
Κέρδη προς Διάθεση	30.198.462,22	39.913.347,03	-31.678.949,38
Μερίσματα	21.625.044,75	13.864.082,17	0,00
Παρακρατημένα Κέρδη	8.573.417,46	26.049.264,86	-31.678.949,38

Αποτελέσματα 2000 - 2002

	2000	2001	2002
Πωλήσεις	403.265.951,58	481.048.944,00	484.060.632,00
Κόστος Πωληθέντων	280.263.807,69	338.299.407,23	328.709.946,23
Έξοδα Διοικ Λειτουργ	21.523.835,12	29.789.719,16	29.427.746,57
Έξοδα R&D	589.734,82	609.539,68	227.492,81
Έξοδα Λειτουργ Διάθ	3.704.057,43	3.749.361,93	6.262.965,39
Αποσβέσεις	15.808.619,22	18.763.754,00	20.774.349,00
Τόκοι Έξοδα	12.648.372,71	5.788.759,00	4.789.072,00
Τόκοι Έσοδα	1.664.962,58	164.072,00	89.506,00
Διάφορα Έξοδα	50.430.112,99	41.376.038,00	33.831.929,00
Διάφορα Έσοδα	16.130.503,30	15.066.431,00	15.907.823,00
Κέρδη προ Φόρων	36.092.877,48	57.902.868,00	76.034.460,00
Φόροι	24.564.111,52	19.832.973,00	25.987.632,00
Κέρδη προς Διάθεση	11.528.765,96	38.069.895,00	50.046.828,00
Μερίσματα	0,00	11.102.611,00	22.204.812,00
Παρακρατημένα Κέρδη	11.528.765,96	26.967.284,00	27.842.016,00

Αποτελέσματα 2003 - 2004

	2002	2003	2004
Πωλήσεις	484.060.632,00	534.745.544,00	524.870.838,00
Κόστος Πωληθέντων	328.709.946,23	357.911.877,34	354.245.686,14
Έξοδα Διοικ Λειτουργ	29.427.746,57	25.424.906,67	25.132.763,68
Έξοδα R&D	227.492,81	240.718,33	226.914,82
Έξοδα Λειτουργ Διάθ	6.262.965,39	4.116.856,67	6.111.224,36
Αποσβέσεις	20.774.349,00	25.813.728,00	28.120.594,00
Τόκοι Έξοδα	4.789.072,00	3.737.786,00	988.915,00
Τόκοι Έσοδα	89.506,00	41.352,00	505.076,00
Διάφορα Έξοδα	33.831.929,00	5.928.762,00	9.099.960,00
Διάφορα Έσοδα	15.907.823,00	5.180.349,00	3.825.980,00
Κέρδη προ Φόρων	76.034.460,00	116.792.610,00	105.275.836,00
Φόροι	25.987.632,00	39.991.214,00	40.687.958,00
Κέρδη προς Διάθεση	50.046.828,00	76.801.396,00	64.587.878,00
Μερίσματα	22.204.812,00	29.613.083,00	29.613.083,00
Παρακρατημένα Κέρδη	27.842.016,00	47.188.313,00	34.974.795,00

Με βάση τις λογιστικές καταστάσεις του παραρτήματος υπολογίζονται οι κατωτέρω δείκτες της εταιρείας για τα έτη 1998 - 2004 οι οποίοι συγκρίνονται και με τους μέσους δείκτες του κλάδου:

ΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ (1998 - 2001)

	1998	1999	2000	2001
Έμμεση Ρευστότητα	1,20	1,01	1,99	1,52
Άμμεση Ρευστότητα	0,90	0,75	1,59	1,15
Cash Ratio	0,04	0,04	0,10	0,07
Μέσες Ημερήσια Έξοδα	664.533,69	862.140,01	1.011.397,04	1.149.624,18
Defensive Ratio	6	5	9	3

ΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ (2002 - 2004)

	2002	2003	2004	Κλάδος
Έμμεση Ρευστότητα	1,37	1,42	1,58	1,80
Άμμεση Ρευστότητα	0,69	1,27	1,46	1,32
Cash Ratio	0,02	0,20	0,37	0,15
Μέσες Ημερήσια Έξοδα	1.104.792,20	1.088.660,02	1.084.398,53	234.618,00
Defensive Ratio	3	29	47	35

ΔΕΙΚΤΕΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ (1998 - 2001)

	1998	1999	2000	2001
Απαιτήσεις	3,54	3,80	3,61	3,41
Είσπραξη Απαιτήσεων	103	96	101	107
Προμηθευτών	16,10	17,90	19,77	13,78
Πληρωμή Προμηθευτών	23	20	18	26
Αποθεμάτων	6,21	6,47	7,15	6,83
Πώληση Αποθεμάτων	59	56	51	53
Λειτουργικός Κύκλος	162	152	152	161
Έμπορικός κύκλος	139	132	134	134

ΔΕΙΚΤΕΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ (2002 - 2004)

	2002	2003	2004	Κλάδος
Απαιτήσεις	3,44	3,49	3,23	2,07
Είσπραξη Απαιτήσεων	106	105	113	176
Προμηθευτών	12,01	11,72	10,90	3,96
Πληρωμή Προμηθευτών	30	31	33	92
Αποθεμάτων	5,77	6,35	6,69	2,55
Πώληση Αποθεμάτων	63	57	55	143
Λειτουργικός Κύκλος	169	162	168	319
Έμπορικός κύκλος	139	131	134	227

ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ (1998 - 2001)

	1998	1999	2000	2001
Συνολικών Κεφαλαίων	0,14	-0,08	0,05	0,10
Ιδίων Κεφαλαίων	0,17	-0,14	0,05	0,15
Χρηματοοικονομική Μόχλ.	1,24	1,62	0,97	1,52
ΔΕΙΚΤΗΣ DU PONT	0,14	-0,08	0,05	0,10
Κυκλοφ.Ταχ Ενεργητικού Αποδοτικότητα	0,93	0,94	1,13	1,20
Πωλήσεων	0,15	-0,09	0,04	0,08
MODIFIED DU PONT	0,17	-0,14	0,05	0,15
Αποδοτικότητα Πωλήσεων	0,13	-0,10	0,03	0,08
Κυκλοφ.Ταχ Ενεργητικού	0,93	0,94	1,13	1,20
Μόχλευση	1,44	1,46	1,58	1,66

ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ (2002 - 2004)

	2002	2003	2004	Κλάδος
Συνολικών Κεφαλαίων	0,12	0,16	0,12	0,07
Ιδίων Κεφαλαίων	0,19	0,25	0,18	0,11
Χρηματοοικονομική				
Μόχλ.	1,57	1,52	1,41	2,05
ΔΕΙΚΤΗΣ DU PONT	0,12	0,16	0,12	
Κυκλοφ.Ταχ Ενεργητικού	1,13	1,12	1,01	0,46
Αποδοτικότητα				
Πωλήσεων	0,11	0,15	0,12	0,11
MODIFIED DU PONT	0,19	0,25	1,45	
Αποδοτικότητα				
Πωλήσεων	0,10	0,14	1,01	0,10
Κυκλοφ.Ταχ Ενεργητικού	1,13	1,12	1,01	0,46
Μόχλευση	1,66	1,57	1,42	2,77

ΔΕΙΚΤΕΣ ΔΟΜΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (1998 - 2001)

	1998	1999	2000	2001
Ξένα/Συνολικά	0,09	0,00	0,20	0,15
Ίδια/Ξένα Κεφάλαια	8,24	1.945,92	3,15	4,01
Ίδια/Συνολικά	0,71	0,66	0,62	0,59

ΔΕΙΚΤΕΣ ΔΟΜΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (2002 - 2004)

	2002	2003	2004	Κλάδος
Ξένα/Συνολικά	0,14	0,06	0,00	0,31
Ίδια/Ξένα Κεφάλαια	4,25	11,66	N/A	2,60
Ίδια/Συνολικά	0,61	0,66	0,75	0,54

ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ 1998 - 2004

	2000	2001	2002	2003	2004	Κλάδος
EPS	0,16	0,54	0,70	1,08	0,91	1,42
DPS	0,00	0,15	0,30	0,40	0,40	0,20
Book Value /Share Price / Earnings Price / Book Value	3,49	3,53	3,96	4,67	5,69	3,05
Modified P/E Modified P/BV	71,52	24,39	9,06	7,22	10,00	15,46
Αριθμός Μετοχών	3,33	3,70	1,61	1,67	1,60	1,36
Χρηματ τιμή 31/12	99,88	20,22	14,90	6,20	8,87	
Μέση Τιμή Έτους	4,65	3,07	2,65	1,43	1,42	
	71.082.707	71.082.707	71.082.707	71.082.707	71.082.707	
	11,60	13,06	6,38	7,8	9,09	
	16,20	10,83	10,49	6,7	8,06	

10.5 Αποτίμηση της μετοχής της εταιρείας.

Η αποτίμηση της μετοχής της εταιρείας Α.Γ.Ε.Τ. ΗΡΑΚΛΗΣ έγινε με τρεις μεθόδους και συγκεκριμένα με την μέθοδο της προεξόφλησης των αναμενόμενων μερισμάτων (Dividend Discount Model) με την μέθοδο των αδέσμευτων ταμειακών ροών στην μετοχή (Free Cash Flows to Equity Model) και τέλος με την μέθοδο των αδέσμευτων ταμειακών ροών στην επιχείρηση (Free Cash Flows to the Firm Model). Η αποτίμηση της μετοχής που επιχειρήθηκε δεν είναι στατική αλλά δυναμική όχι μόνο γιατί χρησιμοποιήθηκαν πραγματικά δεδομένα (χρηματοοικονομικά στοιχεία της εταιρείας και χρηματιστηριακά δεδομένα), αλλά και γιατί η ανάλυση έγινε με κυλιόμενο τρόπο (Roll Forward). Με βάση αυτή τη μέθοδο αρχικά εκτιμήθηκε η οικονομική αξία της μετοχής με έτος βάσης το 2002 χρησιμοποιώντας και τις τρεις

μεθόδους αξιολόγησης. Στην συνέχεια με την ίδια μέθοδο αξιολογήθηκε η αξία της μετοχής με έτος βάσης το 2003 και τέλος εκτιμήθηκε η αξία της μετοχής με έτος βάσης το 2004.

Η εκτίμηση με έτος βάσης το 2004 περιλαμβάνει δυο εναλλακτικές:

Η πρώτη βασίζεται στα ιστορικά δεδομένα στοιχείων ανάπτυξης των πωλήσεων της εταιρείας σε συνδυασμό με τα ιστορικά στοιχεία του κόστους και η δεύτερη βασίζεται στις προβλεπόμενες πωλήσεις όπως ακριβώς αυτές διαμορφώθηκαν στις εκτιμήσεις για τις πωλήσεις του έτους 2005 της ίδιας της Α.Γ.Ε.Τ. ΗΡΑΚΛΗΣ (project sales).

Η μεθοδολογία της ανάλυσης περιλαμβάνει:

- Αξιολόγηση ενεργητικών και παθητικών στοιχείων
- Αξιολόγηση των αποτελεσματικών λογαριασμών
- Ανάλυση χρηματοοικονομικών δεικτών
- Εκτιμήσεις τεχνικών μεγεθών όπως ο βαθμός μεγέθυνσης της εταιρείας, το κόστος κεφαλαίου r_e , το κόστος δανεισμού r_d , το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου WACC.
- Υπολογισμός Μελλοντικών Μερισμάτων
- Υπολογισμός Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών στην μετοχή
- Υπολογισμός Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών στην επιχείρηση
- Μετατροπή των υπολογισμών σε αξιολόγηση της Οικονομικής Αξίας της Μετοχής

Τα εργαλεία της αξιολόγησης που χρησιμοποιήθηκαν είναι:

- Οι αναμενόμενες χρηματοοικονομικές καταστάσεις (Pro Forma Financial Statements)
- Τα μοντέλα αξιολόγησης που προαναφέρθηκαν.

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕ ΕΤΟΣ ΒΑΣΗΣ ΤΟ 2002

Στοιχεία δημιουργίας Αναμενόμενων Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων

sales growth	4,60%
cost of goods sold/sales	67,54%
Administ expen/sales	5,48%
R & D expenses/sales	0,14%
Market. Expens	0,97%
Αποσβέσεις/Κόστος παγίων	3,87%
Διάφορα έξοδα/sales	11,88%
Διάφορα έσοδα/sales	2,75%
Ποσοστό Τόκων επί Δανείων	5,26%
Ποσοστό Τόκων επί Διαθεσιμών	2,66%
Φορολογικός Συντελεστής	35,00%
Δείκτης καταβαλ. Μερισμάτων	36,77%
Κυκλοφορούν Ενεργητικό/Sales	42,38%
Συμμετοχές/sales	12,19%
Καθαρά Πάγια/sales	39,88%
Βραχυπρόθεσμες Υποχ/sales	23,22%
Βραχυπ. Τραπεζ. Δανεισμός/sales	7,79%
Μακροπρόθεσμος Τραπεζικός Δανεισ.	5,89%

Με βάση το έτος 2002 υπολογίζονται οι αναμενόμενες λογιστικές καταστάσεις για μια πενταετία και εκτιμάται η οικονομική αξία της μετοχής.

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΕΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ (έτος βάσης 2002)

	2002	2003	2004
Πωλήσεις	484.060.632,00	506.327.421,07	529.618.482,44
Κόστος Πωληθέντων	328.709.946,23	341.962.394,86	357.692.665,03
Έξοδα Διοικ. Λειτ.	29.427.746,57	27.738.763,01	29.014.746,11
Έξοδα R&D	227.492,81	691.164,67	722.958,25
Έξοδα Λειτ. Διάθεσης	6.262.965,39	4.899.483,40	5.124.859,64
Αποσβέσεις	20.774.349,00	21.327.560,26	22.527.732,72
Τόκοι Έξοδα	4.789.072,00	3.641.684,55	3.809.202,04
Τόκοι Έσοδα	89.506,00	433.407,04	788.091,91
Διάφορα Έξοδα	33.831.929,00	60.152.345,44	62.919.353,33
Διάφορα Έσοδα	15.907.823,00	13.932.881,28	14.573.793,81
Κέρδη προ Φόρων	76.034.460,00	59.413.499,12	61.592.667,25
Φόροι	25.987.632,00	20.794.724,69	21.557.433,54
Κέρδη προς Διάθεση	50.046.828,00	38.618.774,43	40.035.233,71
Μερίσματα	22.204.812,00	14.200.123,36	14.720.955,44
Παρακρατημένα Κέρδη	27.842.016,00	24.418.651,07	25.314.278,27

	2005	2006	2007
Πωλήσεις	553.980.932,63	579.464.055,53	606.119.402,09
Κόστος Πωληθέντων	374.146.527,62	391.357.267,89	409.359.702,21
Έξοδα Διοικητικής Λειτ.	30.349.424,43	31.745.497,95	33.205.790,86
Έξοδα R&D	756.214,33	791.000,19	827.386,19
Έξοδα Λειτ. Διάθεσης	5.360.603,18	5.607.190,93	5.865.121,71
Αποσβέσεις	23.791.759,77	25.122.919,96	26.524.656,11
Τόκοι Έξοδα	3.984.425,33	4.167.708,89	4.359.423,50
Τόκοι Έσοδα	463.299,94	122.151,71	236.019,99
Διάφορα Έξοδα	65.813.643,58	68.841.071,18	72.007.760,46
Διάφορα Έσοδα	15.244.188,33	15.945.420,99	16.678.910,36
Κέρδη προ Φόρων	64.559.222,79	67.654.667,83	70.884.491,39
Φόροι	22.595.727,98	23.679.133,74	24.809.571,99
Κέρδη προς Διάθεση	41.963.494,81	43.975.534,09	46.074.919,40
Μερίσματα	15.429.977,04	16.169.803,88	16.941.747,87
Παρακρατημένα Κέρδη	26.533.517,77	27.805.730,20	29.133.171,54

Αναμενόμενοι Ισολογισμοί (έτος βάσης 2002)

	2002	2003	2004
Διαθέσιμα	2.994.984,00	-35.581.979,34	-23.673.051,50
Κυκλ. Ενεργητικό	205.157.654,00	214.594.906,08	224.466.271,76
Συμμετοχές	58.984.546,00	61.697.835,12	64.535.935,53
Πάγια	535.995.811,00	566.203.685,71	598.020.227,33
Μείον: Αποσβέσεις	-342.945.497,00	-364.273.057,26	-386.800.789,98
Καθαρά Πάγια	193.050.314,00	201.930.628,44	211.219.437,35
Σύνολο Ενεργητικού	460.187.498,00	442.641.390,30	476.548.593,15
Βραχ. Υποχρεώσεις	112.398.816,00	117.569.161,54	122.977.342,97
Τραπ. Βραχυπρόθ.	37.694.871,00	39.428.835,07	41.242.561,48
Μακροπρ. Υποχ.	28.493.988,00	29.804.711,45	31.175.728,17
Παρακρ.Κέρδη	170.853.524,00	195.272.175,07	220.586.453,35
Ίδια Κεφάλαια	110.746.299,00	60.566.507,18	60.566.507,18
Σύνολο Παθητικού	460.187.498,00	442.641.390,30	476.548.593,15

Αναμενόμενοι Ισολογισμοί (έτος βάσης 2002)

	2005	2006	2007
Διαθέσιμα	-11.161.530,28	1.977.191,53	15.768.672,28
Κυκλοφ. Ενεργητικό	234.791.720,27	245.592.139,40	256.889.377,81
Συμμετοχές	67.504.588,57	70.609.799,64	73.857.850,42
Πάγια	631.528.081,22	666.814.035,63	703.969.225,77
μείον: Αποσβέσεις	-410.592.549,75	-435.715.469,71	-462.240.125,82
Καθαρά Πάγια	220.935.531,47	231.098.565,92	241.729.099,95
Σύνολο Ενεργητικού	512.070.310,02	549.277.696,48	588.245.000,47
Βραχυπρ. Υποχρεώσεις	128.634.300,74	134.551.478,58	140.740.846,59
Τραπεζικές Βραχ.	43.139.719,31	45.124.146,40	47.199.857,13
Μακροπρ. Υποχ.	32.609.811,67	34.109.863,01	35.678.916,71
Παρακρατημένα Κέρδη	247.119.971,12	274.925.701,32	304.058.872,86
Ίδια Κεφάλαια	60.566.507,18	60.566.507,18	60.566.507,18
Σύνολο Παθητικού	512.070.310,02	549.277.696,48	588.245.000,47

Αποτίμηση εταιρείας με βάση τα Αναμενόμενα Μερίσματα

Κόστος Κεφαλαίου r_e		11,45%
Αναμενόμενα Μερίσματα		
	2003	14.200.123,36
	2004	14.720.955,44
	2005	15.429.977,04
	2006	16.169.803,88
	2007	16.941.747,87
Αναμενόμενα Μερίσματα μετά την 31/12/2007 στο διηνεκές		147.916.994,54
Καθαρή Παρούσα Αξία		142.077.078,44
Διαθέσιμα και ισοδύναμα		2.994.984,00
Σύνολο		145.072.062,44
Σύνολο Μετοχών		71.082.707
Αποτίμηση μετοχής		2,04
Τιμή μετοχής 31/12/2002		6,38

Αποτίμηση της εταιρείας με βάση τις αδέσμευτες ταμειακές ροές στη μετοχή

Υπολογισμός Μελλοντικών Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών στη μετοχή

	2003	2004
Κέρδος μετά φόρων	38.618.774,43	40.035.233,71
πλέον αποσβέσεις	21.327.560,26	22.527.732,72
Μείον: αύξηση στο Κυκλ. Ενεργητικό	-9.437.252,08	-9.871.365,68
Πλέον: αύξηση στις Βραχ. Υποχ	5.170.345,54	5.408.181,43
μείον: Αύξηση στα Πάγια	30.207.874,71	31.816.541,63
πλέον ή μείον: Αύξηση συμμετοχές	-2.713.289,12	-2.838.100,42
πλέον αύξηση δανείων	3.044.687,51	3.184.743,14
Free cash flow	25.802.951,83	26.629.883,28

	2005	2006	2007
Κέρδος μετά φόρων	41.963.494,81	43.975.534,09	46.074.919,40
πλέον αποσβέσεις	23.791.759,77	25.122.919,96	26.524.656,11
Μείον: αύξηση Κυκλ. Ενεργητικό	10.325.448,50	10.800.419,13	11.297.238,41
Πλέον: αύξηση στις Βραχ. Υποχ	5.656.957,78	5.917.177,83	6.189.368,01
μείον: Αύξηση στα Πάγια	33.507.853,89	35.285.954,41	37.155.190,14
πλέον ή μείον: Αύξηση συμμετοχές	2.968.653,03	3.105.211,07	3.248.050,78
πλέον αύξηση δανείων	3.331.241,32	3.484.478,42	3.644.764,43
Free cash flow	27.941.498,26	29.308.525,69	30.733.228,62

Αποτίμηση με βάση τις αδέσμευτες ταμειακές ροές

Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου r_e	11,45%
Καθαρή Παρούσα Αξία	387.356.709,65
πλέον: Μετρητά & ισοδύναμα	
31/12/02	2.994.984,00
Αξία εταιρείας	390.351.693,65
Σύνολο Μετοχών	71.082.707
Αποτίμηση μετοχής	5,49
Τιμή μετοχής 31/12/2002	6,38

Αποτίμηση της εταιρείας με βάση τις αδέσμευτες ταμειακές ροές στην επιχείρηση.

Αναμενόμενες αδέσμευτες ταμειακές ροές στην επιχείρηση

	2003	2004
Κέρδος μετά φόρων	38.618.774,43	40.035.233,71
πλέον αποσβέσεις	21.327.560,26	22.527.732,72
Μείον: αύξηση στο Κυκλοφορούν		
Ενεργητικό	-9.437.252,08	-9.871.365,68
Πλέον: αύξηση στις		
Βραχυπρόθεσμες Υποχ	5.170.345,54	5.408.181,43
	-	-
μείον: Αύξηση στα Πάγια	30.207.874,71	-31.816.541,63
πλέον ή μείον: Αύξηση στις		
συμμετοχές	-2.713.289,12	-2.838.100,42
πλέον: τόκοι δανείων μετά φόρων	2.367.094,96	2.475.981,32
μείον: πιστωτικοί τόκοι μετά φόρων	281.714,57	512.259,74
Free cash flow	25.407.073,85	26.433.381,20

	2005	2006	2007
Κέρδος μετά φόρων	41.963.494,81	43.975.534,09	46.074.919,40
πλέον αποσβέσεις	23.791.759,77	25.122.919,96	26.524.656,11
Μείον: αύξηση στο Κυκλοφορούν			
Ενεργητικό	10.325.448,50	10.800.419,13	11.297.238,41
Πλέον: αύξηση στις			
Βραχυπρόθεσμες Υποχ	5.656.957,78	5.917.177,83	6.189.368,01
μείον: Αύξηση στα Πάγια	33.507.853,89	35.285.954,41	37.155.190,14
πλέον ή μείον: Αύξηση στις			
συμμετοχές	2.968.653,03	3.105.211,07	3.248.050,78
πλέον: τόκοι δανείων μετά φόρων	2.589.876,46	2.709.010,78	2.833.625,28
μείον: πιστωτικοί τόκοι μετά φόρων	301.144,96	79.398,61	153.412,99
Free cash flow	27.501.278,36	28.612.456,66	29.768.676,48

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

WACC	10,43%
Καθαρή Παρούσα Αξία	397.590.979,32
πλεόν: Μετρητά & ισοδύναμα 31/12/02	2.994.984,00
Αξία εταιρείας	400.585.963,32
μείον: Λογιστική Αξία Δανείων 31/12/02	66.188.859,00
Αποτίμηση εταιρείας	334.397.104,32
Σύνολο Μετοχών	71.082.707
Αποτίμηση μετοχής	4,70
Τιμή μετοχής 31/12/2002	6,38

Υπολογισμός Κόστους Κεφαλαίου r_e και WACC**ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ r_e**

AGET beta	0,8080
-----------	--------

a	0,0018
---	--------

b	0,808
---	-------

r^2	0,4106
-------	--------

Υπολογισμός $E(r_m)$	13,47%
----------------------	--------

$E(r_m)$ 2002	
---------------	--

r_f	2,97%
-------	-------

T_c	35,00%
-------	--------

Με τη χρήση της SML

Cost of equity	11,45%	$r_f + b[E(r_m) - r_f]$
----------------	--------	-------------------------

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ r_d

Euroswap	
----------	--

5y	4,51%
----	-------

Spread	0,75%
--------	-------

Total	5,26%
-------	-------

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ WACC

E	453.507.670,66
---	----------------

D	66.188.859,00
---	---------------

1- T_c	35%
----------	-----

r_d	5,26%
-------	-------

r_e	11,45%
-------	--------

WACC	10,43%
-------------	---------------

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕ ΕΤΟΣ ΒΑΣΗΣ ΤΟ 2003

sales growth	5,51%
cost of goods sold/sales	68,28%
Administ expren/sales	5,52%
R & D expenses/sales	0,11%
Market. Exprens	0,95%
Αποσβέσεις/Κόστος παγίων	4,58%
Διάφορα έξοδα/sales	10,89%
Διάφορα έσοδα/sales	2,59%
Ποσοστό Τόκων επί Δανείων	4,23%
Ποσοστό Τόκων επί Διαθεσιμών	2,00%
Φορολογικός Συντελεστής	35,00%
Δείκτης καταβαλ. Μερισμάτων	37,36%
Κυκλοφορούν Ενεργητικό/Sales	41,74%
Συμμετοχές/sales	10,83%
Καθαρά Πάγια/sales	35,60%
Βραχυπρόθεσμες Υποχ/sales	26,67%
Βραχυπ. Τραπεζ. Δανεισμός/sales	2,66%
Μακροπρόθεσμος Τραπεζικός Δανεισ.	2,67%

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΕΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ (έτος βάσης 2003)

	2003	2004	2005
Πωλήσεις	534.745.544,00	564.210.699,50	595.299.422,32
Κόστος Πωληθέντων	357.911.877,34	385.222.990,96	406.449.264,76
Έξοδα Διοικ Λειτουργ	25.424.906,67	-31.128.049,33	-32.843.244,20
Έξοδα R&D	240.718,33	-620.629,79	-654.827,27
Έξοδα Λειτ Διάθ.	4.116.856,67	-5.375.915,59	-5.672.135,34
Αποσβέσεις	25.813.728,00	-26.628.448,87	-28.381.871,80
Τόκοι Έξοδα	3.737.786,00	-1.271.970,95	-1.342.058,15
Τόκοι Έσοδα	41.352,00	242.341,48	-38.301,74
Διάφορα Έξοδα	5.928.762,00	-61.423.106,77	-64.807.597,60
Διάφορα Έσοδα	5.180.349,00	14.584.902,23	15.388.548,78
Κέρδη προ Φόρων	116.792.610,00	67.366.830,95	70.498.670,23
Φόροι	39.991.214,00	-23.578.390,83	-24.674.534,58
Κέρδη προς Διάθεση	76.801.396,00	43.788.440,12	45.824.135,65
Μερίσματα	29.613.083,00	-16.359.361,23	-17.119.897,08
Παρακρατημένα Κέρδη	47.188.313,00	27.429.078,89	28.704.238,57

	2006	2007	2008
Πωλήσεις	628.101.173,07	662.710.341,75	699.226.519,38
Κόστος Πωληθέντων	428.845.133,08	452.475.042,06	477.406.988,90
Έξοδα Διοικ Λειτουργ	-34.652.948,48	-36.562.369,75	-38.577.002,54
Έξοδα R&D	-690.909,08	-728.979,05	-769.146,71
Έξοδα Λειτ Διάθ.	-5.984.677,17	-6.314.440,45	-6.662.374,10
Αποσβέσεις	-30.245.323,92	-32.225.496,72	-34.329.479,84
Τόκοι Έξοδα	-1.416.007,25	-1.494.031,04	-1.576.354,04
Τόκοι Έσοδα	192.404,88	435.220,47	690.689,81
Διάφορα Έξοδα	-68.378.578,16	-72.146.324,26	-76.121.677,94
Διάφορα Έσοδα	16.236.477,27	17.131.127,70	18.075.074,49
Κέρδη προ Φόρων	74.316.478,07	78.330.006,59	82.549.259,61
Φόροι	-26.010.767,32	-27.415.502,31	-28.892.240,86
Κέρδη προς Διάθεση	48.305.710,75	50.914.504,28	53.657.018,75
Μερίσματα	-18.047.013,53	-19.021.658,80	-20.046.262,20
Παρακρατημένα Κέρδη	30.258.697,21	31.892.845,48	33.610.756,54

Αναμενόμενοι Ισολογισμοί (Έτος Βάσης 2003)

	2003	2004	2005
Διαθέσιμα	31.768.871,00	-7.534.723,33	3.704.549,14
Κυκλοφορούν			
Ενεργητικό	223.184.679,00	235.482.436,96	248.457.816,94
Συμμετοχές	57.939.197,00	61.131.720,00	64.500.155,06
Πάγια	562.847.870,00	599.966.491,10	639.416.556,88
μείον: Αποσβέσεις	-372.467.987,00	-399.096.435,87	-427.478.307,67
Καθαρά Πάγια	190.379.883,00	200.870.055,23	211.938.249,22
Σύνολο Ενεργητικού	503.272.630,00	489.949.488,86	528.600.770,35
Βραχυπρόθεσμες			
Υποχρεώσεις	142.595.524,00	150.452.717,64	158.742.852,59
Τραπ Βραχ Υποχρ	14.246.994,00	15.032.021,38	15.860.304,76
Μακροπρόθεσμες			
Υποχρεώσεις	14.252.863,00	15.038.213,77	15.866.838,36
Παρακρατημένα			
Κέρδη	221.430.950,00	248.860.028,89	277.564.267,46
Ίδια Κεφάλαια	110.746.299,00	60.566.507,18	60.566.507,18
Σύνολο Παθητικού	503.272.630,00	489.949.488,86	528.600.770,35

Αναμενόμενοι Ισολογισμοί (Έτος Βάσης 2003)

	2006	2007	2008
Διαθέσιμα	15.535.938,54	27.986.108,27	41.082.873,03
Κυκλοφ Ενεργητικό	262.148.156,75	276.592.851,60	291.833.467,39
Συμμετοχές	68.054.195,14	71.804.067,33	75.760.562,21
Πάγια	681.339.946,27	725.886.984,62	773.216.938,62
μείον: Αποσβέσεις	457.723.631,59	489.949.128,31	-524.278.608,15
Καθαρά Πάγια	223.616.314,68	235.937.856,31	248.938.330,47
Σύνολο Ενεργητικού	569.354.605,12	612.320.883,50	657.615.233,10
Βραχυπρόθεσμες			
Υποχρεώσεις	167.489.784,45	176.718.683,31	186.456.106,17
Τραπεζικές			
Βραχυπρόθεσμες			
Υποχρεώσεις	16.734.227,61	17.656.304,70	18.629.189,41
Μακροπρόθεσμες			
Υποχρεώσεις	16.741.121,21	17.663.578,16	18.636.863,64
Παρακρατ Κέρδη	307.822.964,67	339.715.810,16	373.326.566,70
Ίδια Κεφάλαια	60.566.507,18	60.566.507,18	60.566.507,18
Σύνολο Παθητικού	569.354.605,12	612.320.883,50	657.615.233,10

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕΤΟΧΗΣ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΑ ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ

Μέσο Κόστος Κεφαλαίου r_e	12,14%
Αξία μετά την 31/12/2008	304.555.721,56
Καθαρή Παρούσα Αξία	236.086.505,02
Διαθέσιμα και ισοδύναμα	31.768.871,00
Σύνολο	267.855.376,02
Σύνολο Μετοχών	71.082.707
Αποτίμηση μετοχής	3,77
Τιμή μετοχής 31/12/2003	7,80

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕΤΟΧΗΣ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΙΣ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΣΤΗ ΜΕΤΟΧΗ (έτος βάσης 2003)

	2005	2006
Κέρδος μετά φόρων	43.788.440,12	45.824.135,65
πλέον αποσβέσεις	26.628.448,87	28.381.871,80
	-	
Μείον: αύξηση στο Κυκλ Ενεργητικό	12.297.757,96	-12.975.379,97
Πλέον: αύξηση στις Βραχ Υποχ	7.857.193,64	8.290.134,94
μείον: Αύξηση στα Πάγια	37.118.621,10	39.450.065,78
πλέον ή μείον: Αύξ στις συμμετοχές	-3.192.523,00	-3.368.435,05
πλέον ή μείον: μεταβολή στα δάνεια	8.642.221,02	9.118.418,33
Free cash flow	34.307.401,59	35.820.679,91

	2007	2008	2009
Κέρδος μετά φόρων	48.305.710,75	50.914.504,28	53.657.018,75
πλέον αποσβέσεις	30.245.323,92	32.225.496,72	34.329.479,84
Μείον: αύξηση στο Κυκλ Ενεργητικό	-13.690.339,81	-14.444.694,84	-15.240.615,79
Πλέον: αύξηση στις Βραχ Υποχ	8.746.931,86	9.228.898,86	9.737.422,86
μείον: Αύξηση στα Πάγια	41.923.389,39	44.547.038,35	47.329.954,00
πλέον ή μείον: Αύξ στις συμμετοχές	-3.554.040,08	-3.749.872,19	-3.956.494,88
πλέον ή μείον: μεταβολή στα δάνεια	9.620.854,70	10.150.975,96	10.710.307,57
Free cash flow	37.751.051,95	39.778.270,44	41.907.164,34

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕΤΟΧΗΣ

Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου r_e	12,14%
Καθαρή Παρούσα Αξία	489.189.104,11
πλέον: Μετρητά & ισοδύναμα 31/12/03	31.768.871,00
Αποτίμηση εταιρείας	520.957.975,11
Σύνολο Μετοχών	71.082.707
Αποτίμηση μετοχής	7,33
Τιμή μετοχής 31/12/2003	7,80

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕΤΟΧΗΣ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΙΣ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΣΤΗΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ (έτος βάσης 2003)

Αναμενόμενες Μελλοντικές Ταμειακές Ροές στην Επιχείρηση.

	2005	2006
Κέρδος μετά φόρων	43.788.440,12	45.824.135,65
πλέον αποσβέσεις	26.628.448,87	28.381.871,80
Μείον: αύξηση στο Κυκλ Ενεργητικό	12.297.757,96	-12.975.379,97
Πλέον: αύξηση στις Βραχ Υποχ	7.857.193,64	8.290.134,94
μείον: Αύξηση στα Πάγια	-37.118.621,10	39.450.065,78
πλέον ή μείον: Αύξηση στις συμμετ	-3.192.523,00	-3.368.435,05
πλέον: τόκοι δανείων μετά φόρων	826.781,12	872.337,80
μείον: πιστωτικοί τόκοι μετά φόρων	-157.521,96	24.896,13
Free cash flow	26.334.439,72	27.599.495,51

Μελλοντικές Ταμειακές ροές (συνέχεια)

	2007	2008	2009
Κέρδος μετά φόρων	48.305.710,75	50.914.504,28	53.657.018,75
πλέον αποσβέσεις	30.245.323,92	32.225.496,72	34.329.479,84
Μείον: αύξηση στο Κυκλ Ενεργητικό	-13.690.339,81	-14.444.694,84	-15.240.615,79
Πλέον: αύξηση στις Βραχ Υποχ	8.746.931,86	9.228.898,86	9.737.422,86
μείον: Αύξηση στα Πάγια	41.923.389,39	44.547.038,35	47.329.954,00
πλέον ή μείον: Αύξηση στις συμμετ	-3.554.040,08	-3.749.872,19	-3.956.494,88
πλέον: τόκοι δανείων μετά φόρων	920.404,72	971.120,18	1.024.630,13
μείον: πιστωτικοί τόκοι μετά φόρων	-125.063,17	-282.893,30	-448.948,38
Free cash flow	28.925.538,79	30.315.521,36	31.772.538,52

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕΤΟΧΗΣ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΙΣ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΣΤΗΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ (έτος βάσης 2003)

WACC	11,68%
Καθαρή Παρούσα Αξία	383.154.420,04
πλεόν: Μετρητά & ισοδύναμα 31/12/03	31.768.871,00
Αξία εταιρείας	414.923.291,04
μείον: Λογιστική Αξία Δανείων 31/12/03	28.499.857,00
Αποτίμηση εταιρείας	386.423.434,04
Σύνολο Μετοχών	71.082.707
Αποτίμηση μετοχής	5,44
Τιμή μετοχής 31/12/2003	7,80

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ r_e και WACC.

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ r_e

AGET beta 0,8428

A -0,001

B 0,8428

r^2 0,4106

Υπολογισμός $E(r_m)$ 13,98%

$E(r_m)$ 2004

r_f 2,26%

T_c 35,00%

Με τη χρήση της SML

Cost of equity 12,14% $r_f + b[E(r_m) - r_f]$

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ r_d

Euroswap

5y 3,48%

Spread 0,75%

Total 4,23%

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ WACC

E 554.445.114,60

D 28.499.857,00

1- T_c 35%

r_d 4,23%

r_e 12,14%

WACC 11,68%

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕ ΕΤΟΣ ΒΑΣΗΣ ΤΟ 2004

(αποτίμηση με βάση τα Ιστορικά Στοιχεία)

sales growth	5,18%
cost of goods sold/sales	68,43%
Administ expen/sales	5,43%
R & D expenses/sales	0,08%
Market. Expens	0,99%
Αποσβέσεις/Κόστος παγίων	4,59%
Διάφορα έξοδα/sales	6,19%
Διάφορα έσοδα/sales	2,42%
Ποσοστό Τόκων επί Δανείων	4,20%
Ποσοστό Τόκων επί Διαθεσιμών	1,22%
Φορολογικός Συντελεστής	32,00%
Δείκτης καταβαλ. Μερισμάτων	39,48%
Κυκλοφορούν Ενεργητικό/Sales	41,29%
Συμμετοχές/sales	10,85%
Καθαρά Πάγια/sales	41,29%
Βραχυπρόθεσμες Υποχ/sales	26,08%
Βραχυπ. Τραπεζ. Δανεισμός/sales	0,00%
Μακροπρόθεσμος Τραπεζικός Δανεισ.	0,00%

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΕΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ (έτος βάσης 2004)

	2004	2005	2006
Πωλήσεις	524.870.838,00	552.059.147,41	580.655.811,24
Κόστος Πωληθέντων	354.245.686,14	377.778.337,48	397.347.255,36
Έξοδα Διοικ			
Λειτουργίας	25.132.763,68	-29.979.396,72	-31.532.329,47
Έξοδα R&D	226.914,82	-450.695,53	-474.041,56
Έξοδα Λειτ Διάθεσης	6.111.224,36	-5.438.852,40	-5.720.584,95
Αποσβέσεις	28.120.594,00	-29.593.150,81	-31.524.449,89
Τόκοι Έξοδα	988.915,00	0,00	0,00
Τόκοι Έσοδα	505.076,00	423.669,39	342.752,38
Διάφορα Έξοδα	9.099.960,00	-34.159.528,12	-35.928.991,67
Διάφορα Έσοδα	3.825.980,00	13.377.473,35	14.070.426,47
Κέρδη προ Φόρων	105.275.836,00	88.460.329,10	92.541.337,18
Φόροι	40.687.958,00	-28.307.305,31	-29.613.227,90
Κέρδη προς Διάθεση	64.587.878,00	60.153.023,79	62.928.109,28
Μερίσματα	29.613.083,00	-23.748.413,79	-24.844.017,55
Παρακρατημένα Κέρδη	34.974.795,00	36.404.610,00	38.084.091,74

	2007	2008	2009
Πωλήσεις	610.733.782,27	642.369.792,19	675.644.547,42
Κόστος Πωληθέντων	417.929.843,19	439.578.609,07	462.348.781,02
Έξοδα Διοικ			
Λειτουργίας	-33.165.704,14	-34.883.687,61	-36.690.662,63
Έξοδα R&D	-498.596,91	-524.424,23	-551.589,41
Έξοδα Λειτ Διάθεσης	-6.016.911,25	-6.328.587,25	-6.656.408,07
Αποσβέσεις	-33.574.505,14	-35.750.347,31	-38.059.412,65
Τόκοι Έξοδα	0,00	0,00	0,00
Τόκοι Έσοδα	577.874,39	824.121,14	1.081.962,63
Διάφορα Έξοδα	-37.790.113,44	-39.747.641,32	-41.806.569,14
Διάφορα Έσοδα	14.799.274,56	15.565.876,98	16.372.189,41
Κέρδη προ Φόρων	97.135.257,14	101.946.493,52	106.985.276,55
Φόροι	-31.083.282,29	-32.622.877,93	-34.235.288,50
Κέρδη προς Διάθεση	66.051.974,86	69.323.615,59	72.749.988,06
Μερίσματα	-26.077.319,67	-27.368.963,44	-28.721.695,28
Παρακρατημένα Κέρδη	39.974.655,18	41.954.652,16	44.028.292,77

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΙ (έτος βάσης 2004)

	2004	2005	2006
Διαθέσιμα	50.772.444,00	18.681.555,08	37.507.359,10
Κυκλοφ. Ενεργητικό	216.702.948,00	227.928.160,71	239.734.839,43
Συμμετοχές	56.932.705,00	59.881.819,12	62.983.697,35
Πάγια	624.321.048,00	665.140.860,77	708.473.513,72
μείον: Αποσβέσεις	-407.590.122,00	-437.183.272,81	-468.707.722,70
Καθαρά Πάγια	216.730.926,00	227.957.587,97	239.765.791,02
Σύνολο Ενεργητικού	541.139.023,00	534.449.122,87	579.991.686,91
Βραχ Υποχρεώσεις	136.894.801,00	143.985.951,69	151.444.423,99
Τραπεζικές Υποχρ	0,00	0,00	0,00
Μακροπρ Υποχρ.	5.869,00	0,00	0,00
Παρακρατημένα			
Κέρδη	293.492.054,00	329.896.664,00	367.980.755,74
Ίδια Κεφάλαια	110.746.299,00	60.566.507,18	60.566.507,18
Σύνολο Παθητικού	541.139.023,00	534.449.122,87	579.991.686,91

	2007	2008	2009
Διαθέσιμα	57.226.147,27	77.875.678,49	99.495.245,07
Κυκλοφ. Ενεργητικό	252.153.104,11	265.214.634,91	278.952.752,99
Συμμετοχές	66.246.252,87	69.677.808,77	73.287.119,27
Πάγια	754.467.886,84	803.281.451,29	855.080.755,72
μείον: Αποσβέσεις	-502.282.227,84	-538.032.575,15	-576.091.987,81
Καθαρά Πάγια	252.185.659,00	265.248.876,13	278.988.767,92
Σύνολο Ενεργητικού	627.811.163,25	678.016.998,31	730.723.885,25
ΒραχυπρΥποχρεώσεις	159.289.245,15	167.540.428,05	176.219.022,22
Τραπεζικές Υποχρ	0,00	0,00	0,00
Μακροπρ Υποχρ.	0,00	0,00	0,00
Παρακρατημένα Κέρδη	407.955.410,92	449.910.063,08	493.938.355,85
Ίδια Κεφάλαια	60.566.507,18	60.566.507,18	60.566.507,18
Σύνολο Παθητικού	627.811.163,25	678.016.998,31	730.723.885,25

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕΤΟΧΗΣ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΑ ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ

Κόστος Κεφαλαίου r_e	12,29%
Καθαρή Παρούσα Αξία	320.019.909,93
πλέον μετρητά και διαθέσιμα	50.772.444,00
Σύνολο	370.792.353,93
Σύνολο Μετοχών	71.082.707
Αποτίμηση μετοχής	5,22
Τιμή μετοχής 31/12/2004	9,08

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕΤΟΧΗΣ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΙΣ ΑΔΕΣΜΕΥΤΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΣΤΗ ΜΕΤΟΧΗ (έτος βάσης 2004 - Ιστορικά Στοιχεία)

Υπολογισμός μελλοντικών αδέσμευτων ταμειακών ροών στη μετοχή

	2005	2006
Κέρδος μετά φόρων	60.153.023,79	62.928.109,28
πλέον αποσβέσεις	29.593.150,81	31.524.449,89
Μείον: αύξηση στο Κυκλ Ενεργητικό	-11.225.212,71	-11.806.678,72
Πλέον: αύξηση στις Βραχυπρ Υποχ	7.091.150,69	7.458.472,30
μείον: Αύξηση στα Πάγια	40.819.812,77	43.332.652,95
πλέον ή μείον: μεταβολή συμμετοχών	-2.949.114,12	-3.101.878,23
πλέον ή μείον: μεταβολή δανείων	0,00	0,00
Free cash flow	41.843.185,69	43.669.821,57

	2007	2008	2009
Κέρδος μετά φόρων	66.051.974,86	69.323.615,59	72.749.988,06
πλέον αποσβέσεις	33.574.505,14	35.750.347,31	38.059.412,65
Μείον: αύξηση στο Κυκλ Ενεργητικό	-12.418.264,68	-13.061.530,79	-13.738.118,09
Πλέον: αύξηση στις Βραχυπρ Υποχ	7.844.821,16	8.251.182,90	8.678.594,17
μείον: Αύξηση στα Πάγια	45.994.373,12	48.813.564,45	51.799.304,43
πλέον ή μείον: μεταβολή συμμετοχών	-3.262.555,52	-3.431.555,90	-3.609.310,49
πλέον ή μείον: μεταβολή δανείων	0,00	0,00	0,00
Free cash flow	45.796.107,84	48.018.494,66	50.341.261,86

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕΤΟΧΗΣ

Κόστος Κεφαλαίου r_e	12,29%
Καθαρή Παρούσα Αξία	553.544.344,44
πλέον μετρητά και ισοδύναμα	50.772.444,00
Σύνολο	604.316.788,44
Σύνολο Μετοχών	71.082.707
Αποτίμηση μετοχής	8,50
Τιμή μετοχής 31/12/2004	9,08

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕΤΟΧΗΣ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΙΣ ΑΔΕΣΜΕΥΤΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΣΤΗΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ (έτος βάσης 2004 - Ιστορικά Στοιχεία)

Υπολογισμός μελλοντικών αδέσμευτων ταμειακών ροών στην επιχείρηση

	2005	2006
Κέρδος μετά φόρων	60.153.023,79	62.928.109,28
πλέον αποσβέσεις	29.593.150,81	31.524.449,89
Μείον: αύξηση στο Κυκλ Ενεργ	-11.225.212,71	-11.806.678,72
Πλέον: αύξηση στις Βραχ Υποχ	7.091.150,69	7.458.472,30
μείον: Αύξηση στα Πάγια	40.819.812,77	43.332.652,95
πλέον : Αύξηση στις συμμετοχές	-2.949.114,12	-3.101.878,23
πλέον: τόκοι δανείων μετά φόρων	0,00	0,00
μείον: πιστωτικοί τόκοι μετά φόρων	-288.095,19	-233.071,62
Free cash flow	41.555.090,50	43.436.749,95

	2007	2008	2009
Κέρδος μετά φόρων	66.051.974,86	69.323.615,59	72.749.988,06
πλέον αποσβέσεις	33.574.505,14	35.750.347,31	38.059.412,65
Μείον: αύξηση στο Κυκλ Ενεργ	-12.418.264,68	-13.061.530,79	-13.738.118,09
Πλέον: αύξηση στις Βραχ Υποχ	7.844.821,16	8.251.182,90	8.678.594,17
μείον: Αύξηση στα Πάγια	45.994.373,12	48.813.564,45	51.799.304,43
πλέον : Αύξηση στις συμμετοχές	-3.262.555,52	-3.431.555,90	-3.609.310,49
πλέον: τόκοι δανείων μετά φόρων	0,00	0,00	0,00
μείον: πιστωτικοί τόκοι μετά φόρων	-392.954,58	-560.402,37	-735.734,59
Free cash flow	45.403.153,26	47.458.092,29	49.605.527,27

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕΤΟΧΗΣ

WACC	12,29%
Καθαρή Παρούσα Αξία	535.270.721,22
πλέον: Μετρητά & ισοδύναμα 31/12/04	50.772.444,00
Αξία εταιρείας	586.043.165,22
μείον: Λογιστική Αξία Δανείων 31/12/04	5.869,00
Αποτίμηση εταιρείας	586.037.296,22
Σύνολο Μετοχών	71.082.707
Αποτίμηση μετοχής	8,24
Τιμή μετοχής 31/12/2004	9,08

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ r_e και WACC.

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ r_e

AGET beta 0,8297

a 0,0009

b 0,8297

r^2 0,3905

Υπολογισμός $E(r_m)$ 14,37%

$E(r_m)$ 2004

r_f 2,14%

T_c 35,00%

Με τη χρήση της SML

Cost of equity 12,29% $r_f + b[E(r_m) - r_f]$

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ r_d

Euroswap 5y 3,45%

Spread 0,75%

Total 4,20%

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ WACC

E 645.430.979,56

D 5.869,00

$1 - T_c$ 32%

r_d 4,20%

R_e 12,29%

WACC 12,29%

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕ ΕΤΟΣ ΒΑΣΗΣ ΤΟ 2004

(αποτίμηση με βάση τις Προϋπολογισμένες Πωλήσεις της Α.Γ.Ε.Τ. ΗΡΑΚΛΗΣ)

Η αποτίμηση που ακολουθεί βασίζεται σε δεδομένα που σχηματοποιούνται με βάση τις προϋπολογισμένες πωλήσεις της εταιρείας για την χρήση 2005. Επίσης, τα λοιπά στοιχεία του κόστους της εταιρείας απεικονίζονται με βάση τις προβλέψεις της εταιρείας για τη χρήση 2005, ενώ τα λοιπά δεδομένα του ισολογισμού παρουσιάζονται ως ποσοστό των αναμενόμενων πωλήσεων για την χρήση 2005.

Με βάση την παραπάνω υπόθεση τα δεδομένα μεγέθυνσης της εταιρείας, καθώς και τα δεδομένα κόστους, εσόδων και ενεργητικών και παθητικών στοιχείων διαμορφώνονται ως εξής:

sales growth	2,00%
cost of goods sold/sales	68,43%
Administ expen/sales	5,43%
R & D expenses/sales	0,08%
Market. Expens	0,99%
Αποσβέσεις/Κόστος παγίων	4,59%
Διάφορα έξοδα/sales	6,19%
Διάφορα έσοδα/sales	2,42%
Ποσοστό Τόκων επί Δανείων	4,20%
Ποσοστό Τόκων επί Διαθεσιμών	1,22%
Φορολογικός Συντελεστής	32,00%
Δείκτης καταβαλ. Μερισμάτων	39,48%
Κυκλοφορούν Ενεργητικό/Sales	41,29%
Συμμετοχές/sales	10,85%
Καθαρά Πάγια/sales	41,29%
Βραχυπρόθεσμες Υποχ/sales	26,08%
Βραχυπ. Τραπεζ. Δανεισμός/sales	0,00%
Μακροπρόθεσμος Τραπεζικός Δανεισ.	0,00%

Οι αναμενόμενες λογιστικές καταστάσεις για την πενταετία 2005 - 2009 σχηματοποιούνται ως εξής:

	2004	2005	2006
Πωλήσεις	524.870.838,00	535.368.254,76	546.075.619,86
Κόστος Πωληθέντων	354.245.686,14	366.356.630,76	373.683.763,37
Έξοδα Διοικ. Λειτ.	25.132.763,68	-29.073.003,09	-29.654.463,16
Έξοδα R&D	226.914,82	-437.069,25	-445.810,64
Έξοδα Λειτ. Διάθ.	6.111.224,36	-5.274.414,76	-5.379.903,06
Αποσβέσεις	28.120.594,00	-29.431.263,09	-31.019.558,01
Τόκοι Έξοδα	988.915,00	0,00	0,00
Τόκοι Έσοδα	505.076,00	483.865,47	519.849,29
Διάφορα Έξοδα	9.099.960,00	-33.126.752,88	-33.789.287,94
Διάφορα Έσοδα	3.825.980,00	12.973.020,36	13.232.480,77
Κέρδη προ Φόρων	105.275.836,00	85.126.006,76	85.855.163,74
Φόροι	40.687.958,00	-27.240.322,16	-27.473.652,40
Κέρδη προς Διάθεση	64.587.878,00	57.885.684,60	58.381.511,34
Μερίσματα	29.613.083,00	-22.853.268,28	-23.049.020,68
Παρακρατ. Κέρδη	34.974.795,00	35.032.416,32	35.332.490,67

	2007	2008	2009
Πωλήσεις	556.997.132,25	568.137.074,90	579.499.816,40
Κόστος Πωληθέντων	381.157.438,64	388.780.587,41	396.556.199,16
Έξοδα Διοικ. Λειτ.	-30.247.552,42	-30.852.503,47	-31.469.553,54
Έξοδα R&D	-454.726,85	-463.821,39	-473.097,82
Έξοδα Λειτ. Διάθ.	-5.487.501,12	-5.597.251,14	-5.709.196,16
Αποσβέσεις	-32.686.581,46	-34.436.114,23	-36.272.116,36
Τόκοι Έξοδα	0,00	0,00	0,00
Τόκοι Έσοδα	864.576,32	1.212.488,86	1.563.378,66
Διάφορα Έξοδα	-34.465.073,69	-35.154.375,17	-35.857.462,67
Διάφορα Έσοδα	13.497.130,39	13.767.072,99	14.042.414,45
Κέρδη προ Φόρων	86.859.964,77	87.831.983,94	88.767.983,80
Φόροι	-27.795.188,73	-28.106.234,86	-28.405.754,82
Κέρδη προς Διάθεση	59.064.776,04	59.725.749,08	60.362.228,98
Μερίσματα	-23.318.773,58	-23.579.725,74	-23.831.008,00
Παρακρατ. Κέρδη	35.746.002,46	36.146.023,34	36.531.220,98

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΙ (έτος βάσης 2004 - Προϋπολογισμένες Πωλήσεις 2005)

	2004	2005	2006
Διαθέσιμα	50.772.444,00	28.549.763,94	56.671.430,33
Κυκλοφ. Ενεργητικό	216.702.948,00	221.037.006,96	225.457.747,10
Συμμετοχές	56.932.705,00	58.071.359,10	59.232.786,28
Πάγια	624.321.048,00	658.086.929,61	693.527.798,51
μείον: Αποσβέσεις	-407.590.122,00	-437.021.385,09	-468.040.943,10
Καθαρά Πάγια	216.730.926,00	221.065.544,52	225.486.855,41
Σύνολο Ενεργητικού	541.139.023,00	528.723.674,52	566.848.819,12
Βραχυπ. Υποχ	136.894.801,00	139.632.697,02	142.425.350,96
Τραπεζικές Υποχ.	0,00	0,00	0,00
Μακροπρ. Υποχ.	5.869,00	0,00	0,00
Παρακρατ. Κέρδη	293.492.054,00	328.524.470,32	363.856.960,98
Ίδια Κεφάλαια	110.746.299,00	60.566.507,18	60.566.507,18
Σύνολο Παθητικού	541.139.023,00	528.723.674,52	566.848.819,12

	2007	2008	2009
Διαθέσιμα	85.062.392,04	113.706.273,81	142.585.310,39
Κυκλοφ. Ενεργητικό	229.966.902,04	234.566.240,08	239.257.564,88
Συμμετοχές	60.417.442,01	61.625.790,85	62.858.306,66
Πάγια	730.724.117,08	769.760.163,16	810.724.210,01
μείον: Αποσβέσεις	-500.727.524,56	-535.163.638,79	-571.435.755,15
Καθαρά Πάγια	229.996.592,52	234.596.524,37	239.288.454,86
Σύνολο Ενεργητικού	605.443.328,60	644.494.829,11	683.989.636,79
Βραχυπ. Υποχ	145.273.857,98	148.179.335,14	151.142.921,84
Τραπεζικές Υποχ.	0,00	0,00	0,00
Μακροπρ. Υποχ.	0,00	0,00	0,00
Παρακρατ. Κέρδη	399.602.963,44	435.748.986,79	472.280.207,77
Ίδια Κεφάλαια	60.566.507,18	60.566.507,18	60.566.507,18
Σύνολο Παθητικού	605.443.328,60	644.494.829,11	683.989.636,79

**ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΤΗΣ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΑ ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΑ
ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ (έτος βάσης 2004 - Προϋπολογισμένες Πωλήσεις)**

Κόστος Κεφαλαίου r_e	12,29%
Καθαρή Παρούσα Αξία Μελλοντικών Μερισμάτων	203.374.099,69
Μετρητά και ισοδύναμα	50.772.444,00
Σύνολο	254.146.543,69
Σύνολο Μετοχών	71.082.707
Αποτίμηση μετοχής	3,58
Τιμή μετοχής 31/12/2004	9,08

**ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΤΗΣ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΙΣ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΕΣ
ΑΔΕΣΜΕΥΤΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΣΤΗΝ ΜΕΤΟΧΗ
(έτος βάσης 2004 - Προϋπολογισμένες Πωλήσεις)**

Υπολογισμός Μελλοντικών Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών στην Μετοχή

	2005	2006
Κέρδος μετά φόρων	57.885.684,60	58.381.511,34
πλέον αποσβέσεις	29.431.263,09	31.019.558,01
Μείον: αύξηση Κυκλ. Ενεργ.	-4.334.058,96	-4.420.740,14
Πλέον: αύξηση στις Βραχ Υποχ	2.737.896,02	2.792.653,94
μείον: Αύξηση στα Πάγια	33.765.881,61	35.440.868,90
πλέον: Αύξηση στις συμ.	-1.138.654,10	-1.161.427,18
πλέον: τόκοι μετά φόρων	0,00	0,00
Free cash flow	50.816.249,04	51.170.687,07

	2007	2008	2009
Κέρδος μετά φόρων	59.064.776,04	59.725.749,08	60.362.228,98
πλέον αποσβέσεις	32.686.581,46	34.436.114,23	36.272.116,36
Μείον: αύξηση Κυκλ. Ενεργ.	-4.509.154,94	-4.599.338,04	-4.691.324,80
Πλέον: αύξηση στις Βραχ Υποχ	2.848.507,02	2.905.477,16	2.963.586,70
μείον: Αύξηση στα Πάγια	37.196.318,57	39.036.046,08	40.964.046,85
πλέον: Αύξηση στις συμ.	-1.184.655,73	-1.208.348,84	-1.232.515,82
πλέον: τόκοι μετά φόρων	0,00	0,00	0,00
Free cash flow	51.709.735,29	52.223.607,51	52.710.044,58

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕΤΟΧΗΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

Κόστος Κεφαλαίου r_e	12,29%
Καθαρή Παρούσα Αξία	447.198.948,35
πλέον: Μετρητά & ισοδύναμα 31/12/04	50.772.444,00
Αποτίμηση εταιρείας	497.971.392,35
Σύνολο Μετοχών	71.082.707
Αποτίμηση μετοχής	7,01
Τιμή μετοχής 31/12/2004	9,08

**ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΤΗΣ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΙΣ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΕΣ
ΑΔΕΣΜΕΥΤΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΣΤΗΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ
(έτος βάσης 2004 - Προϋπολογισμένες Πωλήσεις)**

Υπολογισμός Μελλοντικών Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών στην Επιχείρηση

	2005	2006
Κέρδος μετά φόρων	57.885.684,60	58.381.511,34
πλέον αποσβέσεις	29.431.263,09	31.019.558,01
Μείον: αύξηση στο Κυκλ. Ενεργ.	-4.334.058,96	-4.420.740,14
Πλέον: αύξηση στις Βραχ.Υποχ	2.737.896,02	2.792.653,94
μείον: Αύξηση στα Πάγια	33.765.881,61	35.440.868,90
πλέον : Αύξηση στις συμμετοχές	-1.138.654,10	-1.161.427,18
πλέον: τόκοι δανείων μετά φόρων	0,00	0,00
μείον: πιστωτικοί τόκοι μετά φόρων	-329.028,52	-353.497,51
Free cash flow	50.487.220,52	50.817.189,56

	2007	2008	2009
Κέρδος μετά φόρων	59.064.776,04	59.725.749,08	60.362.228,98
πλέον αποσβέσεις	32.686.581,46	34.436.114,23	36.272.116,36
Μείον: αύξηση στο Κυκλ. Ενεργ.	-4.509.154,94	-4.599.338,04	-4.691.324,80
Πλέον: αύξηση στις Βραχ.Υποχ	2.848.507,02	2.905.477,16	2.963.586,70
μείον: Αύξηση στα Πάγια	37.196.318,57	39.036.046,08	40.964.046,85
πλέον : Αύξηση στις συμμετοχές	-1.184.655,73	-1.208.348,84	-1.232.515,82
πλέον: τόκοι δανείων μετά φόρων	0,00	0,00	0,00
μείον: πιστωτικοί τόκοι μετά φόρων	-587.911,90	-824.492,43	-1.063.097,49
Free cash flow	51.121.823,39	51.399.115,08	51.646.947,09

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕΤΟΧΗΣ

Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου WACC	12,29%
Καθαρή Παρούσα Αξία	430.862.124,25
πλεόν: Μετρητά & ισοδύναμα 31/12/04	50.772.444,00
Αξία εταιρείας	481.634.568,25
μείον: Λογιστική Αξία Δανείων 31/12/04	5.869,00
Αποτίμηση εταιρείας	481.628.699,25
Σύνολο Μετοχών	71.082.707
Αποτίμηση μετοχής	6,78
Τιμή μετοχής 31/12/2004	9,08

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ r_e ΚΑΙ WACC

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ r_e

AGET beta 0,8297

a -0,0009

b 0,8297

r^2 0,3905

Υπολογισμός $E(r_m)$ 14,37%

$E(r_m)$ 2004

r_f 2,14%

T_c 35,00%

Με τη χρήση της SML

Cost of equity 12,29% $r_f + b[E(r_m) - r_f]$

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ r_d

Euroswap

5y 3,45%

Spread 0,75%

Total 4,20%

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ WACC

E 645.430.979,56

D 5.869,00

1- T_c 32%

r_d 4,20%

r_e 12,29%

WACC 12,29%

11. ΙΚΤΙΝΟΣ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.

11.1 Γενικές πληροφορίες για την εταιρεία

Η ΙΚΤΙΝΟΣ ΕΛΛΑΣ ΑΕ είναι ελληνική ανώνυμη εταιρεία και υπόκειται στο Νόμο περί Ανωνύμων Εταιρειών. Ιδρύθηκε το 1974 και λειτουργεί με την επωνυμία «ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΜΑΡΜΑΡΩΝ ΤΕΧΝΙΚΗ ΚΑΙ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΙΚΤΙΝΟΣ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.» Η διάρκεια της, ύστερα από τη απόφαση της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων της, στις 12/01/99, παρατάθηκε μέχρι τις 11/03/2049. Η έδρα της Εταιρείας είναι ο Δήμος Μεταμόρφωσης. Ο σκοπός της Εταιρείας, όπως αυτός ορίζεται στο άρθρο 2 του καταστατικού της, έχει ως εξής :

1. Η εκμετάλλευση γενικά λατομείων μαρμάρων, γρανιτών διακοσμητικών πετρωμάτων, αδρανών υλικών και συναφών υλών και υποπροϊόντων τους καθώς και η έρευνα διάνοιξη και διαμόρφωση ή εκμετάλλευση των λατομείων αυτών με εργολαβική ή οποιασδήποτε άλλης μορφής σχέση καθώς και η παροχή υπηρεσιών τεχνογνωσίας.
2. Η κοπή και η με οποιονδήποτε τρόπο επεξεργασία υπηρεσιών τεχνογνωσίας.
3. Η εξαγωγή των ως άνω προϊόντων εις το εξωτερικό.
4. Η εμπορία των ως άνω προϊόντων στο εσωτερικό.
5. Η ενέργεια κάθε παρόμοιας ή συναφούς εμπορικής δραστηριότητας η οποία έχει σχέση με τα προαναφερόμενα αντικείμενα.
6. Η σύναψη συμβάσεων έργων, για την τοποθέτηση όλων των προαναφερόμενων προϊόντων σε πάσης φύσεως οικοδομικά έργα τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό.
7. Η κατασκευή παντός είδους οικοδομών, σε ιδιότητα ή ξένα ακίνητα, ιδιαιτέρως δε κατά το γνωστό και σύνηθες στις συναλλαγές σύστημα της αντιπαροχής, η αγορά και η πώληση ακινήτων, η ανάληψη πάσης φύσεως

τεχνικών έργων ή μελετών, σε συνδυασμό ή και ξεχωριστά τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό για λογαριασμό νομικών ή φυσικών προσώπων Δημοσίου, Δημόσιων Οργανισμών καθώς και Οργανισμών κοινής ωφέλειας, νομικών προσώπων δημοσίου δικαίου κ.λπ. καθώς και η βιομηχανία οικοδομικών υλών και γενικότερα τεχνικών έργων.

8. Η άσκηση πάσης φύσεως Τουριστικών Επιχειρήσεων ιδιαιτέρως δε αυτών για κατασκευή και εκμετάλλευση ξενοδοχείων ύπνου και φαγητού, ξενώνων, περιπτέρων, οικισμών, πλαζ και γενικά παραλιακών ή μη χώρων στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό και μάλιστα είτε σε ιδιόκτητα ακίνητα είτε σε μισθωμένα.
9. Η ανάληψη πάσης φύσεως και παντός αντικειμένου εμπορικών αντιπροσωπειών καθώς και η εκπροσώπηση διαφόρων οίκων και επιχειρήσεων του εσωτερικού ή του εξωτερικού καθώς και η επί προμήθεια διάθεση παντός αντικειμένου όλων των συναφών με τον σκοπό της εταιρείας.
10. Η με οποιονδήποτε τρόπο και υπό οποιανδήποτε νομική μορφή συμμετοχή σε οποιεσδήποτε συναφείς παρόμοιες ή όμοιες επιχειρήσεις, οι οποίες λειτουργούν ατομικά ή υπό εταιρική μορφή που έχουν ήδη συσταθεί ή πρόκειται να συσταθούν είτε απ' αυτήν είτε από άλλα πρόσωπα με όμοιους ή συναφείς με αυτούς που αναφέρονται στο παρόν άρθρο σκοπούς.
11. Η παραγωγή και εμπορία οικοδομικών υλικών, η εισαγωγή αυτών καθώς και η εξαγωγή τους.
12. Όλοι οι αναφερόμενοι σκοποί της Εταιρείας, ενεργούνται τόσο στο εσωτερικό της Ελλάδας, όσο και σ οποιαδήποτε άλλη χώρα του εξωτερικού.

11.2. Συνεχιζόμενη δραστηριότητα

Η Ικτίνος Ελλάς Α.Ε. ξεκίνησε τη δραστηριότητά της το 1974 και συγκαταλέγεται ανάμεσα στις πέντε μεγαλύτερες βιομηχανίες μαρμάρου της χώρας μας. Κατέχει ηγετική θέση στον κλάδο που δραστηριοποιείται και διαδραματίζει ουσιαστικό ρόλο στις εξελίξεις της εγχώριας αγοράς. Βασικά χαρακτηριστικά στοιχεία που τη διακρίνουν από τους ανταγωνιστές της είναι η ποιότητα τόσο των προϊόντων, όσο και των υπηρεσιών, η καινοτομία, αποκλειστικές συνεργασίες με οίκους τους εξωτερικού και η μακρόχρονη εμπειρία στις εξαγωγές.

Η Έκτακτη Γενική Συνέλευση των μετόχων της εταιρείας της 2^{ας} Μαρτίου 1999 αποφάσισε την εισαγωγή των μετοχών της εταιρείας στην Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών, με αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου με έκδοση 482.500 νέων κοινών μετοχών, ονομαστικής αξίας 200 δρχ. με τιμή διάθεσης 3.000 δρχ. ανά μετοχή. Η διαφορά από την έκδοση των νέων μετοχών υπέρ το άρτιο ύψους 1.351.000.000 δρχ. καταχωρήθηκε στο λογαριασμό "Ειδικό Αποθεματικό από την Έκδοση Μετοχών Υπέρ το Άρτιο".

Η Βιομηχανία μαρμάρου στην Ελλάδα αποτελεί σημαντικό τμήμα της συνολικής εξαγωγικής δραστηριότητας τα τελευταία 30 χρόνια. Ωστόσο η οικονομική ύφεση των δύο τελευταίων ετών αναμφισβήτητα επηρέασε τον κλάδο. Η αρνητική αυτή συγκυρία είχε σαν αποτέλεσμα τη συμπίεση των περιθωρίων κέρδους λόγω του ανταγωνισμού, τη μειωμένη ρευστότητα και τη μείωση του ύψους των εξαγωγών. Παρόλα αυτά η εγχώρια αγορά δεν επηρεάσθηκε ιδιαίτερα και η ζήτηση παρέμεινε σε ικανοποιητικά επίπεδα.

Η συγκέντρωση και η καθετοποίηση των επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στον κλάδο του μαρμάρου και άλλων φυσικών πετρωμάτων αποτελεί φυσική συνέπεια προκειμένου να ανταποκριθούν στον οξύτατο ανταγωνισμό που χαρακτηρίζει την

αγορά. Στη χώρα μας υπάρχουν περίπου 4.000 επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον κλάδο του μαρμάρου, εκ των οποίων μόνο οι 250 έχουν νομική μορφή, οι οποίες και είναι οι μεγαλύτερες. Υπό τις παρούσες συνθήκες ο κλάδος εισέρχεται σε μια φάση ανασυγκρότησης μέσω συσπείρωσης και σύναψης αποκλειστικών συμφωνιών προκειμένου να συγκρατηθούν τα κόστη και τα περιθώρια κέρδους και να αυξηθούν τα οφέλη από συνέργιες.

Νέα προϊόντα, όπως φυσικά και τεχνητά πετρώματα συνεχίζουν να κερδίζουν έδαφος στην αγορά και αναμένεται τα επόμενα χρόνια να αναπτυχθούν περαιτέρω. Η υιοθέτηση νέων τεχνολογιών και μεθόδων στην επεξεργασία μαρμάρων και λοιπών πετρωμάτων χαρακτηρίζουν ήδη την αγορά, δημιουργώντας κατ' αυτόν τον τρόπο αυξημένες ανάγκες για συνεχή επιμόρφωση και ενημέρωση αναφορικά με τους χειρισμούς και τις ιδιαιτερότητες που παρουσιάζουν τα νέα αυτά προϊόντα.

11.3. Βασικά Οικονομικά Στοιχεία ανά Προϊόν

Ο κλάδος του μαρμάρου απαρτίζεται από μεγάλο αριθμό επιχειρήσεων αποκεντρωμένων σχεδόν σε όλη την Ελλάδα. Χωροταξικά, οι περισσότερες μονάδες είναι εγκαταστημένες στην περιοχή της Ανατολικής Μακεδονίας - Θράκης, όπου πραγματοποιείται και η μεγαλύτερη εξόρυξη μαρμάρου. Οι νομοί Δράμας και Καβάλας συγκεντρώνουν πάνω από το μισό της εγχώριας παραγωγής και αποτελούν το μεγαλύτερο εξορυκτικό κέντρο της Ελλάδας. Ωστόσο το μεγαλύτερο μέρος της παραγωγής διατίθεται στο νομό Αττικής, ενώ και οι εξαγωγές απορροφούν σημαντικό τμήμα.

Τα παραγόμενα προϊόντα της Εταιρείας διακρίνονται σε :

- Διαμορφωμένα ογκομάραμα (ορθογωνιασμένα)
- Ημικατεργασμένα μάρμαρα και γρανίτες σε πλάκες με διάφορα πάχη.

- Κατεργασμένα μάρμαρα και γρανίτες - κομμένα σε τυποποιημένες διαστάσεις.
- Μάρμαρα και γρανίτες κομμένα σε ειδικές διαστάσεις.
- Μάρμαρα και γρανίτες ειδικής καλλιτεχνικής επεξεργασίας.

Η Εταιρεία πλην των παραγόμενων από τα λατομεία της μαρμάρων, εμπορεύεται πλήρη σειρά μαρμάρων, γρανιτών και τεχνητών πετρωμάτων με αποτέλεσμα να καλύπτει όλες τις ανάγκες της αγοράς.

Το αντικείμενο δραστηριότητας της Εταιρείας περιλαμβάνει την κοπή, επεξεργασία και εμπορία μαρμάρων, γρανιτών και λοιπών διακοσμητικών.

Ο συνολικός κύκλος εργασιών της Εταιρείας για το 2003 διαμορφώθηκε σε 12.847.719.48 ευρώ. Η βασική βιομηχανική δραστηριότητα της Εταιρείας είναι η κοπή, επεξεργασία μαρμάρων που για την εν λόγω χρήση διαμορφώθηκε σε 6.147 χιλ. ευρώ, δηλαδή αποτελεί το 48% περίπου του συνολικού κύκλου εργασιών, το δε υπόλοιπο 52%, ήτοι 6,699 χιλ. ευρώ, προέρχεται από εμπορία γρανιτών και ογκομαρμάρων.

Η κοπή και επεξεργασία των μαρμάρων γίνεται από την ΙΚΤΙΝΟΣ ΕΛΛΑΣ ΑΕ, όσο και από τη ΦΕΙΔΙΑΣ ΕΛΛΑΣ ΑΒΕΕ.

Η εμπορική δραστηριότητα της Εταιρείας περιλαμβάνει την εμπορία ογκομαρμάρων και την εμπορία γρανιτών. Συγκεκριμένα η Εταιρεία εμπορεύεται γρανίτες όλων των προελεύσεων (Ιταλία, Ισπανία, Ινδία, Βραζιλία, Νότιος Αφρική). Το 2000 άρχισε να εισάγει και μεγάλες ποσότητες από την Κίνα η οποία αποτελεί τη νέα αλματωδώς αναπτυσσόμενη παραγωγό χώρα με άκρως χαμηλές τιμές. Η προμήθεια του συνόλου των γρανιτών γίνεται σε επεξεργασμένη μορφή είτε πλάκας 2, 3, 4 cm κ.λπ., είτε σε τυποποιημένες διαστάσεις (καδρέτα). Μικρές ποσότητες γρανιτών επεξεργάζονται περαιτέρω στο εργοστάσιο της ΙΚΤΙΝΟΣ ΕΛΛΑΣ ΑΕ σε ειδικές εργασίες.

Ο πίνακας που παρατίθεται στη συνέχεια παρουσιάζει την εξέλιξη του κύκλου εργασιών ανά δραστηριότητα για την περίοδο 2001 - 2003 :

ΕΞΕΛΙΞΗ ΚΥΚΛΟΥ ΕΡΓΑΣΙΩΝ ΑΝΑ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ					
(ποσά σε χιλ. ευρώ)	2001	%επί του Συνολικού Κύκλου Εργασιών	2002	% επί του Συνολικού Κύκλου Εργασιών	2003
<i>A. Κύκλος Εργασιών Εσωτερικού</i>					
Βιομηχανικές δραστηριότητες	2.694,06	25,95%	3.290,78	28,08%	3.825,58
Εμπορικές δραστηριότητες	3.444,93	33,18%	4.269,73	36,44%	5.855,85
Παροχή υπηρεσιών	38,15	0,37%	20,44	0,17%	-
Λοιπές δραστηριότητες	-	-	-	-	-
<i>Σύνολο</i>	6.177,14	59,50%	7.580,95	64,70%	9.681,43
<i>B. Κύκλος Εργασιών Εξωτερικού</i>					
Βιομηχανικές δραστηριότητες	3.571,53	34,40%	3.300,01	28,16%	2.322,40
Εμπορικές δραστηριότητες	633,90	6,11%	836,36	7,14%	843,87
Παροχή υπηρεσιών	-	-	-	-	-
Λοιπές δραστηριότητες	-	-	-	-	-
<i>Σύνολο</i>	4.205,43	40,50%	4.136,37	35,30%	3.166,27
<i>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ</i>	10.382,57	100,00%	11.717,32	100%	12.847,7

11.4 Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων της ΙΚΤΙΝΟΣ Α.Ε.

Η εταιρεία Ικτίνος Ελλάς Α.Ε. εισήχθη στο Χρηματιστήριο Αθηνών το έτος 2001. Οι πωλήσεις της εταιρείας παρουσιάζουν αυξανόμενη πορεία καθ' όλη την διάρκεια της εξαετίας 1999 - 2004. Συγκεκριμένα, οι πωλήσεις αυξήθηκαν την εξαετία αυτή κατά 111,47%, που μεταφράζεται σε μέση ετήσια αύξηση 18,57%, ενώ τα κέρδη προ φόρων αυξήθηκαν κατά 52,95%. Παρόμοια πορεία με τις πωλήσεις παρουσιάζει και η εξέλιξη του κόστους πωληθέντων της εταιρείας, εφόσον την εξαετία 1999 - 2004 παρουσιάζει αύξηση κατά 118,39%.

Η εξέλιξη των αποτελεσμάτων της εταιρείας για την εξαετία 1999 - 2004 είναι η ακόλουθη:

ΙΚΤΙΝΟΣ ΕΛΛΑΣ ΑΕ			
	1999	2000	2001
Πωλήσεις	7.942.287,89	9.242.225,96	10.382.569,18
Κόστος Πωληθέντων	5.306.735,18	5.883.534,74	6.481.403,52
Έξοδα Διοικητικής Λειτουργίας	608.047,37	1.123.855,27	1.155.143,22
Έξοδα Λειτουργίας Διάθεσης	553.837,21	779.628,97	917.937,50
ΔΙΑΦΟΡΑ ΕΞΟΔΑ	393.139,21	469.599,82	324.690,00
ΔΙΑΦΟΡΑ ΕΣΟΔΑ	320.995,66	821.692,78	284.981,67
Τόκοι Έσοδα	181.654,10	4.966,21	11.839,15
Τόκοι Έξοδα	547.781,61	591.883,58	520.111,99
Αποσβέσεις	170.124,06	310.432,86	389.968,14
Καθαρό Αποτέλεσμα Χρήσης	1.035.397,06	1.220.382,58	1.280.103,77
Φόροι	332.754,06	404.705,46	462.504,68
Κέρδη προ Μεταβολών ΙΚ	702.643,00	815.677,12	817.599,09
Διαφορές Φορολογικού Ελέγχου	-31.256,56	0,00	-72.849,85
Κέρδη προς Διάθεση	671.386,44	815.677,12	744.749,24

ΙΚΤΙΝΟΣ ΕΛΛΑΣ ΑΕ			
	2002	2003	2004
Πωλήσεις	11.717.328,09	12.847.719,48	16.795.224,69
Κόστος Πωληθέντων	7.475.213,48	8.449.817,73	11.588.732,30
Έξοδα Διοικητικής Λειτουργίας	1.169.250,14	1.314.365,90	1.440.639,56
Έξοδα Λειτουργίας Διάθεσης	990.683,79	836.887,72	1.463.155,70
ΔΙΑΦΟΡΑ ΕΞΟΔΑ	403.581,43	229.845,65	134.451,98
ΔΙΑΦΟΡΑ ΕΣΟΔΑ	364.645,81	88.981,39	212.694,12
Τόκοι Έσοδα	12.177,95	11.508,68	3.389,67
Τόκοι Έξοδα	646.085,98	694.207,88	801.250,43
Αποσβέσεις	501.279,24	457.305,14	456.329,28
Καθαρό Αποτέλεσμα Χρήσης	1.409.337,03	1.423.084,67	1.583.078,51
Φόροι	500.391,67	502.887,37	666.591,45
Κέρδη προ Μεταβολών ΙΚ	908.945,36	920.197,30	916.487,06
Διαφορές Φορολογικού Ελέγχου	0,00	-45.373,00	0,00
Κέδρα προς Διάθεση	908.945,36	874.824,30	916.487,06

Με βάση τους ισολογισμούς της εταιρείας που παρουσιάζονται στο παράρτημα της παρούσας εργασίας υπολογίζονται οι βασικοί δείκτες της εταιρείας για την τετραετία 2001 - 2004 ως ακολούθως:

ΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

	2001	2002	2003	2004
Έμμεση Ρευστότητα	1,62	2,04	2,04	1,27
Άμμεση Ρευστότητα	0,85	1,15	1,12	0,75
Cash Ratio	0,07	0,12	0,11	0,05
Προβλεπ. Ημερήσιες Δαπάνες	26.310,62	29.677,58	32.140,85	43.440,26
Defensive interval Ratio	20,69	31,38	15,51	7,46

ΔΕΙΚΤΕΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ

	2001	2002	2003	2004
Απαιτήσεις	4,09	1,55	3,13	1,53
Περίοδος Είσπραξης Απαιτήσεων	89	236	117	239
Προμηθευτών	2,26	2,34	3,88	5,30
Περίοδος Πληρωμής				
Προμηθευτών	162	156	94	69
Αποθεμάτων	0,88	0,92	0,92	1,19
Περίοδος Πώλησης Αποθεμάτων	365	395	396	306
Λειτουργικός Κύκλος	454	631	513	544
Έμπορικός κύκλος	293	475	419	475

ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

	2001	2002	2003	2004
Αποδοτικότητα Συνολικών Κεφαλαίων	0,08	0,08	0,07	0,07
Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων	0,10	0,09	0,09	0,08
Δείκτης Χρηματοοικον. Μόχλευσης	1,24	1,16	1,18	1,11
ΔΕΙΚΤΗΣ DU PONT				
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού	0,42	0,40	0,41	0,47
Αποδοτικότητα Πωλήσεων	0,16	0,16	0,15	0,13
ΤΡΟΠΟΠΟΙΗΜΕΝΟΣ DU PONT				
Αποδοτικότητα Πωλήσεων	0,16	0,16	0,15	0,13
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού	0,42	0,40	0,41	0,47
Χρηματοοικονομική Μόχλευση	0,81	0,87	0,85	0,90

ΔΕΙΚΤΕΣ ΔΟΜΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

	2001	2002	2003	2004
Ξένα/Συνολικά	0,26	0,32	0,38	0,33
Ίδια/Ξένα Κεφάλαια	2,10	1,62	1,31	1,69
Ίδια/Συνολικά	0,55	0,52	0,50	0,56

ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ

	2001	2002	2003	2004
Earnings per Share	0,09	0,10	0,10	0,10
Dividendes per Share	0,03	0,05	0,07	0,04
Book Value per Share	1,66	1,68	1,73	2,29
Price / Earnings	57,71	35,96	30,02	20,79
Price / Book Value	3,08	2,07	1,68	0,87
Modified P/E	43,34	55,28	35,20	26,09
Modified P/BV	2,31	3,18	1,96	1,09
Αριθμός Μετοχών	9.251.000	9.392.500	9.526.700	9.526.700
Χρηματιστ. τιμή 31/12	5,10	3,48	2,90	2,00
Μέση Χρηματ. Τιμή Έτους	3,83	5,35	3,40	2,51

11.5 Υπολογισμός της αξίας της μετοχής της ΙΚΤΙΝΟΣ ΕΛΛΑΣ ΑΕ

Η αξία της μετοχής της εταιρείας υπολογίστηκε με την μέθοδο των αδέσμευτων ταμειακών ροών στην επιχείρηση για το χρονικό σημείο της 31/12/2004.

Η ανάλυση βασίστηκε σε αναμενόμενες λογιστικές καταστάσεις για την πενταετία 2005 - 2009. Για την περίοδο μετά το 2005 υπολογίστηκε μέση αύξηση των πωλήσεων κατά 6% ετησίως.

Τα στοιχεία του κόστους της επιχείρησης υπολογίστηκαν με βάση ιστορικά δεδομένα ανάλυσης του κόστους για την πενταετία 2000 - 2004. Το μέσο σταθμικό κόστος της επιχείρησης για την 31/12/2004 υπολογίστηκε ως εξής: Το **Beta της μετοχής** με βάση χρηματιστηριακά δεδομένα της τιμής της μετοχής για την τετραετία 2001 - 2004 σε σχέση με τις αντίστοιχες τιμές του Γενικού Δείκτη. Το **Risk Free Rate** υπολογίστηκε ως σταθμισμένος μέσος των εκδόσεων εντόκων γραμματίων τρίμηνης διάρκειας του Ελληνικού Δημοσίου για το έτος 2004. Το κόστος δανεισμού της επιχείρησης r_d υπολογίστηκε με βάση τα πραγματικά δεδομένα δανεισμού της επιχείρησης.

Με βάση τα ιστορικά δεδομένα υπολογίζονται οι παρακάτω τιμές των στοιχείων της κατάστασης αποτελεσμάτων και των ενεργητικών και παθητικών στοιχείων των αναμενόμενων Χρηματοοικονομικών καταστάσεων της εταιρείας για την πενταετία 2005 - 2009.

ΙΚΤΙΝΟΣ ΕΛΛΑΣ ΑΕ FORECASTING FREE CASH FLOWS	
sales growth	6,00%
cost of goods sold/sales	62,19%
Administ expen/sales	9,97%
Market. Expens/sales	7,84%
Αποσβέσεις/sales	4,36%
Διάφορα έξοδα/sales	2,85%
Διάφορα έσοδα/sales	3,34%
Ποσοστό Τόκων επί Δανείων	6,92%
Ποσοστό Τόκων επί Διαθεσιμών	1,81%
Φορολογικός Συντελεστής	35,50%
Δείκτης καταβαλ. Μερισμάτων	55,67%
Κυκλοφορούν Ενεργητικό/Sales	100,00%
Συμμετοχές/sales	56,54%
Καθαρά Πάγια/sales	44,52%
Βραχυπρόθεσμες Υποχ/sales	50,00%
Βραχυπ. Τραπεζ. Δανεισμός/sales	76,84%
Μακροπρόθεσμος Τραπεζικός Δανεισ.	6.450.000,00

Με βάση τα παραπάνω στοιχεία κατασκευάζονται οι αναμενόμενες λογιστικές καταστάσεις της εταιρείας για την πενταετία 2005 - 2009, δηλαδή ο ισολογισμός και η κατάσταση αποτελεσμάτων για κάθε μια από τις προ αναφερόμενες χρονιές (Pro Forma Statements).

Αναμενόμενα Αποτελέσματα Χρήσης 2005- 2006

	2004	2005	2006
Πωλήσεις	16.795.224,69	17.802.938,17	18.871.114,46
Κόστος Πωληθέντων	11.223.835,44	11.071.224,03	11.735.497,47
Έξοδα Διοικητικής Λειτουργ.	1.395.277,84	1.774.957,29	1.881.454,73
Έξοδα Λειτουργ. Διάθεσης	1.417.085,01	1.396.556,90	1.480.350,32
Αποσβέσεις	456.329,28	475.698,21	517.932,53
Τόκοι Έξοδα	801.250,43	946.793,08	1.003.600,66
Τόκοι Έσοδα	3.389,67	86.949,86	167.370,09
Διάφορα Έξοδα	134.451,98	507.103,70	537.529,92
Διάφορα Έσοδα	212.694,12	594.847,77	630.538,63
Κέρδη προ Φόρων	1.583.078,51	2.312.402,59	2.512.657,55
Φόροι	666.591,45	820.902,92	891.993,43
Κέρδη προς Διάθεση	916.487,06	1.491.499,67	1.620.664,12
Μερίσματα	666.869,00	830.364,20	902.274,06
Παρακρατημένα Κέρδη	249.618,06	661.135,47	718.390,06

Αναμενόμενα Αποτελέσματα Χρήσης 2007 - 2009

	2007	2008	2009
Πωλήσεις	20.003.381,33	21.203.584,21	22.475.799,26
Κόστος Πωληθέντων	12.439.627,32	13.186.004,96	13.977.165,26
Έξοδα Διοικητικής Λειτουργίας	1.994.342,01	2.114.002,53	2.240.842,68
Έξοδα Λειτουργίας Διάθεσης	1.569.171,34	1.663.321,62	1.763.120,91
Αποσβέσεις	563.426,63	611.650,38	662.767,55
Τόκοι Έξοδα	1.063.816,70	1.127.645,70	1.195.304,45
Τόκοι Έσοδα	165.918,34	164.245,28	162.336,94
Διάφορα Έξοδα	569.781,72	603.968,62	640.206,74
Διάφορα Έσοδα	668.370,95	708.473,21	750.981,60
Κέρδη προ Φόρων	2.637.504,90	2.769.708,89	2.909.710,21
Φόροι	936.314,24	983.246,66	1.032.947,12
Κέρδη προς Διάθεση	1.701.190,66	1.786.462,23	1.876.763,08
Μερίσματα	947.105,69	994.579,02	1.044.852,31
Παρακρατημένα Κέρδη	754.084,97	791.883,21	831.910,77

Αναμενόμενοι Ισολογισμοί 2005 - 2006

	2004	2005	2006
Διαθέσιμα	324.174,49	9.300.223,46	9.225.813,79
Κυκλοφορούν Ενεργητικό	21.708.323,57	17.802.938,17	18.871.114,46
Συμμετοχές	9.496.124,41	10.065.891,87	10.669.845,39
Πάγια	10.448.357,71	11.372.660,87	12.385.712,04
μείον: Αποσβέσεις	-2.971.608,47	-3.447.306,68	-3.984.836,60
Καθαρά Πάγια	7.476.749,24	7.925.354,19	8.400.875,45
Σύνολο Ενεργητικού	39.005.371,71	45.094.407,70	47.167.649,09
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	4.247.873,45	8.901.469,09	9.435.557,23
Τραπεζικές Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	6.455.081,44	13.679.386,33	14.500.149,51
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	6.450.000,00	0,00	0,00
Παρακρατημένα Κέρδη	8.639.728,69	9.300.864,16	10.019.254,22
Ίδια Κεφάλαια	13.212.688,13	13.212.688,13	13.212.688,13
Σύνολο Παθητικού	39.005.371,71	45.094.407,70	47.167.649,09

Αναμενόμενοι Ισολογισμοί 2005 - 2006

	2007	2008	2009
Διαθέσιμα	9.139.531,05	9.040.624,49	8.928.298,10
Κυκλοφορούν Ενεργητικό	20.003.381,33	21.203.584,21	22.475.799,26
Συμμετοχές	11.310.036,11	11.988.638,28	12.707.956,57
Πάγια	13.459.546,29	14.597.810,59	15.804.370,74
μείον: Αποσβέσεις	-4.554.618,32	-5.158.586,94	-5.798.793,67
Καθαρά Πάγια	8.904.927,97	9.439.223,65	10.005.577,07
Σύνολο Ενεργητικού	49.357.876,47	51.672.070,63	54.117.631,01
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	10.001.690,66	10.601.792,10	11.237.899,63
Τραπεζικές Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	15.370.158,48	16.292.367,98	17.269.910,06
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	0,00	0,00	0,00
Παρακρατημένα Κέρδη	10.773.339,19	11.565.222,41	12.397.133,18
Ίδια Κεφάλαια	13.212.688,13	13.212.688,13	13.212.688,13
Σύνολο Παθητικού	49.357.876,47	51.672.070,63	54.117.631,01

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ WACC

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ r_e

IKTINOS beta	0,8423
	-
A	0,00439
B	0,84232
r^2	0,08576

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ r_d

Euribor 1	
Year	2,28%
Spread	1,85%
Total	4,13%

Υπολογισμός

E(r_m)	14,37%
E(r_m) 2004	
r_f	2,14%
Tc	35,00%

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ WACC

E	19.053.400,00
D	12.905.081,44
1-Tc	32%
r_d	4,13%
r_e	12,95%

Με τη χρήση της SML

Cost of equity	12,44%	$r_f + b[E_{(rm)} - r_f]$
----------------	--------	---------------------------

WACC	8,85%
-------------	--------------

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΑΔΕΣΜΕΥΤΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ 2005 -2006

ΧΡΗΣΗ	2005	2006
Κέρδος μετά φόρων	1.491.499,67	1.620.664,12
πλέον αποσβέσεις	475.698,21	517.932,53
Μείον: αύξηση στο Κυκλοφορούν Ενεργητικό	3.905.385,40	-1.068.176,29
Πλέον: αύξηση στις Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσ	4.653.595,64	534.088,15
Μείον: Αύξηση στα Πάγια	-924.303,16	-1.013.051,17
πλέον ή μείον: Αύξηση στις συμμετοχές	-569.767,46	-603.953,51
πλέον: τόκοι δανείων μετά φόρων	610.681,53	647.322,43
Μείον: πιστωτικοί τόκοι μετά φόρων	-56.082,66	-107.953,71
Free cash flow	9.586.707,16	526.872,54

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΑΔΕΣΜΕΥΤΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ 2007 -2009

ΧΡΗΣΗ	2007	2008	2009
Κέρδος μετά φόρων	1.701.190,66	1.786.462,23	1.876.763,08
πλέον αποσβέσεις	563.426,63	611.650,38	662.767,55
Μείον: αύξηση στο Κυκ			
Ενεργητικό	-1.132.266,87	-1.200.202,88	-1.272.215,05
Πλέον: αύξηση στις Βραχυπ.Υποχ	566.133,43	600.101,44	636.107,53
Μείον: Αύξηση στα Πάγια	-1.073.834,24	-1.138.264,30	-1.206.560,16
πλέον ή μείον: Αύξηση στις			
συμμετ	-640.190,72	-678.602,17	-719.318,30
πλέον: τόκοι δανείων μετά φόρων	686.161,77	727.331,48	770.971,37
Μείον: πιστωτικοί τόκοι μετά φόρ	-107.017,33	-105.938,21	-104.707,32
Free cash flow	563.603,34	602.537,98	643.808,70

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου WACC	8,85%
Αξία Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών μετά την 31/12/2009	13.791.892,97
Καθαρή Παρούσα Αξία	19.562.589,89
πλέον: Διαθέσιμα 31/12/04	324.174,49
Αξία εταιρείας	19.886.764,38
μείον: Λογιστική Αξία Δανείων	12.905.081,44
Αποτίμηση εταιρείας	6.981.682,94
Σύνολο Μετοχών	9.526.700
Αποτίμηση μετοχής	0,73
Τιμή μετοχής 31/12/2004	2

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Η αξιολόγηση της οικονομικής αξίας της μετοχής που στηρίζεται στα δεδομένα της θεμελιώδους ανάλυσης (Fundamental Analysis evaluation), περιλαμβάνει τέσσερις εναλλακτικές προσεγγίσεις. Η πρώτη προσέγγιση περιλαμβάνει την αποτίμηση που βασίζεται στον υπολογισμό της τρέχουσας αξίας των παγίων που κατέχει η επιχείρηση. Η δεύτερη προσέγγιση στηρίζεται στην προεξόφληση των μελλοντικών αναμενόμενων ταμειακών ροών που είναι διαθέσιμες στην επιχείρηση και που τελικά μπορούν να δωθούν ως μέρισμα στους μετόχους. Η τρίτη προσέγγιση λαμβάνει υπόψη της την αξία άλλων παρόμοιων μετοχικών τίτλων και με βάση αυτήν γίνεται η αξιολόγηση της οικονομικής αξίας της μετοχής. Η τέταρτη και η πιο σύγχρονη μορφή αποτίμησης βασίζεται στην θεωρία αποτίμησης των Δικαιωμάτων (Option Pricing Theory).

Η προσέγγιση που βασίζεται στην προεξόφληση των μελλοντικών ροών όπως παρουσιάστηκαν στην μελέτη των περιπτώσεων αποτελούνται από τρεις κύριες κατηγορίες μοντέλων: Το μοντέλο της προεξόφλησης των αναμενόμενων μερισμάτων, το μοντέλο της προεξόφλησης των μελλοντικών αδέσμευτων ταμειακών ροών στην μετοχή και το μοντέλο της προεξόφλησης των μελλοντικών αδέσμευτων ταμειακών ροών στην επιχείρηση.

Εντούτοις, η χρησιμοποίηση των διαφορετικών μοντέλων στην περίπτωση της αποτίμησης της μετοχής της Α.Γ.Ε.Τ. ΗΡΑΚΛΗΣ έδωσε διαφορετικές τιμές στην «δίκαιη» αξία της μετοχής.

Τα αποτελέσματα της αξιολόγησης της μετοχής της Α.Γ.Ε.Τ. ΗΡΑΚΛΗΣ συνοψίζονται στους παρακάτω πίνακες:

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ PRO FORMA ANALYSIS ΤΗΣ Α.Γ.Ε.Τ. ΗΡΑΚΛΗΣ

	2002	2003	2004	2004p
Growth Rate	4,60%	5,51%	5,18%	2,00%
Earnings Growth	4,51%	5,21%	4,87%	1,05%
Dividend Growth	4,51%	5,21%	4,87%	1,05%
FCFE Growth	4,86%	5,13%	4,73%	0,93%
FCFF Growth	4,04%	4,86 %	4,53%	0,57%

Στον παραπάνω πίνακα η ένδειξη 2004p αναφέρεται στα δεδομένα όπως υπολογίζονται με βάση τις προβλεπόμενες πωλήσεις για το 2005 της ίδιας της Α.Γ.Ε.Τ. ΗΡΑΚΛΗΣ.

Με την συνδισσμένη χρήση λογιστικών και χρηματιστηριακών πληροφοριών στο παρακάτω πίνακα συνοψίζονται τα βασικά δεδομένα που προκύπτουν από την ανάλυση των τεχνικών μεγεθών της εταιρείας Α.Γ.Ε.Τ. ΗΡΑΚΛΗΣ και τα οποία αποτελούν την βάση για την αξιολόγηση της οικονομικής αξίας της μετοχής της εταιρείας.

ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΕΧΝΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ ΤΗΣ Α.Γ.Ε.Τ. ΗΡΑΚΛΗΣ

	2002	2003	2004
Beta	0,8080	0,8428	0,8297
R _f	2,97%	2,26%	2,14%
E(R _m)	13,47%	13,98%	14,37%
r _e	11,45%	12,14%	12,29%
r _d	5,26%	4,23%	4,20%
WACC	10,43%	11,68%	12,29%

Με την χρήση των αποτελεσμάτων από την ανάλυση των αναμενόμενων λογιστικών καταστάσεων και με την ανάλυση των τεχνικών μεγεθών της Α.Γ.Ε.Τ. ΗΡΑΚΛΗΣ υπολογίστηκε τέλος η δίκαιη αξία της μετοχής με έτος βάσης το 2002 το 2003 και το 2004, ενώ στο 2004 χρησιμοποιήθηκαν δυο εναλλακτικές προσεγγίσεις ανάπτυξης των πωλήσεων της εταιρείας, μια με βάση τα ιστορικά στοιχεία και μια με βάση τις προϋπολογισμένες πωλήσεις της Α.Γ.Ε.Τ. για το έτος 2005.

"ΔΙΚΑΙΗ" ΑΞΙΑ ΤΙΜΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ ΤΗΣ Α.Γ.Ε.Τ. ΗΡΑΚΛΗΣ

	DDM	FCFE	FCFF	Χρηματιστηριακή Τιμή 31/12/2004	Γενικός Δείκτης 31/12/2004
2002	2,92	5,47	4,70	6,38	1726,69
2003	3,77	7,33	5,44	7,80	2209,45
2004	5,22	8,50	8,24	9,08	2786,18
2004p	3,58	7,01	6,78	9,08	2786,18

Όπως παρατηρούμε και στον παραπάνω πίνακα, το κάθε εναλλακτικό μοντέλο αποτιμά διαφορετικά την οικονομική αξία της μετοχής. Αυτό οφείλεται ότι το μοντέλο που τελικά θα πρέπει να χρησιμοποιείται σε αυτού του είδους την αποτίμηση θα πρέπει να ταιριάζει με τα χαρακτηριστικά της μετοχής και συνεπώς και της εταιρείας της οποίας η μετοχή πρόκειται να αξιολογηθεί ως προς την οικονομική της αξία.

Κατ' αρχήν το μοντέλο της αποτίμησης με βάση τα αναμενόμενα μερίσματα προϋποθέτει ότι το ποσό που διανέμεται ως μέρισμα περιλαμβάνει όλο το ποσό που η επιχείρηση μπορεί να διανήμει ως τέτοιο. Αυτό βεβαίως απέχει αρκετά από την πραγματικότητα αφού όπως είναι γνωστό οι επιχειρήσεις συνήθως διανέμουν ως μέρισμα σημαντικά μικρότερο ποσό από αυτό που μπορούν τελικά να διανήμουν. Συνεπώς, η αποτίμηση με βάση την προεξόφληση των μελλοντικών μερισμάτων

αναμένεται να είναι σημαντικά μικρότερη από την αποτίμηση με βάση τις δύο εναλλακτικές μεθόδους (Προεξόφληση μελλοντικών αδέσμευτων ταμειακών ροών στην επιχείρηση και στην μετοχή)

Περαιτέρω, τόσο η μέθοδος της προεξόφλησης των μελλοντικών αδέσμευτων ταμειακών ροών στην μετοχή όσο και η μέθοδος της προεξόφλησης των μελλοντικών αδέσμευτων ταμειακών ροών στην επιχείρηση θα έπρεπε να αντικατοπτρίζουν την ίδια οικονομική αξία της μετοχής. Στην περίπτωση της μελέτης της Α.Γ.Ε.Τ. ΗΡΑΚΛΗΣ αυτή η αξία αν και είναι σχεδόν ταυτόσημη για κάθε χρονιά αποτίμησης δεν είναι ακριβώς ίδια. Αυτό οφείλεται στο ότι ο υπολογισμός της αξίας της μετοχής με βάση την μέθοδο της προεξόφλησης των μελλοντικών αδέσμευτων ταμειακών ροών στην επιχείρηση, προϋποθέτει την αφαίρεση από την συνολική αξία της επιχείρησης της τρέχουσας αξίας των δανείων της επιχείρησης κάτι που στην περίπτωση μας αυτό δεν ήταν απόλυτα εφικτό. Αυτό είναι ιδιαίτερα εμφανές για την αποτίμηση με έτος βάσης το 2004, όπου η εταιρεία δεν είχε δάνεια και η αξία της μετοχής όπως υπολογίστηκε με βάση τις δύο εναλλακτικές μεθόδους ήταν σχεδόν η ίδια, σε αντίθεση με το 2002 και το 2003 όπου η απόκλιση της τιμής είναι σημαντική.

Τέλος, το μεγάλο ερώτημα που τίθεται είναι γιατί η τιμή που υπολογίζεται με βάση τα θεμελιώδη αποκλίνει από την χρηματιστηριακή τιμή. Η απάντηση στο παραπάνω ερώτημα είναι σχετικά εύκολη στο βαθμό που η χρηματιστηριακή τιμή κάθε εταιρείας περιλαμβάνει στοιχεία που δεν αποτυπώνονται στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις της εταιρείας. Τέτοια στοιχεία είναι η φήμη και η πελατεία την οποία έχει αναπτύξει η επιχείρηση, τα έξοδα διαφήμισης, τα έξοδα εκπαίδευσης του προσωπικού της, πάγια τα οποία χρησιμοποιεί η επιχείρηση αλλά προέρχονται από χρηματοοικονομικές μισθώσεις, πιθανές υποχρεώσεις από δυσμενείς εξελίξεις δικών, υποχρεώσεις από την ενδεχόμενη συνταξιοδότηση προσωπικού ή

υποχρεώσεις από χρηματοοικονομικές μισθώσεις. Τα στοιχεία αυτά αναμένεται να επηρεάσουν τόσο τις μελλοντικές ταμειακές εισροές όσο και τις εκροές της επιχείρησης και που τελικά αποτελούν πληροφορίες που σε μια αποτελεσματική αγορά θα είχαν ενσωματωθεί στην τιμή της μετοχής.

Η αξιολόγηση της οικονομικής αξίας της μετοχής με βάση τα θεμελιώδη μεγέθη θα πρέπει να συνδιάζεται με τα δεδομένα της τεχνικής ανάλυσης, ώστε η τιμή της μετοχής να υπολογιστεί με περισσότερη ακρίβεια. Ένα τέτοιο θέμα αξιολόγησης της οικονομικής αξίας της μετοχής με συνδυασμό θεμελιώδους και τεχνικής ανάλυσης προτείνεται για περαιτέρω έρευνα προκειμένου να αξιολογηθεί η δυναμική αυτής της ανάλυσης.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ - ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική Βιβλιογραφία

Αληφαντής Γ., Λογιστικές εργασίες τέλους χρήσης, Αθήνα: Εκδόσεις Πάμισος, 2004

Αποστολόπουλος Ι., Ειδικά θέματα χρηματοδοτικής διοίκησης, Αθήνα: Εκδόσεις Σταμούλης, 1997

Βλάχος Γ. & Λουκάς Λ., Ανάλυση των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων, Αθήνα: Εκδόσεις Global Training, 2003

Γκίκας Δ., Η ανάλυση και η χρήση των λογιστικών καταστάσεων, Αθήνα: Εκδόσεις Ευγ. Μπένου, 1997

Γρηγοράκος Θ., Ανάλυση και ερμηνεία του Ελληνικού γενικού λογιστικού σχεδίου, Αθήνα: Εκδόσεις Σάκκουλα, 2004

ΕΛ.ΚΕ.ΠΑ, Το Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο, Αθήνα: 1987

Ευθυμόγλου Π. & Λαζαρίδης Ι., Χρηματοοικονομική ανάλυση λογιστικών καταστάσεων, Πειραιάς 2000

Καραθανάσης Γ., Βασικές Χρηματοοικονομικής διοίκησης & χρηματιστηριακές αγορές, Αθήνα: Εκδόσεις Ευγ. Μπένου, 2000

Νιάρχος Ν., Η ανάλυση και η χρήση των λογιστικών καταστάσεων, Αθήνα: Εκδόσεις Σταμούλης, 2004

Ομάδα Ορκωτών Ελεγκτών Λογιστών, Διεθνή λογιστικά πρότυπα, Αθήνα: Εκδόσεις Εθνικού και Καποδιστριακού Πανεπιστημίου Αθηνών, 2004

Παπαδάκη Α., Η Ανάλυση των Λογιστικών Καταστάσεων και η Πρόβλεψη της Τιμής των Μετοχών, Διδακτορική Διατριβή, Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών: 1996

Παπάς Α., Χρηματοοικονομική Λογιστική, Αθήνα: Εκδόσεις Ευγ. Μπένου, 1998

Ξενόγλωσση Βιβλιογραφία

Benninga S., Financial Modeling, The M.I.T. press 2000

Brealey R. - Myers S., Principles of Corporate Finance, McGraw - Hill Irwin, 2003

Brigham E. - Ehrhardt M., Financial Management. Theory and Practice, Thomson 2001

Copeland T - Koller T. - Murrin J., Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies, Wiley, 1996

Damodaran A., Investment Valuation, Tools and Techniques for determining the value of any asset. Wiley 1996

Elliot B. & Elliot J., Financial Accounting and Reporting, Prentice Hall 2004

Elton E. - Gruber M. - Brown S. - Goetzmann W., Modern Portfolio Theory and Investment Analysis, Wiley 2003

Financial Accounting Standards Board, Statement of Financial Accounting Concepts No 1: Objectives of Financial Reporting by business enterprises, FASB 1978

Financial Accounting Standards Board, Statement of Financial Accounting Concepts No 95: Statement of Cash Flows, FASB 1987

Foster G., Financial Statement Analysis, Prentice Hall International editions, 1986

International Accounting Standards Board, International Financial Reporting Standards, IASB publications 2004

Palepu K. - Healy P. - Bernard V., Business Analysis & Valuation, using financial statements, Thomson 2004

Penman S., Financial Statement Analysis & Security Valuation, McGraw - Hill Irwin, 2004

Price Waterhouse Coopers, Value Builder In House Manual, Corporate Finance & Recovery Service Line, 2002

Sharpe W. - Alexander G. - Bailey J., Investments, Prentice Hall editions, 1999

Wild J. - Bernstein L. - Subramanyam K., Financial Statement Analysis, McGraw Hill 2001

Αρθρογραφία

Abarbanell, J. & Bushee, B., 1997. Fundamental Analysis, Future Earnings, and Stock Prices. *Journal of Accounting Research* 35, 1-24.

Bernard, Victor L., and Jacob K. Thomas, 1990, Evidence that stock prices do not fully reflect the implications of current earnings for future earnings, *Journal of Accounting and Economics* 13, 305-40.

Dechow, P., 1994. Accounting Earnings and Cash flows as Measures of Firm Performance : The Role of Accounting Accruals, *Journal of Accounting and Economics*, 18, 3-42.

Fama, Eugene F., 1970. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work, *Journal of Finance* 25, 383-417.

Masulis, Ronald W., 1980. The effects of capital structure changes on security prices : A study of exchange offers, *Journal of Financial Economics* 8, 139-177.

Ohlson, j., Earnings, book values and dividends in security valuation. *Contemporary Accounting Research* 11, 1995, 661-687.

Ou, J. A., and S. H. Penman, 1989. Financial Statement Analysis and the prediction of stock returns. *Journal of Accounting and Economics* 11, 295-329.

Penman S. H., 1997, A synthesis of equity valuation techniques and the terminal value calculation of the dividend discount model, *Review of Accounting Studies* 2, 303-323.

Rayburn, J., The association of operating cash flow and accruals with security returns, *Journal of Accounting Research* 24, (Supplement 1986), 112-137.

Sloan, R.G., Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings?, *The Accounting Review* 71, 1996, 289-315.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Ισολογισμοί Εταιρειών