



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

## ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ:

ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΜΕΘΟΔΩΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΚΑΙ  
ΠΡΑΚΤΙΚΗ ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΟΥΣ ΣΤΙΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ  
CRETA FARMS (ΕΙΣΗΓΜΕΝΗ) ΚΑΙ ΥΦΑΝΤΗΣ Α.Ε. (ΜΗ  
ΕΙΣΗΓΜΕΝΗ)

ΓΙΑΝΝΑΚΑΣ ΙΑΣΩΝ-ΔΑΝΙΗΛ

ΠΕΙΡΑΙΑΣ 2016

## **ΠΕΡΙΛΗΨΗ**

Η παρούσα εργασία, αποτελεί μία προσπάθεια παράθεσης και ανάλυσης των βασικών μεθόδων αποτίμησης επιχειρήσεων, καθώς και η πρακτική εφαρμογή τους σε δύο πραγματικές επιχειρήσεις. Η διπλωματική εργασία ξεκινά με την παρουσίαση θεμελιωδών εννοιών της χρηματοοικονομικής θεωρίας όπως ο ορισμός της αξίας της επιχείρησης, οι λόγοι αποτίμησης μίας επιχείρησης κλπ. Εν συνεχεία, παρουσιάζονται οι βασικοί παράμετροι των μεθόδων αποτίμησης, όπως η υπολειμματική ταμειακή ροή, το μέρισμα, η τερματική αξία, ο ρυθμός ανάπτυξης. Στο κεφάλαιο τρία, γίνεται παράθεση των κύριων υποδειγμάτων αποτίμησης, ενώ στο επόμενο κεφάλαιο γίνεται εφαρμογή των υποδειγμάτων σε δύο γνωστές επιχειρήσεις του κλάδου τροφίμων, όπου καταλήγουμε σε μετρήσιμα αποτελέσματα. Τέλος, στο τελευταίο κεφάλαιο, γίνεται σύνοψη των αποτελεσμάτων, καθώς και η επιλογή της προσφιλέστερης μεθόδου για κάθε επιχείρηση.

## **ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ**

Αισθάνομαι την ανάγκη να ευχαριστήσω θερμά τους κάτωθι:

- Τον επιβλέποντα καθηγητή της διπλωματικής και αναπληρωτή καθηγητή χρηματοοικονομικών κ. Αρτίκη Παναγιώτη, για την καθοδήγηση και ενθάρρυνση που μου παρείχε καθ' όλη την διάρκεια της συγγραφής της παρούσας εργασίας.
- Τον υπεύθυνο του μεταπτυχιακού προγράμματος στην διοίκηση επιχειρήσεων, καθηγητή οργανωσιακής συμπεριφοράς και ανθρωπίνων πόρων κ. Χυτήρη Λεωνίδα, για την ευκαιρία που μου έδωσε να εμπλουτίσω τις γνώσεις μου, καθώς και για το ότι πίστεψε στις δυνατότητες μου.
- Τον Πρύτανη του Πανεπιστημίου Πειραιώς καθηγητή κ. Γεωργόπουλο Νικόλαο, τον οποίο είχα την τύχη να παρακολουθήσω στα μαθήματα των Πληροφοριακών Συστημάτων και στην Στρατηγική Επιχειρήσεων.
- Την οικογένεια μου, που μου συμπαραστέκεται πάντα σε όλες τις δυσκολίες.
- Τον αδερφικό μου φίλο που γνωρίζω πλέον των 30 ετών, αρχικελευστή του Λιμενικού Σώματος Βαχάρη Δημήτρη, ο οποίος πάντα με ενθάρρυνε στην προσπάθεια για περαιτέρω μόρφωση, και πάντα μου έλεγε ότι θα τα καταφέρω.
- Τον Υποδιευθυντή Κίνησης του Αμαξοστασίου Βοτανικού κ. Στέκα Ευστράτιο, που με βοήθησε ουσιαστικά με το ωράριο εργασίας μου.

## Περιεχόμενα

Πίνακας πινάκων .....	4
Πίνακας γραφημάτων .....	5
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1:ΕΙΣΑΓΩΓΗ .....	5
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ .....	8
2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ .....	8
2.2 ΤΙ ΕΙΝΑΙ Η ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ .....	9
2.3 ΠΩΣ ΥΠΟΛΟΓΙΖΟΥΜΕ ΤΗΝ ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ .....	9
2.4 ΠΕΔΙΑ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ ΣΤΗΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ .....	11
2.4.1 ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ .....	12
2.4.2 ΑΠΟΚΤΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ .....	13
2.4.3 ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ .....	13
2.4.4 ΝΟΜΙΚΟΙ ΚΑΙ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΟΙ ΛΟΓΟΙ .....	14
2.5 ΓΕΝΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ .....	14
2.5.1 ΕΠΙΔΙΩΚΟΜΕΝΟΙ ΣΤΟΧΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ .....	14
2.5.2 ΓΕΝΙΚΕΣ ΠΑΡΑΔΟΧΕΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ .....	15
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΠΑΡΑΜΕΤΡΟΙ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ .....	16
3.1 ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΗ ΤΑΜΕΙΑΚΗ ΡΟΗ .....	16
3.2 ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ .....	18
3.3 ΧΡΟΝΙΚΟΣ ΟΡΙΖΟΝΤΑΣ .....	20
3.4 ΡΥΘΜΟΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ .....	21
3.5 ΤΕΡΜΑΤΙΚΗ ΑΞΙΑ .....	24
3.6 ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ .....	25
3.6.1 Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ .....	25
3.6.2 ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ .....	25
3.6.3 ΚΟΣΤΟΣ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ .....	26
3.6.4 ΜΕΣΟ ΣΤΑΘΜΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ .....	28
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ .....	29
4.1 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ .....	29
4.1.1 ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ Ή ΜΗΔΕΝΙΚΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ .....	29
4.1.2 ΣΤΑΘΕΡΗΣ ΑΠΑΝΤΥΞΗΣ Ή GORDON GROWTH MODEL .....	30
4.1.3 ΔΙΑΦΟΡΕΤΙΚΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ .....	30
4.2 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ .....	31
4.2.1 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΠΡΟΣ ΤΗΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ .....	31

4.2.2 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΠΡΟΣ ΤΟΥΣ ΜΕΤΟΧΟΥΣ .....	34
4.3 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΗΣ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣ ΑΞΙΑΣ .....	36
4.4 ΣΧΕΤΙΚΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ .....	37
4.5.1 ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΑΣΤΕΣ ΚΕΡΔΩΝ .....	38
4.5.2 ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΑΣΤΕΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΑΞΙΑΣ .....	40
4.5.3 ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΑΣΤΕΣ ΕΣΟΔΩΝ .....	41
4.6 ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ .....	42
4.7 ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΗ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ .....	43
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΙΣΗΓΜΕΝΗΣ ΚΑΙ ΜΗ ΕΙΣΗΓΜΕΝΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΤΡΟΦΙΜΩΝ .....	45
5.1 Ο ΚΛΑΔΟΣ - ΑΓΟΡΑ .....	45
5.1.1 Ο ΚΛΑΔΟΣ ΤΩΝ ΤΡΟΦΙΜΩΝ .....	45
5.1.2 Ο ΚΛΑΔΟΣ ΤΩΝ ΑΛΛΑΝΤΙΚΩΝ .....	47
5.2 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ .....	49
5.2.1 CRETA FARMS .....	49
5.2.2 ΥΦΑΝΤΗΣ .....	50
5.3 ΒΑΣΙΚΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ .....	51
5.3.1 CRETA FARMS .....	51
5.3.2 ΥΦΑΝΤΗΣ .....	53
5.4 ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ CRETA FARMS .....	56
5.4.1 ΜΕΣΟ ΣΤΑΘΜΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ CRETA FARMS .....	56
5.4.2 ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΕΣ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΚΑΙ ΠΑΡΑΔΟΧΕΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ .....	57
5.4.3 ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ (DFCFF – DFCFE) ΚΑΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕΤΟΧΗΣ .....	59
5.4.4 ΣΧΕΤΙΚΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ CRETA FARMS .....	62
5.5 ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΥΦΑΝΤΗΣ .....	68
5.5.1 ΜΕΣΟ ΣΤΑΘΜΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΥΦΑΝΤΗΣ .....	68
5.5.2 ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΕΣ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΚΑΙ ΠΑΡΑΔΟΧΕΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ .....	69
5.5.3 ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ (FCFF – FCFE) ΚΑΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕΤΟΧΗΣ .....	70
5.5.4 ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ .....	72
5.5.5 ΣΧΕΤΙΚΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕΤΟΧΗΣ .....	72
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ – ΕΠΙΛΟΓΗ ΤΗΣ ΠΡΟΣΦΙΛΕΣΤΕΡΗΣ ΜΕΘΟΔΟΥ 79	
6.1 ΑΙΤΙΟΛΟΓΗΜΕΝΗ ΕΠΙΛΟΓΗ ΜΕΘΟΔΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ 79	

6.2 ΑΙΤΙΟΛΟΓΗΜΕΝΗ ΕΠΙΛΟΓΗ ΜΕΘΟΔΟΥ ΓΙΑ ΤΗΝ ΜΗ ΕΙΣΗΓΜΕΝΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ	81
6.3 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΑΠΟ ΤΗΝ ΧΡΗΣΗ ΤΩΝ ΣΥΓΚΕΚΡΙΜΕΝΩΝ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ	82
Βιβλιογραφία	87
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ	89
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1: Οικονομικές καταστάσεις Creta Farms 2011-2014	89
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 2: Μηνιαίες τιμές και αποδόσεις μετοχής Creta Farms και Γενικού Δείκτη	93
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 3: Οικονομικές καταστάσεις ΥΦΑΝΤΗΣ 2011-2014	95

### **Πίνακας πινάκων**

Πίνακας 1: Βασικά οικονομικά στοιχεία για την Creta Farms 2011-2014	53
Πίνακας 2: Βασικά οικονομικά στοιχεία για την εταιρεία ΥΦΑΝΤΗΣ 2011-2014	55
Πίνακας 3: Προεξόφληση ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση Creta Farms	59
Πίνακας 4: Προεξόφληση ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους Creta Farms	61
Πίνακας 5: Συγκριτικά στοιχεία εταιρειών του κλάδου των τροφίμων 2014	66
Πίνακας 6: Προεξόφληση ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση ΥΦΑΝΤΗΣ	70
Πίνακας 7: Προεξόφληση ελεύθερων ταμειακών ροών προς του μετόχους ΥΦΑΝΤΗΣ	71
Πίνακας 8: Οικονομικά στοιχεία και αριθμοδείκτες του κλάδου τροφίμων 2014	77
Πίνακας 9: Σύγκριση μεθόδων αποτίμησης μετοχής Creta Farms	83
Πίνακας 10: Σύγκριση μεθόδων αποτίμησης μετοχής ΥΦΑΝΤΗΣ	84

## **Πίνακας γραφημάτων**

Γράφημα 1: Πωλήσεις Creta Farms 2011-2014.....	51
Γράφημα 2: Καθαρά Αποτελέσματα Creta Farms 2011-2014.....	52
Γράφημα 3: Πωλήσεις ΥΦΑΝΤΗΣ 2011-2014.....	54
Γράφημα 4: Καθαρά Αποτελέσματα ΥΦΑΝΤΗΣ 2011-2014.....	55

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

Οι άνθρωποι, ακόμη και στις απλές, καθημερινές τους συναλλαγές, προσπαθούν διαισθητικά να αποτιμήσουν την αξία ενός προϊόντος σε σχέση με το αντίτιμο που καταβάλλουν . Δηλαδή, κατά μία έννοια, προβαίνουν σε μία διαδικασία αποτίμησης της αγοράς που πραγματοποίησαν. Είναι προφανές ότι η διαδικασία αποτίμησης στις επιχειρήσεις, είναι μία σύνθετη και περίπλοκη διαδικασία. Και αυτό γιατί μία επιχείρηση είναι μία «μηχανή» που μετατρέπει εισροές με την βοήθεια των παραγωγικών συντελεστών σε εκροές, δηλαδή αγαθά και υπηρεσίες. Ο κλάδος που μία επιχείρηση δραστηριοποιείται, το μέγεθος της, τα περιουσιακά στοιχεία που διαθέτει, οι οικονομικοί δείκτες και τα αποτελέσματά της, σε συνδυασμό με την πλειάδα των μεθόδων αποτίμησης που είναι διαθέσιμοι, κάνουν την αποτίμηση ενός οργανισμού μία ιδιαίτερος προκλητική, ριψοκίνδυνη αλλά και συναρπαστική διαδικασία. Ο συνδυασμός της πολυπλοκότητας ενός οργανισμού και της επιλογής της κατάλληλης μεθόδου αποτίμησης, κέντρισαν το ενδιαφέρον μου και με ώθησαν στην επιλογή του συγκεκριμένου θέματος στην διπλωματική εργασία.

Η εκπόνηση της παρούσας διπλωματικής επιδιώκει την ανάλυση και την εφαρμογή διάφορων τεχνικών αποτίμησης επιχειρήσεων. Η ανάγκη για αποτίμηση είναι μεγάλη και μπορεί να πηγάζει από διάφορες συνθήκες και πλευρές. Σε κάθε περίπτωση ανάλογα τις επιδιώξεις και τα δεδομένα μπορούν να χρησιμοποιηθούν

διαφορετικές τεχνικές που όμως επειδή στηρίζονται και σε υποκειμενικούς παράγοντες μπορούν να αποδώσουν διαφορετικά πορίσματα. Έτσι η αξιοπιστία μιας αποτίμησης, αφενός θα πρέπει να στηρίζεται στους βασικούς κανόνες που ισχύουν για την αποτίμηση και αφετέρου να συνδυάζεται με την διορατικότητα και την εμπειρία του αναλυτή.

Στο πρώτο κεφάλαιο, γίνεται μία γενική εισαγωγή στην παρούσα εργασία. Στο δεύτερο κεφάλαιο της μελέτης αποτυπώνονται οι βασικές έννοιες σχετικά με την αποτίμηση και την έννοια της αξίας μιας επιχείρησης. Επίσης αναφέρονται τα πεδία στα οποία εφαρμόζεται η αποτίμηση που σχετίζονται με τους λόγους και τις επιδιώξεις των αναλυτών. Στο τέλος του δεύτερου κεφαλαίου παρουσιάζονται γενικά στοιχεία για την αποτίμηση, όπως οι επιδιωκόμενοι στόχοι και οι γενικές παραδοχές που εφαρμόζονται κατά την αποτίμηση.

Η ανάλυση των παραμέτρων των υποδειγμάτων, κυρίως όσων αναφέρονται στην προεξόφληση μελλοντικών ροών, αναλύονται στο τρίτο κεφάλαιο. Πιο συγκεκριμένα αναλύονται οι έννοιες της υπολειμματικής ταμειακής ροής, ο χρονικός ορίζοντας της αποτίμησης, ο ρυθμός ανάπτυξης και η τερματική αξία των ταμειακών ροών. Σημαντικό κομμάτι του κεφαλαίου είναι η ανάλυση του υπολογισμού του κόστους κεφαλαίων (ιδίων, ξένων και μέσο σταθμικού) αφού αποτελούν καθοριστικό παράγοντα για την ορθή αποτίμηση.

Στο τέταρτο κεφάλαιο παρουσιάζονται οι πλέον διαδεδομένες τεχνικές αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων και ειδικότερα των μετοχών των επιχειρήσεων. Αρχικά αναλύεται το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων ανάλογα τον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξής τους (μηδενική ανάπτυξη, σταθερή ανάπτυξη, διαφορετικής ανάπτυξης). Στην συνέχεια παρουσιάζεται το υπόδειγμα προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών των επιχειρήσεων αλλά και των μετόχων. Επίσης αναφορά γίνεται στο υπόδειγμα της προσαρμοσμένης παρούσας αξίας, της σχετικής αποτίμησης (υπό διαφορετικές προσεγγίσεις) και της αποτίμησης με βάση τα στοιχεία

του Ενεργητικού. Τέλος γίνεται ειδική αναφορά για τις δυσκολίες και την διαφορετική προσέγγιση που θα πρέπει να επιδεικνύεται κατά την αποτίμηση εταιρειών μη εισηγμένων στο χρηματιστήριο, αφού παρουσιάζουν κάποιες ιδιαιτερότητες σε σχέση με την εφαρμογή των μοντέλων.

Το πέμπτο κεφάλαιο αποτελεί την πρακτική εφαρμογή των προσφιλέστερων μεθόδων αποτίμησης. Πιο συγκεκριμένα αποτιμώνται δύο εταιρείες του κλάδου των τροφίμων και ειδικότερα των αλλαντικών, η Creta Farms της οποίας οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών και η ΥΦΑΝΤΗΣ που δεν είναι εισηγμένη. Εκτός από την συνοπτική παρουσίαση των χαρακτηριστικών του κλάδου και των εξεταζόμενων εταιρειών παρουσιάζονται και βασικά ιστορικά οικονομικά μεγέθη των δύο εταιρειών που στην πλειοψηφία τους θα βοηθήσουν την διαδικασία της αποτίμησης και θα δώσουν μια πρώτη εικόνα για την πορεία και την θέση τους στην αγορά. Εν συνεχεία πραγματοποιείται η αποτίμηση εφαρμόζοντας μεθόδους που κρίνεται ότι θα αποδώσουν σημαντικά ευρήματα για την αξία της κάθε εταιρείας και είναι εφικτό να εφαρμοστούν.

Η εργασία ολοκληρώνεται με την αιτιολόγηση της επιλογής και χρήσης των μεθόδων που εφαρμόστηκαν στην αποτίμηση κάθε μιας εταιρείας, αλλά αιτιών που επέτρεψαν την εφαρμογή άλλων. Εν κατακλείδι αποτυπώνονται τα συμπεράσματα που διεξάγονται από την χρήση των συγκεκριμένων υποδειγμάτων και αναφέρονται είτε στην αποτίμηση, αυτή καθ' αυτή των μετοχών είτε σε γενικότερα συμπεράσματα που διεξάγονται από την πρακτική εφαρμογή των υποδειγμάτων.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

### 2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ

1. Η αποτίμηση των επιχειρήσεων εν μέρει είναι τέχνη, αν και από κάποιους προτιμάται ο όρος «κρίση και εν μέρει επιστήμη». (Link, A. N. & Boger, M. B., 1999. *The Art and Science of Business Valuation*. σελ 29).

Η επιστήμη της αποτίμησης των επιχειρήσεων περιλαμβάνει αρκετές διαστάσεις και καταπιάνεται με διάφορα, όπως:

- Την τήρηση των γενικών λογιστικών κανόνων και αρχών καθώς και την παρουσίαση των χρηματοοικονομικών δεδομένων μιας επιχείρησης.
- Κατάταξη των γεγονότων που σχετίζονται με την ιστορική ανάπτυξη της επιχείρησης.
- Προβολή των παρελθόντων γεγονότων σε μελλοντικές περιόδους.
- Υπολογισμό διάφορων αριθμοδεικτών αξιολόγησης και στατιστικών μοντέλων.

Ενώ η τέχνη της αποτίμησης των επιχειρήσεων πραγματεύεται με έννοιες όπως:

- Κατανόηση της οικονομικής διάστασης της αποδοτικότητας των παραγωγικών περιουσιακών στοιχείων, σε σύγκριση με την αποσβέσιμη αξία τους.
  - Κατανόηση της οικονομικής διάστασης του κλάδου που δραστηριοποιείται η επιχείρηση που αξιολογείται.
  - Επιλογή της κατάλληλης μεθόδου αποτίμησης ή της στατιστικής μεθόδου ανάλογα την περίπτωση.
  - Κατανόηση των περιορισμών και των ιδιοτήτων της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης των συγκρινόμενων επιχειρήσεων.
  - Κατανόηση του οικονομικού περιβάλλοντος για την καλύτερη αξιοποίηση των χρηματοοικονομικών πληροφοριών.
2. Ο καθορισμός της αξίας έχει ιδιαίτερη σημασία σε μια οικονομία, δεδομένου ότι «οι επενδύσεις πραγματοποιούνται αποσκοπώντας στην απολαβή οφέλους που θα ξεπεράσει την αξία της επένδυσης και θα αποζημιώσει για τον

αναληφθέντα κίνδυνο».( Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D., 2010. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* σελ. 55)

Αυτό ισχύει για όλες τις επενδύσεις, ενώ η ικανότητα και ο βαθμός που μια επιχείρηση δημιουργεί αξία για τους μετόχους της καθορίζεται ανάλογα με τα μέτρα που εφαρμόζονται. Η αξία αποτελεί ένα ιδιαίτερα χρήσιμο μέτρο, περισσότερο αντικειμενικό από άλλες μετρήσεις ποσοτικές όπως τα καθαρά κέρδη, ή ποιοτικές, όπως ο βαθμός ικανοποίησης των εργαζόμενων.

## **2.2 ΤΙ ΕΙΝΑΙ Η ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ**

Η αξία ενός περιουσιακού στοιχείου ορίζεται ως το μέγεθος που καταδεικνύει την συνολική αξία των περιουσιακών στοιχείων μιας οικονομικής μονάδας. Η αξία μιας επιχείρησης «ορίζεται ως το πρότυπο μέτρο της αξίας που χρησιμοποιείται για την αποτίμηση». (ValuAdder, 2015) <http://www.valuadder.com/glossary/business-value-definition.html>. Με αυτόν τον τρόπο καθορίζεται ένα μέτρο κοινό για όλους, ώστε να προσδιοριστεί η αξία.

Η αξία μιας επιχείρησης δεν θα πρέπει να συγχέεται με την τιμή, αφού σε αρκετές περιπτώσεις είναι διαφορετική. Στις εξαγορές επιχειρήσεων « η τιμή μπορεί να διαφοροποιείται ανάλογα τον αγοραστή και τις επιδιώξεις του, και καθορίζεται μεταξύ αγοραστή και πωλητή». (Fernandez, P. 2015. *Company Valuation Methods*, σελ.45).

## **2.3 ΠΩΣ ΥΠΟΛΟΓΙΖΟΥΜΕ ΤΗΝ ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ**

Για την αποτίμηση μιας επιχείρησης μπορούν να χρησιμοποιηθούν διαφορετικές προσεγγίσεις ανάλογα με αποτιμώμενο πεδίο και τις συνθήκες. Για την αποτίμηση των επιχειρήσεων χρησιμοποιούνται ποσοτικά μοντέλα, αλλά τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται αφήνουν πολλά περιθώρια για υποκειμενικές κρίσεις. Έτσι τα τελικά δεδομένα είναι επηρεασμένα από «διάφορους υποκειμενικούς παράγοντες».

(Damodaran, 2012 Investment Valuation σελ.18). Επίσης λαμβάνοντας υπόψη ότι οι αναλυτές κατά την αποτίμηση μιας επιχείρησης λαμβάνουν πληροφορίες και απόψεις, γι' αυτή από διάφορες μεριές είναι φυσικό να υπάρχει ο υποκειμενικός παράγοντας στην όλη διαδικασία. Για την ελαχιστοποίηση της υποκειμενικότητας κατά την αποτίμηση, σκόπιμο είναι να:

- αποφεύγονται οι δημόσιες θέσεις σχετικά με την αξία της επιχείρησης, πριν την ολοκλήρωση της διαδικασίας. Σε αρκετές περιπτώσεις η απόφαση για το αν μια επιχείρηση είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη λαμβάνεται πολύ πριν την ολοκλήρωση της αποτίμησης με συνέπεια να προκαλείται προκατάληψη στην ανάλυση.
- ελαχιστοποιείται ο βαθμός των όσων διακυβεύονται από την έκβαση της αποτίμησης και οι αναλυτές να μην επηρεάζονται επί της ουσίας από το αποτέλεσμα.

Η αξία μιας επιχείρησης μπορεί να προσδιοριστεί με διαφορετικές προσεγγίσεις, οι βασικότερες εκ των οποίων είναι: (Fernandez, P. 2015. Company Valuation Methods, σελ.68).

1. Με την εφαρμογή μεθόδων που στηρίζονται στα στοιχεία του Ισολογισμού μιας επιχείρησης. Με αυτές τις μεθόδους η αξία της επιχείρησης καθορίζεται με βάση τον υπολογισμό της αξίας των επιμέρους περιουσιακών στοιχείων. Ο καθορισμός της αξίας σε αυτές τις περιπτώσεις είναι συνήθως στατικός και δεν λαμβάνει υπόψη πιθανές μελλοντικές εξελίξεις, την διαχρονική αξία του χρήματος και άλλες συνθήκες που μπορεί να επηρεάσουν την αξία, όπως οργανωτικά προβλήματα, την τρέχουσα κατάσταση και τις προοπτικές του κλάδου, τους ανθρώπινους πόρους, κλπ. Κάποιες από τις μεθόδους που στηρίζονται στα στοιχεία του Ισολογισμού είναι η Λογιστική Αξία, η Προσαρμοσμένη Λογιστική Αξία, η Αξία Ρευστοποίησης, η Αξία Αντικατάστασης, κλπ

2. Μέθοδοι που βασίζονται στα στοιχεία της Κατάστασης Αποτελεσμάτων μιας επιχείρησης, όπου καθορίζουν την αξία μιας επιχείρησης με βάση το μέγεθος των κερδών, των πωλήσεων ή άλλων ενδείξεων. Στην κατηγορία αυτών των μεθόδων εντάσσονται οι μέθοδοι της Αξίας των Κερδών, της Αξίας των Μερισμάτων, του πολλαπλασιαστή των πωλήσεων, αλλά και άλλων πολλαπλασιαστών.
3. Μέθοδοι βασισμένες στην υπεραξία της επιχείρησης.
4. Μέθοδοι προεξόφλησης ταμειακών ροών, σύμφωνα με τις οποίες η αξία της επιχείρησης προσδιορίζεται από την παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών τους ροών, ανάλογα με τον κίνδυνο που ενέχουν.

## **2.4 ΠΕΔΙΑ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ ΣΤΗΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

Η αποτίμηση μπορεί να εφαρμοστεί και να φανεί χρήσιμη σε διάφορους τομείς, ενώ μπορεί να « διαφοροποιηθεί ανάλογα το πεδίο εφαρμογής» ( Damodaran A. 2001 Investment Valuation. Second Edition σελ.104) Η αποτίμηση μπορεί να χρησιμοποιηθεί στις ακόλουθες περιπτώσεις: (Fernandez, P. 2015. Company Valuation Methods, σελ.99).

- κατά την αγορά ή την πώληση λειτουργικών τμημάτων επιχειρήσεων
- στην αγοραπωλησία μετοχών
- σε δημόσιες προσφορές
- σε περιπτώσεις όπου με βάση την αξία καθορίζεται η αμοιβή, όπως στις περιπτώσεις διοικητικών στελεχών
- σε αποφάσεις στρατηγικής σημασίας
- στον στρατηγικό προγραμματισμό
- σε κληρονομίες

Η αποτίμηση κυρίως εφαρμόζεται στην διαχείριση χαρτοφυλακίων, στην περίπτωση της «απόκτησης (ή πώλησης) επιχειρήσεων αλλά και στην εταιρική

χρηματοδότηση» (Damodaran A. 2001 Investment Valuation. Second Edition σελ.88).

#### **2.4.1 ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ**

Στην διαχείριση χαρτοφυλακίων η αποτίμηση εξαρτάται από την επενδυτική φιλοσοφία του επενδυτή, αφού σε παθητικές διαχειρίσεις δεν διαδραματίζει σπουδαίο ρόλο. Αντίθετα μεγαλύτερης σημασίας είναι η αποτίμηση στην ενεργητική διαχείριση των χαρτοφυλακίων αν και η φύση και ο ρόλος της αποτίμησης διαφοροποιείται ανάλογα τα «χαρακτηριστικά των εκάστοτε επενδυτών» (Damodaran A. 2001 Investment Valuation. Second Edition σελ.65).

Στην θεμελιώδη ανάλυση η ουσία έγκειται στην εύρεση της αξίας μιας επιχείρησης πάντα σε συνδυασμό με τα οικονομικά χαρακτηριστικά της, όπως τις προοπτικές ανάπτυξης, τον κίνδυνο στον οποίο είναι εκτεθειμένη και τις ταμειακές ροές της. Η συγκεκριμένη αποτίμηση χρησιμοποιείται για την χάραξη μιας μακροπρόθεσμης στρατηγικής για τις επενδύσεις και στηρίζεται στις ακόλουθες παραδοχές:

- Η σχέση μεταξύ της αξίας και των οικονομικών παραγόντων μπορεί να μετρηθεί.
- Η σχέση της αποτίμησης και των θεμελιωδών στοιχείων είναι σταθερή κατά την διάρκεια του χρόνου.
- Τυχόν αποκλίσεις σε αυτή την σχέση μακροπρόθεσμα διορθώνονται.

Στην θεμελιώδη ανάλυση στην διαχείριση χαρτοφυλακίων, οι αναλυτές χρησιμοποιούν διάφορα μοντέλα αποτίμησης, όπως το μοντέλο της προεξόφλησης των ταμειακών ροών, πολλαπλασιαστές, αριθμοδείκτες, κλπ.

Στις περιπτώσεις αγοραστών επιχειρήσεων με δικαιοχρηση, όπου εκεί η αποτίμηση επικεντρώνεται σε λίγες επιχειρήσεις και το ενδιαφέρον στρέφεται σε υποτιμημένες επιχειρήσεις και στο ύψος της μελλοντικής αξίας που μπορεί να αποκτηθεί κυρίως από την αναδόμηση της επιχείρησης.

## **2.4.2 ΑΠΟΚΤΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

Στις περιπτώσεις αγοράς ή πώλησης επιχειρήσεων η αποτίμηση διαδραματίζει σπουδαίο ρόλο, δεδομένου ότι θα πρέπει να καθοριστεί μια δίκαιη τιμή για την προσφορά που θα εξυπηρετεί τόσο την επιχείρηση στόχο όσο και την αγοράζουσα εταιρεία. Η αποτίμηση σε τέτοιες περιπτώσεις λαμβάνει υπόψη και εξετάζει και άλλους παράγοντες. Αρχικά μελετώνται οι οικονομικές επιπτώσεις της συνέργειας των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων, για τις οποίες γίνεται προσπάθεια να ποσοτικοποιηθούν για την λήψη της απόφασης του ύψους της προσφοράς. Επίσης εξετάζονται οι επιπτώσεις στην αξία της επιχείρησης στόχου από τις αλλαγές στην διοίκησή της και την αναδιάρθρωση των λειτουργιών της, ώστε να καθοριστεί μια δίκαιη προσφορά (η διαδικασία αυτή είναι ιδιαίτερα δύσκολη σε εχθρικές εξαγορές).

Η αποτίμηση σε εξαγορές σε μεγάλο βαθμό επηρεάζεται από τις γενικότερες συνθήκες και μπορεί το αποτέλεσμά της να καθοριστεί πλασματικά ή μεροληπτικά. Για παράδειγμα σε εχθρικές εξαγορές, οι επιχειρήσεις στόχος ενδέχεται να είναι υπερβολικά αισιόδοξες για την αξία της επιχείρησης, σε μια προσπάθεια αποτροπής των μετόχων για την επικείμενη εξαγορά. Όμοια οι εξαγοράζουσες εταιρείες, για στρατηγικούς λόγους, μπορούν να ασκήσουν πιέσεις σε αναλυτές για την διεξαγωγή αποτελεσμάτων αποτίμησης που να τους ευνοούν.

## **2.4.3 ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

Οι οικονομικές αποφάσεις, η στρατηγική της επιχείρησης και η αξία της επιχείρησης θα πρέπει να καθοριστούν σε περιπτώσεις χρηματοδότησης επιχειρήσεων όταν επιδιώκεται η μεγιστοποίηση της αξίας της. Όλο και περισσότερο τα τελευταία χρόνια οι επιχειρήσεις στρέφονται σε εταιρείες παροχής συμβουλευτικών υπηρεσιών αναζητώντας τον τρόπο για την αύξηση της αξίας τους. Σε αρκετές περιπτώσεις οι προτάσεις εστιάζουν στην αναδιάρθρωση των επιχειρήσεων.

Η αξία μιας επιχείρησης σε μεγάλο βαθμό συνδέεται με τις πολιτικές και στρατηγικές που έχει υιοθετήσει και αποφάσεις για την οικονομική και μερισματική πολιτική της. Σε τέτοιες περιπτώσεις η ανάλυση και η κατανόηση αυτών των αποφάσεων μπορεί να αποτελέσει τον καθοριστικό παράγοντα για την λήψη αποφάσεων σχετικά με την αύξηση της αξίας της επιχείρησης αλλά και την ορθολογική χρηματοοικονομική αναδιάρθρωσή της.

#### **2.4.4 ΝΟΜΙΚΟΙ ΚΑΙ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΟΙ ΛΟΓΟΙ**

Όσο κοινότυπο και αν ακούγεται οι περισσότερες αποτιμήσεις, κυρίως των μη εισηγμένων εταιρειών, γίνονται για «φορολογικούς ή νομικούς λόγους» (Damodaran A. 2001 Investment Valuation. Second Edition σελ.80). Η αξία της επιχείρησης θα πρέπει να εκτιμάται κάθε φορά που ένας εταίρος εισέρχεται στην εταιρεία ή ένας παλαιός αποσύρεται, αλλά και σε περιπτώσεις που οι ιδιοκτήτες αποφασίζουν να διακόψουν την συνεργασία τους.

Για φορολογικούς λόγους οι επιχειρήσεις αποτιμώνται κυρίως στις περιπτώσεις που υπάρχει ακίνητη υπό φορολόγηση περιουσία, αλλά και όταν κάποιος από τους ιδιοκτήτες αποβιώσει ή βρίσκεται σε κάποια δικαστική διαμάχη διαζυγίου. Παρά το γεγονός ότι η αποτίμηση δεν θα πρέπει να διαφοροποιείται ανάλογα τον λόγο, παρόλα αυτά σε περιπτώσεις νομικών διαδικασιών η αξία μιας επιχείρησης προσδιορίζεται ανάλογα με το ποια τιμή το δικαστήριο θα κάνει αποδεκτή ανεξάρτητα αν προσεγγίζει την σωστή αξία αποτίμησης.

### **2.5 ΓΕΝΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ**

#### **2.5.1 ΕΠΙΔΙΩΚΟΜΕΝΟΙ ΣΤΟΧΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ**

Η πλειοψηφία των αναλυτών συγκλίνει ότι η αποτίμηση να πρέπει να εκπληρώνει τους ακόλουθους στόχους:

- Η πληροφόρηση για την αποτιμώμενη επιχείρηση να είναι κατά το δυνατό πληρέστερη και εύχρηστη.

- Οι παρεχόμενες πληροφορίες να στηρίζονται σε στοιχεία.
- Οι εκτιμήσεις να έχουν λογική βάση.
- Όπου υπάρχουν περιορισμοί ή ελλείψεις σε στοιχεία κατά την αποτίμηση θα πρέπει να αναφέρονται με σαφήνεια.

## 2.5.2 ΓΕΝΙΚΕΣ ΠΑΡΑΔΟΧΕΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Παρά το γεγονός ότι οι αναλυτές χρησιμοποιούν μια μεγάλη γκάμα μεθόδων αποτίμησης (από τις πιο απλές έως τις πλέον εξελιγμένες), στην πλειοψηφία τους μοιράζονται «κοινά χαρακτηριστικά» (Damodaran A. 2001 Investment Valuation. Second Edition σελ.169). Κατά την αποτίμηση μιας επιχείρησης, ανεξάρτητα με την μέθοδο που επιλέγεται θα πρέπει να αναλύονται τα ακόλουθα ώστε να ελαχιστοποιούνται οι αποκλίσεις στα αποτελέσματα αποτίμησης:

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



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΠΑΡΑΜΕΤΡΟΙ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ

### 3.1 ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΗ ΤΑΜΕΙΑΚΗ ΡΟΗ

Η μέτρηση της κερδοφορίας μιας επιχείρησης μπορεί να προσδιοριστεί υπό το πρίσμα των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση ή των ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους. Στην πρώτη περίπτωση υπολογίζονται οι ελεύθερες ταμειακές ροές των λειτουργικών κερδών μετά φόρους, ενώ στην δεύτερη από τα καθαρά κέρδη. Στην αποτίμηση των επιχειρήσεων τόσο τα λειτουργικά κέρδη όσο και τα καθαρά κέρδη έτσι όπως παρουσιάζονται στις λογιστικές καταστάσεις δεν ανταποκρίνονται πλήρως στην πραγματική κερδοφορία των επιχειρήσεων, εξαιτίας των περιορισμών των λογιστικών κανόνων. Επιπρόσθετα τα αποτελέσματα των επιχειρήσεων θα πρέπει να «επικαιροποιηθούν στο παρόν δεδομένου ότι οι επιχειρήσεις μεταβάλλονται με την πάροδο του χρόνου» (Damodaran, 2012 Investment Valuation σελ.329).

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές προς την επιχείρηση αφορούν την αποτίμηση ολόκληρης της επιχείρησης και μπορούν να προσδιοριστούν με δύο τρόπους. Σύμφωνα με τον πρώτο τρόπο οι ελεύθερες ταμειακές ροές προς την επιχείρηση (FCFF) υπολογίζονται:

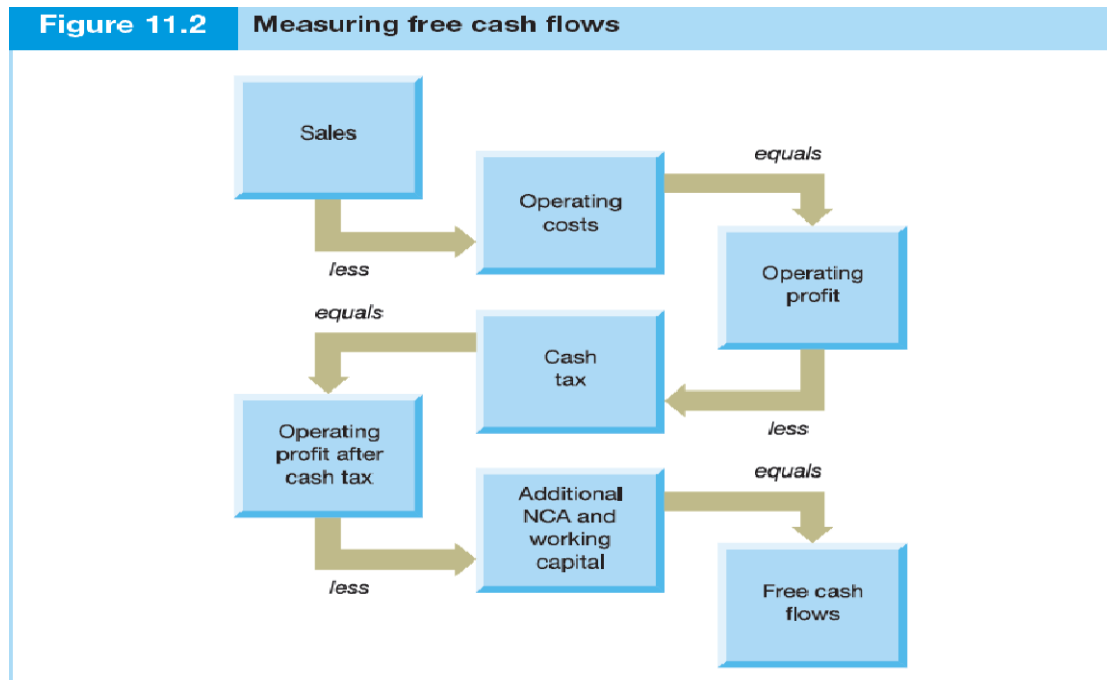
Ελεύθερες ταμειακές ροές προς τους μετόχους  
+ χρηματοοικονομικά έξοδα (έπειτα από την αφαίρεση των αναλογούντων φόρων)  
+ αποπληρωμές κεφαλαίου μακροπρόθεσμου δανεισμού  
- λήψη νέου δανεισμού  
+ μερίσματα προνομιούχων μετοχών

Εναλλακτικά οι ελεύθερες ταμειακές ροές προς την επιχείρηση μπορούν να προσδιοριστούν από:

Τα καθαρά λειτουργικά κέρδη (EBIT) έπειτα από την αφαίρεση των φόρων  
+ Αποσβέσεις  
- Κεφαλαιουχικές δαπάνες

- την μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης

### Διάγραμμα 1: Υπολογισμός ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση



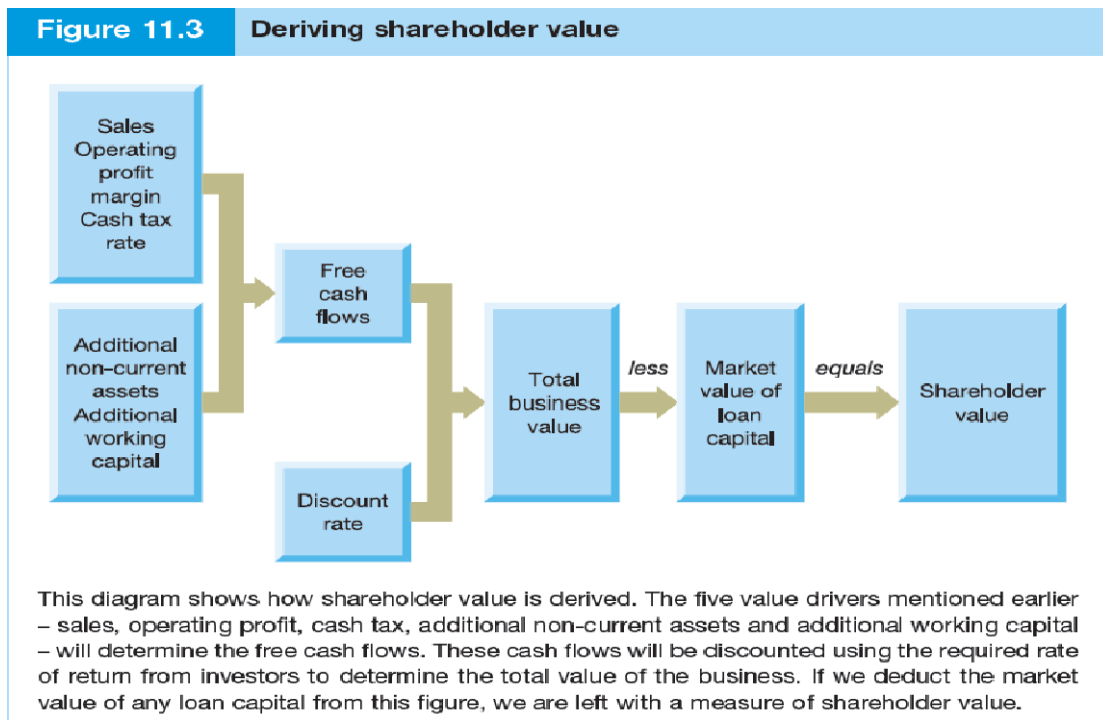
Πηγή: Atrill Peter, (2009), Financial Management for Decision Makers, 5<sup>th</sup> Edition, Harlow, Pearson Education Limited σελ.55

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές προς τους μετόχους υπολογίζονται τα μετρητά που μπορεί μια επιχείρηση να επιστρέψει προς τους μετόχους της. Ο υπολογισμός τους μπορεί να γίνει ως εξής:

Καθαρά κέρδη

- την διαφορά μεταξύ των κεφαλαιουχικών εξόδων και των αποσβέσεων
- την μεταβολή του μη ταμειακού κεφαλαίου κίνησης
- + την διαφορά μεταξύ του νέου δανεισμού και της αποπληρωμής χρεολυτικών δόσεων

## Διάγραμμα 2: Υπολογισμός ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους



Πηγή: Atrill Peter, (2009), Financial Management for Decision Makers, 5<sup>th</sup> Edition, Harlow, Pearson Education Limited σελ.56

Οι διαφορές μεταξύ των δύο μεθόδων αποτίμησης αρχικά πηγάζει από τις ταμειακές ροές που σχετίζονται με το χρέος της επιχείρησης (τοκοχρεολυτικές δόσεις και έκδοση νέων δανείων) και άλλες απαιτήσεις που δεν σχετίζονται με τα ίδια κεφάλαια, όπως τα μερίσματα προνομιούχων μετοχών.

### 3.2 ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ

Τα μερίσματα συνήθως « αποτελούν διανομή μέρους των κερδών με μετρητά στους μετόχους» (Ross, Westerfield & Jaffe, 2002. Corporate Finance. 6th σελ.39). Αλλά γενικότερα κάθε άμεση πληρωμή προς τους μετόχους θεωρείται καταβολή μερίσματος. Άλλες μορφές μερίσματος, πλην των μετρητών, είναι η διανομή μετοχών (έπειτα από την αγορά μετοχών από την ίδια την επιχείρηση), καθώς και η διάσπαση μετοχών. Οι δυο τελευταίες μορφές μερίσματος από κάποιους αμφισβητούνται ως

μορφή μερίσματος αφού δεν υπάρχει ταμειακή εκροή από την εταιρεία και απλά αυξάνει ο αριθμός των μετοχών που κατέχουν οι επενδυτές της εταιρείας. Τα μερίσματα είναι άμεσα συνδεδεμένα με τις αναμενόμενες αποδόσεις των επενδυτών, αφού η απόδοση μιας μετοχής καθορίζεται από τα κεφαλαιακά κέρδη και τα καταβληθέντα μερίσματα.

Η μερισματική πολιτική μιας επιχείρησης διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στον προσδιορισμό της αξίας της, αφού «οι μέτοχοι θεωρούν τα μερίσματα ένδειξη της ικανότητας που έχει η επιχείρηση να δημιουργεί εισόδημα» .(Groppelli, A. & Nikbakht, E., 2012. Χρηματοοικονομική. 5η Αμερικανική Έκδοση σελ.44). Σχετικά με την σημασία των μερισμάτων όσον αφορά τον καθορισμό της αξίας μιας επιχείρησης υπάρχουν τρεις διαφορετικές προσεγγίσεις. Σύμφωνα με την πρώτη προσέγγιση η μερισματική πολιτική που υιοθετεί μια επιχείρηση δεν έχει κανένα αντίκτυπο στην αξία της επιχείρησης και δεν επηρεάζει την εξέλιξη των κερδών που δημιουργούνται από τις επενδυτικές αποφάσεις. Έτσι η διαδικασία λήψης αποφάσεων στηρίζεται κυρίως στην αξιολόγηση των επιμέρους πλεονεκτημάτων που σχετίζονται με την κάθε επένδυση και με την αποδοτικότητα της. Με βάση την δεύτερη προσέγγιση η μερισματική πολιτική επηρεάζει την αξία μιας επιχείρησης, αφού τα μερίσματα είναι σημαντικά για τους μετόχους και κατ' επέκταση διαδραματίζουν κάποιο ρόλο στην διαδικασία της αποτίμησης. Τα μερίσματα είναι σημαντικά για τους μετόχους αφού προφανώς τους αποφέρουν άμεσα κέρδη και γιατί αποτελούν ένδειξη ότι η επιχείρηση αναμένεται να παράγει κέρδη και στο μέλλον. Κατά συνέπεια οι επενδυτές επηρεάζονται από μεταβολές στην μερισματική πολιτική μιας επιχείρησης και μπορούν να επιλέξουν την επένδυση ή την ρευστοποίηση της επένδυσής τους σε μια εταιρεία όταν αυξάνει ή μειώνεται αντίστοιχα το μέρισμα που διανέμεται. Τέλος κάπου ενδιάμεσα, με την τρίτη προσέγγιση, η μερισματική πολιτική έχει σημασία ανάλογα με την ερμηνεία που δίνει ο καθένας. Έτσι ενώ οι επενδυτικές αποφάσεις είναι εντελώς ανεξάρτητες με την μερισματική πολιτική, μολταύτα επηρεάζουν σε κάποιο βαθμό την αξία των μετοχών.

Λαμβάνοντας υπόψη ότι η τιμή μιας μετοχής μπορεί να υπολογιστεί από το μέρισμα της επόμενης περιόδου προς την διαφορά της αναμενόμενης απόδοσης και του ρυθμού ανάπτυξης του μερίσματος, θεωρητικά η αύξηση του μερίσματος θα αυξήσει την αξία της μετοχής. Όμως είναι πιθανό η αύξηση του μερίσματος να προκαλέσει την μείωση του ρυθμού ανάπτυξης, καθώς θα υπάρχουν λιγότερα μετρητά που θα επενδυθούν στην λειτουργία της επιχείρησης. Έτσι το όφελος από την αύξηση του μερίσματος μπορεί να αποφέρει την μείωση των μελλοντικών μερισμάτων (Atrill, P., 2009. Financial Management for Decision Makers. 5th σελ.61). Πάντως η επιλογή συγκεκριμένης μερισματικής πολιτικής από μια επιχείρηση είναι ιδιαίτερα σημαντική γιατί με αυτό τον τρόπο μπορεί να προσεγγίσει συγκεκριμένες ομάδες επενδυτών (ανάλογα τις προτιμήσεις τους), να λειτουργήσει ως σηματοδότης για τις μελλοντικές προοπτικές της εταιρείας και να καθορίσει το κόστος πρακτόρευσης μεταξύ επενδυτών και διοίκησης. Οι παράγοντες που επιδρούν στην επιλογή συγκεκριμένης μερισματικής πολιτικής είναι (Atrill, P., 2009. Financial Management for Decision Makers. 5th σελ.61)

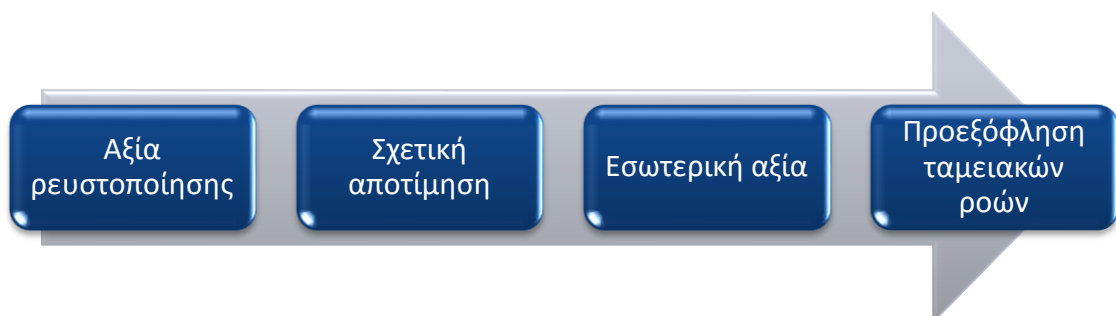
- Οι επενδυτικές ευκαιρίες
- Οι χρηματοδοτικές ευκαιρίες και δυνατότητες
- Οι δανειακές δεσμεύσεις
- Η διαχρονική σταθερότητα της κερδοφορίας
- Η διατήρηση του ελέγχου από συγκεκριμένη ομάδα επενδυτών
- Ο κίνδυνος εξαγοράς
- Οι προσδοκίες της αγοράς
- Η μερισματική πολιτική άλλων επιχειρήσεων του κλάδου

### **3.3 ΧΡΟΝΙΚΟΣ ΟΡΙΖΟΝΤΑΣ**

Μια επιχείρηση θεωρείται ότι ιδρύεται για να λειτουργήσει επ' αόριστο. Η εκτίμηση της αξίας της μια δεδομένη στιγμή μπορεί να θεωρηθεί ότι είναι η αξία ρευστοποίησής της. Όμως κατά την αποτίμησή της με βάση κάποια μέθοδο

προεξόφλησης λαμβάνεται υπόψη κάτι ενδιάμεσο, δηλαδή θέτεται κάποιος χρονικός περιορισμός. Σε περιπτώσεις αποτιμήσεων όπου χρησιμοποιείται μεγαλύτερος χρονικός ορίζοντας χρησιμοποιείται η μέθοδος προεξόφλησης των καθαρών ταμειακών ροών (πχ σε εξαγορές) ενώ όταν ο «χρονικός ορίζοντας είναι μικρότερος χρησιμοποιείται η σχετική αποτίμηση (πχ διαχείριση χαρτοφυλακίου)» (Damodaran, 2012 Investment Valuation σελ.414).

Ο χρονικός ορίζοντας είναι ιδιαίτερα σημαντικός κατά την αποτίμηση, αφού ως γνωστόν μακροπρόθεσμες επενδύσεις ενέχουν περισσότερο κίνδυνο. Ο χρονικός ορίζοντας της αποτίμησης σχετίζεται με την φύση της επένδυσης, την χρησιμοποιούμενη μέθοδο, αλλά και τους λειτουργικούς κύκλους μιας επιχείρησης. Ανάλογα με την μέθοδο που πρόκειται να εφαρμοστεί στην αποτίμηση μιας επιχείρησης χρησιμοποιείται και διαφορετική προσέγγιση, όσον αφορά τον χρόνο πρόβλεψης για την αποτίμηση, όπως φαίνεται και από το ακόλουθο γράφημα.



### 3.4 ΡΥΘΜΟΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ

Η αξία μιας επιχείρησης καθορίζεται από την παρούσα αξία των αναμενόμενων ταμειακών ροών της. Κατά συνέπεια ο υπολογισμός του ποσοστού αύξησης αυτών στο μέλλον είναι «ιδιαίτερα χρήσιμος και καθοριστικός» (Damodaran, 2012 Investment Valuation σελ.260).. Στην εκτίμηση του ρυθμού ανάπτυξης διάφοροι παράγοντες θα πρέπει να συνυπολογιστούν, όπως ο κλάδος που ανήκει μια επιχείρηση, η γενικότερη οικονομική συγκυρία, η φάση ανάπτυξής της, κλπ. Κατά κύριο λόγο υπάρχουν τρεις

τρόποι για τον υπολογισμό του ρυθμού ανάπτυξης που μπορούν να εφαρμοστούν σε οποιαδήποτε επιχείρηση, οι οποίες είναι:

- Με βάση τα ιστορικά στοιχεία της εταιρείας
- Με βάση τις εκτιμήσεις αναλυτών
- Με βάση τα θεμελιώδη στοιχεία της

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

Ο αριθμητικός μέσος υπολογίζεται από την διαίρεση των αθροισμάτων των τιμών με το πλήθος των τιμών και αποτελεί ένα από τους δημοφιλέστερους τρόπους μέτρησης της κεντρικής τάσης. Ο αριθμητικός μέσος μπορεί να υπολογιστεί εφαρμόζοντας και διάφορους συντελεστές στάθμισης στις τιμές ανάλογα την βαρύτητα της κάθε τιμής και ονομάζεται σταθμισμένος αριθμητικός μέσος. Ο γεωμετρικός μέσος ονομάζεται η νιοστή ρίζα του γινομένου μιας σειράς θετικών αριθμών ( $G = \sqrt[n]{x_1 x_2 x_3 \dots x_n} = \left(\frac{x_n}{x_0}\right)^{\frac{1}{n-1}} - 1$ ) (Ανδρουλάκης, 2013). [http://androulakis.bma.upatras.gr/mediawiki/index.php/%CE%9C%CE%AD%CF%84%CF%81%CE%B1\\_%CE%B8%CE%AD%CF%83%CE%B7%CF%82](http://androulakis.bma.upatras.gr/mediawiki/index.php/%CE%9C%CE%AD%CF%84%CF%81%CE%B1_%CE%B8%CE%AD%CF%83%CE%B7%CF%82)

Ο υπολογισμός της μέσης τιμής είναι διαφορετικός με την χρήση του καθενός από τους παραπάνω τρόπους, ειδικά σε περιπτώσεις όπου υπάρχουν μεγάλες διακυμάνσεις μεταξύ των τιμών. Σε περιπτώσεις έντονων διακυμάνσεων ορθότερο είναι να χρησιμοποιείται ο γεωμετρικός μέσος, έχοντας βέβαια το μειονέκτημα ότι εστιάζει μόνο στην αρχική και τελική τιμή αγνοώντας τις ενδιάμεσες τιμές ενώ ταυτόχρονα « δεν μπορεί να εφαρμοστεί σε περιπτώσεις αρνητικών τιμών». (Damodaran, 2012 Investment Valuation σελ.263).

Σε περιπτώσεις επιχειρήσεων με μεγάλη κεφαλαιοποίηση, μεγάλο όγκο διαπραγματεύσεων στο χρηματιστήριο και θεσμικούς μετόχους, η ανάπτυξη των κερδών τους εκτιμάται από διάφορους αναλυτές (το πλήθος των οποίων διαφοροποιείται με βάση τους προαναφερθέντες παράγοντες). Όταν υπάρχουν οι εκτιμήσεις των αναλυτών (γιατί πάρα πολλές εταιρείες δεν ακολουθούνται από αναλυτές) φρόνιμο είναι να λαμβάνονται υπόψη γιατί οι συγκεκριμένες εκτιμήσεις εκτός από τα ιστορικά δεδομένα, βασίζονται σε:

- Ειδικές πληροφορίες που δημοσιοποιούνται από τις εταιρείες πριν την ανακοίνωση κερδών.
- Μακροοικονομικούς παράγοντες που μπορεί να επηρεάσουν την μελλοντική ανάπτυξη.
- Πληροφορίες που αποκαλύπτονται για τις μελλοντικές προοπτικές των ανταγωνιστών.
- Εμπιστευτικές πληροφορίες για την αναλυόμενη επιχείρηση.

Όταν οι εταιρείες ακολουθούνται από μεγάλο αριθμό αναλυτών, οι εκτιμήσεις τους για την μελλοντική ανάπτυξη των κερδών είναι αξιόπιστες, ενώ από μελέτες έχει παρατηρηθεί ότι ειδικά οι βραχυπρόθεσμες προβλέψεις είναι πιο αξιόπιστες από την πρόγνωση με βάση τα ιστορικά στοιχεία. Για την χρήση των εκτιμήσεων των αναλυτών θα πρέπει να συνυπολογίζονται ο αριθμός και η ποιότητα των αναλυτών, ο βαθμός διαφωνίας στις εκτιμήσεις τους και το πλήθος των πρόσφατων πληροφοριών που διαχέονται για την εξεταζόμενη εταιρεία.

Η θεμελιώδης εκτίμηση της ανάπτυξης βασίζεται σε ενδογενή στοιχεία και υπολογίζει την μεγέθυνση του εισοδήματος ιδίων κεφαλαίων για τον καθορισμό, στην συνέχεια, του ρυθμού ανάπτυξης τους λειτουργικού εισοδήματος. Ο πιο απλός τρόπος υπολογισμού της ανάπτυξης των κερδών ιδίων κεφαλαίων είναι ο δείκτης παρακράτησης κερδών από την εταιρεία, όπου πολλαπλασιαζόμενος με τον δείκτη



απόδοσης ιδίων κεφαλαίων μπορεί να αποδώσει τον μελλοντικό ρυθμό ανάπτυξης ( $g = \text{retention ratio} * \text{ROE}$ ).

### 3.5 ΤΕΡΜΑΤΙΚΗ ΑΞΙΑ

Η τελική αξία στην αποτίμηση μιας επιχείρησης αποτελεί ένα σημαντικό μέγεθος κατά την αναγωγή των μελλοντικών ταμειακών σε παρούσα αξία. Η τελική αξία μπορεί να εκτιμηθεί είτε υπό την παραδοχή της ρευστοποίησης της επιχείρησης στο τέλος του χρονικού ορίζοντα των προβλέψεων είτε υπό την παραδοχή ότι η επιχείρηση θα συνεχίσει την δραστηριότητά της. Στην πρώτη περίπτωση λαμβάνονται υπόψη τα λογιστικά μεγέθη, η υπολειμματική τους αξία, αλλά και η αγοραία αξία των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης. Επίσης θα πρέπει να υπολογιστεί και το καθαρό κεφάλαιο κίνησης της επιχείρησης για τον προσδιορισμό της τελικής αξίας αν θεωρηθεί ότι η επιχείρηση στο τέλος της πρόβλεψης θα ρευστοποιηθεί.

Αν θεωρηθεί ότι η επιχείρηση θα συνεχίσει την δραστηριότητά της, η τελική της αξία μπορεί να προσδιοριστεί είτε με την προεξόφληση ταμειακών ροών είτε με την χρήση δεικτών άλλων εταιρειών. Στην περίπτωση της προεξόφλησης ταμειακών ροών η τελική αξία υπολογίζεται με την παραδοχή ότι η επιχείρηση θα συνεχίσει να παράγει ταμειακές ροές προς τους μετόχους της (υπολογίζοντας τα μερίσματα) ή προς την εταιρεία (υπολογίζοντας τις καθαρές ταμειακές ροές). Ένας ακόμα παράγοντας που θα πρέπει να καθοριστεί είναι το ποσοστό με το οποίο εκτιμάται ότι θα συνεχίσουν οι ταμειακές ροές να αυξάνουν. Η τελική αξία υπολογίζεται με βάση την ακόλουθη σχέση:

$$\text{Τελική Αξία} = \frac{\text{Ταμειακή ροή ένα χρόνο μετά το τέλος του χρόνου πρόβλεψης}}{\text{Κόστος Κεφαλαίων-ρυθμός αύξησης ταμειακών ροών}}$$

Όταν υπολογίζονται οι ταμειακές ροές προς τους μετόχους «το κόστος κεφαλαίου είναι το κόστος ιδίων κεφαλαίων ενώ όταν υπολογίζονται οι καθαρές ταμειακές ροές το κόστος είναι το συνολικό κόστος κεφαλαίων της επιχείρησης» (Damodaran, 2012 Investment Valuation σελ.353).

### **3.6 ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ ΠΡΟΞΟΦΛΗΣΗΣ**

#### **3.6.1 Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ**

Ως κόστος κεφαλαίου ορίζεται η απόδοση που απαιτείται από τους χρηματοδότες των επιχειρήσεων, δηλαδή «η ελάχιστη αποδεκτή από αυτούς απόδοση». (Καραθανάσης Γ.Α., 2002. Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Χρηματιστηριακές Αγορές σελ 58). Το κόστος κεφαλαίου αποτελεί ένα σημείο αναφοράς, ένα σημαντικό κριτήριο για την αξιολόγηση των επενδύσεων. Κατά την διαδικασία αξιολόγησης των επενδύσεων το κόστος κεφαλαίου λαμβάνεται ως προεξοφλητικό επιτόκιο, ως ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση για την αποδοχή ή απόρριψη των επενδύσεων. Επίσης όταν ως μέθοδος αξιολόγησης χρησιμοποιείται ο εσωτερικός βαθμός απόδοσης το κόστος κεφαλαίου αποτελεί το μέτρο σύγκρισης.

Για την μέτρηση του κόστους κεφαλαίου σημαντικός παράγοντας είναι η πηγή χρηματοδότησης, δηλαδή αν πρόκειται για ίδια ή ξένα κεφάλαια. «Τα ίδια κεφάλαια περιλαμβάνουν το μετοχικό κεφάλαιο και τα παρακρατηθέντα κέρδη, ενώ τα ξένα κεφάλαια τις ομολογίες και τα τραπεζικά δάνεια» (Καραθανάσης, Γ. Α., 2002. Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Χρηματιστηριακές Αγορές. Σελ.62)

#### **3.6.2 ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ**

Το κόστος των ιδίων κεφαλαίων είναι η ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση από τις μετοχές. Η τιμή των μετοχών «εξαρτάται από τις εκτιμήσεις της αγοράς για την απόδοση των επενδυτικών στοιχείων της εταιρείας και τον κίνδυνο που ενέχουν τα αναμενόμενα από τους επενδυτές κέρδη» (Καραθανάσης, Γ. Α., 2002. Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Χρηματιστηριακές Αγορές σελ.42)

Το πιο ευρέως διαδεδομένο μέτρο για τον υπολογισμό του κινδύνου και της απόδοσης είναι το μοντέλο αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων CAPM (Capital Asset Pricing Model). Η εφαρμογή του συγκεκριμένου μοντέλου στηρίζεται στις ακόλουθες παραδοχές (Damodaran, 2012 Investment Valuation σελ.78).

- Δεν υπάρχουν κόστη συναλλαγών
- Όλα τα περιουσιακά στοιχεία μπορούν να διαπραγματεύονται τις αγορές
- Οι επενδύσεις είναι άπειρα διαιρετές, δηλαδή κάθε επενδυτής μπορεί να αποκτήσει όσες μονάδες του περιουσιακού στοιχείου επιθυμεί.
- Όλοι οι επενδυτές έχουν πρόσβαση στις ίδιες πληροφορίες, κατά συνέπεια δεν υπάρχουν υποτιμημένα ή υπερτιμημένα περιουσιακά στοιχεία στην αγορά.

Το συγκεκριμένο μοντέλο βασίζεται στην πεποίθηση ότι όλοι οι επενδυτές στο χαρτοφυλάκιο τους κατέχουν συνδυασμό ακίνδυνων χρεογράφων και χρεογράφων με κίνδυνο και η αναμενόμενη απόδοση είναι η γραμμική συνάρτηση των προαναφερθέντων με τον κίνδυνο της κάθε μετοχής. Ο υπολογισμός του μοντέλου γίνεται από την σχέση:

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

$r_f$ : η αναμενόμενη απόδοση του ακίνδυνου χρεογράφου

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

$b$ : η συνδιακύμανση του περιουσιακού στοιχείου με την αγορά προς την διακύμανση της αγοράς ( $b = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2}$ ). Χρεόγραφα που ενέχουν μεγαλύτερο κίνδυνο από την αγορά έχουν συντελεστή  $b$  μεγαλύτερο από την μονάδα, ενώ αυτά που δεν ενέχουν κίνδυνο έχουν συντελεστή μηδέν.

### 3.6.3 ΚΟΣΤΟΣ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ

Αντίστοιχα το κόστος των ομολογιακών δανείων είναι η απόδοση που απαιτούν οι ομολογιούχοι για να αγοράσουν τις ομολογίες (Καραθανάσης, Γ. Α., 2002. Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Χρηματιστηριακές Αγορές. Σελ.60). Ο κίνδυνος των ομολογιών έχει δύο παραμέτρους, την ικανότητα της επιχείρησης να παράγει λειτουργικές ταμειακές ροές και την χρηματοοικονομική της υποχρέωση για την

πληρωμή των δόσεων. Όσο υψηλότερες και πιο σταθερές είναι οι ταμειακές ροές των επιχειρήσεων σε σχέση με τις χρηματοοικονομικές τους υποχρεώσεις τόσο μικρότερος είναι ο κίνδυνος. Το πιο διαδεδομένο μέτρο εκτίμησης του κινδύνου αθέτησης πληρωμών ομολογιών, στις μεγάλες επιχειρήσεις, είναι οι αξιολογήσεις ανεξάρτητων εταιρειών κατάταξης, όπως η Standard & Poor's και η Moody's. Η αξιολόγηση των ομολογιών από αυτά τα γραφεία στηρίζεται σε χρηματοοικονομικούς δείκτες των εταιρειών και δημοσιευμένες πληροφορίες για τις εταιρείες.

Στις περιπτώσεις μικρότερων επιχειρήσεων ή εταιρειών που οι μετοχές τους δεν διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο, το κόστος των ομολογιών μπορεί να εκτιμηθεί με τους δύο παρακάτω τρόπους : (Damodaran, 2012 Investment Valuation σελ.207).

1. Σύμφωνα με τα άλλα πρόσφατα στοιχεία δανεισμού της εταιρείας.
2. Υπολογίζοντας την συνθετική βαθμολογία της επιχείρησης με βάση οικονομικούς δείκτες ανάλογα τα χαρακτηριστικά κάθε επιχείρησης. Στον ακόλουθο πίνακα παρουσιάζονται οι διαβαθμίσεις κατάταξης επιχειρήσεων, με αξία κεφαλαιοποίησης μικρότερη από πέντε εκατομμύρια δολάρια, ανάλογα τις τιμές του δείκτη κάλυψης τόκων.

<b>Δείκτης κάλυψης τόκων</b>	<b>Κατάταξη</b>	<b>Spreads</b>
Πάνω από 12,5	AAA	0,50%
9,5 – 12,5	AA	0,65%
7,5 – 9,5	A+	0,85%
6- 7,5	A	1,00%
4,5 – 6-0	A-	1,10%
3,5 – 4,5	BBB	1,60%
3,0 – 3,5	BB	3,35%

2,5 – 3,0	B+	3,75%
2,0 – 2,5	B	5,00%
1,5 – 2,0	B-	5,25%
1,25 – 1,5	CCC	8,00%
0,8 – 1,25	CC	10,00%
0,5 – 0,8	C	12,00%
Κάτω από 0,5	D	15,00%

Πηγή: Damodaran Aswath, (2012), Investment Valuation σελ.207

### 3.6.4 ΜΕΣΟ ΣΤΑΘΜΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Για τις επιχειρήσεις που η κεφαλαιακή διάρθρωση περιλαμβάνει μίγμα ξένης και ίδιας χρηματοδότησης θα πρέπει να προσδιοριστεί το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίων WACC (Weighted Average Cost of Capital). Η στάθμιση κάθε πηγής χρηματοδότησης «γίνεται ανάλογα τη σχετική σπουδαιότητά της στο σύνολο της χρηματοδότησης». (Groppelli, A. & Nikbakht, E., 2012. Χρηματοοικονομική. 5η Αμερικανική Έκδοση σελ.121). Για τον υπολογισμό των ποσοστών στάθμισης μπορούν να ληφθούν οι αγοραίες, χρηματιστηριακές αξίες ή οι λογιστικές αξίες του δανεισμού. Εναλλακτικά μπορούν να χρησιμοποιηθούν και συντελεστές στάθμισης στόχοι, που δείχνουν την κατανομή της εξωτερικής χρηματοδότησης που η επιχείρηση θεωρεί ότι θα αποδώσει καλύτερα αποτελέσματα. Ο υπολογισμός του μέσο σταθμικού κόστους κεφαλαίων γίνεται ως εξής:

$$WACC = r_e * \frac{Equity}{Equity+Debt} + r_d * \frac{Debt}{Equity+Debt} * (1-T)$$

Το κόστος του ξένου δανεισμού προσδιορίζεται έπειτα από την αφαίρεση των φόρων. Το μέσο κόστος κεφαλαίου επηρεάζεται από τις μεταβολές τόσο στους συντελεστές στάθμισης όσο και από τις μεταβολές στον τρόπο χρηματοδότησης της επιχείρησης. Η υπέρμετρη χρηματοδότηση από μια και μόνο πηγή μπορεί να επηρεάσει αρνητικά το μέσο κόστος κεφαλαίου.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

### 4.1 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ

Η αποτίμηση ενός περιουσιακού στοιχείου μπορεί να γίνει από την παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών του. Στην περίπτωση των μετοχών «οι αναμενόμενες ταμειακές ροές μπορεί να προέρχονται από δύο μεριές, τα μερίσματα και την τιμή πώλησής τους». (Ross, Westerfield & Jaffe, 2002. Corporate Finance. 6th σελ.56). Κατά συνέπεια η αξία μιας μετοχής μπορεί να προσδιοριστεί είτε από την παρούσα αξία του μερίσματος και της τιμής της μετοχής της επόμενης περιόδου είτε από την παρούσα αξία όλων των μελλοντικών μερισμάτων. Με βάση το υπόδειγμα της προεξόφλησης των μερισμάτων η παρούσα αξία μιας μετοχής ισούται με την παρούσα αξία όλων των αναμενόμενων μελλοντικών μερισμάτων (Brealey, R. A., Myers, S. C. & Marcus, A. J., 2001. Fundamentals of Corporate Finance.σελ.89)

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Div_t}{(1+r)^t}$$

#### 4.1.1 ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ Ή ΜΗΔΕΝΙΚΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ

Με το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων μηδενικής ανάπτυξης προβλέπεται ότι δεν θα υπάρξει καμιά αύξηση στα μελλοντικά μερίσματα και συνεπώς θα είναι ίσα μεταξύ τους ( $Div_1 = Div_2 = \dots = Div_t$ ). Η αξία μιας μετοχής της οποίας το μέρισμα αναμένεται να παραμείνει σταθερό για πάντα βρίσκεται από την παρούσα αξία των σταθερών μερισμάτων. Ως προεξοφλητικό επιτόκιο λαμβάνεται «το ποσοστό απόδοσης που απαιτείται από τους επενδυτές για να επενδύσουν στην μετοχή ή σε άλλα περιουσιακά στοιχεία που ενέχουν ίδιο κίνδυνο» (Brealey, R. A., Myers, S. C. & Marcus, A. J., 2001. Fundamentals of Corporate Finance σελ.90) Πιο συγκεκριμένα ο υπολογισμός γίνεται ως εξής:

$$P_0 = \frac{Div}{r}$$

#### 4.1.2 ΣΤΑΘΕΡΗΣ ΑΠΑΝΤΥΞΗΣ Ή GORDON GROWTH MODEL

«Αν το μέρισμα μιας μετοχής εκτιμάται ότι θα συνεχίσει να αυξάνει με ένα σταθερό ρυθμό στο μέλλον, τότε εκτιμάται ότι και τα κέρδη και η τιμή της μετοχής θα συνεχίσουν να αυξάνουν με τον ίδιο ρυθμό» (Brigham, E. F. & Houston, J. F., 2007. *Fundamentals of Financial Management* σελ.155). Έτσι για μετοχές των οποίων το μέρισμα εκτιμάται ότι θα αυξάνει με ένα σταθερό ρυθμό η αποτίμησή τους μπορεί να γίνει με το μοντέλο σταθερής ανάπτυξης ή το μοντέλο του Gordon ως εξής:

$$P_0 = \frac{Div_1}{r-g}$$

Απαραίτητη προϋπόθεση για να έχει ισχύ η παραπάνω εξίσωση είναι η αναμενόμενη απόδοση της μετοχής να είναι υψηλότερη από τον ρυθμό ανάπτυξης. Σε διαφορετική περίπτωση «το υπόδειγμα της προεξόφλησης μερισμάτων σταθερής ανάπτυξης δεν είναι ορθό να χρησιμοποιηθεί για την αποτίμηση μιας μετοχής, αφού θα οδηγήσει σε λανθασμένα και παραπλανητικά αποτελέσματα». (Ehrhardt, M. C. & Brigham, E. F., 2011. *Financial Management: Theory and Practice* σελ.168). Παρά το γεγονός ότι με το υπόδειγμα υποθέεται ότι αναφερόμαστε σε απεριόριστες περιόδους, στην αποτίμηση μετοχών συνήθως λαμβάνεται μια συγκεκριμένη περίοδο για την ανάπτυξη του μερίσματος.

#### 4.1.3 ΔΙΑΦΟΡΕΤΙΚΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ

Σε πολλές περιπτώσεις επιχειρήσεων δεν είναι ορθό να αναμένεται ότι τα μερίσματα θα αυξάνουν με ένα σταθερό ρυθμό για πάντα, αφού ουσιαστικά οι επιχειρήσεις διανύουν επιχειρησιακούς κύκλους. Στις νεοϊδρυθείσες εταιρείες ο ρυθμός ανάπτυξης είναι ταχύτερος, στην συνέχεια ο ρυθμός σταθεροποιείται ενώ κάποια στιγμή επιβραδύνεται. Κάποιες εταιρείες στα πρώτα τους βήματα έχουν υπέρ-κανονική και ακαθόριστη ανάπτυξη (πχ η Microsoft στην δεκαετία του 1990), ενώ κάποιες άλλες από την φύση των δραστηριοτήτων τους, πχ ορυχεία, έχουν φθίνουσα ανάπτυξη. Στην πρώτη περίπτωση τα πρώτα έτη συναντούνται ιδιαίτερα υψηλά ποσοστά ανάπτυξης

ενώ στην συνέχεια ο ρυθμός επιβραδύνεται. Για την αποτίμηση τέτοιων περιπτώσεων αρχικά πρέπει να προσδιοριστεί το διάστημα που αναμένονται οι υπέρ-αποδόσεις πριν επέλθει ένας σταθερός ρυθμός ανάπτυξης. Στην συνέχεια ακολουθούνται τα παρακάτω βήματα: (Ehrhardt, M. C. & Brigham, E. F., 2011. Financial Management: Theory and Practice. Σελ 181)

- Υπολογίζονται τα αναμενόμενα μερίσματα για το χρονικό διάστημα που πρόκειται να υπάρξουν οι ακανόνιστες αποδόσεις.
- Βρίσκεται η τιμή της μετοχής στο τέλος της συγκεκριμένης χρονικής περιόδου, όπου δηλαδή σταματούν οι ακανόνιστες αποδόσεις και ξεκινά ο σταθερός ρυθμός ανάπτυξης.
- Υπολογίζεται η καθαρή παρούσα αξία, τόσο των μερισμάτων και στις δύο χρονικές περιόδους όσο και της τιμής της μετοχής στο τέλος της περιόδου και το άθροισμά τους δίνει την αξία της μετοχής.

Πιο συγκεκριμένα η αποτίμηση δίνεται από τον ακόλουθο τύπο:

$$P_0 = \left[ \frac{Div_1}{(1+r)^1} + \frac{Div_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{Div_N}{(1+r)^N} \right] + \frac{\frac{Div_{N+1}}{r-g}}{(1+r)^N}$$

## **4.2 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ**

### **4.2.1 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΠΡΟΣ ΤΗΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ**

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



Η αξία κάθε περιουσιακού στοιχείου, συμπεριλαμβανομένων και των μετοχών, εξαρτάται από τις αναμενόμενες ταμειακές ροές που θα παράγει. Οι καθαρές ταμειακές ροές αποτελούν τις πραγματικές ταμειακές ροές που παράγει μια επιχείρηση σε αντίθεση με τα καθαρά κέρδη τα οποία προκύπτουν και από τον συσχετισμό μη ταμειακών ροών. Επειδή οι αποσβέσεις «αποτελούν μη ταμειακές χρεώσεις» προστίθενται στα καθαρά κέρδη για να προκύψει η καθαρή ταμειακή ροή. (Brigham, E. F. & Houston, J. F., 2007. Fundamentals of Financial Management σελ.169) Οι ελεύθερες ταμειακές ροές αποτελούν τις ταμειακές ροές που είναι διαθέσιμες προς όλους τους επενδυτές μιας επιχείρησης (μετόχους και δανειστές), έπειτα από την αφαίρεση των επενδύσεων σε πάγια περιουσιακά στοιχεία, νέα προϊόντα και του κεφαλαίου κίνησης το οποίο είναι απαραίτητο για την συνέχιση των δραστηριοτήτων της. Πιο συγκεκριμένα οι αναμενόμενες ελεύθερες ταμειακές ροές αποτελούν τα καθαρά λειτουργικά κέρδη μείον τις επενδύσεις σε κεφάλαιο κίνησης και περιουσιακά στοιχεία, δηλαδή:

$$FCFF = \text{Λειτουργικές ταμειακές ροές} - \text{Επενδύσεις σε λειτουργικό κεφάλαιο} =$$

$$[EBIT \cdot (1-T) + \text{Αποσβέσεις}] - [\text{κεφαλαιουχικές επενδύσεις} + \text{μεταβολή στο καθαρό λειτουργικό κεφάλαιο κίνησης}]$$

. Ο ρυθμός ανάπτυξης (g) είναι μεγαλύτερος στο μοντέλο FCFF. Αυτό συμβαίνει, γιατί «καθώς οι επιχειρήσεις δανείζονται χρήματα και τα επανεπενδύουν σε project που έχουν απόδοση μεγαλύτερη από το κόστος μετά φόρων του χρέους, η επιστροφή στους μετόχους (ROE) θα είναι μεγαλύτερη από την επιστροφή στην επιχείρηση (ROC), και άρα επιτυγχάνεται μεγαλύτερος ρυθμός ανάπτυξης, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα» (Damodaran, 2012 Investment Valuation σελ.353).

Σε κάποιες περιπτώσεις οι ελεύθερες ταμειακές ροές μπορεί να είναι αρνητικές και οι επενδυτές όχι μόνο δεν έχουν να λαμβάνουν από την επιχείρηση αλλά θα πρέπει να την χρηματοδοτήσουν με επιπλέον κεφάλαια. Αν οι αρνητικές ελεύθερες ταμειακές ροές προέρχονται από αρνητικά καθαρά λειτουργικά κέρδη τότε η επιχείρηση

αντιμετωπίζει πρόβλημα, ενώ αν προέρχεται από υψηλές επενδύσεις σε λειτουργικά περιουσιακά στοιχεία, τότε μπορεί να συνεπάγεται μελλοντική αύξηση της κερδοφορίας.

Η αποτίμηση μιας επιχείρησης μπορεί να πραγματοποιηθεί από την παρούσα αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών και επιτόκιο προεξόφλησης το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC):

$$PV_{\text{επιχείρησης}} = \frac{FCFF_1}{(1+WACC)^1} + \frac{FCFF_2}{(1+WACC)^2} + \dots + \frac{FCFF_{\infty}}{(1+WACC)^{\infty}}$$

Αφού οι ελεύθερες ταμειακές ροές απευθύνονται προς όλους τους δανειστές μιας επιχείρησης, ως επιτόκιο προεξόφλησης χρησιμοποιείται το WACC, το οποίο συμπεριλαμβάνει την απαιτούμενη απόδοση από όλους για την επένδυση στην συγκεκριμένη επιχείρηση. Αναλυτικά τα βήματα για την αποτίμηση μιας επιχείρησης είναι:

1. Πρόβλεψη πωλήσεων, δαπανών και ταμειακών ροών σε ετήσια βάση για τον χρονικό ορίζοντα που έχει τεθεί, συνήθως πέντε έτη και σύμφωνα με τον εκτιμώμενο ρυθμό ανάπτυξης των πωλήσεων.
2. Υπολογισμός των αναμενόμενων ελεύθερων ταμειακών ροών, για κάθε έτος πρόβλεψης.
3. Υπολογισμός της υπολειμματικής αξίας της επιχείρησης έπειτα από το τελευταίο έτος πρόβλεψης.
4. Προεξόφληση τόσο των ετήσιων ελεύθερων ταμειακών ροών όσο και της υπολειμματικής αξίας.
5. Με την άθροιση των προεξοφλημένων αναμενόμενων ταμειακών ροών υπολογίζεται η αγοραία αξία μιας επιχείρησης.

Έπειτα από τον υπολογισμό της συνολικής αξίας της επιχείρησης μπορεί εύκολα να προσδιοριστεί η αξία της μετοχής (την αξία προς τους μετόχους), αν από την αγοραία αξία της επιχείρησης αφαιρεθεί το σύνολο των δανειακών κεφαλαίων. Το σύνολο των προεξοφλημένων ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους μπορεί

να αναχθεί σε αξία της μιας μετοχής, αν διαιρεθεί με τον συνολικό αριθμό των μετοχών σε κυκλοφορία. Αν η αξία αυτή προσεγγίζει την αξία που η μετοχή διαπραγματεύεται στην αγορά τότε υπάρχει ένα επίπεδο ισορροπίας, «αν είναι μικρότερη τότε η μετοχή είναι υπερτιμημένη ενώ αν είναι υψηλότερη τότε είναι υποτιμημένη». ( Brigham, E. F. & Houston, J. F., 2007. Fundamentals of Financial Management σελ 236).

#### **4.2.2 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΠΡΟΣ ΤΟΥΣ ΜΕΤΟΧΟΥΣ**

Ο υπολογισμός του ποσού που μια επιχείρηση μπορεί να αποδώσει μελλοντικά στους μετόχους της ξεκινά από τα καθαρά έσοδά της, το λογιστικό μέτρο της κερδοφορίας των μετοχών. Από αυτά θα πρέπει να αφαιρεθούν τυχόν κεφαλαιουχικές δαπάνες (πχ εξαγορές) γιατί αποτελούν ταμειακές εκροές, ενώ θα πρέπει να προστεθούν μη ταμειακά έξοδα της επιχείρησης, όπως αποσβέσεις. Η διαφορά μεταξύ των κεφαλαιουχικών επενδύσεων και των αποσβέσεων μπορεί να καθορίσει τον ρυθμό ανάπτυξης μιας επιχείρησης, «αφού εταιρείες με υψηλή ανάπτυξη έχουν υψηλές καθαρές κεφαλαιουχικές δαπάνες σε σχέση με τα κέρδη τους και το αντίθετο» (Damodaran, 2012 Investment Valuation σελ.329). Επίσης οι μεταβολές στο κεφάλαιο κίνησης μπορούν να επιδράσουν στις διαθέσιμες ταμειακές ροές μιας επιχείρησης αφού οι αυξήσεις συνεπάγονται μεγαλύτερες ανάγκες σε κεφάλαιο κίνησης ενώ οι μειώσεις επιφέρουν υψηλότερες ταμειακές ροές για τους επενδυτές. Για τις ανάγκες της προεξόφλησης των μελλοντικών ταμειακών ροών το ενδιαφέρον εστιάζει στις μεταβολές σε μη ταμειακές ροές σε κεφάλαιο κίνησης. Τέλος οι ελεύθερες ταμειακές ροές προς τους μετόχους επηρεάζονται από τις μεταβολές στο χρέος της επιχείρησης, δηλαδή τυχόν αποπληρωμένες δανειακών κεφαλαίων και εκδώσεις νέου δανεισμού. Με βάση τα παραπάνω οι ελεύθερες ταμειακές ροές προς τους μετόχους υπολογίζονται ως εξής:

$$FCFE = \text{Καθαρά Κέρδη}$$

- (Κεφαλαιουχικές επενδύσεις – Αποσβέσεις)
- (Μεταβολές σε μη ταμειακές ροές στο κεφάλαιο κίνησης)
- +(Καθαρός νέος δανεισμός – Αποπληρωμή παλαιού δανεισμού)

Στην περίπτωση όπου υπάρχουν προνομιούχες μετοχές, τότε θα πρέπει να συνυπολογιστούν και οι ελεύθερες ταμειακές ροές προς τους μετόχους υπολογίζονται ως εξής:

FCFE = Καθαρά Κέρδη

- (Κεφαλαιουχικές επενδύσεις – Αποσβέσεις)
- (Μεταβολές σε μη ταμειακές ροές στο κεφάλαιο κίνησης)
- (Μέρισμα προνομιούχων μετοχών – Έκδοση προνομιούχων μετοχών)
- +(Καθαρός νέος δανεισμός – Αποπληρωμή παλαιού δανεισμού)

Η προεξόφληση των ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους λαμβάνει ως προεξοφλητικό επιτόκιο το κόστος ιδίων κεφαλαίων και ο υπολογισμός της παρούσας αξίας πραγματοποιείται από τον τύπο:

$$PV_{\text{Ιδίων Κεφαλαίων}} = \frac{FCFE_1}{(1+r_e)^1} + \frac{FCFE_2}{(1+r_e)^2} + \dots + \frac{FCFE_\infty}{(1+r_e)^\infty}$$

Κατά την εφαρμογή του μοντέλου ο υπολογισμός της τελικής αξίας στον ρυθμό ανάπτυξης που εκτιμάται ότι θα έχουν οι ελεύθερες ταμειακές ροές προς τους μετόχους. Αρχικά μπορεί να υποθεθεί ότι για την εταιρεία ο ρυθμός ανάπτυξης θα είναι ο μέσος ρυθμός ανάπτυξης του κλάδου ή να υπολογιστεί με βάση τα στοιχεία της επιχείρησης από το γινόμενο:

$$g = ROE * \text{ποσοστό επανεπένδυσης ιδίων κεφαλαίων}$$

Το ποσοστό επανεπένδυσης ιδίων κεφαλαίων υπολογίζεται ως εξής:

$$\frac{\text{Κεφαλαιουχικές δαπάνες} - \text{Αποσβέσεις} - \text{Μεταβολές σε κεφάλαιο κίνησης} - \text{Καθαρός νέος δανεισμός}}{\text{Καθαρά κέρδη}}$$

#### 4.3 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΗΣ ΠΑΡΟΥΣΑΣ ΑΞΙΑΣ

Η αποτίμηση μιας επιχείρησης με την προσέγγιση της προσαρμοσμένης παρούσας αξίας ξεκινά με την αποτίμηση των ιδίων κεφαλαίων εξαιρώντας το χρέος. Στην συνέχεια προστίθενται τα δανειακά κεφάλαια και εξετάζεται το φορολογικό όφελος του δανεισμού. Με το συγκεκριμένο υπόδειγμα υπάρχει η παραδοχή ότι το κυριότερο όφελος από τον δανεισμό είναι η φορολογική ελάφρυνση καθώς και ότι το πιο σημαντικό κόστος αυτού, είναι ο επιπρόσθετος κίνδυνος χρεοκοπίας (Damodaran, 2012 Investment Valuation σελ.366). Σύμφωνα με το υπόδειγμα της προσαρμοσμένης παρούσας αξίας ακολουθούνται τα εξής βήματα για την αποτίμηση μιας επιχείρησης:

1. Υπολογισμός της αξίας της επιχείρησης σαν να μην υπήρχε καθόλου χρηματοδοτική μόχλευση, διαδικασία που μπορεί να επιτευχθεί λαμβάνοντας ως προεξοφλητικό επιτόκιο το μη μοχλευμένο κόστος ιδίων κεφαλαίων και όχι το μέσο σταθμικό, για την προεξόφληση των αναμενόμενων ελεύθερων ταμειακών ροών. Έτσι αρχικά θα πρέπει να υπολογιστούν οι αναμενόμενες ταμειακές ροές και ο αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης αυτών καθώς και το μη μοχλευμένο κόστος ιδίων κεφαλαίων. Ο υπολογισμός του μη μοχλευμένου κόστους ιδίων κεφαλαίων μπορεί να γίνει υπολογίζοντας το κόστος ιδίων κεφαλαίων με τον μη μοχλευμένο συντελεστή beta της επιχείρησης, δηλαδή,  $\beta_{\text{unlevered}} = \frac{\beta}{1+(1-t)*\frac{D}{E}}$
2. Υπολογισμός της παρούσας αξίας του φορολογικού οφέλους που απορρέει από τους τόκους ενός συγκεκριμένου ύψους δανειακού κεφαλαίου. Η προεξόφληση της φορολογικής εξοικονόμησης γίνεται με επιτόκιο το κόστος του δανειακού κεφαλαίου, ενώ η αξία της υπολογίζεται: Φορολογικό όφελος = tax rate \* debt.
3. Αξιολόγηση της επίδρασης του δανεισμού στην πιθανότητα χρεοκοπίας της επιχείρησης και προσδιορισμός του αναμενόμενου κόστους χρεοκοπίας. Από θεωρητικής άποψης, το αναμενόμενο κόστος χρεοκοπίας εξετάζει την πιθανότητα πτώχευσης υπό την λήψη επιπρόσθετου δανεισμού, έτσι η παρούσα αξία του

κόστους χρεοκοπίας υπολογίζεται:  $PV_{ebc} = \text{πιθανότητα χρεοκοπίας} * PV_{bc}$ . Η πιθανότητα χρεοκοπίας μπορεί έμμεσα να προσδιοριστεί είτε από την αξιολόγηση των ομολόγων είτε με την χρήση στατιστικών μεθόδων οι οποίες θα πρέπει να στηρίζονται στα χαρακτηριστικά της επιχείρησης σε κάθε επίπεδο χρέους.

#### **4.4 ΣΧΕΤΙΚΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ**

Με την σχετική αποτίμηση η αξία ενός περιουσιακού στοιχείου εκτιμάται σε σχέση με την τρέχουσα αγοραία αξία παρεμφερών περιουσιακών στοιχείων. Για την εφαρμογή της συγκεκριμένης αποτίμησης οι συγκρινόμενες τιμές θα πρέπει να εκφράζονται κοινά, συνήθως μετατρέποντας τις τιμές των μετοχών σε δείκτες πχ, κερδών πωλήσεων, κλπ αλλά και την σύγκρισή τους με επιχειρήσεις που έχουν τα ίδια χαρακτηριστικά, όπως τον ίδιο κίνδυνο, τις ίδιες πιθανότητες ανάπτυξης, κλπ. «Η σχετική αποτίμηση έχει ευρεία εφαρμογή γιατί αφενός διενεργείται γρηγορότερα (σε σχέση με την μέθοδο της προεξόφλησης της καθαρής παρούσας αξίας) και αφετέρου γιατί χρησιμοποιεί λιγότερες υποθέσεις. Όμως η συγκεκριμένη μέθοδος μπορεί να οδηγήσει σε παραπλανητικά αποτελέσματα αφού αντανάκλα την τρέχουσα τάση της αγοράς και θα πρέπει να συγκρίνεται και με άλλες μεθόδους». (Damodaran, 2012 *Investment Valuation* σελ.414). Όμως «εφόσον οι τιμές των μετοχών αντιδρούν άμεσα και αδιακρίτως στις νέες πληροφορίες που δημοσιοποιούνται τότε η χρηματιστηριακή αγορά καθίσταται αποτελεσματική και αποτυπώνει την σωστή αξία των μετοχών αι τυχόν υποτιμημένες ή υπερτιμημένες μετοχές μεταβάλλονται σε μικρό χρονικό διάστημα στην εύλογη αξία τους» (Atrill Peter, (2009), *Financial Management for Decision Makers*, 5th Edition, σελ. 81).

Η σύγκριση θα πρέπει να πραγματοποιείται με επιχειρήσεις που έχουν τις ίδιες ταμειακές ροές, τις ίδιες πιθανότητες ανάπτυξης, το ίδιο μέγεθος και παρεμφερή κίνδυνο και παρά το γεγονός ότι δεν αποκλείεται να πραγματοποιηθεί με εταιρείες άλλου κλάδου (αν έχουν τα συγκεκριμένα χαρακτηριστικά), οι αναλυτές συνήθως

προτιμούν επιχειρήσεις του ίδιου κλάδου αφού θεωρείται ότι έχουν περισσότερα κοινά χαρακτηριστικά. Η σύγκριση των δεικτών της επιχείρησης γίνεται στον μέσο όρο των δεικτών των επιχειρήσεων που έχουν επιλεγεί. Η εύρεση συγκρίσιμων εταιρειών μπορεί να είναι δύσκολη ειδικά αν τα κριτήρια που χρησιμοποιούνται είναι αυστηρά. Παρόλα αυτά υπάρχουν τρόποι εξομάλυνσης των διαφορών ώστε να είναι δυνατή η εύρεση περισσότερων συγκρίσιμων εταιρειών για την αποτίμηση, αλλά και για την διεξαγωγή ασφαλέστερων συμπερασμάτων.

Μια μέθοδος που μπορεί να χρησιμοποιηθεί για τον έλεγχο των διαφορών μεταξύ των συγκρινόμενων επιχειρήσεων είναι η εφαρμογή υποκειμενικών αναπροσαρμογών. Όταν κατά την σύγκριση ο πολλαπλασιαστής της επιχείρησης παρουσιάζει σημαντική διαφορά από τον μέσο όρο των συγκρινόμενων επιχειρήσεων, τότε μπορεί να εξεταστούν τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της επιχείρησης. Έτσι αν για παράδειγμα διαπιστωθεί ότι η επιχείρηση έχει υψηλότερες προοπτικές ανάπτυξης από τις άλλες επιχειρήσεις τότε μπορεί να εξηγηθεί ένας αυξημένος δείκτης τιμής προς κέρδη. Αν παρόλα αυτά το φαινόμενο δεν μπορεί να εξηγηθεί από τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της επιχείρησης τότε η επιχείρηση είτε έχει υπερτιμημένη μετοχή (αν ο δείκτης είναι υψηλότερος από τον μέσο όρο) είτε είναι υποτιμημένη αν είναι χαμηλότερος.

#### **4.5.1 ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΑΣΤΕΣ ΚΕΡΔΩΝ**

Δύο από τους πλέον διαδεδομένους δείκτες που χρησιμοποιούνται στην σχετική αποτίμηση με βάση τα κέρδη είναι ο δείκτης χρηματιστηριακής τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (PE) και ο δείκτης αναμενόμενης ανάπτυξης του δείκτη PE (PEG). Η χρήση του δείκτη τιμής προς κέρδη αποτελεί μια κοινή προσέγγιση για την σχετική αποτίμηση και έγκειται στην επιλογή των κατάλληλων επιχειρήσεων για σύγκριση και στον υπολογισμό του μέσου όρου του συγκριμένου αριθμοδείκτη. Η επιλογή όλων των εταιρειών του κλάδου δεν είναι απαραίτητα η σωστή διαδικασία αφού σε ένα κλάδο

μπορεί να ανήκουν και επιχειρήσεις και με άλλες δραστηριότητες (σε σχέση με την επιχείρηση που αποτιμάται), διαφορετικό κίνδυνο ή διαφορετικές προοπτικές ανάπτυξης. Σε περιπτώσεις όπου υπάρχει η βεβαιότητα ότι κάποιο από τα δύο μεγέθη για τον υπολογισμό του αριθμοδείκτη είναι υπερτιμημένα ή υποτιμημένα, τότε μπορούν να γίνουν διάφορες προσαρμογές χρησιμοποιώντας παλινδρομήσεις στον αριθμοδείκτη (Damodaran, 2012 Investment Valuation σελ.419). Με βάση την συγκεκριμένη μέθοδο αποτίμησης η αξία μιας μετοχής προσδιορίζεται από το καθαρό κέρδος ανά μετοχή επί τον μέσο όρο του αριθμοδείκτη PE των επιχειρήσεων που χρησιμοποιούνται ως κριτήριο αναφοράς (Fernandez, P., 2007. Company Valuation Methods: The most Common Errors in Valuations σελ. 288).

Ο υπολογισμός του δεύτερου αριθμοδείκτη γίνεται από το γινόμενο του PE επί τον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης των κερδών. Σε περιπτώσεις επιχειρήσεων που έχουν κοινά χαρακτηριστικά (κίνδυνο, προοπτικές ανάπτυξης, κλπ) τότε οι συγκρίσεις μπορούν να γίνουν απευθείας και να εξεταστεί αν η υπό μελέτη μετοχή διαπραγματεύεται στην εύλογη αξία της. Στην αντίθετη περίπτωση θα πρέπει να γίνουν κάποιες προσαρμογές επίσης με παλινδρομήσεις (Damodaran, 2012 Investment Valuation σελ.419).. Σε κάθε περίπτωση θα μπορούσε να ειπωθεί ότι επιχειρήσεις με υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης, μικρότερο κίνδυνο και υψηλότερη μερισματική απόδοση θεωρητικά θα πρέπει να έχουν υψηλότερους δείκτες PE αφού η τιμή διαπραγμάτευσής τους θα είναι υψηλότερη. Συμπερασματικά, οι τύποι των δύο αριθμοδεικτών είναι οι εξής:

$$PE = \frac{\text{Αγοραία τιμή μετοχής (PRICE per share)}}{\text{Κέρδη ανά μετοχή (EPS)}}$$

$$PEG = \frac{PE}{\text{Αναμενόμενη Αύξηση Κερδών (g)}}$$

ενώ ο αριθμοδείκτης PE με βάση τα θεμελιώδη μεγέθη της επιχείρησης,

προκύπτει από την σχέση:  $PE_0 = \frac{\text{Payout Ratio} \cdot (1+g_n)}{k_e - g_n}$



Από τις παραπάνω σχέσεις μπορούν να εξαχθούν τα παρακάτω συμπεράσματα:

A) Είναι επιθυμητές οι επιχειρήσεις με μικρό PE και PEG, διότι ο επενδυτής αποσβένει την επένδυση του στην μετοχή σε λιγότερο χρόνο.

B) Ειδικότερα, στον τύπο με τα θεμελιώδη μεγέθη παρατηρούμε ότι:

- Υπάρχει θετική συσχέτιση του PE με το Payout Ratio.

- Ο δείκτης PE, είναι άμεσα συνυφασμένος με τον ρυθμό ανάπτυξης  $g$ , και συνδέονται με θετική συσχέτιση.

- Όσο υψηλότερος είναι ο ρυθμός ανάπτυξης  $g$ , τόσο μεγαλύτερο είναι το PE.

- Επιχειρήσεις με μεγάλο ποσοστό διανομής κερδών (POR), έχουν μεγαλύτερο PE.

Γ) Συγκρίνοντας τον αριθμοδείκτη PE της αγοράς με τον PE που προκύπτει από τα θεμελιώδη μεγέθη, συμπεραίνουμε αν η μετοχή είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη. Αν  $PE_{MARKET} < PE_{FUNDAMENTAL}$  τότε η μετοχή είναι υποτιμημένη, ενώ αν  $PE_{MARKET} > PE_{FUNDAMENTAL}$ , η μετοχή είναι υπερτιμημένη.

#### **4.5.2 ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΑΣΤΕΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΑΞΙΑΣ**

Η λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων αποτελεί την διαφορά της αξία των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων μιας επιχείρησης έτσι όπως προσδιορίζονται από τους λογιστικούς κανόνες. Από την άλλη μεριά η χρηματιστηριακή αξία των ιδίων κεφαλαίων αντικατοπτρίζει τις προσδοκίες της αγοράς για την ικανότητα μιας επιχείρησης να αποκτήσει μελλοντικά κέρδη. Καθώς η λογιστική αξία των περιουσιακών στοιχείων στηρίζεται στο ιστορικό κόστος αυτών, με την πάροδο του χρόνου η αξία τους φθίνει, προκαλώντας αποκλίσεις μεταξύ λογιστικής και χρηματιστηριακής αξίας (Damodaran, 2012 Investment Valuation σελ.466). Παρόλα αυτά η χρήση του δείκτη χρηματιστηριακής τιμής προς λογιστική αξία μιας μετοχής μπορεί να χρησιμοποιηθεί στην αποτίμηση, αρχικά γιατί ο συγκεκριμένος δείκτης

αποτελεί ένα σταθερό μέτρο σύγκρισης καθώς και σε περιπτώσεις επιχειρήσεων με αρνητικά καθαρά αποτελέσματα. Ορθότερο στον υπολογισμό της λογιστικής αξίας των μετοχών είναι να χρησιμοποιηθούν μόνο οι κοινές μετοχές της επιχείρησης και όχι οι προνομιούχες. Επίσης στην σχετική αποτίμηση η αξία μιας μετοχής καθορίζεται από τον μέσο όρο των συγκρινόμενων επιχειρήσεων που έχουν κοινά χαρακτηριστικά με την αποτιμώμενη μετοχή. Ο τύπος που καθορίζει τον δείκτη της λογιστικής αξίας είναι:

$$PBV = \frac{\text{Market Value of Equity (Share)}}{\text{Book Value of Equity (Share)}}$$

Ενώ με βάση τα θεμελιώδη μεγέθη της επιχείρησης είναι:

$$PBV = \frac{ROE - g_n}{k_e - g_n}$$

Στον τύπο με τα θεμελιώδη μεγέθη, μπορούν να εξαχθούν τα εξής συμπεράσματα:

A) Υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ PBV και ROE, και ουσιαστικά το PBV εξαρτάται από τον ROE.

B) Είναι επιθυμητές οι επιχειρήσεις με μικρό PBV.

Γ) Αν το  $ROE > k_e$ , τότε είναι βέβαιο πως  $PBV > 1$ . Συνεπώς, είναι σημαντικό στον συγκεκριμένο δείκτη να εξετάζεται η σχέση αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (ROE), και κόστους ιδίων κεφαλαίων ( $k_e$ ).

#### 4.5.3 ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΑΣΤΕΣ ΕΣΟΔΩΝ

Για την αποτίμηση μιας μετοχής εκτός από την χρήση των αριθμοδεικτών με βάση τα κέρδη ή την λογιστική αξία μπορούν να χρησιμοποιηθούν αριθμοδείκτες εσόδων. Η αποτίμηση των ιδίων κεφαλαίων ή της επιχείρησης με τους συγκεκριμένους αριθμοδείκτες σχετίζεται με την ικανότητα μιας επιχείρησης να πραγματοποιεί έσοδα, ενώ μπορεί να εφαρμοστεί ακόμα και σε περιπτώσεις αρνητικών αποτελεσμάτων, χωρίς να επηρεάζονται τόσο πολύ άλλους παράγοντες, όπως επηρεάζονται τα κέρδη. Δύο από τους αριθμοδείκτες εσόδων που χρησιμοποιούνται στην αποτίμηση είναι ο

αριθμοδείκτης της αξίας κεφαλαιοποίησης προς τα έσοδα μιας επιχείρησης (price to sales ratio) και ο αριθμοδείκτης αγοραίας αξίας (αξία κεφαλαιοποίησης συν αγοραία αξία των υποχρεώσεων μείον τα ταμειακά διαθέσιμα) προς τα έσοδα (value to sales ratio). Σε επιχειρήσεις με διαφορετικούς βαθμούς μόχλευσης ορθότερο είναι να χρησιμοποιείται ο πρώτος αριθμοδείκτης «αφού η χρήση του δεύτερου μπορεί να οδηγήσει σε παραπλανητικά συμπεράσματα». (Damodaran, 2012 Investment Valuation σελ.483). Έτσι αν στις αναμενόμενες πωλήσεις μιας αποτιμώμενης επιχείρησης εφαρμοστεί ο μέσος αριθμοδείκτης των επιλεχθέντων επιχειρήσεων για την σύγκριση, «τότε προκύπτει η συνολική αξία των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης» (Fernandez, P., 2007. Company Valuation Methods: The most Common Errors in Valuations σελ. 322).. Ο αριθμοδείκτης price to sales ratio με βάση την αγορά δίδεται από τον εξής τύπο:  $PS = \frac{\text{Market Value of Equity (Share)}}{\text{Sales}}$

ενώ με τα θεμελιώδη μεγέθη:

$$PS = \frac{\text{Net Profit Margin} * \text{Payout Ratio} * (1 + g_n)}{k_e - g_n}$$

Από τον τύπο με τα θεμελιώδη μεγέθη, προκύπτει θετική συσχέτιση μεταξύ PS και g, ενώ η συσχέτιση μεταξύ PS και  $k_e$  είναι αρνητική.

#### **4.6 ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ**

Η πιο απλή μέθοδος για τον προσδιορισμό της αξίας μιας μετοχής είναι από τα στοιχεία του ισολογισμού μιας επιχείρησης, «δηλαδή αφαιρώντας το σύνολο των υποχρεώσεων από το Ενεργητικό μιας επιχείρησης και διαιρώντας με το πλήθος των κοινών μετοχών» (Atrill Peter, (2009), Financial Management for Decision Makers, 5th Edition, σελ. 381).. Στην περίπτωση που υπάρχουν προνομιούχες μετοχές θα πρέπει επίσης να αφαιρεθούν από το Ενεργητικό της επιχείρησης, ώστε να προσδιοριστεί η αξία των κοινών μετοχών. Το σημαντικό μειονέκτημα της συγκριμένης μεθόδου είναι ότι χρησιμοποιεί τις ιστορικές τιμές των περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων και

κατ' επέκταση είναι σχεδόν βέβαιο σε επιχειρήσεις με αρκετά χρόνια λειτουργίας η αξία αυτή απέχει σημαντικά από πραγματική αξία.

Για την αντιμετώπιση του παραπάνω προβλήματος εναλλακτικά η αξία μιας μετοχής μπορεί να προσδιοριστεί με την χρήση της τρέχουσας αξίας των περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων. Ο προσδιορισμός αυτής της αξίας μπορεί να γίνει είτε με την αξία ρευστοποίησης είτε του κόστους αντικατάστασης.

#### **4.7 ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΗ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

Η αποτίμηση μη εισηγμένων επιχειρήσεων είναι ιδιαίτερα σημαντική δεδομένου ότι υπάρχουν πάρα πολλές επιχειρήσεις διαφορετικών μεγεθών των οποίων οι μετοχές δεν διαπραγματεύονται σε χρηματιστηριακές αγορές και παρόλα αυτά είναι αναγκαίο να προσδιοριστεί η αξία τους για διάφορους λόγους. Παρά το γεγονός ότι η ουσία για την αποτίμηση μένει η ίδια με τα προαναφερθέντα για τις εισηγμένες επιχειρήσεις, υπάρχουν διάφορα προβλήματα που ανακύπτουν. Αρχικά τα διαθέσιμα στοιχεία για αυτές τις επιχειρήσεις είναι συνήθως περιορισμένα, αφού σε πολλές περιπτώσεις οι επιχειρήσεις δεν είναι υποχρεωμένες να δημοσιεύουν τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις τους. Επίσης πρόβλημα μπορεί να ανακύψει κατά τον προσδιορισμό του κινδύνου, αφού μέχρι στιγμής τα μέτρα που έχουν αναλυθεί στηρίζονται στον συντελεστή beta και την τυπική απόκλιση μιας μετοχής σε σχέση με την αγορά, «δεδομένα που δεν υπάρχουν για μια μη εισηγμένη επιχείρηση». (Damodaran, 2012 Investment Valuation σελ.600).

Στις μη εισηγμένες επιχειρήσεις το κόστος ιδίων κεφαλαίων μπορεί να προσδιοριστεί υπολογίζοντας τον συντελεστή beta της αγοράς με τους ακόλουθους τρόπους:

- Υπολογίζοντας τον συντελεστή beta λογιστικά, δηλαδή αντί να υπολογίζεται ο συντελεστής από την συνδιακύμανση της απόδοσης της μετοχής προς τις αποδόσεις της αγοράς να υπολογιστεί η συνδιακύμανση της μεταβολής των

κερδών τις επιχείρησης προς τις μεταβολές των κερδών ενός χρηματιστηριακού δείκτη ( $\Delta$  κερδών<sub>μη εισηγμένης επιχείρησης</sub> = a + b \*  $\Delta$  κερδών<sub>δείκτη</sub>).

- Υπολογίζοντας τον θεμελιώδη συντελεστή beta, δηλαδή υπολογίζοντας τον συντελεστή παλινδρομώντας θεμελιώδη στοιχεία της επιχείρησης, όπως:

$$\text{Beta} = 0,93 - 0,04 \cdot \text{ROE} + 0,167 \cdot \text{FA/TA} + 0,17 \cdot \text{DC} + 0,74g - 0,3t, \text{ όπου}$$

ROE η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων

FA/TA τα πάγια περιουσιακά στοιχεία προς το Ενεργητικό

DC το λογιστικό χρέος προς το σύνολο του χρέους και των ιδίων κεφαλαίων

g ο αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης των κερδών για τα επόμενα πέντε έτη

Επίσης η μέθοδος των πολλαπλασιαστών μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την αποτίμηση μη εισηγμένων εταιρειών. Αν βρεθεί μια επιχείρηση που έχει τα ίδια χαρακτηριστικά με την αποτιμώμενη εταιρεία και ανήκει στον ίδιο κλάδο, τότε οι δείκτες της (κυρίως ο δείκτης τιμής προς κέρδη και ο δείκτης μερισματικής απόδοσης) μπορούν να συγκριθούν με τον μέσο όρο. Έτσι «αν συγκριθούν οι δείκτες της αγοράς με την εισηγμένη εταιρεία που παρουσιάζει τα ίδια χαρακτηριστικά μπορεί να αξιολογηθεί και η μετοχή της μη εισηγμένης εταιρείας» (Atrill Peter, (2009), Financial Management for Decision Makers, 5th Edition, σελ. 255)..

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΙΣΗΓΜΕΝΗΣ ΚΑΙ ΜΗ ΕΙΣΗΓΜΕΝΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΤΡΟΦΙΜΩΝ**

### **5.1 Ο ΚΛΑΔΟΣ - ΑΓΟΡΑ**

#### **5.1.1 Ο ΚΛΑΔΟΣ ΤΩΝ ΤΡΟΦΙΜΩΝ**

Τα τρόφιμα αποτελούν ένα κατεξοχήν βασικό κλάδο της ελληνικής οικονομίας που εν μέσω κρίσης διαδραματίζει σπουδαίο ρόλο την οικονομία, καθώς έναν κλάδο που συνεχίζει να κατέχει την πρώτη θέση στην παραγωγή Προστιθέμενης Αξίας, εμφανίζοντας ιδιαίτερη ανθεκτικότητα έναντι της ύφεσης των εγχώριων αγορών, ενώ και η βιομηχανία του, παραμένει «πρωταθλήτρια» της εξωστρέφειας, όντας υπεύθυνη για το μεγαλύτερο μέρος των ελληνικών εξαγωγών (xrimatistirio.gr, 2016).

Σύμφωνα και με την τελευταία ετήσια έκθεση του IOBE, ο κλάδος των τροφίμων και ποτών καλύπτει το 22% των συνολικών εξαγωγών της χώρας, με τη συνολική παραγωγή αξίας να «αγγίζει» τα 16,5 δισ. ευρώ και την παραγωγή προστιθέμενης αξίας, τα 6 δισ. ευρώ, όταν η βιομηχανία τροφίμων παρουσιάζει νέες αυξήσεις στην παραγωγή και την απασχόληση.

Με βάση τα στοιχεία της Ελληνικής Στατιστικής Αρχής για τους επτά μήνες του 2014, έδειξαν μία αυξημένη παραγωγική δραστηριότητα για τις εγχώριες επιχειρήσεις του κλάδου, η οποία έφθασε το 1,2%, σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του αμέσως προηγούμενου έτους, εμφανίζοντας αρνητικό πρόσημο, μόνο τους μήνες Απρίλιο και Ιούλιο. Τα συνολικά έσοδα των επιχειρήσεων πάντως, στο διάστημα αυτό, ήταν

περιορισμένα κατά 0,3%, λόγω και της συμπίεσης των τιμών των προϊόντων και της διαφοροποίησης του μείγματος προϊόντων των πωλήσεων εντός του 2014.

Ο αγροτικός τομέας αποτελεί τον κλάδο που ηγείται στις ελληνικές εξαγωγές των τελευταίων χρόνων, έχοντας φθάσει να αντιπροσωπεύει ακόμη και ποσοστά άνω του 20% επί του συνόλου, ενώ σύμφωνα με τα επεξεργασμένα στοιχεία του ΚΕΕΜ από την ΕΛΣΤΑΤ, αποτελεί το 16,7% των εξαγωγών του 2014 (Ιανουάριος-Οκτώβριος) με συνολική αξία της τάξης των 3,7 δισ. ευρώ. Η υποκατηγορία τροφίμων και ζωντανών ζώων μάλιστα είναι μία από τις ελάχιστες που σημείωσαν αύξηση στο διάστημα αυτό, αντιπροσωπεύοντας πλέον το 13,7% των ελληνικών εξαγωγών, ποσοστό που ξεπερνά μόνο η κατηγορία των καυσίμων και λιπαντικών.

Σχεδόν το σύνολο των τομέων στους οποίους η Ελλάδα πρωταγωνιστεί στις αγορές του εξωτερικού, αφορούν τα τρόφιμα. Συγκεκριμένα, η χώρα μας κατέχει το 28% της παγκόσμιας αγοράς στη φέτα, είναι ο μεγαλύτερος παραγωγός του κόσμου σε τσιπούρα και λαβράκι, στα φρούτα, τα λαχανικά και το λάδι, τα ελληνικά προϊόντα βρίσκονται στην πρώτη δεκάδα της παγκόσμιας παραγωγής, ενώ γενικότερα η Ελλάδα είναι ο Νο 1 προμηθευτής 43 αγροτικών προϊόντων σε 12 χώρες ανά τον πλανήτη.

Ο βασικός ρόλος των τροφίμων στις ελληνικές εξαγωγές επιβεβαιώνεται και από τα στοιχεία της βάσης δεδομένων της 520 Barcode Hellas, καθώς σύμφωνα με αυτά, ο κλάδος των τροφίμων και ποτών κατέλαβε ένα μερίδιο της τάξης του 69,5% από το σύνολο των 16.000 νέων ελληνικών προϊόντων με πρόθεμα «520», που κυκλοφόρησαν οι εγχώριες επιχειρήσεις στις διεθνείς αγορές το 2013. Το 2014 δε, το αντίστοιχο ποσοστό του κλάδου ήταν περίπου 68%, αν και αναφέρεται όμως σε πολύ μεγαλύτερο απόλυτο αριθμό, καθώς τα νέα barcodes ελληνικών προϊόντων που δημιουργήθηκαν μέσω της online υπηρεσίας της 520 Barcode Hellas και κυκλοφόρησαν στο εξωτερικό, ξεπέρασαν τα 24.400. Όπως είχε παρατηρηθεί ήδη από τα στοιχεία του 1ου εξαμήνου του έτους, ο κλάδος των τροφίμων και ποτών, εμφανίζει ανοδική τάση σε κλάδους όπως η οινοποίηση, η ζυθοποιία και η αποσταγματοποιία, οι

οποίοι αυξήθηκαν σημαντικά σε σχέση με το αντίστοιχο περσινό διάστημα, φτάνοντας το 11% του συνόλου της κατηγορίας.

### **5.1.2 Ο ΚΛΑΔΟΣ ΤΩΝ ΑΛΛΑΝΤΙΚΩΝ**

Η ελληνική αγορά των αλλαντικών και κρεατοσκευασμάτων περιλαμβάνει λίγες, μεγάλου μεγέθους βιομηχανίες και ένα πλήθος επιχειρήσεων μικρού και μεσαίου μεγέθους, που όμως δραστηριοποιούνται κυρίως σε τοπική κλίμακα. Παρόλα αυτά ο βαθμός συγκέντρωσης στον τομέα των αλλαντικών είναι σχετικά υψηλός, καθώς οι πέντε μεγαλύτερες βιομηχανίες συγκεντρώνουν ποσοστό μεγαλύτερο του 50%, όπως προκύπτει από την κλαδική μελέτη Αλλαντικά - Κρεατοσκευάσματα που εκπόνησε πρόσφατα η Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών της ICAP Group (capital.gr, 2014).

Οι μεγάλες βιομηχανικές επιχειρήσεις του κλάδου διαθέτουν εδραιωμένα εμπορικά σήματα προϊόντων, ενώ παράλληλα διατηρούν εκτεταμένα δίκτυα διανομής που καλύπτουν σχεδόν το σύνολο της χώρας. Εν αντιθέσει οι μικρού μεγέθους επιχειρήσεις προμηθεύουν κυρίως την τοπική αγορά όπου εδρεύουν ή τις αγορές των γειτονικών νομών. Το μεγαλύτερο ποσοστό των αλλαντικών διαθέτεται, σε ποσοστό της τάξεως του 60%, μέσω σούπερ μάρκετ, σε ένα ποσοστό της τάξεως του 20% μέσω επιχειρήσεων catering, ενώ το υπόλοιπο μοιράζεται σε όλα τα υπόλοιπα δίκτυα διανομής.

Η εγχώρια βιομηχανική παραγωγή αλλαντικών και κονσερβών κρέατος εμφάνισε σωρευτική μείωση της τάξεως του 7% την τελευταία εξαετία. Από το σύνολο των εταιρειών του κλάδου οι 9 κορυφαίες βιομηχανίες αλλαντικών συγκεντρώνουν ποσοστό της τάξης του 80% της συνολικής παραγωγής. Σχεδόν το 50% της παραγωγής αφορά λουκάνικα, σαλάμια και παρόμοια προϊόντα, ενώ αξιόλογη ανάπτυξη είχαν τα αλλαντικά από κρέας γαλοπούλας, συμβαδίζοντας στην μεταβολή των διατροφικών αναγκών και ζήτησης των τελευταίων ετών. Το εμπορικό ισοζύγιο



παρέμεινε ελλειμματικό την τελευταία δεκαετία, αν και οι εισαγωγές αλλαντικών περιορίστηκαν το 2012.

Αναφορικά με τη διάρθρωση της εγχώριας αγοράς αλλαντικών και κονσερβών κρέατος, σημειώνεται ότι το μεγαλύτερο μέρος της αγοράς καλύπτεται από την κατηγορία «Πάριζα – Μορταδέλα» (27% περίπου), ακολουθούν στην δεύτερη θέση οι κατηγορίες «Ζαμπόν» (χοιρομέρι και ωμοπλάτες) και «Αλλαντικά πουλερικών. Το μεγαλύτερο μέρος της εγχώριας αγοράς κρεατοσκευασμάτων εξακολουθεί να καλύπτεται από παρασκευάσματα χοιρινού και μοσχαρίσιου κρέατος και κυρίως από προϊόντα όπως σουβλάκι, γύρος και μπιφτέκι».

Η διαθεσιμότητα και η ποιότητα της βασικής πρώτης ύλης (κρέας) επηρεάζει άμεσα τον κλάδο. Ο κύριος όγκος του κρέατος είναι εισαγόμενος, ενώ ορισμένες από τις μεγαλύτερες μονάδες έχουν προβεί σε στρατηγική κάθετης ολοκλήρωσης, διατηρώντας οι ίδιες κτηνοτροφικές μονάδες, με σκοπό την εκμετάλλευση οικονομικών κλίμακας.

Στα πλαίσια της μελέτης έγινε και χρηματοοικονομική ανάλυση των παραγωγικών επιχειρήσεων του κλάδου βάσει επιλεγμένων αριθμοδεικτών. Επίσης, καταρτίστηκε ομαδοποιημένος ισολογισμός (δείγματος 27 παραγωγικών επιχειρήσεων), για τις οποίες υπήρχαν διαθέσιμα στοιχεία ισολογισμών των χρήσεων 2011 και 2012. Από τα δεδομένα αυτά, το σύνολο του ενεργητικού σημείωσε μικρή μείωση (1,1%), ωστόσο τα συνολικά ίδια κεφάλαια περιορίστηκαν σημαντικά, κατά 8,6% . Οι πωλήσεις των 27 επιχειρήσεων παρέμειναν στάσιμες το 2011/12, ενώ ελαφρά χαμηλότερα ήταν τα αντίστοιχα μικτά κέρδη. Το τελικό αποτέλεσμα παρέμεινε ζημιογόνο, όμως οι ζημίες περιορίστηκαν κατά 21,5%. Τα κέρδη EBITDA εμφάνισαν σημαντική βελτίωση το τελευταίο έτος (capital.gr, 2014).

## 5.2 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

### 5.2.1 CRETA FARMS

Η εταιρεία ξεκίνησε την λειτουργία της το 1970 στην Κρήτη, εκτρέφοντας δικά της ζώα και αποτέλεσε την πρώτη οργανωμένη μονάδα παραγωγή χοιρινού κρέατος στην Κρήτη (Creta Farms, 2016). Η Creta Farms παράγει αγνά, υψηλής ποιότητας και με πλούσια γεύση προϊόντα. Διατηρώντας πάντα το αρχικό μεράκι των ανθρώπων της, έχει παντρέψει την μεσογειακή διατροφική παράδοση με την καινοτομία, μεγαλώνοντας και ξεφεύγοντας πλέον από τα στενά ελληνικά σύνορα. Η νέα παγκόσμια ταυτότητά της αντικατοπτρίζει τη δυναμική της και την αποφασιστικότητά της να ισχυροποιηθεί σε όλα τα επίπεδα σηματοδοτώντας παράλληλα την εξάπλωση από μία «φάρμα» στην Κρήτη... σε «φάρμες» στο εξωτερικό.

Οι μετοχές της εταιρείας είναι διαπραγματεύσιμες στο Χρηματιστήριο Αθηνών από την 3η Απριλίου 2000. Οι μετοχές της εταιρείας (29.480.000 μετοχές ονομαστικής αξίας 0,42€ έκαστη) διαπραγματεύονται στην κατηγορία «Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης» και ανήκει στον κλάδο «Τρόφιμα και Ποτά - Τρόφιμα» (Creta Farms, 2015). Στον όμιλο περιλαμβάνονται οι παρακάτω εταιρείες:

	Επωνυμία	Έδρα	Ποσοστό συμμετοχής	Συμμετοχή	Σχέση με την μητρική
1	ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ ΑΒΕΕ	Ελλάδα	100%		Μητρική
2	ΤΕΤΟ-ΦΑΡΜΑ ΑΕ	Ελλάδα	95%	Άμεση	Θυγατρική
3	ΦΑΡΜΑ ΘΕΣΣΑΛΙΑΣ ΑΕ	Ελλάδα	98%	Άμεση	Θυγατρική
4	Creta Farm Cyprus LTD	Κύπρος	100%	Άμεση	Θυγατρική
5	Creta Farm Espana SL	Ισπανία	50%	Άμεση	Κοινοπραξία
6	Creta Foods SA	Λουξεμβούργο	100%	Άμεση	Θυγατρική
7	Creta Farms LTD	Κύπρος	80%	Έμμεση	Θυγατρική
8	Creta Farms USA,	Η.Π.Α.	80%	Άμεση	Θυγατρική

LLC				
-----	--	--	--	--

Η CRETA FARMS δημιουργεί Κοινοπραξίες (Joint Ventures & Shareholders' agreements) με ντόπιους εταίρους, επιλέγοντας ανάμεσα στους Top «παίκτες» της αγοράς, με στόχο να μειώνεται δραστικά ο χρόνος διείσδυσης των καινοτόμων προϊόντων της στην εκάστοτε αγορά, να επιτυγχάνονται γρηγορότερα τα στοχοθετημένα μερίδια, να ελαχιστοποιείται το κόστος της επένδυσης και να αποκτάται γρήγορα και αποτελεσματικά η γνώση της τοπικής αγοράς.

Εκτός από την παραδοσιακή εξαγωγική δραστηριότητα και τη δημιουργία κοινοπραξιών, η CRETA FARMS προσφέρει ακόμα ένα εναλλακτικό μοντέλο συνεργασίας το οποίο στοχεύει στην άμεση διείσδυση της στις ξένες αγορές. Αυτό - license agreement - χαρακτηρίζεται από την συμφωνία παραχώρησης των δικαιωμάτων χρήσης της καινοτόμας παραγωγικής μεθοδολογίας της σε τοπικά δραστηριοποιούμενους παραγωγούς και την δυναμικά εμπορική ανάπτυξη των προϊόντων μέσα από co-branding μοντέλα.

### **5.2.2 ΥΦΑΝΤΗΣ**

Η εταιρεία ΥΦΑΝΤΗΣ ιδρύθηκε το 1980, με έδρα στην Αθήνα, έχοντας αντικείμενο εργασιών την παραγωγή τροφίμων και συγκεκριμένα αλλαντικών, μπιφτεκιών, σαλατών, προϊόντα κοτόπουλου, έτοιμα γεύματα και φέτα (ΥΦΑΝΤΗΣ, 2016). Επιδίωξη της εταιρείας και του ομίλου γενικότερα είναι ο σεβασμός στις επιχειρηματικές σχέσεις και στις σχέσεις με τους καταναλωτές, προσφέροντάς τους προϊόντα με βάση τις ανάγκες και τις απαιτήσεις τους. Το δίκτυο διανομής της εταιρείας καλύπτει όλη την Ελλάδα, ενώ δραστηριοποιείται σχεδόν σε όλο τον κόσμο προσφέροντας παραδοσιακά ελληνικά προϊόντα. Ο όμιλος διαθέτει τρία εργοστάσια επεξεργασίας κρέατος, σε Αθήνα, Αλεξανδρούπολη και Βουκουρέστι, έντεκα κέντρα διανομής αλλαντικών σε πόλεις της Ελλάδας, ένα κέντρο διανομής κατεψυγμένων λαχανικών, τέσσερα κέντρα διανομής στην Ρουμανία, μια μονάδα παραγωγής φέτας

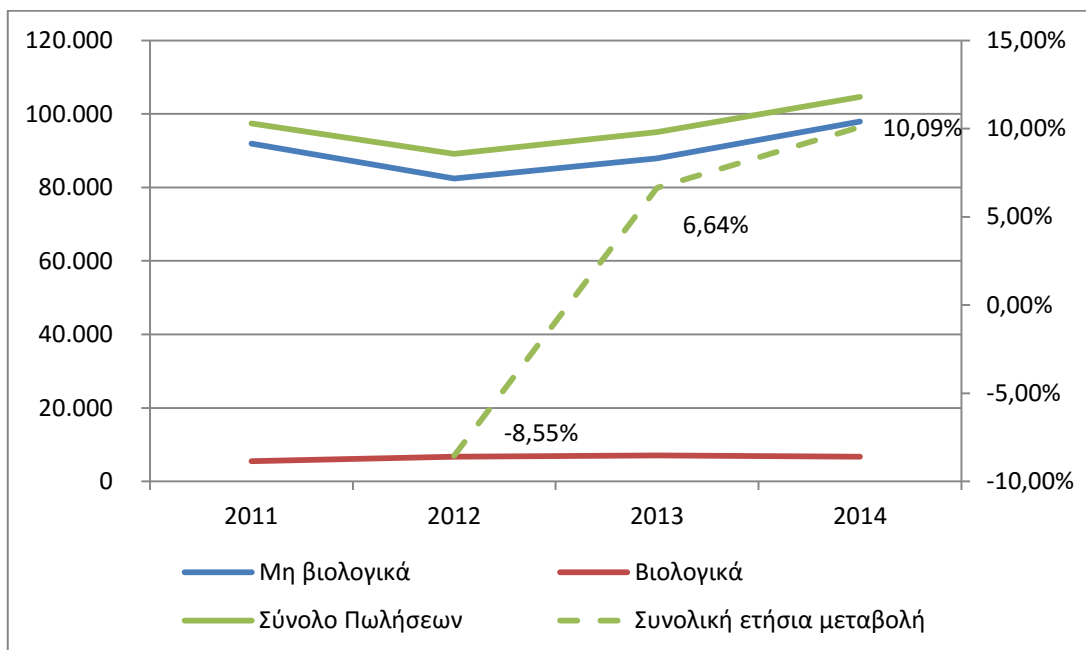
στα Τρίκαλα και ένα εργοστάσιο παραγωγής κατεψυγμένων φαγητών. Η εταιρεία έχει μετοχικό κεφάλαιο (31/12/2014) ύψους 7.484.150€ διαιρεμένο σε 3.481.000 μετοχές ονομαστικής αξίας 2,15€ έκαστη.

## 5.3 ΒΑΣΙΚΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

### 5.3.1 CRETA FARMS

Οι πωλήσεις της εταιρείας διαμορφώνονται από την πώληση βιολογικών και μη βιολογικών προϊόντων η εξέλιξη των οποίων αλλά και συνολικά την τελευταία τετραετία όπως φαίνεται από το παρακάτω γράφημα είναι:

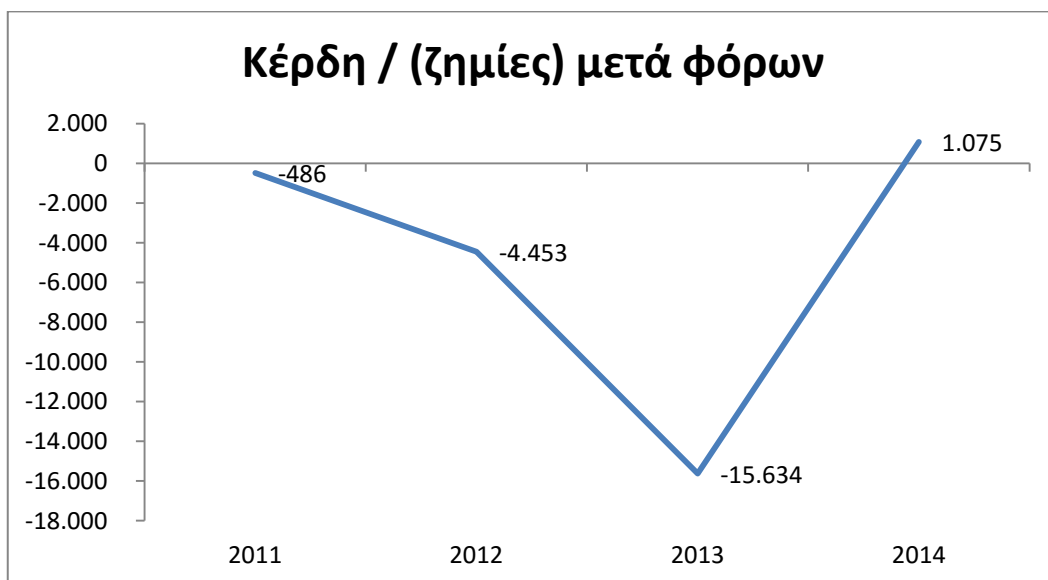
**Γράφημα 1: Πωλήσεις Creta Farms 2011-2014**



Οι πωλήσεις των βιολογικών προϊόντων το 2014 αποτελούν το 6,4% των συνολικών πωλήσεων μειωμένες σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά. Αντίθετα οι πωλήσεις μη βιολογικών προϊόντων από το 2012 και μετά σημειώνουν σταδιακή αύξηση και σαφώς αποτελούν το μεγαλύτερο μέρος των εσόδων για την εταιρεία. Στο σύνολό τους οι πωλήσεις το 2013 ήταν περισσότερο από 95 εκ. (με αύξηση 6,64% από

το 2012) και το 2014 ήταν περίπου 104,6 εκ. αυξημένες κατά 10,09% σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά. Το κόστος των πωλήσεων (λαμβάνοντας τον γεωμετρικό μέσο όρο της τετραετίας) μειώθηκε κατά 2,02%, ενώ παρά την αύξηση των δαπανών για την ανάπτυξη των βιολογικών προϊόντων, το μικτό κέρδος αυξήθηκε κατά 4,91% (παράρτημα 1). Υψηλό είναι το κόστος για την διάθεση των προϊόντων (το 2014 σε σχέση με τις πωλήσεις αποτελεί το 32,7%, περιορίζοντας το συνολικό λειτουργικό κέρδος σημαντικά, όπου σε συνδυασμό με τα ψηλά χρηματοοικονομικά έξοδα μειώνει πολύ το περιθώριο καθαρού κέρδους. Μολαταύτα η κατάσταση είναι σαφώς βελτιωμένη το 2014, αφού τις προηγούμενες χρονιές η εταιρεία παρουσίαζε ζημιές, όπου το 2013 ήταν ιδιαίτερα αυξημένες (-15,6 εκ.) κυρίως λόγω της ύπαρξης υψηλών αρνητικών επενδυτικών αποτελεσμάτων (υψηλές ζημιές από την απομείωση τη αξίας περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων). Στο γράφημα που ακολουθεί παρουσιάζεται η πορεία των καθαρών αποτελεσμάτων την τελευταία τετραετία.

**Γράφημα 2: Καθαρά Αποτελέσματα Creta Farms 2011-2014**



Όπως φαίνεται από τον παρακάτω πίνακα η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της εταιρείας στο τέλος του 2012 ήταν στο υψηλότερο σημείο την τετραετία, ενώ στο

τέλος του 2014 ήταν 0,409€. Την ίδια χρονιά τα καθαρά κέρδη ανά μετοχή ήταν 0,0364€, ενώ η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων θετική 2,4%. Η μόχλευση της εταιρείας έως το 2013 είχε αυξητική τάση με τον αριθμοδείκτη να φθάνει στο 71,7%, ενώ το 2014 μειώθηκε σε 68% από την μικρή μείωση του συνολικού δανεισμού αλλά κυρίως από την αύξηση των ιδίων κεφαλαίων που το 2013 είχαν μειωθεί πάρα πολύ εξαιτίας της ύπαρξης ιδιαίτερα υψηλών αρνητικών αποτελεσμάτων εις νέο. Ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας την τετραετία σημειώνει διακυμάνσεις και το 2014 διαμορφώνεται σε 0,87.

**Πίνακας 1: Βασικά οικονομικά στοιχεία για την Creta Farms 2011-2014**

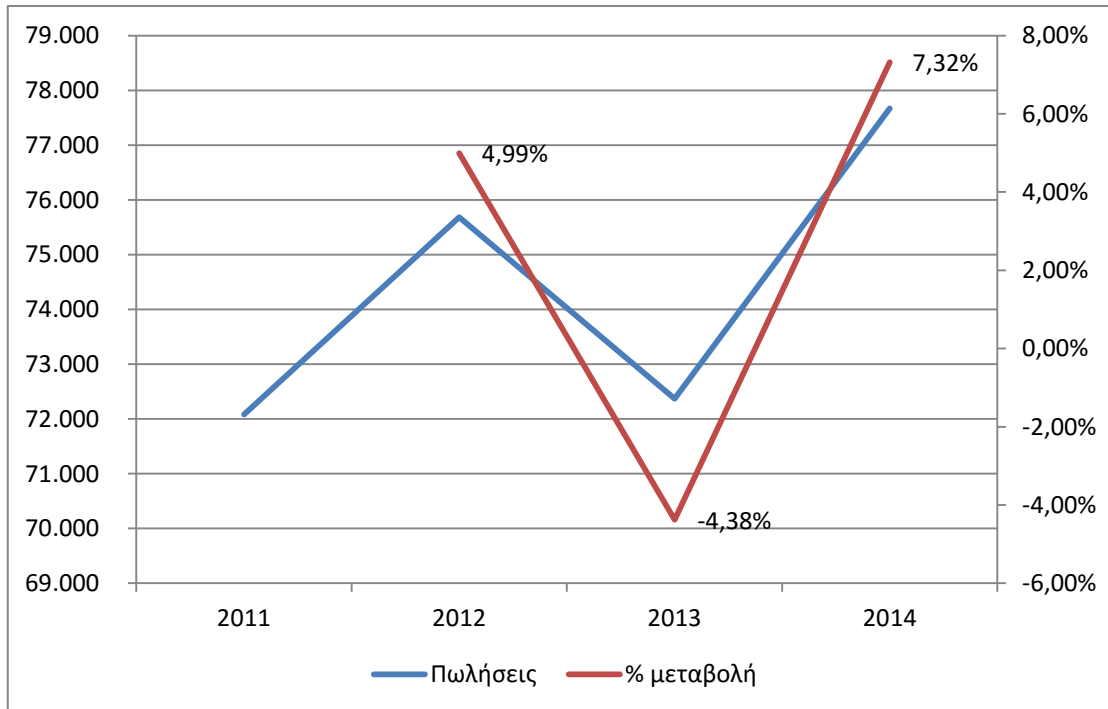
	2011	2012	2013	2014
Χρηματιστηριακή τιμή (31/12)	0,469	0,59	0,579	0,409
Κέρδη / (ζημιές) μετά φόρων ανά μετοχή - βασικά (σε €)	-0,0165	-0,1511	-0,5303	0,0364
ROE	-0,8%	-7,6%	-41,6%	2,4%
Χρέος/Σύνολο κεφαλαίων	57,6%	60,6%	71,7%	68,0%
Γενικής Ρευστότητας	0,91	1,04	0,74	0,87
Μέσο κόστος δανεισμού	7,7%	9,3%	8,9%	8,5%

### 5.3.2 ΥΦΑΝΤΗΣ

Οι πωλήσεις της εταιρείας ΥΦΑΝΤΗΣ την τετραετία 2011-2014 σημείωσαν αρκετές διακυμάνσεις, όπως φαίνεται και από το ακόλουθο γράφημα. Πιο συγκεκριμένα το 2011 ήταν ελαφρά πάνω από 72 εκ. ευρώ ενώ το 2012 αυξήθηκαν σε 75,7 εκ. σημειώνοντας αύξηση κατά περίπου 5%. Την επόμενη χρονιά υπήρξε μείωση της τάξης του 4,38% και οι πωλήσεις επήλθαν στα επίπεδα περίπου του 2011, ενώ το 2012 επακολούθησε πάλι αύξηση κατά 7,32% και οι πωλήσεις διαμορφώθηκαν σε 77,7 εκ. ευρώ, οι υψηλότερες πωλήσεις της τετραετίας. Συνολικά τα τέσσερα αυτά έτη η

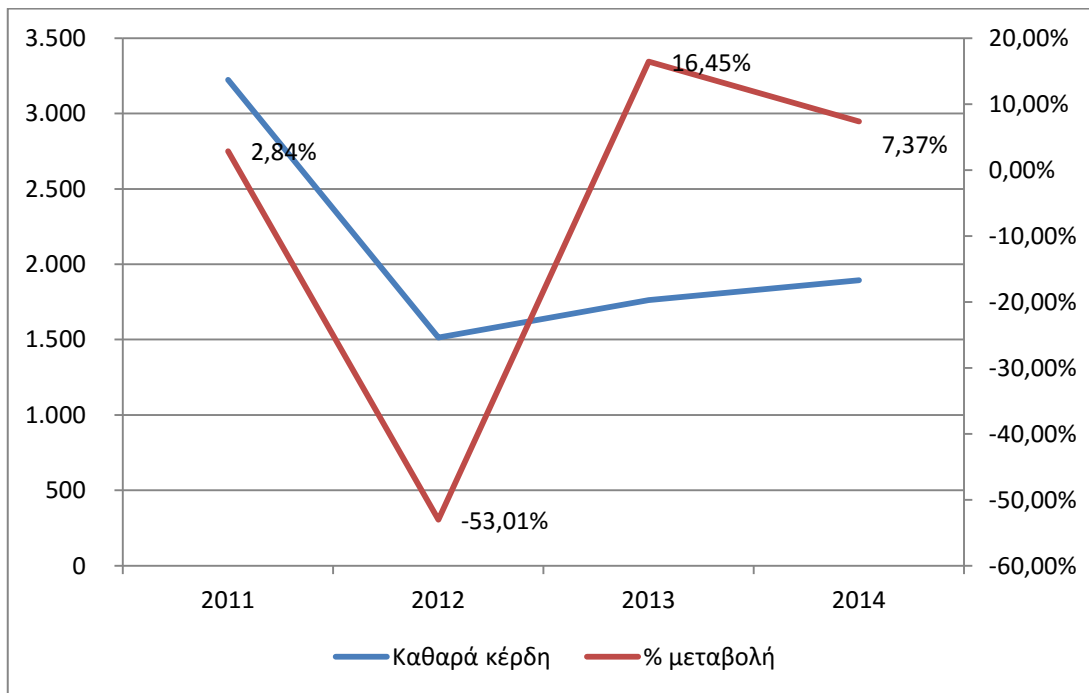
μέση αύξηση των πωλήσεων (γεωμετρικός μέσος όρος) ήταν 2,52%, παρά τις διακυμάνσεις που υπήρξαν.

**Γράφημα 3: Πωλήσεις ΥΦΑΝΤΗΣ 2011-2014**



Το 2012 τα καθαρά κέρδη της εταιρείας είχαν μια μεγάλη μείωση (-53,01%) και από 3,2 εκ. ευρώ μειώθηκαν σε 1,5 εκ. η σημαντική αυτή μείωση οφείλεται κατά κύριο λόγο σε δυο παράγοντες, στην μεγαλύτερη αύξηση του κόστους των πωλήσεων σε σχέση με την αύξηση των πωλήσεων καθώς και στην αύξηση κατά 30% στα χρηματοοικονομικά έξοδα (παράρτημα 3). Παρόλα αυτά όπως φαίνεται και από το γράφημα 4 το 2013 και 2014 υπάρχει σταδιακή αύξηση (αν και με φθίνοντα ρυθμό) κατά 16,45% και 7,37% αντίστοιχα και το 2014 τα καθαρά κέρδη της εταιρείας είναι περίπου 1,9 εκ. ευρώ. Μολαταύτα η μεγάλη μείωση του 2012 προκαλεί μέση μείωση την τετραετία κατά -16,25%.

**Γράφημα 4: Καθαρά Αποτελέσματα ΥΦΑΝΤΗΣ 2011-2014**



Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται βασικοί αριθμοδείκτες της εταιρείας για το διάστημα 2011-2014. Αρχικά η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων ακολουθώντας την πορεία των καθαρών κερδών το 2012 σημειώνει πτώση και από 14,80% το 2011, μειώνεται σε 6,53% (η χαμηλότερη απόδοση της τετραετίας). Όμως από το 2013 και μετά υπάρχει σταδιακή αύξηση και το 2014 διαμορφώνεται σε 9,43%.

**Πίνακας 2: Βασικά οικονομικά στοιχεία για την εταιρεία ΥΦΑΝΤΗΣ 2011-2014**

	2011	2012	2013	2014
ROE	14,80%	6,53%	7,72%	9,43%
Χρέος/Σύνολο κεφαλαίων	57,90%	57,10%	56,64%	61,55%
Γενικής Ρευστότητας	1,49	1,47	1,31	1,24
Μέσο κόστος δανεισμού	8,08%	9,46%	10,53%	8,05%
Χρέος / Ίδια Κεφάλαια	1,38	1,33	1,31	1,60
Καθαρά κέρδη ανά μετοχή	0,926	0,435	0,506	0,544
Μέρισμα ανά μετοχή	0,000	0,000	0,575	0,400
Ποσοστό διανομής	0,00%	0,00%	113,44%	73,56%

Ο δείκτης γενικής ρευστότητας της εταιρείας την τετραετία σημειώνει σταδιακή μείωση και το 2014 είναι στο χαμηλότερο σημείο με τιμή 1,24. Παρόλα αυτά δεν



φαίνεται να υπάρχει λόγος άμεσης ανησυχίας για την δυνατότητα της εταιρείας να ανταποκριθεί στις τρέχουσες υποχρεώσεις της. Όσον αφορά τον βαθμό μόχλευσης των κεφαλαίων της το 2014 παρατηρείται αυξημένη μόχλευση, ενώ τα τρία προηγούμενα έτη ήταν σχεδόν σταθερή. Πιο συγκεκριμένα το 2014 οι δανειακές υποχρεώσεις της εταιρείας σε σχέση με τα συνολικά κεφάλαια ήταν 61,55%, ενώ η αναλογία δανειακών κεφαλαίων προς ίδια κεφάλαια ήταν 1,6 από 1,31 την προηγούμενη χρήση.

Τα καθαρά κέρδη ανά μετοχή το 2014 ήταν 0,54€, έπειτα από σταδιακές αυξήσεις από το 2012 και μετά, που είχαν πέσει στα 0,44€ από 0,93€ το 2011. Η εταιρεία το 2011 και 2012 δεν είχε διανείμει καθόλου μέρισμα στους μετόχους της ενώ δύο επόμενα έτη διανέμει ανά μετοχή 0,575€ και 0,4€ αντίστοιχα. Η εταιρεία το 2013 ξεπερνά τα καθαρά κέρδη χρήσης και διανέμει από τα συσσωρευμένα κέρδη της (αποτελέσματα εις νέο) 13,44% περισσότερα από τα καθαρά κέρδη χρήσης. Ενώ και το 2014 το ποσοστό διανομής είναι ιδιαίτερα υψηλό και φθάνει το 73,56% των καθαρών κερδών, παρακρατώντας το 26,44%.

## **5.4 ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ CRETA FARMS**

### **5.4.1 ΜΕΣΟ ΣΤΑΘΜΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ CRETA FARMS**

Για τον υπολογισμό του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου αρχικά υπολογίζεται το κόστος ιδίων κεφαλαίων με το υπόδειγμα *capm*. Ο συντελεστής *beta* της εταιρείας υπολογίζεται από τις μηνιαίες αποδόσεις της μετοχής της Creta Farms και τις αποδόσεις του γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών για την περίοδο 1/1/2011 έως 31/12/2015. Οι τιμές της μετοχής και του Γενικού Δείκτη ανακτήθηκαν από την ιστοσελίδα yahoo finance (Yahoo Finance, 2016). Ο συντελεστής *beta* της εταιρείας είναι 1,08 (παράρτημα 2). Με βάση στατιστική έρευνα που πραγματοποιήθηκε σε 41 χώρες του κόσμου μέσω ερωτηματολογίου που απαντήθηκε από αναλυτές, οικονομικού καθηγητές και διευθυντές επιχειρήσεων, εκ των οποίων και

στην Ελλάδα το ασφάλιστρο αγοράς για το 2015 είναι 14,3% ενώ η απόδοση χωρίς κίνδυνο 15% (υπολογιζόμενο από τις αποδόσεις του δεκαετούς κρατικού ομολόγου) (Fernandez, et al., 2015). Από την συγκεκριμένη έρευνα προκύπτει ότι από το 2013 έως το 2015 το ασφάλιστρο της αγοράς υπερδιπλασιάστηκε (το 2013 ήταν 7%), ενώ η απόδοση των δεκαετών ομολόγων σχεδόν τριπλασιάστηκε (το 2013 ήταν 5,4%). Σύμφωνα με τα παραπάνω το κόστος ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας Creta Farms είναι:

$$\text{CAPM} = r_f + b * (E(R_m) - r_f) = 0,15 + 1,08 * 0,143 = 0,3044 \text{ ή } 30,44\%$$

Όπως παρατηρείται οι ιδιαίτερα δυσχερείς οικονομικές και δημοσιονομικές συγκυρίες στην Ελλάδα έχουν αυξήσει σημαντικά τόσο τις αποδόσεις των «ακίνδυνων» χρεογράφων, όσο και τις αναμενόμενες αποδόσεις της αγοράς, με συνέπεια το κόστος των ιδίων κεφαλαίων να είναι ιδιαίτερα υψηλό.

Σχετικά με το κόστος δανεισμού της εταιρείας για το 2014 ανέρχεται μέσο σταθμικά σε 8,1% (Creta Farms, 2015). Όμως το 2014 η εταιρεία συμφώνησε την αναδιάρθρωση του τραπεζικού της δανεισμού έως το 2023, με μείωση του υφιστάμενου περιθωρίου επιτοκίου, που αναμένεται να μειώσει σημαντικά το κόστος του δανεισμού και να το διαμορφώσει σε 5% - 5,5%. Το 2014 το ύψος των ιδίων κεφαλαίων ήταν 44.387 χιλ. ευρώ ενώ ο δανεισμός της εταιρείας ήταν συνολικά 94.507 χιλ. (εκ των οποίων 54.781 αφορούσαν μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις και 39.726 βραχυπρόθεσμες), δηλαδή αποτελούσε το 68% των συνολικών της κεφαλαίων. Ο φορολογικός συντελεστής των ΑΕ από 1<sup>ης</sup> Ιανουαρίου του 2015 είναι 29% (Taxheaven, 2016). Με την παραδοχή ότι η εταιρεία θα διατηρήσει την ίδια αναλογία ξένου και ίδιου δανεισμού το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίων είναι:

$$\text{WACC} = 0,68 * 0,055 * (1 - 0,29) + 0,32 * 0,3044 = 0,1240 \text{ ή } 12,4\%$$

#### **5.4.2 ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΕΣ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΚΑΙ ΠΑΡΑΔΟΧΕΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ**

Η εταιρεία εκτός από την εξαγωγική της δραστηριότητα και την δημιουργία κοινοπραξιών, συνάπτει συμφωνίες παραχώρησης των δικαιωμάτων για την χρήση της

καινοτόμας παραγωγικής μεθοδολογίας της και συνεχίζει να διεισδύει σημαντικά στις ξένες αγορές. Έτσι παρά τις δυσκολίες που υπάρχουν στην ελληνική αγορά, εξακολουθεί να είναι μια ηγετική εταιρεία στον κλάδο ενώ συνεχίζει να αναπτύσσεται στο εξωτερικό. Για τα επόμενα οκτώ χρόνια (χρονικός ορίζοντας αποτίμησης) εκτιμάται ότι θα συνεχίσει να αυξάνει τις πωλήσεις της με ρυθμό 10% (ποσοστό αύξησης της τελευταίας διαχειριστικής χρήσης). Η εταιρεία δίνοντας βάση στην ανάπτυξη των βιολογικών προϊόντων (παρά το υψηλό κόστος παραγωγής) αναμένεται να έχει περιθώριο μικτού κέρδους 45% (περίπου το ποσοστό του 2014). Όσον αφορά τα λοιπά λειτουργικά έξοδα αναμένεται να διατηρήσουν την ίδια αναλογία ως προς τις πωλήσεις όπως και το 2014 (έξοδα διοίκησης 4,9% και έξοδα διάθεσης 32,7%). Όπως προαναφέρθηκε το κόστος του δανεισμού έως το 2023 θα είναι μειωμένο λόγω της αναδιάρθρωσης του χρέους που έχει συμφωνηθεί με τις συνεργαζόμενες τράπεζες και κατά συνέπεια τα χρηματοοικονομικά θα αποτελέσουν το 5,5% του συνολικού δανεισμού της εταιρείας (λαμβάνοντας ως δεδομένο ότι η εταιρεία θα συνεχίσει να έχει την ίδια διάρθρωση κεφαλαίων).

Το 2014 οι επενδύσεις της εταιρείας ήταν ιδιαίτερα αυξημένες (σε σχέση με τις προηγούμενες δύο χρονιές που είχαν περιοριστεί σημαντικά). Ο γεωμετρικός μέσος όρος των επενδύσεων την τετραετία ήταν 20,84%, ποσοστό που όμως δεν αναμένεται να διατηρηθεί στο προσεχές μέλλον, αφού υπήρξε μεγάλη αύξηση το 2014, ενώ εκτιμάται ότι οι κεφαλαιουχικές επενδύσεις θα συνεχίσουν να αποτελούν το 8,3% των πωλήσεων (όπως το 2014), ενώ οι αποσβέσεις το 3,7% των πωλήσεων. Το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων την τετραετία είχε μέσο ρυθμό μείωσης 11,06% εξαιτίας των σημαντικών ζημιών του 2013, όμως μελλοντικά εκτιμάται ότι τα ίδια κεφάλαια θα αυξάνουν κατά 10% (το ποσοστό αύξησης του τελευταίου έτους ήταν 18%), ενώ η εταιρεία θα συνεχίσει να παρακρατεί το σύνολο των κερδών της επενδύοντας στην αναπτυξιακή της πορεία. Στην μεταβολή του κεφαλαίου κίνησης το 2014 υπήρξε μείωση το 2014, γεγονός που δεν αναμένεται να συνεχίσει και στο προσεχές μέλλον

εξαιτίας της αυξημένης δραστηριότητας της εταιρείας. Τα αποθέματα, οι απαιτήσεις και οι υποχρεώσεις προς τους προμηθευτές εκτιμάται ότι θα διατηρήσουν την ίδια αναλογία ως προς τις πωλήσεις με τα σχετικά μεγέθη του 2014, δηλαδή 7,9%, 14,3% και 20,8% αντίστοιχα. Οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες της εταιρείας την τετραετία σημείωσαν έντονες διακυμάνσεις, κυρίως το 2013 όπου υπήρξαν υψηλές απομειώσεις στα περιουσιακά στοιχεία, γεγονός που δεν εκτιμάται ότι θα συνεχιστεί στο μέλλον. Αντίθετα εκτιμάται ότι ο ρυθμός ανάπτυξης στο μέλλον θα είναι 2,5% ( $g = ROE \cdot b = 2,5\% \cdot 100\% = 2,5\%$ ). Για την προεξόφληση των μελλοντικών ταμειακών ροών ως συντελεστής λαμβάνεται το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίων της εταιρείας το 2014, δηλαδή 12,4%.

### 5.4.3 ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ (FCFF – FCFE) ΚΑΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕΤΟΧΗΣ

#### Προεξόφληση ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση

Με βάση τις παραδοχές και εκτιμήσεις της προηγούμενης υποενότητας η προεξόφληση των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση όπως φαίνεται από τον ακόλουθο πίνακα συνολικά είναι 69.386 χιλ. ευρώ.

**Πίνακας 3: Προεξόφληση ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση Creta Farms**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Τερματική αξία
Καθαρά κέρδη	6.045	6.650	7.315	8.046	8.851	9.736	10.710	11.781	
Αποσβέσεις	4.257	4.683	5.151	5.666	6.233	6.856	7.542	8.296	
Καθαρές κεφαλαιουχικές δαπάνες	5.293	5.822	6.404	7.045	7.749	8.524	9.377	10.314	
Μεταβολή στο κεφάλαιο	90	161	177	195	214	236	259	285	

κίνησης									
Ελεύθερες ταμειακές ροές προς την επιχείρηση	4.920	5.350	5.885	6.473	7.120	7.832	8.616	9.477	94.772
Συντελεστής Προεξόφλησης	0,8897	0,7915	0,7042	0,6265	0,5574	0,4959	0,4412	0,3925	0,3925
Προεξοφλημένες ταμειακές ροές προς την επιχείρηση	4.377	4.234	4.144	4.056	3.969	3.884	3.801	3.720	37.201
Σύνολο	<b>69.386</b>								
Αξία μετοχής	<b>2,37</b>								

Οι προεξοφλημένες ελεύθερες ταμειακές ροές προς την επιχείρηση, υπολογίστηκαν σε 69.386 χιλ. ευρώ, ενώ με τον αριθμό των 29.480 μετοχών, δίδουν μία τιμή των 2,37 ευρώ ανά μετοχή. Η τιμή αυτή, είναι σημαντικά διαφοροποιημένη από την χρηματιστηριακή τιμή, καταδεικνύοντας ότι η μετοχή είναι σημαντικά υποτιμημένη.

#### **Προεξόφληση ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους**

Για τον υπολογισμό των ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους και την αποτίμηση της μετοχής από τα υπολογισθέντα καθαρά κέρδη αφαιρούνται οι τόκοι του δανεισμού έπειτα από την αφαίρεση των φόρων, οι καθαρές κεφαλαιουχικές δαπάνες, η μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης ενώ προστίθεται ο καθαρός νέος δανεισμός της εταιρείας. Ως συντελεστής προεξόφλησης λαμβάνεται το κόστος ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης, δηλαδή 30,44%.

**Πίνακας 4: Προεξόφληση ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους Creta**

**Farms**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Τερματική αξία
Καθαρά κέρδη	6.045	6.650	7.315	8.046	8.851	9.736	10.710	11.781	
Χρηματοοικονομικά έξοδα	5.720	6.292	6.921	7.613	8.375	9.212	10.133	11.147	
Καθαρές κεφαλαιουχικές δαπάνες	5.293	5.822	6.404	7.045	7.749	8.524	9.377	10.314	
Μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης	90	161	177	195	214	236	259	285	
Καθαρός νέος δανεισμός	9.492	10.400	11.440	12.584	13.842	15.226	16.749	18.424	
Ελεύθερες ταμειακές ροές προς τους μετόχους	4.434	4.775	5.252	5.777	6.355	6.991	7.690	8.459	30.166
Συντελεστής προεξόφλησης	0,7666	0,5877	0,4506	0,3454	0,2648	0,2030	0,1556	0,1193	0,1193
Προεξοφλημένες ταμειακές ροές προς τους μετόχους	3.400 €	2.806 €	2.366 €	1.996 €	1.683 €	1.419 €	1.197 €	1.009 €	3.599
Σύνολο	19.475 €								
Αριθμός μετοχών (σε χιλ.)	29.480								
Αξία μετοχής	0,66								

Οι προεξοφλημένες ταμειακές ροές προς τους μετόχους υπολογίζονται σε 19.475 χιλ. ευρώ ενώ με τον αριθμό των μετοχών σε κυκλοφορία (29.480 μετοχές) η μετοχή αποτιμάται σε 0,66€. Η αξία αυτή είναι υψηλότερη από την χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής (0,41€) καταδεικνύοντας ότι η μετοχή είναι υποτιμημένη.

#### 5.4.4 ΣΧΕΤΙΚΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ CRETA FARMS

Για την πραγματοποίηση της σχετικής αποτίμησης συγκεντρώθηκαν θεμελιώδη στοιχεία και η χρηματιστηριακή τιμή των εταιρειών που ανήκουν στον ίδιο κλάδο με την εταιρεία Creta Farms. Οι εξεταζόμενες εταιρείες είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο Αθηνών στον κλάδο των τροφίμων, όπως και η Creta Farms. Εξετάζονται μόνο ελληνικές εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο και αγορά ώστε το εξωτερικό περιβάλλον των εταιρειών να είναι παρεμφερές. Ειδικότερα ο αριθμός των μετοχών και η χρηματιστηριακή τιμή των επιμέρους μετοχών (στις 31 Δεκεμβρίου 2014) ανακτήθηκαν από την ιστοσελίδα της Ναυτεμπορικής και τα θεμελιώδη στοιχεία των επιχειρήσεων για την διαχειριστική χρήση του 2014 από την ιστοσελίδα της Yahoo Finance (naftemporiki.gr, 2016; Yahoo Finance, 2016). Από τα συλλεχθέντα στοιχεία υπολογίζονται οι αριθμοδείκτες Χρέος/Ίδια Κεφάλαια, τα κέρδη ανά μετοχή, το μέρισμα ανά μετοχή, η λογιστική αξία, η Χρηματιστηριακή τιμή/Κέρδη ανά μετοχή και Χρηματιστηριακή τιμή/ Λογιστική αξία. Τα συγκεκριμένα στοιχεία επιλέχθηκαν για αναφέρονται στην ίδια χρονική περίοδο με την ανάλυση που έχει πραγματοποιηθεί στην Creta Farms.

Όλες οι εισηγμένες εταιρείες του κλάδου (δεκατρείς στο σύνολο) δεν διανέμουν καθόλου μέρισμα το 2014, ενώ οι πέντε από αυτές παρουσιάζουν ζημίες. Παρεμφερή κεφαλαιακή μόχλευση με την εταιρεία Creta Farms έχουν μόνο τρεις εταιρείες (Περσεύς, Καραμολέγκος και Σαραντόπουλος), αλλά η τελευταία εταιρεία είναι ζημιογόνα. Από τις άλλες δύο εταιρείες η εταιρεία Καραμολέγκος εμφανίζει περισσότερο κοινά χαρακτηριστικά με την Creta Farms, μεγαλύτερη συνάφεια στην παραγωγή προϊόντων, παρεμφερή κύκλο εργασιών και κέρδη, κεφαλαιουχικές επενδύσεις που προσεγγίζουν σε αξία (σε σχέση με τις υπόλοιπες εταιρείες υπάρχει μεγάλη απόκλιση) αλλά και υψηλή δραστηριοποίηση στο εξωτερικό. Συνεπώς, η μοναδική επιχείρηση του κλάδου που παρουσιάζει ομοειδή στοιχεία με την Creta Farms (περίπου ίδιο κίνδυνο, ανάπτυξη και ταμειακές ροές), είναι η Καραμολέγκος και

θα χρησιμοποιεί ως ο μέσος όρος του κλάδου. Έτσι μπορούμε να εξάγουμε τα εξής συμπεράσματα:

Δείκτης	Creta Farm	Καραμολέγκος	Αποτέλεσμα
P/E <sub>M</sub>	11,22	15,78	Υποτιμημένη
PBV <sub>M</sub>	0,27	0,44	Υποτιμημένη
P/S <sub>M</sub>	0,12	0,21	Υποτιμημένη

Οπότε για την αποτίμηση της Creta Farms θα χρησιμοποιηθεί ο αριθμοδείκτης P/E, ο P/BV και PS της εταιρείας Καραμολέγκος,

$$P_{cf} = E_{cf} * \frac{P_k}{E_k} = 0,04 * 15,78 = 0,575\text{€}$$

$$P_{cf} = BV_{cf} * \frac{P_k}{BV_k} = 1,51 * 0,44 = 0,66\text{€}$$

$$PS_{cf} = PS_{cf} * \frac{P_k}{PS_k} = 0,12 * 7,714 = 0,925\text{€} \text{ (όπου } P_k=1,61 \text{ και } PS_k=0,21)$$

Σε ότι αφορά τους αριθμοδείκτες με βάση τα θεμελιώδη μεγέθη, (fundamental), είναι προφανές ότι δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν ώστε να συγκριθούν με τους αριθμοδείκτες της αγοράς, αφού όπως έχει ήδη ειπωθεί, το Retention Ratio είναι 100% και άρα το Pay Out Ratio= 0, και συνεπώς οι τύποι των fundamental έχουν αποτέλεσμα 0.

#### 5.4.5 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΗΣ ΚΠΑ

$$\text{Καταρχήν, υπολογίζω το } b_{\text{unlevered}}: \beta_{\text{unlevered}} = \frac{\beta}{1+(1-t)*\frac{D}{E}} = \frac{1,08}{1+(1-29\%)*\frac{94507}{44387}} = 0,43$$

Το K<sub>s</sub> της μη μοχλευμένης επιχείρησης είναι: K<sub>s</sub>= 0,15+ 0,43\*0,143= 0,2114 ή 21,14%

Υπολογίζω την αξία της επιχείρησης με το FCFF μοντέλο αφού πρώτα υπολογιστούν οι παράμετροι του:

$$\text{Reinvestment Rate} = g/\text{ROC} \text{ όπου } \text{ROC} = \frac{\text{EBIT}*(1-T)}{\text{BV of Debt}+\text{BV of Equity}} = \frac{7112*(1-29\%)}{94507+44387} = 0,0363$$



Όπως ήδη έχει ειπωθεί, το  $g=2,5\%$ , άρα Reinvestment Rate (σταθερό υπόδειγμα) $=2,5\%/3,63\%= 68,87\%$

Η υπολειμματική ροή του επόμενου έτους αναμένεται να είναι:

$$FCFF_1 = EBIT \cdot (1-T) \cdot (1 - \text{Reinvestment Rate}) = 7.112 \cdot 0,71 \cdot 0,3113 = 1571,91$$

$$\text{Η αξία της αμόχλευτης επιχείρησης είναι: } PV FCFF = \frac{FCFF_1}{K_s - g} = \frac{1571,91}{0,2114 - 0,025} = 8432,99$$

Υποθέτοντας ότι η επιχείρηση θα πληρώνει σε χρεολύσιο 10.000 ετησίως μέχρι τον χρονικό ορίζοντα που έχουμε ήδη ορίσει, τότε έχω τα εξής αποτελέσματα:

	ΧΡΕΟΣ	ΤΟΚΟΣ	ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΟ ΟΦΕΛΟΣ	Π.Α ΦΟΡ. ΟΦΕΛΟΥΣ
2015	94.507,00	5.197,89	1.507,39	1.428,80
2016	84.507,00	4.647,89	1.347,89	1.211,01
2017	74.507,00	4.097,89	1.188,39	1.012,05
2018	64.507,00	3.547,89	1.028,89	830,53
2019	54.507,00	2.997,89	869,39	665,20
2020	44.507,00	2.447,89	709,89	514,84
2021	34.507,00	1.897,89	550,39	378,36
2022	24.507,00	1.347,89	390,89	254,70
ΔΙΗΝΕΚΕΣ	24.507,00	1.347,89	390,89	4.630,97
ΣΥΝΟΛΟ				<b>10.926,47</b>

Τέλος, υποθέτω ένα κόστος χρεοκοπίας ίσο με το 35% (επίπεδο τυπικό για τις επιχειρήσεις του κλάδου) της αξίας της επιχείρησης, και με πιθανότητα χρεοκοπίας 15% , υπολογίζω το κόστος χρεοκοπίας:

$$\begin{aligned} \text{ΚΟΣΤΟΣ ΧΡΕΟΚΟΠΙΑΣ} &= (\text{ΑΞΙΑ ΑΜΟΧΛΕΥΤΗΣ ΕΠΙΧ} + \text{ΠΑ ΦΟΡ. ΟΦΕΛΟΥΣ}) * \\ \text{ΚΟΣΤΟΣ ΧΡΕΟΚΟΠΙΑΣ} * \text{ΠΙΘΑΝΟΤΗΤΑ ΧΡΕΟΚΟΠΙΑΣ} &= (8432,99 \\ &+ 10.926,47) * 35\% * 15\% = 1016,37. \end{aligned}$$

Αξία επιχείρησης με προσαρμοσμένη ΚΠΑ= Αξία επιχ. +ΠΑ Φορ.Οφέλους –Κόστος χρεοκοπίας = 8432,99 +10926,47 – 1016,37= 18.343,09

Διαιρώντας με τον αριθμό των μετοχών, έχω ότι κάθε μετοχή αποτιμάται  
 $18343,09/29480 = 0,622\text{€}$  ανά μετοχή.

**Πίνακας 5: Συγκριτικά στοιχεία εταιρειών του κλάδου των τροφίμων 2014**

σε χιλ.	Creta Farms	Υφαντής	Νίκας	Εβροφάρμα	Κρι-Κρι	ΕΛΓΕΚΑ	ΠΕΡΣΕΥΣ	Καραμολέγκος	Κανάκης	ΕΒΖ	Μύλοι Κεπένου	Μύλοι Λούλη	Nutriart	Σαραντόπουλος
Πωλήσεις	97.881	77.668	57.000	25.000	77.000	275.000	61.000	76.000	18.000	175.000	36.000	88.000	20.000	19.000
Καθαρά κέρδη	1.075	1.893	-13.000	0	4.000	-6.000	2.000	1.000	2.000	-72.000	2.000	3.000	-35.000	-1.000
Κυκλοφορούν Ενεργητικό	60.591	41.439	24.000	14.000	32.000	93.000	65.000	50.000	15.000	76.000	24.000	63.000	32.000	10.000
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	39.726	8.561	75.000	23.000	8.000	116.000	42.000	53.000	2.000	161.000	13.000	35.000	137.000	11.000
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	60.953	23.574	0	16.000	5.000	7.000	10.000	17.000	0	0	5.000	10.000	26.000	0
Σύνολο δανειακών υποχρεώσεων	94.507	32.135	75.000	39.000	13.000	123.000	52.000	70.000	2.000	161.000	18.000	45.000	163.000	11.000
Ίδια Κεφάλαια	44.387	20.078	-27.000	9.000	50.000	29.000	19.000	36.000	18.000	-39.000	16.000	91.000	-88.000	5.000
Κεφαλαιουχικές επενδύσεις	8.598	1.068	1.000	0	23.000	2.000	0	5.000	0	2.000	1.000	1.000	0	0
Μερίσματα	0	1.392	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Χρηματιστηριακή τιμή (31/12/2014)	0,41	-	0,12	0,22	1,85	0,25	0,70	1,62	1,95	0,27	1,80	1,76	0,05	0,95
Αριθμός μετοχών	29.480	3.481	20.231	13.673	33.065	31.735	17.241	9.743	7.500	36.749	6.700	17.125	42.501	4.181
Χρέος/Ίδια Κεφάλαια	2,27	1,60	-2,78	4,33	0,26	4,24	2,74	1,94	0,11	-4,13	1,13	0,49	-1,85	2,20
Κέρδη ανά μετοχή	0,04	0,54	-0,64	0,00	0,12	-0,19	0,12	0,10	0,27	-1,96	0,30	0,18	-0,82	-0,24
Μέρισμα ανά μετοχή	0,00	0,40	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
BV	1,51	5,77	-1,33	0,66	1,51	0,91	1,10	3,69	2,40	-1,06	2,39	5,31	-2,07	1,20
P/E <sub>M</sub>	11,22		-0,19		15,29	-1,33	6,03	15,78	7,31	-0,14	6,03	10,05	-0,06	-3,97
P/BV <sub>M</sub>	0,27		-0,09	0,33	1,22	0,27	0,64	0,44	0,81	-0,25	0,75	0,33	-0,02	0,79
P/S <sub>M</sub>	0,12		0,04	0,12	0,79	0,03	0,20	0,21	0,81	0,06	0,34	0,34	0,10	0,21

PEG	4,67													
RELATIVE PE	0,71													
ROE	2,42%	9,43%	48,15%	0,00%	8,00%	-20,69%	10,53%	2,78%	11,11%	184,62%	12,50%	3,30%	39,77%	-20,00%

## 5.5 ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΥΦΑΝΤΗΣ

### 5.5.1 ΜΕΣΟ ΣΤΑΘΜΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΥΦΑΝΤΗΣ

Για τον υπολογισμό του κόστους των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας, δεδομένου ότι δεν είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο θα χρησιμοποιηθεί το υπόδειγμα *carh* αλλά ο συντελεστής *beta* της εταιρείας θα υπολογιστεί με βάση τα θεμελιώδη στοιχεία της, δηλαδή από την σχέση:

$$\text{Beta} = 0,93 - 0,04 \cdot \text{ROE} + 0,167 \cdot \text{FA/TA} + 0,17 \cdot \text{DC} + 0,74g - 0,3t$$

Η απόδοση ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας είναι 9,43%, ο δείκτης παγίων προς ενεργητικό είναι 29,23% (σύνολο παγίων 23.014, σύνολο ενεργητικού 78.729), ο δείκτης χρέους προς σύνολο χρέους και ιδίων κεφαλαίων είναι 61,55% [δανειακές υποχρεώσεις 32.135 και ίδια κεφάλαια 20.078 συνεπώς  $32.135/(32135+20078)=0,6155$ ], ενώ ο φορολογικός συντελεστής είναι 29%. Όσον αφορά τον ρυθμό αύξησης μπορεί να υπολογιστεί από το ποσοστό επανεπένδυσης επί την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων. Τα τελευταία τέσσερα έτη η εταιρεία δεν διατήρησε σταθερή μερισματική πολιτική, ενώ θεωρείται ότι στο μέλλον θα διατηρήσει μια σταθερότητα διανεμόντας περίπου τον μέσο όρο των διανεμόμενων κερδών της τετραετίας δηλαδή 47%. Κατά συνέπεια θα παρακρατεί το 53% των κερδών και ο ρυθμός ανάπτυξης υπολογίζεται σε  $g = 0,0943 \cdot 0,53 = 5\%$ . Σύμφωνα με τα παραπάνω ο συντελεστής *beta* υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{Beta} = 0,93 - 0,04 \cdot 0,0943 + 0,167 \cdot 0,2923 + 0,17 \cdot 0,6155 + 0,74 \cdot 0,05 - 0,3 \cdot 0,29 = 1,03$$

Όμοια με την εταιρεία *Creta Farms* και για την εταιρεία ΥΦΑΝΤΗΣ η απόδοση χωρίς κίνδυνο είναι 15% ενώ το ασφάλιστρο της αγοράς είναι 14,3%. Το κόστος ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας είναι:

$$r_e = 0,15 + 0,143 \cdot 1,03 = 0,2972 \text{ ή } 29,72\%$$

Το κόστος του ξένου κεφαλαίου (με βάση τους χρεωστικούς τόκους και το σύνολο του δανεισμού) είναι 8,05%. Όπως έχει ήδη υπολογιστεί ο δείκτης χρέους προς

το σύνολο του χρέους και των ιδίων κεφαλαίων είναι 61,55%, άρα η αναλογία των ιδίων κεφαλαίων προς το σύνολο είναι 38,45%. Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίων της εταιρείας ΥΦΑΝΤΗΣ είναι:

$$WACC = 0,0805 * 0,6155 * (1-0,29) + 0,2972 * 0,3845 = 0,149 \text{ ή } 14,9\%$$

### **5.5.2 ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΕΣ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΚΑΙ ΠΑΡΑΔΟΧΕΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ**

Οι πωλήσεις της εταιρείας για τον χρονικό ορίζοντα της αποτίμησης αναμένεται να διατηρήσουν ένα σταθερό ρυθμό αύξησης, ποσοστό ίσο με τον γεωμετρικό μέσο όρο της τελευταίας τετραετίας δηλαδή 2,52%. Η πεποίθηση αυτή στηρίζεται στο γεγονός ότι η εταιρεία έχει έντονη συναλλακτική δραστηριότητα με το εξωτερικό, ώστε να μην επηρεαστεί η ανοδική της πορεία από την δυσμενή οικονομική συγκυρία της χώρας, ενώ οι πωλήσεις της στο εξωτερικό στηρίζονται στην προώθηση παραδοσιακών μεσογειακών προϊόντων υψηλής διατροφικής αξίας που εκτιμάται ότι θα συνεχίσουν να έχουν ευρεία αποδοχή στο άμεσο μέλλον. Το μικτό κέρδος της εταιρείας το 2014 σε σχέση με τις πωλήσεις ήταν υψηλό συγκριτικά με την αναλογία των προηγούμενων ετών, γι' αυτό εκτιμάται ότι στο μέλλον θα πραγματοποιηθεί καλύτερη διαχείριση του κόστους πωλήσεων και θα διαμορφωθεί στον μέσο όρο της τελευταίας τετραετίας δηλαδή θα αποτελέσει το 61,89% των πωλήσεων, άρα το μικτό κέρδος το 35,98%. Όσον αφορά τα υπόλοιπα έξοδα λειτουργίας θα διατηρήσουν την ίδια αναλογία ως προς τις πωλήσεις με αυτή που υπήρχε το 2014, δηλαδή τα έξοδα διοίκησης θα είναι 5,48% των πωλήσεων και τα έξοδα διάθεσης 27,12%.

Η εταιρεία τα δύο τελευταία έτη επιδεικνύει μια σταθερότητα όσον αφορά στο ύψος των κεφαλαιουχικών επενδύσεων που δαπανά περίπου 1,40% των πωλήσεων, ποσοστό που θα συνεχίσει να δαπανάται και στο μέλλον για αυτό τον σκοπό. Οι αποσβέσεις της εταιρείας θα συνεχίσουν να αποτελούν το 2,8% των πωλήσεων όπως το 2014, ενώ η εταιρεία θεωρείται ότι θα διατηρήσει την ίδια κεφαλαιακή δομή. Τα ίδια κεφάλαια αναμένεται να αυξάνουν κατά το ποσό παρακράτησης των κερδών, δηλαδή

κατά 0,53%. Για τον υπολογισμό του απαιτούμενου κεφαλαίου κίνησης, δεδομένου ότι δεν υπήρξαν έντονες μεταβολές στα αποθέματα, απαιτήσεις και υποχρεώσεις και διατηρούν διαχρονικά μια σταθερή αναλογία ως προς τις πωλήσεις για τις μελλοντικές προβλέψεις των αναγκών της εταιρείας θα ληφθούν τα ποσοστά σε σχέση με τις πωλήσεις του 2014 στα παραπάνω μεγέθη (αποθέματα 3,23%, απαιτήσεις 42,14% και υποχρεώσεις 8,36% των πωλήσεων). Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίων έχει υπολογιστεί σε 14,9%, το κόστος ιδίων κεφαλαίων σε 29,72% και ο ρυθμός ανάπτυξης μερισμάτων σε 5%.

### 5.5.3 ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ (FCFF – FCFE) ΚΑΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕΤΟΧΗΣ

#### Προεξόφληση ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση

Λαμβάνοντας υπόψη τις προαναφερθείσες παραδοχές και εκτιμήσεις υπολογίζονται οι ελεύθερες ταμειακές ροές προς την επιχείρηση και προεξοφλούνται με επιτόκιο προεξόφλησης το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίων (14,9%) και όπως φαίνεται από τον παρακάτω πίνακα το σύνολο της προεξοφλημένης αξίας είναι 39.822 χιλ. ευρώ.

**Πίνακας 6: Προεξόφληση ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση ΥΦΑΝΤΗΣ**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Τερματική αξία
Καθαρά κέρδη	1.911	1.959	2.008	2.059	2.111	2.164	2.219	2.275	
Αποσβέσεις	2.230	2.286	2.343	2.402	2.463	2.525	2.589	2.654	
Καθαρές κεφαλαιουχικές δαπάνες	-1.115	-1.143	-1.172	-1.201	-1.231	-1.262	-1.294	-1.327	
Μεταβολή στο κεφάλαιο	731	743	761	781	800	820	841	862	

κίνησης									
Ελεύθερες ταμειακές ροές προς την επιχείρηση	4.524	4.645	4.762	4.882	5.005	5.131	5.260	5.393	54.475
Συντελεστής Προεξόφλησης	0,8703	0,7575	0,6592	0,5737	0,4993	0,4346	0,3782	0,3292	0,3292
FCFF	3.937	3.518	3.139	2.801	2.499	2.230	1.990	1.775	17.932
Σύνολο	39.822								
Αριθμός μετοχών (σε χιλ.)	3481								
Αξία μετοχής	11,44								

### **Προεξόφληση ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους**

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές προς τους μετόχους υπολογίζονται από τα καθαρά κέρδη και τον καθαρό νέο δανεισμό αφαιρώντας τις καθαρές κεφαλαιουχικές επενδύσεις (επενδύσεις μείον αποσβέσεις) και τις μεταβολές στο κεφάλαιο κίνησης. Ως επιτόκιο προεξόφλησης λαμβάνεται το κόστος ιδίων κεφαλαίων 29,59% και οι προεξοφλημένες καθαρές ταμειακές ροές προς τους μετόχους είναι:

### **Πίνακας 7: Προεξόφληση ελεύθερων ταμειακών ροών προς του μετόχους ΥΦΑΝΤΗΣ**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Τερματική αξία
Καθαρά κέρδη	1.911	1.959	2.008	2.059	2.111	2.164	2.219	2.275	
Χρηματοοικονομικά έξοδα	2.716	2.850	2.987	3.128	3.272	3.420	3.571	3.726	
Καθαρές κεφαλαιουχικές δαπάνες	-1.115	-1.143	-1.172	-1.201	-1.231	-1.262	-1.294	-1.327	
Μεταβολή στο	731	743	761	781	800	820	841	862	



κεφάλαιο κίνησης									
Καθαρός νέος δανεισμός	1.610	1.661	1.703	1.746	1.790	1.835	1.881	1.929	
FCFE	1.188	1.170	1.134	1.098	1.060	1.022	982	942	3.829
Συντελεστής προεξόφλησης	0,7709	0,5943	0,4581	0,3532	0,2722	0,2099	0,1618	0,1247	0,1247
FCFE	916 €	695 €	520 €	388 €	289 €	214 €	159 €	117 €	478 €
Σύνολο	3.776 €								
Αριθμός μετοχών (σε χιλ.)	3.481								
Αξία μετοχής	1,08								

Όπως φαίνεται από τον παραπάνω πίνακα οι προεξοφλημένες ελεύθερες ταμειακές ροές προς του μετόχους είναι 3.776 χιλ. ευρώ, ενώ με τις μετοχές να είναι 3.481.000, η αξία της μετοχής υπολογίζεται σε 1,08€.

#### 5.5.4 ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ

Για την αποτίμηση της μετοχής της εταιρείας ΥΦΑΝΤΗΣ θεωρείται ότι θα διατηρηθεί ένας σταθερός ρυθμός ανάπτυξης στο μέλλον και για την εφαρμογή του υποδείγματος προεξόφλησης μερισμάτων με την σταθερή μεγέθυνση έχουμε τα ακόλουθα:

$$g = ROE * b = 0,0943 * 0,53 = 0,05$$

$$Div_1 = Div_0 * (1+g) = 0,40 * (1+0,05) = 0,42€$$

$$r = 29,72\%$$

$$P_0 = \frac{Div_1}{r-g} = \frac{0,42}{0,2972-0,05} = 1,70€$$

#### 5.5.5 ΣΧΕΤΙΚΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕΤΟΧΗΣ

Από τις εταιρείες του κλάδου των τροφίμων (εισηγμένες στο χρηματιστήριο Αθηνών) παρουσιάζονται, υπολογίζονται και συγκρίνονται τα στοιχεία του 2014 και οι αριθμοδείκτες με τους αντίστοιχους αριθμοδείκτες της εταιρείας ΥΦΑΝΤΗΣ (πίνακας 8).

Οι τρεις εταιρείες που έχουν κεφαλαιακή μόχλευση που πλησιάζει αυτή της εταιρείας ΥΦΑΝΤΗΣ είναι οι εταιρείες Καραμολέγκος, Μύλου Κεπένου και η Σαραντόπουλος. Από αυτές τις τρεις εταιρείες η εταιρεία Σαραντόπουλος αποκλείεται για την σχετική αποτίμηση γιατί αφενός παρουσιάζει την μεγαλύτερη απόκλιση από την κεφαλαιακή μόχλευση της εταιρείας (άρα και υψηλότερο κίνδυνο) αλλά μεγάλες αποκλίσεις και στο ύψος των θεμελιωδών μεγεθών το 2014. Επίσης είναι μια εταιρεία που την συγκεκριμένη χρήση παρουσιάζει ζημιές ενώ το ύψος των πωλήσεών της είναι πολύ μικρότερο από αυτό της ΥΦΑΝΤΗΣ. Από τις άλλες δύο εταιρείες η εταιρεία Μύλοι Κεπένου έχει δείκτη χρέους προς ίδια κεφάλαια και απόδοση ιδίων κεφαλαίων που πλησιάζει στα αντίστοιχα μεγέθη της εταιρείας ΥΦΑΝΤΗΣ. Όμως ο μέγεθος της εταιρείας (συγκρίνοντας τις πωλήσεις) είναι πολύ μικρότερο από αυτό της ΥΦΑΝΤΗΣ, αλλά πολύ περισσότερο η εταιρεία Μύλοι Κεπένου είναι μια εταιρεία που δραστηριοποιείται αποκλειστικά στην ελληνική αγορά. Για την σχετική αποτίμηση επιλέγεται ο δείκτης P/E της εταιρείας Καραμολέγκος αφενός έχει κεφαλαιακή μόχλευση και κατά συνέπεια κίνδυνο που προσεγγίζει περισσότερο από όλες αυτόν της εταιρείας ΥΦΑΝΤΗΣ και αφετέρου παρεμφερείς πωλήσεις. Σημαντική ομοιότητα στις δύο εταιρειών είναι συναλλακτική τους δραστηριότητα στο εξωτερικό, η ύπαρξη θυγατρικών στην Ρουμανία, άρα αντιμετωπίζουν και κοινούς κινδύνους στο εξωτερικό. Ο δείκτης P/E της εταιρείας Καραμολέγκος είναι 15,78 και ο δείκτης P/BV είναι 0,44 και ο δείκτης P/S 0,21. Τα κέρδη ανά μετοχή της ΥΦΑΝΤΗΣ είναι 0,54 και η λογιστική αξία της μετοχής 5,77 ενώ ο δείκτης P/S μπορεί να υπολογιστεί μόνο με την λογιστική τιμή αφού δεν υπάρχει χρηματιστηριακή τιμή. Με βάση αυτά η σχετική αποτίμηση της μετοχής της εταιρείας ΥΦΑΝΤΗΣ είναι:

$$P_{if} = E_{if} * \frac{P_k}{E_k} = 0,54 * 15,78 = 8,58 \text{ €}$$

$$P_{if} = BV_{if} * \frac{P_k}{BV_k} = 5,77 * 0,44 = 2,53 \text{ €}$$

$$P_{if} = PS_{if} * \frac{P_k}{PS_k} = 0,25 * 7,714 = 1,92 \text{ €} \quad (PS_{if} = \frac{5,77}{\left(\frac{77.668}{3481}\right)} = \frac{5,77}{22,31} = 0,25)$$

Σε ότι αφορά τους θεμελιώδεις αριθμοδείκτες, σε αυτήν την περίπτωση μπορούμε να τους υπολογίσουμε, λαμβάνοντας υπόψη τις τιμές που έχουν υπολογιστεί παραπάνω:

$g = 5\%$ , Retention Ratio = 53% και άρα Payout Ratio= 47%,  $r_e = 29,72\%$ ,

ROE=0,0943, EPS=0,54 , BV=5,77

$$PE_0 = \frac{\text{Payout Ratio} \cdot (1+g_n)}{k_e - g_n} = \frac{0,47 \cdot 1,05}{0,2972 - 0,05} = 1,99$$

Estimated MV of Equity= BV of Equity \* PE= 5,77\*1,99= 11,48 (Εσωτερική Αξία

Μετοχής- Θεωρητική Αξία Μετοχής)

$$PBV_0 = \frac{ROE - g_n}{k_e - g_n} = \frac{0,47 - 0,05}{0,2972 - 0,05} = 1,70$$

Estimated MV of Equity= BV of Equity\* PBV= 5,77\* 1,7= 9,8

$$PS_0 = \frac{\text{Net Profit Margin} \cdot \text{Payout Ratio} \cdot (1+g_n)}{k_e - g_n} = \frac{0,0242 \cdot 0,47 \cdot 1,05}{0,2972 - 0,05} = \frac{0,11943}{0,2472} = 0,048$$

(όπου net profit margin=  $EPS_0 / Sales_0 = 0,54 / (77.668 / 3481) = 0,0242$ )

Estimated MV of Equity= BV of Equity\* PS= 5,77\* 0,048= 0,27

Συγκρίνοντας τα fundamental με τον μέσο όρο της αγοράς, (που και εδώ είναι ο

Καραμολέγκος) εξάγω τα εξής συμπεράσματα:

Δείκτης	Υφαντής	Καραμολέγκος	Αποτέλεσμα
P/E	1,99	15,78	Υποτιμημένη
PBV	1,70	0,44	Υπερτιμημένη
P/S	0,048	0,21	Υποτιμημένη

### 5.5.6 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΗΣ ΚΠΑ

Η μεθοδολογία, είναι ακριβώς ίδια με αυτήν της εισηγμένης επιχείρησης, δηλαδή της Creta Farms:

$$\text{Καταρχήν, υπολογίζω το } b_{\text{unlevered}}: \beta_{\text{unlevered}} = \frac{\beta}{1 + (1-t) \cdot \frac{D}{E}} = \frac{1,03}{1 + (1-29\%) \cdot \frac{32135}{20078}} = \frac{1,03}{2,1363} = 0,482$$

Το  $K_s$  της μη μοχλευμένης επιχείρησης είναι:  $K_s = 0,15 + 0,482 \cdot 0,143 = 0,2189$  ή 21,89%

Υπολογίζω την αξία της επιχείρησης με το FCFF μοντέλο αφού πρώτα υπολογιστούν οι παράμετροι του:

$$\text{Reinvestment Rate} = g/\text{ROC} \quad \text{όπου} \quad \text{ROC} = \frac{\text{EBIT} \cdot (1-T)}{\text{BV of Debt} + \text{BV of Equity}} = \frac{2932 \cdot (1-29\%)}{32135 + 20078} = 0,0398 \quad \text{ή} \\ 3,98\%$$

Όπως ήδη έχει ειπωθεί, το  $g=5\%$ , άρα  $\text{Reinvestment Rate}$  (σταθερό υπόδειγμα)  $= 5\%/3,98\% = 125,62\%$

Η υπολειμματική ροή του επόμενου έτους αναμένεται να είναι:

$$\text{FCFF}_1 = \text{EBIT} \cdot (1-T) \cdot (1 - \text{Reinvestment Rate}) = 2.932 \cdot 0,71 \cdot -0,2562 = -533,33$$

$$\text{Η αξία της αμόχλευτης επιχείρησης είναι:} \quad \text{PV FCFF} = \frac{\text{FCFF}_1}{K_S - g} = \frac{-533,33}{0,2189 - 0,05} = -3157,66$$

Υποθέτοντας ότι η επιχείρηση θα πληρώνει σε χρεολύσιο 2.000 ετησίως μέχρι τον χρονικό ορίζοντα που έχουμε ήδη ορίσει, τότε έχω τα εξής αποτελέσματα:

	ΧΡΕΟΣ	ΤΟΚΟΣ	ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΟ ΟΦΕΛΟΣ	Π.Α ΦΟΡ. ΟΦΕΛΟΥΣ
2015	32.135,00	2.731,48	792,13	730,07
2016	30.135,00	2.561,48	742,83	631,00
2017	28.135,00	2.391,48	693,53	542,97
2018	26.135,00	2.221,48	644,23	464,86
2019	24.135,00	2.051,48	594,93	395,65
2020	22.135,00	1.881,48	545,63	334,44
2021	20.135,00	1.711,48	496,33	280,39
2022	18.135,00	1.541,48	447,03	232,75
ΔΙΗΝΕΚΕΣ	18.135,00	1.541,48	447,03	2.326,05
ΣΥΝΟΛΟ				<b>5.938,18</b>

Τέλος, υποθέτω ένα κόστος χρεοκοπίας ίσο με το 35% (επίπεδο τυπικό για τις επιχειρήσεις του κλάδου αυτού του μεγέθους) της αξίας της επιχείρησης, και με πιθανότητα χρεοκοπίας 15% , υπολογίζω το κόστος χρεοκοπίας (yahoo finance gr):

ΚΟΣΤΟΣ ΧΡΕΟΚΟΠΙΑΣ = (ΑΞΙΑ ΑΜΟΧΛΕΥΤΗΣ ΕΠΙΧ + ΠΑ ΦΟΡ. ΟΦΕΛΟΥΣ)\*

ΚΟΣΤΟΣ ΧΡΕΟΚΟΠΙΑΣ \* ΠΙΘΑΝΟΤΗΤΑ ΧΡΕΟΚΟΠΙΑΣ =( -3157,66  
+5938,18)\*35%\*15%= 145,97

Αξία επιχείρησης με προσαρμοσμένη ΚΠΑ= Αξία επιχ. +ΠΑ Φορ.Οφέλους –Κόστος  
χρεοκοπίας = -3157,66 +5938,18 -145,97 = 2634,55

Διαιρώντας με τον αριθμό των μετοχών, έχω ότι κάθε μετοχή αποτιμάται 2634,55/3.481  
= 0,756€ ανά μετοχή.

**Πίνακας 8: Οικονομικά στοιχεία και αριθμοδείκτες του κλάδου τροφίμων 2014**

σε χιλ.	Creta Farms	Υφαντής	Νίκας	Εβροφάρμα	Κρι-Κρι	ΕΛΓΕΚΑ	ΠΕΡΣΕΥΣ	Καραμολέγκος	Κανάκης	EBZ	Μύλοι Κεπένου	Μύλοι Λούλη	Nutriart	Σαραντόπουλο
Πωλήσεις	97.881	77.668	57.000	25.000	77.000	275.000	61.000	76.000	18.000	175.000	36.000	88.000	20.000	19.000
Καθαρά κέρδη	1.075	1.893	-13.000	0	4.000	-6.000	2.000	1.000	2.000	-72.000	2.000	3.000	-35.000	-1.000
Κυκλοφορούν Ενεργητικό	60.591	41.439	24.000	14.000	32.000	93.000	65.000	50.000	15.000	76.000	24.000	63.000	32.000	10.000
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	39.726	8.561	75.000	23.000	8.000	116.000	42.000	53.000	2.000	161.000	13.000	35.000	137.000	11.000
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	60.953	23.574	0	16.000	5.000	7.000	10.000	17.000	0	0	5.000	10.000	26.000	0
Σύνολο δανειακών υποχρεώσεων	94.507	32.135	75.000	39.000	13.000	123.000	52.000	70.000	2.000	161.000	18.000	45.000	163.000	11.000
Ίδια Κεφάλαια	44.387	20.078	-27.000	9.000	50.000	29.000	19.000	36.000	18.000	-39.000	16.000	91.000	-88.000	5.000
Κεφαλαιουχικές επενδύσεις	8.598	1.068	1.000	0	23.000	2.000	0	5.000	0	2.000	1.000	1.000	0	0
Μερίσματα	0	1.392	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Χρηματιστηριακή τιμή (31/12/2014)	0,41	-	0,12	0,22	1,85	0,25	0,70	1,62	1,95	0,27	1,80	1,76	0,05	0,95
Αριθμός μετοχών	29.480	3.481	20.231	13.673	33.065	31.735	17.241	9.743	7.500	36.749	6.700	17.125	42.501	4.181
Χρέος/Ίδια Κεφάλαια	2,27	1,60	-2,78	4,33	0,26	4,24	2,74	1,94	0,11	-4,13	1,13	0,49	-1,85	2,20
Κέρδη ανά μετοχή	0,04	0,54	-0,64	0,00	0,12	-0,19	0,12	0,10	0,27	-1,96	0,30	0,18	-0,82	-0,24
Μέρισμα ανά μετοχή	0,00	0,40	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
BV	1,51	5,77	-1,33	0,66	1,51	0,91	1,10	3,69	2,40	-1,06	2,39	5,31	-2,07	1,20
P/E	11,22	(1,99) <sub>F</sub>	-0,19		15,29	-1,33	6,03	15,78	7,31	-0,14	6,03	10,05	-0,06	-3,97
P/BV	0,27	(1,70) <sub>F</sub>	-0,09	0,33	1,22	0,27	0,64	0,44	0,81	-0,25	0,75	0,33	-0,02	0,79

P/S		(0,048) <sub>F</sub>	0,04	0,12	0,79	0,03	0,20	0,21	0,81	0,06	0,34	0,34	0,10	
ROE	2,42%	9,43%	48,15%	0,00%	8,00%	-20,69%	10,53%	2,78%	11,11%	184,62%	12,50%	3,30%	39,77%	-20,00%

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ – ΕΠΙΛΟΓΗ ΤΗΣ ΠΡΟΣΦΙΛΕΣΤΕΡΗΣ ΜΕΘΟΔΟΥ**

### **6.1 ΑΙΤΙΟΛΟΓΗΜΕΝΗ ΕΠΙΛΟΓΗ ΜΕΘΟΔΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ**

Για την αποτίμηση της εταιρείας Creta Farms και της μετοχής της αρχικά δεν επιλέχθηκε καμιά μέθοδος που χρησιμοποιεί τα στοιχεία του Ισολογισμού, όπως η λογιστική αξία ή αξία ρευστοποίησης, κλπ. Οι δύο βασικότεροι λόγοι αποφυγής των συγκεκριμένων μεθόδων είναι ότι αφενός αποτιμούν την επιχείρηση από μια στατική υπόψη χωρίς να λαμβάνουν υπόψη τις προοπτικές και αφετέρου γιατί δεν συνυπολογίζουν στοιχεία που έχουν μεγάλη αξία για την επιχείρηση και δεν εμφανίζονται στον Ισολογισμό όπως οι προοπτικές του κλάδου, την συνεισφορά του ανθρώπινου δυναμικού κλπ (Fernandez, 2015). Η αξία ρευστοποίησης δεν ανταποκρίνεται στις ανάγκες της παρούσας αποτίμησης αφού η αποτιμώμενη εταιρεία είναι μια υγιής, αναπτυσσόμενη εταιρεία που παράλληλα με τα περιουσιακά στοιχεία που εμφανίζονται στον ισολογισμό, υπάρχουν και άλλα που είναι δύσκολο να αποτιμηθούν, καθώς επίσης η αξία ρευστοποίησης αναφέρεται στην τρέχουσα αξία των περιουσιακών στοιχείων που ενδεχομένως είναι υποτιμημένα στην παρούσα φάση.

Η μέθοδος της προεξόφλησης των μελλοντικών μερισμάτων ήταν αδύνατο να εφαρμοστεί στην εταιρεία Creta Farms γιατί η εταιρεία τα τελευταία έτη δεν διανέμει καθόλου μέρισμα στους μετόχους και δεν υπάρχει καμιά ένδειξη ότι θα το πράξει στο άμεσο μέλλον. Όσον αφορά τις μεθόδους προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών υπολογίστηκε και η αξία προς την επιχείρηση και η αξία προς τους μετόχους. Οι μέθοδοι αποτίμησης με βάση τις αναμενόμενες ταμειακές ροές υπολογίζουν την αξία των περιουσιακών στοιχείων με βάση τα θεμελιώδη στοιχεία της επιχείρησης, αλλά συνυπολογίζουν και παράγοντες που άλλες μέθοδοι δεν συνδυάζουν, όπως τις



κεφαλαιουχικές επενδύσεις, την διάρθρωση των κεφαλαίων, την υπολειμματική αξία, ενώ δεν λαμβάνουν υπόψη λογιστικά μεγέθη, όπως οι αποσβέσεις, κλπ που δεν αποτελούν πραγματικές ταμειακές ροές για μια επιχείρηση.

Τα τελευταία τρία εξεταζόμενα έτη η εταιρεία έχει σταθερή αύξηση των πωλήσεων ενώ αν εξαιρεθεί η χρήση του 2013 που υπήρξαν υψηλές απομειώσεις στην αξία των περιουσιακών στοιχείων και τα καθαρά αποτελέσματα παρουσιάζουν στοιχεία σταθερής αύξησης. Σε συνδυασμό ότι η εταιρεία δραστηριοποιείται στο εξωτερικό και εφαρμόζει μεθόδους άμεσης διείσδυσης σε ξένες αγορές, ενώ εξάγει σε διάφορες αγορές μετριάζοντας τον κίνδυνο συνηγορούν στο γεγονός ότι θα συνεχίσει να αναπτύσσεται στο μέλλον. Για την εφαρμογή της μεθόδου προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την εταιρεία ως επιτόκιο προεξόφλησης λήφθηκε το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίων αφού θα πρέπει να ληφθεί υπόψη το συνολικό κόστος των χρησιμοποιούμενων κεφαλαίων, δεδομένου ότι οι ταμειακές ροές απευθύνονται στο σύνολο των επενδυτών της επιχείρησης. Αντίθετα κατά την εφαρμογή της μεθόδου προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους ως συντελεστής προεξόφλησης λήφθηκε το κόστος ιδίων κεφαλαίων μιας και οι ταμειακές ροές αφορούν τους μετόχους της εταιρείας.

Η μέθοδος της σχετικής αποτίμησης της μετοχής της εταιρείας με βάση τον δείκτη χρηματιστηριακής τιμής προς καθαρά κέρδη ανά μετοχή χρησιμοποιήθηκε υπολογιζόμενη από τα τρέχοντα στοιχεία της περιόδου αποτίμησης. Η αποτίμηση πραγματοποιήθηκε με τα στοιχεία επιχείρησης που ανήκει στον ίδιο κλάδο και έχει αρκετά κοινά στοιχεία με την αποτιμώμενη επιχείρηση. Η σχετική αποτίμηση έχει ενδιαφέρον να μελετηθεί αφού στηρίζεται στο πως μια επιχείρηση που παρουσιάζει κοινά χαρακτηριστικά με την αποτιμώμενη εταιρεία, αποτιμάται από την αγορά.

## **6.2 ΑΙΤΙΟΛΟΓΗΜΕΝΗ ΕΠΙΛΟΓΗ ΜΕΘΟΔΟΥ ΓΙΑ ΤΗΝ ΜΗ ΕΙΣΗΓΜΕΝΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ**

Οι μέθοδοι αποτίμησης με βάση την αποτίμηση των στοιχείων των οικονομικών καταστάσεων δεν επιλέχθηκε για τους ίδιους λόγους που δεν επιλέχθηκαν και για την εισηγμένη εταιρεία. Παρά το γεγονός ότι δεν υπάρχουν αρκετά πληροφοριακά στοιχεία για τις πολιτικές εφαρμόζει η εταιρεία και τους στόχους που έχει θέσει, μολαταύτα επιχειρούνται κάποιες εικασίες σχετικά με την μερισματική πολιτική που έχει εφαρμόσει και θα εφαρμόσει στο άμεσο μέλλον. Η εταιρεία είναι κερδοφόρα και δεν παρουσιάζει σημάδια προβλήματος ούτε στην ρευστότητά της ούτε στην κεφαλαιακή της μόχλευση. Το γεγονός ότι τις χρήσεις του 2011 και 2012 δεν διένειμε μέρισμα στους μετόχους ίσως ήταν σημάδι προνοητικότητας δεδομένου ότι αφενός είχε αυξημένες κεφαλαιουχικές επενδύσεις και αφετέρου δεν αύξησε τον δανεισμό της. Τα επόμενα έτη μεγάλο μέρος των παρακρατημένων καθαρών κερδών αποδόθηκε στους μετόχους με την μορφή μερίσματος, ίσως για την αποζημίωσή τους αφού τα προγενέστερα έτη δεν το είχε πράξει. Υπό την πεποίθηση ότι η εταιρεία στο άμεσο μέλλον θα διατηρήσει ένα σταθερό ρυθμό διανομής μερίσματος, μετά από τις προαναφερθείσες διακυμάνσεις, η επιλογή της μεθόδου προεξόφλησης των μερισμάτων κρίνεται απαραίτητη. Επίσης ο μικρός χρονικός ορίζοντας πρόβλεψης καθιστά την αποτίμηση με τον συγκεκριμένο τρόπο αρκετά αξιόπιστη.

Η αποτίμηση με τις μεθόδους προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών χρησιμοποιήθηκε για τους ίδιους λόγους με την εισηγμένη εταιρεία. Διαφορετικός ήταν ο τρόπος προσδιορισμού του κινδύνου της μετοχής, δεδομένου ότι δεν μπορεί να υπολογιστεί με βάση τις αποδόσεις της αγοράς, αφού δεν είναι εισηγμένη. Παρόλα αυτά ο κίνδυνος προσδιορίστηκε με βάση τα θεμελιώδη μεγέθη της εταιρείας λαμβάνοντας υπόψη την κεφαλαιακή μόχλευση, τον βαθμό παγιοποίησης της εταιρείας, κλπ. Η σχετική αποτίμηση επιλέχθηκε γιατί αποτελεί μια ενδιαφέρουσα

προσέγγιση προσδιορισμού της αξίας της μετοχής της, προσφέροντας και μια ακόμα επιλογή αποτίμησης που προσεγγίζει περισσότερο την αξία στην αγορά.

### **6.3 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΑΠΟ ΤΗΝ ΧΡΗΣΗ ΤΩΝ ΣΥΓΚΕΚΡΙΜΕΝΩΝ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ**

Για την εφαρμογή των υποδειγμάτων προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση και προς τους μετόχους απαραίτητο ήταν να υπολογιστεί το κόστος των ιδίων κεφαλαίων. Χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα *carpi* παρατηρείται ότι τα τελευταία χρόνια η οικονομική και δημοσιονομική κρίση της χώρας έχει δημιουργήσει μεγάλη αβεβαιότητα στην αγορά και οι επενδυτές αποζητούν ιδιαίτερες υψηλές αποδόσεις για να επενδύσουν όχι μόνο σε τίτλους που κατεχοχόν ενέχουν υψηλό κίνδυνο αλλά και σε θεωρητικά ακίνδυνα χρεόγραφα. Τόσο στη περίπτωση της εισηγμένης εταιρείας όσο και στην περίπτωση της η εισηγμένης η απόδοση που απαιτείται από τους επενδυτές για να προτιμήσουν τις μετοχές είναι περίπου 30%. Το ποσοστό αυτό είναι ιδιαίτερα υψηλό και σχεδόν τριπλάσιο από το παρελθόν αλλά και σε σχέση με άλλες αγορές. Το γεγονός αυτό συνεπάγεται αρκετά μικρότερες προεξοφλημένες αξίες με αποτέλεσμα οι αποτιμήσεις των περιουσιακών στοιχείων να είναι χαμηλότερες.

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται τα στοιχεία της μετοχής *Creta Farms* και της αποτίμησής της. Όπως φαίνεται η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής είναι χαμηλότερη ακόμα και από την ονομαστική της αξία, γεγονός σπάνιο στην αγορά, ενώ είναι υποτιμημένη σε σχέση με τις μεθόδους αποτίμησης. Η μέθοδος που αποδίδει την υψηλότερη αξία στην μετοχή είναι η προεξόφληση των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση, όπου η τιμή της μετοχής και η απόκλιση είναι εξωπραγματική. Ακολουθεί η προεξόφληση των ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους, όπου η αξία της μετοχής εκτιμάται σε 0,66€, 61,52% από την χρηματιστηριακή της τιμή. Στα ίδια περίπου επίπεδα απόκλισης βρίσκεται και ο προσαρμοσμένος συντελεστής ΚΠΑ

που θα πρέπει σε γενικές γραμμές να αποφεύγεται ως μέθοδος, κυρίως λόγω της δυσκολίας προσδιορισμού του κόστους χρεοκοπίας για διαφορετικά επίπεδα χρέους, και συνεπώς, του κινδύνου κατάληξης σε παραπλανητικά αποτελέσματα. Μικρότερη αξία, αλλά επίσης αρκετά υψηλότερη από την χρηματιστηριακή τιμή, αποδίδει η σχετική αποτίμηση όπου η τιμή υπολογίζεται σε 0,58€. Συμπερασματικά, η πλέον ενδεδειγμένη μέθοδος για την αποτίμηση της Creta Farm, είναι αυτή της σχετικής αποτίμησης και ειδικότερα ο αριθμοδείκτης της τιμής ως προς τα κέρδη (P/E), αφού όχι μόνο παρουσιάζει την μικρότερη απόκλιση, αλλά επιπροσθέτως παρέχει ουσιαστική πληροφόρηση στον υποψήφιο αγοραστή, υποδεικνύοντας του το χρόνο απόσβεσης της επένδυσής του.

Αν δε, η αγορά ήταν μεγαλύτερη και ο μέσος όρος αποτελούταν από πολλές ομοειδείς επιχειρήσεις, (στην συγκεκριμένη περίπτωση ως αγορά χρησιμοποιήθηκε η επιχείρηση Καραμολέγκος), τα αποτελέσματα του αριθμοδείκτη P/E θα ήταν πιο ακριβή και αξιόπιστα.

**Πίνακας 9: Σύγκριση μεθόδων αποτίμησης μετοχής Creta Farms**

	Creta Farms		
	Τιμή		Υποτιμημένη
Ονομαστική αξία	0,420		
Χρηματιστηριακή τιμή	0,409		
FCFE	0,661	61,52%	Υποτιμημένη
FCFF	2,37	579,46%	Υποτιμημένη
Σχετική αποτίμηση (P/E)	0,576	40,72%	Υποτιμημένη
Σχετική αποτίμηση (P/BV)	0,66	61,40%	Υποτιμημένη
Σχετική αποτίμηση (P/S)	0,925	226,16%	Υποτιμημένη

Προσαρμοσμένη ΚΠΑ	0,622	61%	Υποτιμημένη
-------------------	-------	-----	-------------

Εξετάζοντας την αξία της μετοχής της εταιρείας ΥΦΑΝΤΗΣ παρατηρούνται σημαντικές αποκλίσεις μεταξύ των μεθόδων αποτίμησης. Η χαμηλότερη τιμή δίδεται από τον αριθμοδείκτη P/S με βάση τα θεμελιώδη μεγέθη. Και η μέθοδος προεξόφλησης των ελεύθερων ταμιακών ροών προσδίδει χαμηλή αξία στην μετοχή της εταιρείας και συγκεκριμένα κατά περίπου 50% μικρότερη από την ονομαστική της, 1,09€. Υψηλότερη αλλά επίσης κάτω από την ονομαστική τιμή είναι η αξία της μετοχής με την εφαρμογή της προεξόφλησης του μερίσματος. Εντελώς αντίθετα είναι τα αποτελέσματα της σχετικής αποτίμησης όπου η μετοχή αποτιμάται πολύ υψηλότερες από τις άλλες δύο μεθόδους αλλά και από την ονομαστική αξία. Συγκεκριμένα η αξία της μετοχής με την σχετική αποτίμηση προσδιορίζεται στα 8,58€. Το γεγονός αυτό αιτιολογείται από τα υψηλά κέρδη ανά μετοχή που έχει η εταιρεία (σε σχέση με τις άλλες εταιρείες του κλάδου) αλλά και από τον υψηλό (επίσης συγκριτικά με τις άλλες εταιρείες) δείκτη P/E της συγκρινόμενης εταιρείας. μόνο η σχετική αποτίμηση με τον δείκτη P/BV αποδίδει αξία που προσεγγίζει την ονομαστική αξία της μετοχής.

**Πίνακας 10: Σύγκριση μεθόδων αποτίμησης μετοχής ΥΦΑΝΤΗΣ**

ΥΦΑΝΤΗΣ			
	Τιμή	Απόκλιση	
Ονομαστική αξία	2,15		
Λογιστική Αξία	5,77		
FCFE	1,085	-49,55%	Υπερτιμημένη
FCFF	11,44	432,09%	Υποτιμημένη
Σχετική αποτίμηση (P/E)	8,583	299,22%	Υποτιμημένη
Σχετική αποτίμηση (P/BV)	2,53	17,67%	Υποτιμημένη
Σχετική αποτίμηση (P/S)	1,92	-10,70%	Υπερτιμημένη

P/E <sub>F</sub>	11,48	433,95%	Υποτιμημένη
P/BV <sub>F</sub>	9,8	355,81%	Υποτιμημένη
P/S <sub>F</sub>	0,27	-887,4%	Υπερτιμημένη
Προεξόφληση μερίσματος (DDM)	1,700	-20,93%	Υπερτιμημένη
Προσαρμοσμένη ΚΠΑ	0,756	-65%	Υπερτιμημένη

Όπως φαίνεται από τα παραπάνω διαφορετικά είναι τα αποτελέσματα για την αξία κάθε μετοχής εφαρμόζοντας τις συγκεκριμένες μεθόδους αποτίμησης. Κατά την προεξόφληση των ελεύθερων ταμειακών ροών οι παράγοντες που τις καθορίζουν διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην αποτίμηση. Ο διαφορετικός ρυθμός αύξησης των πωλήσεων αλλά και προβλέψεις για τις καθαρές κεφαλαιουχικές επενδύσεις διαμορφώνουν εντελώς καθαρές ταμειακές ροές. Παράλληλα το υψηλότερο κόστος του ξένου κεφαλαίου παρά το γεγονός της μικρότερης κεφαλαιακής μόχλευσης για την εταιρεία ΥΦΑΝΤΗΣ συνεπάγεται υψηλότερο μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (αφού το κόστος των ιδίων κεφαλαίων είναι παρεμφερές) για την εταιρεία ΥΦΑΝΤΗΣ. Επίσης οι υψηλές αποδόσεις της εταιρείας το 2014 σε όλα τα επίπεδα (κερδοφορίας, ρευστότητας, απόδοσης ιδίων κεφαλαίων, κλπ) που επιφέρουν και υψηλά κέρδη ανά μετοχή και υψηλή λογιστική αξία συνεπάγονται υψηλότερες τιμές στην αγορά.

Συμπερασματικά, η σχετική αποτίμηση με βάση τα θεμελιώδη μεγέθη και οι μέθοδοι των ελεύθερων ταμειακών ροών θα πρέπει να αποφευχθούν λόγω των τεράστιων αποκλίσεων. Το ίδιο και ο προσαρμοσμένος συντελεστής ΚΠΑ, για τους ίδιους λόγους που αναφέρθηκαν και στην εισηγμένη επιχείρηση. Οι πλέον ενδεδειγμένοι τρόποι αποτίμησης, είναι η σχετική αποτίμηση με βάση τον αριθμοδείκτη P/BV και η μέθοδος προεξόφλησης μερισμάτων (DDM). Ειδικότερα, η μέθοδος DDM είναι η πλέον κατάλληλη, παρόλο που παρουσιάζει μεγαλύτερη απόκλιση, γιατί είναι περισσότερο δυναμική μέθοδος και τα δομικά της στοιχεία (μελλοντικά μερίσματα, ρυθμός

ανάπτυξης), εστιάζουν στο μέλλον. Και το βασικό κριτήριο ενός επενδυτή για την αγορά μίας μετοχής, είναι η προσδοκία υψηλών μελλοντικών αποδόσεων.

## Βιβλιογραφία

3. Atrill, P., 2009. *Financial Management for Decision Makers*. 5th επιμ. Harlow: Pearson Education Limited.
4. Brealey, R. A., Myers, S. C. & Marcus, A. J., 2001. *Fundamentals of Corporate Finance*. 3rd Edition επιμ. Boston: McGraw-Hill Companies, Inc..
5. Brigham, E. F. & Houston, J. F., 2007. *Fundamentals of Financial Management*. 11th Edition επιμ. Mason: Thomson South-Western.
6. capital.gr, 2014. *Capital*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at: <http://www.capital.gr/story/2103079>
7. Creta Farms, 2015. *Ετήσια Οικονομική Έκθεση για την χρήση 2014*, Ρέθυμνο: Creta Farms.
8. Creta Farms, 2016. *Creta Farms*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at: <http://www.cretafarms.gr/gr/omilos/istoria/>
9. Damodaran, A., 2001. *Investment Valuation*. Second Edition επιμ. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
10. Damodaran, A., 2012. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. Third Edition επιμ. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
11. Ehrhardt, M. C. & Brigham, E. F., 2011. *Financial Management: Theory and Practice*. 13th Edition επιμ. Mason: South-Western Cengage Learning.
12. Fernandez, P., 2007. *Company Valuation Methods: The most Common Errors in Valuations*, Barcelona: IESE Business School.
13. Fernandez, P., 2015. *Company Valuation Methods*, Madrid: IESE Business School.
14. Fernandez, P., Ortiz, A. & Acin, I. F., 2015. *Discount Rate (Risk-Free Rate and Market Risk Premium) used for 41 countries in 2015: a survey*, Madrid: IESE Business School .
15. Groppelli, A. & Nikbakht, E., 2012. *Χρηματοοικονομική*. 5η Αμερικανική Έκδοση επιμ. Αθήνα: Κλειδάριθμος ΕΠΕ.
16. Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D., 2010. *Valuation: Measuring and Managing thw Value of Companies*. Fifth Edition επιμ. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
17. Link, A. N. & Boger, M. B., 1999. *The Art and Science of Business Valuation*. London: Quorum Books.
18. naftemporiki.gr, 2016. *naftemporiki.gr*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at: <http://www.naftemporiki.gr/finance/quote/kysa.ath/sarantopoylos->



[kylmyloi-ko?tab=4&mode=3](#)

[Πρόσβαση 3 Μάρτιος 2016].

19. Ross, Westerfield & Jaffe, 2002. *Corporate Finance*. 6th επιμ. s.l.:McGraw-Hill/Irwin.
20. Taxheaven, 2016. *Taxheaven*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at: <http://www.taxheaven.gr/news/news/view/id/27056>  
[Πρόσβαση 20 Φεβρουάριος 2016].
21. ValuAdder, 2015. *ValuAdder*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at: <http://www.valuadder.com/glossary/business-value-definition.html>
22. xrimatistirio.gr, 2016. *Χρηματιστήριο*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at:  
[http://www.xrimatistirio.gr/index\\_afieromata.asp?TitleAfieroma=trofima](http://www.xrimatistirio.gr/index_afieromata.asp?TitleAfieroma=trofima)
23. Yahoo Finance, 2016. *Yahoo Finance*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at:  
<http://finance.yahoo.com/q/hp?s=GD.AT&a=00&b=1&c=2011&d=11&e=31&f=2015&q=m>
24. Yahoo Finance, 2016. *Yahoo Finance*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at: <http://finance.yahoo.com/q/cf?s=KYSA.AT+Cash+Flow&annual>  
[Πρόσβαση 3 Μάρτιος 2016].
25. Ανδρουλάκης, Γ., 2013. *bma upatras*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at:  
<http://androulakis.bma.upatras.gr/mediawiki/index.php/%CE%9C%CE%AD%CF%84%CF%81%CE%B1%CE%B8%CE%AD%CF%83%CE%B7%CF%82>
26. Καραθανάσης, Γ. Α., 2002. *Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Χρηματιστηριακές Αγορές*. 3η επιμ. Αθήνα: Γ. Μπένου.
27. ΥΦΑΝΤΗΣ, 2016. *IFANTIS*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at: <http://www.ifantis.gr/index.php/component/content/article/2-uncategorised/53-who-we-are>  
[Πρόσβαση 28 Φεβρουάριος 2016].

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ

### ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1: Οικονομικές καταστάσεις Creta Farms 2011-2014

Κατάσταση Καθαρής Θέσης					
σε χιλ. €	2011	2012	2013	2014	Γεωμετρικός Μ.Ο.
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>					
Ενσώματες ακινητοποιήσεις	84.510	82.305	80.004	82.749	-0,70%
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	7.404	7.201	4.350	4.109	-17,82%
Βιολογικά περιουσιακά στοιχεία	2.498	2.361	2.705	3.984	16,84%
Επενδύσεις σε θυγατρικές επιχειρήσεις	24.397	23.576	23.530	23.050	-1,88%
Λοιπές επενδύσεις	57	44	164	85	14,25%
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	238	166	166	174	-9,91%
Αποθέματα	9.371	9.399	6.891	8.297	-3,98%
Πελάτες και λοιπές εμπορικές απαιτήσεις	40.973	34.496	15.672	14.935	-28,57%
Λοιπές απαιτήσεις	29.002	34.281	31.515	36.188	7,66%
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	4.856	3.664	2.404	1.171	-37,76%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>203.306</b>	<b>197.493</b>	<b>167.401</b>	<b>174.742</b>	<b>-4,92%</b>
<b>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>					
<b>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>					
Μετοχικό κεφάλαιο	12.382	12.382	12.382	12.382	0,00%
Υπέρ το άρτιο	1.753	1.753	1.753	1.753	0,00%
Αποθεματικά	41.287	41.287	41.287	46.323	3,91%
Αποτέλεσμα εις νέον	7.662	3.208	-17.838	-16.071	-228,01%
<b>Ίδια κεφάλαια ιδιοκτητών εταιρείας</b>	<b>63.084</b>	<b>58.630</b>	<b>37.584</b>	<b>44.387</b>	<b>-11,06%</b>
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	8.096	7.998	5.863	4.101	-20,29%
Προβλέψεις	553	594	727	2.071	55,29%
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	38.691	51.327	46.484	54.781	12,29%
<b>Μακροπρόθεσμες</b>	<b>47.340</b>	<b>59.919</b>	<b>53.074</b>	<b>60.953</b>	<b>8,79%</b>

<b>υποχρεώσεις</b>					
Προμηθευτές και συναφείς υποχρεώσεις	37.814	31.927	19.833	21.711	-16,89%
Λοιπές υποχρεώσεις	8.108	8.317	8.139	7.966	-0,59%
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	46.962	38.702	48.774	39.726	-5,43%
<b>Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>	<b>92.884</b>	<b>78.946</b>	<b>76.746</b>	<b>69.403</b>	<b>-9,26%</b>
<b>Σύνολο υποχρεώσεων</b>	<b>140.224</b>	<b>138.865</b>	<b>129.820</b>	<b>130.356</b>	<b>-2,40%</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ &amp; ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>203.308</b>	<b>197.495</b>	<b>167.404</b>	<b>174.743</b>	<b>-4,92%</b>
<b>Κατάσταση συνολικών εσόδων</b>					<b>Γεωμετρικός Μ.Ο.</b>
<b>σε χιλ. €</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	
Πωλήσεις (Μη βιολογικά περιουσιακά στοιχεία)	91.920	82.408	87.894	97.881	2,12%
Πωλήσεις (Βιολογικά περιουσιακά στοιχεία)	5.505	6.690	7.120	6.720	6,87%
<b>Σύνολο Πωλήσεων</b>	<b>97.425</b>	<b>89.098</b>	<b>95.014</b>	<b>104.601</b>	<b>2,40%</b>
Κόστος Πωλήσεων	55.026	49.330	50.379	51.758	-2,02%
<b>Μικτό Κέρδος (των μη βιολογικών περιουσιακών στοιχείων)</b>	<b>42.399</b>	<b>39.768</b>	<b>44.635</b>	<b>52.843</b>	<b>7,62%</b>
Επιμέτρησης βιολογικών περιουσιακών στοιχείων σε εύλογη αξία	-173	-137	344	523	-244,59%
Δαπάνες ανάπτυξης βιολογικών περιουσιακών στοιχείων	2.203	2.267	6.982	7.158	48,11%
<b>Μικτό αποτέλεσμα</b>	<b>40.023</b>	<b>37.364</b>	<b>37.997</b>	<b>46.208</b>	<b>4,91%</b>
Έξοδα διοίκησης	5.343	5.094	4.485	5.091	-1,60%
Έξοδα διάθεσης	28.300	26.440	29.517	34.183	6,50%
Λοιπά έσοδα/ (έξοδα)	-176	-462	-660	178	-200,38%
<b>Αποτέλεσμα προ φόρων, τόκων, αποσβέσεων, επενδυτικών αποτελεσμάτων και απομειώσεων</b>	<b>6.204</b>	<b>5.368</b>	<b>3.335</b>	<b>7.112</b>	<b>4,66%</b>

Επενδυτικά αποτελέσματα / απομειώσεις	0	2.332	13.429	0	475,86%
Αναλογία αποτελέσματος κοινοπραξιών	0	0	0	0	
Χρηματοοικονομικά έσοδα/ (έξοδα)	6.005	7.475	7.499	7.067	5,58%
<b>Κέρδη / (ζημίες) προ φόρων</b>	<b>199</b>	<b>-4.439</b>	<b>-17.593</b>	<b>45</b>	<b>-39,08%</b>
Φόροι	-685	-14	1.959	1.030	-214,56%
<b>Κέρδη / (ζημίες) μετά φόρων</b>	<b>-486</b>	<b>-4.453</b>	<b>-15.634</b>	<b>1.075</b>	<b>-230,29%</b>
Κέρδη / (ζημίες) μετά φόρων ανά μετοχή - βασικά (σε €)	-0,0165	-0,1511	-0,5303	0,0364	-230,18%
<b>Κατάσταση Ταμειακών Ροών</b>					
σε χιλ. €	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>Γεωμετρικός Μ.Ο.</b>
<b>Λειτουργικές δραστηριότητες</b>					
Κέρδη προ φόρων (συνεχιζόμενες δραστηριότητες)	198	-4.440	-17.593	44	-39,43%
Πλέον / (μείον) μη ταμειακές προσαρμογές:					
Αποσβέσεις	3.856	3.885	3.872	3.851	-0,04%
Απομειώσεις περιουσιακών στοιχείων	0	2.332	13.429	460	-55,59%
Προβλέψεις	-153	795	-261	1.489	-313,50%
Συναλλαγματικές διαφορές	-281	0	85	-1.277	65,64%
Αποτελέσματα επενδυτικής δραστ/τητας	-610	-859	-950	-1.190	24,95%
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	6.615	8.334	8.432	7.996	6,52%
Πλέον / (μείον) προσαρμογές κεφαλαίου κίνησης:					
Μείωση / (αύξηση) αποθεμάτων	1.604	110	-774	-2.345	-213,50%
Μείωση / (αύξηση) απαιτήσεων	-13.165	4.983	11.552	-1.605	-50,41%
(Μείωση) / αύξηση υποχρεώσεων (πλην τραπεζών)	8.018	-5.637	-12.561	864	-52,41%
Μείον:					
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή	-6.482	-7.449	-7.065	-6.874	1,98%

έξοδα καταβεβλημένα					
Καταβεβλημένοι φόροι	-324	-112	-94	-59	-43,32%
<b>Σύνολο εισροών/(εκροών) από λειτουργικές δραστηριότητες (α)</b>	<b>-724</b>	<b>1.942</b>	<b>-1.928</b>	<b>1.354</b>	<b>-223,20%</b>
<b>Επενδυτικές Δραστηριότητες</b>					
Απόκτηση επενδύσεων	-2.048	-488	-150	-84	-65,51%
Εισπράξεις από πώληση επενδύσεων	0	0	96	20	-79,17%
Ταμειακές προκαταβολές και δάνεια προς τρίτους	-7.689	-4.660	-2.442	-571	-57,97%
Αγορά ενσώματων και άυλων παγίων στοιχείων	-4.780	-1.488	-973	-8.598	21,62%
Εισπράξεις από πωλήσεις ενσώματων και άυλων παγίων στοιχείων	75	11	43	6.911	351,68%
<b>Σύνολο εισροών/(εκροών) από επενδυτικές δραστηριότητες (β)</b>	<b>-14.442</b>	<b>-6.625</b>	<b>-3.426</b>	<b>-2.322</b>	<b>-45,62%</b>
<b>Χρηματοδοτικές Δραστηριότητες</b>					
Εισπράξεις από εκδοθέντα / αναληφθέντα δάνεια	38.764	7.624	6.038	9.306	-37,85%
Εξοφλήσεις δανείων	-21.474	-3.533	-1.323	-5.962	-34,76%
Εξοφλήσεις υποχρεώσεων από χρημ/τικές μισθώσεις	-574	-601	-617	-3.610	84,59%
Μερίσματα πληρωθέντα	0	0	0	0	
<b>Σύνολο εισροών / (εκροών) από χρημ/τικές δραστηριότητες (γ)</b>	<b>16.716</b>	<b>3.490</b>	<b>4.098</b>	<b>-266</b>	<b>-125,15%</b>
<b>Σύνολο ροών (α) + (β) + (γ)</b>	<b>1.550</b>	<b>-1.193</b>	<b>-1.256</b>	<b>-1.234</b>	<b>-192,68%</b>
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα έναρξης περιόδου	3.305	4.855	3.662	2.406	-10,04%
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα λήξης περιόδου</b>	<b>4.855</b>	<b>3.662</b>	<b>2.406</b>	<b>1.172</b>	<b>-37,73%</b>

**ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 2: Μηνιαίες τιμές και αποδόσεις μετοχής Creta Farms και Γενικού Δείκτη**

Date	Creta Farms	Γενικός Δείκτης	Creta Farms	Γενικός Δείκτης
3/1/2011	2,91	1593,3		
1/2/2011	2,49	1576,86	-14,43%	-1,03%
1/3/2011	2,41	1535,19	-3,21%	-2,64%
1/4/2011	1,87	1434,65	-22,41%	-6,55%
2/5/2011	1,75	1309,46	-6,42%	-8,73%
1/6/2011	1,8	1279,06	2,86%	-2,32%
1/7/2011	1,76	1204,15	-2,22%	-5,86%
1/8/2011	1,29	915,98	-26,70%	-23,93%
1/9/2011	1	798,42	-22,48%	-12,83%
3/10/2011	0,732	808,58	-26,80%	1,27%
1/11/2011	0,628	682,21	-14,21%	-15,63%
1/12/2011	0,48	680,42	-23,57%	-0,26%
2/1/2012	0,469	796,02	-2,29%	16,99%
1/2/2012	0,517	743,59	10,23%	-6,59%
1/3/2012	0,431	728,93	-16,63%	-1,97%
2/4/2012	0,368	699,91	-14,62%	-3,98%
1/5/2012	0,236	525,45	-35,87%	-24,93%
1/6/2012	0,281	611,16	19,07%	16,31%
2/7/2012	0,336	598,68	19,57%	-2,04%
1/8/2012	0,319	646,82	-5,06%	8,04%
3/9/2012	0,425	739,12	33,23%	14,27%
1/10/2012	0,458	801,32	7,76%	8,42%
1/11/2012	0,43	809,14	-6,11%	0,98%
3/12/2012	0,636	907,9	47,91%	12,21%
1/1/2013	0,59	986,76	-7,23%	8,69%
1/2/2013	0,55	1007,99	-6,78%	2,15%
1/3/2013	0,372	869,19	-32,36%	-13,77%
1/4/2013	0,539	974,09	44,89%	12,07%
1/5/2013	0,717	1014,53	33,02%	4,15%
3/6/2013	0,579	847,57	-19,25%	-16,46%
1/7/2013	0,63	884,6	8,81%	4,37%

1/8/2013	0,579	899,92	-8,10%	1,73%
2/9/2013	0,687	1014,06	18,65%	12,68%
1/10/2013	0,678	1188,17	-1,31%	17,17%
1/11/2013	0,679	1195,68	0,15%	0,63%
2/12/2013	0,548	1162,68	-19,29%	-2,76%
1/1/2014	0,579	1176,92	5,66%	1,22%
3/2/2014	0,51	1310,41	-11,92%	11,34%
3/3/2014	0,5	1335,74	-1,96%	1,93%
1/4/2014	0,48	1232,12	-4,00%	-7,76%
1/5/2014	0,452	1223,48	-5,83%	-0,70%
2/6/2014	0,4	1214,31	-11,50%	-0,75%
1/7/2014	0,51	1169,01	27,50%	-3,73%
1/8/2014	0,665	1161,81	30,39%	-0,62%
1/9/2014	0,6	1061,58	-9,77%	-8,63%
1/10/2014	0,561	915,83	-6,50%	-13,73%
3/11/2014	0,56	963,19	-0,18%	5,17%
1/12/2014	0,483	826,18	-13,75%	-14,22%
1/1/2015	0,409	721,93	-15,32%	-12,62%
2/2/2015	0,459	880,48	12,22%	21,96%
2/3/2015	0,4	775,46	-12,85%	-11,93%
1/4/2015	0,457	822,88	14,25%	6,12%
1/5/2015	0,45	825,38	-1,53%	0,30%
1/6/2015	0,4	797,52	-11,11%	-3,38%
1/7/2015	0,4	797,52	0,00%	0,00%
3/8/2015	0,35	624,2	-12,50%	-21,73%
1/9/2015	0,5	654,2	42,86%	4,81%
1/10/2015	0,495	701,22	-1,00%	7,19%
2/11/2015	0,4	634,82	-19,19%	-9,47%
1/12/2015	0,365	623,07	-8,75%	-1,85%
beta			1,08	

### ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 3: Οικονομικές καταστάσεις ΥΦΑΝΤΗΣ 2011-2014

<b>ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ</b>					
σε χιλ. €	2011	2012	2013	2014	Γεωμετρικός Μ.Ο.
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>					
Έξοδα εγκαταστάσεως	214	156	12	5	-71,41%
Ασώματες ακινητοποιήσεις	0	0	127	133	
Ενσώματες ακινητοποιήσεις	25.251	25.100	23.975	23.014	-3,04%
Συμμετοχές και άλλες μακροπρόθεσμες χρηματοοικονομικές απαιτήσεις	13.442	13.747	13.750	13.766	0,80%
Αποθέματα	2.144	2.108	2.487	2.506	5,34%
Απαιτήσεις	34.939	32.097	31.094	32.726	-2,16%
Χρεόγραφα	0	0	50	19	
Διαθέσιμα	4.742	5.948	3.805	6.188	9,28%
Μεταβατικοί λογαριασμοί Ενεργητικού	135	228	461	372	40,20%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>80.867</b>	<b>79.384</b>	<b>75.761</b>	<b>78.729</b>	<b>-0,89%</b>
<b>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>					
<b>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>					
Μετοχικό κεφάλαιο	7.345	7.345	7.345	7.484	0,63%
Διαφορές αναπροσαρμογής - Επιχορηγήσεις επενδύσεων	286	241	205	44	-46,42%
Αποθεματικά	7.399	7.438	7.438	9.135	7,28%
Αποτέλεσμα εις νέον	6.733	8.145	7.851	3.415	-20,25%
<b>Ίδια κεφάλαια</b>	<b>21.763</b>	<b>23.169</b>	<b>22.839</b>	<b>20.078</b>	<b>-2,65%</b>
Προβλέψεις	1.208	1.208	1.208	1.235	0,74%
Ομολογιακά δάνεια	6.714	5.000	6.071	4.357	-13,42%
Δάνεια τραπεζών	22.793	22.242	16.619	19.217	-5,53%
<b>Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων</b>	<b>29.507</b>	<b>27.242</b>	<b>22.690</b>	<b>23.574</b>	<b>-7,21%</b>
Προμηθευτές	5.430	4.741	4.716	6.494	6,15%

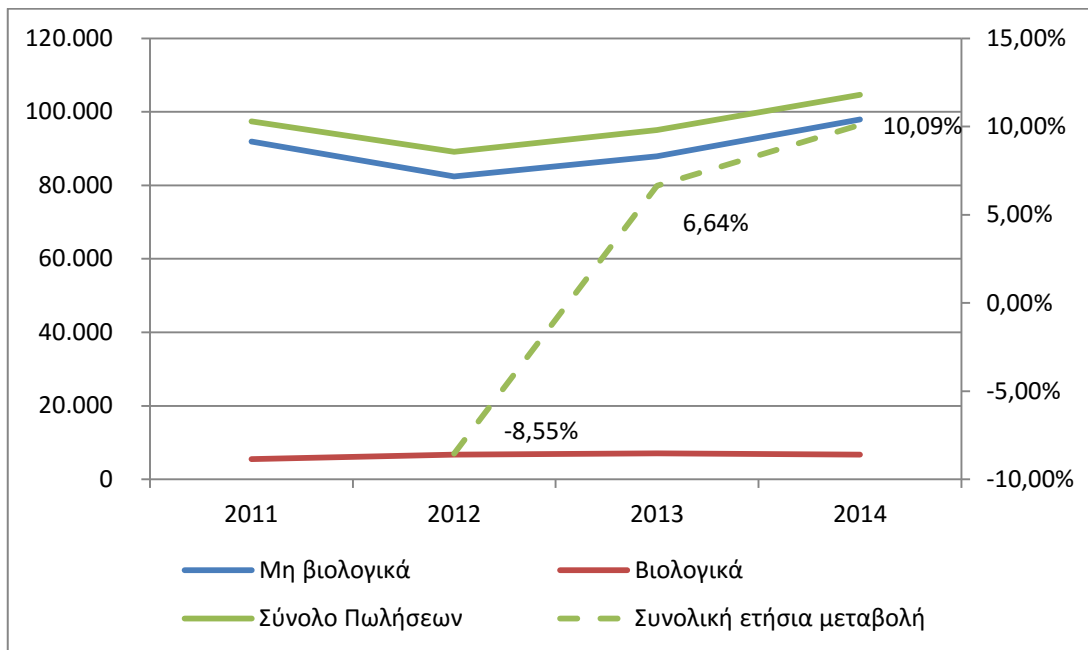


Επιταγές πληρωτές	17.225	14.761	12.304	12.091	-11,13%
Τράπεζες βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	429	3.596	7.141	8.561	171,24%
Προκαταβολές πελατών	25	110	193	152	82,52%
Υποχρεώσεις από φόρους-τέλη	528	245	283	842	16,83%
Ασφαλιστικοί οργανισμοί	464	437	470	443	-1,53%
Μερίσματα πληρωτέα	1.560	774	810	2.097	10,36%
Πιστωτές διάφοροι	2.500	2.706	2.684	2.764	3,40%
<b>Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>	<b>28.161</b>	<b>27.370</b>	<b>28.601</b>	<b>33.444</b>	5,90%
<b>Σύνολο Υποχρεώσεων</b>	<b>57.668</b>	<b>54.612</b>	<b>51.291</b>	<b>57.018</b>	-0,38%
Μεταβατικοί λογαριασμοί παθητικού	228	395	421	397	20,31%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ &amp; ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>80.867</b>	<b>79.384</b>	<b>75.759</b>	<b>78.728</b>	-0,89%
<b>Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης</b>					
<b>σε χιλ. €</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>Γεωμετρικός Μ.Ο.</b>
Πωλήσεις	72.084	75.684	72.370	77.668	2,52%
Κόστος πωλήσεων	43.078	47.133	44.510	49.720	4,90%
<b>Μικτά αποτελέσματα εκμετάλλευσης</b>	<b>29.006</b>	<b>28.551</b>	<b>27.860</b>	<b>27.948</b>	-1,23%
Άλλα έσοδα εκμετάλλευσης	44	63	47	307	91,09%
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	3.666	3.772	4.274	4.260	5,13%
Έξοδα λειτουργίας διάθεσης	18.775	19.929	20.195	21.063	3,91%
<b>Μερικά αποτελέσματα εκμετάλλευσης</b>	<b>6.609</b>	<b>4.913</b>	<b>3.438</b>	<b>2.932</b>	-23,73%
Έσοδα και κέρδη συμμετοχών	28	39	1.393	1.697	292,80%
Πιστωτικοί τόκοι	58	163	124	47	-6,77%
Χρεωστικοί τόκοι & συναφή έξοδα	1.876	2.445	2.503	2.235	6,01%
Έκτακτα αποτελέσματα	673	652	378	303	-23,36%
<b>Αποτελέσματα χρήσης προ φόρων</b>	<b>4.146</b>	<b>2.018</b>	<b>2.074</b>	<b>2.138</b>	-19,81%
Φόρος εισοδήματος	924	504	311	245	-35,76%
<b>Καθαρά κέρδη</b>	<b>3.222</b>	<b>1.514</b>	<b>1.763</b>	<b>1.893</b>	-16,25%

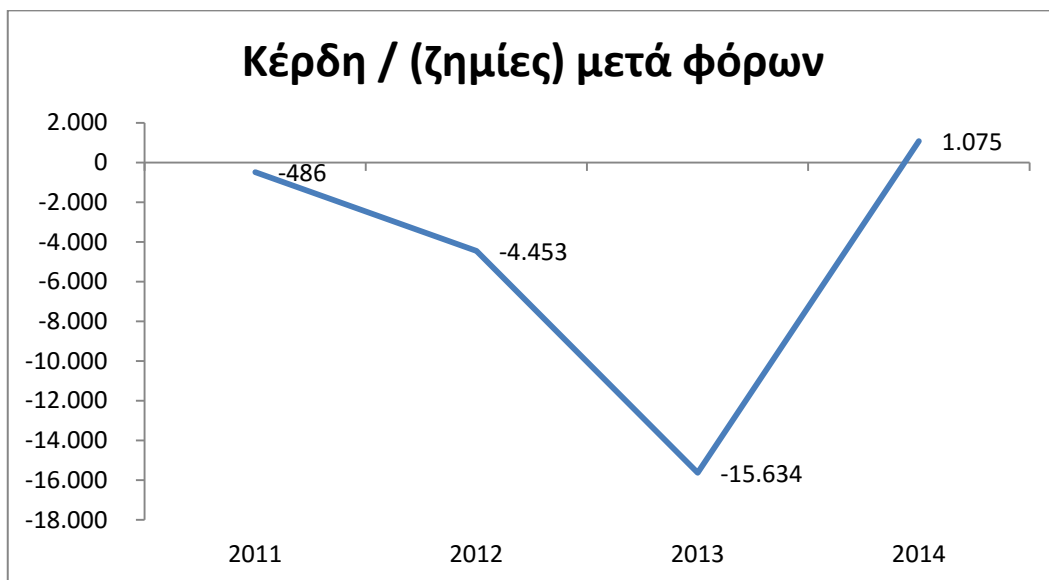
Κατάσταση ταμειακών ροών					
σε χιλ. €	2011	2012	2013	2014	Γεωμετρικός Μ.Ο.
Λειτουργικές δραστηριότητες					
Εισπράξεις από πελάτες	75.053	78.167			
Πληρωμές σε προμηθευτές, πιστωτές και εργαζόμενους	-68.702	-70.844			
<b>Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες</b>	<b>6.351</b>	<b>7.323</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
Πληρωμές φόρου εισοδήματος	-2.542	-849			
Κέρδη χρήσης προ φόρων			2.074	2.137	
Πλέον / μείον προσαρμογές για:					
Αποσβέσεις			2.132	2.171	
(Κέρδη) / Ζημίες από εκποίηση ενσώματων παγίων			-36	-1	
Προβλέψεις, καταστροφές και ιδιοχρησιμοποίηση αποθεμάτων			446	383	
Αποτελέσματα (έσοδα, έξοδα, κέρδη και ζημίες) επενδυτικής δραστηριότητας			-1.553	-1.779	
Μισθώματα χρηματοδοτικών και λειτουργικών μισθώσεων			249	176	
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα			2.503	2.204	
<b>Λειτουργικό κέρδος προ μεταβολών του κεφαλαίου κίνησης</b>			<b>5.815</b>	<b>5.292</b>	
Μείωση / (αύξηση) αποθεμάτων			-352	50	
Μείωση / (αύξηση) εμπορικών απαιτήσεων			645	-1.942	
Μείωση / (αύξηση) λοιπών απαιτήσεων			-584	-361	
(Μείωση) / αύξηση εμπορικών υποχρεώσεων (πλην δανειακών)			-2.480	1.522	
(Μείωση) / αύξηση λοιπών υποχρεώσεων (πλην δανειακών)			-1.949	814	
Μείον:					
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα			-2.382	-2.027	

καταβεβλημένα					
Καταβεβλημένοι φόροι			-126	0	
<b>Καθαρές ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες</b>	<b>3.809</b>	<b>6.474</b>	<b>-1.413</b>	<b>3.348</b>	<b>-4,21%</b>
Επενδυτικές δραστηριότητες					
Πληρωμές για απόκτηση συμμετοχών σε θυγατρικές, συγγενείς και κοινοπραξίες	0	-300	-50	0	
Πληρωμές για απόκτηση ενσώματων παγίων και άυλων στοιχείων	-4.729	-2.690	-1.018	-1.068	-39,10%
Εισπράξεις από πώληση συμμετοχών, ενσώματων παγίων, άυλων στοιχείων και χρηματοοικονομικών στοιχείων	146	81	75	48	-30,98%
Εισπράξεις από τόκους, μερίσματα και ενοίκια των στοιχείων των επενδυτικών δραστηριοτήτων	81	246	1.519	1.744	178,20%
<b>Καθαρές ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες</b>	<b>-4.502</b>	<b>-2.663</b>	<b>526</b>	<b>724</b>	<b>-154,38%</b>
Χρηματοδοτικές δραστηριότητες					
Εισπράξεις από ληφθέντα δάνεια	6.894	3.167	16.745	4.850	-11,06%
Πληρωμές για δάνεια και τόκους	-4.025	-4.557	-15.787	-3.021	-9,12%
Πληρωμές για μισθώματα χρηματοδοτικών μισθώσεων	-509	-429	-249	-176	-29,81%
Πληρωμές μερισμάτων	-617	-786	-1.964	-3.342	75,62%
<b>Καθαρές ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες</b>	<b>1.743</b>	<b>-2.605</b>	<b>-1.255</b>	<b>-1.689</b>	<b>-198,96%</b>
<b>Καθαρή αύξηση/ μείωση ταμειακών διαθεσίμων χρήσης</b>	<b>1.050</b>	<b>1.206</b>	<b>-2.142</b>	<b>2.383</b>	<b>31,41%</b>
Ταμειακά διαθέσιμα στην αρχή της χρήσης	3.692	4.742	5.948	3.806	1,02%
<b>Ταμειακά διαθέσιμα στη λήξη της χρήσης</b>	<b>4.742</b>	<b>5.948</b>	<b>3.806</b>	<b>6.189</b>	<b>9,28%</b>

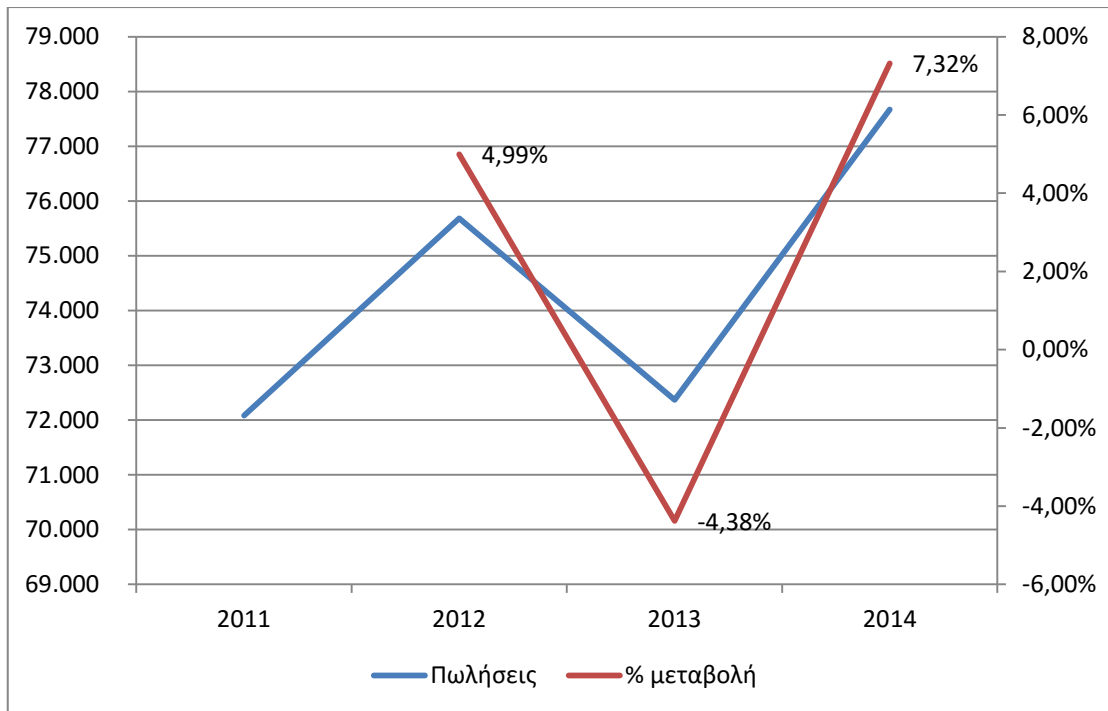
## ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ



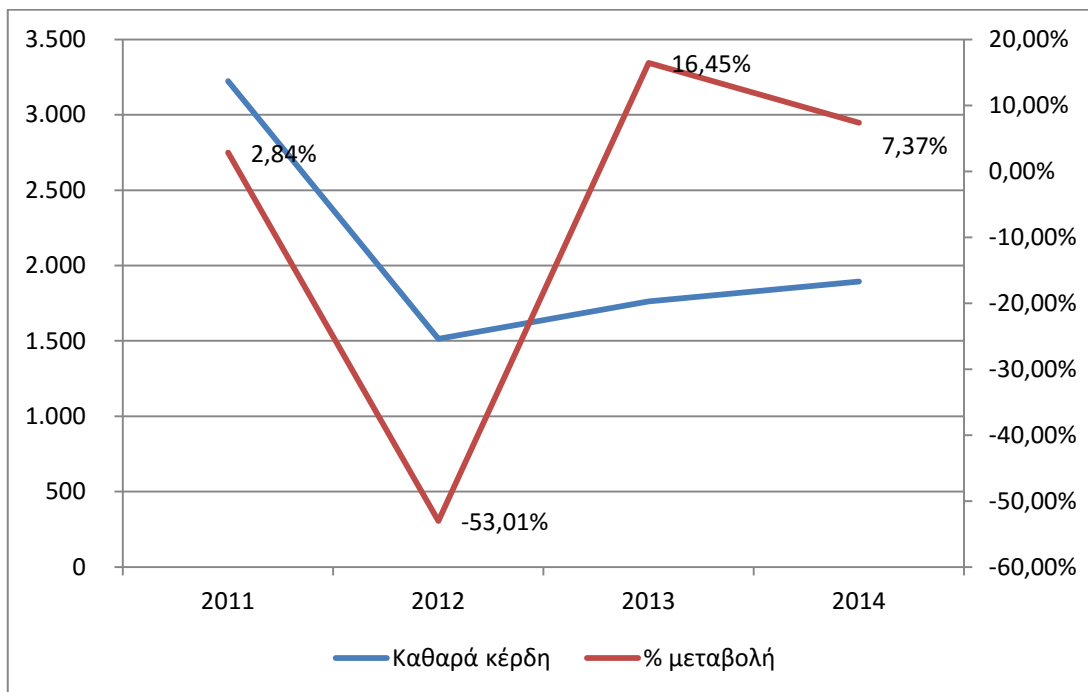
**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1: Πωλήσεις Creta Farms 2011-2014**



**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2: Καθαρά Αποτελέσματα Creta Farms 2011-2014**



**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3: Πωλήσεις ΥΦΑΝΤΗΣ 2011-2014**



**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4: Καθαρά Αποτελέσματα ΥΦΑΝΤΗΣ 2011-2014**

## ΠΙΝΑΚΕΣ

### ΠΙΝΑΚΑΣ 1: ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Δείκτης κάλυψης τόκων	Κατάταξη	Spreads
Πάνω από 12,5	AAA	0,50%
9,5 – 12,5	AA	0,65%
7,5 – 9,5	A+	0,85%
6- 7,5	A	1,00%
4,5 – 6-0	A-	1,10%
3,5 – 4,5	BBB	1,60%
3,0 – 3,5	BB	3,35%
2,5 – 3,0	B+	3,75%
2,0 – 2,5	B	5,00%
1,5 – 2,0	B-	5,25%
1,25 – 1,5	CCC	8,00%
0,8 – 1,25	CC	10,00%
0,5 – 0,8	C	12,00%
Κάτω από 0,5	D	15,00%

### Πίνακας 2: Βασικά οικονομικά στοιχεία για την Creta Farms 2011-2014

	2011	2012	2013	2014
Χρηματιστηριακή τιμή (31/12)	0,469	0,59	0,579	0,409
Κέρδη / (ζημίες) μετά φόρων ανά μετοχή - βασικά (σε €)	-0,0165	-0,1511	-0,5303	0,0364
ROE	-0,8%	-7,6%	-41,6%	2,4%
Χρέος/Σύνολο κεφαλαίων	57,6%	60,6%	71,7%	68,0%
Γενικής Ρευστότητας	0,91	1,04	0,74	0,87
Μέσο κόστος δανεισμού	7,7%	9,3%	8,9%	8,5%

**Πίνακας 3: Βασικά οικονομικά στοιχεία για την εταιρεία ΥΦΑΝΤΗΣ 2011-2014**

	2011	2012	2013	2014
ROE	14,80%	6,53%	7,72%	9,43%
Χρέος/Σύνολο κεφαλαίων	57,90%	57,10%	56,64%	61,55%
Γενικής Ρευστότητας	1,49	1,47	1,31	1,24
Μέσο κόστος δανεισμού	8,08%	9,46%	10,53%	8,05%
Χρέος / Ίδια Κεφάλαια	1,38	1,33	1,31	1,60
Καθαρά κέρδη ανά μετοχή	0,926	0,435	0,506	0,544
Μέρισμα ανά μετοχή	0,000	0,000	0,575	0,400
Ποσοστό διανομής	0,00%	0,00%	113,44%	73,56%

**Πίνακας 4: Προεξόφληση ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση****Creta Farms**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Τερματική αξία
Καθαρά κέρδη	6.045	6.650	7.315	8.046	8.851	9.736	10.710	11.781	
Αποσβέσεις	4.257	4.683	5.151	5.666	6.233	6.856	7.542	8.296	
Καθαρές κεφαλαιουχικές δαπάνες	5.293	5.822	6.404	7.045	7.749	8.524	9.377	10.314	
Μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης	90	161	177	195	214	236	259	285	
Ελεύθερες ταμειακές ροές προς την επιχείρηση	4.920	5.350	5.885	6.473	7.120	7.832	8.616	9.477	94.772
Συντελεστής Προεξόφλησης	0,8897	0,7915	0,7042	0,6265	0,5574	0,4959	0,4412	0,3925	0,3925
Προεξοφλημένες ταμειακές ροές προς την επιχείρηση	4.377	4.234	4.144	4.056	3.969	3.884	3.801	3.720	37.201
Σύνολο	<b>69.386</b>								
Αξία μετοχής	<b>2,37</b>								

**Πίνακας 5: Προεξόφληση ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους Creta**

**Farms**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Τερματική αξία
Καθαρά κέρδη	6.045	6.650	7.315	8.046	8.851	9.736	10.710	11.781	
Χρηματοοικονομικά έξοδα	5.720	6.292	6.921	7.613	8.375	9.212	10.133	11.147	
Καθαρές κεφαλαιουχικές δαπάνες	5.293	5.822	6.404	7.045	7.749	8.524	9.377	10.314	
Μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης	90	161	177	195	214	236	259	285	
Καθαρός νέος δανεισμός	9.492	10.400	11.440	12.584	13.842	15.226	16.749	18.424	
Ελεύθερες ταμειακές ροές προς τους μετόχους	4.434	4.775	5.252	5.777	6.355	6.991	7.690	8.459	30.166
Συντελεστής προεξόφλησης	0,7666	0,5877	0,4506	0,3454	0,2648	0,2030	0,1556	0,1193	0,1193
Προεξοφλημένες ταμειακές ροές προς τους μετόχους	3.400 €	2.806 €	2.366 €	1.996 €	1.683 €	1.419 €	1.197 €	1.009 €	3.599
Σύνολο	19.475 €								
Αριθμός μετοχών (σε χιλ.)	29.480								
Αξία μετοχής	0,66								

**Πίνακας 6: Προσαρμοσμένη ΚΠΑ CRETA FARM**

	ΧΡΕΟΣ	ΤΟΚΟΣ	ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΟ ΟΦΕΛΟΣ	Π.Α ΦΟΡ. ΟΦΕΛΟΥΣ
2015	94.507,00	5.197,89	1.507,39	1.428,80
2016	84.507,00	4.647,89	1.347,89	1.211,01
2017	74.507,00	4.097,89	1.188,39	1.012,05
2018				



	64.507,00	3.547,89	1.028,89	830,53
2019	54.507,00	2.997,89	869,39	665,20
2020	44.507,00	2.447,89	709,89	514,84
2021	34.507,00	1.897,89	550,39	378,36
2022	24.507,00	1.347,89	390,89	254,70
ΔΙΗΝΕΚΕΣ	24.507,00	1.347,89	390,89	4.630,97
ΣΥΝΟΛΟ				<b>10.926,47</b>

**Πίνακας 7: Προεξόφληση ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση**

**ΥΦΑΝΤΗΣ**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Τερματική αξία
Καθαρά κέρδη	1.911	1.959	2.008	2.059	2.111	2.164	2.219	2.275	
Αποσβέσεις	2.230	2.286	2.343	2.402	2.463	2.525	2.589	2.654	
Καθαρές κεφαλαιουχικές δαπάνες	-1.115	-1.143	-1.172	-1.201	-1.231	-1.262	-1.294	-1.327	
Μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης	731	743	761	781	800	820	841	862	
Ελεύθερες ταμειακές ροές προς την επιχείρηση	4.524	4.645	4.762	4.882	5.005	5.131	5.260	5.393	54.475
Συντελεστής Προεξόφλησης	0,8703	0,7575	0,6592	0,5737	0,4993	0,4346	0,3782	0,3292	0,3292
FCFF	3.937	3.518	3.139	2.801	2.499	2.230	1.990	1.775	17.932
Σύνολο	39.822								
Αριθμός μετοχών (σε χιλ.)	3481								
Αξία μετοχής	11,44								

**Πίνακας 8: Προεξόφληση ελεύθερων ταμειακών ροών προς του μετόχους**

**ΥΦΑΝΤΗΣ**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Τερματική αξία
Καθαρά κέρδη	1.911	1.959	2.008	2.059	2.111	2.164	2.219	2.275	
Χρηματοοικονομικά έξοδα	2.716	2.850	2.987	3.128	3.272	3.420	3.571	3.726	
Καθαρές κεφαλαιουχικές δαπάνες	-1.115	-1.143	-1.172	-1.201	-1.231	-1.262	-1.294	-1.327	
Μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης	731	743	761	781	800	820	841	862	
Καθαρός νέος δανεισμός	1.610	1.661	1.703	1.746	1.790	1.835	1.881	1.929	
FCFE	1.188	1.170	1.134	1.098	1.060	1.022	982	942	3.829
Συντελεστής προεξόφλησης	0,7709	0,5943	0,4581	0,3532	0,2722	0,2099	0,1618	0,1247	0,1247
FCFE	916 €	695 €	520 €	388 €	289 €	214 €	159 €	117 €	478 €
Σύνολο	3.776 €								
Αριθμός μετοχών (σε χιλ.)	3.481								
Αξία μετοχής	1,08								

**Πίνακας 9 : Προσαρμοσμένη ΚΠΑ Υφαντής**

	ΧΡΕΟΣ	ΤΟΚΟΣ	ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΟ ΟΦΕΛΟΣ	Π.Α ΦΟΡ. ΟΦΕΛΟΥΣ
2015	32.135,00	2.731,48	792,13	730,07
2016	30.135,00	2.561,48	742,83	631,00
2017	28.135,00	2.391,48	693,53	542,97
2018	26.135,00	2.221,48	644,23	464,86
2019	24.135,00	2.051,48	594,93	395,65
2020	22.135,00	1.881,48	545,63	334,44
2021	20.135,00	1.711,48	496,33	280,39
2022	18.135,00	1.541,48	447,03	232,75

ΔΙΗΝΕΚΕΣ	18.135,00	1.541,48	447,03	2.326,05	
ΣΥΝΟΛΟ				<b>5.938,18</b>	

**Πίνακας 10: Σύγκριση μεθόδων αποτίμησης μετοχής Creta Farms**

Creta Farms			
	Τιμή		
		479,46%	Υποτιμημένη
Ονομαστική αξία	0,420		
Χρηματιστηριακή τιμή	0,409		
FCFE	0,661	61,52%	Υποτιμημένη
FCFF	2,37		
Σχετική αποτίμηση (P/E)	0,576	40,72%	Υποτιμημένη
Σχετική αποτίμηση (P/BV)	0,66	61,40%	Υποτιμημένη
Σχετική αποτίμηση (P/S)	0,92	124,94%	Υποτιμημένη
Προσαρμοσμένη ΚΠΑ	0,622	61%	Υποτιμημένη

**Πίνακας 11: Σύγκριση μεθόδων αποτίμησης μετοχής ΥΦΑΝΤΗΣ**

ΥΦΑΝΤΗΣ			
	Τιμή	Απόκλιση	
Ονομαστική αξία	2,15		
Λογιστική Αξία	5,77		
FCFE	1,085	-49,55%	Υπερτιμημένη
FCFF	11,44	432,09%	Υποτιμημένη
Σχετική αποτίμηση (P/E)	8,583	299,22%	Υποτιμημένη
Σχετική αποτίμηση (P/BV)	2,53	17,67%	Υποτιμημένη
Σχετική αποτίμηση (P/S)	1,92	-10,70%	Υπερτιμημένη

$P/E_F$	11,48	433,95%	Υποτιμημένη
$P/BV_F$	9,8	355,81%	Υποτιμημένη
$P/S_F$	0,27	-887,4%	Υπερτιμημένη
Προεξόφληση μερίσματος (DDM)	1,700	-20,93%	Υπερτιμημένη
Προσαρμοσμένη ΚΠΑ	0,756	-65%	Υπερτιμημένη