

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής



**ΠΜΣ Χρηματοοικονομική και Τραπεζική με κατεύθυνση
στη Χρηματοοικονομική Ανάλυση για στελέχη**

Αποτίμηση της εταιρείας “Jumbo ΑΕΕ”.

Επιβλέπων: Επίκουρος Καθηγητής κ. Κυριαζής Δημήτριος

Μεταπτυχιακή φοιτήτρια: Χαραλαμποπούλου Ανθούλα

Μέλη Επιτροπής:

Καθηγητής κ. Διακογιάννης Γεώργιος

Λέκτορας κα. Μπότσαρη Αντωνία

ΑΘΗΝΑ, Αύγουστος 2016

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέποντα της διπλωματικής μου εργασίας, **κ. Δημήτριο Κυριαζή**, για την πολύτιμη βοήθεια και άριστη συνεργασία καθώς και την καθοδήγηση που μου πρόσφερε κατά την εκπόνηση της παρούσας εργασίας και τέλος για την ευκαιρία που μου έδωσε να ασχοληθώ με ένα τόσο ενδιαφέρον θέμα.

Επίσης, θα ήθελα να εκφράσω τις ευχαριστίες μου σε όλους τους καθηγητές του μεταπτυχιακού προγράμματος για τις ουσιαστικές και πολύτιμες γνώσεις που μου παρείχαν.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η μελέτη και ανάλυση της έννοιας και διαδικασίας της αποτίμησης εταιριών μέσα από τις πιο σύγχρονες και κύριες μεθόδους ανάλυσης και αποτίμησης. Οι μέθοδοι αυτοί εφαρμόζονται στην εισηγμένη εταιρεία «JUMBO ΑΕΕ», με σκοπό τον προσδιορισμό της δίκαιης αξίας της επιχείρησης.

Η εργασία θέτει το ερώτημα σχετικά με την εύλογη αξία της εταιρείας Jumbo και εξετάζει κατά πόσο είναι υποτιμημένη ή υπερεκτιμημένη η αξία της μετοχής της από την αγορά. Στα πρώτα κεφάλαια της εργασίας , παρουσιάζεται η «JUMBO ΑΕΕ», και αναλύεται η στρατηγική της εταιρίας με διάφορες τεχνικές και εργαλεία όπως PEST, PORTER'S και SWOT. Στη συνέχεια γίνεται αποτίμηση της «JUMBO ΑΕΕ», μέσω των τριών μεθόδων DCF, DDM, Multiples και στο τέλος η παρουσίαση των αποτελεσμάτων τους , που θα προσδιορίσουν τη –θεωρητικά- σωστή αξία της εταιρείας.

Βάσει ευρημάτων διαπιστώνεται ότι η μετοχή της εταιρείας είναι κατά 1,43% υπερεκτιμημένη από την αγορά.

Βασικές έννοιες: Μέθοδοι Αποτίμησης, DCF, DDM, Multiples, Στρατηγική Ανάλυση, Αξία εταιρίας, Αξία μετοχής.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Περιεχόμενα.....	4
Κεφάλαιο 1^ο	
1.1.Εισαγωγή.....	6
Κεφάλαιο 2^ο : Θεωρητική παρουσίαση των σχετικών μεθόδων και αναλύσεων.	
2.1 Στρατηγική ανάλυση	8
2.1.1. Ανάλυση Εξωτερικού Περιβάλλοντος της επιχείρησης.....	8
2.1.2. Ανάλυση Εσωτερικού Περιβάλλοντος της επιχείρησης	15
2.1.3. Ανάλυση SWOT	16
2.2 Μέθοδοι αποτίμησης αναλυτικά	18
2.2.1. Μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων (Dividend Discounted Model).....	18
2.2.2. Αξιολόγηση της μεθόδου DDM.....	23
2.2.3. Μοντέλο προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους Discounted Free Cash Flow to Equity)	25
2.2.4. Υπολογισμός του κόστους ιδίων κεφαλαίων (Ke)	29
2.2.5. Αξιολόγηση της μεθόδου DFCFE.....	30
2.2.6. Μοντέλο προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών της επιχείρησης (Discounted Free Cash Flow to the Firm).....	30
2.2.7. Αξιολόγηση της μεθόδου DFCFF.....	33
2.2.8. Υπολογισμός του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC).....	34
2.2.9. Μέθοδος Συγκρίσιμων Εταιρειών(Comparable Companies Valuation).....	35
2.2.10 Αξιολόγηση της μεθόδου συγκρίσιμων εταιρειών.....	37
2.3 Επισκόπηση Βιβλιογραφίας.....	38
2.3.1. Αρχές δημιουργίας αξίας στη χρηματοοικονομική διοικητική.....	38
2.3.2. Διαδικασία της αποτίμησης.....	41
2.3.3. Κατηγοριοποίηση μεθόδων αποτίμησης.....	44
2.3.4. Ειδικά θέματα αποτίμησης.....	53
2.3.5. Τα συνήθη λάθη μεθόδων αποτίμησης κατά Fernandez.....	58
2.3.6. Οι 12 «Μύθοι» αποτίμησης κατά Damodaran.....	61
Κεφάλαιο 3^ο: Περιγραφή και στρατηγική ανάλυση της εταιρείας «JUMBO ΑΕΕ»	
3.1 Περιγραφή της εταιρείας.....	64
Σήμα. Προφίλ. Δίκτυο καταστημάτων. Προϊόντα. Σημαντικά γεγονότα.	

Δομή ομίλου. Διαχείριση κινδύνων. Βασικά στοιχεία και Πορεία μετοχής.	
3.2	Ιστορική αναδρομή εταιρείας.....73
3.3	Στρατηγική ανάλυση της εταιρείας.....75
3.3.1	Ανάλυση PEST 75
3.3.2	Ανάλυση PORER των Πέντε Δυνάμεων80
3.3.3	Ανάλυση SWOT86
Κεφάλαιο 4° : Αποτίμηση της εταιρείας «JUMBO ΑΕΕ»	
4.1	Οδηγοί αξίας και προβλέψεις.....88
4.1.1.	Παραδοχές και Υποθέσεις σχετικά με τους Οδηγούς Αξίας..... 89
4.1.2.	Υπολογισμοί οδηγών αξίας91
4.1.3.	Υποθέσεις οικονομικών καταστάσεων99
4.1.4.	Η πρόβλεψη των οικονομικών καταστάσεων102
4.2.	Μέθοδοι αποτίμησης.....104
4.3.	Μοντέλο προεξόφλησης ταμειακών ροών (DCF).....104
4.3.1.	Υπολογισμός των ελεύθερων ταμειακών ροών της επιχείρησης.....105
4.3.2.	Υπολογισμός του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (WACC)...106
4.3.3.	Υπολογισμός της υπολειμματικής αξίας (terminal value)110
4.3.4.	Προσδιορισμός της αξίας της επιχείρησης.....111
4.3.5.	Προσδιορισμός της αξίας των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης.....111
4.3.6.	Ανάλυση ευαισθησίας112
4.4.	Μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων (DDM).....113
4.5.	Μέθοδος αποτίμησης βάσει συγκρίσιμων εταιρειών.....116
4.6.	Τελικά αποτελέσματα αποτίμησης119
Κεφάλαιο 5°	
5.1.	Συμπεράσματα.....121
Βιβλιογραφία.....123	
Παράρτημα 1-Αποτελέσματα παλινδρόμησης πωλήσεων με ΑΕΠ και ΔΤΚ.125	
Παράρτημα 2-Υπολογισμοί προβλέψεων οικονομικών καταστάσεων130	
Παράρτημα 3-Τιμές μετοχής Jumbo και Γενικού Δείκτη Χ.Α και αποτελέσματα παλινδρόμησης τριών υπολογισμών beta139	
Παράρτημα 4-Οικονομικές καταστάσεις Jumbo(2011-2015)147	

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: 1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ένα από τα σημαντικότερα εργαλεία στον τομέα της χρηματοοικονομικής διοίκησης είναι η διαδικασία της αποτίμησης. Απαραίτητη αλλά και αναγκαία στη διοίκηση μιας εταιρείας, η αποτίμηση χρησιμοποιείται τόσο για την αξιολόγηση εναλλακτικών στρατηγικών όσο και για την μελλοντική προοπτική βιωσιμότητας και κερδοφορίας μιας εταιρείας, συνεπώς, απαραίτητη για τους μετόχους και τους επενδυτές. Ιδιαίτερα στην τρέχουσα περίοδο της οικονομικής κρίσης, την οποία διανύουμε, η αποτίμηση μιας εταιρείας είναι ουσιαστικής και καθοριστικής σημασίας κυρίως για τις εισηγμένες εταιρείες του χρηματιστηρίου.

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η ανάλυση της έννοιας, του σκοπού και της διαδικασίας της αποτίμησης καταρχήν μέσα από το θεωρητικό πλαίσιο- την ανάλυση σύγχρονης βιβλιογραφίας για τις μεθόδους αποτίμησης, την κριτική των μεθόδων αυτών αλλά και τι επικρατεί στην «αγορά» ανάλογα με το είδος, το μέγεθος, το κλάδο και άλλα χαρακτηριστικά εταιρειών- και στη συνέχεια, μέσα από την παρουσίαση της ανάλυσης μιας συγκεκριμένης εταιρείας, εισηγμένης στο Χρηματιστήριο των Αθηνών, της «JUMBO ΑΕΕ». Μέσα από τη διαδικασία της στρατηγικής ανάλυσης (PEST, PORTER'S, SWOT) και των μεθόδων αποτίμησης (DCF, DDM, Multiples), θα καταλήξουμε να προσδιορίσουμε τη θεωρητική αξία της εταιρείας και κατ' επέκταση τη θεωρητικά σωστή τιμή της μετοχής της, την οποία θα συγκρίνουμε με την τρέχουσα χρηματιστηριακή της τιμή, προκειμένου να απαντήσουμε στο ερώτημα κατά πόσο είναι υποτιμημένη ή υπερεκτιμημένη η αξία της μετοχής της εταιρείας Jumbo από την αγορά.

Αναλυτικά, η παρούσα εργασία αποτελείται από το παρόν κεφάλαιο (την εισαγωγή), κεφάλαιο 1, στο οποίο παρουσιάζεται το θέμα και η σύνοψη της εργασίας, από το κεφάλαιο 2, το θεωρητικό πλαίσιο, δηλαδή την έρευνα της βιβλιογραφίας που χρησιμοποιήθηκε για την εκπόνηση της εργασίας, αρχίζοντας με την στρατηγική ανάλυση εξωτερικού, εσωτερικού περιβάλλοντος και SWOT, συνεχίζοντας με τις μεθόδους αποτίμησης και την αξιολόγηση της κάθε μεθόδου και ολοκληρώνοντας με τα σχόλια, για την αποτίμηση, της σύγχρονης βιβλιογραφίας.

Στο κεφάλαιο 3 ακολουθεί η παρουσίαση της εταιρείας Jumbo. Σημαντικό βήμα για την ορθότερη αποτίμηση είναι η γνώση της εταιρείας και αυτό επιτυγχάνεται με την περιγραφή και παρουσίαση της εταιρείας καθώς και της στρατηγικής ανάλυσή της. Τη θέση δηλαδή της εταιρείας σε επίπεδο μακρο - και μικρο - περιβάλλον αλλά και σε επίπεδο κλάδου και ανταγωνισμού καθώς επίσης και στις αδυναμίες, στις δυνάμεις, στις ευκαιρίες και στις απειλές που είναι δυνατόν να αντιμετωπίσει η εταιρεία.

Το κεφάλαιο 4 αποτελείται από την αποτίμηση της εταιρείας. Αρχικά, παρουσιάζονται οι οδηγοί αξίας και οι υποθέσεις που χρησιμοποιήθηκαν για τις μεθόδους αποτίμησης και οι προβλέψεις των οικονομικών καταστάσεων οι οποίες αφορούν τα έτη 2016-2020. Επίσης, σε αυτό το κεφάλαιο διενεργούνται οι υπολογισμοί των υποθέσεων της αποτίμησης, τα αποτελέσματα των μεθόδων της αποτίμησης και υπολογίζεται η θεωρητικά σωστή τιμή της μετοχής της εταιρείας, που συνιστά μια εύλογη και δίκαιη αξία (fair value).

Τέλος, στο κεφάλαιο 5 που αποτελεί και το τελευταίο στάδιο της εργασίας, παρουσιάζονται τα συμπεράσματα και η απάντηση του ερωτήματος σχετικά με το ποια είναι η εύλογη/δίκαιη αξία της εταιρείας Jumbo.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο : ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΩΝ ΣΧΕΤΙΚΩΝ ΜΕΘΟΔΩΝ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΕΩΝ.

Με τον όρο αποτίμηση εννοείται η διαδικασία μετατροπής μελλοντικών προβλέψεων σε μία εκτίμηση για την αξία μιας επιχείρησης ή ενός συγκεκριμένου περιουσιακού στοιχείου αυτής.

Σκοπός της αποτίμησης είναι σε αρκετές περιπτώσεις και η διάκριση των μετοχών σε υποτιμημένες και υπερεκτιμημένες όσο αφορά τον εντοπισμό των επενδυτικών ευκαιριών. Η διαδικασία της αποτίμησης κατευθύνει τους ενδιαφερόμενους σε συμπεράσματα σχετικά με τις προσδοκίες της αγοράς για τη μελλοντική προοπτική της βιωσιμότητας και της κερδοφορίας μιας εταιρείας, μέσα από τη σύγκριση θεμελιωδών στοιχείων της αλλά και τη δημιουργία σημείων αναφοράς.

Επίσης, η διαδικασία της αποτίμησης θεωρείται βασικό εργαλείο για την αξιολόγηση επιχειρηματικών αποφάσεων και γεγονότων και ιδιαίτερα στην επίδραση της αξίας των επιχειρήσεων όσο αφορά στις εξαγορές και στις συγχωνεύσεις.

Το πρώτο και σημαντικότερο στάδιο κατά τη διαδικασία της αποτίμησης είναι η γνώση της επιχείρησης, των προϊόντων ή και των υπηρεσιών που προσφέρει και των χαρακτηριστικών της αγοράς στην οποία λειτουργεί. Η κατανόηση, αυτή, της επιχείρησης επιτυγχάνεται μέσω της στρατηγικής ανάλυσης της δηλαδή μέσω της γνώσης του περιβάλλοντος τόσο του εξωτερικού (μάκρο και μικρο) όσο και του εσωτερικού στο οποίο κινείται και καταλήγοντας με τις δυνάμεις, τις αδυναμίες, τις ευκαιρίες και τις πιθανές απειλές που μπορεί να αντιμετωπίσει. Παρακάτω αναλύεται η θεωρία της στρατηγικής ανάλυσης.

2.1.Στρατηγική ανάλυση

2.1.1. Ανάλυση Εξωτερικού Περιβάλλοντος της επιχείρησης

Το εξωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης, σύμφωνα με τους Barney and Hesterly (2006), είναι ο χώρος όπου η διοίκηση της πρέπει να αναζητεί ευκαιρίες και πιθανές απειλές για τη δραστηριότητά της. Η αναγνώριση τόσο των ευκαιριών όσο και των απειλών από μια επιχείρηση, σημαίνει

«ανάγνωση» του εξωτερικού της περιβάλλοντος, της θέσης της στο περιβάλλον αυτό καθώς και του χώρου στον οποίο εντάσσεται. Επίσης, η ανάλυση του εξωτερικού περιβάλλοντος βοηθά την επιχείρηση να ανακαλύψει αν υπάρχει η πιθανότητα ύπαρξης αυξημένων κερδών, να αντιληφθεί καλύτερα τη φύση του ανταγωνισμού σε ένα κλάδο και να δημιουργήσει καλύτερα ενημερωμένες στρατηγικές επιλογές.

Το εξωτερικό περιβάλλον διακρίνεται περαιτέρω:

- 1) το ευρύτερο μάκρο-περιβάλλον, το οποίο επηρεάζει κάθε επιχείρηση και
- 2) το μικρο-περιβάλλον, το οποίο επηρεάζει τον άμεσο κλάδο της επιχείρησης.

1. Ανάλυση Μακρο-Περιβάλλοντος.

Το ευρύτερο μάκρο-περιβάλλον έχει επίδραση στις λειτουργίες της επιχείρησης. Σύμφωνα με τους Drummond et al. (2008) οι παράγοντες που διαμορφώνουν το μάκρο-περιβάλλον της επιχείρησης μπορούν να διαχωριστούν σε έξι επιμέρους κατηγορίες και αφορούν το οικονομικό, το τεχνολογικό, το πολιτικό-νομικό, το κοινωνικό-πολιτιστικό, το δημογραφικό και το παγκόσμιο περιβάλλον.

Η ανάλυση των παραπάνω παραγόντων, που προσεγγίζει τη μελέτη των διαστάσεων του μάκρο-περιβάλλοντος της επιχείρησης, είναι γνωστή ως PEST-DG ανάλυση (Political, Economic, Social, Technological – Demographic, Global) και ομαδοποιούνται στις εξής κατηγορίες που περιλαμβάνουν παράγοντες όπως:

• Πολιτικό-Νομικό

Αντιμονοπωλιακοί νόμοι, ασφαλιστικά συστήματα,

Φορολογία, αγορά εργασίας

Νόμοι για το περιβάλλον

Κυβερνητική σταθερότητα

• Οικονομικό περιβάλλον

ΑΕΠ, Επιτόκια, Πληθωρισμός

Προσφορά χρήματος, ανεργία

Συναλλαγματικές ισοτιμίες, νομισματική πολιτική

Κατάσταση κεφαλαιαγορών

• **Κοινωνικό - Πολιτιστικό**

Αλλαγές στον τρόπο ζωής, στις σχέσεις των δύο φύλων, καριέρα
Κίνημα καταναλωτών, κατανομή ελεύθερου χρόνου

• **Τεχνολογικό Περιβάλλον**

Νέες τεχνολογίες/προϊόντα

Δαπάνες για R&D σε εθνικό και κλαδικό επίπεδο

Ευρεσιτεχνίες

• **Δημογραφικό**

Μέγεθος & ρυθμός αύξησης πληθυσμού.

Ηλικιακή δομή & σύνθεση

Γεωγραφική κατανομή & εισόδημα

• **Παγκόσμιο**

Νέες διεθνείς αγορές

Αλλαγές στις υφιστάμενες αγορές

Πολιτικές εξελίξεις στις διεθνείς αγορές

Αναλυτικότερα:

Πολιτικό- Νομικό Περιβάλλον

• Η πολιτική - νομική διάσταση σχετίζεται κυρίως με τους νόμους, τους κυβερνητικούς φορείς και τις διάφορες ομάδες πίεσης που επηρεάζουν τους σύγχρονους οργανισμούς είτε άμεσα είτε έμμεσα.

• Παράγοντες όπως η πολιτική αστάθεια, οι εξεγέρσεις, οι τρομοκρατικές ενέργειες και πολεμικές συγκρούσεις, σε εθνικό και παγκόσμιο επίπεδο, μπορούν να δημιουργήσουν περισσότερο απειλές αλλά και αρκετές ευκαιρίες ανάλογα με το είδος της επιχείρησης που εξετάζεται.

• Οι κυβερνητικές πολιτικές και η ισχύουσα νομοθεσία μπορούν να δημιουργήσουν σημαντικές στρατηγικές απειλές όσο και ευκαιρίες για τις επιχειρήσεις εκείνες που δραστηριοποιούνται στη συγκεκριμένη χώρα.

- Επίσης, σχετικά με τις πολυεθνικές επιχειρήσεις οι οποίες επεκτείνονται σε περισσότερες από μία χώρες και δραστηριοποιούνται κάτω από διαφορετικές πολιτικές και νομικές συνθήκες κρίνεται απαραίτητο η μελέτη του πολιτικού περιβάλλοντος κάθε χώρας ξεχωριστά.

Οικονομικό περιβάλλον

- Η οικονομική διάσταση εξετάζει την κατάσταση του οικονομικού περιβάλλοντος μέσα από βασικά οικονομικά μεγέθη της χώρας που κυρίως δραστηριοποιείται η επιχείρηση, καθώς και στις γενικότερες οικονομικές εξελίξεις οι οποίες μπορούν να επηρεάσουν τη λειτουργία της επιχείρησης (π.χ. το ΑΕΠ, το ύψος των επιτοκίων, η υποτίμηση ή ανατίμηση του εθνικού νομίσματος, οι πληθωριστικές τάσεις, το επίπεδο ανεργίας, το διαθέσιμο εισόδημα, κλπ.)
- Σημαντικό επίσης είναι, σε ορισμένες περιπτώσεις, η μελέτη της κατάστασης του κλάδου που δραστηριοποιείται η επιχείρηση και όχι μόνο του γενικού επιπέδου της οικονομίας.

Κοινωνικο-πολιτιστικό περιβάλλον

- Η κοινωνικο-πολιτιστική διάσταση αφορά το ευρύτερο κοινωνικό και πολιτιστικό περιβάλλον της επιχείρησης.
- Οι κυριότεροι κοινωνικο-πολιτιστικοί παράγοντες που επηρεάζουν το περιβάλλον αυτό είναι η θέση της γυναίκας στην εργασία, η διανομή του εισοδήματος, οι αλλαγές του σύγχρονου τρόπου ζωής του ανθρώπου, ο καταναλωτισμός, η μετακίνηση του πληθυσμού, το επίπεδο μόρφωσης των καταναλωτών και η στάση τους απέναντι στην εργασία και στον ελεύθερο χρόνο.
- Ο τρόπος εξέλιξης στο μέλλον των παραπάνω παραγόντων που αναμένεται να εξελιχθούν οι παραπάνω παράγοντες αποτελούν για τις επιχειρήσεις τόσο επικείμενες απειλές όσο και ευκαιρίες για περαιτέρω ανάπτυξη.

Τεχνολογικό περιβάλλον

- Η τεχνολογική διάσταση της περιβαλλοντικής ανάλυσης αναφέρεται στις τεχνολογικές τάσεις και επιτεύγματα που συμβαίνουν έξω από την αγορά και μπορούν να επηρεάσουν την επιχείρηση και τη στρατηγική της.

- Οι τάσεις αυτές μπορεί να αποτελούν ευκαιρίες για εκείνες τις επιχειρήσεις που έχουν τη δυνατότητα να τις εκμεταλλευτούν και να τις εισάγουν αποτελεσματικά στις δραστηριότητές τους και απειλή για εκείνες που αδυνατούν να δουν την αξία της.
- Ο ρυθμός ανάπτυξης κάποιων επιχειρήσεων επηρεάζεται σημαντικά από τις τεχνολογίες που ανακαλύπτονται.

Δημογραφικό περιβάλλον

- Η δημογραφική διάσταση του περιβάλλοντος αναφέρεται στους ακόλουθους παράγοντες:

– Το μέγεθος του πληθυσμού: Η αύξηση στις μη ανεπτυγμένες χώρες του πλανήτη καθώς και η αυξανόμενη μείωση των γεννήσεων στις ανεπτυγμένες χώρες η οποία επιφέρει μείωση του πληθυσμού αλλά αύξηση του μέσου όρου ζωής είναι σημαντικός παράγοντας προς αντικείμενο μελέτης.

– Η ηλικιακή δομή: Η οποία αναφέρεται στη συνολική σύνθεση της κοινωνίας.

– Το εθνικό μίγμα: Αποτελεί ιδιαίτερο παράγοντα αφού πολλές χώρες απαρτίζονται πλέον από πολίτες διαφόρων εθνικοτήτων και φυλών..

– Η κατανομή του εισοδήματος: Επηρεάζει τη διαμόρφωση κοινωνικών ομάδων διαφοροποιώντας γεωγραφικές περιοχές ανάλογα με το ύψος του εισοδήματος.

Παγκόσμιο περιβάλλον

- Η παγκόσμια διάσταση του περιβάλλοντος περιλαμβάνει όλους τους παράγοντες που αφορούν:

– Τις νέες αγορές διεθνώς

– Τις ήδη υπάρχουσες διεθνείς αγορές που αλλάζουν

– Τα διεθνή πολιτικά και πολιτισμικά δρώμενα

– Τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της κάθε αγοράς

- Σε μια εποχή έντονης παγκοσμιοποίησης όλων των κλάδων είναι αναγκαίο για μια επιχείρηση να μελετά τις αλλαγές σε παγκόσμιο επίπεδο και να προσπαθεί να προσαρμόζεται σ' αυτές.

Οι τρόποι με τους οποίους η PEST ανάλυση συμβάλει στην κατανόηση του μάκρο-περιβάλλοντος της επιχείρησης είναι: καταγράφοντας τους παράγοντες μπορούν να αντληθούν οι κατάλληλες πληροφορίες ώστε να δημιουργηθούν μοντέλα με μεταβλητές τους συγκεκριμένους παράγοντες, επίσης επιλέγοντας τους παράγοντες που επηρεάζουν τον κλάδο της επιχείρησης και τοποθετούνται στο κύκλο του ενδιαφέροντός της και οι οποίοι είναι δυνατόν να επηρεάσουν τη στρατηγική θέση τόσο της επιχείρησης όσο και των ανταγωνιστών της και τέλος βοηθά στην αναγνώριση των μελλοντικών αλλαγών μακροπρόθεσμα.

2. Ανάλυση Μίκρο-Περιβάλλοντος.

Παράλληλα με την ανάλυση του μάκρο-περιβάλλοντος της επιχείρησης απαραίτητη για τη διαμόρφωση της βέλτιστης στρατηγικής είναι και η ανάλυση του μίκρο-περιβάλλοντός της, η οποία έχει άμεση σχέση με τον ανταγωνιστικό ή κλαδικό περιβάλλον της. Οι επιχειρήσεις ενδιαφέρονται για τον βαθμό της έντασης του ανταγωνισμού μέσα στον κλάδο στον οποίο ανήκουν και ο οποίος καθορίζεται, σύμφωνα με τον Porter (1980), από πέντε βασικές ανταγωνιστικές δυνάμεις. Εδώ βρίσκει εφαρμογή και το υπόδειγμα του το οποίο ονομάζεται «δομική ανάλυση ενός κλάδου» ή ανάλυση των πέντε δυνάμεων του Porter. Οι 5 δυνάμεις του ανταγωνισμού είναι οι εξής:

- 1. Απειλή εισόδου νέων επιχειρήσεων στον κλάδο.** Η απειλή αυτή περιορίζεται όταν στον κλάδο υπάρχουν οικονομίες κλίμακας (όσο μεγαλύτερη ποσότητα προϊόντων τόσο μικρότερο το κόστος ανά μονάδα δηλαδή ελάχιστη άριστη παραγωγική δυναμικότητα), όταν οι απαιτήσεις σε κεφάλαια είναι υψηλές, όταν τα κοστολογικά πλεονεκτήματα είναι υπέρ των επιχειρήσεων που ήδη δραστηριοποιούνται στον κλάδο, όταν το προϊόν είναι διαφοροποιημένο, όταν είναι δύσκολη η πρόσβαση στα κανάλια διανομής, όταν υπάρχουν νομικοί και θεσμικοί περιορισμοί και όταν είναι σημαντικός ο φόβος αντιδράσεων από τις υπάρχουσες επιχειρήσεις.
- 2. Η διαπραγματευτική δύναμη των προμηθευτών της επιχείρησης.** Οι προμηθευτές είναι περισσότερο ισχυροί ως προς τη διαπραγματευτική τους δύναμη όταν είναι λίγοι σε αριθμό, όταν οι

αγοραστές δεν είναι μεγάλοι, όταν ο βαθμός διαφοροποίησης του προϊόντος που προσφέρουν είναι υψηλός (υψηλό κόστος αλλαγής για τους πελάτες), όταν δεν υπάρχουν πολλές δυνατότητες για την υποκατάσταση των προϊόντων τους και όταν υπάρχουν δυνατότητες για την κάθετη ολοκλήρωση τους προς τα εμπρός ώστε να διαθέτουν μόνοι τους τα προϊόντα τους στο κοινό είτε παράγοντας ένα προϊόν οι ίδιοι με αποτέλεσμα να γίνουν ανταγωνιστές των πελατών τους.

3. **Η διαπραγματευτική δύναμη των αγοραστών** : οι αγοραστές είναι περισσότερο ισχυροί όταν είναι μεγάλοι, επομένως απορροφούν μεγάλες ποσότητες από τις επιχειρήσεις, άρα το μέγεθος των αγοραστών είναι σημαντικός παράγοντας, όταν έχουν πλήρη πληροφόρηση για το κόστος της επιχείρησης, όταν είναι ιδιαίτερα ευαίσθητοι ως προς τις τιμές, όταν το προϊόν που αγοράζουν δεν είναι σημαντικά διαφοροποιημένο και όταν μπορούν εύκολα να ακολουθήσουν τη στρατηγική ολοκλήρωσης προς τα πίσω και να παράγουν μόνοι τους τα προϊόντα που χρειάζονται.
4. **Η απειλή από τα υποκατάστατα προϊόντα** : Η απειλή από τα υποκατάστατα είναι μεγαλύτερη όταν υπάρχουν πολλά κοντινά υποκατάστατα, όταν οι τιμές τους είναι ανταγωνιστικές και όταν η τάση των καταναλωτών προς τα υποκατάστατα προϊόντα είναι υψηλή.
5. **Η ένταση του ανταγωνισμού** ανάμεσα στις επιχειρήσεις που ήδη δραστηριοποιούνται στον κλάδο: οι παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν την ένταση του ανταγωνισμού ανάμεσα στις υπάρχουσες επιχειρήσεις στον υφιστάμενο ανταγωνισμό είναι ο ρυθμός με τον οποίον αναπτύσσεται η αγορά, τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των ανταγωνιστών, η ύπαρξη υψηλού σταθερού κόστους και οικονομικών κλίμακας, οι προσπάθειες των επιχειρήσεων για αύξηση των μεριδίων αγοράς, η έλλειψη διαφοροποίησης στα προϊόντα και η ύπαρξη υψηλών εμποδίων εξόδου από τον κλάδο.

Η ανάλυση της ανταγωνιστικής θέσης της επιχείρησης είναι το τελικό στάδιο της στρατηγικής ανάλυσης του εξωτερικού περιβάλλοντος. Οι επιχειρήσεις κατέχουν κάποια ανταγωνιστική θέση έναντι των αντιπάλων τους και επομένως, οφείλει η επιχείρηση αφενός να κατανοήσει την φύση της

στρατηγικής της θέσης και αφετέρου τις επιπτώσεις που θα έχει στην μελλοντική της εξέλιξη. Ο προσδιορισμός της ανταγωνιστικής θέσης της επιχείρησης αποτελείται από τις εξής επιμέρους αναλύσεις:

1. Την ανάλυση των ανταγωνιστών
2. Την ανάλυση στρατηγικών ομάδων
3. Ανάλυση τμημάτων αγοράς
4. Ανάλυση μεριδίου αγοράς και ρυθμού ανάπτυξης αγοράς
5. Ανάλυση ελκυστικότητας αγοράς και ανταγωνιστικής θέσης της επιχείρησης.

2.1.2. Ανάλυση Εσωτερικού Περιβάλλοντος της επιχείρησης

Με τη στρατηγική ανάλυση του εξωτερικού περιβάλλοντος η επιχείρηση αναγνωρίζει τις ευκαιρίες αλλά και τις απειλές και προσαρμόζει ανάλογα τη στρατηγική της και την τακτική δραστηριοποίησή της στο εξωτερικό περιβάλλον. Επομένως, η επιχείρηση θα πρέπει να διαθέτει την ικανότητα και τους μηχανισμούς πρόβλεψης έτσι ώστε να ανταποκριθεί στις αλλαγές του εξωτερικού περιβάλλοντος της.

Σύμφωνα με τον Παπαδάκη (2016), το εσωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης, τώρα, περιλαμβάνει μια σειρά παραγόντων οι οποίοι είναι: η αποτελεσματικότητα της οργάνωσης, η κουλτούρα της επιχείρησης, η εκμετάλλευση και ο συνδυασμός των κάθε μορφής πόρων και γενικά ο βαθμός υλοποίησης της αποστολής της επιχείρησης. Εξετάζοντας τους παραπάνω παράγοντες είναι δυνατόν να αναγνωρισθούν οι πόροι και οι ικανότητες της επιχείρησης οι οποίοι θα οδηγήσουν στην καταγραφή των δυνάμεων και των αδυναμιών της.

Η κατάταξη των πόρων μιας επιχείρησης μπορούν να ομαδοποιηθούν σε υλικούς πόρους και άυλους και οι οποίοι περιλαμβάνουν τις εξής κατηγορίες:

Υλικοί πόροι:

1. Χρηματοοικονομικοί πόροι:
2. Φυσικοί πόροι
3. Ανθρώπινοι πόροι

4. Οργανωτικοί πόροι.

Άυλοι πόροι:

- 1.Τεχνολογικοί
- 2.Καινοτομίες και έρευνα
- 3.Φήμη και πελατεία

Η ορθή εκμετάλλευση των υλικών και άυλων πόρων είναι να οδηγούν σε συγκεκριμένες ικανότητες. Οι πόροι μιας επιχείρησης πρέπει να συνδυάζονται για να δημιουργούν ικανότητες. Οι ικανότητες μπορούν να διαχωριστούν στις ακόλουθες δύο κατηγορίες:

1. οριακές ικανότητες, οι οποίες είτε διαθέτουν και οι ανταγωνιστές, είτε μπορούν εύκολα να τις αντιγράψουν,
2. θεμελιώδεις – μοναδικές ικανότητες, οι οποίες ούτε τις διαθέτουν οι ανταγωνιστές και ούτε είναι εύκολο να τις αντιγράψουν.

Οι θεμελιώδεις ικανότητες μπορούν να μας παρέχουν διατηρήσιμο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα για την επιχείρηση και να την οδηγήσουν σε στρατηγική ανταγωνιστικότητα. Μερικές από αυτές είναι η εφαρμογή τεχνικών συστημάτων, οι σχέσεις μακροχρόνιας εμπιστοσύνης με τους προμηθευτές και τους πελάτες, η επιχειρησιακή κουλτούρα, η εξαιρετική ικανότητα ηγεσίας και η υψηλή παραγωγικότητα εργαζομένων.

Η θεωρία των πόρων και των ικανοτήτων σχετίζεται με τη διαφοροποίηση από τους ανταγωνιστές της, όσο αφορά τους πόρους που κατέχει και τις ιδιαίτερες ικανότητές της, αλλά κυρίως με τον τρόπο που χρησιμοποιεί τα διάφορα συστήματα για να μετατρέψει τους πόρους σε ικανότητες.

2.1.3. Ανάλυση SWOT

Ωστόσο, μία ακόμη πολύ καλή μέθοδος ανάλυσης, η οποία συνδυάζει τη μελέτη του εσωτερικού και εξωτερικού περιβάλλοντος μιας επιχείρησης, είναι η μέθοδος SWOT (Strengths- Weaknesses- Opportunities- Threats), η οποία αφορά ως επί το πλείστον τα δυνατά και αδύναμα σημεία μιας επιχείρησης αλλά και τις ευκαιρίες και τις απειλές που ενδέχεται να προκύψουν για αυτή.

«Πατέρας» της ανάλυσης SWOT φέρεται να είναι ο Albert Humphrey, καθηγητής την δεκαετία του 60 και 70 στο Stanford University.

Τα δυνατά και τα αδύναμα σημεία μιας επιχείρησης αφορούν το εσωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης καθώς προκύπτουν από τους εσωτερικούς πόρους και ικανότητες που αυτή κατέχει και εντοπίζονται από την ανάλυση των λειτουργιών και των συστημάτων της επιχείρησης. Ενώ οι ευκαιρίες και οι απειλές αφορούν το εξωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης τις οποίες θα πρέπει να εντοπίσει και να προσαρμοστεί σε αυτές ή ακόμα και να τις προσαρμόσει στα μέτρα της. Προκειμένου λοιπόν να προσεγγιστούν τα παραπάνω στοιχεία κρίνεται αναγκαία η διατύπωση διάφορων ερωτήσεων και η απάντηση αυτών με σαφήνεια. Ορισμένες τέτοιες ερωτήσεις είναι «τι κάνουμε επιτυχώς και τι όχι;» όσον αφορά τα θετικά και τα αρνητικά σημεία και «ποιες είναι οι ενδιαφέρουσες τάσεις που διαβλέπουμε και πόσο μας επηρεάζει ο ανταγωνισμός» σχετικά με τις ευκαιρίες και τις απειλές για την επιχείρηση.

Σύμφωνα με τους Thompson et al. (2015), όπως τροποποιήθηκε από τον Παπαδάκη (2016), η λίστα που μπορεί να περιέχουν οι δυνάμεις, οι αδυναμίες, οι ευκαιρίες καθώς και οι πιθανές απειλές είναι οι εξής:

ΛΙΣΤΑ SWOT

<p>Δυνάμεις (Strengths)</p> <ul style="list-style-type: none"> • Ευέλικτη στρατηγική. • Ισχυρή χρηματοοικονομική κατάσταση. • Πλεονεκτήματα κόστους. • Ισχυρό όνομα-εικόνα στην αγορά. • Ικανότητες στη δημιουργία καινοτομικών προϊόντων. • Ηγετική θέση στην αγορά. • Ισχυρές υπηρεσίες μετά την πώληση. • Τεχνολογία προστατευμένη από πατέντες. • Αποτελεσματική διαφήμιση. • Ποιότητα προϊόντων. • Στενές σχέσεις με επιχειρήσεις συμμάχους. 	<p>Αδυναμίες (Weaknesses)</p> <ul style="list-style-type: none"> • Ασαφής στρατηγική κατεύθυνση. • Μεγάλη δανειακή επιβάρυνση. • Απαρχαιωμένες παραγωγικές εγκαταστάσεις. • Εσωτερικά λειτουργικά προβλήματα. • Υψηλότερα κόστη έναντι των ανταγωνιστών. • Χαμηλή κερδοφορία. • Έλλειψη ορισμένων ικανοτήτων που ζητάει η αγορά. • Αδυναμίες σε θέματα έρευνας και ανάπτυξης. • Πολύ «ρηχή» γραμμή προϊόντων. • Αδυναμία στο τομέα του marketing.
<p>Ευκαιρίες (Opportunities)</p> <ul style="list-style-type: none"> • Προσέγγιση επιπλέον τμημάτων της αγοράς. • Επέκταση σε νέες γεωγραφικές περιο- 	<p>Απειλές (Threats)</p> <ul style="list-style-type: none"> • Είσοδος στην αγορά ισχυρών νέων ανταγωνιστών. • Απώλεια εσόδων από υποκατάστατα.

<p>χές.</p> <ul style="list-style-type: none"> •Επέκταση της γραμμής προϊόντων. •Μεταφορά ικανοτήτων σε νέα προϊόντα. •Καθετοποίηση δραστηριοτήτων. •Να αποσπάσουμε μερίδια αγοράς από ανταγωνιστές. •Εξαγορά ανταγωνιστών. •Στρατηγικές συμμαχίες για είσοδο σε νέες αγορές. •Υιοθέτηση νέων τεχνολογιών. 	<ul style="list-style-type: none"> •Επιβραδυνόμενη ανάπτυξη αγοράς. •Δυσμενείς αλλαγές σε συναλλαγματικές ισοτιμίες. •Επαχθείς οικονομικά νέες κρατικές ρυθμίσεις/παρεμβάσεις. •Αυξανόμενη ισχυροποίηση πελατών ή και προμηθευτών. •Αλλαγές στις προτιμήσεις των καταναλωτών. •Δημογραφικές αλλαγές.
---	--

Πίνακας 1: Λίστα SWOT

2.2. Μέθοδοι αποτίμησης αναλυτικά

Το επόμενο βήμα στη διαδικασία της αποτίμησης είναι η επιλογή των μεθόδων. Οι μέθοδοι αποτίμησης που χρησιμοποιούνται για την αποτίμηση μιας εταιρείας εξαρτάται από το είδος (εισηγμένη ή μη στο χρηματιστήριο), το μέγεθος, τη σταθερότητα, τη συνοχή, τη σαφήνεια στις λογιστικές καταστάσεις, τη μακρά και σταθερή ιστορία και την ποσότητα των συγκρίσιμων επιχειρήσεων. Όμως, τα βασικότερα και ευρέως χρησιμοποιούμενα μοντέλα για αποτίμηση εισηγμένων στο χρηματιστήριο επιχειρήσεων και αυτά που θα χρησιμοποιηθούν συνδυαστικά στη συγκεκριμένη διατριβή για την ανάλυση της εταιρείας «JUMBO ΑΕΕ», είναι τα εξής:

2.2.1. Μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων (Dividend Discounted Model)

Όταν ένας επενδυτής αγοράζει μετοχές, αναμένει γενικά να πάρει δύο τύπους ταμειακών ροών, τα μερίσματα κατά τη διάρκεια της περιόδου που κατέχει τις μετοχές και μια αναμενόμενη τιμή στο τέλος της περιόδου εκμετάλλευσης. Δεδομένου ότι αυτή η αναμενόμενη τιμή καθορίζεται από τα μελλοντικά μερίσματα, η τιμή μιας μετοχής είναι η παρούσα αξία των μερισμάτων στο άπειρο.

$$\text{Αξία ανά μετοχή} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{E(DPS_t)}{(1 + Ke)^t} \quad (1)$$

όπου

DPS_t = Αναμενόμενα μερίσματα ανά μετοχή
 k_e = κόστος των ιδίων κεφαλαίων

Το μοντέλο βασίζεται στον κανόνα της παρούσας αξίας-η αξία κάθε περιουσιακού στοιχείου είναι η παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών ταμειακών ροών προεξοφλημένων με επιτόκιο ανάλογα με το βαθμό επικινδυνότητας των ταμειακών ροών. Υπάρχουν δύο βασικές εισροές στο μοντέλο - τα αναμενόμενα μερίσματα και το κόστος των ιδίων κεφαλαίων.

Για τα αναμενόμενα μερίσματα, κάνουμε υποθέσεις για τους αναμενόμενους μελλοντικούς ρυθμούς ανάπτυξης των κερδών και των ποσοστών πληρωμής. Το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης για μία μετοχή καθορίζεται από την επικινδυνότητα του, μετρούμενη με διαφορετικό τρόπο σε διαφορετικά μοντέλα (π.χ. το beta της αγοράς στο CAPM).

Υπάρχουν εκδόσεις του μοντέλου που βασίζονται σε διαφορετικές παραδοχές για τη μελλοντική ανάπτυξη.

Η πρώτη και πιο απλή έκδοση είναι το μοντέλο «Gordon Growth», ένα μοντέλο σχεδιασμένο για την αποτίμηση των μετοχών μιας επιχείρησης με σταθερή ανάπτυξη.

Το μοντέλο «Gordon Growth» μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την αξία μιας επιχείρησης που βρίσκεται σε «σταθερή κατάσταση» με μερίσματα που αυξάνονται με σταθερό ρυθμό. Αφορά την αξία μιας μετοχής με τα αναμενόμενα μερίσματα της στην επόμενη χρονική περίοδο, το κόστος των ιδίων κεφαλαίων και το αναμενόμενο ποσοστό αύξησης των μερισμάτων.

$$\text{Αξία μετοχής} = \frac{DPS_1}{K_e - g} \quad (2)$$

όπου

DPS_1 = Αναμενόμενα μερίσματα ένα χρόνο από τώρα (επόμενη περίοδο)

K_e = Απαιτούμενη απόδοση για τους επενδυτές ιδίων κεφαλαίων

g = ρυθμός ανάπτυξης των μερισμάτων για πάντα

Το μοντέλο «Gordon Growth» είναι κατάλληλο για τις επιχειρήσεις που αυξάνονται με ρυθμό συγκρίσιμο ή μικρότερο σε σχέση με τον ονομαστικό ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας και οι οποίες έχουν καλά καθιερωμένες πολιτικές μερίσματος που προτίθενται να συνεχιστούν και στο μέλλον. Η πληρωμή του μερίσματος της επιχείρησης πρέπει να είναι συνεπής με την παραδοχή της σταθερότητας, δεδομένου ότι σταθερά οι επιχειρήσεις πληρώνουν γενικά σημαντικά μερίσματα.

Η δεύτερη έκδοση είναι το μοντέλο «Two-stage growth», επιτρέπει δύο στάδια ανάπτυξης, μια αρχική φάση όπου ο ρυθμός ανάπτυξης δεν είναι σταθερός και μια επόμενη σταθερή κατάσταση όπου η ανάπτυξη είναι σταθερή και αναμένεται να παραμείνει έτσι μακροχρόνια. Ενώ, στις περισσότερες περιπτώσεις, ο ρυθμός ανάπτυξης κατά τη διάρκεια της αρχικής φάσης είναι υψηλότερος από τον σταθερό ρυθμό, το μοντέλο μπορεί να προσαρμοστεί στην αποτίμηση εταιρειών που αναμένεται να ανακοινώσουν χαμηλούς ή ακόμη και αρνητικούς ρυθμούς ανάπτυξης για λίγα χρόνια και στη συνέχεια να επανέλθουν σε σταθερή ανάπτυξη.

Αξία μετοχής = ΠΑ των μερισμάτων κατά τη διάρκεια της υψηλής φάσης
+ ΠΑ της «terminal price» (3)

$$P_o = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{DPS_t}{(1 + K_{e,hg})^t} + \frac{P_n}{(1 + K_{e,hg})^n} \quad (4)$$

$$\text{όπου } P_n = \frac{DPS_{n+1}}{(1 + K_{e,st} - g_n)} \quad (5)$$

όπου

DPS_t = Αναμενόμενα μερίσματα ανά μετοχή κατά το έτος t

K_e = Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων (hg: υψηλή περίοδος ανάπτυξης, st: σταθερή περίοδο ανάπτυξης)

P_n = Τιμή (terminal value) στο τέλος του έτους n

g = Έκτακτος ρυθμός ανάπτυξης για τα πρώτα n έτη

g_n = Σταθερός ρυθμός ανάπτυξης για πάντα μετά το έτος n

Στην περίπτωση που ο ρυθμός ανάπτυξης την έκτακτη περίοδο (g) και η πληρωμή μερίσματος είναι αμετάβλητη για τα πρώτα n χρόνια, αυτός ο τύπος μπορεί να απλοποιηθεί ως εξής:

$$P_o = \frac{DPS_0 * (1 + g) * \left[1 - \frac{(1 + g)^n}{(1 + K_{e,hg})} \right]}{K_{e,hg} - g} + \frac{DPS_{n+1}}{(K_{e,st} - g_n)(1 + K_{e,hg})^n} \quad (6)$$

Ο ίδιος περιορισμός που ισχύει για το ρυθμό ανάπτυξης στο μοντέλο «Gordon Growth», δηλαδή, ότι ο ρυθμός ανάπτυξης στην επιχείρηση να μπορεί να συγκριθεί με το ονομαστικό ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας, ισχύει και για το ποσοστό αύξησης της «terminal value» (g_n) σε αυτό το μοντέλο.

Επιπλέον, η αναλογία εκταμίευσης πρέπει να είναι συνεπής με τον εκτιμώμενο ρυθμό ανάπτυξης. Αν ο ρυθμός ανάπτυξης αναμένεται να μειωθεί σημαντικά μετά την αρχική φάση ανάπτυξης, η αναλογία της πληρωμής θα πρέπει να είναι υψηλότερη στην σταθερή φάση από ότι στη φάση ανάπτυξης. Μια σταθερή εταιρεία μπορεί να πληρώσει περισσότερα από τα κέρδη της σε μερίσματα από μια αναπτυσσόμενη επιχείρηση.

Αναμενόμενη αύξηση ($g\%$)=

Δείκτης παρακρατηθέντων κερδών * Απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE) **(7)**

Δεδομένου ότι το μοντέλο «Two-stage» προεξόφλησης μερισμάτων βασίζεται σε δύο σαφώς οριοθετημένα στάδια ανάπτυξης, υψηλή ανάπτυξη και σταθερή ανάπτυξη, είναι το καταλληλότερο για τις επιχειρήσεις που βρίσκονται σε υψηλή ανάπτυξη και αναμένεται να διατηρηθεί αυτό το ποσοστό αύξησης για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα, μετά το οποίο αναμένεται να εξαφανιστεί. Ένα παράδειγμα, όπου αυτό μπορεί να εφαρμοστεί είναι όταν μια εταιρεία έχει τα δικαιώματα ευρεσιτεχνίας για ένα πολύ κερδοφόρο προϊόν για τα προσεχή χρόνια και αναμένεται να έχει μία υπέρ-φυσιολογική ανάπτυξη κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου. Μόλις το δίπλωμα ευρεσιτεχνίας λήξει, αναμένεται να επανέλθει πάλι σε σταθερή ανάπτυξη. Το μοντέλο λειτουργεί καλύτερα για τις επιχειρήσεις που διατηρούν μια πολιτική να πληρώνουν το μεγαλύτερο μέρος των υπολειμματικών ταμειακών ροών, δηλαδή, οι ταμειακές ροές που απομένουν μετά τις πληρωμές του χρέους και τις ανάγκες επανεπένδυσης έχουν καταλογιστεί - ως μερίσματα.

Το υπόδειγμα H, σύμφωνα με τους Fuller and Hsia (1984), είναι ένα μοντέλο «Two-stage growth», αλλά σε αντίθεση με το κλασικό το μοντέλο, ο ρυθμός ανάπτυξης στην αρχική φάση δεν είναι σταθερός αλλά μειώνεται γραμμικά με την πάροδο των χρόνων για να φθάσουμε στο σταθερό ρυθμό ανάπτυξης.

Το μοντέλο βασίζεται στην υπόθεση ότι ο ρυθμός αύξησης των κερδών ξεκινά με υψηλό αρχικό ρυθμό (g_a) και μειώνεται γραμμικά κατά την έκτακτη περίοδο ανάπτυξης (η οποία υποτίθεται ότι είναι τελευταία 2H περίοδος) σε ένα σταθερό ρυθμό ανάπτυξης (g_n). Προϋποθέτει επίσης ότι το μέρισμα πληρωμής και το κόστος των ιδίων κεφαλαίων είναι σταθερό με την πάροδο των χρόνων και δεν επηρεάζονται από την μετατόπιση του ποσοστού ανάπτυξης.

Η αξία των αναμενόμενων μερισμάτων στο H μοντέλο μπορεί να γραφεί ως:

$$P_0 = \frac{DPS_0 * (1 + g_n)}{(K_e + g_n)} + \frac{DPS_0 * H * (g_a - g_n)}{(K_e - g_n)} \quad (8)$$

όπου

P_0 = Αξία της επιχείρησης ανά μετοχή σήμερα

DPS_0 = Αναμενόμενα μερίσματα ανά μετοχή κατά το έτος t

K_e = Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων

g_a = Αρχικός ρυθμός ανάπτυξης

g_n = Ρυθμός ανάπτυξης στο τέλος 2H χρόνου, ισχύει για πάντα μετά

H = Είναι η μισή περίοδος της πρώτης φάσης ανάπτυξης (αριθμός ετών πρώτης περιόδου δια 2)

Το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων «three-stage» συνδυάζει τα χαρακτηριστικά του μοντέλου «two stage» και του μοντέλου H. Παρέχει τη δυνατότητα για μια αρχική περίοδο υψηλής ανάπτυξης, μια μεταβατική περίοδος όπου υπάρχει μείωση της ανάπτυξης και μια τελική σταθερή φάση

ανάπτυξης. Είναι η πιο γενική από τα μοντέλα επειδή δεν επιβάλλει περιορισμούς όσον αφορά την διανομή μερίσματος.

Η αξία της μετοχής είναι τότε η παρούσα αξία των αναμενόμενων μερισμάτων κατά τη διάρκεια της υψηλής ανάπτυξης και της μεταβατικής περιόδου και της τερματικής τιμής κατά την έναρξη της τελικής σταθερής φάσης ανάπτυξης.

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n1} \frac{EPS_0 * (1 + g_a)^t * \Pi_a}{(1 + K_{e,hg})^t} + \sum_{t=1}^{t=n2} \frac{DPS_t}{(1 + K_{e,t})^t} + \frac{EPS_{n2} (1 + g_n) * \Pi_n}{(K_{e,st} - g_n)(1 + r)^n} \quad (9)$$

όπου

EPS_0 = Κέρδη ανά μετοχή κατά το έτος t

DPS_t = Αναμενόμενα μερίσματα ανά μετοχή κατά το έτος t

g_a = Ρυθμός ανάπτυξης στην περίοδο υψηλής ανάπτυξης

g_n = Ρυθμός ανάπτυξης στη σταθερή περίοδο

Π_a = Payout ratio την περίοδο υψηλής ανάπτυξης

Π_n = Payout ratio στην σταθερή περίοδο

K_e = Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων (hg:υψηλή περίοδος ανάπτυξης, t:μεταβατική περίοδο, st:σταθερή περίοδο ανάπτυξης).

Η ευελιξία του μοντέλου αυτού το καθιστά χρήσιμο για οποιαδήποτε επιχείρηση, η οποία εκτός από τις αλλαγές στην ανάπτυξη, με την πάροδο του χρόνου αναμένεται να αλλάξει και σε άλλες διαστάσεις, όπως στην πολιτική πληρωμής και στον κίνδυνο. Είναι καταλληλότερο για μια εταιρεία της οποίας τα κέρδη αυξάνονται με πολύ υψηλούς ρυθμούς και αναμένεται να συνεχίσουν να αυξάνονται σε αυτές τις τιμές για μια αρχική περίοδο, αλλά αναμένεται να αρχίσουν να μειώνονται σταδιακά προς ένα σταθερό ρυθμό καθώς η εταιρεία γίνεται μεγαλύτερη και χάνει τα ανταγωνιστικά της πλεονεκτήματα.

2.2.2. Αξιολόγηση της μεθόδου DDM

Κύριο χαρακτηριστικό του μοντέλου προεξόφλησης μερισμάτων, αρχικά, είναι η απλότητά του. Από την άλλη, αυτή η απλότητα θα μπορούσαμε να την

χαρακτηρίσουμε ως αρνητικό της μεθόδου, λόγω των περιορισμών που αντιλαμβανόμαστε ότι έχει. Πολλοί βλέπουν τα αποτελέσματα του μοντέλου με καχυποψία, αφού υποτιμούν την αξία της μετοχής, εκτός από έναν περιορισμένο αριθμό μετοχών οι οποίες έχουν σταθερές υψηλές μερισματικές αποδόσεις.

Επίσης, σύμφωνα με τον Damodaran (2012), το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων έχει συχνά επικριθεί ως περιορισμένη αξία, έχει όμως αποδειχθεί ότι είναι εκπληκτικά προσαρμόσιμο και χρήσιμο σε ένα ευρύ φάσμα περιπτώσεων. Μπορεί να είναι ένα συντηρητικό μοντέλο που βρίσκει όλο και λιγότερες υποτιμημένες επιχειρήσεις, καθώς οι τιμές της αγοράς αυξάνονται σε σχέση με τα θεμελιώδη μεγέθη (κέρδη, μερίσματα, κ.λπ.), αλλά ότι μπορεί επίσης να θεωρηθεί ως ένα μοντέλο με δυναμική.

Επίσης, ο Damodaran (2012) αναφέρεται σε μία ακόμα κριτική του μοντέλου προεξόφλησης μερισμάτων. Η κριτική αυτή είναι ότι το μοντέλο παρέχει μία πολύ συντηρητική εκτίμηση της αξίας. Αυτή η κριτική στηρίζεται στην αντίληψη ότι η τιμή καθορίζεται περισσότερο από την παρούσα αξία των αναμενόμενων μερισμάτων. Δεν αντικατοπτρίζει την αξία των «αναξιοποίητων στοιχείων του ενεργητικού». Σε αντιπαράθεση, υπάρχει η άποψη, ότι αυτά τα αναξιοποίητα στοιχεία ενεργητικού μπορούν να αποτιμηθούν ξεχωριστά και να προστεθούν στην αξία (για παράδειγμα, η αξία του «brand name» της εταιρείας, η οποία μπορεί απλά να προστεθεί στην αξία).

Επίσης, το μοντέλο του «Gordon» είναι ένας απλός και εύκολος τρόπος αποτίμησης των μετοχών, αλλά είναι εξαιρετικά «ευαίσθητο» στα δεδομένα για το ρυθμό ανάπτυξης. Όταν χρησιμοποιούνται λάθος, μπορούν να αποφέρουν παραπλανητικές ή ακόμη και παράλογα αποτελέσματα, δεδομένου ότι καθώς ο ρυθμός ανάπτυξης συγκλίνει με το προεξοφλητικό επιτόκιο, η αξία τείνει στο άπειρο.

Όσο αφορά, στο μοντέλο «two-stage» προεξόφλησης μερισμάτων, τα πρακτικά προβλήματα βρίσκονται τόσο στον καθορισμό του συγκεκριμένου μήκους της υψηλής περιόδου ανάπτυξης όσο και στην υπόθεση ότι η μετάβαση από τον υψηλό στο σταθερό ρυθμό ανάπτυξης γίνεται απότομα και όχι όπως συμβαίνει πραγματικά, σταδιακά με την πάροδο του χρόνου. Τέλος,

η εστίαση επί των μερισμάτων σε αυτό το μοντέλο μπορεί να οδηγήσει σε ασύμμετρες εκτιμήσεις της αξίας των επιχειρήσεων που δεν πληρώνουν ή πληρώνουν πολύ μικρό μέρισμα.

Στο μοντέλο «three-stage» ενώ αφαιρούνται πολλοί από τους περιορισμούς που επιβάλλονται στις άλλες εκδόσεις μοντέλων προεξόφλησης μερισμάτων, σε αντάλλαγμα, όμως, απαιτείται ένας πολύ μεγάλος αριθμός δεδομένων.

2.2.3. Μοντέλο προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους (Discounted Free Cash Flow to Equity)

Λαμβάνοντας υπόψη ότι οι επιχειρήσεις επιστρέφουν στους μετόχους τους ποσά με τη μορφή μερισμάτων ή με επαναγορές μετοχών, για να υπολογίσουμε πόσα μετρητά μια επιχείρηση μπορεί να αντέξει οικονομικά να επιστρέψει στους μετόχους της, άρα και πόσο αξίζει, το καθαρό εισόδημα - το λογιστικό μέτρο των κερδών των μετόχων κατά τη διάρκεια της περιόδου – μετατρέπεται σε ταμειακές ροές αφαιρώντας τις ανάγκες για επανεπένδυση της επιχείρησης.

Αρχικά, οι κεφαλαιακές δαπάνες αφαιρούνται από το καθαρό εισόδημα, δεδομένου ότι αποτελούν ταμειακές εκροές. Οι αποσβέσεις, από την άλλη πλευρά, προστίθενται γιατί είναι επιβαρύνσεις χωρίς όμως καταβολή μετρητών. Η διαφορά μεταξύ κεφαλαιακών δαπανών και αποσβέσεων αναφέρονται ως καθαρές κεφαλαιακές δαπάνες και συνήθως είναι συνάρτηση των χαρακτηριστικών ανάπτυξης της επιχείρησης. Οι επιχειρήσεις υψηλής ανάπτυξης τείνουν να έχουν υψηλές καθαρές κεφαλαιακές δαπάνες σε σχέση με τα κέρδη, ενώ οι επιχειρήσεις χαμηλής ανάπτυξης μπορεί να έχουν χαμηλές, και μερικές φορές ακόμη και αρνητικές, καθαρές κεφαλαιακές δαπάνες.

Έπειτα, αυξάνουμε τις ανάγκες/επενδύσεις για κεφάλαιο κίνησης εξαντλώντας τις ταμειακές ροές της επιχείρησης, ενώ μειώνουμε τις ανάγκες/επενδύσεις για κεφάλαιο κίνησης αυξάνοντας τις διαθέσιμες ταμειακές ροές για τους επενδυτές ιδίων κεφαλαίων. Οι επιχειρήσεις που αυξάνονται με ταχείς ρυθμούς, (όπως στο λιανικό εμπόριο, για παράδειγμα), έχουν συνήθως μεγάλες αυξήσεις στις επενδύσεις για κεφάλαιο κίνησης.

Τέλος, οι επενδυτές ιδίων κεφαλαίων πρέπει να εξετάσουν, για τις ταμειακές τους ροές, την επίδραση των μεταβολών στα επίπεδα του χρέους. Η αποπληρωμή του αρχικού κεφαλαίου σε υπάρχον χρέος αντιπροσωπεύει μια εκροή μετρητών, αλλά η αποπληρωμή του χρέους μπορεί να χρηματοδοτείται πλήρως ή εν μέρει με την έκδοση νέου χρέους, το οποίο είναι μια εισροή μετρητών. Και πάλι, ο συμψηφισμός της αποπληρωμής των παλαιών χρεών εναντίον των νέων παρέχει ένα μέτρο των επιδράσεων των ταμειακών ροών από μεταβολές του χρέους.

Λαμβάνοντας υπόψη τις επιδράσεις των ταμειακών ροών των καθαρών κεφαλαιακών δαπανών, οι αλλαγές του κεφαλαίου και καθαρές μεταβολές των χρεών για τους επενδυτές ιδίων κεφαλαίων, μπορούμε να ορίσουμε τις ταμειακές ροές που έχουν απομείνει μετά από αυτές τις αλλαγές ως ελεύθερες ταμειακές ροές προς τους μετόχους (FCFE).

Ελεύθερες Ταμειακές Ροές προς τους Μετόχους (FCFE) = Καθαρά Κέρδη

- (Κεφαλαιακές Δαπάνες - Αποσβέσεις)

- (Μεταβολή στο Κεφάλαιο Κίνησης)

+ (Έκδοση νέου χρέους - αποπληρωμή του χρέους) **(10)**

Αυτή είναι η διαθέσιμη ταμειακή ροή που μπορεί να καταβληθεί ως μερίσματα ή επαναγορές μετοχών.

Το μοντέλο των ελεύθερων ταμειακών ροών των ιδίων κεφαλαίων αντιπροσωπεύει μια απλή παραλλαγή του μοντέλου προεξόφλησης μερισμάτων, με μία σημαντική αλλαγή, την αντικατάσταση των μερισμάτων με τις ελεύθερες ταμειακές ροές. Εμμέσως γίνεται η παραδοχή ότι οι FCFE θα καταβληθούν στους μετόχους. Υπάρχουν δύο συνέπειες από την παραδοχή:

1. Δεν θα υπάρχει μελλοντική ταμειακή συσσώρευση στην επιχείρηση, δεδομένου ότι τα μετρητά που είναι διαθέσιμα, μετά από τις πληρωμές του χρέους και τις ανάγκες επανεπένδυσης, καταβάλλονται στους μετόχους κάθε περίοδος.
2. Η αναμενόμενη αύξηση των FCFE θα περιλαμβάνει αύξηση των εσόδων από λειτουργικά περιουσιακά στοιχεία και όχι αύξηση των εσόδων από τις αυξήσεις στα εμπορεύσιμα χρεόγραφα.

Μία έκδοση του μοντέλου FCFE αφορά τη σταθερή ανάπτυξη, που αναπτύσσονται δηλαδή με ένα σταθερό ρυθμό και πορεύονται σε σταθερή κατάσταση.

Η αξία των ιδίων κεφαλαίων είναι συνάρτηση των FCFE που αναμένονται κατά την επόμενη περίοδο, το σταθερό ρυθμό ανάπτυξης και το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης.

$$P_0 = \frac{FCFE_1}{K_e - g_n} \quad (11)$$

όπου

P_0 = Αξία των μετοχών σήμερα

$FCFE_1$ = Αναμενόμενες FCFE το επόμενο έτος

K_e = κόστος των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης

g_n = ρυθμός ανάπτυξης FCFE για την επιχείρηση για πάντα

Η επόμενη έκδοση του μοντέλου είναι το «two stage» FCFE, το οποίο έχει σχεδιαστεί για να εκτιμηθεί μια επιχείρηση η οποία αναμένεται να αυξηθεί πολύ πιο γρήγορα στην αρχική περίοδο από ότι μια σταθερή επιχείρηση και σε σταθερό ρυθμό στην επόμενη περίοδο. Δηλαδή, η αξία της κάθε μετοχής είναι η παρούσα αξία των FCFE ετησίως για την υψηλή περίοδο ανάπτυξης καθώς και η παρούσα αξία της «terminal» τιμής στο τέλος της περιόδου.

Αξία = ΠΑ των FCFE + ΠΑ της «terminal» τιμής

$$\text{Αξία} = \sum \frac{FCFE_t}{(1 + K_e)^t} + \frac{P_n}{(1 + K_e)^n} \quad (12)$$

$$\text{όπου } P_n = \frac{FCFE_{n+1}}{(r - g_n)} \quad (13)$$

όπου

$FCFE_t$ = Ελεύθερες ταμειακές ροές προς τους Μετόχους κατά το έτος t

K_e = Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων (hg :υψηλή περίοδος ανάπτυξης, st : σταθερή περίοδο ανάπτυξης)

P_n = Τιμή (terminal value) στο τέλος της έκτακτης περιόδου n

g_n = Σταθερός ρυθμός ανάπτυξης για πάντα μετά το έτος n

Τέλος, όπως και στο μοντέλο DDM, υπάρχει και η έκδοση του μοντέλου FCFE «three-stage», το οποίο είναι σχεδιασμένο για επιχειρήσεις που η αξία τους αναμένεται να περάσει από τρία στάδια ανάπτυξης, μια αρχική φάση των υψηλών ρυθμών ανάπτυξης, μια μεταβατική περίοδο όπου η ανάπτυξη μειώνεται και μια σταθερή περίοδος όπου η ανάπτυξη είναι σταθερή. Υπολογίζει την παρούσα αξία των αναμενόμενων ελεύθερων ταμειακών ροών στα ίδια κεφάλαια πάνω στα τρία στάδια ανάπτυξης:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n_1} \frac{FCFE_t}{(1 + K_{e,hg})^t} + \sum_{t=n_1+1}^{t=n_2} \frac{FCFE_t}{(1 + K_{e,t})^t} + \frac{P_{n_2}}{(1 + K_{e,st})^n} \quad (14)$$

όπου

$FCFE_t$ = Ελεύθερες ταμειακές ροές προς τους Μετόχους κατά το έτος t

K_e = Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων (hg :υψηλή περίοδος ανάπτυξης, st : σταθερή περίοδο ανάπτυξης)

$$P_{n_2} = \text{Τιμή στο τέλος των περιόδων} = \frac{FCFE_{n_2+1}}{(r - g_n)} \quad (15)$$

n_1 = Τέλος στην αρχική περίοδο υψηλής ανάπτυξης

n_2 = Τέλος της μεταβατικής περιόδου

Δεδομένου ότι το μοντέλο υποθέτει ότι ο ρυθμός ανάπτυξης περνά μέσα από τρεις διακριτές φάσεις, υψηλή ανάπτυξη, μεταβατική ανάπτυξη και σταθερή

ανάπτυξη, είναι σημαντικό ότι οι υποθέσεις σχετικά με άλλες μεταβλητές είναι συνεπείς με τις παραδοχές για την ανάπτυξη.

1. Κεφαλαιακές δαπάνες σε σχέση με τις αποσβέσεις

Είναι λογικό να υποθέσουμε ότι όταν η εταιρεία πηγαίνει από υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης σε σταθερή ανάπτυξη, η σχέση μεταξύ των κεφαλαιακών δαπανών και των αποσβέσεων θα αλλάξει. Στην υψηλή φάση ανάπτυξης, οι κεφαλαιακές δαπάνες είναι πιθανό να είναι πολύ μεγαλύτερες από ότι οι αποσβέσεις. Κατά τη μεταβατική φάση, η διαφορά είναι πιθανό να περιοριστεί. Τέλος, η διαφορά μεταξύ των κεφαλαιακών δαπανών και αποσβέσεων θα είναι ακόμα χαμηλότερη στην περίοδο της σταθερής ανάπτυξης, αντανακλώντας το χαμηλό αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης.

2. Κίνδυνος

Δεδομένου ότι τα χαρακτηριστικά της ανάπτυξης μιας επιχείρησης αλλάζουν, το ίδιο κάνουν και τα χαρακτηριστικά κινδύνου. Στα πλαίσια του CAPM, όπως μειώνεται ο ρυθμός ανάπτυξης, το βήτα της επιχείρησης αναμένεται να αλλάξει.

2.2.4. Υπολογισμός του κόστους ιδίων κεφαλαίων (K_e)

Σύμφωνα με τον De Pamphilis, D.(2014), ο υπολογισμός του κόστους ιδίων κεφαλαίων μπορεί να εκτιμηθεί από το CAPM (Capital Asset Pricing Model):

$$K_e = R_F + b * (R_M - R_F) \quad (16)$$

όπου

R_F = Η απόδοση χωρίς κίνδυνο

b = Το beta της μετοχής

R_m = Η αναμενόμενη απόδοση αγοράς

Σύμφωνα με την παραπάνω σχέση, η απαιτούμενη απόδοση των ιδίων κεφαλαίων, δίνεται προσθέτοντας την απόδοση χωρίς κίνδυνο-risk free rate

(συνήθως λαμβάνεται η απόδοση κρατικού ομολόγου για παράδειγμα δεκαετούς) και του γινομένου του συντελεστή beta της μετοχής (συντελεστής που μετρά το συστηματικό κίνδυνο της μετοχής) με το ασφάλιστρο κινδύνου-market risk premium ($R_M - R_F$).

2.2.5. Αξιολόγηση της μεθόδου DFCFE

Κύριο χαρακτηριστικό του μοντέλου προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους, αρχικά, είναι η πολυπλοκότητά του. Υπάρχουν πολλοί αναλυτές, ωστόσο, που αποδέχονται περισσότερο τα αποτελέσματά του μοντέλου. Ισχυρίζονται ότι είναι πραγματικά χρήσιμη μέθοδος αποτίμησης, παρόλο που απαιτούνται περισσότερα δεδομένα και περισσότερες εκτιμήσεις και άρα είναι πιο εκτεθειμένο μοντέλο από την πλευρά των σφαλμάτων.

Επίσης, το μοντέλο προεξόφλησης FCFE παρέχει την καλύτερη εκτίμηση της αξίας κατά την αποτίμηση των επιχειρήσεων για εξαγορές ή για την αποτίμηση των επιχειρήσεων όπου υπάρχει μια εύλογη πιθανότητα αλλαγής της εταιρικής ελέγχου.

Εάν η επιχείρηση που αποτιμάται είναι σταθερή και πληρώνει όλες τις ελεύθερες ταμειακές ροές της (FCFE) ως μέρισμα, τότε η αξία που θα υπολογισθεί από το μοντέλο θα είναι η ίδια με εκείνη που λαμβάνεται από το DDM. Εάν όμως δεν ακολουθεί αυτή την πολιτική, η εστίαση στις ελεύθερες ταμειακές ροές αντί στα μερίσματα καθιστά το μοντέλο πιο κατάλληλο για τις επιχειρήσεις των οποίων τα μερίσματα είναι σημαντικά υψηλότερα ή χαμηλότερα από τις FCFE.

Όσο αφορά τις εκδόσεις του μοντέλου ισχύουν τα ίδια προβλήματα που ισχύουν και στο μοντέλο DDM (πρόβλημα με τα δεδομένα του ρυθμού ανάπτυξης-μήκος υψηλής περιόδου- μετάβαση από τον υψηλό ρυθμό στη σταθερή περίοδο).

2.2.6. Μοντέλο προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών της επιχείρησης (Discounted Free Cash Flow to the Firm)

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές για την επιχείρηση είναι το άθροισμα των ταμειακών ροών προς όλους τους κατόχους της επιχείρησης, συμπεριλαμβανομένων των μετόχων, των ομολογιούχων και προνομιούχων μετόχων. Υπάρχουν δύο τρόποι μέτρησης της ελεύθερης ταμειακής ροής για την επιχείρηση (FCFF).

Ο ένας τρόπος προσθέτει τις ταμειακές ροές προς τους κατόχους, η οποία θα περιλαμβάνει ροές προς τους μετόχους (που ορίζεται ως ελεύθερες ταμειακές ροές σε μετοχές ή μερίσματα), ταμειακές ροές σε δανειστές (οι οποίες περιλαμβάνουν τις κύριες πληρωμές, τα έξοδα από τόκους και τα νέα χρέη) και τις ταμειακές ροές των προνομιούχων μετόχων (συνήθως προτιμώνται τα μερίσματα).

FCFF = Ελεύθερες ταμειακές ροές προς τους μετόχους

+ Χρεωστικοί τόκοι (1 – φορολογικός συντελεστής)

+ Αποπληρωμές δανειακών κεφαλαίων

- Νέες εκδόσεις δανείων

+ Πληρωμές μερισμάτων προνομιούχων μετοχών **(17)**

Ένας απλός τρόπος για να υπολογίσουμε τις ελεύθερες ταμειακές ροές για την επιχείρηση είναι να εκτιμήσουμε τις ταμειακές ροές πριν από οποιαδήποτε αφαίρεση των παραπάνω οφειλών. Έτσι, αρχίζουμε με τα κέρδη προ τόκων και φόρων, τους φόρους και τις ανάγκες επανεπένδυση και καταλήγουμε σε μια εκτίμηση των ελεύθερων ταμειακών ροών για την επιχείρηση.

FCFF=Κέρδη προ τόκων και φόρων (1 - φορολογικός συντελεστής)

+ Αποσβέσεις

- Κεφαλαιακές δαπάνες

- Μεταβολή (Δ) στο κεφάλαιο κίνησης **(18)**

Στο μοντέλο προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών της επιχείρησης FCFF, η αξία της επιχείρησης λαμβάνεται από την προεξόφληση των ελεύθερων ταμειακών ροών της επιχείρησης με το μέσο σταθμισμένο κόστος κεφαλαίου (WACC). Σε αυτή την αξία είναι ενσωματωμένα τα φορολογικά οφέλη του χρέους (με τη χρήση του κόστους του χρέους, μετά από φόρους, στο κόστος κεφαλαίου) και των αναμενόμενων πρόσθετων κινδύνων που

συνδέονται με το χρέος (με τη μορφή της αύξησης του κόστους των ιδίων κεφαλαίων και χρέους σε υψηλότερες αναλογίες χρέους).

Ακριβώς όπως με το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων και το μοντέλο FCFE, η έκδοση του υποδείγματος που χρησιμοποιείται θα εξαρτηθεί από παραδοχές που γίνονται για τη μελλοντική ανάπτυξη.

Μια επιχείρηση που αυξάνεται με σταθερό ρυθμό τον οποίο μπορεί να διατηρήσει, μπορούν να αποτιμώνται με βάση ενός σταθερού μοντέλου ανάπτυξης.

$$\text{Αξία της επιχείρησης} = \frac{FCFF_1}{WACC - g_n} \quad (19)$$

όπου

$FCFF_1$ = αναμενόμενες FCFE του επόμενου έτους

$WACC$ = μέσο σταθμισμένο κόστος κεφαλαίου

g_n = ρυθμός ανάπτυξης FCFE για πάντα

Υπάρχουν δύο προϋποθέσεις που πρέπει να πληρούνται για τη χρήση αυτού του μοντέλου. Πρώτον, ο ρυθμός ανάπτυξης που χρησιμοποιείται στο μοντέλο πρέπει να είναι μικρότερος ή ίσος με το ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας - την αύξηση του ονομαστικού εάν το κόστος του κεφαλαίου είναι σε ονομαστικούς όρους, ή αύξηση του πραγματικού εάν το κόστος του κεφαλαίου είναι το πραγματικό κόστος του κεφαλαίου. Δεύτερον, τα χαρακτηριστικά της επιχείρησης πρέπει να είναι σε συνέπεια με τις παραδοχές σταθερής ανάπτυξης. Ειδικότερα, το ποσοστό επανεπένδυσης το οποίο χρησιμοποιείται για την εκτίμηση ελεύθερων ταμειακών ροών στην επιχείρηση θα πρέπει να είναι συνεπές με το σταθερό ρυθμό ανάπτυξης. Ο καλύτερος τρόπος για την επιβολή αυτής της συνέπειας είναι η άντληση του ποσοστού επανεπένδυσης από το σταθερό ρυθμό ανάπτυξης.

Όπως σε όλα τα μοντέλα σταθερής ανάπτυξης, αυτό είναι ευαίσθητο σε υποθέσεις σχετικά με τον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης. Αυτό αυξάνεται από το γεγονός ότι το προεξοφλητικό επιτόκιο που χρησιμοποιείται στην αποτίμηση είναι το WACC, το οποίο είναι σημαντικά χαμηλότερο από το

κόστος των ιδίων κεφαλαίων για τις περισσότερες επιχειρήσεις. Επιπλέον, το μοντέλο είναι ευαίσθητο σε παραδοχές που γίνονται σχετικά με τις κεφαλαιουχικές δαπάνες σε σχέση με τις αποσβέσεις. Εάν τα δεδομένα για την επανεπένδυση δεν είναι συνάρτηση της αναμενόμενης αύξησης, οι ελεύθερες ταμειακές ροές της επιχείρησης μπορεί να διογκωθούν, μειώνοντας τις δαπάνες του κεφαλαίου σε σχέση με την απόσβεση. Εάν το ποσοστό επανεπένδυσης υπολογίζεται από την απόδοση του κεφαλαίου, αλλαγές στην απόδοση του κεφαλαίου μπορεί να έχει σημαντικές επιπτώσεις στην αξία της.

Εάν η επιχείρηση φτάσει σε σταθερή κατάσταση μετά από n χρόνια και αρχίζει να αυξάνεται με σταθερό ρυθμό ανάπτυξης g_n , η αξία της επιχείρησης μπορεί να γραφτεί ως εξής:

$$\text{Αξία επιχείρησης} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}/(WACC - g_n)}{(1+WACC)^n} \quad (20)$$

2.2.7. Αξιολόγηση της μεθόδου DFCFF

Στη μέθοδο FCFF, ισχύουν τα χαρακτηριστικά του μοντέλου FCFE, δηλαδή από τη μια πολύπλοκο αλλά από την άλλη αποτελεσματικό.

Επίσης, το μοντέλο προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών της επιχείρησης παρέχει την καλύτερη εκτίμηση της αξίας κατά την αποτίμηση των επιχειρήσεων που έχουν πολύ υψηλή μόχλευση ή βρίσκονται στη διαδικασία αλλαγής της μόχλευσης τους. Ο υπολογισμός είναι πολύ πιο δύσκολος σε αυτές τις περιπτώσεις, λόγω της μεταβλητότητας που προκαλείται από τις πληρωμές του χρέους (ή των νέων εκδόσεων του χρέους) και της αξίας των μετοχών, το οποίο είναι ένα μικρό κομμάτι της συνολικής αξίας της επιχείρησης, αλλά είναι πιο ευαίσθητο σε υποθέσεις σχετικά με την ανάπτυξη και τον κίνδυνο. Στη θεωρία, οι δύο προσεγγίσεις θα πρέπει να δώσουν την ίδια τιμή για τα ίδια κεφάλαια.

Σύμφωνα με τους ειδικούς, υπάρχουν τρία προβλήματα κατά την αποτίμηση της επιχείρησης με το μοντέλο FCFF. Το πρώτο είναι ότι οι ελεύθερες ταμειακές ροές προς τους μετόχους είναι ένα πολύ πιο έξυπνο μέτρο των

ταμειακών ροών από τις ταμειακές ροές στην επιχείρηση. Κατά κοινή άποψη, η εκτίμηση των ταμειακών ροών προέρχεται από τις ταμειακές ροές μετά τις πληρωμές του χρέους (ελεύθερες ταμειακές ροές προς τους μετόχους), γιατί οι περισσότεροι σκέφτονται ως ιδιοκτήτες επιχειρήσεων και κατατάσσουν τις πληρωμές τόκων και την αποπληρωμή του χρέους ως ταμειακές εκροές. Επιπλέον, οι ελεύθερες ταμειακές ροές προς τους μετόχους είναι πραγματικές ταμειακές ροές που μπορούν να εντοπιστούν και να αναλυθούν σε μια επιχείρηση. Οι ελεύθερες ταμειακές ροές στην επιχείρηση είναι η απάντηση στην υποθετική ερώτηση: Ποιες θα είναι οι ταμειακές ροές αυτής της επιχείρησης, αν δεν είχε κανένα χρέος (και συναφείς πληρωμές). Το δεύτερο πρόβλημα είναι ότι η εστίασή του στις ταμειακές ροές προ-χρέους μπορεί μερικές φορές να μη μας δίνει τα πραγματικά προβλήματα για την επιβίωση της επιχείρησης. Το τρίτο και τελευταίο πρόβλημα είναι ότι η χρήση ενός δείκτη χρέους στο κόστος του κεφαλαίου, ο οποίος ενσωματώνει την επίδραση της μόχλευσης απαιτεί κάποιες παραδοχές οι οποίες μπορεί να μην είναι εφικτές ή λογικές.

Από την άλλη, η προτίμηση στη μέθοδο των ελεύθερων ταμειακών ροών στην επιχείρηση βασίζεται σε δύο πλεονεκτήματα. Το πρώτο είναι ότι αποφεύγει τον υπολογισμό των δόσεων των δανείων (π.χ. κυμαινόμενα επιτόκια) και το δεύτερο ότι διευκολύνει τη σύγκριση των επιχειρήσεων με διαφορετική χρηματοοικονομική μόχλευση.

2.2.8. Υπολογισμός του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC)

Σύμφωνα με τον De Pamphilis, D.(2014), ο υπολογισμός του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου δίνεται από τη σχέση:

$$WACC = \left(K_e * \frac{E}{D + E + P} \right) + \left([K_d * (1 - T)] * \frac{D}{D + E + P} \right) + \left(K_p * \frac{P}{D + E + P} \right) \quad (21)$$

όπου

K_e = το κόστος ιδίων κεφαλαίων (από το CAPM)

D = η αγοραία αξία των δανειακών κεφαλαίων

E = η αγοραία αξία των κοινών μετοχών

P = η αγοραία αξία των προνομιούχων μετοχών

K_d = το κόστος δανεισμού

T = ο φορολογικός συντελεστής

K_P = το κόστος των προνομιούχων μετοχών (όπου $K_P = \frac{Div}{P}$)

Σύμφωνα με τον παραπάνω τύπο, το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC) εκφράζει το τρέχον σταθμισμένο κόστος όλων των πηγών κεφαλαίου που χρησιμοποιεί η επιχείρηση (των ιδίων κεφαλαίων, των μακροπρόθεσμων και των βραχυπρόθεσμων δανειακών κεφαλαίων κλπ).

2.2.9. Μέθοδος των Συγκρίσιμων Εταιρειών (Comparable Companies Valuation)

Ο στόχος της χρήσης της «Comparable Companies Valuation» είναι η αποτίμηση περιουσιακών στοιχείων βάσει της αξίας παρόμοιων περιουσιακών στοιχείων της αγοράς. Ενώ τα πολλαπλάσια είναι εύκολα στη χρήση, είναι επίσης εύκολο να καταλήξουν με κακή χρήση. Υπάρχουν δύο συστατικά για τη σχετική αποτίμηση. Το πρώτο συστατικό, αφορά την τυποποίηση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων τα οποία θα αποτιμηθούν, συνήθως με τη μετατροπή των τιμών βάσει πολλαπλασιαστών των κερδών, των λογιστικών αξιών ή των πωλήσεων. Το δεύτερο συστατικό είναι η εύρεση παρόμοιων επιχειρήσεων.

Υπάρχουν διάφοροι τρόποι με τους οποίους η μέθοδος αποτίμησης βάσει των πολλαπλασιαστών των κερδών μπορούν να χρησιμοποιηθούν στην αποτίμηση. Ένας τρόπος είναι να συγκρίνουμε κέρδη σε μια οριοθετημένη ομάδα συγκρίσιμων επιχειρήσεων, με έλεγχο των διαφορών στην ανάπτυξη και τον κίνδυνο. Ένας άλλος τρόπος είναι να επεκτείνουμε τον ορισμό «συγκρίσιμων» επιχειρήσεων στο σύνολο του τομέα (όπως η τεχνολογία) ή

της αγοράς, με έλεγχο βασικών διαφορών χρησιμοποιώντας στατιστικές μεθόδους, όπως η παλινδρόμηση.

Χρησιμοποιούμε την αποτίμηση βάσει των πολλαπλασιαστών των κερδών για να βρούμε την αξία οποιουδήποτε περιουσιακού στοιχείου, η οποία είναι τα κέρδη που παράγει αυτό το περιουσιακό στοιχείο. Στην αποτίμηση μιας μετοχής, μπορούμε να δούμε την τιμή ως πολλαπλάσιο των κερδών ανά μετοχή που δίνεται από την εταιρεία. Αυτός ο δείκτης (P/E) τιμή / κέρδη υπολογίζεται χρησιμοποιώντας τα τρέχοντα κέρδη ανά μετοχή, την απόδοση του τρέχων δείκτη P/E, τα κέρδη κατά τα τελευταία 4 τρίμηνα, με αποτέλεσμα ένα ιστορικό P/E, ή τα αναμενόμενα κέρδη ανά μετοχή του επόμενου έτους, δημιουργώντας ένα προβλεπόμενο P/E. Στην αποτίμηση μιας επιχείρησης, σε αντιδιαστολή με τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης, μπορούμε να δούμε την αξία της επιχείρησης ως πολλαπλάσιο των λειτουργικών εσόδων ή από τα κέρδη προ τόκων, φόρων, επενδυτικών αποτελεσμάτων και αποσβέσεων (EBITDA).

Στην πράξη, οι αναλυτές μερικές φορές συγκρίνουν τον δείκτη P/E με τον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης για να εντοπίσουν κατά πόσο η αξία είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη. Οι επιχειρήσεις με δείκτη P/E μικρότερο από τον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης τους θεωρούνται ως υποτιμημένες. Η πιο γενική του μορφή είναι ο δείκτης PEG τιμή προς ρυθμό ανάπτυξης των κερδών (Price/Earnings to growth), ο οποίος χρησιμοποιείται ως μέτρο της σχετικής αξίας της επιχείρησης. Για πολλούς αναλυτές, ιδιαίτερα εκείνοι που παρακολουθούν επιχειρήσεις υψηλής ανάπτυξης, η προσέγγιση του δείκτη PEG προσφέρει ένα τρόπο ελέγχου για τις διαφορές στην ανάπτυξη μεταξύ επιχειρήσεων, διατηρώντας παράλληλα την απλότητα του.

Μια πολύ διαφορετική εκτίμηση της επιχείρησης παρέχει η λογιστική εκτίμηση, δηλαδή η αξία η οποία καθορίζεται από τους λογιστικούς κανόνες και επηρεάζεται σε μεγάλο βαθμό από την αρχική τιμή που καταβλήθηκε για τα περιουσιακά στοιχεία και τις λογιστικές προσαρμογές (όπως οι αποσβέσεις). Οι επενδυτές συχνά εξετάζουν τη σχέση μεταξύ της τιμής που πληρώνουν για μία μετοχή και της λογιστικής αξίας των ιδίων κεφαλαίων (ή την καθαρή θέση) ως ένα μέτρο της εκτίμησης της μετοχής, πόσο υπερτιμημένη ή υποτιμημένη είναι. Ο δείκτης P/Book value (τιμή / λογιστική αξία) που προκύπτει μπορεί να

ποικίλλει σημαντικά από κλάδο σε κλάδο. Κατά την αποτίμηση των επιχειρήσεων, πρέπει να εκτιμηθεί ο δείκτης, χρησιμοποιώντας την αξία της επιχείρησης και τη λογιστική αξία όλων των περιουσιακών στοιχείων (και όχι μόνο τα ίδια κεφάλαια). Επίσης, υπάρχει μία εναλλακτική λύση για την αποτίμηση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων, η οποία ονομάζεται Tobin's Q, στην οποία χρησιμοποιείται ο δείκτης της αξίας της επιχείρησης με το κόστος αντικατάστασης των περιουσιακών στοιχείων.

Μια εναλλακτική προσέγγιση, για την αποτίμηση βάσει πολλαπλασιαστών, η οποία δεν καθορίζεται από λογιστικούς κανόνες και αρχές (όπως με βάση τα κέρδη και τη λογιστική αξία), είναι ο δείκτης της αξίας ενός περιουσιακού στοιχείου με τα έσοδα που παράγει. Για τις μετοχές, ο δείκτης αυτός είναι η τιμή / πωλήσεις (P/S), όπου η αξία της αγοράς ανά μετοχή διαχωρίζεται από τα παραγόμενα έσοδα ανά μετοχή. Για την αξία της επιχείρησης, ο δείκτης αυτός τροποποιείται ως αξία / πωλήσεις (V/S), όπου ο αριθμητής είναι η συνολική αξία της επιχείρησης. Αυτός ο δείκτης ποικίλλει ευρέως σε όλους τους τομείς και σε μεγάλο βαθμό ως συνάρτηση των περιθωρίων κέρδους. Το πλεονέκτημα της χρήσης των πολλαπλασιαστών των εσόδων, είναι ότι διευκολύνει τη σύγκριση των επιχειρήσεων σε διαφορετικές αγορές, με διαφορετικά λογιστικά συστήματα από τη σύγκριση με τα κέρδη ή τη λογιστική αξία.

2.2.10. Αξιολόγηση της μεθόδου συγκρίσιμων εταιρειών

Οι λόγοι για τους οποίους η χρήση της σχετικής αποτίμησης είναι ευρέως διαδεδομένη είναι αρκετοί. Καταρχήν, μια αποτίμηση η οποία βασίζεται σε πολλαπλάσια και συγκρίσιμες επιχειρήσεις ολοκληρώνεται με πολύ λιγότερες παραδοχές και πολύ πιο γρήγορα από ότι μια αποτίμηση με την προεξόφληση των ταμειακών ροών. Έπειτα, είναι πιο εύκολη στην κατανόηση και στην παρουσίαση των αποτελεσμάτων από ότι οι υπόλοιπες μέθοδοι. Τέλος, είναι πολύ πιο πιθανό να αντανakλά την τρέχουσα διάθεσή στην αγορά, δεδομένου ότι είναι μια προσπάθεια να μετρηθεί η σχετική και όχι εγγενή αξία.

Από την άλλη πλευρά, μια σχετική αποτίμηση μπορεί επίσης να οδηγήσει σε λανθασμένη εκτίμηση της αξίας όταν αγνοούνται βασικές μεταβλητές, όπως ο κίνδυνος, η ανάπτυξη και οι ταμειακές ροές. Ακόμη, το γεγονός ότι η μέθοδος αντανακλά τη διάθεση στην αγορά συνεπάγεται επίσης ότι η χρήση σχετικής αποτίμησης για την εκτίμηση της αξίας μπορεί να οδηγήσει σε τιμές που είναι πάρα πολύ υψηλές, όταν η αγορά είναι ανοδική, ή αντίθετα πολύ χαμηλές, όταν είναι καθοδική. Τέλος, η σχετική αποτίμηση είναι ιδιαίτερα «ευαίσθητο» μοντέλο όσο αφορά την έλλειψη διαφάνειας των βασικών υποθέσεων του μοντέλου, με αποτέλεσμα επιλέγοντας τις ανάλογες συγκρίσιμες επιχειρήσεις να μπορεί να δικαιολογηθεί οποιαδήποτε τιμή της αξίας.

2.3. Επισκόπηση βιβλιογραφίας

2.3.1. Αρχές δημιουργίας αξίας στη χρηματοοικονομική διοικητική.

Κατά τον Damodaran (2011) στο βιβλίο του «Applied Corporate Finance» οι τρεις βασικές αποφάσεις, οι οποίες διέπουν την χρηματοοικονομική διοικητική, αφορούν την επένδυση, την χρηματοδότηση και τα μερίσματα. Οι αποφάσεις των επενδύσεων προσδιορίζουν που οι επιχειρήσεις θα επενδύσουν τους πόρους τους, οι αποφάσεις των χρηματοδοτήσεων διέπουν το μίγμα της χρηματοδότησης που χρησιμοποιείται για τη χρηματοδότηση αυτών των επενδύσεων, και οι αποφάσεις των μερισμάτων απαντά στο ερώτημα πόσα κέρδη πρέπει να επανεπενδυθούν πίσω στην επιχείρηση και πόσα να επιστραφούν στους ιδιοκτήτες της. Κατά τη λήψη των επενδυτικών αποφάσεων, χρηματοδότησης και μερίσματος, η χρηματοοικονομική διοικητική είναι μονόδρομος για τον τελικό στόχο, ο οποίος είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης.

Η ένωση αυτών των αποφάσεων και της εταιρικής αξίας αναγνωρίζεται στο ότι η αξία μιας επιχείρησης ισούται με την παρούσα αξία των αναμενόμενων ταμειακών ροών της, προεξοφλημένων με το επιτόκιο εκείνο που αντανακλά τόσο τους κινδύνους των επενδύσεων της επιχείρησης όσο και το μίγμα χρηματοδότησης που χρησιμοποιεί.

Ένα πρώτο εμπόδιο σύμφωνα με τον Damodaran είναι ένα ελάχιστο αποδεκτό ποσοστό απόδοσης για τις νέες επενδύσεις. Η χρηματοοικονομική διοικητική επιχειρεί να μετρήσει την απόδοση σε μια προτεινόμενη επενδυτική απόφαση και να το συγκρίνει με το ελάχιστο αποδεκτό ποσοστό απόδοσης (ενδεικτικό επιτόκιο) για να αποφασιστεί κατά πόσον η επένδυση είναι αποδεκτή. Το ποσοστό απόδοσης για πιο ριψοκίνδυνες επενδύσεις είναι υψηλότερο και πρέπει να αντικατοπτρίζει το μίγμα χρηματοδότησης που χρησιμοποιείται, δηλαδή, τα κεφάλαια του ιδιοκτήτη (ίδια κεφάλαια) ή δανειακά κεφάλαια (του χρέους).

Ο Damodaran αναπτύσσει τη διαδικασία για τον καθορισμό του κινδύνου ΚΑΙ τη διαδικασία για τη μέτρηση του κινδύνου. Αξιολογεί τρεις εναλλακτικούς τρόπους μέτρησης των αποδόσεων για μια επένδυση οι οποίοι είναι τα συμβατικά λογιστικά κέρδη, οι ταμειακές ροές και οι χρονικά σταθμισμένες ταμειακές ροές (όπου εξετάζουν τόσο πόσο μεγάλες είναι οι ταμειακές ροές και πότε αναμένονται να έρθουν χρονικά). Εξετάζει το φάσμα των επιλογών που υπάρχει τόσο για τις ιδιωτικές επιχειρήσεις όσο και τις εισηγμένες στο χρηματιστήριο επιχειρήσεις μεταξύ χρέους και ιδίων κεφαλαίων.

Επίσης, διερευνά κατά πόσο το υφιστάμενο μίγμα της χρηματοδότησης που χρησιμοποιείται από μια επιχείρηση είναι η βέλτιστο, με δεδομένη την αντικειμενική συνάρτηση της μεγιστοποίησης της αξίας της εταιρείας. Η σχέση μεταξύ όφελος και κόστος δανειακών κεφαλαίων καθορίζεται καταρχήν σε ποιοτικούς όρους και έπειτα σε ποσοτικούς όρους.

Όταν το βέλτιστο μίγμα χρηματοδότησης είναι διαφορετικό από το ήδη υπάρχον, η μετάβαση από την τρέχουσα σύνθεση στη βέλτιστη εξαρτάται και από τις επενδυτικές ευκαιρίες που έχει η επιχείρηση αλλά και από τις ανάγκες της. Έπειτα από τον συνδυασμό (βέλτιστο) χρηματοδότησης, ιδιαίτερη σημασία έχει το είδος της χρηματοδότησης, μακροπρόθεσμο ή βραχυπρόθεσμο, σταθερές ή μεταβλητές πληρωμές. Η ελαχιστοποίηση του κινδύνου της χρηματοδότησης και η μεγιστοποίηση της χρήσης δανειακών κεφαλαίων εξαρτάται αν μπορεί να εξισορροπήσει το ύψος των ταμειακών ροών όσο αφορά τα δανειακά κεφάλαια, με τις ταμειακές ροές των χρηματοδοτούμενων περιουσιακών στοιχείων ενεργητικού.

Κατά τους Koller et al. (2005), τα διοικητικά στελέχη θα πρέπει να επικεντρωθούν στη μακροπρόθεσμη δημιουργία αξίας. Σύμφωνα με τις απόψεις τους, υπάρχουν δύο βασικές αρχές της δημιουργίας αξίας:

η πρώτη: η ιδέα ότι η απόδοση του κεφαλαίου και η ανάπτυξη οδηγούν σε ταμειακές ροές, η οποία με τη σειρά της οδηγεί σε αξία

και

η δεύτερη: η διατήρηση της αρχής της αξίας, δηλαδή οτιδήποτε που δεν οδηγεί στην αύξηση των ταμειακών ροών δεν δημιουργεί αξία (εκτός εάν μειώνει τον κίνδυνο).

Οι Brealey et al. (2014) στο βιβλίο τους «Principles of Corporate Finance» αναφέρουν ότι οι εταιρίες αντιμετωπίζουν δύο κύριες οικονομικές αποφάσεις, ποιες επενδύσεις θα πρέπει να γίνουν και πως θα γίνει η πληρωμή των επενδύσεων. Η πρώτη απόφαση είναι η επενδυτική απόφαση και η δεύτερη είναι η απόφαση χρηματοδότησης. Οι μέτοχοι θέλουν οι διαχειριστές της εταιρείας να μεγιστοποιήσουν τη συνολική της αξία και την τρέχουσα τιμή των μετοχών της. Και θέτουν το ερώτημα πως μπορούν οι οικονομικοί διευθυντές να αυξήσουν την αξία της επιχείρησης; Κυρίως λαμβάνοντας τις σωστές επενδυτικές αποφάσεις. Οι αποφάσεις χρηματοδότησης μπορούν από τη μία να προσθέσουν αξία αλλά από την άλλη μπορούν σίγουρα να καταστρέψουν την ήδη υπάρχουσα αξία. Οι αποφάσεις κρίνονται από την κερδοφορία της εταιρικής επένδυσης.

Τα επιπλέον μετρητά, η εταιρεία μπορεί είτε να τα επενδύσει είτε να τα επιστρέψετε στους μετόχους, ως ένα επιπλέον μέρισμα. Όταν η εταιρεία επενδύει σε μετρητά, οι μέτοχοι χάνουν την ευκαιρία να επενδύσουν οι ίδιοι. Η απόδοση από την οποία παραιτούνται οι μέτοχοι ονομάζεται κόστος ευκαιρίας κεφαλαίου. Εάν οι επενδύσεις της εταιρείας κερδίσουν μια υψηλότερη απόδοση από το κόστος ευκαιρίας του κεφαλαίου, τότε η τιμή της μετοχής θα αυξηθεί, ενώ εάν η εταιρεία επενδύει σε χαμηλότερη απόδοση από το κόστος ευκαιρίας του κεφαλαίου, η τιμή της μετοχής θα μειωθεί.

2.3.2. Διαδικασία της αποτίμησης

Κατά τους Koller et al. (2005), στο βιβλίο τους «Valuation Measuring and Managing the Value of Companies» αναφέρουν για την διαδικασία της αποτίμησης, κυρίως με τη μέθοδο των DCF, τα παρακάτω στάδια:

❖ Υπολογισμός της απόδοσης των επενδεδυμένων κεφαλαίων και της ανάπτυξης της εταιρείας

Μια αποτίμηση, με βάση την προεξόφληση των ταμειακών ροών είναι τόσο σωστή όσο και οι προβλέψεις του μοντέλου. Ωστόσο, πολύ συχνά, μπορούμε να εμπλακούμε στις λεπτομέρειες μιας εταιρείας και να ξεχαστούν τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη: η αποτίμηση μιας εταιρείας οδηγείται κυρίως από την απόδοση του επενδεδυμένου κεφαλαίου και από την ανάπτυξη. Έτσι, όταν εκτελείται μια αποτίμηση, είναι κρίσιμο να αξιολογηθούν οι προβλέψεις στην απόδοση του επενδεδυμένου κεφαλαίου και στην ανάπτυξη και η συσχέτιση τους με τον κλάδο.

❖ Ανάλυση των ιστορικών επιδόσεων της εταιρείας

Η κατανόηση του παρελθόντος μιας επιχείρησης είναι απαραίτητη για την πρόβλεψη του μέλλοντος της. Για το λόγο αυτό, η διαδικασία αποτίμησης ξεκινάει αναλύοντας τις ιστορικές επιδόσεις της εταιρείας. Δεδομένου ότι οι οικονομικές καταστάσεις δεν έχουν σχεδιαστεί για την αποτίμηση, η ιστορική ανάλυση και η αναδιοργάνωση των οικονομικών καταστάσεων είναι απαραίτητη.

Για την ανάλυση των ιστορικών επιδόσεων μιας εταιρείας χρειάζεται:

- Αναδιοργάνωση των οικονομικών καταστάσεων ώστε να αντικατοπτρίζουν τα οικονομικά δεδομένα προς αποτίμηση.
- Ανάλυση της απόδοσης της εταιρείας επί του επενδεδυμένου κεφαλαίου (ROIC).
- Αξιολόγηση της δομής του κεφαλαίου της εταιρείας και τον προσδιορισμό της διάθεσης των οικονομικών πόρων για την επένδυση βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων στόχων.

❖ Υπολογισμός των προβλέψεων

Η μέθοδος DCF στηρίζεται στις προβλέψεις των ελεύθερων ταμειακών ροών, οι οποίες θα πρέπει να δημιουργηθούν έμμεσα από τις προβλέψεις των οικονομικών καταστάσεων (την κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων, τον ισολογισμό και τη κατάσταση των κερδών εις νέον).

Η διαδικασία της πρόβλεψης των μελλοντικών οικονομικών μεγεθών ξεκινάει με την ανάλυση των ιστορικών οικονομικών στοιχείων και ακολουθεί η πρόβλεψη των εσόδων η οποία γίνεται είτε βάσει της αγοράς (του κλάδου) είτε βάσει των ιστορικών εσόδων. Χρησιμοποιώντας τους κατάλληλους οικονομικούς οδηγούς δημιουργούνται οι προβλεπόμενες οικονομικές καταστάσεις. Και ολοκληρώνονται οι προβλέψεις με τον υπολογισμό των ελεύθερων ταμειακών ροών.

❖ Εκτίμηση της τελικής αξίας

Για την εκτίμηση της αξίας μιας εταιρείας, χωρίζουμε τις αναμενόμενες ταμειακές ροές της εταιρείας σε δύο περιόδους. Η πρώτη περίοδος αφορά την περίοδο της πρόβλεψης και η δεύτερη είναι τη συνεχιζόμενη (τελική) αξία, την αξία των αναμενόμενων ταμειακών ροών της εταιρείας πέραν της περιόδου της πρόβλεψης. Κάνοντας απλές παραδοχές σχετικά με την απόδοση της εταιρείας κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου (π.χ., με την προϋπόθεση ένα σταθερό ρυθμό ανάπτυξης και απόδοσης επί του κεφαλαίου), μπορούμε να εκτιμήσουμε την τελική αξία. Η προσεκτική εκτίμηση της τελικής αξίας είναι απαραίτητη για κάθε αποτίμηση, γιατί συχνά αντιπροσωπεύει ένα μεγάλο ποσοστό της συνολικής αξίας της εταιρείας.

❖ Εκτίμηση του κόστους κεφαλαίου (WACC)

Η αποτίμηση μιας εταιρείας που χρησιμοποιεί τη μέθοδο DCF γίνεται με την προεξόφληση των ελεύθερων ταμειακών ροών με το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC). Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου αντιπροσωπεύει το κόστος ευκαιρίας που οι επενδυτές αντιμετωπίζουν για την επένδυσή τους κεφαλαίων σε μια συγκεκριμένη επιχείρηση, αντί των άλλων με παρόμοιο κίνδυνο.

Η πιο σημαντική αρχή είναι η συνέπεια μεταξύ των συστατικών του WACC και των ελεύθερων ταμειακών ροών. Οι ελεύθερες ταμειακές ροές είναι οι διαθέσιμες ροές μετρητών προς όλους τους οικονομικούς επενδυτές και

επομένως το WACC της εταιρείας πρέπει να περιλαμβάνει την απαιτούμενη απόδοση για κάθε επενδυτή.

Για να διασφαλιστεί η συνέπεια, το κόστος κεφαλαίων πρέπει να πληρεί ορισμένα κριτήρια:

- Πρέπει να περιλαμβάνει το κόστος ευκαιρίας από όλες τις πηγές του κεφαλαίου.
- Πρέπει η απόδοση που απαιτείται να βασίζεται στην αγορά και όχι στην ιστορική αξία του.
- Θα πρέπει να υπολογίζεται μετά από τους φόρους των εταιρειών.
- Θα πρέπει να εκφράζονται στο ίδιο νόμισμα όπως οι ελεύθερες ταμειακές ροές.
- Θα πρέπει να εκφράζονται σε ονομαστικούς όρους.

Για τον προσδιορισμό του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου πρέπει να υπολογισθούν και να εκτιμηθούν τρεις συνιστώσες: το κόστος των ιδίων κεφαλαίων, το κόστος μετά από φόρους του χρέους, και η διάρθρωση του κεφαλαίου της εταιρείας.

❖ Υπολογισμός και ερμηνεία των αποτελεσμάτων

Τα τελικά βήματα για τη δημιουργία αποτίμησης είναι:

- Προεξόφληση των προβλεπόμενων ταμειακών ροών και της τελικής αξίας για τον προσδιορισμό της παρούσας αξίας.
- Υπολογισμός της αξίας των ιδίων κεφαλαίων από την παρούσα αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών.
- Χρήση των σεναρίων για την αβεβαιότητα που διέπει την τελική αποτίμηση (ανάλυση ευαισθησίας) .
- Εξέταση των αποτελεσμάτων αποτίμησης για να εξασφαλιστεί ότι τα ευρήματά είναι τεχνικά σωστά και οι υποθέσεις ρεαλιστικές.

❖ Χρησιμοποίηση πολλαπλασιαστών για την ολοκλήρωση της αποτίμησης

Η μέθοδος προεξοφλημένων ταμειακών ροών είναι η πιο ακριβή και ευέλικτη μέθοδος για την αποτίμηση των εταιρειών. Οποιαδήποτε ανάλυση, ωστόσο, είναι τόσο ακριβής όσο και οι προβλέψεις στις οποίες βασίζεται. Λάθη στην

εκτίμηση των βασικών συστατικών της εταιρικής αξίας όπως το ROIC, το ρυθμό ανάπτυξης της εταιρείας και το WACC, μπορεί να οδηγήσει σε λανθασμένη αποτίμηση.

Μια προσεκτική ανάλυση με πολλαπλάσια - σύγκριση πολλαπλασιαστών μιας επιχείρησης έναντι εκείνων των συγκρίσιμων εταιρειών - μπορεί να είναι χρήσιμη στην κατασκευή προβλέψεων και την πιο ακριβή αποτίμηση της εταιρείας. Ο συνδυασμός, δηλαδή, πολλών μεθόδων οδηγεί στην πληρέστερη και ορθότερη εκτίμηση της αποτίμησης.

2.3.3. Κατηγοριοποίηση μεθόδων αποτίμησης

Κατά τους Benninga and Sarig (1997) η αξία ενός περιουσιακού στοιχείου είναι ίσο με τη παρούσα αξία των ταμειακών ροών που θα δημιουργήσει στο μέλλον. Η μέθοδος αυτή μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την αποτίμηση είτε μεμονωμένων σχεδίων, είτε επενδύσεων, είτε και ολόκληρων επιχειρήσεων. Το σημαντικότερο σε σχέση με την παρούσα αξία των ταμειακών ροών είναι τόσο το χρονοδιάγραμμα των ροών όσο και το επιτόκιο κινδύνου. Στο βιβλίο τους «Corporate Finance - A Valuations Approach» συμβουλεύουν τη χρήση περισσότερων από μία μεθόδους αποτίμησης. Οι διάφορες μέθοδοι αποτίμησης συχνά οδηγούν σε πολύ διαφορετικές εκτιμήσεις της αξίας, που αντικατοπτρίζουν διαφορετικές υποθέσεις σχετικά με τον κίνδυνο και το ποσό των μελλοντικών ταμειακών ροών, για το λόγο αυτό πρέπει να εξετάζονται και να εξηγούνται είτε συνδυαστικά είτε παράλληλα.

Κατά τον Damodaran (2006), στο βιβλίο του «Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance», οι βασικές προσεγγίσεις των μεθόδων αποτίμησης είναι οι εξής:

1. Discounted cash flow valuation

Η αποτίμηση μέσω προεξόφλησης των ταμειακών ροών σύμφωνα με την οποία εκτιμάται η αξία οποιουδήποτε περιουσιακού στοιχείου υπολογίζοντας την παρούσα αξία των αναμενόμενων ταμειακών ροών. Η διαδικασία εκτίμησης της απαιτεί τέσσερις εισροές:

- ❖ Τη διάρκεια της περιόδου που μια εταιρεία ή ένα περιουσιακό στοιχείο αναμένεται να παράγει μεγαλύτερη ανάπτυξη από το σταθερό ρυθμό

ανάπτυξης (ο οποίος έχει ως όριο το ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας στην οποία δραστηριοποιείται).

- ❖ Τις ταμειακές ροές κατά τη διάρκεια της περιόδου υψηλής ανάπτυξης.
- ❖ Την τελική αξία στο τέλος της περιόδου υψηλής ανάπτυξης.
- ❖ Ένα προεξοφλητικό επιτόκιο.

Η αναμενόμενη ανάπτυξη ποικίλει μεταξύ εταιρειών, άλλες αναπτύσσονται με σταθερό ρυθμό ενώ για άλλες αναμένεται η περίοδος υψηλής ανάπτυξης να διαρκέσει για περισσότερα χρόνια. Με αυτή την προσέγγιση, αποτιμάμε τα λειτουργικά στοιχεία του ενεργητικού μιας εταιρείας προεξοφλώντας με το κόστος κεφαλαίου τις ταμειακές ροές προ πληρωμών επί των δανειακών κεφαλαίων αλλά έπειτα από τις επανεπενδύσεις. Προσθέτοντας την αξία των μετρητών και των άλλων μη λειτουργικών στοιχείων του ενεργητικού υπολογίζουμε την αξία της εταιρείας και αφαιρώντας τα δανειακά κεφάλαια υπολογίζουμε την αξία των ιδίων κεφαλαίων. Επίσης, η αποτίμηση των ιδίων κεφαλαίων μπορεί να γίνει προεξοφλώντας με το κόστος των ιδίων κεφαλαίων τις ταμειακές ροές έπειτα από τις πληρωμές επί των δανειακών κεφαλαίων και την κάλυψη των αναγκών επανεπένδυσης.

2. Comparable Companies valuation

Η αξία κάθε περιουσιακού στοιχείου εκτιμάται παρατηρώντας παρόμοια περιουσιακά στοιχεία στην αγορά. Τα βήματα είναι:

- ❖ Ο ορισμός των συγκρίσιμων εταιρειών ή περιουσιακών στοιχείων.

Και

- ❖ Η επιλογή μιας τυποποιημένης μέτρησης της αξίας (συνήθως η αξία ως πολλαπλάσιο των κερδών, των ταμειακών ροών ή της λογιστικής αξίας) για τη σύγκριση των εταιρειών.

Για τη σύγκριση των πολλαπλασιαστών μεταξύ διαφορετικών εταιρειών, πρέπει να γίνει έλεγχος για διαφορές ως προς το ρυθμό ανάπτυξης, τον κίνδυνο και τις ταμειακές ροές.

3. Option pricing model

Στην προσέγγιση αυτή για την αποτίμηση, υπάρχει η υπόθεση ότι οι μέτοχοι έχουν το δικαίωμα να ρευστοποιήσουν τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας

και να εισπράξουν τη διαφορά μεταξύ της αξίας των περιουσιακών στοιχείων και των ανεξόφλητων δανειακών κεφαλαίων. Η αποτίμηση με την προσέγγιση αυτή παράγει καλά αποτελέσματα σε εταιρείες με υψηλή μόχλευση και σε αυτές που αντιμετωπίζουν οικονομικά προβλήματα και αποτελεί τη μοναδική προσέγγιση κατά την οποία η αξία των ιδίων κεφαλαίων αυξάνεται καθώς αυξάνεται ο μετοχικός κίνδυνος.

Επίσης, στο ίδιο βιβλίο, αναφέρεται στα μοντέλα αποτίμησης και στο πρόβλημα όχι της μη ύπαρξης πολλών μοντέλων αλλά αντίθετα στην ύπαρξη πολλών όπως επίσης και στην σωστή επιλογή και χρήση του κατάλληλου μοντέλου. Αναφέρει, ότι οι επιχειρήσεις ή τα περιουσιακά στοιχεία μπορούν να αποτιμηθούν με τέσσερις τρόπους : asset-based, discounted cash flow valuation, comparable companies valuation and options pricing.

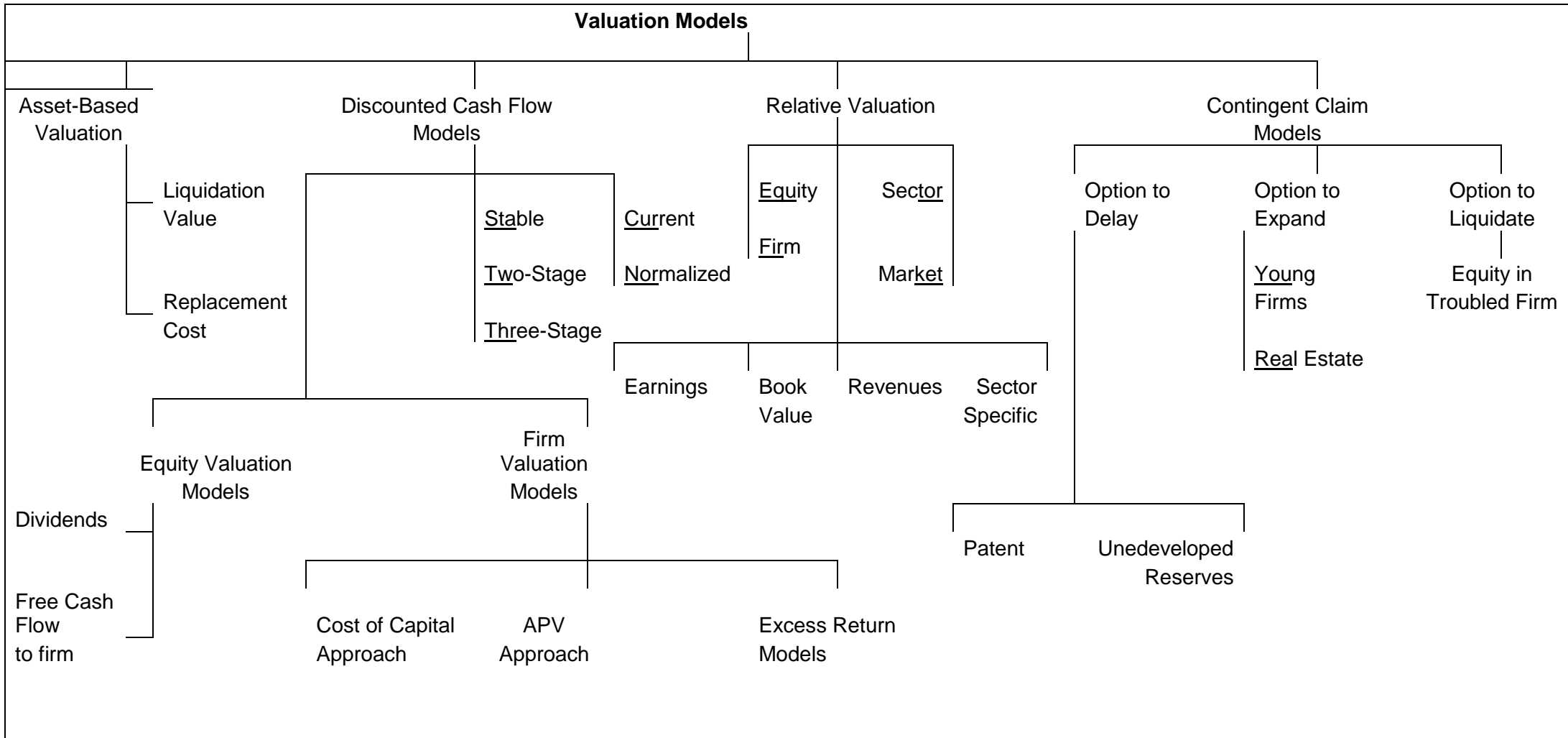
Στην πρώτη μέθοδο, asset-based, θα γίνει εκτίμηση της σταθερής χρήσης των περιουσιακών στοιχείων που ανήκουν σε μια επιχείρηση, χρησιμοποιώντας δύο τεχνικές αποτίμησης. Η μία είναι η ρευστοποιήσιμη αξία, όπου εξετάζει πόσο πρόθυμη είναι η αγορά να πληρώσει για τα περιουσιακά στοιχεία, εάν τα περιουσιακά στοιχεία ρευστοποιηθούν σήμερα. Η άλλη είναι η αντικατάσταση κόστους, όπου αξιολογείται το κόστος αναπαραγωγής ή αντικατάστασης των περιουσιακών στοιχείων όπου μια επιχείρηση έχει στην κυριότητά της σήμερα.

Στη δεύτερη μέθοδο αποτίμησης, των προεξοφλημένων ταμειακών ροών, οι ταμειακές ροές προς τους μετόχους προεξοφλούνται ή με το κόστος των ιδίων κεφαλαίων ώστε να καταλήξουμε σε μια αξία των ιδίων κεφαλαίων ή οι ταμειακές ροές της επιχείρησης προεξοφλούνται με το κόστος κεφαλαίου για να ορισθεί η αξία της επιχείρησης. Οι ταμειακές ροές προς τους μετόχους μπορούν να οριστούν είτε ως μερίσματα είτε σε ταμειακές ροές των ιδίων κεφαλαίων. Τα μοντέλα αυτά μπορούν να κατηγοριοποιηθούν περαιτέρω βάσει των παραδοχών για την ανάπτυξη (σε σταθερή ανάπτυξη, σε δύο στάδια και τα τρία στάδια μοντέλα). Τελικά, η μέτρηση των κερδών και των ταμειακών ροών μπορεί να τροποποιηθεί ώστε να ταιριάζει με τα ειδικά χαρακτηριστικά της επιχείρησης ή των περιουσιακών στοιχείων - τα τρέχοντα κέρδη για τις επιχειρήσεις ή των περιουσιακών στοιχείων που έχουν κανονικά ή μη κανονικά κέρδη.

Στην τρίτη μέθοδο αποτίμησης, των πολλαπλασιαστών, χρησιμοποιούνται είτε τα ίδια κεφάλαια είτε η αξία της επιχείρησης ως μέτρηση της αξίας και αφορούν έναν συγκεκριμένων μεταβλητών επιχειρήσεων όπως - τα κέρδη, η λογιστική αξία και οι πωλήσεις. Οι πολλαπλασιαστές μπορούν να εκτιμηθούν είτε με τη χρήση συγκρίσιμων εταιρειών του ίδιου κλάδου είτε από διάμεσες παλινδρομήσεις που χρησιμοποιούνται ευρύτερα.

Στην τέταρτη μέθοδο αποτίμησης, option pricing, μπορεί να χρησιμοποιηθεί σε μια ποικιλία από σενάρια. Το option μιας επιχείρησης να καθυστερήσει τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων ή την εκτίμηση ενός διπλώματος ευρεσιτεχνίας ή μη αξιοποιήσιμα απόθεμα φυσικών πόρων .

Συνοπτικά οι επιλογές των μεθόδων αποτίμησης συνοψίζονται στο παρακάτω σχεδιάγραμμα:



πίνακας 2 "The Choices in Valuation Models" από το βιβλίο του A.Damodaran (2006) "Damodaran on Valuation"

Κατά τον Damodaran (2012), στο βιβλίο του «Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset» κατηγοριοποιεί την σημαντικότερη μέθοδο κατ' αυτόν, της προεξόφλησης ταμειακών ροών.

Κατά τον Damodaran το μοντέλο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών μπορεί να δοθεί σε δύο διαστάσεις, την αποτίμηση των ιδίων κεφαλαίων και την αποτίμηση της εταιρείας.

Η πρώτη εκτιμά μόνο το ποσοστό των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης και η δεύτερη εκτιμά το σύνολο της επιχείρησης, η οποία περιλαμβάνει, εκτός από ίδια κεφάλαια και τις αξιώσεις των υπολοίπων όπως των ομολογιούχων, των προνομιούχων μετόχων κ.λπ.

Η αξία των ιδίων κεφαλαίων λαμβάνεται από την προεξόφληση των αναμενόμενων ταμειακών ροών στους μετόχους (οι υπολειμματικές ταμειακές ροές μετά τα έξοδα, τις ανάγκες επανεπένδυσης, τις φορολογικές υποχρεώσεις, τους τόκους και τις καταβολές κεφαλαίου), με το κόστος των ιδίων κεφαλαίων, δηλαδή, το ποσοστό απόδοσης που απαιτείται από τους επενδυτές ιδίων κεφαλαίων στην επιχείρηση.

$$\text{Αξία των ιδίων κεφαλαίων} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_{toEquity}_t}{(1 + K_e)^t} \quad (22)$$

όπου

n =Διάρκεια ζωής του περιουσιακού στοιχείου

$CF_{toEquity}_t$ = Αναμενόμενες ταμειακές ροές προς τους μετόχους κατά την περίοδο t

K_e = Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων

Το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων είναι μια εξειδικευμένη περίπτωση της αποτίμησης των ιδίων κεφαλαίων, όπου η αξία των ιδίων κεφαλαίων είναι η παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών μερισμάτων.

Η αξία της επιχείρησης λαμβάνεται από την προεξόφληση των αναμενόμενων ταμειακών ροών της επιχείρησης (οι υπολειμματικές ταμειακές ροές μετά τα λειτουργικά έξοδα, επανεπενδυτικές ανάγκες και φόρους, αλλά πριν από

οποιοσδήποτε πληρωμές είτε δανείου είτε στους κατόχους των ιδίων κεφαλαίων), με το σταθμισμένο μέσο όρο κόστος του κεφαλαίου (WACC).

$$\text{Αξία επιχείρησης} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_{toFirm_t}}{(1+WACC)^t} \quad (23)$$

όπου

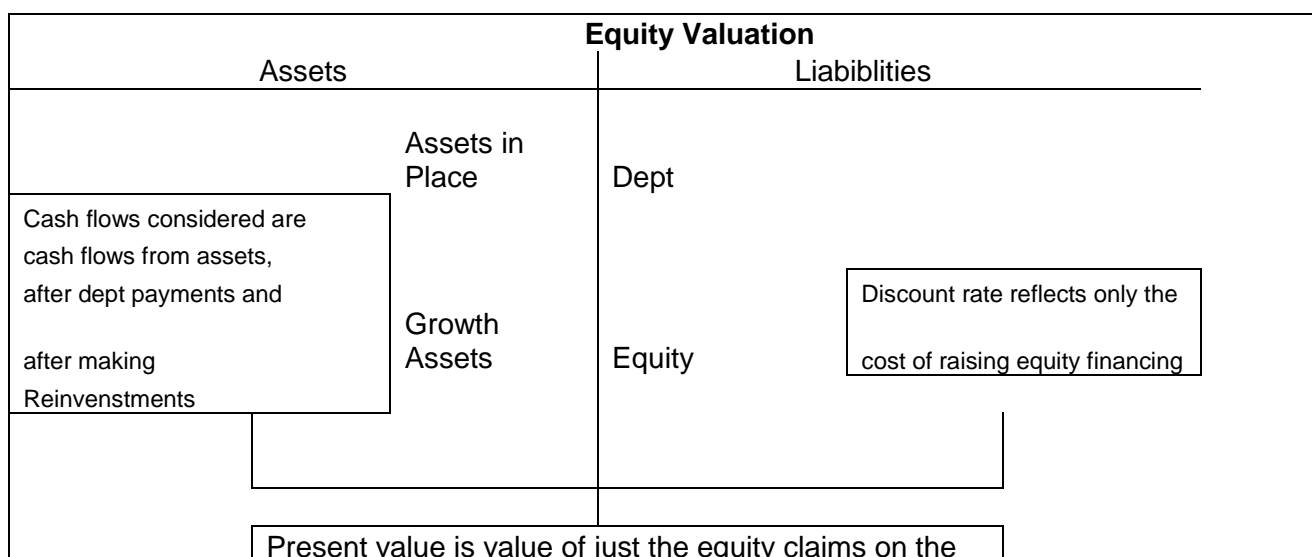
n =Διάρκεια ζωής του περιουσιακού στοιχείου

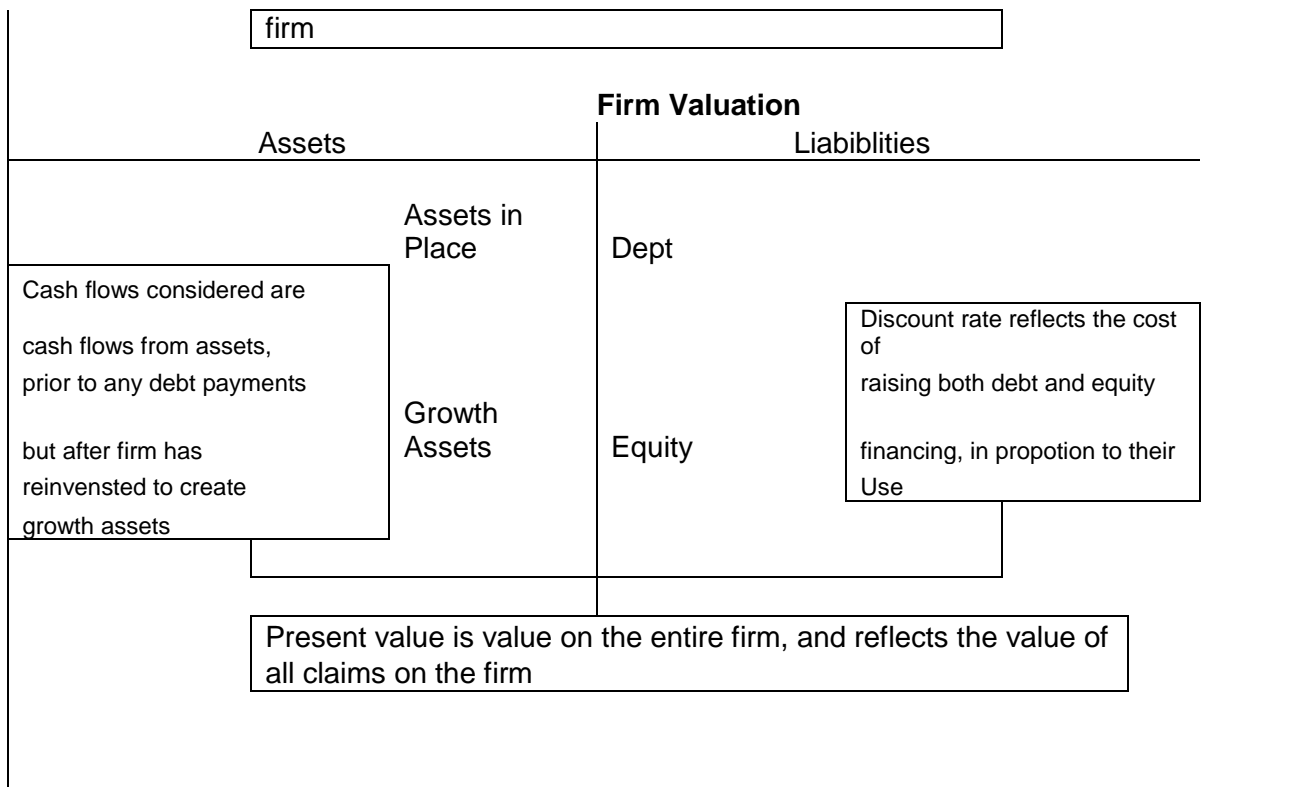
CF_{toFirm_t} = Αναμενόμενη ταμειακή ροή της εταιρεία κατά την περίοδο t

$WACC$ = Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου

Ενώ αυτές οι προσεγγίσεις χρησιμοποιούν διαφορετικούς ορισμούς των ταμειακών ροών και προεξοφλημένα επιτόκια, θα δώσουν συνεπείς εκτιμήσεις της αξίας των ιδίων κεφαλαίων για όσο διάστημα χρησιμοποιούνται οι ίδιες παραδοχές στην αποτίμηση. Το λάθος που πρέπει να αποφευχθεί είναι η αναντιστοιχία ταμειακών ροών και προεξοφλημένων επιτοκίων, δεδομένου ότι η προεξόφληση ταμειακών ροών στους μετόχους με το WACC θα οδηγήσει σε μια υπερεκτιμημένη αξία των ιδίων κεφαλαίων, ενώ η προεξόφληση ταμειακών ροών της επιχείρησης με το κόστος των ιδίων κεφαλαίων θα οδηγήσουν σε υποεκτιμημένη αξία της επιχείρησης.

Η κατηγοριοποίηση για τη προσέγγιση της μεθόδου DCF συνοψίζεται στο παρακάτω σχέδιο:





Πίνακας 3 “Equity versus Firm Valuation” από το βιβλίο του A.Damodaran (2012) “Investment Valuation”

Κατά τον Κυριαζή (2007) οι προσεγγίσεις και τα υποδείγματα αποτίμησης ταξινομούνται σε 3 κατηγορίες και οι οποίες είναι οι πιο διαδεδομένες στην «αγορά»:

1. Αποτίμηση βάσει στοιχείων Εισοδήματος ή Κερδών (Income approach)
 - Βάσει Πολλαπλασιαστών Κερδών (Earnings Based Multiples) και Ενεργητικού (Asset Based Multiples) της επιχείρησης
 - Βάσει Προεξοφλημένων ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flows Models)
2. Αποτίμηση βάσει στοιχείων της Αγοράς (Market approach)
 - Αποτίμηση βάσει χρηματιστηριακών τιμών
 - Βάσει Δεικτών αγοράς ή Μέθοδος Συγκρίσιμων Εταιρειών για το σύνολο και το κλάδο σε συνδυασμό με τους αντίστοιχους της συγκεκριμένης επιχείρησης (comparable firms approach)
 - Βάσει Συγκρίσιμων Συναλλαγών (comparable transactions)

3. Αποτίμηση βάσει στοιχείων του Ενεργητικού και μη Κανονικών Κερδών (Asset - Based approach)

- Βάσει της Προσαρμοσμένης καθαρής θέσης της επιχείρησης
- Βάσει των Επιπλέον ή μη Κανονικών κερδών (Excess or Abnormal Earnings)

Κατά τον Fernandez (2007) οι μέθοδοι αποτίμησης ταξινομούνται σε 6 κατηγορίες:

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

Πίνακας 4 "Main Valuation Methods" Fernandez(2007)

Ο Fernandez (2007) δίνει μεγαλύτερη έμφαση στη μέθοδο των πολλαπλασιαστών και παρουσιάζει τους πολλαπλασιαστές που χρησιμοποιούνται με μεγαλύτερη συχνότητα από τους αναλυτές:

P/E	Price earnings ratio
P/output	Price to output
P/CE	Price to cash flow earnings
EV/EBITDA	Enterprise value to EBITDA
P/S	Price to sales
EV/S	Enterprise value to sales
P/LFCF	Price to levered free cash flow
EV/FCFE	Enterprise value to unlevered free cash flow
P/BV	Price to book value

EV/BV	Enterprise value to book value
P/AV	Price to asset value
PER	Price earnings to growth
P/Customer	Price to customer
EV/EG	Enterprise value to EBITDA growth
P/units	Price to units

2.3.4. Ειδικά θέματα αποτίμησης

Κατά τον Damodaran (2009) στο βιβλίο του «Dark Side of Valuation» η σκοτεινή πλευρά της αποτίμησης **«έγκειται σε ορισμένα χαρακτηριστικά των εταιρειών που αποτιμάμε»**. Η αποτίμηση των εταιρειών με σταθερότητα, με συνοχή και σαφήνεια στις λογιστικές καταστάσεις, με μακρά και σταθερή ιστορία και πολλές συγκρίσιμες επιχειρήσεις μας παρέχουν ευκολία στην αποτίμηση. Η πραγματική δοκιμασία της ικανότητας στην αποτίμηση είναι στις «Δύσκολες» εταιρείες. Πιο συγκεκριμένα, οι προκλήσεις είναι μεγαλύτερες όταν αποτιμάμε: Νέες εταιρείες, με μικρό οικονομικό κύκλο ζωής, σε νέους τομείς- Οι εταιρείες που δεν ταιριάζουν με τη λογιστική διαμόρφωση- Οι εταιρείες που αντιμετωπίζουν σημαντικό κίνδυνο περικοπής (προεπιλογή ή εθνικοποίηση των κινδύνων).

Κατηγοριοποιεί τις «Δύσκολες» εταιρείες και δίνει συμβουλές-μαθήματα για την ορθή διαδικασία της αποτίμησης:

1. Στις νέες εταιρείες οι συμβουλές-μαθήματα που δίνει είναι:

- ❖ Μην εμπιστεύεστε τα αποτελέσματα παλινδρόμησης των beta.
- ❖ Το κόστος του κεφαλαίου θα αλλάξει με την πάροδο του χρόνου.
- ❖ Χρήση των τελευταίων πιο ενημερωμένων δεδομένων και οι ελεύθερες ταμειακές ροές συχνά θα είναι αρνητικές (ακόμη και αν η εταιρεία έχει θετικά αποτελέσματα).
- ❖ Πολλές από τις λειτουργικές δαπάνες μπορεί να είναι έξοδα κεφαλαίου. Δεδομένου ότι οι νέες επιχειρήσεις επικεντρώνονται στην δημιουργία μελλοντικής ανάπτυξης, είναι πιθανό ότι κάποια ή ένα σημαντικό τμήμα των δαπανών, οι λογιστές να το κατατάσσουν στις λειτουργικές δαπάνες ενώ αντιπροσωπεύει τις δαπάνες που

αποσκοπούν στη δημιουργία μελλοντικής ανάπτυξης (και επομένως είναι κεφαλαιουχικές δαπάνες).

- ❖ Η εργασία θα πρέπει να γίνεται προς τα πίσω. Δηλαδή, χρειάζεται τα δεδομένα της νέας εταιρείας να συγκριθούν με τα αντίστοιχα δεδομένα των προηγούμενων ετών όσο αφορά το μέσο όρο του κλάδου για τις πωλήσεις, το μικτό περιθώριο κέρδους και τα κέρδη προ τόκων και φόρων.
- ❖ Η διαφορά της τιμής και της αξίας των νέων εταιρειών. Οι περισσότεροι επενδυτές, αντιμέτωποι με την αβεβαιότητα, προσπαθούν να βρουν την τιμή των νέων εταιρειών, εξετάζοντας το ποσό που πληρώνουν οι άλλοι για την απόκτησή τους και όχι την αξία τους. Συνήθως, βασίζονται στη μέθοδο των πολλαπλασίων και συγκρίνουν μεταξύ των επιχειρήσεων και των συναλλαγών του κλάδου, αποφεύγοντας τις υποθέσεις και τις παραδοχές μιας πλήρους αποτίμησης, τις οποίες όμως έμμεσα τις κάνουν (επιλέγοντας κάποια συγκεκριμένη μέθοδο, επιλέγοντας το δείγμα των συγκρίσιμων εταιρειών κ.ο.κ.).
- ❖ Η αβεβαιότητα δεν είναι ένα σφάλμα, αλλά ένα χαρακτηριστικό των νέων εταιρειών.

2. Στις Ώριμες Εταιρείες σε μεταβατικό στάδιο και οι συμβουλές-μαθήματα των κίνδυνων από την αποτίμηση των ώριμων εταιρειών είναι:

- ❖ Η μείωση του κόστους και η αύξηση της αποτελεσματικότητας είναι πιο εύκολο επιτευχθεί στα χαρτιά παρά στην πράξη.
- ❖ Η αύξηση της ανάπτυξης δεν είναι πάντα μια επιλογή (ή τουλάχιστον δεν είναι μια καλή επιλογή).
- ❖ Η Οικονομική μόχλευση είναι δίκοπο μαχαίρι. Οι ώριμες εταιρείες παρότι δημιουργούν ισχυρές ταμειακές ροές, βρίσκονται μεταξύ των εταιρειών με υψηλή μόχλευση, ενώ η θεωρία προβλέπει, για τις ώριμες εταιρείες, χαμηλή μόχλευση. Όσο το χρέος αυξάνεται, τα ίδια κεφάλαια γίνονται πιο επικίνδυνα (υψηλότερο beta εταιρείας) και το κόστος των ιδίων κεφαλαίων επίσης αυξάνεται. Όσο η εταιρεία αυξάνει το δανεισμό της, η αξιολόγηση της είναι πτωτική και το κόστος δανείων αυξάνεται. Από την άλλη, όσο το κόστος κεφαλαίου (WACC) μειώνεται η αξία της εταιρείας ανεβαίνει.

3. Η ενασχόληση με τις εταιρείες σε ύφεση. Στην ύφεση, οι πωλήσεις και τα περιθώρια κέρδους μειώνονται, το οποίο μεταφράζεται σε αρνητική αναμενόμενη αύξηση. Η συνέχεια και η διατήρηση αυτών των εταιριών εξαρτάται από τη σωστή διαχείριση της διοίκησης. Εάν προσαρμόσουν τις επενδύσεις που δεν είναι παραγωγικές ως προς τις αποδόσεις τους, στη πιο θετική εξέλιξη θα συρρικνωθούν σε μέγεθος και στη συνέχεια ως υγιείς θα πορευθούν με μακροπρόθεσμη σταθερή ανάπτυξη.

4. Η αποτίμηση των εταιριών χρηματοοικονομικών υπηρεσιών

- ❖ Οι εταιρείες παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών είναι αδιαφανείς. Οι πληροφορίες για την ποιότητα των στοιχείων του ενεργητικού αυτών των εταιριών είναι πολύ λίγες, για παράδειγμα σε μια τράπεζα τα δάνεια δεν κατανέμονται με βάση την κατάσταση κινδύνου αθέτησης. Επιπλέον, ο υπολογισμός των ταμειακών ροών για μια εταιρεία χρηματοοικονομικών υπηρεσιών είναι δύσκολο να γίνει. Έτσι, υποθέτουμε ότι οι εταιρείες παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών θα πληρώσουν τις ταμειακές ροές ως μερίσματα και ως εκ τούτου, χρησιμοποιούμε το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων.
- ❖ Για τις εταιρείες χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών υπάρχουν θέματα με τη λογιστική αξία. Η λογιστική αξία των στοιχείων του ενεργητικού και των ιδίων κεφαλαίων είναι ως επί το πλείστον άνευ σημασίας κατά την αποτίμηση των υπολοίπων εταιριών (εκτός αυτών της παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών), αφού μας δίνει τα ιστορικά δεδομένα και τα οποία μπορεί να είναι παράλογα (για παράδειγμα η λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων μπορεί να είναι αρνητική και είναι για περισσότερο από 1.000 εισηγμένες εταιρείες των ΗΠΑ). Για τις εταιρείες παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, η λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων είναι σημαντική για δύο λόγους:
 - Δεδομένου ότι οι συγκεκριμένες επιχειρήσεις λειτουργούν στην αγορά, η λογιστική αξία τους είναι πιο πιθανό να αντανakλά ότι κατέχουν αυτή τη στιγμή (και όχι μια ιστορική αξία)
 - Οι ρυθμιστικοί δείκτες κεφαλαίου βασίζονται στα λογιστικά ίδια κεφάλαια. Ως εκ τούτου, μια τράπεζα έχοντας αρνητικά ή ακόμα και χαμηλά λογιστικά ίδια κεφάλαια απειλείται με κλείσιμο από τις

ρυθμιστικές αρχές. Από την άποψη της αποτίμησης χρειάζεται ιδιαίτερη προσοχή στη λογιστική αξία, υποστηρίζοντας ότι η επανεπένδυση μιας τράπεζα είναι το ποσό που πρέπει να προστεθεί στη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων για την διατήρηση της ανάπτυξής της και για την ασφάλεια των απαιτήσεων.

FCFE = Καθαρά Έσοδα - Επανεπένδυση των εποπτικών κεφαλαίων
(Λογιστικά ίδια κεφάλαια)

5. Η αποτίμηση εταιρειών με «άυλα» περιουσιακά στοιχεία

- ❖ Οι λογιστικοί κανόνες είναι γεμάτοι με ασυνέπειες
- ❖ και για τον καθορισμό αυτών των ασυνεπειών μπορεί να αλλάξει την εικόνα της εταιρείας και να επηρεάσει την αξία της

6. Η αποτίμηση των κυκλικών εταιρειών και εταιρειών με δυνατότητα επιλογής προϊόντων π.χ. αναξιοποίητα κοιτάσματα.

7. Η αποτίμηση εταιρειών των Αναδυόμενων Αγορών

- ❖ Να υπάρχει συνέπεια στο νόμισμα και στον υπολογισμό του riskfree rate
- ❖ Υπάρχουν τα θέματα κινδύνου χώρας και πρέπει να ληφθούν και "επιπλέον" μέτρα
- ❖ Μέτρηση έκθεσης στον κίνδυνο χώρας με μια απλή λύση: Λειτουργία με βάση CRP - από απλές Πολλαπλές Αναδυόμενες Αγορές
- ❖ Cross-holdings είναι πάντα ένα πρόβλημα, αλλά κυρίως στις αναδυόμενες αγορές

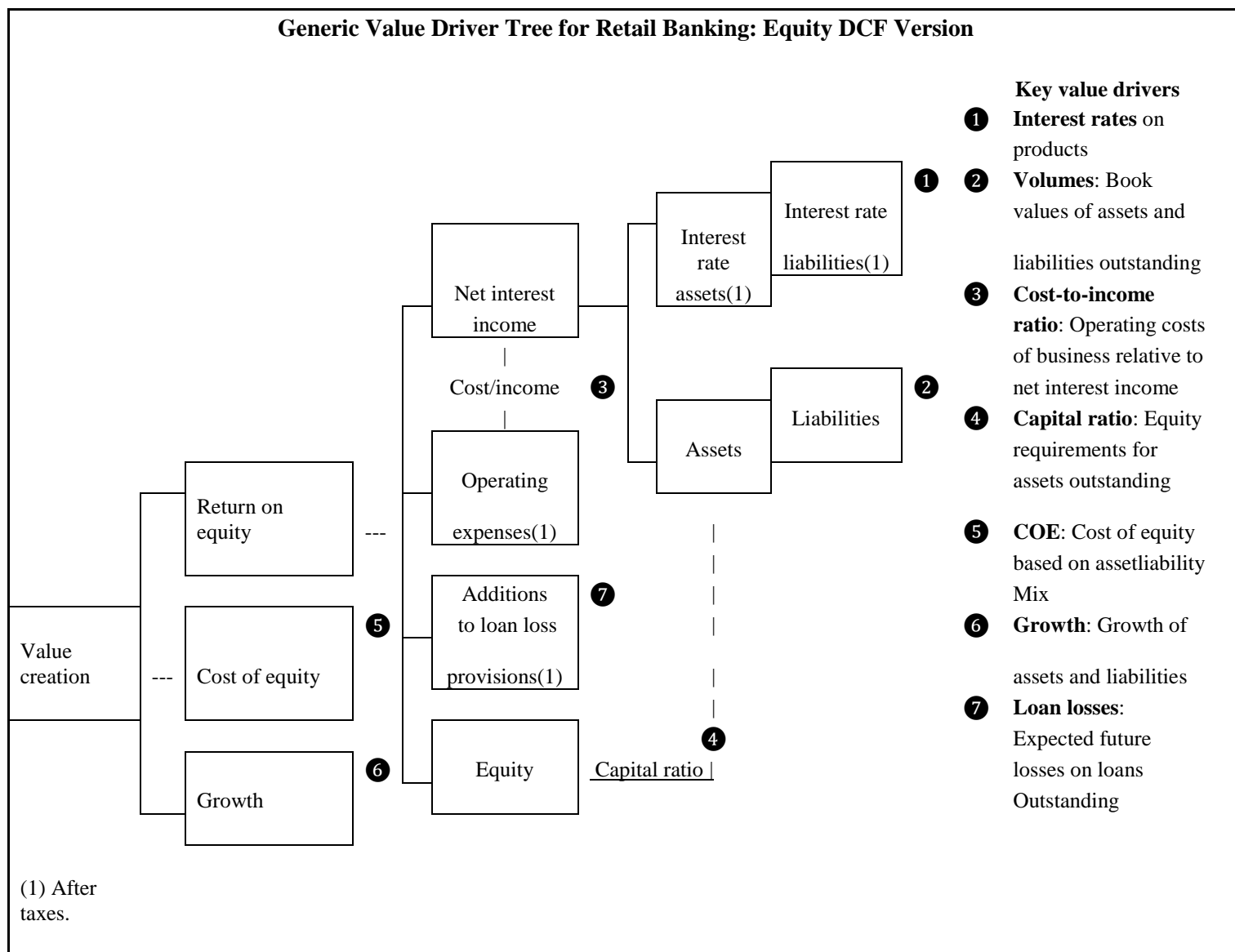
Όσο αφορά στις ιδιαιτερότητες της αποτίμησης οι Koller et al. (2005) αναλύουν την αποτίμηση σε πιο σύνθετες περιπτώσεις όπως των εταιρειών υψηλής ανάπτυξης, των εταιρειών στις αναδυόμενες αγορές, τις κυκλικές εταιρείες και ιδιαίτερα τις τράπεζες.

Ορίζουν ότι οι βασικές αρχές της προσέγγισης των προεξοφλημένων ταμειακών ροών (DCF) ισχύουν εξίσου και για τις τράπεζες. Η προσέγγιση των DCF to equity είναι η πλέον κατάλληλη για την αποτίμηση των τραπεζών, αφού οι επιχειρησιακές και χρηματοοικονομικές ταμειακές ροές των οργανισμών αυτών δεν μπορούν να διαχωριστούν, δεδομένου ότι οι τράπεζες

αναμένεται να δημιουργήσουν αξία από τη χρηματοδότηση, καθώς και τη δανειοδότηση.

Η αποτίμηση των τραπεζών παραμένει ιδιαίτερη, λόγω της ποικιλομορφίας του χαρτοφυλακίου, της κυκλικότητας των πολλών τραπεζικών εργασιών (ιδιαίτερα των συναλλαγών), και της υψηλής μόχλευσης.

Το παρακάτω δέντρο, κατά τους Koller et al. (2005) μας δείχνει τον οδηγό γενικής αποτίμησης των τραπεζών:



Πίνακας 5 “Generic Value Driver Tree for Retail Banking: Equity DCF Version” από το βιβλίο των Koller, Goedhart, Wessels (2005) “Valuation Measuring and Managing the Value of Companies”

2.3.5. Τα συνήθη λάθη μεθόδων αποτίμησης κατά Fernandez

Κατά τον Fernandez (2007), τα συνήθη λάθη κατά την εφαρμογή των μεθόδων αποτίμησης συνήθως αφορούν :

1. Στον υπολογισμό του προεξοφλητικού επιτοκίου, αναφορικά με την επικινδυνότητα της επιχείρησης. Στην κατηγορία αυτή ανήκουν:
 - 1.1. Η χρησιμοποίηση λανθασμένου ποσοστού απόδοσης χωρίς κίνδυνο (risk-free rate).
 - 1.2. Η χρησιμοποίηση λανθασμένου συντελεστή beta, όπως για παράδειγμα η χρήση του ιστορικού beta, των beta ομοειδών επιχειρήσεων, ή στην περίπτωση εξαγοράς του συντελεστή beta της εταιρείας – αγοραστή για την εκτίμηση της αξίας της επιχείρησης – στόχου.
 - 1.3. Η χρησιμοποίηση λανθασμένου ποσοστού αμοιβής κινδύνου της αγοράς (market risk premium).
 - 1.4. Λανθασμένο υπολογισμό του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (WACC). Τα σφάλματα υπολογισμού μπορεί να οφείλονται είτε στον εσφαλμένο ορισμό του WACC, είτε στο γεγονός ότι η αναλογία ξένων προς ίδια κεφάλαια που χρησιμοποιήθηκε για τον προσδιορισμό του WACC είναι διαφορετική από εκείνη που κατέληξε η αποτίμηση, είτε στο ότι το επιλεγόμενο ποσοστό προεξόφλησης είναι μικρότερο από εκείνο χωρίς κίνδυνο κ.λπ.
 - 1.5. Λανθασμένο υπολογισμό στην αξία των φορολογικών μειώσεων.
 - 1.6. Η λανθασμένη θεώρηση του κινδύνου μιας χώρας (country risk), ειδικά στην περίπτωση των αναδυόμενων αγορών (emerging markets).
2. Στον υπολογισμό και στις προβλέψεις για τις προσδοκώμενες ταμειακές ροές. Τα σφάλματα των υπολογισμών στην περίπτωση αυτή είναι συνήθως τα ακόλουθα:
 - 2.1. Λανθασμένο ορισμό των ταμειακών ροών. Κατά τον υπολογισμό των ταμειακών ροών να μη ληφθούν υπόψη οι αυξανόμενες απαιτήσεις σε Κεφάλαιο Κίνησης. Η αύξηση των ταμειακών διαθεσίμων της επιχείρησης ή των χρηματοοικονομικών επενδύσεων να θεωρηθεί ως

ταμειακή ροή καθαρής θέσης. Λανθασμένος υπολογισμός των φόρων που επηρεάζουν τις ελεύθερες ταμειακές ροές. Οι προσδοκώμενες ταμειακές ροές καθαρής θέσης να διαφέρουν από το άθροισμα των προσδοκώμενων μερισμάτων πλέον άλλων καταβολών προς τους μετόχους. Το καθαρό εισόδημα (net income) ή το άθροισμα καθαρού εισοδήματος και αποσβέσεων να θεωρηθεί ως ταμειακή ροή.

2.2.Λανθασμένο υπολογισμό στην αποτίμηση εποχιακών εταιρειών. Λανθασμένη αντιμετώπιση των αναγκών σε Κεφάλαιο Κίνησης, των μετοχών (που είναι ταμειακά ισοδύναμα) και των δανειακών κεφαλαίων στην περίπτωση των επιχειρήσεων που εμφανίζουν έντονη εποχικότητα.

2.3.Λανθασμένη πρόβλεψη των στοιχείων του Ισολογισμού (π.χ. να αγνοηθούν λογαριασμοί που έχουν άμεση επίδραση στις ταμειακές ροές, η επανεκτίμηση (revaluation) ενός περιουσιακού στοιχείου να ειδωθεί ως ταμειακή ροή, κ.α.).

2.4.Υπερβολικά αισιόδοξες προβλέψεις σχετικά με τις ταμειακές ροές.

3.Στον υπολογισμό της Υπολειμματικής Αξίας (residual value). Στην πλειονότητά τους οι εσφαλμένοι υπολογισμοί στην περίπτωση αυτή οφείλονται στη χρήση ταμειακών ροών που χαρακτηρίζονται από ασυνέχεια για τον προσδιορισμό της υπολειμματικής αξίας, στη χρήση αριθμητικών αντί γεωμετρικών μέσων κατά τον υπολογισμό του ρυθμού ανάπτυξης (growth), καθώς και στη χρήση λανθασμένου WACC για την προεξόφληση των ταμειακών ροών στο διηνεκές.

4.Στην εφαρμογή των Πολλαπλασιαστών (multiples) .Ορισμένα από τα πιο συνήθη σφάλματα της κατηγορίας αυτής είναι:

4.1.Η χρήση του μέσου όρου πολλαπλασιαστών που προέρχονται από συναλλαγές μεγάλης χρονικής διάρκειας.

4.2. Η χρήση του μέσου όρου πολλαπλασιαστών οι οποίοι εμφανίζουν μεγάλη διασπορά μεταξύ των επιχειρήσεων.

4.3.Ο χειρισμός ενός πολλαπλασιαστή να γίνεται με τρόπο που η τεκμηρίωσή του καθίσταται αδύνατη. Ο επιλεγόμενος

πολλαπλασιαστής να προέρχεται από μια εξαιρετική και μοναδική συναλλαγή.

5.Στις εσφαλμένες θεωρήσεις κατά την αποτίμηση, όπως:

5.1.Οι εσφαλμένες απόψεις σχετικά με τη βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση.

5.2.Η παράλειψη από τους υπολογισμούς των ταμειακών ροών που απορρέουν από μελλοντικές επενδύσεις.

5.3.Να θεωρηθεί αυθαίρετα ότι η αξία των δανειακών κεφαλαίων ισούται με τη λογιστική τους αξία, χωρίς να γίνουν οι απαραίτητες προσαρμογές.

5.4.Να εξαιρεθεί από τους υπολογισμούς η αξία των μη – λειτουργικών περιουσιακών στοιχείων.

5.5.Να παραληφθεί από τον υπολογισμό του προεξοφλητικού επιτοκίου το αναμενόμενο επίπεδο πληθωρισμού.

5.6.Οι υποθέσεις σχετικά με τις μελλοντικές πωλήσεις, τα περιθώρια κέρδους κ.α. να είναι ασυνεπείς προς το οικονομικό περιβάλλον, τις τάσεις του κλάδου όπου δραστηριοποιείται η υπό εξέταση εταιρεία και τον ανταγωνισμό.

5.7. Η εσφαλμένη υπόθεση ότι η αναμενόμενη απόδοση για τους μετόχους ισούται με τον δείκτη αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (ROE – Return on Equity)

5.8.Η εφαρμογή διαφορετικών προεξοφλητικών επιτοκίων στις ταμειακές ροές διαφορετικών ετών ή στα διαφορετικά συστατικά των ελεύθερων ταμειακών ροών.

6.Στην ερμηνεία βασικών εννοιών της αποτίμησης. Εδώ τα συνηθέστερα σφάλματα αφορούν στη σύγχυση των όρων «αξίας» και «τιμής», στην αντίληψη ότι μια επιχείρηση έχει την ίδια αξία για όλους τους ενδιαφερόμενους αγοραστές, στη μη διάκριση μεταξύ της στρατηγικής αξίας για έναν επενδυτή και στη δίκαιη αξία της αγοράς (fair market value), καθώς και στην παράβλεψη του γεγονότος ότι η αποτίμηση είναι άμεσα εξαρτώμενη από ένα σύνολο

προσδοκιών και προβλέψεων σχετικά με τις ταμειακές ροές και τον κίνδυνο που ενέχουν.

2.3.6. Οι 12 «Μύθοι» αποτίμησης κατά Damodaran

Οι 12 εσφαλμένες θεωρήσεις, ή «μύθοι» όπως χαρακτηρίζονται, που προέρχονται από την ανάλυση του Aswath Damodaran η οποία παρατίθεται στην ιστοσελίδα <http://pages.stern.nyu.edu/~iag/workshops/dadamodaran01.pdf>

είναι οι εξής:

1. Η αποτίμηση είναι μια επιστήμη που “παράγει” ακριβείς απαντήσεις...

Όμως: Όλες οι μέθοδοι αποτίμησης είναι μεροληπτικές (biased). Η μόνη ερώτηση που γεννιέται εδώ είναι πόσο μεροληπτικές είναι και σε κάποια κατεύθυνση.

Η κατεύθυνση και το μέγεθος της μεροληψίας στην εκάστοτε εφαρμοζόμενη μέθοδο αποτίμησης είναι άμεσα ανάλογη με το σκοπό για τον οποίο εκτελεί κανείς την αποτίμηση (π.χ. από ποιόν πληρώνεται και πόσο, καθώς και τι ακριβώς θέλει να παρουσιάσει).

2. Η αποτίμηση είναι πολύπλοκη και υπάρχουν εκατοντάδες μοντέλα και μέθοδοι διαθέσιμα

Όμως: Η κάθε μέθοδος αποτίμησης βασίζεται σε μια διαδικασία με συγκεκριμένα στάδια τα οποία ακολουθείς και οδηγείσαι στο αποτέλεσμα της αποτίμησης.

Από τα μοντέλα και τους μεθόδους αποτίμησης που είναι διαθέσιμα γίνεται επιλογή ανάλογα με τα χαρακτηριστικά της προς αποτίμησης εταιρείας (π.χ. εάν η εταιρεία είναι εισηγμένη ή μη σε χρηματιστηριακή αγορά, ανάλογα από τον κλάδο στον οποίο ανήκει κ.α.).

3. Δεν μπορούν να αποτιμηθούν επιχειρήσεις που λειτουργούν λίγα μόνο χρόνια και παρουσιάζουν ζημιές

Όμως: Η τρέχουσα οικονομική κατάσταση της εταιρείας είναι πολύ σημαντική για την αποτίμηση (πόσες πωλήσεις κάνει, πόσα είναι τα κέρδη της).

Η οικονομική ιστορία της εταιρείας συνήθως συνοψίζεται στις οικονομικές καταστάσεις (πόσο γρήγορα αναπτύσσεται, δομή κόστους κέρδους).

4. Μύθος για το κόστος κεφαλαίου. Τα κρατικά αξιόγραφα δεν περιέχουν κινδύνους. Τα beta υπολογίζονται με παλινδρόμηση και το ασφάλιστρο κινδύνου μπορεί να υπολογισθεί με σχετική ακρίβεια

Όμως: Κόστος κεφαλαίου = Επένδυση χωρίς κίνδυνο + Beta χ Ασφάλιστρο κινδύνου.

Τα κρατικά αξιόγραφα δεν είναι ακίνδυνα...

Ο καθένας χρησιμοποιεί ιστορικά ασφάλιστρα, αλλά ..

Κατά την εκτίμηση Beta ($R_j = A + B R_m$) έχουμε τρία προβλήματα

- Έχει υψηλό τυπικό σφάλμα
 - Αντανακλά το μίγμα των δραστηριοτήτων της επιχείρησης κατά την περίοδο της παλινδρόμησης, και όχι το τρέχων.
 - Αντανακλά το μέσο χρηματοοικονομικής μόχλευσης της επιχείρησης κατά τη διάρκεια της περιόδου και όχι την τρέχουσα μόχλευση.
5. Το επιτόκιο δανεισμού είναι και το κόστος δανεισμού

Όμως: Το κόστος δανεισμού δεν είναι το ιστορικό επιτόκιο αλλά το επιτόκιο το οποίο θα μπορούσε να δανειστεί η εταιρεία

Άρα, σημαντικό ρόλο παίζει η βαθμολογία της εταιρείας η οποία μπορεί να εκτιμηθεί με βάση τα οικονομικά της χαρακτηριστικά (απλά: $\text{Interest Coverage Ratio} = \text{EBIT} / \text{Interest Expenses}$) και αντιστοιχεί σε ένα "Default Spread".

Επομένως,

Κόστος δανεισμού = Επένδυση χωρίς κίνδυνο + Default Spread

Και το τελικό,

Μετά φόρων κόστος δανεισμού = Κόστος δανεισμού $(1 - T\%)$

6. Η χρήση των λογιστικών δεικτών και μεγεθών για τον υπολογισμό της αξίας του μετοχικού κεφαλαίου ή του κόστους των δανείων θεωρείται συντηρητική

Όμως: Κατά τον Damodaran και την απόδειξή του σε πραγματικά μεγέθη κάτι τέτοιο δεν ισχύει.

7. Οι λογιστές ξέρουν να υπολογίζουν τα κέρδη

Όμως: Εδώ ο Damodaran αναφέρει τη σημασία της συνεχούς ενημέρωσης (12-μήνες), καθώς και τη μετατροπή των λειτουργικών μισθώσεων σε δανεισμό.

8. Οι καταστάσεις ταμειακών ροών εμφανίζουν όλες τις πληροφορίες για τον υπολογισμό των κεφαλαιουχικών δαπανών

Όμως: Οι κεφαλαιουχικές δαπάνες στις καταστάσεις ταμειακών ροών περιλαμβάνουν σε γενικές γραμμές μόνο μακροπρόθεσμες εσωτερικές επενδύσεις, ενσώματες ακινητοποιήσεις.

9. Οι προσδοκώμενοι ρυθμοί ανάπτυξης στην αποτίμηση θεωρούνται εξωγενείς μεταβλητές

Όμως: Στις περισσότερες αποτιμήσεις, ο ρυθμός ανάπτυξης προέρχεται από τις εκτιμήσεις των αναλυτών. Στην πραγματικότητα, η ανάπτυξη είναι συνάρτηση του πόσο μια επιχείρηση επενδύει και πόσο καλά μπορεί να επανεπενδύσει.

10. Σημασία έχει το αποτέλεσμα και όχι η διαδικασία αποτίμησης

Όμως: Η εστίαση πρέπει να γίνεται στη διαδικασία της αποτίμησης και συγκεκριμένα στους καθοριστικούς παράγοντες που λάβαμε, όπως τη θεμελίωση των παραδοχών.

11. Το τελικό στάδιο της αποτίμησης είναι η προεξόφληση των ταμειακών ροών

Όμως: Θα πρέπει να προστεθούν τα μετρητά, οι κινητές αξίες, οι συμμετοχές και να αφαιρεθεί η αξία των options διαχείρισης.

12. Μια καλά τεκμηριωμένη αποτίμηση της αξίας μια εταιρείας, ισχύει επ' αόριστο

Όμως: Καμία αποτίμηση δεν είναι διαχρονική. Κάθε μία από τις εισόδους στο μοντέλο αποτίμησης είναι ευπαθή σε αλλαγή καθώς νέα στοιχεία εμφανίζονται σχετικά με την επιχείρηση, τους ανταγωνιστές της και τη συνολική οικονομία. Επιτόκια, ασφάλιστρα κινδύνου, οικονομική ανάπτυξη, αλλαγές στη νομοθεσία και τους κανονισμούς, αλλαγές στην τεχνολογία, νέες χρηματοοικονομικές καταστάσεις, αλλαγές στις βασικές αρχές (κινδύνου και απόδοσης).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο: ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΚΑΙ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ JUMBO ΑΕΕ

3.1 Περιγραφή της εταιρείας

(από την Ετήσια παρουσίαση του Ομίλου 07/10/15- <http://corporate.e-jumbo.gr/>)

Σήμα:



Προφίλ της αποτιμώμενης εταιρείας «JUMBO ΑΕΕ»

- ❖ Ηγετική θέση στο λιανικό εμπόριο παιχνιδιών, ειδών bebe και βιβλιοχαρτοπωλείου στην Ελλάδα ☒
- ❖ “Jumbo” ισχυρό όνομα/ αξιοπιστία
- ❖ Διαφήμιση 2% των πωλήσεων
- ❖ Παρουσία σε τέσσερις χώρες (Ελλάδα, Κύπρο, Βουλγαρία και Ρουμανία). Συμβάσεις franchise για καταστήματα Jumbo σε FYROM, Αλβανία και Κόσσοβο ☒
- ❖ Μέσος όρος εργαζομένων 4.569
- ❖ Πλήρης μηχανογραφική οργάνωση και τυποποίηση της λειτουργίας των καταστημάτων
- ❖ Τους μεγαλύτερους στεγασμένους αποθηκευτικούς χώρους στα Βαλκάνια (περίπου 270.000τ.μ.), με αποτέλεσμα την καλύτερη διαχείριση των αποθεμάτων. Το δίκτυο των καταστημάτων και των αποθηκών είναι συνδεδεμένο On Line/ Real Time
- ❖ Τεράστια ποικιλία προϊόντων σε πολύ χαμηλές τιμές 40.000 κωδικοί μέση τιμή προϊόντος € 4,99

Δίκτυο Καταστημάτων

- ❖ Hyper καταστήματα με χώρους Parking
Μέσος όρος επιφάνειας καταστημάτων περίπου 9.000 m², ☒
- ❖ 72 καταστήματα σε Ελλάδα, Κύπρο και Βουλγαρία
24 στην Αττική

29 στην υπόλοιπη Ελλάδα

5 στην Κύπρο

8 στη Βουλγαρία

6 στη Ρουμανία

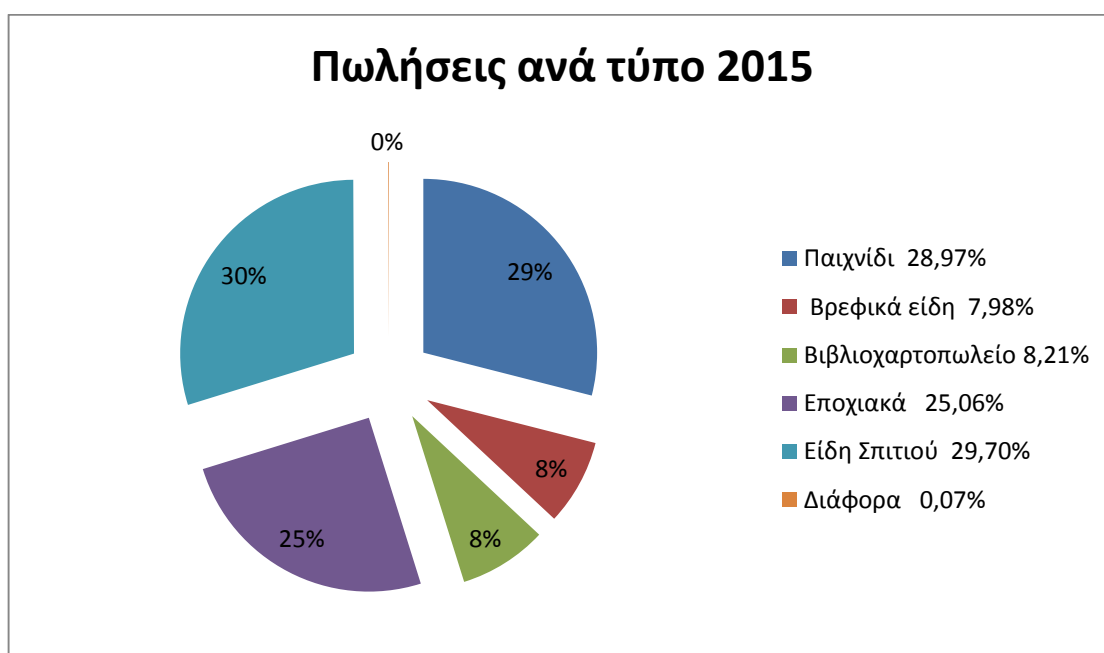
- ❖ Η εταιρεία έχει το δικό της ηλεκτρονικό κατάστημα
- ❖ Συμβάσεις franchise για άνοιγμα καταστημάτων Jumbo: 2 στη FYROM και 2 στην Αλβανία και 1 στο Κόσσοβο

Προϊόντα

- ❖ 5 Κύριες Κατηγορίες 45% Παιχνίδια, Βρεφικά είδη και είδη βιβλιοχαρτοπωλείου και 55% εποχιακά, είδη σπιτιού και προϊόντα αυθόρμητης αγοράς
- ❖ 45/55 Επώνυμα / Ιδιωτικής Ετικέτας

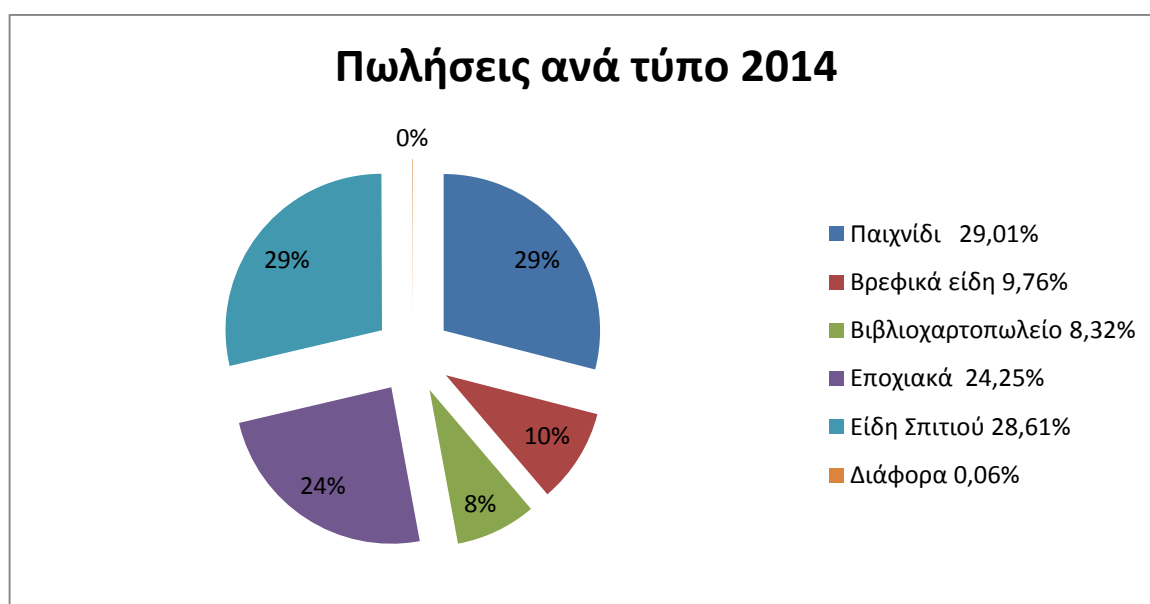
Οι Πωλήσεις ανά τύπο είδους για τη χρήση 1/7/2014-30/6/2015 είναι οι εξής:

Τύπο Είδους	Αξία Πωλήσεων σε Ευρώ	Ποσοστό επί συνόλου
Παιχνίδι	168.788.227	28,97%
Βρεφικά είδη	46.463.502	7,98%
Βιβλιοχαρτοπωλείο	47.825.289	8,21%
Εποχιακά	145.992.165	25,06%
Είδη Σπιτιού	173.044.011	29,70%
Διάφορα	434.941	0,07%
Σύνολο	582.548.135	100,00%



Οι Πωλήσεις ανά τύπο είδους για την προηγούμενη χρήση 1/7/2013-30/6/2014 είναι οι εξής:

Τύπο Είδους	Αξία Πωλήσεων σε Ευρώ	Ποσοστό επί συνόλου
Παιχνίδι	157.190.702	29,01%
Βρεφικά είδη	52.908.212	9,76%
Βιβλιοχαρτοπωλείο	45.062.666	8,32%
Εποχιακά	131.380.277	24,25%
Είδη Σπιτιού	155.000.513	28,61%
Διάφορα	304.783	0,06%
Σύνολο	541.847.153	100,00%

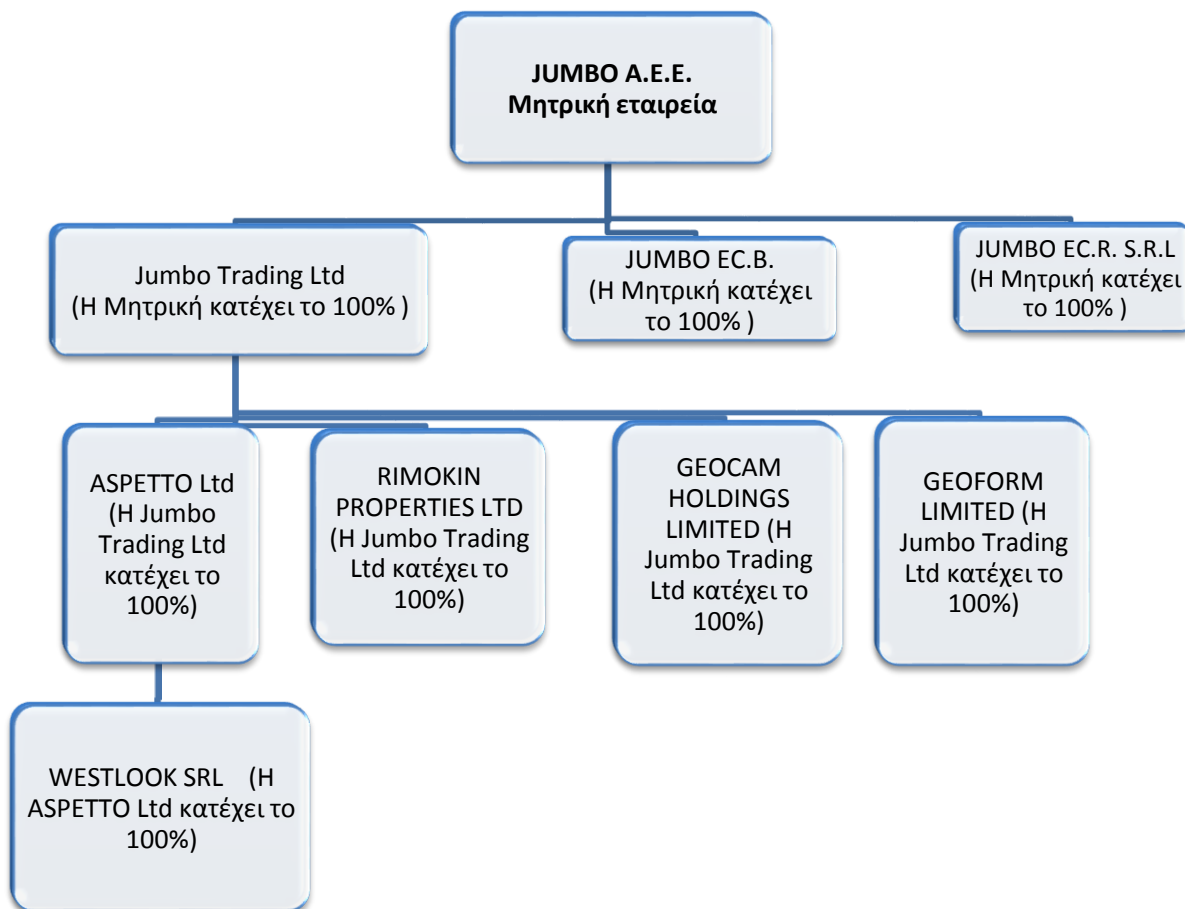


Σημαντικά Γεγονότα

- ❖ Κατά την οικονομική χρήση 2014/2015 οι πωλήσεις του Ομίλου ανήλθαν σε EUR 582,55 εκατ. αυξημένα κατά 7,51% και τα κέρδη σε EUR 104,84 εκατ. αυξημένα κατά 3,54% ☐
- ❖ Ο Όμιλος πρόσθεσε 7 νέα καταστήματα, 2 στην Ελλάδα, 1 στην Κύπρο και 4 στη Ρουμανία ενώ τερματίστηκε η λειτουργία του μισθωμένου καταστήματος στον Ασπρόπυργο.
- ❖ Το μικτό περιθώριο κέρδους ανήλθε σε 53,16% έναντι 53,12% της περσινής χρήσης. Το αποτέλεσμα αυτό οφείλεται εν μέρει στο προϊόντολογικό μείγμα καθώς και στην πτώση των ναύλων. ☐

- ❖ Τα αποτελέσματα, προ τόκων, φόρων, επενδυτικών αποτελεσμάτων και αποσβέσεων (EBITDA), σε επίπεδο Ομίλου, ανήλθαν σε 159,26 εκατ. ευρώ από 146,52 εκατ. ευρώ που ήταν την προηγούμενη χρήση, παρουσιάζοντας αύξηση +8,7%. ☐
- ❖ Η Έκτακτη Γενική Συνέλευση στις 12.12.2014 αποφάσισε τη διανομή έκτακτου μερίσματος €0,18 ανά μετοχή (μικτό).
- ❖ Η διοίκηση λόγω των περιορισμών ροής κεφαλαίων στην Ελλάδα πρότεινε στην Γενική Συνέλευση που πραγματοποιήθηκε στις 11.11.2015 τη μη διανομή μερίσματος για τη χρήση που έληξε στις 30.06.2015.
- ❖ Κατά την οικονομική χρήση 2015/2016 οι πωλήσεις του Ομίλου ανήλθαν σε EUR 637,56 εκατ. αυξημένα κατά 9,44%.☐
- ❖ Η Έκτακτη Γενική Συνέλευση στις 27.07.2016 αποφάσισε τη διανομή έκτακτου μερίσματος €0,27 ανά μετοχή (μικτό). ☐

Δομή Ομίλου



Μητρική εταιρεία

Η Ανώνυμη Εμπορική Εταιρεία με την επωνυμία «JUMBO Ανώνυμη Εμπορική Εταιρεία» και το διακριτικό τίτλο « JUMBO» ιδρύθηκε το έτος 1986, με έδρα σήμερα στο Μοσχάτο Αττικής (οδός Κύπρου 9 & Ύδρας), είναι εισηγμένη από το έτος 1997 στην Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και είναι εγγεγραμμένη στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιρειών του Υπουργείου Ανάπτυξης με ΑΡ.Μ.Α.Ε. 7650/06/Β/86/04. Η εταιρεία έχει καταταγεί στην κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Θυγατρικές εταιρείες

1. Η θυγατρική εταιρεία με την επωνυμία «Jumbo Trading Ltd», είναι Κυπριακή εταιρία περιορισμένης ευθύνης (Limited). Ιδρύθηκε το έτος 1991. Έδρα αυτής, η Λευκωσία Κύπρου (Λεωφ. Αβραάμ Αντωνίου 9, Κάτω Λακατάμια της Λευκωσίας). Είναι εγγεγραμμένη στο Μητρώο Εφόρου Εταιριών Κύπρου με αριθμό Ε 44824. Δραστηριοποιείται στην Κύπρο στο ίδιο αντικείμενο με τη μητρική δηλαδή το λιανικό εμπόριο παιχνιδιών. Η Μητρική κατέχει το 100% των μετοχών και των δικαιωμάτων ψήφου αυτής.
2. Η θυγατρική εταιρεία την Βουλγαρία με την επωνυμία «JUMBO EC.B.» συστάθηκε την 1η Σεπτεμβρίου 2005 ως Μονοπρόσωπη Εταιρία Περιορισμένης Ευθύνης με αριθμό Μητρώου – Μεριδας 96904, τόμος 1291 του Πρωτοδικείου Σόφιας και σύμφωνα με τις πρόνοιες και προϋποθέσεις του αρ. 115 Ε.Ν. Έδρα αυτής η Σόφια Βουλγαρίας (Bul. Bulgaria 51 Sofia 1404). Η Μητρική κατέχει το 100% των μετοχών και των δικαιωμάτων ψήφου αυτής.
3. Η θυγατρική Εταιρεία στη Ρουμανία με την επωνυμία «JUMBO EC.R. S.R.L.» συστάθηκε την 9η Αυγούστου 2006 ως Εταιρεία περιορισμένης ευθύνης (srl) με αριθμό διάταξης στο εμπορικό Μητρώο J40/12864/2006, με έδρα το Βουκουρέστι, στον τομέα 3, επί της λεωφόρου B-dul Theodor Pallady, αριθ.51, κτίριο Centrul de Calcul στον 5ο όροφο. Η Μητρική κατέχει το 100% των μετοχών και των δικαιωμάτων ψήφου αυτής.
4. Η θυγατρική εταιρεία ASPETTO Ltd ιδρύθηκε την 21/8/2006 με έδρα την Λευκωσία Κύπρου (Λεωφ. Αβραάμ Αντωνίου 9, Κάτω Λακατάμια της Λευκωσίας). Η «Jumbo Trading Ltd» κατέχει το 100% των ψήφων της εταιρείας αυτής.

5. Η εταιρεία WESTLOOK SRL είναι θυγατρική της εταιρείας ASPETTO Ltd η οποία κατέχει το 100% του μετοχικού της κεφαλαίου. Έδρα της είναι το Crevedia της κομητείας Dambovita (αυτοκινητόδρομος Bucuresti – Targoviste, Αρ. 670, Διαμέρισμα 52). Η εταιρεία αυτή ιδρύθηκε στις 16/10/2006.

6. Η εταιρεία Rimokin Properties Ltd είναι θυγατρική της εταιρείας Jumbo Trading Ltd η οποία κατέχει το 100% του μετοχικού της κεφαλαίου. Έδρα της είναι η Λευκωσία της Κύπρου (Λεωφ. Αβραάμ Αντωνίου 9, Κάτω Λακατάμια της Λευκωσίας). Η εταιρεία αυτή ιδρύθηκε στις 28.07.2014.

7. Η εταιρεία Geocam Holdings Limited είναι θυγατρική της εταιρείας Jumbo Trading Ltd η οποία κατέχει το 100% του μετοχικού της κεφαλαίου. Έδρα της είναι η Λευκωσία της Κύπρου (Λεωφ. Αβραάμ Αντωνίου 9, Κάτω Λακατάμια της Λευκωσίας). Η εταιρεία αυτή ιδρύθηκε στις 13.03.2015.

8. Η εταιρεία Geoform Limited είναι θυγατρική της εταιρείας Jumbo Trading Ltd η οποία κατέχει το 100% του μετοχικού της κεφαλαίου. Έδρα της είναι η Λευκωσία της Κύπρου (Λεωφ. Αβραάμ Αντωνίου 9, Κάτω Λακατάμια της Λευκωσίας). Η εταιρεία αυτή ιδρύθηκε στις 13.03.2015.

Οι εταιρείες του Ομίλου οι οποίες περιλαμβάνονται στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις και η μέθοδος ενοποίησης έχουν ως εξής:

ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΠΟΥ ΜΕΤΕΧΟΥΝ ΣΤΙΣ ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ

Ενοποιημένη θυγατρική	Ποσοστό & είδος συμμετοχής	Έδρα	Δραστηριότητα	Μέθοδος ενοποίησης
JUMBO TRADING LTD	100% Άμεση	Κύπρος	Εμπορική	Ολική ενοποίηση
JUMBO EC.B LTD	100% Άμεση	Βουλγαρία	Εμπορική	Ολική ενοποίηση
JUMBO EC.R SRL	100% Άμεση	Ρουμανία	Εμπορική	Ολική ενοποίηση
ASPETTO LTD	100% Έμμεση	Κύπρος	Επενδυτική	Ολική ενοποίηση
WESTLOOK SRL	100% Έμμεση	Ρουμανία	Επενδυτική	Ολική ενοποίηση
RIMOKIN PROPERTIES LTD	100% Έμμεση	Κύπρος	Επενδυτική	Ολική ενοποίηση
GEOCAM HOLDINGS LIMITED	100% Έμμεση	Κύπρος	Επενδυτική	Ολική ενοποίηση
GEOFORM LIMITED	100% Έμμεση	Κύπρος	Επενδυτική	Ολική ενοποίηση

Πίνακας 6: Εταιρείες που μετέχουν στις ενοποιημένες καταστάσεις.

Διαχείριση κινδύνων

Σύμφωνα με την εταιρεία, ο Όμιλος κάνει επαρκή διαχείριση των κινδύνων. Αντιμετωπίζει τους χρηματοοικονομικούς κινδύνους προβαίνοντας σε σχεδιασμό της μεθοδολογίας και της επιλογή των κατάλληλων χρηματοοικονομικών προϊόντων. Τα χρηματοοικονομικά μέσα του Ομίλου αποτελούνται κυρίως από καταθέσεις σε τράπεζες, εμπορικούς χρεώστες και πιστωτές, μερίσματα πληρωτέα και δάνεια.

Όσο αφορά τις τρέχουσες συνθήκες της Ελληνικής Οικονομίας, την αργία των Ελληνικών τραπεζών και τον έλεγχο της κίνησης κεφαλαίων (capital controls), η διοίκηση του Ομίλου είχε προετοιμαστεί, έπειτα από την εμπειρία της από την επιβολή περιορισμού κεφαλαίων στην Κύπρο, και είχε λάβει τα αναγκαία μέτρα ώστε να αντιμετωπίσει με επάρκεια τις επιπτώσεις από την επιβολή περιορισμού κεφαλαίων στην Ελλάδα. Οι προετοιμασίες αφορούσαν 1) την επαρκή διάθεση αποθεμάτων για τη συνεχή τροφοδοσία των καταστημάτων, 2) την επαρκή κεφαλαιοποίηση της μητρικής και των θυγατρικών, χωρίς προβλήματα ρευστότητας και με τα ταμειακά διαθέσιμα να υπερβαίνουν τις δανειακές υποχρεώσεις και 3) το 27% των εσόδων του Ομίλου αφορά τη δραστηριότητά του σε άλλες χώρες όμως σε συνδυασμό με τις υπάρχουσες προβλέψεις για την εκτέλεση των εισαγωγών υπερκαλύπτονται οι ανάγκες του Ομίλου.

Όσο αφορά το συναλλαγματικό κίνδυνο και σύμφωνα με την εταιρεία, η έκθεση του Ομίλου στον κίνδυνο αυτόν, προκύπτει από εμπορικές συναλλαγές της δραστηριοποίησής του μέσω της θυγατρικής εταιρείας στην Ρουμανία, κυρίως σε δολάρια των ΗΠΑ και σε Λέι Ρουμανίας (RON). Η αντιμετώπιση του συναλλαγματικού κινδύνου από την διοίκηση, πραγματοποιείται με την έγκαιρη αποθεματοποίηση συναλλάγματος σε ευνοϊκότερες τιμές.

Για τον κίνδυνο επιτοκίου, η εταιρεία αναφέρεται στη σύμβαση κοινού ομολογιακού δανείου της μητρικής με πιστωτικό ίδρυμα, η οποία υπογράφηκε στις 21/05/2014, πενταετούς διάρκειας (εξόφληση εφάπαξ στη λήξη του), με ανώτατο ποσό μέχρι 145 εκατ. Ευρώ, με επιτόκιο δανεισμού euribor εξαμήνου + 4% περιθώριο, με αρκετά συμφέροντες όρους για την εταιρεία.

Επίσης, ο Όμιλος δεν εκτίθεται σε σημαντικούς πιστωτικούς κινδύνους αφού το μεγαλύτερο μέρος των πωλήσεων του Ομίλου είναι σε λιανικές πωλήσεις, οι οποίες πραγματοποιούνται ως επί τον πλείστον τοις μετρητοίς. Για την ελαχιστοποίηση του πιστωτικού κινδύνου σε διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα, ο Όμιλος συναλλάσσεται με αναγνωρισμένα πιστωτικά ιδρύματα υψηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης.

Σύμφωνα με την εταιρεία, ο Όμιλος δεν αντιμετωπίζει κίνδυνο ρευστότητας, αφού η διοίκηση διασφαλίζει τις ανάγκες των χρεών, των μακροπρόθεσμων χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων, καθώς επίσης και των καθημερινών πληρωμών με την επαρκή ρευστότητα που διαθέτει.

Για την αντιμετώπιση των πολιτικών και οικονομικών παραγόντων οι οποίοι επηρεάζουν τόσο την Ελλάδα (όπως η ύφεση, οι οικονομικές, πολιτικές και κοινωνικές αλλαγές) όσο και την ενδεχόμενη αρνητική επίδραση στις υπόλοιπες χώρες που δραστηριοποιείται ο Όμιλος, η διοίκηση της εταιρείας προχωρά σε ανασχεδιασμό των προϊόντων, στοχεύει στη συγκράτηση του κόστους καθώς και στην έγκυρη και επαρκή αποθεματοποίηση προϊόντων σε συμφέρουσες τιμές.

Για τη διαχείριση του κινδύνου πτώχευσης προμηθευτών και κατά συνέπεια τον κίνδυνο απώλειας προκαταβολών που έχουν δοθεί για την αγορά προϊόντων, από τα σημαντικά προβλήματα που αντιμετωπίζει η χώρα μας (επιβολή περιορισμού κίνησης κεφαλαίων, οικονομική κρίση και ύφεση), η διοίκηση της εταιρείας έχει συνάψει συνεργασία με σημαντικό αριθμό προμηθευτών όπου κανένας δεν κατέχει σημαντικό ποσοστό επί των συνολικών προκαταβολών.

Η ιδιαιτερότητα των προϊόντων του Ομίλου οδηγεί στην έντονη εποχικότητα των πωλήσεων της (28% την περίοδο των Χριστουγέννων, 10% το Πάσχα και 10% έναρξη σχολικής περιόδου) με αποτέλεσμα να απαιτείται ορθολογική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης κυρίως κατά τις περιόδους αιχμής. Η διοίκηση διαχειρίζεται αποτελεσματικά έως σήμερα την αυξημένη ζήτηση κατά τις συγκεκριμένες χρονικές περιόδους, χωρίς καθυστερήσεις στις παραλαβές, οι οποίες ενδεχομένως να επηρέαζαν αρνητικά τα αποτελέσματα ολόκληρης της χρήσης.

Αξίζει να σημειωθεί, ότι η εταιρεία δεν αντιμετωπίζει σημαντικό κίνδυνο εξάρτησης από αντιπροσώπους και εισαγωγείς ως αποκλειστικός εισαγωγέας εταιρειών παραγωγής παιχνιδιών (διακοπή ή μη ανανέωση συνεργασίας με κάποιον από τους προμηθευτές της) λόγω της δεσπόζουσας θέσης την οποία διατηρεί στην ελληνική αγορά αλλά και καθώς γιατί κανένας προμηθευτής δεν αντιπροσωπεύει πάνω από το 6% του συνόλου των πωλήσεων.

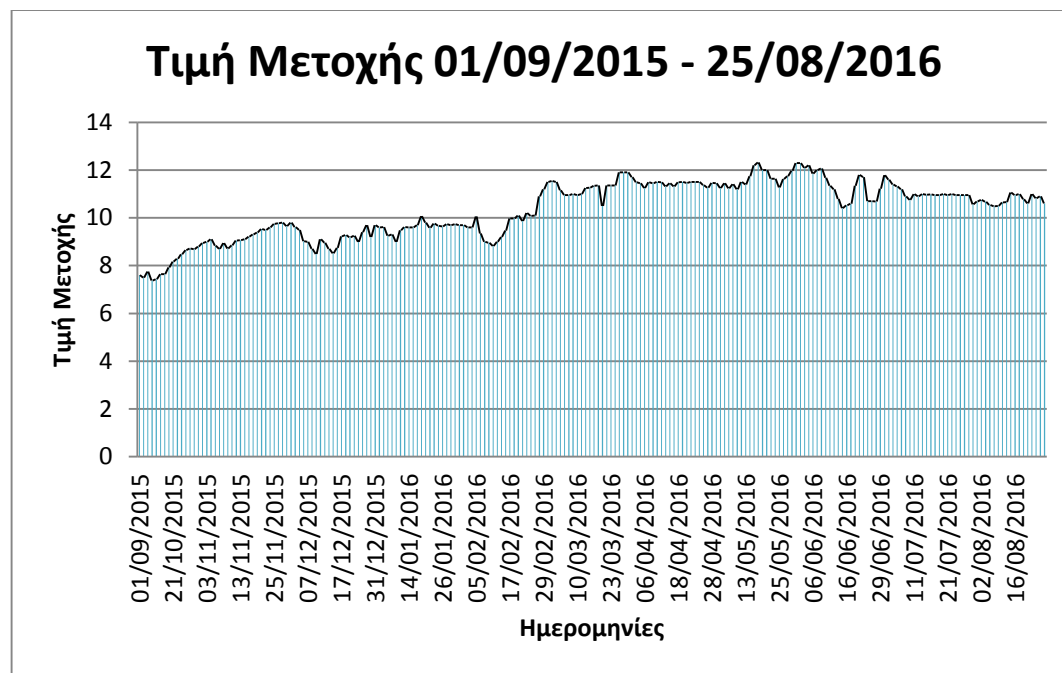
Όσο αφορά τον ανταγωνισμό των εταιρειών του κλάδου, η εταιρεία δεν αντιμετωπίζει τον κίνδυνο αυτό, αφού έχει καθιερωθεί στην αγορά λιανικής πώλησης παιχνιδιών και βρεφικών ειδών και οι βασικοί ανταγωνιστές της είναι πολύ μικρότερου μεγέθους και βάσει του αριθμού των καταστημάτων και βάσει των πωλήσεων. Η είσοδος ξένων εταιρειών στην ελληνική αγορά ή η αλλαγή στην στρατηγική και η επέκταση του δικτύου των καταστημάτων του υφιστάμενου ανταγωνισμού, δεν ανησυχεί άμεσα την εταιρεία.

Η διοίκηση της εταιρείας, επίσης, διαχειρίζεται τον κίνδυνο της εξάρτησης από εισαγωγές, αφού η επιβολή περιορισμού κίνησης κεφαλαίων δεν επηρέασε τις παραλαβές εμπορευμάτων και την έγκαιρη τροφοδοσία των καταστημάτων. Ο μελλοντικός όμως κίνδυνος, ιδιαίτερα από την προέλευση του 70% των προϊόντων που διαθέτει η εταιρεία από την Κίνα, υπάρχει κυρίως από την επιβολή δασμών ή/και ποσοστώσεων, τον εμπορικό αποκλεισμό (εμπάργκο) της Κίνας, τη πολιτική/ οικονομική κρίση και τις απεργίες.

Βασικά στοιχεία μετοχής

Σύμβολο μετοχής στο ΧΑ:	ΜΠΕΛΑ
Σύμβολο μετοχής Reuters:	BABr.AT
Σύμβολο μετοχής στο Bloomberg:	BELA GA
Αριθμός Μετοχών:	136.059.759
Δείκτες ΧΑ:	FTSE, FTSEA, FTSEI, ΓΔ, EPS50, ΔΠΟ, ΣΑΓΔ
Αγορά:	Κύρια Αγορά
Νόμισμα:	EUR
Κλάδος ΧΑ:	Παιχνίδια

Πορεία της μετοχής από 01/09/15 έως 25/08/2016



Βάσει στοιχείων Data Stream.

3.2. Ιστορική αναδρομή της εταιρείας

Η ιστορία της εταιρείας JUMBO AEE αρχίζει μεν πριν 30 χρόνια (1986) με την ίδρυση, από τον κ. Βακάκη Απόστολο, του πρώτου καταστήματος με δραστηριότητα το λιανικό εμπόριο παιχνιδιών στην περιοχή της Γλυφάδας, αλλά η επαφή με τα παιχνίδια της οικογένειας Βακάκη έρχεται από την βιομηχανία παιχνιδιών «EL GRECO».

Ο πατέρας του κ. Απόστολου Βακάκη, Γεώργιος, ήταν βιομήχανος στην Αίγυπτο όπου παρήγαγε διογκωμένη πολυστερίνη (μονωτικό υλικό). Το 1954 στην Αλεξάνδρεια γεννήθηκε ο κ. Απόστολος Βακάκης. Το 1962 λόγω πολιτικών εξελίξεων στην Αίγυπτο η οικογένεια μετακομίζει στην Ελλάδα ενώ ο Γεώργιος Βακάκης διαμένει στην Ιταλία όπου εργάζεται σε μια μικρή βιοτεχνία κατασκευής λούτρινων (κουκλιών και ζώων). Από την επαφή του με την κατασκευή παιχνιδιών, ο Γεώργιος Βακάκης, ιδρύει την βιομηχανική εταιρεία «EL GRECO» στην Γλυφάδα, ενώ ο υιός Βακάκης συνεχίζει της σπουδές του στη Βρετανία (Λογιστική-Finance) έως το 1977, όπου το έκτακτο

γεγονός της πυρκαγιάς η οποία προκάλεσε σημαντικές ζημιές στις βιομηχανικές εγκαταστάσεις, τον ανάγκασε να επιστρέψει και μαζί με τον πατέρα του να ανασυγκροτήσει την εταιρεία στηριζόμενος στη μονάδα της Ζακύνθου. Οι συγκρούσεις μεταξύ πατέρα και υιού, οι οποίες αφορούσαν τόσο τη διοίκηση όσο και την οργάνωση της εταιρείας, άρχισαν κατά την περίοδο όπου ο Απόστολος Βακάκης ανέλαβε την παραγωγική μονάδα της Ζακύνθου. Το 1985, έπειτα από την αποχώρηση του πατέρα, ο υιός αναλαμβάνει τη διοίκηση της εταιρείας. Από το 1986 έως το 1990 διοικεί και τις δύο εταιρείες και το 1990 παίρνει την απόφαση της πώλησης της «EL GRECO» στην πολυεθνική εταιρεία «HASBRO». Το 1994 μπαίνει δυναμικά στη λιανική πώληση, πιστεύοντας ότι είναι το επιχειρηματικό μέλλον στην Ελλάδα, δημιουργώντας μια «υπεραγορά» παιχνιδιών. Το 2000 για δεύτερη φορά, αντιμετώπισε το έκτακτο γεγονός μιας πυρκαγιάς, η οποία ξεσπάει στα γραφεία της διοίκησης και στις αποθήκες. Στα επόμενα χρόνια η εταιρεία έχει σταθερή ανοδική πορεία και το 2004 κερδίζει το διαγωνισμό αναλαμβάνοντας την αποκλειστική παραγωγή και διάθεση της μασκότ των Ολυμπιακών Αγώνων του 2004.

Η πορεία της εταιρείας από το 2009, στα έτη της οικονομικής κρίσης, είναι ανοδική, μετά την επέκτασή της στο εξωτερικό, εκτός της Κύπρου και της Βουλγαρίας και στη Ρουμανία (από το 2014) μέσω θυγατρικών εταιρειών.



Πίνακας 7: Πορεία πωλήσεων ανά χώρα 2009-2015.

3.3 Στρατηγική ανάλυση της εταιρείας.

Η στρατηγική ανάλυση της εταιρείας Jumbo έχει ως σκοπό την καλύτερη κατανόηση και γνώση της εταιρείας όσο αφορά την ανάλυση των περιβαλλοντικών αλλαγών και τον προσδιορισμό των απειλών και των ευκαιριών. Στοχεύει στη δημιουργία άποψης των σημαντικών παραγόντων οι οποίοι έχουν επιπτώσεις στις μελλοντικές αποδόσεις της εταιρείας. Η ανάλυση αποσκοπεί στην κατανόηση της ανταγωνιστικότητας του κλάδου που κινείται η εταιρεία όπως επίσης και του περιβάλλοντός της (μίκρο και μακρο).

Η στρατηγική αυτή ανάλυση, αποτελείται από την ανάλυση του εξωτερικού μακρο-περιβάλλον της εταιρείας , την ανάλυση PEST, από την ανάλυση του εξωτερικού μικρο-περιβάλλοντος της και της έντασης του ανταγωνισμού, το μοντέλο των πέντε δυνάμεων του Porter και τέλος από την ανάλυση SWOT, η οποία χρησιμοποιείται για τον προσδιορισμό τόσο των δυνάμεων και των αδυναμιών της εταιρείας καθώς και των πιθανών απειλών και ευκαιριών.

3.3.1 Ανάλυση PEST

Όπως αναφέραμε παραπάνω στο κεφάλαιο 2.1.1 η ανάλυση PEST μιας επιχείρησης είναι ζωτικής σημασίας για την κατανόηση του εξωτερικού περιβάλλοντος της έτσι ώστε να είναι σε θέση να καθορίσει τη στρατηγική της πορεία και τους στόχους της και να προσαρμόσει τη λειτουργία της σε όλες τις περιστάσεις.

Λαμβάνοντας υπόψη την Ελληνική πραγματικότητα, παρακάτω παρατίθεται η ανάλυση PEST του Ομίλου Jumbo:

Πολιτικοί παράγοντες

Ένα βασικό πρόβλημα στην Ελλάδα είναι το ασταθές πολιτικό περιβάλλον. Οι επιχειρήσεις που επιδιώκουν να διατηρήσουν τις δραστηριότητές τους στην Ελλάδα και να συνεχίσουν τις επενδύσεις τους πρέπει να είναι σε θέση να δημιουργήσουν ένα περιβάλλον που θα διευκολύνει τις κινήσεις. Ωστόσο, το σημερινό πολιτικό περιβάλλον στην Ελλάδα δεν προωθεί τις επενδύσεις ή άλλες στρατηγικές κινήσεις , λόγω της υψηλής αβεβαιότητας.

Το κλίμα αβεβαιότητας που επικρατεί στην κυβερνητική πολιτική επηρεάζει συνολικά τις επιδόσεις των επιχειρήσεων. Σε αύξηση του κλίματος αβεβαιότητας οδηγεί η μακροχρόνια διαπραγμάτευση της Ελληνικής κυβέρνησης με τους φορείς της Ευρωπαϊκής Ένωσης και με τα σχετικά ιδρύματα καθώς και οι φήμες για έξοδο από την ευρωπαϊκή νομισματική ένωση.

Επίσης, η αύξηση της φορολογίας τόσο του εισοδήματος όσο και του φόρου κατανάλωσης (ΦΠΑ) καθώς και των μερισμάτων, έχει αρνητικές επιπτώσεις στα κέρδη των επιχειρήσεων και διευρύνει το αρνητικό κλίμα της κυβερνητικής πολιτικής.

Το πολιτικό περιβάλλον έχει αλλάξει τις σχέσεις εργασίας με τέτοιο τρόπο που ευνοεί επιχειρήσεις όπως την εταιρεία Jumbo, η οποία μπορεί να απασχολεί εργαζομένους με τον κατώτατο μισθό, βάσει εθνικής συλλογικής σύμβασης και με μερική απασχόληση. Το ποσοστό του 2015 των αμοιβών και εξόδων προσωπικού ανήλθε σε 48% των εξόδων διοίκησης και διάθεσης (στα ίδια επίπεδα κυμαίνεται και τα προηγούμενα χρόνια, το 2014 και το 2013 σε 49%, το 2012 σε 51% και το 2011 σε 53%).

Συμμετοχή αμοιβών και εξόδων προσωπικού στο σύνολο των εξόδων (διοίκησης και διάθεσης)					
	2011 A	2012 A	2013 A	2014 A	2015 A
Αμοιβές και έξοδα προσωπικού	73.253.772	74.470.378	72.219.164	77.952.624	80.695.947
Σύνολο εξόδων (διοίκησης και διάθεσης)	139.400.239	147.038.700	146.769.685	159.047.987	169.327.856
% Αμοιβών προσωπικού επί των εξόδων	53%	51%	49%	49%	48%

Πίνακας 8: Πίνακας αμοιβών προσωπικού επί των εξόδων

Είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι υπήρξαν ορισμένες ενέργειες, όπως να επιτρέψει στους λιανοπωλητές να εργάζονται τις Κυριακές.

Οικονομικοί παράγοντες

Η οικονομική κυβερνητική πολιτική της Ελλάδας είναι «στενή». Η φορολογική και δημοσιονομική πολιτική, με την επιβολή νέων φόρων, σε εισόδημα και

Φόρο κατανάλωσης (ΦΠΑ) επηρεάζει το οικονομικό περιβάλλον των επιχειρήσεων σε μεγάλο βαθμό. Όπως επίσης ο αρνητικός ρυθμός οικονομικής μεγέθυνσης στη χώρα μας, ο οποίος το 1^ο τρίμηνο 2016 ήταν -1,35% (EUROBANK RESEARCH: 7 ΗΜΕΡΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ, ΤΕΥΧΟΣ 171, 7/7/16) και σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή (ΕΕ) για το σύνολο του έτους θα είναι -0,30% και για το 2017 αναμένεται να επιστρέψει σε τροχιά ανάπτυξης 2,7%. Η επιλογή του Ομίλου Jumbo να επεκτείνει το δίκτυό της σε Κύπρο και Βουλγαρία, με χαμηλότερη φορολογία και φόρο κατανάλωσης (ΦΠΑ), αποτελεί πλεονέκτημα για περισσότερο κέρδος.

Είναι γεγονός ότι το καθαρό εισόδημα των καταναλωτών είναι πολύ χαμηλό. Αυτό ευνόησε τον Όμιλο του οποίου οι πωλήσεις είναι σε πολύ χαμηλές τιμές. Ως εκ τούτου, προσέλκυσε το ενδιαφέρον πολλών καταναλωτών οι οποίοι ήταν σε μια αναζήτηση για την καλύτερη δυνατή τιμή ή προσφορά.

Παράγοντες που καθορίζουν την αποδοτικότητα της Ελληνικής οικονομίας, η οποία με τη σειρά της επηρεάζει την οικονομία των επιχειρήσεων είναι το υψηλό ποσοστό ανεργίας, το χαμηλό ποσοστό πληθωρισμού και τα οποία επηρεάζουν την αγοραστική δύναμη αλλάζοντας τα μοντέλα ζήτησης και προσφοράς της αγοράς.

Τα επιτόκια δανεισμού κυμαίνονται από μέτρια έως πολύ υψηλά. Ο Όμιλος Jumbo προκειμένου να υλοποιήσει τα επενδυτικά του σχέδια προχώρησε σε έκδοση ομολογιακού δανείου (όπως αναφέρουν στην ετήσια οικονομική έκθεση 2014-2015, σελίδα 12, στις 21/05/2014 υπογράφηκε μεταξύ της μητρικής εταιρείας και πιστωτικού ιδρύματος, σύμβαση κάλυψης κοινού Ομολογιακού Δανείου, πενταετούς διάρκειας με ανώτατο ποσό μέχρι 145 εκατ. ευρώ με συμφέροντες όρους για την εταιρεία-το επιτόκιο δανεισμού ανέρχεται σε euřibor εξαμήνου + 4% περιθώριο, το κεφάλαιο του δανείου θα εξοφληθεί εφάπαξ στη λήξη του) και για την αποφυγή πιστωτικού κινδύνου συνεργάζεται με αναγνωρισμένα πιστωτικά ιδρύματα υψηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης.

Κοινωνικοί παράγοντες

Οι παράγοντες αυτοί που αντικατοπτρίζουν το σημερινό κοινωνικό περιβάλλον της Ελληνικής αγοράς είναι η άνιση κατανομή του εισοδήματος, η

ανύπαρκτη κοινωνική και αγοραστική κινητικότητα και γενικά οι δύσκολες κοινωνικές συνθήκες λόγω της οικονομικής κρίσης . Στον Όμιλο Jumbo αυτό μεταφέρεται στην έντονη εποχικότητα των πωλήσεων, φθάνοντας το 48% των πωλήσεων. Αυτό αποδεικνύει ότι ο Όμιλος δεν ακολουθεί μόνο τις τάσεις της αγοράς αλλά και τις ανάγκες των καταναλωτών.

Επίσης, με τον περιορισμό κίνησης των κεφαλαίων έχουμε αύξηση χρήσης των πιστωτικών καρτών. Αυτό δημιουργεί προσωρινό πρόβλημα ρευστότητας στις επιχειρήσεις, τον οποίο ο Όμιλος αντιμετώπισε και προσπέρασε όμως.

Σημαντικός κοινωνικός παράγοντας, ο οποίος επηρεάζει την εταιρεία Jumbo αφού απευθύνεται σε παιδιά (παιχνίδια, παιδικά, βρεφικά) είναι η υπογεννητικότητα, η οποία μαστίζει τη χώρα μας, σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ. Όπως προκύπτει από τους αριθμούς, η χειρότερη χρονιά θα μπορούσε να θεωρηθεί το 2013, καθώς οι γεννήσεις παρουσίασαν μείωση κατά 6,21% (94.134) σε σχέση με το 2012 (100.371) . Το 2014 οι γεννήσεις ήταν 92.148 και παρουσίασαν μείωση 2,1% σε σχέση με το 2013.

Βέβαια υπάρχει και το ενδεχόμενο η θεαματική αύξηση των μεταναστών να αμβλύνουν το δημογραφικό πρόβλημα της Ελλάδος και να ισοσκελίσει την αρνητική επιρροή της υπογεννητικότητας.

Τεχνολογικοί παράγοντες

Ο αργός ρυθμός αλλαγών για τις πωλήσεις μέσω Internet και δίχως ουσιαστικές αλλαγές επηρεάζει τη λειτουργία των επιχειρήσεων και την αγορά. Ο τρόπος με τον οποίο σήμερα οι επιχειρήσεις ανταγωνίζονται έχει αλλάξει σε σχέση με την επικαλούμενη on line αγορά και τις δυνατότητές που προσφέρει προκειμένου να αποκτήσουν ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα από την χρήση της τεχνολογίας μέσω ηλεκτρονικού εμπορίου. Στην τεχνολογική αυτή πρόοδο, ο Όμιλος Jumbo προώθησε το “Jumbo e-shop” με πολλές web προσφορές και δωρεάν αποστολή με αγορές άνω των 50 ευρώ.

Επίσης η εταιρεία δημιούργησε λειτουργία προγράμματος ERP, η οποία επιτρέπει τον άμεσο έλεγχο εισόδου και εξόδου των προϊόντων ώστε να έχουν μια καλύτερη διαχείριση στον τομέα της εφοδιαστικής αλυσίδας.

ΣΥΝΟΨΗ ΤΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ PEST

<p>Πολιτικοί παράγοντες (Political/legal issues)</p> <ul style="list-style-type: none"> •Ασταθές πολιτικό περιβάλλον. •"Ρευστή" κυβερνητική πολιτική. •Αύξηση φορολογίας. •Αλλαγή σχέσεων εργασίας και κατώτατους μισθούς (εθνική συλλογική σύμβαση). •Επέκταση λειτουργίας συγκεκριμένων Κυριακών. 	<p>Οικονομικοί παράγοντες (Economic factors)</p> <ul style="list-style-type: none"> •Οι οικονομικές κυβερνητικές πολιτικές είναι στενές (υψηλοί φόροι). •Αρνητικός ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης -1,35% (Α' Τρίμηνο 2016), και -0,30% για όλο το έτος 2016. •Πολύ χαμηλό καθαρό εισόδημα. •Υψηλό ποσοστό ανεργίας 24,6% (11/15). •Ποσοστό πληθωρισμού 0,1% (02/16). •Τα επιτόκια δανεισμού κυμαίνονται από μέτρια ως πολύ υψηλά.
<p>Κοινωνικοί παράγοντες (Social/cultural issues)</p> <ul style="list-style-type: none"> •Άνιση κατανομή του εισοδήματος. •Η κοινωνική και αγοραστική κινητικότητα είναι ανύπαρκτη. •Οι κοινωνικές συνθήκες ζωής είναι δύσκολες. •Η μείωση των γεννήσεων έτους 2014 -2,1% και -6,21% το έτος 2013 καθώς και τα μικρά ποσοστά παιδικής ηλικίας [ποσοστά ηλικιών: 14,5% (0-14), 67% (15-64) και 18,5% (65+)], είναι αρνητικό για το μέλλον της εταιρείας. •Αύξηση των μεταναστών. •Οι δημογραφικές αλλαγές είναι αμετάβλητες. (Άνδρες 49%, Γυναίκες 51%). •Αύξηση δανεισμού και με τον περιορισμό κίνησης κεφαλαίων αύξηση χρήσης πιστωτικών καρτών. 	<p>Τεχνολογικοί παράγοντες (Technological factors)</p> <ul style="list-style-type: none"> •Αργός ρυθμός αλλαγών στο Internet δίχως ουσιαστικές διαφορές.

Πίνακας 9:Σύνοψη της ανάλυσης PEST.

3.3.2 Ανάλυση Porter των Πέντε Δυνάμεων

Η ανάλυση με την οποία κατανοούμε το εξωτερικό μικρο-περιβάλλον μιας επιχείρησης καθώς και την ένταση του ανταγωνισμού, είναι η ανάλυση των πέντε δυνάμεων του Porter. Για τον Όμιλο Jumbo η ανάλυση Porter έχει ως εξής:

1.Ο υφιστάμενος ανταγωνισμός

Με τη μορφή και τα είδη των καταστημάτων του Ομίλου και σύμφωνα με την υπεύθυνη του τμήματος μετοχών της εταιρείας Jumbo, κ. Καραμητσώλη Αμαλία, η εταιρεία κατέχει τα εξής μερίδια αγοράς: 40% σε ότι αφορά το παιδί (παιχνίδια, βιβλία και bebe) και 20% στα υπόλοιπα (είδη σπιτιού, εποχιακά και το υπόλοιπο του βιβλιοχαρτοπωλείου). Ανταγωνιστές θεωρεί η εταιρεία κυρίως τα καταστήματα παιχνιδιών αφού έχει καθιερωθεί ως κατάστημα παιχνιδιών και γενικά πωλήσεων παιδικών ειδών. Θεωρούν όμως και τις υπεραγορές (hypermarket) όπως το praktiker και τα S/M, για την ακρίβεια ανέφερε ότι όπως μπαίνεις στα S/M για να αγοράσεις τρόφιμα και παίρνεις και τα υπόλοιπα (είδη σπιτιού, παιχνίδια χαρτικά) έτσι μπαίνεις και στα Jumbo να αγοράσεις για το παιδί γενικά και παίρνεις και τα υπόλοιπα.

Οι ανταγωνιστές του Ομίλου Jumbo, όσο αφορά την κύρια δραστηριότητα της τα παιχνίδια, είναι οι εξής:

Perfect Toys

Η επιχείρηση ξεκίνησε τη λειτουργία της το 1960 ως ζαχαροπλαστείο με την επωνυμία Perfect και το 1992 άρχισε την πώληση παιχνιδιών. Ο ιδιοκτήτης των καταστημάτων Perfect Toys είναι ο Δημήτρης Πανταζόπουλος ο οποίος κατάφερε να αναπτύξει την εταιρεία και να επεκτείνει το δίκτυο πωλήσεων της. Σήμερα, απαριθμούν 5 καταστήματα στην Αθήνα και e-shop.

Οικονομικά στοιχεία Perfect Toys		
Έτος	2015	2014
Πωλήσεις	5.265.355	4.724.831
Κέρδη προ φόρων	248.470	39.152

Max Stores

Η ελληνική εταιρεία Max Stores ιδρύθηκε το 1992 και δραστηριοποιείται στην πώληση παιχνιδιών, βιβλίων και εποχιακών ειδών. Τα Max Stores έχουν 8 καταστήματα στην Αθήνα και e-shop.

Οικονομικά στοιχεία Max Stores		
Έτος	2015	2014
Πωλήσεις	14.862.426	14.544.176
Κέρδη προ φόρων	214.671	151.100

Μουστάκας

Ο Μουστάκας είναι μια ελληνική εταιρεία παιχνιδιών, που αριθμεί 10 καταστήματα σε Αθήνα, 1 στη Θεσσαλονίκη και 1 στο Ηράκλειο Κρήτης και e-shop.

Οικονομικά στοιχεία Μουστάκας		
Έτος	2015	2014
Πωλήσεις	44.602.419	35.372.266
Κέρδη προ φόρων	3.176.513	3.676.345

Τα οικονομικά στοιχεία της εταιρείας Jumbo για τα έτη 2014 και 2015 είναι τα εξής:

Οικονομικά στοιχεία Jumbo		
Έτος	2015	2014
Πωλήσεις	518.969.929	491.555.418
Κέρδη προ φόρων	101.717.465	99.640.788

Η εταιρεία Jumbo, όπως φαίνεται και από τα οικονομικά τους στοιχεία, είναι σίγουρα ηγέτης (market leader) στην αγορά λιανικής πώλησης παιχνιδιών και βρεφικών ειδών.

Οι βασικοί ανταγωνιστές της είναι σαφώς μικρότερου μεγέθους όσο αφορά τον αριθμό καταστημάτων αλλά και των πωλήσεων.

Επίσης, οι βασικοί ανταγωνιστές δεν φαίνεται να ήταν σε θέση να αντιμετωπίσουν την κρίση. Για παράδειγμα, ο Μουστάκας, το οποίο είναι ένα εμπορικό σήμα παρόμοιο με αυτό της Jumbo και έχει ξεκινήσει την ίδια περίπτωση περίοδο με το Jumbo. Κατάφερε να ανοίξει πολλά καταστήματα σε

βασικά σημεία αγοράς. Ωστόσο, όταν ήρθε η κρίση έπρεπε να κλείσει πολλά από τα καταστήματά του.

Οι ανταγωνιστές της εταιρείας Jumbo, όπως φαίνεται από την πορεία τους, έχουν ως στόχο μόνο να διατηρήσουν τους πόρους τους και δεν έχουν τόσο επιθετική στρατηγική όπως έχει η εταιρεία Jumbo. Είναι προφανές ότι η εταιρεία ακολούθησε μια διαφορετική πορεία από τους ανταγωνιστές της.

Όσο αφορά τις υπόλοιπες δραστηριότητες της εταιρείας, οι ανταγωνιστές της (οι υπεραγορές) είναι σε πλεονεκτική θέση, όμως όπως φαίνεται και από την πορεία των πωλήσεων υπάρχει σταδιακή αύξηση ειδικά στο τομέα των ειδών σπιτιού. Το ποσοστό επί του συνόλου των πωλήσεων, των ειδών σπιτιού, το 2011 ήταν 23,21% (113.718.154 ευρώ) ενώ το 2015 έφθασε 29,70% (173.044.011 ευρώ). Τα εποχιακά είδη έχουν πιο σταθερή πορεία, το 2011 το ποσοστό ήταν 25,26% και το 2015 παρέμεινε περίπου το ίδιο, 25,06%.

Σύμφωνα με τα παραπάνω, η απειλή για την κύρια δραστηριότητα της εταιρείας από τον υφιστάμενο ανταγωνισμό είναι πολύ **ΧΑΜΗΛΗ** αφού η εταιρεία θεωρείται υψηλή δύναμη ως ηγέτης (market leader) στην αγορά λιανικής πώλησης παιχνιδιών και βρεφικών ειδών. Όμως, για τις υπόλοιπες δραστηριότητες, η απειλή του ανταγωνισμού από τις υπεραγορές και ιδίως από τα S/M είναι **ΥΨΗΛΗ**.

2. Η απειλή νέων ανταγωνιστών

Οι περισσότεροι από τους τωρινούς ανταγωνιστές έχουν μικρότερα μερίδια αγοράς και λιγότερα καταστήματα, σε σύγκριση με την Jumbo. Η τρέχουσα κατάσταση της αγοράς θα μπορούσε να αλλάξει είτε με την είσοδο ξένων παρόμοιων εταιρειών στην ελληνική αγορά είτε με την αλλαγή στρατηγικής των υφιστάμενων ανταγωνιστών και την επέκταση του δικτύου καταστημάτων τους, το οποίο δε διαφαίνεται στο άμεσο μέλλον και ως εκ τούτου η απειλή νέων ανταγωνιστών είναι **ΧΑΜΗΛΗ**.

3. Η απειλή των υποκατάστατων προϊόντων

Στην περίπτωση του εμπορίου λιανικής πώλησης παιχνιδιών, οι καταναλωτές μπορούν να βρουν πολλά από τα προϊόντα και σε άλλα καταστήματα λιανικής. Για παράδειγμα, υπάρχουν ορισμένα είδη παιχνιδιών (π.χ. βιντεοπαιχνίδια) που οι καταναλωτές δεν μπορούν να βρουν σε καταστήματα

παιχνιδιών αλλά σε άλλα καταστήματα λιανικής τα οποία αποτελούν ανταγωνιστές της λιανικής πώλησης παιχνιδιών.

Επιπλέον, στην αγορά των ειδών σπιτιού υπάρχουν πολλά υποκατάστατα και καλύτερης ποιότητας σε πολλά σούπερ μάρκετ.

Επομένως, για την εταιρεία η απειλή των υποκατάστατων προϊόντων είναι **ΥΨΗΛΗ**.

4.Η διαπραγματευτική δύναμη των προμηθευτών

Η διαπραγματευτική δύναμη των προμηθευτών μπορεί να επιφέρει τεράστιες ζημιές στον Όμιλο Jumbo. Το μεγαλύτερο μέρος των προμηθευτών του Ομίλου και συγκεκριμένα το 70% είναι η Κίνα (όπως αναφέρουν στην ετήσια οικονομική έκθεση 2014-2015, σελίδα 14) –όπως και των περισσότερων επιχειρήσεων του κλάδου. Σε περίπτωση που η συνεργασία με την Κίνα σταματήσει, αυτό θα έχει αντίκτυπο στα έσοδα των επιχειρήσεων. Μερικοί από τους παράγοντες που μπορεί να επηρεάσουν τις εισαγωγές θα μπορούσε πιθανόν να είναι η επιβολή δασμών, ο εμπορικός αποκλεισμός, οι απεργίες, η οικονομική κρίση. Μερικές από αυτές τις περιπτώσεις θα δυσκόλευαν την τροφοδοσία των καταστημάτων και ως αποτέλεσμα η οικονομική κατάσταση της Jumbo να επηρεαστεί αρνητικά.

Μεμονωμένα, η διαπραγματευτική δύναμη των προμηθευτών δεν είναι μεγάλη αφού κανένας προμηθευτής δεν αντιπροσωπεύει πάνω από 6% του συνόλου των πωλήσεων (όπως αναφέρουν στην ετήσια οικονομική έκθεση 2014-2015, σελίδα 14).

Επιπλέον, ο Όμιλος έχει μεγάλη διασπορά στο υπόλοιπο 30% των υπολοίπων προμηθευτών αφού είναι και ο ίδιος αποκλειστικός εισαγωγέας ορισμένων ειδών και επίσης απαριθμεί 163 προμηθευτές από την Ελλάδα(όπως αναφέρουν στην ετήσια οικονομική έκθεση 2014-2015, σελίδα 13).

Συμπερασματικά, η διαπραγματευτική δύναμη του 70% των προμηθευτών που προέρχονται από την Κίνα είναι **ΥΨΗΛΗ** ενώ όσο αφορά είτε μεμονωμένα είτε για το υπόλοιπο 30% είναι **ΧΑΜΗΛΗ**.

5. Η διαπραγματευτική δύναμη των αγοραστών

Συνολικά οι έμποροι λιανικής πώλησης παιχνιδιών έχουν κατηγορηθεί αρκετές φορές για την κακή ποιότητα των εμπορευμάτων τους. Οι καταναλωτές διαμαρτύρονται για τα ανθυγιεινά και επιβλαβή εμπορεύματα στρέφοντας τις επιλογές τους σε άλλα καταστήματα. Όμως, οι επιλογές αυτές των καταναλωτών δεν είναι δραματικές αφού η αντιστοιχία ποιότητας και τιμής είναι σε πολύ καλό επίπεδο.

Τέλος, λόγω της οικονομικής κρίσης οι Έλληνες επέλεξαν να υποστηρίξουν τα Ελληνικά καταστήματα παιχνιδιών και η εταιρεία Jumbo εξακολουθεί να είναι η φθηνότερη στην ελληνική αγορά.

Συγκεντρωτικά από τα παραπάνω, η διαπραγματευτική δύναμη των αγοραστών γενικά είναι **ΧΑΜΗΛΗ**.

Ολοκληρώνοντας την ανάλυση των 5 δυνάμεων Porter, η εκτίμηση του σθένους των 5 δυνάμεων στο σύνολό της είναι χαμηλή. Οι απειλές που μπορεί να υπάρξουν τόσο από τους υφιστάμενους και τους νέους ανταγωνιστές όσο και από την διαπραγματευτική δύναμη των αγοραστών είναι αντιμετωπίσιμα αφού δεν διαφαίνονται κάποια έντονα σημάδια στην αγορά.

Ιδιαίτερη προσοχή η εταιρεία, χρειάζεται να δώσει στην διαπραγματευτική δύναμη των προμηθευτών και την εξάρτησή της από τις εισαγωγές της Κίνας (το 70% των αγορών), καθώς και στα υποκατάστατα προϊόντα (π.χ. βιντεοπαιχνίδια).

ΣΥΝΟΨΗ ΤΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΤΩΝ 5 ΔΥΝΑΜΕΩΝ PORTER

1.Ο υφιστάμενος ανταγωνισμός	<ul style="list-style-type: none"> ❖ Η εταιρεία έχει καθιερωθεί ως “market leader” στην αγορά λιανικής πώλησης παιχνιδιών και βρεφικών ειδών. (Χαμηλή) ❖ Οι βασικοί ανταγωνιστές της είναι σαφώς μικρότερου μεγέθους όσο αφορά τον αριθμό καταστημάτων αλλά και των πωλήσεων.(Χαμηλή) ❖ Σημαντική απειλή υπάρχει από τις υπεραγορές όσο αφορά τις υπόλοιπες δραστηριότητες της εταιρείας.(Υψηλή)
2. Η απειλή νέων ανταγωνιστών	<ul style="list-style-type: none"> ❖ Απειλή υπάρχει με την είσοδο ξένων παρόμοιων εταιρειών στην ελληνική αγορά. (Χαμηλή) ❖ Απειλή επίσης μπορεί να υπάρξει με την αλλαγή της στρατηγικής των υφιστάμενων ανταγωνιστών και την επέκταση του δικτύου καταστημάτων τους. (Χαμηλή)
3. Η απειλή των υποκατάστατων προϊόντων	<ul style="list-style-type: none"> ❖ Συγκεκριμένα είδη παιχνιδιών (π.χ. βιντεοπαιχνίδια) δεν υπάρχουν σε καταστήματα παιχνιδιών αλλά σε άλλα καταστήματα λιανικής τα οποία αποτελούν ανταγωνιστές τους. (Υψηλή) ❖ Στην αγορά των ειδών σπιτιού επίσης υπάρχουν πολλά υποκατάστατα καλύτερης ποιότητας σε S/M.(Υψηλή)
4.Η διαπραγματευτική δύναμη των προμηθευτών	<ul style="list-style-type: none"> ❖ Το 70% των εισαγωγών αποκλειστικά από Κίνα. Κίνδυνος από μελλοντική επιβολή δασμών, εμπορικό απόκλεισμο κ.α. (Υψηλή) ❖ Κανένας προμηθευτής δεν αντιπροσωπεύει πάνω από 6% του συνόλου των πωλήσεων. (Χαμηλή) ❖ Μεγάλη διασπορά υπολοίπων προμηθευτών (αποκλειστικός εισαγωγέας σε ορισμένα είδη -163 προμηθευτές από την Ελλάδα). (Χαμηλή)
5. Η διαπραγματευτική δύναμη των αγοραστών	<ul style="list-style-type: none"> ❖ Η ποιότητα των εμπορευμάτων (επιβλαβή και ανθυγιεινά) μπορεί να αλλάξει την επιλογή των καταναλωτών προς συγκεκριμένα καταστήματα αλλά όχι δραματικά λόγω της αντιστοιχίας με την τιμή τους. (Χαμηλή) ❖ Παρά την οικονομική κρίση, το μέγεθος των αγοραστών δεν μπορεί να αλλάξει δραματικά, λόγω των πολύ χαμηλών τιμών των εμπορευμάτων. (Χαμηλή)

Πίνακας 10:Σύνοψη της ανάλυσης των 5 δυνάμεων PORTER.

3.3.3 ΑΝΑΛΥΣΗ SWOT

Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω, το παρακάτω σχήμα παρουσιάζει την ανάλυση SWOT του Ομίλου JUMBO:

ΑΝΑΛΥΣΗ SWOT

Ισχυρά σημεία (Strengths)	Αδύνατα σημεία (Weaknesses)
<ul style="list-style-type: none"> • Εμπορεύματα με πολύ χαμηλό κόστος σε πολύ μεγάλη ποικιλία, η οποία ανανεώνεται συνεχώς (δραστηριοποίηση σε πολλούς τομείς παιχνίδια, βρεφικά, είδη σπιτιού, εποχιακά). • Μεγάλο δίκτυο καταστημάτων. • Ισχυρή διαφήμιση. • Ισχυρή εικόνα στην αγορά και ηγετική θέση στον Ελληνικό κλάδο (ισχυρό brand name). • Διοίκηση με σχέδια, προοπτικές και ιδιαίτερες γνώσεις των αναγκών της αγοράς. 	<ul style="list-style-type: none"> • Έντονη εποχικότητα στις πωλήσεις. • Χαμηλή ποιότητα εμπορευμάτων (επικίνδυνα ή ελαττωματικά). • Εξάρτηση από εισαγωγές (70% από Κίνα).
Ευκαιρίες (Opportunities)	Απειλές (Threats)
<ul style="list-style-type: none"> • Ανάπτυξη εξωστρέφειας των εσόδων. • Ανύπαρκτος ανταγωνισμός. • Επέκταση σε νέες γεωγραφικές περιοχές - νέες αγορές (ευκαιρίες για νέες επενδύσεις). • Προσέγγιση επιπλέον τμημάτων της αγοράς. 	<ul style="list-style-type: none"> • Οικονομικές ρυθμίσεις. • Δυσμενείς συναλλαγματικές αλλαγές. • Επιβράδυνση στην ανάπτυξη αγοράς. • Ακόμη χαμηλότερο εισόδημα αγοραστικού κοινού. • Υποκατάστατα προϊόντα.

Πίνακας 11: Ανάλυση SWOT.

Στο κεφάλαιο αυτό, έγινε η περιγραφή και παρουσίαση της εταιρείας Jumbo, καθώς και η στρατηγική της ανάλυση, τα οποία προηγούνται της αποτίμησης ως απαιτούμενα για την ολοκλήρωση της. Η στρατηγική ανάλυση βοήθησε στην καλύτερη κατανόηση της εταιρείας, καθώς και στην αναγνώριση του περιβάλλοντος στο οποίο κινείται, τους ανταγωνιστές αλλά τις ευκαιρίες και τις απειλές που μπορεί να αντιμετωπίσει. Η ανάλυση αυτή στοχεύει στη δημιουργία άποψης εκείνων των παραγόντων οι οποίοι έχουν επιπτώσεις στις μελλοντικές αποδόσεις της εταιρείας και βοηθούν στη σωστότερη πρόβλεψη των οικονομικών μεγεθών και την αποφυγή λαθών των εκτιμήσεων. Μας απέδειξε ότι η εταιρεία, ως μοναδική στο είδος της, όχι μόνο κατάφερε και επιβίωσε μέσα στην οικονομική κρίση και τις δυσμενείς επιπτώσεις της αλλά

κατάφερε και με τις κατάλληλες αποφάσεις να εκμεταλλευτεί τις ευκαιρίες, να βελτιώσει την ανταγωνιστικότητα της και να συνεχίσει την ανοδική της πορεία αποφεύγοντας τους κινδύνους.

Τα αποτελέσματα της ανάλυσης αυτής μας παρουσίασαν ότι η εταιρεία λειτούργησε πάνω από τους ρυθμούς ανάπτυξης της Ελλάδας τα τελευταία έτη, επεκτείνεται επιτυχώς στις υπόλοιπες χώρες και επομένως όσο αφορά τις πωλήσεις και την αύξηση τους, τα επόμενα έτη θα είναι ανοδική αλλά με διαφορετικούς ρυθμούς για κάθε χώρα. Η κύρια γεωγραφική περιοχή, όσο αφορά τις πωλήσεις του ομίλου, είναι η Ελλάδα κατέχοντας το 75,17% το 2015 και επομένως οι συνθήκες του εξωτερικού περιβάλλοντος της χώρας μας (λόγω της οικονομικής κρίσης και τις άμεσες επιπτώσεις της στο κοινωνικό και πολιτικό πλαίσιο) θα επηρεάσουν την εκτίμηση για την πρόβλεψη των πωλήσεων. Ανάλογα όμως θα επηρεάσουν και η ηγετική θέση της εταιρείας στην ελληνική αγορά, η οποία οφείλεται στις χαμηλές τιμές, στην διαφοροποίηση και τη μεγάλη ποικιλία των προϊόντων, στο μεγάλο δίκτυο των καταστημάτων, στη διορατική και ικανή διοίκηση και στην έλλειψη άμεσης απειλής ανταγωνισμού. Επιπροσθέτως, η εκμετάλλευση των ευκαιριών του εσωτερικού περιβάλλοντος της εταιρείας και η επέκταση της στις υπόλοιπες γεωγραφικές περιοχές θα επηρεάσουν την εκτίμηση για την πρόβλεψη των πωλήσεων των υπόλοιπων χωρών.

Κεφάλαιο 4^ο : ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ «JUMBO ΑΕΕ»

4.1. Οδηγοί αξίας και προβλέψεις

Το επόμενο στάδιο της αποτίμησης, έπειτα από την γνώση της εταιρείας, είναι η σύνθεση των προβλέψεων των οικονομικών καταστάσεων, των μελλοντικών, δηλαδή, προσδοκιών σχετικά με την εταιρεία Jumbo, οι οποίες βασίζονται σε τρέχουσες αλλά και ιστορικές πληροφορίες καθώς επίσης και τη διατύπωση ορισμένων υποθέσεων (τους οδηγούς αξίας) των βασικών στοιχείων που επηρεάζουν τις ταμειακές ροές της εταιρείας.

Πριν ξεκινήσει η ανάλυση πρέπει να διευκρινιστούν τα εξής παρακάτω:

1. Οι ισολογισμοί και οι οικονομικές καταστάσεις που χρησιμοποιήθηκαν για την αποτίμηση είναι οι ενοποιημένες καταστάσεις του Ομίλου.
2. Για την αποτελεσματικότερη διεκπεραίωση της αποτίμησης έχουν ληφθεί στοιχεία των τελευταίων 5 ετών (2011-2015).
3. Επίσης, κατά τη διάρκεια εκπόνησης της εργασίας η εταιρεία ανακοίνωσε την αύξηση των πωλήσεων του έτους 2016 (01/07/2015-30/06/2016) καθώς και την απόφαση διανομής μερίσματος, τα οποία λήφθηκαν υπόψη για την αποτίμηση.
4. Ο ορίζοντας των προβλέψεων είναι 5 ετών (2016-2020).
5. Η πρόβλεψη του αριθμού των καταστημάτων ανά χώρα, για τα έτη 2017 έως 2020, έγινε βάσει ερμηνείας των σχολίων διοίκησης (Εξαμηνιαία οικονομική έκθεση 31/12/2015 σελίδες 11-12) και έχουν ως εξής:

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΡΟΒΛΕΨΗΣ ΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΩΝ ΑΝΑ ΧΩΡΑ 2016-2020						
	e-shop	e-shop	e-shop	e-shop	e-shop	e-shop
	06/2015	06/2016	06/2017	06/2018	06/2019	06/2020
ΧΩΡΑ	A	A	E	E	E	E
ΕΛΛΑΔΑ	53	51	51	52	53	54
ΚΥΠΡΟΣ	5	5	5	5	5	5
ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ	8	8	9	9	10	10
ΡΟΥΜΑΝΙΑ	6	7	9	11	13	15
	72	71	74	77	81	84

Πίνακας 12: Πίνακας πρόβλεψης καταστημάτων ανά χώρα 2016-2020.

4.1.1 Παραδοχές-Υποθέσεις σχετικά με τους Οδηγούς Αξίας

1. Η πρόβλεψη των πωλήσεων.

Για το έτος 2016, έπειτα από την ανακοίνωση της εταιρείας, λήφθηκε η πραγματική αύξηση του έτους, σε σχέση με το 2015, η οποία είναι 9,44%.

Για τα έτη 2017-2020, για τα οποία η εταιρεία δεν έχει προβεί σε κάποια πρόβλεψη, οι πωλήσεις υπολογίσθηκαν με το μέσο όρο τριών αποτελεσμάτων ως εξής:

A) του ιστορικού μέσου ρυθμού αύξησης των πωλήσεων ανά χώρα των τελευταίων 5 ετών (2012-2016) έχοντας ως έτος βάσης το 2016. Ο μέσος ρυθμός αύξησης ανά χώρα υπολογίσθηκε για την Ελλάδα 1,91%, για την Κύπρο 9,02%, για την Βουλγαρία 21,14% και για την Ρουμανία 37,54% και έχοντας ως έτος βάσης το 2016 τα ποσοστά είναι:

% Πωλήσεων βάσει Μ.Ο. 5 ετών	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E	M.O.
	7,04%	8,03%	9,21%	10,57%	8,71%

Πίνακας 13: Ποσοστά πωλήσεων βάσει Μέσο Όρο πέντε ετών.

B) των πωλήσεων ανά κατάσταση και χώρα του 2016 πολλαπλασιαζόμενο με την πρόβλεψη των καταστημάτων ανά χώρα των ετών 2017-2020.

% Πωλήσεων βάσει πρόβλεψης καταστημάτων	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E	M.O.
	3,18%	3,48%	4,30%	3,22%	3,54%

Πίνακας 14: Ποσοστά πωλήσεων βάσει πρόβλεψης καταστημάτων.

Γ) του αριθμητικού μέσου των προβλέψεων πωλήσεων ανά χώρα των αναλυτών.

% Πωλήσεων βάσει Μ.Ο. Αναλυτών	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E	M.O.
	1,99%	5,92%	5,81%	6,50%	5,06%

Πίνακας 15: Ποσοστά πωλήσεων βάσει Μέσο Όρο Αναλυτών.

Ο μέσος όρος των παραπάνω υπολογισμών ανά χώρα και ανά έτος είναι:

% Τελικής πρόβλεψης πωλήσεων	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E	M.O.
	4,07%	5,84%	6,51%	6,93%	5,84%
Ελλάδα	-0,04%	2,55%	3,83%	3,07%	2,35%
Κύπρος	6,61%	4,23%	4,36%	5,08%	5,07%
Βουλγαρία	12,27%	9,31%	11,04%	9,96%	10,64%
Ρουμανία	30,21%	28,67%	20,86%	25,63%	26,34%

Πίνακας 16: Ποσοστά τελικής πρόβλεψης πωλήσεων.

Σημείωση

Όσο αφορά στις πωλήσεις, πριν καταλήξουμε στην παραπάνω πρόβλεψη πωλήσεων χρησιμοποιήθηκε και η μέθοδο παλινδρόμησης λαμβάνοντας υπόψη τις πωλήσεις ανά τρίμηνο και ανά χώρα με το ρυθμό ανάπτυξης του ΑΕΠ ανά τρίμηνο και το ρυθμό ανάπτυξης του δείκτη τιμών καταναλωτή ανά τρίμηνο. Τα αποτελέσματα όμως δεν ήταν στατιστικά σημαντικά και γι αυτό δεν λήφθηκαν υπόψη στις προβλέψεις. Τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων παρατίθενται στο Παράρτημα 1 στο τέλος της εργασίας.

2. Το κόστος πωληθέντων.

Το κόστος πωληθέντων υπολογίστηκε με τα κάτωθι ποσοστά επί των προβλεπόμενων πωλήσεων:

ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΘΕ-ΝΤΩΝ ΑΝΑ ΧΩΡΑ	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
% ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛ.ΕΤΟΥΣ	47,18%	47,25%	47,30%	47,34%	47,39%

Πίνακας 17: Ποσοστά πρόβλεψης κόστους πωληθέντων.

3. Τα έξοδα διάθεσης (εκτός αποσβέσεων).

Τα έξοδα διάθεσης (εκτός αποσβέσεων) υπολογίστηκαν με σταθερό ποσοστό **21,90 %** επί των προβλεπόμενων πωλήσεων.

4. Τα έξοδα διοίκησης (εκτός αποσβέσεων).

Τα έξοδα διοίκησης (εκτός αποσβέσεων) υπολογίστηκαν με σταθερό ποσοστό **3,74%** επί των προβλεπόμενων πωλήσεων.

5. Επιπρόσθετες επενδύσεις σε πάγια.

Οι επιπρόσθετες επενδύσεις σε πάγια υπολογίστηκαν από τη μεταβολή των προβλεπόμενων καθαρών επενδύσεων παγίων. Οι προβλεπόμενες καθαρές επενδύσεις σε πάγια του κάθε έτους τώρα, υπολογίστηκαν από τις προβλεπόμενες ενσώματες ακινητοποιήσεις κάθε έτους επί το ιστορικό μέσο όρο των καθαρών επενδύσεων σε πάγια προς προβλεπόμενες ενσώματες ακινητοποιήσεις των τελευταίων 10 ετών. Τα βήματα που ακολουθήσαμε είναι τα εξής:

A). Υπολογίστηκαν οι προβλεπόμενες ενσώματες ακινητοποιήσεις ως σταθερό ποσοστό αύξησης κάθε έτους με βάση τον ιστορικό μέσο ρυθμό αύξησης των ενσώματων ακινητοποιήσεων των τελευταίων 10 ετών.

Β). Υπολογίσθηκε ο ιστορικός μέσος όρος των καθαρών επενδύσεων σε πάγια προς ενσώματες ακινητοποιήσεις των τελευταίων 10 ετών.

Γ). Υπολογίσθηκαν οι προβλεπόμενες καθαρές επενδύσεις σε πάγια για κάθε έτος (A * B).

6.Αποσβέσεις.

Οι αποσβέσεις υπολογίσθηκαν ως σταθερό ποσοστό επί των προβλεπόμενων ενσώματων ακινητοποιήσεων (οι οποίες υπολογίσθηκαν για τις επιπρόσθετες επενδύσεις σε πάγια βήμα Α) με βάση τον ιστορικό μέσο όρο των αποσβέσεων ως ποσοστό επί των ενσώματων ακινητοποιήσεων των τελευταίων 10 ετών.

7.Νέες επενδύσεις σε κεφάλαιο κίνησης.

Οι νέες επενδύσεις σε κεφάλαιο κίνησης υπολογίσθηκαν από τη διαφορά κάθε έτους με το προηγούμενο των αποθεμάτων συν των πελατών μείον των προμηθευτών δηλαδή από τον τύπο:

$$ΚΚΚ = (Αποθέματα_{t+1} - Αποθέματα_t) + (Πελάτες_{t+1} - Πελάτες_t) - (Προμηθευτές_{t+1} - Προμηθευτές_t) \quad (24)$$

Οι προβλέψεις των αποθεμάτων, των πελατών και των προμηθευτών υπολογίσθηκαν ως σταθερό ποσοστό επί των προβλεπόμενων πωλήσεων με βάση τον ιστορικό μέσο όρο τους ως ποσοστό επί των πωλήσεων των τελευταίων 5 ετών.

4.1.2. Υπολογισμοί οδηγών αξίας

1.Οι πωλήσεις του έτους 2016 έπειτα από την ανακοίνωση της εταιρείας του ποσοστού αύξησης 9,44% σε σχέση με το 2015, έχουν ως εξής:

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΡΟΒΛΕΨΗΣ ΠΩΛΗΣΕΩΝ 2016 ΒΑΣΕΙ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ			
	2015 Α	% ΑΥΞΗΣΗΣ	2016 Α
Πωλήσεις	582.548.135	9,44%	637.558.950
Ελλάδα	437.876.871	4,86%	459.157.687
Κύπρος	75.029.977	5,00%	78.781.476
Βουλγαρία	45.349.630	12,54%	51.036.474
Ρουμανία	24.291.657	100,00%	48.583.314

Πίνακας 18: Πίνακας πρόβλεψης πωλήσεων 2016 βάσει ανακοίνωσης της εταιρείας.

Οι πωλήσεις των ετών 2017-2019 υπολογίσθηκαν με το μέσο όρο των αποτελεσμάτων των τριών ακόλουθων υπολογισμών:

A) του ιστορικού μέσου ρυθμού αύξησης των πωλήσεων ανά χώρα των τελευταίων 5 ετών (2012-2016) έχοντας ως έτος βάσης το 2016. Ο μέσος ρυθμός αύξησης των ετών 2017-2020 του πρώτου υπολογισμού είναι **8,71%** και αναλυτικά για την Ελλάδα 1,91%, για την Κύπρο 9,02%, για την Βουλγαρία 21,14% και για την Ρουμανία 37,54%:

ΠΡΟΒΛΕΨΗ ΠΩΛΗΣΕΩΝ 2017-2019							
Α) ΠΩΛΗΣΕΙΣ ΒΑΣΕΙ ΜΕΣΟ ΟΡΟ 5 ΤΕΛΕΥΤΑΙΩΝ ΕΤΩΝ							
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	
Πωλήσεις	490,0	494,3	502,2	541,8	582,5	637,56	
Ελλάδα	418,3	412,2	413,7	425,6	437,9	459,16	
Κύπρος	51,9	54,9	54,3	66,9	75,0	78,78	
Βουλγαρία	19,8	27,2	34,2	40,5	45,3	51,04	
Ρουμανία				8,8	24,3	48,58	
% Αύξησης πωλήσεων							M.O.
Ελλάδα		-1,45%	0,38%	2,87%	2,88%	4,86%	1,91%
Κύπρος		5,9%	-1,2%	23,3%	12,2%	5,0%	9,02%
Βουλγαρία		37,0%	25,7%	18,5%	12,0%	12,5%	21,14%
Ρουμανία					175,1%	100,00%	37,54%
Πωλήσεις βάσει M.O. 5 ετών	2016 A	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E		
	637.558.950	682.454.704	737.286.863	805.169.056	890.287.064		
Ελλάδα	459.157.687	467.915.974	476.841.323	485.936.920	495.206.013		
Κύπρος	78.781.476	85.891.294	93.642.754	102.093.762	111.307.452		
Βουλγαρία	51.036.474	61.825.584	74.895.512	90.728.423	109.908.411		
Ρουμανία	48.583.314	66.821.852	91.907.274	126.409.950	173.865.187		

Πίνακας 19: Πίνακας πρόβλεψης πωλήσεων βάσει μέσο όρο πέντε ετών.

B) των πωλήσεων ανά κατάστημα και χώρα του 2016 πολλαπλασιαζόμενο με την πρόβλεψη των καταστημάτων ανά χώρα των ετών 2017-2020. Ο μέσος ρυθμός αύξησης των ετών 2017-2020 του δεύτερου υπολογισμού είναι **3,54%**:

B) ΠΩΛΗΣΕΙΣ ΒΑΣΕΙ ΠΡΟΒΛΕΨΗΣ ΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΩΝ					
Πωλήσεις ανά κατάστημα	2016 A				
	Ελλάδα	9.003.092			
Κύπρος	15.756.295				
Βουλγαρία	6.379.559				
Ρουμανία	6.940.473				
Καταστήματα	06/2016 A	06/2017 E	06/2018 E	06/2019 E	06/2020 E
ΕΛΛΑΔΑ		51	51	52	53
					54

ΚΥΠΡΟΣ	5	5	5	5	5
ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ	8	9	9	10	10
ΡΟΥΜΑΝΙΑ	7	9	11	13	15
	71	74	77	81	84

Πωλήσεις βάσει πρόβλεψης καταστημάτων	2016 A	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
	637.558.950	657.819.456	680.703.495	709.967.093	732.851.132
Ελλάδα	459.157.687	459.157.687	468.160.779	477.163.871	486.166.963
Κύπρος	78.781.476	78.781.476	78.781.476	78.781.476	78.781.476
Βουλγαρία	51.036.474	57.416.033	57.416.033	63.795.592	63.795.592
Ρουμανία	48.583.314	62.464.261	76.345.208	90.226.155	104.107.101

Πίνακας 20: Πίνακας πρόβλεψης πωλήσεων βάσει πρόβλεψης καταστημάτων.

Γ) του αριθμητικού μέσου των προβλέψεων πωλήσεων ανά χώρα των αναλυτών. Ο μέσος ρυθμός αύξησης των ετών 2017-2020 του τρίτου υπολογισμού είναι **5,06%**:

Γ) ΠΩΛΗΣΕΙΣ ΒΑΣΕΙ ΜΕΣΟΥ ΟΡΟΥ ΠΡΟΒΛΕΨΗΣ ΑΝΑΛΥΤΩΝ						
	2015	2016 E	2017 E	2018 E		
BETA	582,5	629,2	673,5	717,9		
Ελλάδα	437,9	453,6	473,6	498,1		
Κύπρος	75,0	79,3	82,9	86,2		
Βουλγαρία	45,3	49,7	55,7	60,3		
Ρουμανία	24,3	46,6	61,3	73,3		
PIRAEUS	582,5	612,3	645,9	692,1		
Ελλάδα	437,9	430,6	432,7	443,4		
Κύπρος	75,0	80,5	81,7	83,8		
Βουλγαρία	45,3	50,3	54,4	57,6		
Ρουμανία	24,3	50,9	77,1	107,3		
ALPHA	582,5	616,6	640,3	662,2		
Ελλάδα	437,9	432,1	440,7	449,5		
Κύπρος	75,0	98,0	100,0	102,0		
Βουλγαρία	45,3	49,9	50,0	51,9		
Ρουμανία	24,3	36,6	49,6	58,8		
IBG	582,5	614,1	641,4	682,9	728,8	776,2
Ελλάδα	437,9	438,6	452,3	477,2	503,0	529,8
Κύπρος	75,0	80,5	84,6	88,8	93,2	97,9
Βουλγαρία	45,3	48,5	50,5	52,5	54,1	55,7
Ρουμανία	24,3	46,5	54,0	64,4	78,5	92,8
Πωλήσεις βάσει Μ.Ο. Αναλυτών	582.500.000	618.050.000	650.275.000	688.775.000	728.800.000	776.200.000
Ελλάδα	437.900.000	438.725.000	449.825.000	467.050.000	503.000.000	529.800.000
Κύπρος	75.000.000	84.575.000	87.300.000	90.200.000	93.200.000	97.900.000
Βουλγαρία	45.300.000	49.600.000	52.650.000	55.575.000	54.100.000	55.700.000
Ρουμανία	24.300.000	45.150.000	60.500.000	75.950.000	78.500.000	92.800.000

Πίνακας 21: Πίνακας πρόβλεψης πωλήσεων βάσει μέσο όρο πρόβλεψης αναλυτών.

Ο μέσος όρος των παραπάνω τριών υπολογισμών μας έδωσε την τελική πρόβλεψη των πωλήσεων για τα έτη 2017-2020 με μέσο ρυθμό αύξησης για τον όμιλο **5,84%** και αναλυτικά για την Ελλάδα 2,35%, για την Κύπρο 5,07%, για την Βουλγαρία 10,64% και για την Ρουμανία 26,34%:

ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ ΤΩΝ ΤΡΙΩΝ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΩΝ				
Πωλήσεις βάσει Μ.Ο. 5 ετών	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
	682.454.704	737.286.863	805.169.056	890.287.064
Ελλάδα	467.915.974	476.841.323	485.936.920	495.206.013
Κύπρος	85.891.294	93.642.754	102.093.762	111.307.452
Βουλγαρία	61.825.584	74.895.512	90.728.423	109.908.411
Ρουμανία	66.821.852	91.907.274	126.409.950	173.865.187
Πωλήσεις βάσει πρόβλεψη καταστημάτων	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
	657.819.456	680.703.495	709.967.093	732.851.132
Ελλάδα	459.157.687	468.160.779	477.163.871	486.166.963
Κύπρος	78.781.476	78.781.476	78.781.476	78.781.476
Βουλγαρία	57.416.033	57.416.033	63.795.592	63.795.592
Ρουμανία	62.464.261	76.345.208	90.226.155	104.107.101
Πωλήσεις βάσει Μ.Ο. Αναλυτών	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
	650.275.000	688.775.000	728.800.000	776.200.000
Ελλάδα	449.825.000	467.050.000	503.000.000	529.800.000
Κύπρος	87.300.000	90.200.000	93.200.000	97.900.000
Βουλγαρία	52.650.000	55.575.000	54.100.000	55.700.000
Ρουμανία	60.500.000	75.950.000	78.500.000	92.800.000
Τελική πρόβλεψη πωλήσεων	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
	663.516.387	702.255.119	747.978.716	799.779.399
Ελλάδα	458.966.220	470.684.034	488.700.264	503.724.325
Κύπρος	83.990.923	87.541.410	91.358.413	95.996.309
Βουλγαρία	57.297.206	62.628.848	69.541.338	76.468.001
Ρουμανία	63.262.038	81.400.827	98.378.701	123.590.763

Πίνακας 22: Πίνακας τελικής πρόβλεψης πωλήσεων βάσει μέσο όρο τριών υπολογισμών.

2. Το κόστος πωληθέντων υπολογίστηκε ως σταθερό ποσοστό ανά χώρα επί των προβλεπόμενων πωλήσεων με βάση τον ιστορικό μέσο όρο του κόστους πωληθέντων ως ποσοστό επί των πωλήσεων των τελευταίων 5 ετών ανά χώρα, ως εξής:

	2011	2012	2013	2014	2015	
Πωλήσεις	490,0	494,3	502,2	541,8	582,5	
Ελλάδα	418,3	412,2	413,7	425,6	437,9	
Κύπρος	51,9	54,9	54,3	66,9	75,0	
Βουλγαρία	19,8	27,2	34,2	40,5	45,3	
Ρουμανία				8,8	24,3	
Κόστος Πωληθέντων	229,2	231,3	239,4	254,0	272,8	
Ελλάδα	194,0	191,0	194,8	195,9	201,3	
Κύπρος	25,9	26,8	27,0	33,1	36,7	
Βουλγαρία	9,4	13,5	17,5	20,8	23,0	
Ρουμανία				4,2	11,9	
% ΚΠ/Πωλήσεις						Μ.Ο. ΧΩΡΑΣ
Ελλάδα	46,37%	46,33%	47,09%	46,02%	45,98%	46,36%
Κύπρος	49,86%	48,76%	49,81%	49,53%	48,89%	49,37%
Βουλγαρία	47,46%	49,65%	51,32%	51,33%	50,65%	50,08%
Ρουμανία				47,90%	48,82%	48,36%

ΠΩΛΗΣΕΙΣ	2016 A	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
Ελλάδα	459.157.687	458.966.220	470.684.034	488.700.264	503.724.325
Κύπρος	78.781.476	83.990.923	87.541.410	91.358.413	95.996.309
Βουλγαρία	51.036.474	57.297.206	62.628.848	69.541.338	76.468.001
Ρουμανία	48.583.314	63.262.038	81.400.827	98.378.701	123.590.763
ΣΥΝΟΛΑ	637.558.950	663.516.387	702.255.119	747.978.716	799.779.399
ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΘΕ- ΝΤΩΝ ΑΝΑ ΧΩΡΑ	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
Ελλάδα	212.860.303	212.771.541	218.203.787	226.555.907	233.520.891
Κύπρος	38.893.539	41.465.386	43.218.221	45.102.633	47.392.311
Βουλγαρία	25.559.680	28.695.129	31.365.280	34.827.138	38.296.094
Ρουμανία	23.495.947	30.594.897	39.367.210	47.578.079	59.771.180
ΣΥΝΟΛΑ	300.809.469	313.526.953	332.154.498	354.063.757	378.980.477
% ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛ.ΕΤΟΥΣ	47,18%	47,25%	47,30%	47,34%	47,39%

Πίνακας 23: Πίνακας υπολογισμού πρόβλεψης κόστους πωληθέντων.

3. Τα έξοδα διάθεσης (εκτός αποσβέσεων) υπολογίσθηκαν ως σταθερό ποσοστό επί των προβλεπόμενων πωλήσεων με βάση τον ιστορικό μέσο όρο των εξόδων διάθεσης(εκτός αποσβέσεων) ως ποσοστό επί των πωλήσεων των τελευταίων 5 ετών, ως εξής:

Υπολογισμός πρόβλεψης λογαριασμού Έξοδα διάθεσης εκτός αποσβέσεων						
	2011 A	2012 A	2013 A	2014 A	2015 A	
<u>Κύκλος εργασιών</u>	489.972.161	494.288.503	502.184.921	541.847.153	582.548.135	
Έξοδα διάθεσης εκτός αποσβέσεων	-106.060.422	-111.134.633	-109.246.360	-119.163.262	-126.028.468	
	21,65%	22,48%	21,75%	21,99%	21,63%	M.O. 21,90%
	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E	
<u>Κύκλος εργασιών</u>	637.558.950	663.516.387	702.255.119	747.978.716	799.779.399	
Πρόβλεψη Εξόδων διάθεσης εκτός αποσβέσεων	139.638.450	145.323.659	153.808.234	163.822.637	175.168.046	

Πίνακας 24: Πίνακας υπολογισμού πρόβλεψης εξόδων διάθεσης (εκτός αποσβέσεων).

4. Τα έξοδα διοίκησης(εκτός αποσβέσεων) υπολογίσθηκαν ως σταθερό ποσοστό επί των προβλεπόμενων πωλήσεων με βάση τον ιστορικό μέσο όρο των εξόδων διοίκησης(εκτός αποσβέσεων) ως ποσοστό επί των πωλήσεων των τελευταίων 5 ετών, ως εξής:

Υπολογισμός πρόβλεψης λογαριασμού Έξοδα διοίκησης εκτός αποσβέσεων						
	2011 A	2012 A	2013 A	2014 A	2015 A	
<u>Κύκλος εργασιών</u>	489.972.161	494.288.503	502.184.921	541.847.153	582.548.135	
Έξοδα διοίκησης εκτός αποσβέσεων	-18.042.734	-18.490.089	-18.661.968	-20.508.836	-22.050.516	
	3,68%	3,74%	3,72%	3,78%	3,79%	M.O. 3,74%
	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E	
<u>Κύκλος εργασιών</u>	637.558.950	663.516.387	702.255.119	747.978.716	799.779.399	
Πρόβλεψη Εξόδων διοίκησης	23.856.782	24.828.082	26.277.645	27.988.573	29.926.900	

Πίνακας 25: Πίνακας υπολογισμού πρόβλεψης εξόδων διοίκησης (εκτός αποσβέσεων).

5,6. Ο υπολογισμός των επιπρόσθετων επενδύσεων σε πάγια (δηλαδή η μεταβολή των προβλεπόμενων καθαρών επενδύσεων παγίων) και οι αποσβέσεις, υπολογίσθηκαν ως εξής:

A). Υπολογίσθηκαν οι προβλεπόμενες ενσώματες ακινητοποιήσεις ως σταθερό ποσοστό αύξησης κάθε έτους με βάση τον ιστορικό μέσο ρυθμό αύξησης των ενσώματων ακινητοποιήσεων των τελευταίων 10 ετών.

B). Υπολογίσθηκε ο ιστορικός μέσος όρος των καθαρών επενδύσεων σε πάγια προς ενσώματες ακινητοποιήσεις των τελευταίων 10 ετών.

Γ). Υπολογίσθηκαν οι προβλεπόμενες καθαρές επενδύσεις σε πάγια για κάθε έτος (A * B).

Οι αποσβέσεις υπολογίσθηκαν ως σταθερό ποσοστό επί των προβλεπόμενων ενσώματων ακινητοποιήσεων (οι οποίες υπολογίσθηκαν για τις επιπρόσθετες επενδύσεις σε πάγια βήμα A) με βάση τον ιστορικό μέσο όρο των αποσβέσεων ως ποσοστό επί των ενσώματων ακινητοποιήσεων των τελευταίων 10 ετών.

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΑΠΟΣΒΕΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΕ ΠΑΓΙΑ											
	2006 A	2007 A	2008 A	2009 A	2010 A	2011 A	2012 A	2013 A	2014 A	2015 A	M.O.
Ενσώματες ακινητοποιήσεις	158.081.897	194.764.336	237.394.669	280.194.566	338.220.950	378.434.446	415.216.257	430.938.766	445.854.905	497.881.150	
		23,20%	21,89%	18,03%	20,71%	11,89%	9,72%	3,79%	3,46%	11,67%	13,82%
Αποσβέσεις ενσώματων και άυλων παγίων	8.480.543	8.824.222	9.718.747	11.418.846	12.909.806	15.297.083	17.413.978	18.861.357	19.375.889	21.248.872	
Αποσβέσεις/ ενσώματες ακιν.	5,36%	4,53%	4,09%	4,08%	3,82%	4,04%	4,19%	4,38%	4,35%	4,27%	4,19%
Αγορές ενσώματων και άυλων παγίων στοιχείων	31.603.599	41.439.429	60.058.575	47.515.800	65.564.151	56.613.480	49.924.676	38.311.981	35.866.964	59.146.194	
Εισπράξεις από πωλήσεις ενσώμ.παγίων στοιχείων	58.137	6.821	1.091.948	37.775	140.151	260.016	155.873	1.021.188	568.286	2.867.696	
ΚΑΘΑΡΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΠΑΓΙΩΝ	31.545.462	41.432.608	58.966.627	47.478.025	65.424.000	56.353.464	49.768.803	37.290.793	35.298.678	56.278.498	
ΚΑΘ. ΕΠΕΝΔ. ΠΑΓΙΑ / ΕΝΣΩΜΑΤΕΣ ΑΚ.	19,96%	21,27%	24,84%	16,94%	19,34%	14,89%	11,99%	8,65%	7,92%	11,30%	15,24%

	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
Ενσώματες ακινητοποιήσεις	566.675.678	644.975.863	734.095.144	835.528.446	950.977.254
Αποσβέσεις ενσώματων και άυλων παγίων	23.764.832	27.048.528	30.785.948	35.039.784	39.881.392
ΚΑΘΑΡΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΠΑΓΙΩΝ	86.356.343	98.288.596	111.869.583	127.327.118	144.920.492
ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΚΑΘ.ΕΠΕΝΔ.ΠΑΓΙΩΝ	30.077.845	11.932.253	13.580.987	15.457.535	17.593.374

Πίνακας 26: Πίνακας υπολογισμού πρόβλεψης αποσβέσεων και επενδύσεων σε πάγια.

7.Για τον υπολογισμό των νέων επενδύσεων σε κεφάλαιο κίνησης χρησιμοποιήθηκε ο τύπος **(24)**, η διαφορά δηλαδή κάθε έτους με το προηγούμενο έτος, των αποθεμάτων συν των πελατών μείον των προμηθευτών.

Οι νέες επενδύσεις σε κεφάλαιο κίνησης υπολογίσθηκαν ως εξής:

	2016 A	2017 A	2018 A	2019 A	2020 A
Αποθέματα	25.971.364	9.110.253	13.596.091	16.047.561	18.180.429
Πελάτες	13.189.486	1.169.951	1.746.028	2.060.850	2.334.755
Προμηθευτές	15.015.026	2.704.252	4.035.811	4.763.496	5.396.608
ΚΚΚ	24.145.823	7.575.952	11.306.308	13.344.915	15.118.576

Πίνακας 27: Πίνακας υπολογισμού πρόβλεψης επενδύσεων σε κεφάλαιο κίνησης.

Οι προβλέψεις των αποθεμάτων, των πελατών και των προμηθευτών υπολογίσθηκαν ως σταθερό ποσοστό επί των προβλεπόμενων πωλήσεων με βάση τον ιστορικό μέσο όρο τους ως ποσοστό επί των πωλήσεων των τελευταίων 5 ετών.

Τα αποθέματα υπολογίσθηκαν ως εξής:

Υπολογισμός πρόβλεψης λογαριασμού Αποθέματα					
	2011 A	2012 A	2013 A	2014 A	2015 A
<u>Κύκλος εργασιών</u>	489.972.161	494.288.503	502.184.921	541.847.153	582.548.135
Αποθέματα	174.452.601	180.485.746	176.028.978	186.179.153	197.792.010
	35,60%	36,51%	35,05%	34,36%	33,95%
					M.O. 35,10%
	2016 A	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
<u>Κύκλος εργασιών</u>	637.558.950	663.516.387	702.255.119	747.978.716	799.779.399
Αποθέματα	223.763.374	232.873.627	246.469.718	262.517.279	280.697.709

Πίνακας 28: Πίνακας υπολογισμού πρόβλεψης αποθεμάτων.

Οι πελάτες υπολογίσθηκαν ως εξής:

Υπολογισμός πρόβλεψης λογαριασμού Πελάτες						
	2011 A	2012 A	2013 A	2014 A	2015 A	
Κύκλος εργασιών	489.972.161	494.288.503	502.184.921	541.847.153	582.548.135	
Πελάτες και λοιπές εμπορικές απαιτήσεις	27.998.652	18.597.468	23.726.384	30.700.007	15.546.511	M.O.
	5,71%	3,76%	4,72%	5,67%	2,67%	4,51%
Υπολογισμός πρόβλεψης λογαριασμού Προμηθευτές						
	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E	
Κύκλος εργασιών	637.558.950	663.516.387	702.255.119	747.978.716	799.779.399	
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	28.735.997	29.905.948	31.651.976	33.712.826	36.047.581	

Πίνακας 29: Πίνακας υπολογισμού πρόβλεψης πελατών.

Οι προμηθευτές υπολογίσθηκαν ως εξής:

Υπολογισμός πρόβλεψης λογαριασμού Προμηθευτές						
	2011 A	2012 A	2013 A	2014 A	2015 A	
Κύκλος εργασιών	489.972.161	494.288.503	502.184.921	541.847.153	582.548.135	
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	58.166.893	55.985.410	52.370.507	52.230.403	51.406.028	M.O.
	11,87%	11,33%	10,43%	9,64%	8,82%	10,42%
Υπολογισμός πρόβλεψης λογαριασμού Προμηθευτές						
	2016 A	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E	
Κύκλος εργασιών	637.558.950	663.516.387	702.255.119	747.978.716	799.779.399	
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	66.421.054	69.125.306	73.161.117	77.924.613	83.321.222	

Πίνακας 30: Πίνακας υπολογισμού πρόβλεψης προμηθευτών.

4.1.3. Υποθέσεις Οικονομικών Καταστάσεων

Για τους υπολογισμούς των προβλεπόμενων οικονομικών καταστάσεων (Κατάσταση Οικονομικής Θέσης και Κατάσταση Λογαριασμού

Αποτελεσμάτων) χρησιμοποιήθηκαν οι οδηγοί αξίας και για τα υπόλοιπα κονδύλια έχουμε:

1. Κατάσταση Λογαριασμού Αποτελεσμάτων

Τα Λοιπά Έσοδα Εκμετάλλευσης, τα Λοιπά Έξοδα Εκμετάλλευσης και τα Χρηματοοικονομικά Έσοδα υπολογίσθηκαν ως σταθερό ποσοστό επί των προβλεπόμενων πωλήσεων με βάση τον ιστορικό μέσο όρο τους ως ποσοστό επί των πωλήσεων των τελευταίων 5 ετών.

Τα χρηματοοικονομικά έξοδα, τα οποία αφορούν τους τόκους του ομολογιακού δανείου και τα λοιπά χρηματοοικονομικά έξοδα, υπολογίσθηκαν ως εξής:

~ως τόκοι του ομολογιακού δανείου των ετών 2016-2018 παρέμεινε το ποσό του 2015 και για το 2019, που είναι και η ολική εξόφληση του δανείου (στις 21/05/2019), λήφθηκαν τα 11/12 του ποσού των τόκων του έτους 2015.

~τα λοιπά χρηματοοικονομικά έξοδα υπολογίσθηκαν ως σταθερό ποσοστό επί των προβλεπόμενων πωλήσεων με βάση τον ιστορικό μέσο όρο τους ως ποσοστό επί των πωλήσεων των τελευταίων 5 ετών.

Τέλος, ο φόρος εισοδήματος υπολογίσθηκε με το φορολογικό συντελεστή ανά χώρα (29% για την Ελλάδα, 12,5% για την Κύπρο, 10% για την Βουλγαρία και 16% για τη Ρουμανία). Η διάσπαση των κερδών προ φόρων ανά χώρα υπολογίσθηκε ως σταθερό ποσοστό επί των προβλεπόμενων πωλήσεων με βάση το μέσο όρο τους ως ποσοστό επί των πωλήσεων των τελευταίων 2 ετών.

2. Κατάσταση Οικονομικής Θέσης

Τα Χρηματοοικονομικά στοιχεία διαθέσιμα προς πώληση, οι Λοιπές Μακροπρόθεσμες απαιτήσεις, οι Μακροπρόθεσμες δεσμευμένες τραπεζικές καταθέσεις, οι Λοιπές απαιτήσεις, τα Αξιόγραφα για εμπορικούς σκοπούς – Παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα, τα Λοιπά κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού, οι Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις, οι Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις, οι Προβλέψεις, οι Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις υπολογίσθηκαν ως σταθερό ποσοστό επί των προβλεπόμενων

πωλήσεων με βάση τον ιστορικό μέσο όρο τους ως ποσοστό επί των πωλήσεων των τελευταίων 5 ετών.

Στις επενδύσεις για ακίνητα υπολογίσθηκαν με το ποσό του 2015 αφαιρώντας κάθε έτος το ποσό των αποσβέσεων του έτους 2015.

Στα κέρδη εις νέον προστέθηκαν τα κέρδη μετά φόρων της κάθε χρήσης από την κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων.

Για το έτος 2016 δεν υπολογίσθηκαν μερίσματα, αφού η εταιρεία δεν ανακοίνωσε κάποια διανομή. Για το έτος 2017 υπολογίσθηκε το μέρισμα που ανακοίνωσε η εταιρεία ποσού 36.737.298 ευρώ, δηλαδή 0,27 ευρώ ανά μετοχή. Για τα έτη 2018-2020 υπολογίσθηκαν μερίσματα με βάση τη μέση σταθμική αύξηση των ετών πριν την έναρξη της κρίσης, δηλαδή 2004-2008, με έτος βάσης το 2008.

Οι Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία υπολογίσθηκαν ως σταθερό ποσοστό επί των προβλεπόμενων πωλήσεων με βάση το μέσο όρο τους ως ποσοστό επί των πωλήσεων του έτους 2015.

Οι Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις παρέμειναν οι δανειακές υποχρεώσεις του έτους 2015 για τα έτη 2016 και 2017 το 2018 μεταφέρθηκαν στις Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις πληρωτέες στην επόμενη χρήση αφού το 2019 θα γίνει η εξόφληση του ομολογιακού δανείου.

Οι Τρέχουσες φορολογικές υποχρεώσεις αποτελούνται από το φόρο εισοδήματος, ο οποίος υπολογίσθηκε στην κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων και από τις Υποχρεώσεις από λοιπούς φόρους οι οποίοι υπολογίσθηκαν ως σταθερό ποσοστό επί των προβλεπόμενων πωλήσεων με βάση τον ιστορικό μέσο όρο τους ως ποσοστό επί των πωλήσεων των τελευταίων 5 ετών.

Για τις βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις παρέμεινε το ποσό του 2015 για τα επόμενα έτη.

Οι υπολογισμοί των προβλέψεων των οικονομικών καταστάσεων παρατίθενται στο Παράρτημα 2 στο τέλος της εργασίας.

4.1.4 Η πρόβλεψη των οικονομικών καταστάσεων

ΠΡΟΒΛΕΨΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ JUMBO ΑΕ						
	2015 Α	2016 Ε	2017 Ε	2018 Ε	2019 Ε	2020 Ε
-						
Κύκλος εργασιών	582.548.135	637.558.950	663.516.387	702.255.119	747.978.716	799.779.399
Κόστος πωληθέντων	272.843.104	- 300.809.469	- 313.526.953	- 332.154.498	- 354.063.757	- 378.980.477
Μικτό κέρδος	309.705.031	336.749.482	349.989.434	370.100.621	393.914.959	420.798.921
Λοιπά έσοδα εκμετάλλευσης	3.995.070	5.216.230	5.428.603	5.745.546	6.119.637	6.543.447
Έξοδα διάθεσης εκτός αποσβέσεων	126.028.468	- 139.638.450	- 145.323.659	- 153.808.234	- 163.822.637	- 175.168.046
Έξοδα διοίκησης εκτός αποσβέσεων	-22.050.516	- 23.856.782	- 24.828.082	- 26.277.645	- 27.988.573	- 29.926.900
Αποσβέσεις	-21.248.872	- 23.764.832	- 27.048.528	- 30.785.948	- 35.039.784	- 39.881.392
Λοιπά έξοδα εκμετάλλευσης	-6.435.592	- 6.463.659	- 6.726.819	- 7.119.558	- 7.583.110	- 8.108.272
Άλλες ζημίες						
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων	137.936.653	148.241.989	151.490.948	157.854.783	165.600.492	174.257.759
Χρηματοοικονομικά Έξοδα	-7.378.565	-7.548.513	-7.567.789	-7.596.557	-7.040.925	-593.928
Χρηματοοικονομικά Έσοδα	9.047.370	10.656.434	11.090.298	11.737.794	12.502.037	13.367.856
Λοιπά χρηματοοικονομικά αποτελέσματα	-2.655.040					
	-986.235	3.107.921	3.522.509	4.141.236	5.461.113	12.773.928
Κέρδη προ φόρων	136.950.418	151.349.910	155.013.456	161.996.020	171.061.605	187.031.687
Φόρος εισοδήματος	-32.113.054	-36.601.188	-36.773.991	-37.940.003	-39.667.800	-43.138.781
Κέρδη μετά από φόρο εισοδήματος	104.837.364	114.748.722	118.239.465	124.056.017	131.393.805	143.892.906
Έκτακτες Εισφορές ν. 3808/2009 & ν.3845/2010						
Κέρδη μετά από φόρο εισοδήματος και έκτακτες εισφορές	104.837.364	114.748.722	118.239.465	124.056.017	131.393.805	143.892.906
Κέρδη ανά μετοχή (€/μετοχή)	0,7705	0,8433	0,8690	0,9117	0,9657	1,0575
ΜΕΤΟΧΕΣ	136064067	136064067	136064067	136064067	136064067	136064067
Αποσβέσεις	21.248.872	23.764.832	27.048.528	30.785.948	35.039.784	39.881.392
Αποτελέσματα προ τόκων, φόρων, επενδυτικών αποτελεσμάτων και αποσβέσεων	159.262.340	172.006.821	178.539.476	188.640.731	200.640.276	214.139.151
Αποτελέσματα προ τόκων, φόρων, επενδυτικών αποτελεσμάτων	137.936.653	148.241.989	151.490.948	157.854.783	165.600.492	174.257.759
Κέρδη προ φόρων	136.950.418	151.349.910	155.013.456	161.996.020	171.061.605	187.031.687
Κέρδη μετά φόρων	104.837.364	114.748.722	118.239.465	124.056.017	131.393.805	143.892.906

Πίνακας 31: Πίνακας πρόβλεψης Κατάστασης Λογαριασμού Αποτελεσμάτων Jumbo ΑΕ.

ΠΡΟΒΛΕΨΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ JUMBO ΑΕ						
Ενεργητικό	2015 Α	2016 Ε	2017 Ε	2018 Ε	2019 Ε	2020 Ε
Μη κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού						
Ενσώματες ακινητοποιήσεις	497.881.150	566.675.678	644.975.863	734.095.144	835.528.446	950.977.254
Επενδύσεις σε ακίνητα	6.118.721	5.735.551	5.352.381	4.969.211	4.586.041	4.202.871
Χρηματοοικονομικά στοιχεία διαθέσιμα προς πώληση	10.377.348	8.567.420	8.916.232	9.436.798	10.051.224	10.747.314
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	17.759.078	24.268.383	25.256.440	26.731.012	28.471.459	30.443.228
Μακροπρόθεσμες δεσμευμένες τραπεζικές καταθέσεις	952.903	3.734.832	3.886.891	4.113.823	4.381.673	4.685.122
	533.089.200	608.981.864	688.387.807	779.345.988	883.018.844	1.001.055.789
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία						
Αποθέματα	197.792.010	223.763.374	232.873.627	246.469.718	262.517.279	280.697.709
Πελάτες και λοιπές εμπορικές απαιτήσεις	15.546.511	28.735.997	29.905.948	31.651.976	33.712.826	36.047.581
Λοιπές απαιτήσεις	33.250.940	32.655.894	33.985.439	35.969.645	38.311.616	40.964.857
Αξιόγραφα για εμπορικούς σκοπούς – Παράγωγα χρημ/κά μέσα	5.911.120	9.741.751	10.138.374	10.730.293	11.428.939	12.220.441
Λοιπά κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού	5.819.069	6.616.461	6.885.842	7.287.865	7.762.376	8.299.953
Βραχυπρόθεσμες δεσμευμένες τραπεζικές καταθέσεις		0	0	0	0	0
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	298.918.408	300.311.196	295.005.039	285.062.965	137.787.198	127.092.179
	557.238.058	601.824.673	608.794.270	617.172.462	491.520.234	505.322.720
Σύνολο ενεργητικού	1.090.327.258	1.210.806.537	1.297.182.077	1.396.518.450	1.374.539.078	1.506.378.509
Ίδια κεφάλαια & υποχρεώσεις						
Ίδια κεφάλαια αποδιδόμενα στους μετόχους της μητρικής						
Μετοχικό κεφάλαιο	161.911.113	161.911.113	161.911.113	161.911.113	161.911.113	161.911.113
Αποθεματικό υπέρ το άρτιο	7.702.078	7.702.078	7.702.078	7.702.078	7.702.078	7.702.078
Συναλλαγματικές διαφορές μετατροπής	-892.875	-892.875	-892.875	-892.875	-892.875	-892.875
Λοιπά αποθεματικά	361.636.240	361.636.240	361.636.240	361.636.240	361.636.240	361.636.240
Κέρδη εις νέον	266.851.991	381.600.713	499.840.178	623.896.195	755.290.001	899.182.906
Μερίσματα		0	-36.737.298	-69.638.060	-89.102.500	-114.007.418
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων	797.208.547	911.957.269	993.459.436	1.084.614.691	1.196.544.057	1.315.532.044
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις						
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	5.775.652	6.628.933	6.898.821	7.301.602	7.777.007	8.315.598
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	143.916.512	143.916.512	143.916.512	0	0	0
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	12.950.464	2.936.709	3.056.273	3.234.710	3.445.321	3.683.924
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	6.994.412	8.232.271	8.567.438	9.067.639	9.658.030	10.326.890
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	169.637.040	161.714.424	162.439.045	19.603.952	20.880.359	22.326.412
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις						
Προβλέψεις	234.431	248.522	258.641	273.741	291.564	311.756
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	51.406.028	66.421.054	69.125.306	73.161.117	77.924.613	83.321.222
Τρέχουσες φορολογικές υποχρεώσεις	40.010.796	41.356.982	41.723.412	43.178.391	45.247.257	49.104.640
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	2.877.527	2.877.527	2.877.527	2.877.527	2.877.527	2.877.527
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις πληρωτέες στην επόμενη χρήση		0	0	143.916.512	0	0
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	28.952.889	26.230.757	27.298.710	28.892.518	30.773.700	32.904.909
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	123.481.671	137.134.843	141.283.597	292.299.807	157.114.662	168.520.053
Σύνολο υποχρεώσεων	293.118.711	298.849.267	303.722.641	311.903.759	177.995.021	190.846.465
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων	1.090.327.258	1.210.806.536	1.297.182.077	1.396.518.450	1.374.539.078	1.506.378.510

Πίνακας 32: Πίνακας πρόβλεψης Οικονομικής Θέσης Jumbo ΑΕ.

4.2. Μέθοδοι αποτίμησης

Έπειτα από τη μελέτη των μοντέλων αποτίμησης σε συνδυασμό με τα χαρακτηριστικά της αποτιμώμενης εταιρείας οδηγηθήκαμε στην απόφαση ότι τα καταλληλότερα μοντέλα αποτίμησης για την εταιρεία Jumbo είναι τα ακόλουθα:

1. Μοντέλο προεξόφλησης ταμειακών ροών (Discounted Cash Flow-DCF)
2. Μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων (Dividend Discounted Model-DDM)
3. Μέθοδος αποτίμησης βάσει δεικτών συγκρίσιμων εταιρειών (Comparable company approach-Multiples Valuation)

Το τελικό αποτέλεσμα της αποτίμησης θα ολοκληρωθεί με το μέσο όρο των τριών παραπάνω μεθόδων.

4.3. Μοντέλο προεξόφλησης ταμειακών ροών (Discounted Cash Flow-DCF)

Οι υπολογισμοί του υποδείγματος των DCFs έγιναν με το λογισμικό του excel χρησιμοποιώντας τους οδηγούς αξίας και τις προβλέψεις των οικονομικών καταστάσεων, όπως αναπτύχθηκαν παραπάνω.

Το μοντέλο που χρησιμοποιήθηκε είναι δύο (2) σταδίων ανάπτυξης (two-stage growth). Η πρώτη περίοδο περιλαμβάνει την προβλεπόμενη ελεύθερη ταμειακή ροή των ετών 2016-2020 και η δεύτερη περιλαμβάνει μια σταθερή ανάπτυξη για τον υπολογισμό της υπολειμματικής/τερματικής αξίας (terminal value).

Τα βήματα που ακολουθήσαμε για τον υπολογισμό του μοντέλου είναι τα εξής:

1. Υπολογισμός των ελεύθερων ταμειακών ροών της επιχείρησης για το χρονικό διάστημα της πρόβλεψης
2. Υπολογισμός του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (WACC)
3. Υπολογισμός της υπολειμματικής/τερματικής αξίας (terminal value) στο τέλος της περιόδου πρόβλεψης

4. Προεξόφληση στο παρόν των μελλοντικών ελεύθερων ταμειακών ροών της επιχείρησης και της υπολειμματικής αξίας για τον προσδιορισμό της αξίας της επιχείρησης

5. Υπολογισμός της αξίας των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης

6. Ανάλυση ευαισθησίας.

4.3.1 Υπολογισμός των ελεύθερων ταμειακών ροών της επιχείρησης

Για τον υπολογισμό των ελεύθερων ταμειακών ροών της επιχείρησης, χρησιμοποιήθηκαν οι οδηγοί αξίας του προηγούμενου κεφαλαίου. Καταρχήν, υπολογίσθηκαν τα λειτουργικά κέρδη της επιχείρησης, τα οποία προήλθαν από τις προβλεπόμενες πωλήσεις, μείον το κόστος πωληθέντων, μείον τα έξοδα (διάθεσης και διοίκησης) και μείον τα λοιπά λειτουργικά έξοδα.

Έπειτα, υπολογίσθηκαν τα λειτουργικά κέρδη μετά από φόρους, τα λειτουργικά κέρδη δηλαδή μετά την αφαίρεση του φόρου.

Στη συνέχεια, αφαιρέσαμε τις καθαρές κεφαλαιακές επενδύσεις, δηλαδή τις επιπρόσθετες επενδύσεις σε πάγια μείον τις αποσβέσεις.

Και τέλος, αφαιρέσαμε τις επιπρόσθετες επενδύσεις σε κεφάλαιο κίνησης.

Τα τελικά αποτελέσματα των ελεύθερων ταμειακών ροών της επιχείρησης είναι 77.978.777 ευρώ για το έτος 2016, 118.952.157 ευρώ για το έτος 2017, 122.383.404 ευρώ για το έτος 2018, 128.735.871 για το έτος 2019 και 136.200.517 ευρώ για το έτος 2020.

Στον επόμενο πίνακα παρουσιάζονται τα ποσά που χρησιμοποιήθηκαν στον υπολογισμό:

	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
Πωλήσεις	637.558.950	663.516.387	702.255.119	747.978.716	799.779.399
-Κόστος Πωληθέντων	- 300.809.469	- 313.526.953	- 332.154.498	- 354.063.757	- 378.980.477
Έξοδα (Διάθεσης-Διοίκησης)	- 187.260.064	- 197.200.270	- 210.871.826	- 226.850.994	- 244.976.337
-Λοιπά Λειτουργικά έξοδα	- 6.463.659	- 6.726.819	- 7.119.558	- 7.583.110	- 8.108.272
<u>Λειτουργικά Κέρδη (EBIT)</u>	<u>143.025.759</u>	<u>146.062.345</u>	<u>152.109.237</u>	<u>159.480.855</u>	<u>167.714.312</u>
1-TAX	75,82%	76,28%	76,58%	76,81%	76,94%

<u>Λειτουργικά Κέρδη μετά από φόρους (NOPAT)</u>	<u>108.437.613</u>	<u>111.411.835</u>	<u>116.484.752</u>	<u>122.498.537</u>	<u>129.031.075</u>
-Επιπρόσθετες Επενδύσεις σε Πάγια	30.077.845	11.932.253	13.580.987	15.457.535	17.593.374
+Αποσβέσεις	23.764.832	27.048.528	30.785.948	35.039.784	39.881.392
= <u>Καθαρές Κεφαλαιακές Επενδύσεις</u>	<u>-6.313.013</u>	<u>15.116.275</u>	<u>17.204.960</u>	<u>19.582.249</u>	<u>22.288.018</u>
Μείον Επιπρόσθετες Επενδύσεις σε ΚΚ.	24.145.823	7.575.952	11.306.308	13.344.915	15.118.576
Ελεύθερες Ταμειακές Ροές (Free Cash Flows)	77.978.777	118.952.157	122.383.404	128.735.871	136.200.517

Πίνακας 33: Πίνακας υπολογισμού ελεύθερων ταμειακών ρών.

4.3.2.Υπολογισμός του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (WACC)

Το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου, το προεξοφλητικό δηλαδή επιτόκιο που μετατρέπει την αναμενόμενη μελλοντική απόδοση σε παρούσα αξία, υπολογίστηκε από τον τύπο **(21)** προσαρμοσμένο χωρίς το κόστος των προνομιούχων μετοχών, δηλαδή:

$$WACC = \left(K_e * \frac{E}{D + E} \right) + \left([K_d * (1 - T)] * \frac{D}{D + E} \right) \quad (25)$$

όπου

K_e = το κόστος ιδίων κεφαλαίων

D = η αγοραία αξία των δανειακών κεφαλαίων

E = η αγοραία αξία των κοινών μετοχών

K_d = το κόστος δανεισμού

T = ο φορολογικός συντελεστής

4.3.2.1 Υπολογισμός του κόστους ιδίων κεφαλαίων

Ο υπολογισμός του κόστους ιδίων κεφαλαίων εκτιμήθηκε από το CAPM (Capital Asset Pricing Model) και τον τύπο **(16)**, δηλαδή $K_e = R_F + b \cdot (R_M - R_F)$.

Για την απόδοση χωρίς κίνδυνο R_F (risk free rate) χρησιμοποιήθηκε η απόδοση δεκαετούς γερμανικού ομολόγου (Average Risk-free rate 10yr Bond 27/07/2006 έως 27/07/2016) και εκτιμήθηκε 2,35%.

Για τον υπολογισμό του beta της μετοχής, εκτελέστηκε γραμμική παλινδρόμηση μεταξύ των αποδόσεων (σε λογαριθμική μορφή-LN) για την περίοδο 03/08/2015 (ημερομηνία έναρξης του χρηματιστηρίου έπειτα από το κλείσιμο λόγω της επιβολής των κεφαλαιακών ελέγχων «capital controls») έως 22/07/2016 της μετοχής της Jumbo και των αποδόσεων (σε λογαριθμική μορφή-LN) για την ίδια περίοδο του Γενικού Δείκτη του χρηματιστηρίου Αθηνών. Το beta εκτιμήθηκε 0,61. Σημειώνεται ότι πριν καταλήξουμε στον παραπάνω υπολογισμό του beta χρησιμοποιήθηκαν και άλλες περιόδους των αποδόσεων. Ο πρώτος υπολογισμός είχε ως αποτέλεσμα παλινδρόμησης 0,71 και αφορούσε τις αποδόσεις δεκαετίας (30/6/2005 –30/6/2015) και ο δεύτερος είχε αποτέλεσμα 0,70 και αφορούσε αποδόσεις από 28/07/2006 έως 28/07/2016. Λόγω των ιδιαίτερων οικονομικών συγκυριών της χώρας μας η εκτίμησή μας ήταν να μη χρησιμοποιηθούν οι παραπάνω δεκαετής περιόδους αλλά μόνο η περίοδος από το κλείσιμο του χρηματιστηρίου λόγω της επιβολής των κεφαλαιακών ελέγχων και μέχρι την εκπόνηση της εργασίας.

Οι παραπάνω αποδόσεις καθώς και τα αποτελέσματα και των τριών παλινδρομήσεων των beta, βρίσκονται στο Παράρτημα 3, στο τέλος της εργασίας.

Για τον υπολογισμό της αναμενόμενης απόδοσης αγοράς (market risk premium-MRP) έγινε στάθμιση με βάση τις πωλήσεις του 2015 ανά χώρα και τα market risk premia που ισχύουν στις χώρες. Για την Ελλάδα, το MRP υπολογίστηκε από τον παρακάτω τύπο:

$$\text{MRP} = \text{MRP mature market} + \text{Greek CREP} \quad (26)$$

Για το MRP mature market χρησιμοποιήσαμε το MRP της Γερμανίας, το οποίο είναι 6,25%. Για το Greek CREP (Country Risk Equity Premium) χρησιμοποιήσαμε τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Greek CREP} = \text{Greek default spread} * \text{Relative volatility} \left(\frac{\text{Equity.market}}{\text{Bond.market}} \right) \quad (27)$$

Το Greek default spread λήφθηκε από τον πίνακα του Damodaran «Country Default Spreads and Risk Premiums» του Ιανουαρίου 2016, το οποίο είναι 11,08%. Το Relative volatility υπολογίσθηκε 0,616% ως ακολούθως: το equity volatility υπολογίσθηκε 38,69% από την τυπική απόκλιση της (ημερήσιας) απόδοσης του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών των τελευταίων 5 ετών (27/07/2011 – 27/07/2016) και το bond volatility υπολογίσθηκε 62,80% από το Greek 10yr Bond volatility των τελευταίων 5 ετών (τυπική απόκλιση του Greek 10yr Bond προς το μέσο όρο του). Επομένως, το Relative volatility υπολογίσθηκε 0,616%.

Αντικαθιστώντας τα δεδομένα στον τύπο (26) μας έδωσε 13,08% ως εξής:

$$\text{MRP} = \text{MRP mature market} + \text{Greek CREP}$$

$$= 6,25\% + \left[11,08\% * \left(\frac{38,69\%}{62,80\%} \right) \right] = 6,25\% + (11,08\% * 0,616\%) = 13,08\%$$

Για τις υπόλοιπες χώρες (Κύπρος, Βουλγαρία, Ρουμανία) χρησιμοποιήθηκε ο πίνακας του Damodaran «Country Default Spreads and Risk Premiums» του Ιανουαρίου 2016, δίνοντας για την Κύπρο 12,71%, για τη Βουλγαρία 8,84% και για τη Ρουμανία 9,28%.

Το σταθμισμένο MRP της εταιρείας Jumbo εκτιμήθηκε 12,54%, το οποίο προήλθε από την άθροιση των σταθμισμένων MRP της κάθε χώρας. Αναλυτικά, για την Ελλάδα 9,83% (13,08 χ 75,17%) + για την Κύπρο 1,64% (12,71% χ 12,88%) + για την Βουλγαρία 0,69% (8,84% χ 7,78%) + για τη Ρουμανία 0,39% (9,28% χ 4,17%).

Το αποτέλεσμα του υπολογισμού του κόστους ιδίων κεφαλαίων μας έδωσε 9,97% και στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν συγκεντρωτικά, ως εξής:

JUMBO ΑΕ					
	Ελλάδα	Κύπρος	Βουλγαρία	Ρουμανία	MRP σταθμισμένο
Σταθμά με βάση τις πωλήσεις 2015 ανά χώρα	75,17%	12,88%	7,78%	4,17%	
MRP	13,08%	12,71%	8,84%	9,28%	
Σταθμισμένο MRP	9,83%	1,64%	0,69%	0,39%	12,54%
Rf	2,35%	2,35%	2,35%	2,35%	
Beta	0,61				
CoE Σταθμισμένο			9,97%		

Πίνακας 34: Πίνακας υπολογισμού κόστους ιδίων κεφαλαίων.

4.3.2.2 Υπολογισμός της αγοραίας αξίας των δανειακών κεφαλαίων.

Για τον υπολογισμό της αγοραίας αξίας των δανειακών κεφαλαίων χρησιμοποιήθηκε ο παρακάτω τύπος:

$$MV\ debt = Int.Exp. * \left(\frac{1 - \frac{1}{(1 + C_d)^t}}{C_d} \right) + \frac{BVdebt}{(1 + C_d)^t} \quad (28)$$

Όπου

BVdebt= Λογιστική αξία δανειακών κεφαλαίων

Interest Expences= Έξοδα τόκων

t=Έτη ως τη λήξη

C_d = το κόστος δανεισμού

Η λογιστική αξία των δανειακών κεφαλαίων (οι Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις και οι Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις) ανέρχεται στα 146.794.039 ευρώ, τα έξοδα των τόκων του 2015 ανέρχονται στα 7.075.052 ευρώ, το κόστος δανεισμού αντιστοιχεί σε 4% (όπως αναφέρουν στην ετήσια οικονομική έκθεση 2014-2015, σελίδα 12, στις 21/05/2014 υπογράφηκε μεταξύ της μητρικής εταιρείας και πιστωτικού ιδρύματος, σύμβαση κάλυψης κοινού Ομολογιακού Δανείου, πενταετούς διάρκειας με ανώτατο ποσό μέχρι 145 εκατ. ευρώ με συμφέροντες όρους για την εταιρεία-το επιτόκιο δανεισμού

ανέρχεται σε euribor εξαμήνου + 4% περιθώριο-το κεφάλαιο του δανείου θα εξοφληθεί εφάπαξ στη λήξη του) και ο χρόνος έως τη λήξη του ομολογιακού 4 έτη.

Έχοντας τα παραπάνω δεδομένα και αντικαθιστώντας στον παραπάνω τύπο, το αποτέλεσμα του υπολογισμού είναι 151.161.857 ευρώ.

4.3.2.3 Υπολογισμός του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου.

Για την ολοκλήρωση του υπολογισμού των δεδομένων, για την εύρεση του WACC, έχουμε ότι η αγοραία αξία των κοινών μετοχών (Equity MV) υπολογίστηκε από το σταθμικό μέσο της δεκαετίας 28/07/2006 έως 28/07/2016 ποσού 1.003.119.264 ευρώ, το κόστος δανεισμού – όπως αναφέραμε παραπάνω- είναι 4% και ο φορολογικός συντελεστής 29%.

Αντικαθιστώντας τα δεδομένα στον τύπο της 4.3.2 έχουμε το αποτέλεσμα 9,04%, όπως φαίνεται στον παρακάτω πίνακα:

JUMBO ΑΕ	
Beta	0,61
Equity (MV)	1.003.119.264
Debt (MV)	151.161.857
E/V	86,90%
D/V	13,10%
Cost of debt	4,00%
Tax Rate	29%
Cost of equity	9,97%
WACC	9,04%

Πίνακας 35: Πίνακας υπολογισμού WACC.

4.3.3 Υπολογισμός της υπολειμματικής αξίας (terminal value)

Η υπολειμματική αξία υπολογίστηκε από τον τύπο (Υπόδειγμα Gordon) :

$$TV = \frac{FCF_t * (1 + g)}{(WACC - g)} \quad (29)$$

Από τα παραπάνω μεγέθη έχουμε υπολογίσει τις ελεύθερες ταμειακές ροές του τελευταίου έτους της πρόβλεψης του 2020 ποσού 136.200.517 ευρώ και έχουμε υπολογίσει το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου 9,04%.

Επίσης, υποθέσαμε σταθερό ρυθμό ανάπτυξης στο διηνεκές 2% με βάση την αύξηση του ΑΕΠ ώριμων οικονομιών (σύμφωνα με το «trading economics» η πρόβλεψη της ετήσιας αύξησης του ΑΕΠ για το έτος 2020 της USA είναι 2,1% και της EURO AREA είναι 1,9%).

Συνεπώς, αντικαθιστώντας τα δεδομένα στον παραπάνω τύπο η υπολειμματική αξία υπολογίσθηκε 1.537.218.536 ευρώ.

4.3.4 Προσδιορισμός της αξίας της επιχείρησης

Έχοντας υπολογίσει τις ελεύθερες ταμειακές ροές και την υπολειμματική αξία, τις προεξοφλούμε με το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC) για να υπολογίσουμε την παρούσα αξία των ταμειακών ροών και να προσδιορίσουμε της αξίας της επιχείρησης. Το αποτέλεσμα είναι 1.496.658.046 ευρώ και υπολογίσθηκε ως ακολούθως:

Ελεύθερες Ταμειακές Ροές (Free Cash Flows)	77.978.777	118.952.157	122.383.404	128.735.871	136.200.517
WACC					9,04%
Terminal Value (g=2%)					1.537.218.536
Προεξόφληση Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flows at WACC)	71.515.627	109.092.992	112.239.844	118.065.798	1.085.743.786
Αξία Επιχ/σης Προεξοφλημένων Ροών (Enterprise value)	1.496.658.046				

Πίνακας 36: Πίνακας υπολογισμού Αξίας Επιχείρησης Προεξοφλημένων Ροών.

4.3.5 Προσδιορισμός της αξίας των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης

Για τον προσδιορισμό της αξίας των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης αφαιρέσαμε από την αξία της επιχείρησης 1.496.658.046 ευρώ, την αγοραία αξία του δανεισμού της εταιρείας (βραχυπρόθεσμου και μακροπρόθεσμου) 151.161.857 ευρώ (όπως υπολογίστηκε παραπάνω) και προσθέσαμε την αξία

των ταμειακών διαθεσίμων και ισοδύναμων του έτους 2015 ποσού 298.918.408 ευρώ.

Καταλήξαμε στην τελική αξία των Ιδίων Κεφαλαίων της εταιρείας Jumbo η οποία είναι 1.644.414.597 ευρώ.

Ο αριθμός των μετοχών της εταιρείας Jumbo είναι 136.059.759 μετοχές. Επομένως, διαιρώντας την αξία των ιδίων κεφαλαίων με τον αριθμό των μετοχών, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι η αξία της μετοχής σύμφωνα με την εκτίμηση της μεθόδου DCF είναι 12,09 ευρώ.

Αξία Επιχ/σης Προεξοφλημένων Ροών (Enterprise value)	1.496.658.046
Μείον Αγοραία Αξία Βραχυπρόθεσμου & Μακροπρόθεσμου Δανεισμού	-151.161.857
Συν Αξία Ταμειακών Διαθεσίμων & Ισοδυνάμων	298.918.408
Αξία Ιδίων Κεφαλαίων Επιχ/σης (Equity Value)	1.644.414.597

Πίνακας 37: Πίνακας υπολογισμού Αξίας Ιδίων Κεφαλαίων.

Αξία ανά μετοχή (Equity value per share)	12,09
---	--------------

4.3.6 Ανάλυση ευαισθησίας

Η αποτίμηση βάση μοντέλου DCF θα ολοκληρωθεί με την εκτέλεση της ανάλυσης ευαισθησίας στην αξία των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης σε σχέση με το σταθμικό κόστος κεφαλαίου και το σταθερό ρυθμό ανάπτυξης στο διηνεκές.

Οι μεταβλητές αυτοί επιλέχθηκαν για την ανάλυση ευαισθησίας λόγω της σύνδεσής τους με τα μικροοικονομικά μεγέθη της εταιρείας και τα μακροοικονομικά μεγέθη των αγορών, τα οποία μπορούν να επηρεάσουν τις προβλέψεις του υποδείγματος.

Το εύρος των τιμών του WACC, θεωρούμε ότι είναι από το 7,5% έως το 10,5%. Η ενδεχόμενη μείωση των τιμών του WACC συνεπάγεται καλύτερες

συνθήκες αγοράς από αυτές των προβλέψεων μας, ενώ αντίθετα η ενδεχόμενη αύξηση συνεπάγεται χειροτέρευση των προβλέψεων μας.

Όσο αφορά το εύρος του σταθερού ρυθμού ανάπτυξης, επιλέχθηκε από το 1% έως το 3%.

Τα αποτελέσματα της ανάλυσης ευαισθησίας παρατίθενται στον παρακάτω πίνακα:

Ανάλυση ευαισθησίας Αξίας Ιδίων Κεφαλαίων σε (WACC) και Ρυθμό ανάπτυξης					
1.644.414.597	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
7,50%	1.937.023.917	1.943.348.693	1.949.673.470	1.955.998.246	1.962.323.022
8,00%	1.825.597.900	1.831.391.387	1.837.184.873	1.842.978.360	1.848.771.846
8,50%	1.727.583.531	1.732.911.739	1.738.239.946	1.743.568.154	1.748.896.362
9,04%	1.634.636.416	1.639.525.507	1.644.414.597	1.649.303.688	1.654.192.778
9,50%	1.563.279.683	1.567.833.279	1.572.386.876	1.576.940.472	1.581.494.069
10,00%	1.493.799.759	1.498.028.249	1.502.256.739	1.506.485.230	1.510.713.720
10,50%	1.431.147.791	1.435.084.634	1.439.021.477	1.442.958.320	1.446.895.162

Πίνακας 38: Πίνακας ανάλυσης ευαισθησίας Αξίας Ιδίων Κεφαλαίων σε WACC και ρυθμό ανάπτυξης.

Συνεπώς, από τα παραπάνω αποτελέσματα η αξία των ιδίων κεφαλαίων ενδέχεται να κυμανθεί από 1.431.147.791 ευρώ έως 1.962.323.022 ευρώ. Ανάλογα και η τιμή της μετοχής, θα μπορούσε να κυμανθεί από 10,52 ευρώ έως και 14,42 ευρώ.

4.4.Μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων (Dividend Discounted Model- DDM)

Το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων που χρησιμοποιήθηκε είναι δύο (2) σταδίων ανάπτυξης (two-stage growth). Η πρώτη περίοδος περιλαμβάνει την παρούσα αξία των μερισμάτων βάσει προβλέψεων των ετών 2016-2020 και η δεύτερη, περιλαμβάνει μια σταθερή ανάπτυξη για τον υπολογισμό της παρούσας αξίας της αναμενόμενης τιμής στο τέλος της περιόδου πρόβλεψης. Οι τύποι που χρησιμοποιήθηκαν είναι οι (3), (4), (5) :

Αξία μετοχής= ΠΑ των μερισμάτων κατά τη διάρκεια της υψηλής φάσης

+ ΠΑ της «terminal price» (3)

$$P_o = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{DPS_t}{(1 + K_{e,hg})^t} + \frac{P_n}{(1 + K_{e,hg})^n} \quad (4)$$

$$\text{όπου } P_n = \frac{DPS_{n+1}}{(1 + K_{e,st} - g_n)} \quad (5)$$

όπου

DPS_t = Αναμενόμενα μερίσματα ανά μετοχή κατά το έτος t

K_e = Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων (hg:υψηλή περίοδος ανάπτυξης; st: σταθερή περίοδο ανάπτυξης)

P_n = Τιμή (terminal value) στο τέλος του έτους n

g = Έκτακτος ρυθμός ανάπτυξης για τα πρώτα n έτη

g_n = Σταθερός ρυθμός ανάπτυξης για πάντα μετά το έτος n

Όσο αφορά την πρώτη περίοδο έχουμε:

Για το έτος 2016, δεν υπολογίσθηκαν μερίσματα.

Για το έτος 2017, υπολογίσθηκε το πραγματικό μέρισμα που ανακοίνωσε η εταιρεία ότι θα διανέμει, δηλαδή 0,27 ευρώ ανά μετοχή.

Για τα έτη 2018 έως 2020, υπολογίσθηκε ως ρυθμός ανάπτυξης, ο μέσος ιστορικός όρος της πενταετίας πριν την έναρξη της κρίσης, δηλαδή των ετών 2004-2008, με έτος βάσης το 2008. Το αποτέλεσμα είναι 27,95% και υπολογίσθηκε ως ακολούθως:

JUMBO SA	Dividends Per Share	Dividend Growth
2015	0	-100,00%
2014	0,36	100,00%
2013	0	0,00%
2012	0	0,00%
2011	0	-100,00%
2010	0,189	-17,83%
2009	0,23	-42,50%
2008	0,40	25,00%
2007	0,32	39,13%

2006	0,23	4,55%
2005	0,22	29,41%
2004	0,17	41,67%
2003	0,12	

Dividend Growth (2004-2008)	27,95%
--	--------

Πίνακας 39: Πίνακας μερισμάτων 2003-2015.

Επίσης, υποθέσαμε σταθερό ρυθμό ανάπτυξης στο διηνεκές 2% με βάση την αύξηση του ΑΕΠ ώριμων οικονομιών (σύμφωνα με το «trading economics» η πρόβλεψη της ετήσιας αύξησης του ΑΕΠ για το έτος 2020 της USA είναι 2,1% και της EURO AREA είναι 1,9%).

Ο υπολογισμός του κόστους ιδίων κεφαλαίων εκτιμήθηκε από το CAPM, τύπος (16) $[K_e = R_f + b * (R_M - R_f)]$ και όπως αναλύσαμε στην παράγραφο 4.3.2.1 υπολογίσθηκε 9,97%.

Συνεπώς, αντικαθιστώντας τα δεδομένα στον παραπάνω τύπο η αξία της μετοχής βάσει της μεθόδου προεξόφλησης μερισμάτων υπολογίσθηκε 8,24ευρώ.

Dividend Growth (2004- 2008)	27,95%
---	--------

Beta	0,61
Rm-Rf	12,54%
Rf	2,35%
ke	9,97%

Year	Growth	Dividend	PV of Dividend
2008		0,400	
2016	0,00%	0,000	0,00
2017	0,00%	0,270	0,22
2018	27,95%	0,512	0,38
2019	27,95%	0,655	0,45
2020	27,95%	0,838	0,52
SS	2,00%	0,855	6,67
DDM Share Value			8,24

Πίνακας 40: Πίνακας υπολογισμού αξίας μετοχής βάσει της μεθόδου προεξόφλησης μερισμάτων.

Η αποτίμηση βάση μοντέλου DDM θα ολοκληρωθεί με την εκτέλεση της ανάλυσης ευαισθησίας στην αξία της σε σχέση με το κόστος ιδίων κεφαλαίων και το σταθερό ρυθμό ανάπτυξης στο διηνεκές.

Τα αποτελέσματα της ανάλυσης ευαισθησίας παρατίθενται στον παρακάτω πίνακα:

Ανάλυση ευαισθησίας Αξίας Μετοχής σε Κόστος ιδίων κεφαλαίων και Ρυθμό ανάπτυξης						
8,24	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	
8,50%	9,16	9,74	10,40	11,18	12,10	
9,00%	8,51	9,00	9,57	10,22	10,98	
9,50%	7,93	8,36	8,84	9,40	10,04	
9,97%	7,44	7,82	8,24	8,72	9,27	
10,50%	6,96	7,28	7,65	8,06	8,53	
11,00%	6,54	6,83	7,16	7,52	7,92	
11,50%	6,17	6,43	6,72	7,03	7,39	

Πίνακας 41: Πίνακας ανάλυσης ευαισθησίας Αξίας Μετοχής σε Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων και Ρυθμό ανάπτυξης.

Συνεπώς, από τα παραπάνω αποτελέσματα η αξία της μετοχής, ανάλογα με το εύρος τιμών του κόστους ιδίων κεφαλαίων και του σταθερού ρυθμού ανάπτυξης, ενδέχεται να κυμανθεί από 6,17 ευρώ έως 12,10 ευρώ.

4.5. Μέθοδος αποτίμησης συγκρίσιμων εταιρειών (Comparable Companies Valuation).

Η τελευταία μέθοδος αποτίμησης της Jumbo είναι η αποτίμηση βάσει πολλαπλασιαστών σε σχέση με ομοειδείς εταιρείες. Θα αποτιμήσουμε την μετοχή της Jumbo σε σχετική βάση, συγκρίνοντας τα πολλαπλάσια τα οποία αποτιμώνται με τα πολλαπλάσια άλλων παρόμοιων εταιρειών. Η προσέγγιση που ακολουθήσαμε στην παρούσα μέθοδο αποτίμησης είναι η χρήση του μέσου όρου των παρακάτω αναλογιών:

1. Τιμή προς αναμενόμενα κέρδη ανά μετοχή του επόμενου έτους (προβλεπόμενο P/E),
2. Τιμή προς λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων (P/BV),
3. Τιμή προς ταμειακή ροή από λειτουργικές δραστηριότητες (P/CF),
4. Πολλαπλασιαστική EBITDA (κέρδη προ φόρων τόκων και αποσβέσεων) (Enterprise value (EV)/ EBITDA).

Βασικό συστατικό στη μέθοδο αυτή είναι η εύρεση «συγκρίσιμων» επιχειρήσεων. Όπως αναφέραμε στα παραπάνω κεφάλαια, η μορφή και η δραστηριότητα της αποτιμώμενης εταιρείας Jumbo την κάνει μοναδική και ιδιαίτερη ως προς τον κλάδο στον οποίο ανήκει. Ουσιαστικά, στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά δεν διαπραγματεύονται αντίστοιχες εταιρείες ως προς το μέγεθος και τη δραστηριότητα της. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα να περιορίσει τον αριθμό της επιλογής των συγκρίσιμων εταιρειών όπως είναι ο Μουστάκας ή το Praktiker αλλά και ο χώρος των S/M.

Για το λόγο αυτό, οι εταιρείες που επιλέχθηκαν, ως «συγκρίσιμες» εταιρείες, έγιναν με κριτήρια τα παρόμοια προϊόντα και τον τρόπο προώθησης (πώληση μέσω υποκαταστημάτων λιανικής). Η πρώτη είναι η εταιρεία «AS COMPANY AE» η οποία διαπραγματεύεται στο χρηματιστήριο Αθηνών, πολύ μικρότερη σε μέγεθος από την Jumbo αλλά δραστηριοποιείται στην αγορά του «παιδιού» (παιχνίδια, ρούχα, σχολικά, bebe), όπως είναι και ο ένας κλάδος της αποτιμώμενης εταιρείας, και η εταιρεία «Marks and Spencer Group plc», η οποία διαπραγματεύεται στο χρηματιστήριο Λονδίνου, πολύ μεγαλύτερη σε μέγεθος από την Jumbo και δραστηριοποιείται στην λιανική πώληση σε πολλές χώρες (ρούχων, ειδών σπιτιού, τροφίμων και ποτών), όπως και ο άλλος κλάδος της αποτιμώμενης εταιρείας.

Οι ημερομηνίες των ισολογισμών που χρησιμοποιήθηκαν είναι του 2015 (Jumbo: 30/06/2015 - AS Company AE:31/12/2015 - Marks and Spencer Group plc:28/03/2015) ενώ οι τιμές μετοχών είναι στις 31/12/2015. Οι προβλεπόμενες τιμές των κερδών ανά μετοχή, για τις εταιρείες Jumbo και Marks and Spencer είναι οι εκτιμήσεις των αναλυτών από το site των Financial Times, ενώ για την AS Company είναι η ίδια τιμή του 2015.

Βάσει των δημοσιευμένων οικονομικών καταστάσεων των εταιρειών έχουμε τα παρακάτω δεδομένα:

<i>Multiples Valuation</i>			
	JUMBO AE	AS COMPANY	Marks & Spencer Group PLC
Shares Outstanding 12/2015	136,06	26,25	1635,6
PPS - 31/12/2015	9,70	0,71	4,24
MVE 12/2015 in millions	1.319,82	18,67	6.936,58

Common Equity (Book Value)	797,21	21,22	3.198,80
Enterprise Value (BVDebt+MVEquity)	1.470,98	21,05	8.961,88
EBITDA	159,26	2,87	1.312,60
Cash Flow(funds from Operations)	128,91	0,52	1.278,00
Net Income	104,84	1,54	536,40
EPS Current	0,7705	0,0587	0,331
EPS2016 Estimate	0,8600	0,0587	0,35
Historical-Trailing P/E --> PPS/EPS	12,59	12,12	12,81

Πίνακας 42: Πίνακας οικονομικών δεδομένων συγκρίσιμων εταιρειών.

Από τα παραπάνω δεδομένα υπολογίσαμε τη μέση τιμή των δεικτών του δείγματος των εταιρειών ως εξής:

		JUMBO AE	AS COMPANY	Marks & Spencer Group PLC	Mean of AS Company & Marks & Spencer
1	Forward P/E -->PPS/EPSt+1	11,28	12,12	12,12	12,12
2	P/B	1,66	0,88	2,17	1,52
3	P/CF	10,24	35,97	5,43	20,70
4	EV/EBITDA	9,24	7,33	6,83	7,08

Πίνακας 43: Πίνακας υπολογισμού μέσης τιμής δεικτών συγκρίσιμων εταιρειών.

Έπειτα, υπολογίσαμε τον κάθε δείκτη πολλαπλασιάζοντας το μέσο όρο του δείγματος των εταιρειών με το αντίστοιχο μέγεθος της εταιρείας Jumbo ως εξής:

1. Προβλεπόμενο κέρδος ανά μετοχή της Jumbo επί το προβλεπόμενο μέσο όρο P/E των συγκρίσιμων εταιρειών = 10,42 ευρώ.
2. Λογιστική αξία ανά μετοχή της Jumbo επί το μέσο όρο P/BV των συγκρίσιμων εταιρειών = 8,93 ευρώ.
3. Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες της Jumbo ανά μετοχή επί το μέσο όρο P/CF των συγκρίσιμων εταιρειών = 19,61 ευρώ.
4. Τα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων της Jumbo επί το μέσο όρο EV/EBITDA των συγκρίσιμων εταιρειών, αφαιρώντας τη αγοραία αξία του δανεισμού (151.161.857), προσθέτοντας τα ταμειακά διαθέσιμα (298.918.408) και διαιρώντας με τον αριθμό των μετοχών = 9,37 ευρώ.

Και τέλος, υπολογίσαμε τη δίκαιη αξία της μετοχής στα 12,08 ευρώ, χρησιμοποιώντας το μέσο όρο των αποτελεσμάτων των παραπάνω δεικτών ως εξής:

Valuation Analysis JUMBO	
1. EPS xMean Comparable P/E (forward looking)	10,42
2. Book Value Per Share x Mean Comp P/B	8,93
3. CF Per Share* Mean CompP/CF	19,61
4. EBITDA x Mean Comp EV/EBITDA	1127,30
Value of Equity	1275,05
PPS (from EV/EBITDA)	9,37
Average PPS using multiples	12,08

Πίνακας 44: Πίνακας υπολογισμού τιμής μετοχής βάσει συγκρίσιμων εταιρειών.

4.6. Τελικά αποτελέσματα αποτίμησης.

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται τα αποτελέσματα των τριών μεθόδων αποτίμησης που αναλύσαμε παραπάνω:

1	Μοντέλο προεξόφλησης ταμειακών ροών –DCF	12,09
2	Μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων – DDM	8,24
3	Μέθοδος αποτίμησης βάσει δεικτών συγκρίσιμων εταιρειών-Multiples	12,08
	Μέσος όρος τιμής μετοχής (PPS) των τριών μεθόδων	10,80

Πίνακας 45: Πίνακας αποτελεσμάτων των τριών μεθόδων αποτίμησης.

Σύμφωνα με το μοντέλο προεξόφλησης ταμειακών ροών (DCF) και βάσει των οδηγών αξίας και των προβλέψεων των οικονομικών καταστάσεων των ετών 2016-2020, η τρέχουσα δίκαιη τιμή ανά μετοχή θα έπρεπε να διαμορφώνεται στα 12,09 ευρώ, αντίστοιχα βάσει των δεικτών συγκρίσιμων εταιρειών στα 12,08 ευρώ ενώ βάσει του μοντέλου προεξόφλησης μερισμάτων η τιμή θα έπρεπε να διαμορφώνεται στα 8,24 ευρώ. Ο μέσος όρος των τριών μεθόδων αποτίμησης διαμορφώνεται στα **10,80 ευρώ**.

Στις 28/07/2016 η τιμή της μετοχής της εταιρείας Jumbo διαπραγματευόταν στο χρηματιστήριο Αθηνών στα 10,96 ευρώ. Συνεπώς, βάσει αποτίμησης με τη χρήση του μοντέλου DCF η μετοχή της Jumbo είναι υποτιμημένη κατά 10,27%, βάσει αποτίμησης με τη χρήση μοντέλου DDM είναι υπερεκτιμημένη

κατά 24,79%, ενώ βάσει της μεθόδου αποτίμησης των δεικτών συγκρίσιμων εταιρειών είναι υποτιμημένη κατά 10,25%.

Όπως παρατηρούμε, βάσει αποτίμησης του μέσου όρου των τριών μεθόδων επί της τρέχουσας τιμής της μετοχής μας η μετοχή είναι υπερεκτιμημένη κατά 1,43%.

Ο παρακάτω πίνακας μας δείχνει τις ποσοστιαίες διαφορές της κάθε μεθόδου αλλά και συγκεντρωτικά, επί της τρέχουσας τιμής της μετοχής:

Διαφορά % επί της τρέχουσας τιμής με DCF	10,27%
Διαφορά % επί της τρέχουσας τιμής με DDM	-24,79%
Διαφορά % επί της τρέχουσας τιμής με Multiples	10,25%
Διαφορά % επί της τρέχουσας τιμής με μέσο όρο 3 μεθόδων	-1,43%

Πίνακας 46: Πίνακας ποσοστιαίων διαφορών των τριών μεθόδων επί της τρέχουσας τιμής.

Σε αυτό το σημείο, θα μπορούσαμε να αναφέρουμε τα αποτελέσματα των αποτιμήσεων των αναλυτών για την εταιρεία Jumbo, τα οποία συνοψίζονται στον παρακάτω πίνακα:

ΑΝΑΛΥΤΕΣ	ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ	ΜΕΘΟΔΟΣ	ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ
Alpha Finance Investment Services S.A	26/11/2015	DCF	10,80
Investment Bank of Greece	30/11/2015	DCF	10,60
Piraeus Securities	8/12/2015	DCF	11,22
BETA Securities S.A.	26/2/2016	DCF	12,20

Πίνακας 47: Πίνακας αποτελεσμάτων αποτιμήσεων διάφορων αναλυτών.

Όπως παρατηρούμε, οι τιμές των αναλυτών, με τη χρήση της μεθόδου DCF, κυμαίνονται από 10,60 έως 12,20 ευρώ. Καθίσταται φανερό, ότι ακόμα και μεταξύ αναλυτών υπάρχουν διαφορές ως προς τα αποτελέσματα τους. Οι λόγοι των αποκλίσεων μπορεί να είναι ο χρόνος που πραγματοποιήθηκε η αποτίμηση καθώς και οι υποθέσεις στις οποίες στηρίχθηκαν οι υπολογισμοί.

Η εκτίμηση της εργασίας για την αξία της μετοχής με τη μέθοδο DCF 12,09 ευρώ, είναι μέσα στο εύρος των τιμών των αναλυτών, το οποίο επιβεβαιώνει την ορθότητα των υποθέσεων και των υπολογισμών.

Κεφάλαιο 5^ο: 5.1.ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.

Η σωστή αποτίμηση μιας εταιρείας είναι περισσότερο μία τέχνη η οποία πρέπει να βασίζεται στη σωστή διαίσθηση και εμπειρία του αναλυτή, και λιγότερο μια τεχνική η οποία προκύπτει από την εφαρμογή δύσκολων και πολύπλοκων μοντέλων. Επομένως, η διαδικασία της αποτίμησης αποτελείται από υποκειμενικά στοιχεία εκτίμησης του αναλυτή και συνεπώς δεν εξάγεται το ίδιο αποτέλεσμα από τις αποτιμήσεις των διαφόρων αναλυτών.

Επίσης, τα διάφορα μοντέλα αποτίμησης μας δίνουν και διαφορετικά αποτελέσματα και για το λόγο αυτό η διαδικασία της αποτίμησης δεν πρέπει να βασίζεται σε μία μόνο μέθοδο αλλά να είναι απόρροια εφαρμογής διαφορετικών μοντέλων.

Στην παρούσα εργασία, εφαρμόστηκαν οι παραπάνω κανόνες και επιλέχθηκε για την αποτίμηση της εταιρείας Jumbo, ο μέσος όρος τριών κύριων μεθόδων αποτίμησης. Η πρώτη είναι η μέθοδος προεξόφλησης ταμειακών ροών, η οποία αποτελεί μία από τις πιο αποδεκτές και συνάμα αξιόπιστη μέθοδο αποτίμησης αφού συνεκτιμά στην αξία της εταιρείας, τις μελλοντικές αποδόσεις της και τον παράγοντα χρόνο και συσχετίζει τα τωρινά οικονομικά στοιχεία με την αξία της επιχείρησης. Η δεύτερη είναι η μέθοδος προεξόφλησης μερισμάτων, η οποία αποτελεί τον πιο άμεσο και πιο συντηρητικό τρόπο αποτίμησης ως η πιο παλιά μέθοδος, και η οποία διακρίνεται για την απλότητά της. Η τρίτη και τελευταία μέθοδος είναι η μέθοδος των συγκρίσιμων εταιρειών η οποία χρησιμοποιεί τιμές τις αγοράς και άρα αντανακλά την τρέχουσα διάθεσή της, δεδομένου ότι είναι μια προσπάθεια να μετρηθεί η σχετική και όχι η εγγενή αξία της εταιρείας.

Η διαδικασία της αποτίμησης ξεκίνησε από την παρουσίαση της εταιρείας Jumbo και την στρατηγική της ανάλυση. Τα αποτελέσματα της ανάλυσης, μας παρουσίασαν ότι η εταιρεία Jumbo είναι μοναδική στον τομέα της και παρά την παγκόσμια οικονομική κρίση και το «ρευστό» πολιτικό και οικονομικό πλαίσιο της Ελλάδας, πραγματοποιεί μία ανοδική πορεία όσο αφορά τα κέρδη και την ανάπτυξη του Ομίλου. Οι αποφάσεις της διοίκησης για «εξωστρέφεια» στις πωλήσεις της εταιρείας περιόρισαν τους κινδύνους της υπάρχουσας

κατάστασης. Με αποτέλεσμα να μπορεί να γίνει η εκτίμηση της πρόβλεψης των πωλήσεων του ομίλου, για τα επόμενα έτη με μέσο ρυθμό αύξησης για 2017-2020 στα 5,84%. Για την Ελλάδα, η οποία έχει το μεγαλύτερο ποσοστό επί των πωλήσεων (το 2015 είχε 75,17%), ο ρυθμός αύξησης εκτιμήθηκε 2,35%, ο οποίος περιέχει τόσο τις δυσμενείς οικονομικές και κοινωνικές συνθήκες της χώρας μας όσο και την ισχυρή θέση της εταιρείας στην ελληνική αγορά, λόγω δυναμικής διοίκησης-ισχυρού brand name-μεγάλου δικτύου καταστημάτων-έλλειψη άμεσης απειλής ανταγωνιστών. Για την Κύπρο ο ρυθμός αύξησης εκτιμήθηκε 5,07%, για τη Βουλγαρία 10,64% και τέλος για τη Ρουμανία 26,34%.

Το αποτέλεσμα της αποτίμησης, λαμβάνοντας υπόψη και τις τρεις μεθόδους, έδωσε 10,80 ευρώ ανά μετοχή ενώ η τιμή της μετοχής που διαπραγματευόταν στο χρηματιστήριο Αθηνών στις 28/07/2016 ήταν 10,96 ευρώ. Συνεπώς, η απάντηση του ερωτήματος «ποια είναι η εύλογη αξία της εταιρείας Jumbo και επομένως κατά πόσο είναι υποτιμημένη ή υπερεκτιμημένη η αξία της μετοχής της από την αγορά» είναι ότι η εκτίμηση της παρούσας εργασίας μας δείχνει ότι η εύλογη αξία της μετοχής της εταιρείας Jumbo είναι 10,80 ευρώ και επομένως η μετοχή είναι υπερεκτιμημένη από την αγορά κατά 1,43%. Οι απόψεις των αναλυτών για την τιμή της μετοχής μας δίνουν εύρος τιμών από 10,60 έως 12,20 ευρώ, το οποίο επιβεβαιώνει την ορθή εκτίμηση της παρούσας εργασίας.

Συνοψίζοντας τα αποτελέσματα, για τη θεωρητική τιμή της μετοχής της εταιρείας Jumbo, το αποτέλεσμα της μεθόδου DDM η οποία έχει την τάση να υποεκτιμά την αξία της εταιρείας, ως πιο συντηρητική μέθοδος, λαμβάνοντας μόνο τα μερίσματα και όχι τις ταμειακές ροές, μας έδωσε αποτέλεσμα 8,24 ευρώ, υποεκτιμώντας τη μετοχή κατά 24,79%. Ενώ η μέθοδος DCF και η μέθοδος συγκρίσιμων εταιρειών μας έδωσαν την εκτίμηση της τιμής στα 12,09 ευρώ και 12,08 ευρώ αντίστοιχα, που είναι κοντά στη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής (10,96 ευρώ) και εκτιμώντας ότι η μετοχή της εταιρείας είναι υποτιμημένη με το μέσο όρο των δύο μεθόδων κατά 10,26% .

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Διεθνής βιβλιογραφία:

- Barney B. Jay and Hesterly S. William (2006).** Strategic Management and Competitive Advantage, Pearson Prentice Hall.
- Benninga S. & Sarig O. (1997).** Corporate Finance. A Valuations Approach, International Edition, McGraw Hill.
- Brealey A. Richard, Myers C. Stewart and Allen Franklin (2014).** Principles of Corporate Finance, Global Edition, McGraw Hill.
- Damodaran, A.(2006).** Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance, 2nd Edition, Wiley Finance.
- Damodaran, A.(2009).** The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed, and Complex Business, 2nd Edition, FT Press.
- Damodaran, A.(2011).** Applied Corporate Finance, 3rd Edition, John Wiley & Sons.
- Damodaran, A.(2012).** Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, 3rd Edition, John Wiley & Sons.
- De Pamphilis, D.(2014).** Mergers, Acquisitions and other Restructuring Activities, 7th Edition, Elsevier Inc.
- Drummond G., Ensor J. and Ashford R. (2008),** Strategic Marketing: Planning and Control, Elsevier.
- Fernandez, P. (2007)** Company Valuation methods. The most common errors in valuations -working paper University of Navarra
- Fuller R.J. and Hsia C. (1984),** A simplified common stock valuation model. Financial Analysts Journal 40:49-56.
- Koller, T., Copeland. Th., Goedhart, M. and Wessels, D.(2005),**Valuation Measuring and Managing the Value of Companies, McKinsey & Company Inc.
- Porter M. (1980).** Competitive strategy, N.Y. Free Press.
- Thompson A., Peteraf M., Gamble J. and Strickland III A. (2015),** Crafting and Executing Strategy: Concepts and Readings, McGraw-Hill Irwin.

Βασική Ελληνική βιβλιογραφία:

- Κυριαζής Δ. (2007).** Συγχωνεύσεις και Εξαγορές, Εκδόσεις ΠΑΝΕΠΙΣΤΙΜΙΑΚΟ.
- Παπαδάκης Β.(2016).** Στρατηγική των επιχειρήσεων, Εκδόσεις Ε.ΜΠΕΝΟΥ.

Δικτυακοί τόποι (Internet Sites):

<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>

<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles>

http://pages.stern.nyu.edu/~iag/workshops/dadamodaran_01.pdf

www.investopedia.com

www.bloomberg.com

www.reuters.com

www.capital.gr

www.helex.gr

www.jumbo.gr

www.perfectoys.gr

www.moustakastoys.gr

www.maxstores.gr

www.statistics.gr/statistics/pop

www.eurobank.gr/research

www.markets.ft.com

www.marksandspencer.com

www.ascompany.gr

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ ΠΩΛΗΣΕΩΝ ΜΕ ΑΕΠ ΚΑΙ ΔΤΚ

Η παλινδρόμηση του ρυθμού μεταβολής των πωλήσεων ανά τρίμηνο και ανά χώρα της εταιρείας, με το αντίστοιχο ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ της κάθε χώρας ανά τρίμηνο, δεν έδειξε να υπάρχει συσχέτιση αφού το R² κυμάνθηκε σε πολύ χαμηλά επίπεδα. Τα αποτελέσματα συγκεντρωτικά:

Αποτελέσματα παλινδρόμησης ρυθμού ανάπτυξης πωλήσεων με ΑΕΠ ανά χώρα (ΑΝΑ ΤΡΙΜΗΝΟ)		
ΕΛΛΑΔΑ	R ²	T
2009-2015	0,298332	1,67401
ΚΥΠΡΟΣ		
2009-2015	0,030797	0,822015
ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ		
2009-2015	0,410723	1,924496
ΡΟΥΜΑΝΙΑ		
2014-2015	0,010435	0,727811

Και αναλυτικά οι παλινδρομήσεις έχουν ως εξής:

ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ (GDP):									
ΈΞΟΔΟΣ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΟΣ									
Στατιστικά παλινδρόμησης									
Πολλαπλό R	0,546198075								
R Τετράγωνο	0,298332338								
Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	0,27134512								
Τυπικό σφάλμα	0,305476397								
Μέγεθος δείγματος	28								
ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ									
	βαθμοί ελευθερίας	SS	MS	F	Σημαντικότητα F				
Παλινδρόμηση	1	1,031567225	1,031567225	11,05457924	0,002639212				
Υπόλοιπο	26	2,426211552	0,093315829						
Σύνολο	27	3,457778778							
	Συντελεστές	Τυπικό σφάλμα	t	τιμή-P	Κατώτερο 95%	Υψηλότερο 95%	Κατώτερο 95,0%	Υψηλότερο 95,0%	
Τεταγμένη επί την αρχή	0,097387993	0,058176474	1,674009894	0,106118624	-0,022195461	0,216971446	-0,022195461	0,216971446	
Μεταβλητή Χ 1	2,709108864	0,814808121	3,324842739	0,002639212	1,034246802	4,383970927	1,034246802	4,383970927	

ΓΙΑ ΤΗΝ ΚΥΠΡΟ (GDP):								
ΈΞΟΔΟΣ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΟΣ								
Στατιστικά παλινδρόμησης								
Πολλαπλό R	0,17549177							
R Τετράγωνο	0,030797361							
Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	0,007970744							
Τυπικό σφάλμα	0,3803784							
Μέγεθος δείγματος	27							
ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ								
	βαθμοί ελευθερίας	SS	MS	F	Σημαντικότητα F			
Παλινδρόμηση	1	0,114939849	0,114939849	0,794399436	0,381271367			
Υπόλοιπο	25	3,617193183	0,144687727					
Σύνολο	26	3,732133032						
	Συντελεστές	Τυπικό σφάλμα	t	τιμή-P	Κατώτερο 95%	Υψηλότερο 95%	Κατώτερο 95,0%	Υψηλότερο 95,0%
Τεταγμένη επί την αρχή	0,064890995	0,078941406	0,822014686	0,418839698	-0,097691873	0,227473864	-0,097691873	0,227473864
Μεταβλητή X 1	7,299319415	8,18960405	0,891290882	0,381271367	-24,16612455	9,567485717	-24,16612455	9,567485717

ΓΙΑ ΤΗΝ ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ(GDP):								
ΈΞΟΔΟΣ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΟΣ								
Στατιστικά παλινδρόμησης								
Πολλαπλό R	0,640876662							
R Τετράγωνο	0,410722896							
Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	0,387151811							
Τυπικό σφάλμα	0,432693934							
Μέγεθος δείγματος	27							
ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ								
	βαθμοί ελευθερίας	SS	MS	F	Σημαντικότητα F			
Παλινδρόμηση	1	3,262353128	3,262353128	17,42486228	0,000316296			
Υπόλοιπο	25	4,680601023	0,187224041					
Σύνολο	26	7,942954151						
	Συντελεστές	Τυπικό σφάλμα	t	τιμή-P	Κατώτερο 95%	Υψηλότερο 95%	Κατώτερο 95,0%	Υψηλότερο 95,0%
Τεταγμένη επί την αρχή	0,16099436	0,083655328	1,924496191	0,065745649	-0,011297012	0,333285732	-0,011297012	0,333285732
Μεταβλητή X 1	2,048544104	0,490750376	4,174309796	0,000316296	1,037824792	3,059263415	1,037824792	3,059263415

ΓΙΑ ΤΗΝ ΡΟΥΜΑΝΙΑ (GDP):								
ΈΞΟΔΟΣ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΟΣ								
Στατιστικά παλινδρόμησης								
Πολλαπλό R		0,102149888						
R Τετράγωνο		0,0104346						
Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο		-0,18747848						
Τυπικό σφάλμα		1,227360512						
Μέγεθος δείγματος		7						
ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ								
	βαθμοί ελευθερίας	SS	MS	F	Σημαντικότητα F			
Παλινδρόμηση	1	0,079422872	0,079422872	0,052723143	0,827488304			
Υπόλοιπο	5	7,532069138	1,506413828					
Σύνολο	6	7,61149201						
	Συντελεστές	Τυπικό σφάλμα	T	τιμή-P	Κατώτερο 95%	Υψηλότερο 95%	Κατώτερο 95,0%	Υψηλότερο 95,0%
Τεταγμένη επί την αρχή	0,533822028	0,733462254	0,727811178	0,499368672	-1,35160272	2,419246775	-1,35160272	2,419246775
Μεταβλητή X 1	17,06736091	74,33027255	0,229615207	0,827488304	-208,1394093	174,0046875	-208,1394093	174,0046875

Η παλινδρόμηση του ρυθμού μεταβολής των πωλήσεων ανά τρίμηνο και ανά χώρα της εταιρείας με το αντίστοιχο ρυθμό μεταβολής του Δείκτη τιμών καταναλωτή της κάθε χώρας ανά τρίμηνο δεν έδειξε, επίσης, να υπάρχει συσχέτιση. Τα αποτελέσματα συγκεντρωτικά:

Αποτελέσματα παλινδρόμησης ρυθμού ανάπτυξης πωλήσεων με CPI ανά χώρα (ΑΝΑ ΤΡΙΜΗΝΟ)			
		R ²	T
ΕΛΛΑΔΑ			
2009-2015		0,33752	0,741762
ΚΥΠΡΟΣ			
2009-2015		0,475249	1,491686
ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ			
2009-2015		0,003703	1,970006
ΡΟΥΜΑΝΙΑ			
2014-2015		0,00638	1,247535

Και αναλυτικά οι παλινδρομήσεις έχουν ως εξής:

ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ: ΈΞΟΔΟΣ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΟΣ (CPI)								
Στατιστικά παλινδρόμησης								
Πολλαπλό R	0,580964852							
R Τετράγωνο Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	0,337520159							
Τυπικό σφάλμα	0,312040165							
Μέγεθος δείγματος	0,296823487				28			
ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ								
	βαθμοί ελευθερίας	SS	MS	F	Σημαντικότητα F			
Παλινδρόμηση	1	1,167070042	1,167070042	13,24647722	0,001187899			
Υπόλοιπο	26	2,290708736	0,088104182					
Σύνολο	27	3,457778778						
	Συντελεστές	Τυπικό σφάλμα	t	τιμή-P	Κατώτερο 95%	Υψηλότερο 95%	Κατώτερο 95,0%	Υψηλότερο 95,0%
Τεταγμένη επί την αρχή	0,04209679	0,056752395	0,741762345	0,464879571	-0,074559428	0,158753008	-0,074559428	0,158753008
Μεταβλητή X 1	13,71275774	3,767685165	3,639571021	0,001187899	5,968170048	21,45734544	5,968170048	21,45734544

ΓΙΑ ΤΗΝ ΚΥΠΡΟ: ΈΞΟΔΟΣ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΟΣ (CPI)								
Στατιστικά παλινδρόμησης								
Πολλαπλό R	0,689382949							
R Τετράγωνο Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	0,47524885							
Τυπικό σφάλμα	0,455066113							
Μέγεθος δείγματος	0,275901563				28			
ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ								
	βαθμοί ελευθερίας	SS	MS	F	Σημαντικότητα F			
Παλινδρόμηση	1	1,792459477	1,792459477	23,54729494	4,95936E-05			
Υπόλοιπο	26	1,979163489	0,076121673					
Σύνολο	27	3,771622965						
	Συντελεστές	Τυπικό σφάλμα	t	τιμή-P	Κατώτερο 95%	Υψηλότερο 95%	Κατώτερο 95,0%	Υψηλότερο 95,0%
Τεταγμένη επί την αρχή	0,078030202	0,052310061	1,491686318	0,147816169	-0,029494667	0,185555072	-0,029494667	0,185555072
Μεταβλητή X 1	17,2906865	3,563212513	4,852555506	4,95936E-05	9,966398353	24,61497464	9,966398353	24,61497464

ΓΙΑ ΤΗΝ ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ:								
ΈΞΟΔΟΣ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΟΣ (CPI)								
Στατιστικά παλινδρόμησης								
Πολλαπλό R	0,060855648							
R Τετράγωνο Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	0,00370341							
Τυπικό σφάλμα	-0,03461569							
Μέγεθος δείγματος	0,55732983							
	28							
ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ								
	βαθμοί ελευθερίας	SS	MS	F	Σημαντικότητα F			
Παλινδρόμηση	1	0,030020026	0,030020026	0,09664658	0,758370342			
Υπόλοιπο	26	8,076030035	0,31061654					
Σύνολο	27	8,106050062						
	Συντελεστές	Τυπικό σφάλμα	t	τιμή-P	Κατώτερο 95%	Υψηλότερο 95%	Κατώτερο 95,0%	Υψηλότερο 95,0%
Τεταγμένη επί την αρχή	0,221147716	0,112257394	1,970005778	0,059576269	-0,009600661	0,451896092	-0,009600661	0,451896092
Μεταβλητή X 1	-3,749311359	12,0603042	0,310880331	0,758370342	-28,53962145	21,04099873	-28,53962145	21,04099873

ΓΙΑ ΤΗΝ ΡΟΥΜΑΝΙΑ:								
ΈΞΟΔΟΣ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΟΣ (CPI)								
Στατιστικά παλινδρόμησης								
Πολλαπλό R	0,079874698							
R Τετράγωνο Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	0,006379967							
Τυπικό σφάλμα	-0,159223371							
Μέγεθος δείγματος	1,175453367							
	8							
ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ								
	βαθμοί ελευθερίας	SS	MS	F	Σημαντικότητα F			
Παλινδρόμηση	1	0,053230456	0,053230456	0,038525597	0,850870719			
Υπόλοιπο	6	8,290143704	1,381690617					
Σύνολο	7	8,34337416						
	Συντελεστές	Τυπικό σφάλμα	t	τιμή-P	Κατώτερο 95%	Υψηλότερο 95%	Κατώτερο 95,0%	Υψηλότερο 95,0%
Τεταγμένη επί την αρχή	0,518481886	0,415604945	1,247535409	0,258684196	-0,498466779	1,53543055	-0,498466779	1,53543055
Μεταβλητή X 1	-15,20665519	77,4745409	0,196279384	0,850870719	-204,7800271	174,3667167	-204,7800271	174,3667167

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 2:ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΙ ΠΡΟΒΛΕΨΕΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ**1.Κατάσταση Λογαριασμού Αποτελεσμάτων**

Υπολογισμός πρόβλεψης λογαριασμού Λοιπά Έσοδα Εκμετάλλευσης						
	2011 A	2012 A	2013 A	2014 A	2015 A	
Κύκλος εργασιών	489.972.161	494.288.503	502.184.921	541.847.153	582.548.135	
Λοιπά έσοδα εκμετάλλευσης	2.757.764	6.438.693	4.605.486	3.372.681	3.995.070	
	0,56%	1,30%	0,92%	0,62%	0,69%	M.O. 0,82%
	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E	
Κύκλος εργασιών	637.558.950	663.516.387	702.255.119	747.978.716	799.779.399	
Λοιπά έσοδα εκμετάλλευσης	5.216.230	5.428.603	5.745.546	6.119.637	6.543.447	

Υπολογισμός πρόβλεψης λογαριασμού Λοιπά Έξοδα Εκμετάλλευσης						
	2011 A	2012 A	2013 A	2014 A	2015 A	
Κύκλος εργασιών	489.972.161	494.288.503	502.184.921	541.847.153	582.548.135	
Λοιπά έξοδα εκμεταλ.	-4.234.087	-5.402.120	-5.435.514	-5.011.581	-6.435.592	
	0,86%	1,09%	1,08%	0,92%	1,10%	M.O. 1,01%
	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E	
Κύκλος εργασιών	637.558.950	663.516.387	702.255.119	747.978.716	799.779.399	
Λοιπά έξοδα εκμεταλ.	6.463.659	6.726.819	7.119.558	7.583.110	8.108.272	

Υπολογισμός πρόβλεψης λογαριασμού Χρηματοοικονομικά Έσοδα						
	2011 A	2012 A	2013 A	2014 A	2015 A	
Κύκλος εργασιών	489.972.161	494.288.503	502.184.921	541.847.153	582.548.135	
Χρηματοοικονομικά Έσοδα	7.499.094	8.489.165	9.556.968	8.957.293	9.047.370	M.O.
	1,53%	1,72%	1,90%	1,65%	1,55%	1,67%
Κύκλος εργασιών						
	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E	
Κύκλος εργασιών	637.558.950	663.516.387	702.255.119	747.978.716	799.779.399	
Χρηματοοικονομικά Έσοδα	10.656.434	11.090.298	11.737.794	12.502.037	13.367.856	

Υπολογισμός πρόβλεψης λογαριασμού Χρηματοοικονομικά Έξοδα						
	2011 A	2012 A	2013 A	2014 A	2015 A	
Κύκλος εργασιών	489.972.161	494.288.503	502.184.921	541.847.153	582.548.135	
Λοιπά χρηματοοικονομικά Έξοδα	458.142	411.604	377.271	364.690	303.513	M.O.
	0,09%	0,08%	0,08%	0,07%	0,05%	0,07%
Κύκλος εργασιών						
	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E	
Κύκλος εργασιών	637.558.950	663.516.387	702.255.119	747.978.716	799.779.399	
Λοιπά χρηματοοικονομικά Έξοδα	473.461	492.737	521.505	555.460	593.928	
Τόκοι ομολογιακού	7.075.052	7.075.052	7.075.052	6.485.464	-	
Χρηματοοικονομικά Έξοδα	7.548.513	7.567.789	7.596.557	7.040.925	593.928	

Υπολογισμός πρόβλεψης Συντελεστή Φόρου Εισοδήματος

	2014	2015		2014	2015		2014	2015	M.O.
Πωλήσεις	541.847.153	582.548.135	Κέρδη προ φόρων	136.950.419	-	% Κέρδη προ φόρ/πωλήσεις			
Ελλάδα	425.637.241	437.876.871	Ελλάδα	98.862.869	99.780.576	Ελλάδα	23,23%	22,79%	23,01%
Κύπρος	66.893.504	75.029.977	Κύπρος	21.712.321	23.220.837	Κύπρος	32,46%	30,95%	31,70%
Βουλγαρία	40.485.695	45.349.630	Βουλγαρία	7.535.476	9.300.674	Βουλγαρία	18,61%	20,51%	19,56%
Ρουμανία	8.830.713	24.291.657	Ρουμανία	1.868.269	4.648.332	Ρουμανία	21,16%	19,14%	20,15%

	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
ΠΩΛΗΣΕΙΣ	637.558.950	663.516.387	702.255.119	747.978.716	799.779.399
Ελλάδα	459.157.687	458.966.220	470.684.034	488.700.264	503.724.325
Κύπρος	78.781.476	83.990.923	87.541.410	91.358.413	95.996.309
Βουλγαρία	51.036.474	57.297.206	62.628.848	69.541.338	76.468.001
Ρουμανία	48.583.314	63.262.038	81.400.827	98.378.701	123.590.763

	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
Κέρδη προ φόρων	151.349.910	155.013.457	161.996.019	171.061.605	187.031.688
Ελλάδα	106.602.796	104.432.949	105.592.737	108.675.705	116.741.288
Κύπρος	24.976.401	26.627.973	27.753.598	28.963.717	30.434.088
Βουλγαρία	9.983.119	11.207.765	12.250.675	13.602.810	14.957.718
Ρουμανία	9.787.594	12.744.770	16.399.010	19.819.373	24.898.595

	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
ΦΟΡΟΣ	36.601.188	36.773.991	37.940.002	39.667.800	43.138.781
Ελλάδα	30.914.811	30.285.555	30.621.894	31.515.954	33.854.973
Κύπρος	3.122.050	3.328.497	3.469.200	3.620.465	3.804.261
Βουλγαρία	998.312	1.120.777	1.225.067	1.360.281	1.495.772
Ρουμανία	1.566.015	2.039.163	2.623.842	3.171.100	3.983.775
ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ:	24,18%	23,72%	23,42%	23,19%	23,06%

Υπολογισμός πρόβλεψης Λοιπών κυκλοφορούντων στοιχείων ενεργητικού						
	2011 A	2012 A	2013 A	2014 A	2015 A	
Κύκλος εργασιών	489.972.161	494.288.503	502.184.921	541.847.153	582.548.135	
Πελάτες και λουπές εμπορικές απαιτήσεις	27.998.652	18.597.468	23.726.384	30.700.007	15.546.511	M.O.
	5,71%	3,76%	4,72%	5,67%	2,67%	4,51%
Λουπές απαιτήσεις	30.427.376	24.001.953	20.443.199	25.821.847	33.250.940	M.O.
	6,21%	4,86%	4,07%	4,77%	5,71%	5,12%
Αξιόγραφα για εμπορικούς σκοπούς – Παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα			9.984.996	8.566.160	5.911.120	M.O.
			1,99%	1,58%	1,01%	1,53%
Λοιπά κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού	4.718.408	4.623.583	6.380.470	5.532.604	5.819.069	M.O.
	0,96%	0,94%	1,27%	1,02%	1,00%	1,04%
	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E	
Κύκλος εργασιών	637.558.950	663.516.387	702.255.119	747.978.716	799.779.399	
Πελάτες και λουπές εμπορικές απαιτήσεις	28.735.997	29.905.948	31.651.976	33.712.826	36.047.581	
Λουπές απαιτήσεις	32.655.894	33.985.439	35.969.645	38.311.616	40.964.857	
Αξιόγραφα για εμπορικούς σκοπούς – Παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα	9.741.751	10.138.374	10.730.293	11.428.939	12.220.441	
Λοιπά κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού	6.616.461	6.885.842	7.287.865	7.762.376	8.299.953	

Υπολογισμός πρόβλεψης λογαριασμού Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις						
	2011 A	2012 A	2013 A	2014 A	2015 A	
Κύκλος εργασιών	489.972.161	494.288.503	502.184.921	541.847.153	582.548.135	
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	12.795	296.305	9.548	84.298	12.950.464	M.O.
	0,0026%	0,0599%	0,0019%	0,0156%	2,2231%	0,46%

	2016 A	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
Κύκλος εργασιών	637.558.950	663.516.387	702.255.119	747.978.716	799.779.399
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	2.936.709	3.056.273	3.234.710	3.445.321	3.683.924

Υπολογισμός πρόβλεψης λογαριασμού Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις						
	2011 A	2012 A	2013 A	2014 A	2015 A	
Κύκλος εργασιών	489.972.161	494.288.503	502.184.921	541.847.153	582.548.135	
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	5.404.000	6.063.277	7.605.734	7.647.155	6.994.412	M.O.
	1,10%	1,23%	1,51%	1,41%	1,20%	1,29%

	2016 A	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
Κύκλος εργασιών	637.558.950	663.516.387	702.255.119	747.978.716	799.779.399
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	8.232.271	8.567.438	9.067.639	9.658.030	10.326.890

Υπολογισμός πρόβλεψης λογαριασμού Προβλέψεις					
	2011 A	2012 A	2013 A	2014 A	2015 A
<u>Κύκλος εργασιών</u>	489.972.161	494.288.503	502.184.921	541.847.153	582.548.135
Προβλέψεις	166.758	166.758	166.758	290.872	234.431
	0,03%	0,03%	0,03%	0,05%	0,04%
					M.O. 0,04%

	2016 A	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
<u>Κύκλος εργασιών</u>	637.558.950	663.516.387	702.255.119	747.978.716	799.779.399
Προβλέψεις	248.522	258.641	273.741	291.564	311.756

Υπολογισμός πρόβλεψης λογαριασμού Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις					
	2011 A	2012 A	2013 A	2014 A	2015 A
<u>Κύκλος εργασιών</u>	489.972.161	494.288.503	502.184.921	541.847.153	582.548.135
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	16.984.235	21.547.839	19.780.269	20.788.640	28.952.889
	3,47%	4,36%	3,94%	3,84%	4,97%
					M.O. 4,11%

	2016 A	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
<u>Κύκλος εργασιών</u>	637.558.950	663.516.387	702.255.119	747.978.716	799.779.399
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	26.230.757	27.298.710	28.892.518	30.773.700	32.904.909

Επενδύσεις σε ακίνητα (εκμισθώσεις ακινήτων)	
Αξία κτήσης 30/06/2014	11.506.612
Σωρευμένες αποσβέσεις	-5.004.721
Υπόλοιπο την 30/06/2014	6.501.891
Αξία κτήσης 30/06/2015	11.506.612
Σωρευμένες αποσβέσεις	-5.387.891
Υπόλοιπο την 30/06/2015	6.118.721
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	383.170

ΧΡΟΝΙΑ	Μέρισμα ανά μετοχή	Αύξηση
2017	0,27	100,00%
2016	0	0,00%
2015	0	-100,00%
2014	0,36	100,00%
2013	0	0,00%
2012	0	0,00%
2011	0	-100,00%
2010	0,189	-17,83%
2009	0,23	-42,50%
2008	0,4	25,00%
2007	0,32	39,13%
2006	0,23	4,55%
2005	0,22	29,41%
2004	0,17	41,67%
2003	0,12	

Αύξηση Μερίσματος (2004-2008)	
	27,95%

ΕΤΟΣ	ΑΥΞΗΣΗ	ΜΕΡΙΣΜΑ	ΜΕΤΟΧΕΣ	ΠΟΣΟ
2008		0,400		
2018	27,95%	0,512	136.064.067	69.638.060
2019	27,95%	0,655	136.064.067	89.102.500
2020	27,95%	0,838	136.064.067	114.007.418

Υπολογισμός πρόβλεψης λογαριασμού Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού					
	2015 A				
<u>Αμοιβές και έξοδα προσωπικού</u>	80.695.947				
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	5.775.652				
	7,16%				
	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
<u>Αμοιβές και έξοδα προσωπικού</u>	92.617.767	96.388.586	102.016.136	108.658.373	116.183.424
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	6.628.933	6.898.821	7.301.602	7.777.007	8.315.598

Υπολογισμός πρόβλεψης λογαριασμού Τρέχουσες φορολογικές υποχρεώσεις					
	2011 A	2012 A	2013 A	2014 A	2015 A
<u>Κύκλος εργασιών</u>	489.972.161	494.288.503	502.184.921	541.847.153	582.548.135
Υποχρεώσεις από λοιπούς φόρους	1.710.652	1.846.536	3.844.890	5.948.240	6.661.902
	0,35%	0,37%	0,77%	1,10%	1,14%
					M.O. 0,75%
	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
<u>Κύκλος εργασιών</u>	637.558.950	663.516.387	702.255.119	747.978.716	799.779.399
Υποχρεώσεις από λοιπούς φόρους	4.755.794	4.949.421	5.238.388	5.579.457	5.965.858
Φόρος εισοδήματος	36.601.188	36.773.991	37.940.003	39.667.800	43.138.781
Τρέχουσες φορολογικές υποχρεώσεις	41.356.982	41.723.412	43.178.391	45.247.257	49.104.640

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 3: ΤΙΜΕΣ ΜΕΤΟΧΗΣ JUMBO & ΓΕΝΙΚΟΥ ΔΕΙΚΤΗ Χ.Α. ΚΑΙ
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ ΤΡΙΩΝ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΩΝ ΒΕΤΑ

ΤΙΜΕΣ ΜΕΤΟΧΗΣ JUMBO ΚΑΙ ΓΕΝΙΚΟΥ ΔΕΙΚΤΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΘΗΝΩΝ ΓΙΑ ΤΟΝ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟ ΒΕΤΑ							
ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ	ΤΙΜΕΣ		ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ		ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΜΕ LN		
	JUMBO P	ΓΔ	JUMBO	ΓΔ	JUMBO	ΓΔ	
26/6/2015	7,42	797,52					
3/8/2015	6,61	668,06	-0,109164	-0,162328217	-0,115595403	-0,177128923	
4/8/2015	6,79	659,94	0,0272315	-0,012154597	0,026867288	-0,012229068	
5/8/2015	6,65	643,22	-0,020619	-0,025335637	-0,020834087	-0,02566211	
6/8/2015	6,93	666,68	0,0421053	0,036472746	0,041242959	0,035823359	
7/8/2015	6,85	676,33	-0,011544	0,014474711	-0,011611161	0,014370952	
10/8/2015	7,19	690,24	0,049635	0,020566883	0,048442519	0,020358241	
11/8/2015	7,33	705,00	0,0194715	0,021383866	0,019284344	0,02115844	
12/8/2015	7,12	691,40	-0,028649	-0,01929078	-0,02906779	-0,019479275	
13/8/2015	7,05	686,65	-0,009831	-0,006870119	-0,009880109	-0,006893827	
14/8/2015	6,99	673,93	-0,008511	-0,018524721	-0,008547061	-0,018698453	
17/8/2015	7,20	680,94	0,0300429	0,010401674	0,02960047	0,010347949	
18/8/2015	7,30	673,18	0,0138889	-0,011396011	0,013793322	-0,011461444	
19/8/2015	7,36	675,33	0,0082192	0,003193797	0,008185585	0,003188707	
20/8/2015	7,20	651,56	-0,021739	-0,035197607	-0,021978907	-0,035831973	
21/8/2015	7,20	635,31	0	-0,024940144	0	-0,025256419	
24/8/2015	6,80	568,38	-0,055556	-0,105350144	-0,057158414	-0,11132286	
25/8/2015	7,08	621,70	0,0411765	0,093810479	0,040351296	0,089667452	
26/8/2015	7,12	622,72	0,0056497	0,001640663	0,005633818	0,001639318	
27/8/2015	7,48	627,02	0,0505618	0,00690519	0,049325067	0,006881458	
28/8/2015	7,31	633,81	-0,022727	0,010829001	-0,022989518	0,010770787	
31/8/2015	7,50	624,20	0,0259918	-0,015162273	0,025659747	-0,015278395	
1/9/2015	7,60	621,51	0,0133333	-0,004309516	0,013245227	-0,004318829	
2/9/2015	7,50	626,46	-0,013158	0,007964474	-0,013245227	0,007932925	
3/9/2015	7,75	649,05	0,0333333	0,036059764	0,032789823	0,03542483	
4/9/2015	7,37	646,62	-0,049032	-0,003743933	-0,050275137	-0,00375096	
7/9/2015	7,43	655,33	0,0081411	0,013470044	0,008108153	0,01338013	
8/9/2015	7,65	667,47	0,0296097	0,018525018	0,029179789	0,01835552	
9/9/2015	7,64	669,26	-0,001307	0,002681768	-0,001308045	0,002678179	
10/9/2015	7,93	675,10	0,0379581	0,008726056	0,037255432	0,008688204	
11/9/2015	8,18	673,84	0,0315259	-0,00186639	0,031039115	-0,001868134	
14/9/2015	8,35	673,00	0,0207824	-0,001246587	0,020569388	-0,001247364	
15/9/2015	8,48	682,17	0,0155689	0,013625557	0,015448911	0,013533564	
16/9/2015	8,70	692,44	0,0259434	0,015054898	0,025612576	0,014942698	
17/9/2015	8,30	692,30	-0,045977	-0,000202184	-0,047067511	-0,000202204	
18/9/2015	8,38	697,57	0,0096386	0,007612307	0,0095924	0,007583479	
21/9/2015	8,00	693,54	-0,045346	-0,005777198	-0,046406373	-0,005793951	
22/9/2015	8,04	677,47	0,005	-0,023170978	0,004987542	-0,023443645	
23/9/2015	7,79	668,54	-0,031095	-0,013181395	-0,031588223	-0,013269041	

24/9/2015	7,80	667,82		0,0012837	-0,001076974		0,001282874	-0,001077554
25/9/2015	7,84	675,17		0,0051282	0,01100596		0,005115101	0,010945835
28/9/2015	7,51	654,70		-0,042092	-0,03031829		-0,043003369	-0,030787396
29/9/2015	7,69	650,33		0,023968	-0,006674813		0,023685318	-0,006697189
30/9/2015	7,85	654,20		0,0208062	0,005950825		0,020592748	0,005933189
1/10/2015	7,56	642,70		-0,036943	-0,017578722		-0,037642342	-0,017735063
2/10/2015	7,59	640,90		0,0039683	-0,002800685		0,003960401	-0,002804614
5/10/2015	7,96	667,00		0,0487484	0,040723982		0,047597408	0,039916607
6/10/2015	7,99	670,60		0,0037688	0,005397301		0,00376176	0,005382788
7/10/2015	7,98	680,10		-0,001252	0,014166418		-0,001252348	0,014067012
8/10/2015	8,05	678,00		0,0087719	-0,003087781		0,00873368	-0,003092558
9/10/2015	7,89	676,90		-0,019876	-0,001622419		-0,020075957	-0,001623736
12/10/2015	8,00	680,70		0,0139417	0,005613828		0,013845407	0,005598129
13/10/2015	8,19	678,30		0,02375	-0,003525782		0,023472356	-0,003532013
14/10/2015	8,15	676,10		-0,004884	-0,003243403		-0,004895971	-0,003248674
15/10/2015	8,27	694,40		0,0147239	0,027067002		0,014616582	0,026707169
16/10/2015	8,15	685,90		-0,01451	-0,012240783		-0,014616582	-0,012316319
19/10/2015	8,15	685,10		0	-0,001166351		0	-0,001167031
20/10/2015	8,25	693,10		0,0122699	0,011677127		0,012195273	0,011609476
21/10/2015	8,17	698,90		-0,009697	0,008368201		-0,009744291	0,008333382
22/10/2015	8,29	710,20		0,0146879	0,016168264		0,01458106	0,01603895
23/10/2015	8,48	712,40		0,0229192	0,003097719		0,022660481	0,003092931
26/10/2015	8,65	718,00		0,0200472	0,007860752		0,019848871	0,007830018
27/10/2015	8,71	727,30		0,0069364	0,012952646		0,00691247	0,012869478
29/10/2015	8,69	715,70		-0,002296	-0,015949402		-0,002298852	-0,016077962
30/10/2015	8,80	701,20		0,0126582	-0,020259885		0,012578782	-0,020467932
2/11/2015	8,95	722,80		0,0170455	0,030804335		0,016901811	0,030339406
3/11/2015	9,00	718,10		0,0055866	-0,00650249		0,005571045	-0,006523724
4/11/2015	9,10	708,50		0,0111111	-0,013368612		0,011049836	-0,013458776
5/11/2015	8,84	686,50		-0,028571	-0,031051517		-0,028987537	-0,031543834
6/11/2015	8,70	677,40		-0,015837	-0,013255645		-0,015963851	-0,013344285
9/11/2015	8,95	683,40		0,0287356	0,008857396		0,028330507	0,008818399
10/11/2015	8,71	672,10		-0,026816	-0,016534972		-0,027181741	-0,016673201
11/11/2015	8,85	667,80		0,0160735	-0,006397857		0,015945668	-0,006418411
12/11/2015	9,05	659,10		0,0225989	-0,013027853		0,022347299	-0,013113459
13/11/2015	9,06	652,60		0,001105	-0,009861933		0,001104362	-0,009910884
16/11/2015	9,10	643,80		0,004415	-0,013484523		0,004405293	-0,013576265
17/11/2015	9,21	657,80		0,0120879	0,021745884		0,012015437	0,021512815
18/11/2015	9,30	671,80		0,009772	0,021283065		0,00972455	0,021059743
19/11/2015	9,38	670,40		0,0086022	-0,002083954		0,008565363	-0,002086128
20/11/2015	9,54	658,80		0,0170576	-0,017303103		0,016913722	-0,017454551
23/11/2015	9,49	643,50		-0,005241	-0,023224044		-0,005254873	-0,023497971
24/11/2015	9,60	648,10		0,0115911	0,007148407		0,011524486	0,007122978
25/11/2015	9,75	642,80		0,015625	-0,00817775		0,015504187	-0,008211372
26/11/2015	9,77	642,70		0,0020513	-0,000155569		0,002049181	-0,000155581

27/11/2015	9,80	649,70		0,0030706	0,010891551		0,00306592	0,010832666
30/11/2015	9,65	634,80		-0,015306	-0,022933662		-0,01542447	-0,023200729
1/12/2015	9,80	639,30		0,015544	0,007088847		0,01542447	0,007063839
2/12/2015	9,61	626,10		-0,019388	-0,020647583		-0,019578163	-0,020863725
3/12/2015	9,50	617,30		-0,011446	-0,014055263		-0,011512424	-0,014154973
4/12/2015	9,02	607,50		-0,050526	-0,015875587		-0,051847465	-0,016002954
7/12/2015	9,00	608,80		-0,002217	0,002139918		-0,002219757	0,002137631
8/12/2015	8,70	581,90		-0,033333	-0,044185283		-0,033901552	-0,045191195
9/12/2015	8,49	559,70		-0,024138	-0,038150885		-0,024434025	-0,038897686
10/12/2015	9,10	576,50		0,0718492	0,03001608		0,069385413	0,029574414
11/12/2015	8,96	578,30		-0,015385	0,00312229		-0,015504187	0,003117425
14/12/2015	8,70	590,20		-0,029018	0,020577555		-0,029447201	0,020368697
15/12/2015	8,51	583,10		-0,021839	-0,01202982		-0,022081083	-0,012102764
16/12/2015	8,74	601,20		0,027027	0,031040988		0,026668247	0,03056896
17/12/2015	9,22	622,20		0,0549199	0,03493014		0,053464848	0,034333927
18/12/2015	9,28	623,00		0,0065076	0,00128576		0,006486509	0,001284934
21/12/2015	9,19	625,20		-0,009698	0,0035313		-0,00974561	0,00352508
22/12/2015	9,25	619,00		0,0065288	-0,009916827		0,006507615	-0,009966326
23/12/2015	9,00	619,90		-0,027027	0,001453958		-0,027398974	0,001452902
28/12/2015	9,40	615,30		0,0444444	-0,007420552		0,043485112	-0,007448221
29/12/2015	9,70	617,50		0,0319149	0,003575492		0,031416196	0,003569115
30/12/2015	9,20	610,90		-0,051546	-0,010688259		-0,052922401	-0,010745789
31/12/2015	9,70	631,30		0,0543478	0,033393354		0,052922401	0,032847906
4/1/2016	9,60	621,12		-0,010309	-0,016125455		-0,010362787	-0,016256885
5/1/2016	9,61	617,59		0,0010417	-0,005683282		0,001041125	-0,005699493
7/1/2016	9,25	590,75		-0,037461	-0,043459253		-0,038180671	-0,044431891
8/1/2016	9,30	585,98		0,0054054	-0,008074482		0,005390849	-0,008107257
11/1/2016	9,00	581,68		-0,032258	-0,007338134		-0,032789823	-0,007365191
12/1/2016	9,48	594,26		0,0533333	0,021627011		0,051959739	0,021396466
13/1/2016	9,61	589,35		0,0137131	-0,008262377		0,013619907	-0,008296699
14/1/2016	9,60	573,92		-0,001041	-0,026181386		-0,001041125	-0,026530221
15/1/2016	9,60	558,45		0	-0,026954976		0	-0,027324925
18/1/2016	9,70	543,13		0,0104167	-0,027433074		0,010362787	-0,027816387
19/1/2016	10,07	558,25		0,0381443	0,027838639		0,037434821	0,027458189
20/1/2016	9,80	526,44		-0,026812	-0,056981639		-0,027178321	-0,058669526
21/1/2016	9,59	523,01		-0,021429	-0,006515462		-0,021661497	-0,006536781
22/1/2016	9,76	534,34		0,0177268	0,021663066		0,017571512	0,021431756
25/1/2016	9,67	534,72		-0,009221	0,000711158		-0,009264091	0,000710905
26/1/2016	9,64	546,22		-0,003102	0,021506583		-0,003107201	0,02127858
27/1/2016	9,73	545,27		0,0093361	-0,001739226		0,009292788	-0,00174074
28/1/2016	9,70	542,18		-0,003083	-0,005666917		-0,003088011	-0,005683035
29/1/2016	9,74	552,83		0,0041237	0,019642923		0,004115232	0,019452491
1/2/2016	9,70	557,16		-0,004107	0,007832426		-0,004115232	0,007801912
2/2/2016	9,70	552,50		0	-0,008363845		0	-0,008399018
3/2/2016	9,60	529,73		-0,010309	-0,04121267		-0,010362787	-0,042085991

4/2/2016	9,60	509,45	0	-0,038283654	0	-0,03903573
5/2/2016	10,05	503,88	0,046875	-0,01093336	0,045809536	-0,010993568
8/2/2016	9,35	464,23	-0,069652	-0,07868937	-0,072196291	-0,081958025
9/2/2016	9,00	450,83	-0,037433	-0,028865002	-0,038151766	-0,029289791
10/2/2016	8,96	449,37	-0,004444	-0,003238471	-0,00445435	-0,003243726
11/2/2016	8,83	440,88	-0,014509	-0,018893117	-0,014615212	-0,019073872
12/2/2016	9,00	454,29	0,0192525	0,03041644	0,019069563	0,029963031
15/2/2016	9,20	487,92	0,0222222	0,074027604	0,021978907	0,071415697
16/2/2016	9,47	482,89	0,0293478	-0,010309067	0,028925423	-0,010362574
17/2/2016	9,98	495,10	0,0538543	0,025285262	0,052454183	0,024970878
18/2/2016	9,98	497,75	0	0,005352454	0	0,005338181
19/2/2016	10,10	480,54	0,012024	-0,03457559	0,011952334	-0,035187471
22/2/2016	9,87	487,97	-0,022772	0,015461772	-0,02303557	0,015343457
23/2/2016	10,20	493,97	0,0334347	0,012295838	0,032887867	0,012220858
24/2/2016	10,08	474,28	-0,011765	-0,03986072	-0,011834458	-0,040676922
25/2/2016	10,10	483,98	0,0019841	0,020452054	0,001982161	0,020245719
26/2/2016	10,90	507,12	0,0792079	0,047811893	0,076227365	0,046704078
29/2/2016	11,20	516,71	0,0275229	0,018910711	0,027150989	0,018734127
1/3/2016	11,50	520,08	0,0267857	0,006522034	0,026433257	0,006500857
2/3/2016	11,55	535,78	0,0043478	0,030187663	0,004338402	0,029740983
3/3/2016	11,51	551,36	-0,003463	0,0290791	-0,003469214	0,028664324
4/3/2016	11,15	552,84	-0,031277	0,002684272	-0,031776725	0,002680675
7/3/2016	10,95	559,44	-0,017937	0,011938355	-0,018100042	0,011867655
8/3/2016	10,95	563,67	0	0,007561133	0	0,00753269
9/3/2016	11,00	552,59	0,0045662	-0,019656891	0,004555817	-0,019852658
10/3/2016	10,96	564,12	-0,003636	0,020865379	-0,003642991	0,020650679
11/3/2016	11,00	566,20	0,0036496	0,003687159	0,003642991	0,003680378
15/3/2016	11,25	579,30	0,0227273	0,023136701	0,022472856	0,022873105
16/3/2016	11,39	571,73	0,0124444	-0,013067495	0,012367649	-0,013153626
17/3/2016	11,35	567,24	-0,003512	-0,007853357	-0,003518034	-0,007884357
18/3/2016	11,10	548,58	-0,022026	-0,032896129	-0,022272636	-0,033449373
21/3/2016	10,50	541,70	-0,054054	-0,012541471	-0,055569851	-0,012620779
22/3/2016	11,08	544,30	0,0552381	0,004799705	0,053766424	0,004788223
23/3/2016	11,32	551,31	0,0216606	0,012878927	0,021429391	0,012796699
24/3/2016	11,89	557,04	0,0503534	0,010393427	0,049126638	0,010339786
29/3/2016	11,90	566,67	0,000841	0,017287807	0,000840689	0,017140073
30/3/2016	11,90	578,83	0	0,021458697	0	0,021231701
31/3/2016	11,90	577,12	0	-0,002954235	0	-0,002958608
1/4/2016	11,70	571,56	-0,016807	-0,009634045	-0,016949558	-0,009680753
4/4/2016	11,49	564,75	-0,017949	-0,01191476	-0,01811175	-0,011986309
5/4/2016	11,45	561,23	-0,003481	-0,006232846	-0,003487362	-0,006252352
6/4/2016	11,25	554,12	-0,017467	-0,012668603	-0,017621601	-0,012749534
7/4/2016	11,49	554,50	0,0213333	0,000685772	0,021108963	0,000685537
8/4/2016	11,45	561,61	-0,003481	0,012822362	-0,003487362	0,012740852
11/4/2016	11,50	560,97	0,0043668	-0,001139581	0,004357305	-0,001140231

12/4/2016	11,49	553,43	-0,00087	-0,013441004	-0,000869944	-0,013532152
13/4/2016	11,32	548,83	-0,014795	-0,008311801	-0,014906019	-0,008346537
14/4/2016	11,45	548,10	0,0114841	-0,001330102	0,011418657	-0,001330988
15/4/2016	11,32	574,73	-0,011354	0,048586024	-0,011418657	0,047442613
18/4/2016	11,49	574,37	0,0150177	-0,000626381	0,014906019	-0,000626577
19/4/2016	11,46	578,85	-0,002611	0,00779985	-0,002614381	0,007769589
20/4/2016	11,47	582,51	0,0008726	0,006322882	0,00087222	0,006302976
21/4/2016	11,50	598,72	0,0026155	0,027827848	0,002612104	0,02744769
22/4/2016	11,50	605,92	0	0,012025655	0	0,011953921
25/4/2016	11,50	597,56	0	-0,013797201	0	-0,013893267
26/4/2016	11,37	599,59	-0,011304	0,003397148	-0,011368728	0,003391391
27/4/2016	11,26	584,55	-0,009675	-0,025083807	-0,009721685	-0,025403768
28/4/2016	11,47	583,65	0,0186501	-0,001539646	0,018478308	-0,001540832
4/5/2016	11,45	590,05	-0,001744	0,010965476	-0,001745201	0,010905791
5/5/2016	11,25	601,48	-0,017467	0,01937124	-0,017621601	0,019186006
6/5/2016	11,45	605,61	0,0177778	0,006866396	0,017621601	0,00684293
9/5/2016	11,24	610,07	-0,018341	0,007364475	-0,018510886	0,00733749
10/5/2016	11,41	629,29	0,0151246	0,031504581	0,015011319	0,031018495
11/5/2016	11,20	619,06	-0,018405	-0,016256416	-0,018576386	-0,016390001
12/5/2016	11,51	632,75	0,0276786	0,022114173	0,027302444	0,021873201
13/5/2016	11,40	622,71	-0,009557	-0,015867246	-0,009602867	-0,015994479
16/5/2016	11,74	620,50	0,0298246	-0,003549004	0,029388459	-0,003555316
17/5/2016	12,20	626,37	0,0391823	0,009460113	0,038434137	0,009415646
18/5/2016	12,32	628,29	0,0098361	0,003065281	0,009788006	0,003060593
19/5/2016	12,00	622,28	-0,025974	-0,009565646	-0,026317308	-0,009611691
20/5/2016	12,00	639,48	0	0,027640291	0	0,027265194
23/5/2016	11,64	649,10	-0,03	0,015043473	-0,030459207	0,014931442
24/5/2016	11,64	642,08	0	-0,010814975	0	-0,010873882
25/5/2016	11,28	641,80	-0,030928	-0,000436083	-0,031416196	-0,000436178
26/5/2016	11,62	645,40	0,0301418	0,005609224	0,029696505	0,005593551
27/5/2016	11,75	636,83	0,0111876	-0,013278587	0,011125489	-0,013367536
30/5/2016	11,97	641,04	0,0187234	0,006610869	0,018550279	0,006589113
31/5/2016	12,30	646,97	0,0275689	0,009250593	0,027195743	0,009208068
1/6/2016	12,29	645,10	-0,000813	-0,002890397	-0,000813339	-0,002894582
2/6/2016	12,09	639,19	-0,016273	-0,00916137	-0,016407259	-0,009203594
3/6/2016	12,20	648,63	0,0090984	0,014768692	0,009057287	0,014660696
6/6/2016	11,85	639,11	-0,028689	-0,014677089	-0,029108084	-0,014785863
7/6/2016	12,00	653,60	0,0126582	0,022672153	0,012578782	0,02241896
8/6/2016	12,07	652,38	0,0058333	-0,001866585	0,005816385	-0,001868329
9/6/2016	11,68	645,69	-0,032312	-0,010254759	-0,032845058	-0,010307702
10/6/2016	11,35	618,67	-0,028253	-0,041846707	-0,028660233	-0,0427475
13/6/2016	11,19	594,58	-0,014097	-0,038938368	-0,014197222	-0,039716739
14/6/2016	10,80	593,45	-0,034853	-0,001900501	-0,035474388	-0,001902309
15/6/2016	10,40	575,52	-0,037037	-0,03021316	-0,037740328	-0,030678985
16/6/2016	10,53	556,48	0,0125	-0,033083125	0,01242252	-0,033642749

17/6/2016	10,59	586,55	0,005698	0,054036084	0,005681833	0,052626685
21/6/2016	11,34	608,29	0,0708215	0,037064189	0,068426139	0,036393826
22/6/2016	11,80	611,63	0,0405644	0,005490802	0,039763233	0,005475783
23/6/2016	11,70	617,69	-0,008475	0,009907951	-0,00851069	0,009859189
24/6/2016	10,70	534,78	-0,08547	-0,134225906	-0,0893451	-0,144131266
27/6/2016	10,70	519,33	0	-0,028890385	0	-0,029315928
28/6/2016	10,69	538,65	-0,000935	0,037201779	-0,000935016	0,03652649
29/6/2016	11,22	541,88	0,049579	0,005996473	0,048389175	0,005978565
30/6/2016	11,78	542,12	0,0499109	0,000442902	0,048705278	0,000442804
1/7/2016	11,60	544,76	-0,01528	0,004869771	-0,01539808	0,004857952
4/7/2016	11,40	539,81	-0,017241	-0,00908657	-0,017391743	-0,009128105
5/7/2016	11,32	527,16	-0,007018	-0,023434171	-0,007042283	-0,023713118
6/7/2016	11,19	529,65	-0,011484	0,004723424	-0,01155055	0,004712303
7/7/2016	10,90	531,64	-0,025916	0,003757198	-0,026257733	0,003750158
8/7/2016	10,75	537,10	-0,013761	0,010270108	-0,013857035	0,010217728
11/7/2016	11,00	548,09	0,0232558	0,020461739	0,022989518	0,02025521
12/7/2016	10,90	551,92	-0,009091	0,006987903	-0,009132484	0,006963601
13/7/2016	10,99	559,72	0,0082569	0,014132483	0,008222979	0,01403355
14/7/2016	10,97	562,84	-0,00182	0,005574216	-0,001821494	0,005558737
15/7/2016	10,98	557,36	0,0009116	-0,009736337	0,000911162	-0,009784045
18/7/2016	10,95	555,26	-0,002732	-0,003767762	-0,00273598	-0,003774878
19/7/2016	10,95	563,75	0	0,015290134	0	0,015174418
20/7/2016	11,00	569,74	0,0045662	0,010625277	0,004555817	0,010569226
21/7/2016	10,95	568,65	-0,004545	-0,001913153	-0,004555817	-0,001914986
22/7/2016	11,00	571,57	0,0045662	0,005134969	0,004555817	0,00512183

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΓΡΑΜΜΙΚΗΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ 1ου ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΒΕΤΑ

ΈΞΟΔΟΣ

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΟΣ

Στατιστικά παλινδρόμησης

Πολλαπλό R	0,610499331
R Τετράγωνο	0,372709433
Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	0,370106568
Τυπικό σφάλμα	0,020788689
Μέγεθος δείγματος	243

ΑΝΑΛΥΣΗ
ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

	βαθμοί ελευθερίας	SS	MS	F	Σημαντικότητα F
Παλινδρόμηση	1	0,061883216	0,061883216	143,1919721	3,28718E-26
Υπόλοιπο	241	0,104152871	0,00043217		
Σύνολο	242	0,166036087			

	Συντελεστές	Τυπικό σφάλμα	t	τιμή-P	Κατώτερο 95%	Υψηλότερο 95%	Κατώτερο 95,0%	Υψηλότερο 95,0%
Τεταγμένη επί την αρχή	0,002452746	0,001335409	1,836700769	0,067485614	-0,000177817	0,005083309	-0,000177817	0,005083309
Μεταβλητή X 1	0,607291825	0,05075024	11,96628481	3,28718E-26	0,507321152	0,707262498	0,507321152	0,707262498

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΓΡΑΜΜΙΚΗΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ 2ου ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΒΕΤΑ

ΈΞΟΔΟΣ
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΟΣΣτατιστικά
παλινδρόμησης

Πολλαπλό R	0,540526221
R Τετράγωνο	0,292168595
Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	0,291866748
Τυπικό σφάλμα	0,023562589
Μέγεθος δείγματος	2347

ΑΝΑΛΥΣΗ
ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

	βαθμοί ελευθερίας	SS	MS	F	Σημαντικότητα F
Παλινδρόμηση	1	0,537393679	0,537393679	967,9357985	3,3595E-178
Υπόλοιπο	2345	1,30193364	0,000555196		
Σύνολο	2346	1,839327319			

	Συντελεστές	Τυπικό σφάλμα	t	τιμή-P	Κατώτερο 95%	Υψηλότερο 95%	Κατώτερο 95,0%
Τεταγμένη επί την αρχή	0,000703291	0,000486599	1,445318657	0,148502016	-0,000250918	0,0016575	-0,000250918
Μεταβλητή X 1	0,711732198	0,022876698	31,1116666	3,3595E-178	0,66687154	0,756592855	0,66687154

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΓΡΑΜΜΙΚΗΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ 3ου ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΒΕΤΑ

ΈΞΟΔΟΣ
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΟΣ

Στατιστικά παλινδρόμησης

Πολλαπλό R	0,545226763
R Τετράγωνο	0,297272223
Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	0,296998788
Τυπικό σφάλμα	0,023370799
Μέγεθος δείγματος	2572

ΑΝΑΛΥΣΗ
ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

	βαθμοί ελευθερίας	SS	MS	F	Σημαντικότητα F
Παλινδρόμηση	1	0,593809915	0,593809915	1087,177197	3,8142E-199
Υπόλοιπο	2570	1,403719178	0,000546194		
Σύνολο	2571	1,997529092			

	Συντελεστές	Τυπικό σφάλμα	t	τιμή-P	Κατώτερο 95%	Υψηλότερο 95%	Κατώτερο 95,0%	Υψηλότερο 95,0%
Τεταγμένη επί την αρχή	0,000882012	0,000461088	1,912894038	0,055872633	-2,21292E-05	0,001786153	-2,21292E-05	0,001786153
Μεταβλητή X 1	0,696003054	0,021108675	32,9723702	3,8142E-199	0,654611318	0,737394789	0,654611318	0,737394789

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 4: ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ JUMBO (2011-2015)

JUMBO ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ

ΑΡ.Μ.Α.Ε. 7650/06/Β/86/04

Κύπρου 9 και Υδρας, Μοσχάτο Αττικής

Στοιχεία και Πληροφορίες χρήσης από 1 Ιουλίου 2010 έως 30 Ιουνίου 2011

Δημοσιευμένα βάσει κν.2190/20, άρθρο 135, για επιχειρήσεις που συντάσσουν ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, ενοποιημένες και μη, κατά το ΔΛΠ

Τα παρακάτω στοιχεία και πληροφορίες, που προκύπτουν από τις Οικονομικές Καταστάσεις, στοχεύουν σε μία γενική ενημέρωση για την οικονομική κατάσταση και τα αποτελέσματα της JUMBO Α.Ε.Ε. και του Ομίλου εταιρειών JUMBO. Συνιστάται επένδυση στον αναγνώστη, πριν προβεί σε οποιαδήποτε επενδυτική επιλογή ή άλλη συναλλαγή με τον εκδότη, να ανατρέξει στη διεύθυνση διαδικτύου του εκδότη, όπου αναρτώνται οι Οικονομικές Καταστάσεις που προβάλλονται τα Δελτία Λογαρικών Πρώτου καθώς και η έκθεση ελέγχου του νόμιμου ελεγκτή.

Αριθμός Υπόθεσης-Μοχλός:	Υπουργείο Ανάπτυξης, Ανταγωνισμού, & Ναυτιλίας, Διεθνών Ανταγωνιστικών Εταιρειών & Πιστώσεων www.jumbo.gr	ΣΥΝΕΔΕΣ Διοικητικού Συμβουλίου:	
		1. Πρόεδρος και Διευθύνων Σύμβουλος – Ευάγγελος-Αναστάσιος Βακάκης	2. Αντιπρόεδρος – Οικονομικός Ιωάννης
Διεύθυνση διαδικτύου: Εταιρείες:		3. Εντεταλμένος Σύμβουλος – Βασίλειος Καϊάφας	4. Αναπληρωτής Αντιπρόεδρος – Παπαγιάννης Ευάγγελος
Μηχανισμός έγκρισής από το Διοικητικό Συμβούλιο των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων:	26 Σεπτεμβρίου 2011	5. Μη Εκτελεστικό Μέλος – Κάβουρα Παρασκευή	6. Ανεξάρτητο μη Εκτελεστικό Μέλος – Καραούρας Γεώργιος
Νόμιμοι ελεγκτές:	Δελήγιαννης Γεώργιος (Α.Μ. Σ.Ο.Ε.Λ. 15791) Χρηστίδης Παναγιώτης (Α.Μ. Σ.Ο.Ε.Λ. 28481) Grant Thornton (Α.Μ. Σ.Ο.Ε.Λ. 127)	7. Ανεξάρτητο μη Εκτελεστικό Μέλος – Σκαλίνας Δημήτριος	
Ελεγκτική εταιρεία:	Με σύμφωνη γνώμη		
Τύπος έκθεσης ελέγχου ελεγκτών:			

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ (ενοποιημένα και μη ενοποιημένα) ποσά εκφρασμένα σε €				
	Ο ΟΜΙΛΟΣ		Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
	30/06/2011	30/06/2010	30/06/2011	30/06/2010
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ				
Εκπαιδευτικό/επιχειρησιακό ενσώματα πάγια στοιχεία	378.434.446	338.220.950	246.401.771	241.670.372
Επενδύσεις σε αδύνατα	7.580.301	7.969.973	7.580.301	7.969.973
Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	13.496.504	2.864.943	90.697.103	65.840.055
Αποθετήρια	174.452.601	176.485.733	157.209.693	165.272.868
Απαιτήσεις από παλιές	27.998.632	21.984.365	46.898.576	28.967.953
Λοιπά κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	193.232.843	188.601.023	152.666.306	145.582.344
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	795.195.347	736.076.987	701.453.570	655.203.565
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ				
Μετοχικό Κεφάλαιο	181.919.108	181.828.072	181.919.108	181.828.072
Λοιπά στοιχεία ιδίων κεφαλαίων	341.030.824	270.645.113	256.611.932	203.396.995
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων	522.949.932	452.473.185	438.531.040	385.225.067
Υποχρεώσεις μητρώου εταιρείας (α)	-	-	-	-
Δικαιώματα Μεσοφίλης (β)	-	-	-	-
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων (α)+(β)	522.949.932	452.473.185	438.531.040	385.225.067
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	153.841.391	155.674.166	152.009.779	152.791.309
Προβλεπόμενες / Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	8.990.081	8.120.240	8.995.023	7.792.826
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	109.413.943	119.809.396	101.927.908	109.394.363
Σύνολο υποχρεώσεων (δ)	272.245.415	283.603.802	262.927.710	269.978.498
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ (γ) + (δ)	795.195.347	736.076.987	701.453.570	655.203.565

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΕΣΟΔΩΝ (ενοποιημένα και μη ενοποιημένα) ποσά εκφρασμένα σε €				
	Ο ΟΜΙΛΟΣ		Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
	1/7/2010-30/06/2011	1/7/2009-30/06/2010	1/7/2010-30/06/2011	1/7/2009-30/06/2010
Κύκλος εργασιών	489.972.161	487.334.827	461.845.569	459.174.793
Μετα κέρδη (ζημιές)	260.729.387	263.584.860	226.986.447	234.608.788
Κέρδη(ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων	119.852.825	131.785.628	101.815.193	113.956.207
Κέρδη(ζημιές) προ φόρων	121.286.144	129.734.018	102.066.425	110.322.844
Μείον φόροι	(26.882.196)	(60.491.974)	(24.567.937)	(48.308.694)
Κέρδη(ζημιές) μετά από φόρους (Α)	94.603.948	79.242.044	77.498.488	61.819.150
Κατανέμονται σε:				
- Ιδιοκτήτες μετρητικά	94.603.948	79.242.044	77.498.488	61.819.150
- Δικαιώματα μετρητικά	-	-	-	-
Λοιπά συνολικά έσοδα μετά από φόρους (Β)	65.314	(79.049)	-	-
Συγκριτική συνολικά έσοδα μετά από φόρους (Α)+(Β)	94.669.262	79.162.995	77.498.488	61.819.150
- Ιδιοκτήτες μετρητικά	94.669.262	79.162.995	77.498.488	61.819.150
- Δικαιώματα μετρητικά	-	-	-	-
Κέρδη(ζημιές) μετά από φόρους ανά μετοχή-βρακί (σε €)	0,7281	0,6182	0,5965	0,4823
Κέρδη(ζημιές) μετά από φόρους ανά μετοχή μεριζώμενα (σε €)	0,7274	0,6128	0,5960	0,4789
Κέρδη(ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και συνολικών αποθεμάτων	135.149.852	144.727.719	114.013.726	125.260.976

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΜΕΤΑΒΛΗΩΝ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (ενοποιημένα και μη ενοποιημένα) ποσά εκφρασμένα σε €				
	Ο ΟΜΙΛΟΣ		Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
	30/06/2011	30/06/2010	30/06/2011	30/06/2010
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων έναρξης χρήσης (01.07.2010 και 01.07.2009 αντίστοιχα)	452.473.185	355.664.810	385.225.067	305.760.536
Συγκριτική συνολικά έσοδα μετά από φόρους (ανακελύμενα και δικαιώματα δραστηριότητες)	94.669.262	79.162.995	77.498.488	61.819.150
Αύξηση/μείωση Μετοχικού Κεφαλαίου από μετατροπή ομολογιακού δανείου	91.036	12.099.470	91.036	12.099.470
Αύξηση αποθεματικών από μετατροπή ομολογιακού δανείου	266.890	33.617.581	266.890	33.617.581
Διανεμηθέντα μερίσματα	(24.546.789)	(27.883.985)	(24.546.789)	(27.883.985)
Καθαρά εσόδων καταχωρημένο απειθείας στην καθαρή θέση	(3.653)	(187.685)	(3.653)	(187.685)
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων λήξης χρήσης (30.06.2011 και 30.06.2010 αντίστοιχα)	522.949.932	452.473.185	438.531.040	385.225.067

ΠΡΟΣΘΕΤΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΙ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ

Αναφορά στην «ΕΤΑΡΕΙΑ» ή «JUMBO Α.Ε.Ε.» περιλαμβάνονται, εκτός από τα περιεχόμενα υποδεικνύονται το αντίθετο, τον Όμιλο «JUMBO» και τις πλήρως ενοποιημένες θυγατρικές του.

- Στις αναλυτικές Οικονομικές Καταστάσεις έχουν τηρηθεί οι λογιστικές αρχές που χρησιμοποιούνται για την κατάσταση των Οικονομικών Καταστάσεων της προηγούμενης χρήσης 2009-2010 (01.07.2009-30.06.2010). Δεν υπάρχει αλλαγή από το μέθοδο ενοποίησης ως αφορά με την χρήση από έληξε στις 30.06.2010.
- Δεν υπάρχουν μεταβολές στη σύνθεση των εταιρειών που ενοικιοποιούνται στις ενοποιημένες Οικονομικές Καταστάσεις του Ομίλου, δεν υπάρχουν μεταβολές στη μέθοδο ενσωμάτωσής τους και δεν υπάρχουν εταιρείες ή και κοινοπραξίες που δεν περιλαμβάνονται στις ενοποιημένες Οικονομικές Καταστάσεις.
- Επί των περιουσιακών στοιχείων της Εταιρείας δεν υπάρχουν εμπράγματα βάρη. Υπάρχουν εμπράγματα βάρη της θυγατρικής JUMBO TRADING LTD (προσημειώσεων-υποθήκες α, β, γ τής), € 6.834 χιλ. για εξασφάλιση δανειακών πράξεων υποχρεώσεων.
- Αριθμός αποκατασκευασμένων προσαρτημάτων:

Όμιλος	30/06/2011	30/06/2010
Μόνο	3.326	2.864
Εκστό	131	326
Σύνολο	3.457	3.190
Εταιρεία	30/06/2011	30/06/2010
Μόνο	2.768	2.554
Εκστό	56	253
Σύνολο	2.824	2.812
- Δεν υπάρχουν δικαστικές διαφοράς, των οποίων η έκταση αρνητική έκδομα θα έχει σημαντική επίπτωση στο οικονομικό αποτέλεσμα του Ομίλου ή της Εταιρείας.

Το ποσό της αρνητικής πρόβλεψης που έχει διενεργηθεί, για κάθε μία από τις κάτωθι περιπτώσεις:

Περίπτωση (ποσά εκφρασμένα σε €)	Όμιλος	Εταιρεία
Πρόβλεψη για σημαντικές ενέσεις ή υπόλοιπα διαφοράς δικαστικών ή διοικητικών οργάνων	20.050	20.050
Πρόβλεψη για ανέλεγκτες Φορολογικά Χρήσεις	146.708	146.708
Λοιπές Πρόβλεψεις	3.649.204	3.591.604
- Οι ανέλεγκτες φορολογικά χρήσεις της Εταιρείας και των θυγατρικών της, αναφέρονται στη σημείωση 5.31 των Ετήσιων Οικονομικών Καταστάσεων.
- Ποσό εσόδων και εσόδων, αφαιρετικό από την έναρξη της διαχειριστικής χρήσης και τα υπόλοιπα των απαιτήσεων και υποχρεώσεων της Εταιρείας στη λήξη της ελεγχόμενης χρήσης, που έχουν προκύψει από συναλλαγές με τη με συνδυασμό κατά την έναρξη του Δ.Λ.Π. 24 προς αυτήν μέρη, είναι ως εξής:

Μοσχάτο, 26 Σεπτεμβρίου 2011

Ο ΠΡΟΕΔΡΟΣ ΤΟΥ Δ.Σ. ΚΑΙ ΔΕΥΤΕΡΩΝ ΣΥΜΒΟΥΛΩΣ Ο ΑΝΤΙΠΡΟΕΔΡΟΣ ΤΟΥ Δ.Σ. Η ΔΕΥΤΕΡΩΝΤΕΡΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ ΚΑΙ ΕΝΤΕΤΛΑΜΕΝΗ ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ Ο ΛΟΓΙΤΗΣ

ΕΥΑΓΓΕΛΟΣ - ΑΝΑΣΤΑΣΙΟΣ ΒΑΚΑΚΗΣ ΤΟΥ ΓΕΩΡΓΙΟΥ ΙΩΑΝΝΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΟΥ ΤΟΥ ΧΡΗΣΤΟΥ ΚΑΛΛΙΟΠΗ ΒΕΡΝΙΑΔΑΚΗ ΤΟΥ ΕΜΜ. ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ ΕΠΟΥ ΤΟΥ ΚΩΝ/ΝΟΥ

ΑΡ.ΑΠ.Ε. 4083/17/0206/Ε.Κ. ΑΡΧ.Α.Ε.Α.Δ.Δ.Ν.Ρ.Ε. ΕΛΛΑΔΑ Α.Δ.Τ. Χ.156531/2002 ΚΑΛΛΙΟΠΗ ΒΕΡΝΙΑΔΑΚΗ ΤΟΥ ΕΜΜ. Α.Δ.Τ. Ο 099860/2001 ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ ΕΠΟΥ ΤΟΥ ΚΩΝ/ΝΟΥ Α.Δ.Τ. Α 370348/1977 - ΑΡ.ΑΠ.Ε. 021811/Α ΤΑΘΙΕ ΤΙΜΟΣ Ο 210272009

470

JUMBO ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ

ΑΡ.Μ.Α.Ε. 7650/06/Β/86/04

Κύπρος 9 και Υπάσης, Μαρούσι Αττικής

Στοιχεία και Πληροφορίες χρήσης από 1 Ιανουάριο 2011 έως 30 Ιουνίου 2012

Άρρωσιμένα βάσει κν.2190/20, άρθρο 135, για επιχειρήσεις που συντάσσουν ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, ενοποιημένες και μη, κατά το Δ/Π

Τα παρακάτω στοιχεία και πληροφορίες, που προκύπτουν από τις Οικονομικές Καταστάσεις, αφορούν σε μία γενική εμβλεψία για την οικονομική κατάσταση και τα αποτελέσματα της JUMBO Α.Ε.Ε και του Ομίλου εταιρών JUMBO. Συνιστάται επιβεβαίωση των αριθμών, πριν προβεί σε οποιαδήποτε επενδυτική επιλογή ή άλλη συναλλαγή με τον εκδότη, όπου αναγράφεται οι Οικονομικές Καταστάσεις που προβλέπουν τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα βάσει και η έκθεση επίλογου του νόμιμου ελεγκτή.

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Table with 2 columns: Description and Details. Includes information about the company, its registered office, and the audit firm.

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ (ενοποιημένα και μη ενοποιημένα) ποσά εκφρασμένα σε €

Balance Sheet table with columns for OMILOS and H ETAIΡEIA, and sub-columns for 30/06/2012 and 30/06/2011. Includes sections for ENERΓΗΤΙΚΟ, ΔΕΥΤΕΡΟΒΑΘΜΙΑ ΚΕΡΑΤΑΙΩΝ, and ΣΥΝΟΛΟ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ.

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΕΣΟΔΩΝ (ενοποιημένα και μη ενοποιημένα) ποσά εκφρασμένα σε €

Income Statement table with columns for OMILOS and H ETAIΡEIA, and sub-columns for 1/7/2011-30/06/2012 and 1/7/2010-30/06/2011. Includes sections for ΚΥΚΛΟΣ ΕΡΓΑΣΙΩΝ, ΜΙΚΤΑ ΚΕΡΔΗ, and ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ.

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΜΕΤΑΒΛΩΝ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (ενοποιημένα και μη ενοποιημένα) ποσά εκφρασμένα σε €

Equity Statement table with columns for OMILOS and H ETAIΡEIA, and sub-columns for 30/06/2012 and 30/06/2011. Includes sections for ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ, ΣΥΝΕΧΗΡΩΤΙΚΑ ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΕΣΟΔΑ, and ΚΑΘΑΡΑ ΟΥΣΙΑΚΑ (ΜΕΙΩΜΑΤΑ).

ΠΡΟΣΕΤΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΙ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ

Notes section containing 19 numbered items providing detailed information about the financial statements, including accounting policies, related party transactions, and other disclosures.

Μαρούσι, 28 Αυγούστου 2012

Signature block table with columns for O ΠΡΟΕΔΡΟΣ ΤΟΥ Δ.Σ., Ο ΑΝΤΙΠΡΟΕΔΡΟΣ ΤΟΥ Δ.Σ., Η ΔΙΕΥΘΥΝΤΡΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ ΚΑΙ ΕΝΤΕΛΕΜΕΝΗ ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ, Ο ΛΟΓΙΣΤΗΣ, ΑΠΟΣΤΟΛΟΣ - ΕΥΑΓΓΕΛΟΣ ΒΑΚΑΝΗΣ ΤΟΥ ΓΕΩΡΓΙΟΥ, ΙΩΑΝΝΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΟΥ ΤΟΥ ΧΡΗΣΤΟΥ, ΚΑΛΛΙΟΠΗ ΒΕΡΝΙΔΑΚΗ ΤΟΥ ΕΜΜ., and ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ ΕΠΙΦΩ ΤΟΥ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ.

ΥΠΟΧΡΩΣΗ ΣΤΟΙΧΙΟΓΡΑΦΟΥ

