



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΘΕΣΣΑΛΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

&

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ



ΔΙΑΤΜΗΜΑΤΙΚΟ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ

«ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ»

Διπλωματική Εργασία

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ
ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

«ΚΡΙ ΚΡΙ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΓΑΛΑΚΤΟΣ ΑΒΕΕ»



του Γεωργίου Ι. Τζιατζιάφη

Επιβλέπων Καθηγητής: Στέφανος Παπαδάμου

Βόλος 2023

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέποντα καθηγητή κ. Στέφανο Παπαδάμου για την αμέριστη βοήθεια του, την άψογη συνεργασία και καθοδήγηση, καθώς και για την ευκαιρία που μου έδωσε να ασχοληθώ με ένα τόσο ενδιαφέρον και επίκαιρο θέμα.

Επίσης, οφείλω ένα μεγάλο ευχαριστώ στη γυναίκα μου και την οικογένειά μου για τη συνεχή στήριξη και την εμπιστοσύνη τους, τόσο κατά τη διάρκεια των σπουδών όσο και κατά τη συγγραφή της διπλωματικής εργασίας.

Τέλος, ευχαριστώ θερμά τους καθηγητές του Προγράμματος Μεταπτυχιακών Σπουδών «Λογιστική και ελεγκτική» για τις πολύτιμες γνώσεις που μας προσέφεραν καθ'ολη τη διάρκεια των σπουδών.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Αντικείμενο της παρούσας διπλωματικής εργασίας, αποτελεί η χρηματοοικονομική ανάλυση και η αποτίμηση της εισηγμένης εταιρείας στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, Κρι Κρι Βιομηχανία Γάλακτος ΑΒΕΕ. Η εταιρεία Κρι Κρι αποτελεί μία από τις μεγαλύτερες Ελληνικές Γαλακτοβιομηχανίες και ιδρύθηκε το 1954. Αρχικά παρουσιάζεται το θεωρητικό πλαίσιο της εργασίας, έπεται η παρουσίαση της εταιρείας και στη συνέχεια η χρηματοοικονομική ανάλυση και η αποτίμησης της. Η χρηματοοικονομική ανάλυση, με την βοήθεια των αριθμοδεικτών που προέκυψαν από τις δημοσιευμένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις της εταιρείας, έχει ως στόχο τον προσδιορισμό χρήσιμων συμπερασμάτων για την αποτελεσματικότητα, αποδοτικότητα και γενικότερα την πορεία της εταιρείας. Η αποτίμηση στη συνέχεια πραγματοποιείται με τη μέθοδο προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση και έχει ως στόχο την εκτίμηση της αξίας της επιχείρησης και τον προσδιορισμό της δίκαιης τιμής της μετοχής. Τέλος, εξάγονται τα συμπεράσματα της εργασίας, βάση των οποίων η μετοχή διαπραγματεύεται υποτιμημένη στο χρηματιστήριο.

ABSTRACT

The subject of this thesis is the financial analysis and valuation of the listed company in the Athens Stock Exchange, Kri Kri Dairy Industry SA. The Kri Kri Company is one of the largest Greek Dairy Industries and was founded in 1954. Initially, the theoretical framework of the work is presented, followed by the presentation of the company and then the financial analysis and its valuation. The financial analysis, with the help of the financial ratios obtained from the published financial statements of the company, aims to determine useful conclusions about the effectiveness, efficiency and in general the course of the company. The valuation is then carried out using the Discounted Free Cash Flow Method to the company and aims to estimate the value of the company and determine the fair price of the share. Finally, the conclusions of the work are drawn, based on which the stock is traded undervalued on the stock exchange.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Περιεχόμενα

ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	3
ABSTRACT	4
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ	9
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ	10
ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	11
Κεφάλαιο 1	12
Βιβλιογραφική Ανασκόπηση	12
Κεφάλαιο 2.....	15
Μεθοδολογία Χρηματοοικονομικής Ανάλυσης με χρήση Αριθμοδεικτών	15
2.1 Εισαγωγή στη Χρηματοοικονομική Ανάλυση	15
2.2 Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις	15
2.3 Χρηματοοικονομικοί Αριθμοδείκτες	16
2.3.1 Δείκτες Ρευστότητας.....	17
2.3.2 Δείκτες Δραστηριότητας.....	19
2.3.3 Δείκτες Χρέους ή Μόχλευσης.....	21
2.3.4 Δείκτες Αποδοτικότητα.....	22
2.3.5 Δείκτες Αποτίμησης ή Επενδύσεων.....	24
Κεφάλαιο 3.....	27
Μεθοδολογία Αποτίμησης Αξίας Εταιρείας Εισηγμένης στο Χρηματιστήριο	27
3.1 Η αξία της Επιχείρησης	27
3.1.1 Ορισμός της Αξίας.....	27
3.1.2 Εξωτερικοί παράγοντες και ενδιαφερόμενα μέρη	27
3.2 Αποτίμηση Αξίας.....	29
3.2.1 Ορισμός της αποτίμησης	29
3.2.2 Λόγοι αποτίμησης.....	30

3.2.3	Βασικές Μέθοδοι Αποτίμησης	31
3.3	Μέθοδος Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flow Method - DCF)	
	32	
3.3.1	Πλεονεκτήματα- Μειονεκτήματα	33
3.3.2	Παραδοχές.....	33
3.4	Εφαρμογή Μεθόδου Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flow Method - DCF).....	34
3.4.1	Προσδιορισμός Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (Free Cash Flow – FCF)	35
3.4.1.1	Ελεύθερες Ταμειακές Ροές προς το σύνολο της Επιχείρησης (Free Cash Flow to the Firm – FCFF)	35
3.4.2	Μοντέλο Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών Ενός Σταδίου.....	36
3.4.3	Μοντέλο Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών Δύο ή Πολλαπλών Σταδίων	37
3.5	Κόστος Κεφαλαίου ή προεξοφλητικό επιτόκιο.....	38
3.5.1	Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (Weight Average Cost of Capital – WACC)	
	38	
3.5.2	Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων (Cost of Equity).....	39
3.5.3	Κόστος Δανειακών Κεφαλαίων (Cost of Debt)	40
3.5.4	Ρυθμός Ανάπτυξης.....	41
3.5.5	Υπολειμματική Αξία (Terminal Value).....	42
Κεφάλαιο 4.....		44
Παρουσίαση και Χρηματοοικονομική Ανάλυση της Εταιρείας Κρι Κρι Βιομηχανία Γάλακτος ABEE		44
4.1	Παρουσίαση της Εταιρείας Κρι Κρι.....	44
4.1.1	Γενικά Στοιχεία	44
4.1.2	Ιστορική Αναδρομή.....	44
4.1.3	Στόχοι Εταιρείας και Εταιρικές αξίες	46
4.1.4	Μετοχή και Μετοχική Σύνθεση Εταιρείας	47
4.2	Χρηματοοικονομική Ανάλυση της Εταιρείας με χρήση Αριθμοδεικτών.	48
4.2.1	Δείκτες Ρευστότητας.....	48

4.2.1.1	Δείκτης Κυκλοφοριακής Ρευστότητας ή Δείκτης Γενικής Ρευστότητας.....	48
4.2.1.2	Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας ή Δείκτης Ειδικής Ρευστότητας	49
4.2.2	Δείκτες Δραστηριότητας.....	50
4.2.2.1	Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων	50
4.2.2.2	Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού	52
4.2.2.3	Μέση Περίοδος Είσπραξης Απαιτήσεων.....	53
4.2.3	Δείκτες Χρέους	54
4.2.3.1	Δείκτης Χρέους ή Δείκτης Συνολικής Δανειακής Επιβάρυνσης	54
4.2.3.2	Δείκτης Ξένων Κεφαλαίων προς Ίδια Κεφάλαια	55
4.2.3.3	Δείκτης Κεφαλαιακής Μόχλευσης.....	56
4.2.4	Δείκτες Αποδοτικότητας.....	57
4.2.4.1	Δείκτης Περιθωρίου Μεικτού Κέρδους	57
4.2.4.2	Δείκτης Περιθωρίου Καθαρού Κέρδους	58
4.2.4.3	Δείκτης Απόδοσης Ενεργητικού (ROA).....	59
4.2.4.4	Δείκτης Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων (ROE).....	60
4.2.5	Δείκτες Αποτίμησης	61
4.2.5.1	Πολλαπλασιαστής Κερδών (Τιμή Προς Κέρδη ανά Μετοχή, P/E).....	61
4.2.5.2	Τιμή προς Λογιστική Αξία Μετοχής (P/BV).....	63
Κεφάλαιο 5.....		64
Αποτίμησης Αξίας Εταιρείας Κρι Κρι		64
5.1	Μεθοδολογία αποτίμησης.....	64
5.2	Εκτίμηση Ρυθμού Ανάπτυξης g	64
5.3	Προσδιορισμός Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (FCFF)	65
5.4	Κόστος Κεφαλαίου (Cost of Capital).....	67
5.4.1	Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων (Cost of Equity).....	67
5.4.2	Κόστος Δανειακών Κεφαλαίων (Cost of Debt)	68
5.4.3	Υπολογισμός Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (WACC)	69
5.5	Υπολογισμός Υπολειμματικής Αξίας (Terminal Value)	70

5.6 Προσδιορισμός Αξίας Εταιρείας KPI KPI.....	70
Κεφάλαιο 6.....	73
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	73
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	75
Ελληνική Βιβλιογραφία	75
Ξένη Βιβλιογραφία	76
Ιστοσελίδες.....	78
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ:	79
Οικονομικές Καταστάσεις 2010-2011.....	79
Οικονομικές Καταστάσεις 2012-2013.....	80
Οικονομικές Καταστάσεις 2014-2015.....	81
Οικονομικές Καταστάσεις 2016-2017.....	82
Οικονομικές Καταστάσεις 2018-2019.....	83

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Διάγραμμα 1. Μετοχική Σύνθεση Εταιρείας	47
Διάγραμμα 2. Δείκτης Κυκλοφοριακής Ρευστότητας.....	48
Διάγραμμα 3. Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας.....	50
Διάγραμμα 4. Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων.....	51
Διάγραμμα 5. Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού.....	52
Διάγραμμα 6. Μέση Περίοδος Είσπραξης Απαιτήσεων.....	53
Διάγραμμα 7. Δείκτης Συνολικής Δανειακής Επιβάρυνσης	54
Διάγραμμα 8. Δείκτης Ξένων προς Ιδίων Κεφαλαίων.....	55
Διάγραμμα 9. Δείκτης Κεφαλαιακής Μόχλευσης.....	56
Διάγραμμα 10. Δείκτης Περιθωρίου Μεικτού Κέρδους.....	57
Διάγραμμα 11. Δείκτης Περιθωρίου Καθαρού Κέρδους.....	58
Διάγραμμα 12. Δείκτης Απόδοσης Ενεργητικού (ROA).....	59
Διάγραμμα 13. Δείκτης Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων (ROE).....	61
Διάγραμμα 14. Πολλαπλασιαστής Κερδών (P/E).....	62
Διάγραμμα 15. Τιμή Μετοχής προς Λογιστική Αξία (P/BV).....	63

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1. Κατηγορίες Χρηματοοικονομικών Δεικτών.....	17
Πίνακας 2. Δείκτης Κυκλοφοριακής Ρευστότητας.....	48
Πίνακας 3. Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας.....	50
Πίνακας 4. Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων.....	51
Πίνακας 5. Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού.....	52
Πίνακας 6. Μέση Περίοδος Είσπραξης Απαιτήσεων.....	53
Πίνακας 7. Δείκτης Συνολικής Δανειακής Επιβάρυνσης	55
Πίνακας 8. Δείκτης Ξένων προς Ιδίων Κεφαλαίων.....	56
Πίνακας 9. Δείκτης Κεφαλαιακής Μόχλευσης.....	57
Πίνακας 10. Δείκτης Περιθωρίου Μεικτού Κέρδους.....	58
Πίνακας 11. Δείκτης Περιθωρίου Καθαρού Κέρδους.....	59
Πίνακας 12. Δείκτης Απόδοσης Ενεργητικού (ROA)	60
Πίνακας 13. Δείκτης Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων (ROE).....	61
Πίνακας 14. Πολλαπλασιαστής Κερδών (P/E).....	62
Πίνακας 15. Τιμή Μετοχής προς Λογιστική Αξία (P/BV).....	63
Πίνακας 16. Υπολογισμός Μέσου Ρυθμού Ανάπτυξης g1.....	65
Πίνακας 17. Πορεία Ανάπτυξης Χρηματοοικονομικών Μεγεθών.....	66
Πίνακας 18. Εκτίμηση Χρηματοοικονομικών Μεγεθών- Ταμειακών ροών	66
Πίνακας 19. Πορεία 10ετούς Ομολόγου το 2019.....	68
Πίνακας 20. Κόστος Δανεισμού.....	69
Πίνακας 21. Συμμετοχή Ξένων & Ιδίων Κεφαλαίων προς τα Συνολικά Κεφάλαια.....	69
Πίνακας 22. Αποτίμηση Εταιρείας KPI KPI.....	71

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Σκοπός της παρούσης εργασίας είναι να εφαρμόσει τα χρηματοοικονομικά εργαλεία, δηλαδή τους χρηματοοικονομικούς δείκτες και την αποτίμηση, σε μία εταιρεία εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αξιών. Με την ολοκλήρωση της εργασίας θα αξιολογηθεί κατά πόσο αποτελούν χρήσιμα εργαλεία με σκοπό την επένδυση στην εταιρεία και επιπλέον, κατά πόσο τα αποτελέσματα της εφαρμογής της αποτίμησης προσεγγίζουν την αγοραία τιμή της.

Στο πρώτο κεφάλαιο της εργασίας παρουσιάζεται η βιβλιογραφική ανασκόπηση της αποτίμησης και το πώς εξελίχθηκαν οι μέθοδοι αποτίμησης με τη πάροδο των ετών, φτάνοντας στο σήμερα όπου αποτελεί σημαντικό εργαλείο για κάθε τύπο επένδυσης. Το δεύτερο κεφάλαιο αναφέρεται στους χρηματοοικονομικούς αριθμοδείκτες και στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις από τις οποίες αντλούνται τα απαραίτητα στοιχεία, χωρίζοντας τους αριθμοδείκτες σε πέντε κατηγορίες και αναλύοντας τους σημαντικότερους από κάθε κατηγορία. Στο τρίτο κεφάλαιο παρουσιάζεται το θεωρητικό πλαίσιο της αποτίμησης καθώς γίνεται αναφορά στον ορισμό της αξίας, τους λόγους αποτίμησης και τις διάφορες μεθόδους. Στο κύριο μέρος του κεφαλαίου αναλύεται η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών που εφαρμόστηκε στην εργασία μαζί με όλες τις σχετικές παραμέτρους όπως το προεξοφλητικό επιτόκιο, το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου, την υπολειμματική αξία και τον ρυθμό ανάπτυξης. Στο τέταρτο κεφάλαιο πραγματοποιείται η παρουσίαση της εταιρείας Κρι Κρι και στη συνέχεια η χρηματοοικονομική ανάλυση της με την εφαρμογή των αριθμοδεικτών που αναλύθηκαν στο δεύτερο κεφάλαιο και στοιχεία που αντλήθηκαν από τις δημοσιευμένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις της εταιρείας. Στο πέμπτο κεφάλαιο εφαρμόζεται η μέθοδος αποτίμησης των προεξοφλημένων ταμειακών ροών, προσδιορίζεται ο ρυθμός ανάπτυξης, οι ελεύθερες ταμειακές ροές, το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου, η υπολειμματική αξία και στο τέλος η εκτίμηση της εύλογης αξίας της τιμής της μετοχής και η σύγκρισή της με τη χρηματιστηριακή της τιμή. Στο έκτο κεφάλαιο παρουσιάζονται τα συμπεράσματα της εργασίας.

Το βασικό ερευνητικό ερώτημα της εργασίας είναι να εκτιμηθεί η χρησιμότητα της μεθόδου αποτίμησης των προεξοφλημένων ταμειακών ροών σε συνδυασμό με τους χρηματοοικονομικούς αριθμοδείκτες, για τον υπολογισμό της αξίας της μετοχής της εταιρείας Κρι Κρι και η σύγκρισή της με τη χρηματιστηριακή της τιμή, εφαρμόζοντας μεθόδους που διδάχτηκαν στα μαθήματα του μεταπτυχιακού προγράμματος «Λογιστική & Ελεγκτική».

Κεφάλαιο 1

Βιβλιογραφική Ανασκόπηση

Η πρώτη αναφορά στην βιβλιογραφία για την εσωτερική αξία της επιχείρησης συναντάται τον προηγούμενο αιώνα, το 1938, από τον J.B. Williams. Ο συγγραφέας παρουσιάζει την μέθοδο των προεξοφλημένων μελλοντικών χρηματοροών προς τους μετόχους, συγκρίνοντας την εκτιμώμενη αξία της εταιρίας με την τιμή της αγοράς. Η παρουσίαση του J.B. Williams αποτέλεσε τη βάση για αρκετές μελλοντικές έρευνες και άρθρα. Στην ίδια λογική του μοντέλου του J.B. Williams, το 1958 ο M.J. Gordon λαμβάνει υπόψιν ως χρηματοροή τα μελλοντικά κέρδη της επιχείρησης, αποτελώντας τη βάση της αποτίμησης. Το υπόδειγμα του M.J. Gordon είναι μια ράντα στο διηνεκές με ένα σταθερό ρυθμό ανάπτυξης g (growth) και θα αποτελέσει τη βάση για την ανάπτυξη των μετέπειτα μεθόδων αποτίμησης.

Με το κραχ στη Wall Street και την οικονομική κρίση τη δεκαετία του 1930, οι Graham και Dodd (1934), υποστηρίζουν πως οι επενδυτές πρέπει να δίνουν βαρύτητα στη λειτουργική δραστηριότητα μιας εταιρείας, και στη δυνατότητά της να παράγει κέρδη, βασιζόμενη στην αξία των περιουσιακών της στοιχείων, τα οποία κέρδη δεν θα είναι απροσδιόριστα και δεν θα μεταβάλλονται εύκολα. Κάποιες δεκαετίες αργότερα, το 1962 μαζί με τον Cottle, αφού μελέτησαν την αξία των μετοχών μιας εταιρείας με μικρή μερισματική απόδοση στο διηνεκές, εξήγαγαν το συμπέρασμα πως ακόμη και μικρές αλλαγές των εισροών και εκροών μπορεί να επιφέρουν μεγάλες αλλαγές στις υπολογιζόμενες αξίες, με αποτέλεσμα να αυξάνεται η αβεβαιότητα για τους επενδυτές.

Παράλληλα την περίοδο εκείνη, η έρευνα M.H. Miller και F. Modigliani (1961), αποδεικνύει πως το κόστος κεφαλαίου και η τιμή της μετοχής δεν επηρεάζονται από τις μακροπρόθεσμες πηγές χρηματοδότησης, βασιζόμενη στο σκεπτικό ότι η αύξηση του βαθμού δανεισμού της εταιρείας δύναται να επιφέρει αύξηση κερδών και μερισμάτων. Στη συνέχεια της έρευνας τους ανέπτυξαν δυο μεθόδους αποτίμησης. Στην πρώτη μέθοδο, γίνεται χρήση του μέσου σταθμικού κόστους (WACC), για την προεξόφληση των μελλοντικών ταμειακών ροών που προβλέπεται να δημιουργηθούν, και τη μέτρηση της απόδοσης των επενδύσεων της εταιρείας καθώς και του ρυθμού ανάπτυξής της. Η δεύτερη μέθοδος σχετίζεται με την παρούσα αξία και ονομάστηκε μέθοδος της προσαρμοσμένης παρούσας αξίας. Στη συγκεκριμένη μέθοδο κεφαλαιοποιούνται οι μελλοντικές ταμειακές ροές μετά φόρων και με

το κόστος κεφαλαίου χωρίς το χρέος, δηλαδή απαλλαγμένο από ξένα κεφάλαια και επιπλέον προστίθενται ορισμένα οφέλη όπως η εξοικονόμηση φόρων.

Λίγα χρόνια αργότερα, το 1965, διατυπώνεται από τον Fama μία άλλη θεωρία, τη θεωρία του τυχαίου περιπάτου (Random walk). Πρόκειται για την πρώτη θεωρία που αμφισβητεί την αποτίμηση των εταιρικών αξιών μέσω των μελλοντικών χρηματοροών, καθώς οι χρηματοροές είναι μη προβλέψιμες και επομένως αβέβαιες. Καταλήγοντας αναφέρθηκε στην αποτελεσματικότητα της αγοράς, την οποία ταξινόμησε σε τρεις κατηγορίες, την ασθενή, τη μέτρια και την ισχυρή. Στην πρώτη κατηγορία, οι τιμές των μετοχών μπορούν να αποτυπώσουν το σύνολο των δημοσιευμένων πληροφοριών. Στη δεύτερη κατηγορία, οι τιμές των μετοχών μπορούν να αποτυπώσουν αλλά και να αντιδράσουν αυτόματα σε κάθε δημοσίευση νέας πληροφορίας. Τέλος στην Τρίτη κατηγορία, οι μετοχές δύναται να αναπαραστήσουν ακόμα και εσωτερικές μη δημοσιευμένες στο κοινό πληροφορίες.

Η εμφάνιση της έννοιας των ελεύθερων ταμειακών ροών, εισάγει και νέες μεθόδους αποτίμησης. Αρχικά οι A. Rappaport (1986) και G. B. Stewart (1991) και αργότερα οι T. Copeland, T. Koller, J. Murrin (1994), χρησιμοποιούν τις ελεύθερες ταμειακές ροές ως μέθοδο αποτίμησης της εταιρικής αξίας. Με τη συγκεκριμένη μέθοδο θα ασχοληθεί και θα εξελίξει αργότερα, ο Damodaran (2000), ο οποίος με σειρά δημοσιεύσεων επισήμανε τη σημαντικότητα της επιλογής ενός κατάλληλου προεξοφλητικού επιτοκίου και επιτοκίου μηδενικού κινδύνου, συγκρίνοντας την αποτελεσματικότητα των υποδειγμάτων προεξόφλησης βάσει ελεύθερων ταμειακών ροών και μερισμάτων. Σύμφωνα με τον Damodaran παρατηρείται πλήθος μεθόδων προεξόφλησης ταμειακών ροών, καθώς έχουν αναπτυχθεί από αρκετούς φορείς και εταιρείες μοντέλα τα οποία ουσιαστικά διαφέρουν σε ελάχιστες συγκεκριμένες παραμέτρους.

Χρησιμοποιώντας δέκα διαφορετικά υποδείγματα αποτίμησης και συγκρίνοντάς τις τιμές τους, ο Fernandez το 2007, καταλήγει στο συμπέρασμα πως σε όλα τα μοντέλα αποτίμησης οι αξίες είναι παρόμοιες χωρίς μεγάλες διαφορές μεταξύ τους. Οι όποιες διαφορές εντοπίζονται στο διαφορετικό τρόπο που υπολογίζονται οι διαφορές της φορολογικής ασπίδας, η οποία επηρεάζει την τελική τιμή της αξίας. Το 2008 ο Steiger, εφαρμόζοντας το υπόδειγμα της αποτίμησης βάση ταμειακών ροών, συμπεραίνει πως αποτελεί μια αξιόπιστη προσέγγιση της αξίας των επιχειρήσεων, ωστόσο επισημαίνει πως

τυχόν μικρές αποκλίσεις στις υποθέσεις των μελλοντικών χρηματοροών και προεξοφλητικών επιτοκίων, οδηγούν σε μεγάλες αλλαγές των υπολογιζόμενων αξιών.

Η αρθρογραφία, οι έρευνες και οι μελέτες, δεν σταμάτησαν με το πέρασμα των χρόνων στο ευαίσθητο θέμα της αποτίμησης των επιχειρήσεων. Στις μέρες μας, καθώς το οικονομικό περιβάλλον ενθαρρύνει τον επιχειρηματικό κόσμο σε αλλαγές, με τον οικονομικό κίνδυνο και την αμφιβολία να караδοκούν σε κάθε κίνησης, κορυφώνεται η έρευνα και η προσπάθεια για ανεύρεση της ασφαλέστερης και πιο αξιόπιστης μεθόδου αποτίμησης.

Κεφάλαιο 2

Μεθοδολογία Χρηματοοικονομικής Ανάλυσης με χρήση Αριθμοδεικτών

2.1 Εισαγωγή στη Χρηματοοικονομική Ανάλυση

Οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις μιας επιχείρησης προσφέρουν σημαντικές πληροφορίες, σχετικά με την οικονομική της πορεία. Ως Χρηματοοικονομική Ανάλυση ορίζεται η διαδικασία κατά την οποία αντλούνται οικονομικές πληροφορίες μέσω των χρηματοοικονομικών στοιχείων μιας επιχείρησης. Τα χρήσιμα συμπεράσματα που εξάγονται βοηθούν στην λήψη επιχειρηματικών αποφάσεων από τη διοίκηση της επιχείρησης καθώς δύναται να εκτιμηθούν παρελθοντικές και μελλοντικές χρηματοοικονομικές καταστάσεις και επιδόσεις. Επίσης, τα συμπεράσματα για την πορεία της επιχείρησης είναι χρήσιμα και για τους πιστωτές, συνεργάτες του περιβάλλοντος της, αλλά και για το επενδυτικό κοινό. (Βασιλείου Δ., Ηρειώτης Ν., 2008)

2.2 Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις

Τα μεγέθη της επιχείρησης, που παρουσιάζουν την χρηματοοικονομική κατάστασή της, συντάσσονται και παρουσιάζονται σε πίνακες που αποτελούν τις οικονομικές- λογιστικές καταστάσεις της. Επεξηγηματικοί πίνακες, πληροφορίες και περαιτέρω αναλυτικός υπολογισμός των μεγεθών συνοδεύουν τις οικονομικές καταστάσεις μέσω προσαρτημάτων προς διευκόλυνση των αναγνωστών. Οι κυριότερες οικονομικές καταστάσεις που δημοσιεύει μία επιχείρηση είναι:

- Ισολογισμός τέλους χρήσης
- Κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης
- Πίνακας διάθεσης αποτελεσμάτων
- Κατάσταση Ταμειακών ροών

Ο Ισολογισμός μίας επιχείρησης μας δίνει μια συνοπτική εικόνα της οικονομικής της κατάστασης. Παρουσιάζει τα στοιχεία του ενεργητικού, του παθητικού και της καθαρής θέσης της επιχείρησης την συγκεκριμένη χρονική στιγμή, την τελευταία, συνήθως, μέρα της λογιστικής χρήσης. Για πρακτικούς λόγους, τις περισσότερες φορές, κάθε λογιστική χρήση

συμπίπτει με το ημερολογιακό έτος. Ο Ισολογισμός, λοιπόν, απαρτίζεται από το ενεργητικό, το παθητικό και την καθαρή θέση της επιχείρησης. Το ενεργητικό παρουσιάζει τα περιουσιακά στοιχεία που έχει στη διάθεσή της η επιχείρηση για την εξάσκηση και προώθηση της δραστηριότητάς της και το Παθητικό και η Καθαρή θέση της Επιχείρησης παρουσιάζουν τον τρόπο που χρηματοδοτήθηκε η απόκτησή τους. Το παθητικό είναι το σύνολο των υποχρεώσεων που έχει η επιχείρηση έναντι τρίτων, και η Καθαρή Θέση της επιχείρησης των σύνολο των Ιδίων Κεφαλαίων της. (Τουρνά Γερμανού Ε., 2015) (Βασιλείου Δ., Ηρειώτης Ν., 2008)

Η κατάσταση αποτελεσμάτων Χρήσης, είναι η κατάσταση των εσόδων και των εξόδων μίας επιχείρησης, τα οποία ομαδοποιούνται και αναφέρονται σε μία συγκεκριμένη χρονική περίοδο (Τουρνά Γερμανού Ε., 2015). Παρουσιάζει το αποτέλεσμα (κέρδος ή ζημία) της δραστηριότητας της επιχείρησης, το οποίο προήλθε από τη διαχείριση των στοιχείων που εμφανίζονται στον ισολογισμό της στην συγκεκριμένη χρήση. (Βασιλείου Δ., Ηρειώτης Ν., 2008)

Ο πίνακας διάθεσης αποτελεσμάτων, είναι η κατάσταση στην οποία εμφανίζονται πληροφορίες σχετικά με το πώς γίνεται η διάθεση των αποτελεσμάτων της χρήσης από την επιχείρηση. (Βασιλείου Δ., Ηρειώτης Ν., 2008)

Η κατάσταση ταμειακών ροών, παρουσιάζει τις εισπράξεις και τις πληρωμές μίας επιχείρησης και αναφέρεται σε μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Η κατάσταση ταμειακών ροών παρέχει πληροφορίες σχετικά με την δυνατότητα της επιχείρησης να δημιουργεί ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα αλλά και τον προσδιορισμό των αναγκών της επιχείρησης όπου χρησιμοποιούνται αυτά τα ταμειακά διαθέσιμα. (Τουρνά Γερμανού Ε., 2015)

Οι τύποι των Χρηματοοικονομικών στοιχείων οι οποίοι χρησιμοποιούνται για την χρηματοοικονομική ανάλυση μίας επιχείρησης είναι η απόλυτη αξία του μεγέθους που εξετάζουμε, η διαφορά και ο λόγος δύο μεγεθών. Η ανάλυση των χρηματοοικονομικών δεικτών η οποία αποτελεί μία από τις πιο διαδεδομένες μεθόδους ανάλυσης εξετάζει τα στοιχεία με τη μορφή των λόγων.

2.3 Χρηματοοικονομικοί Αριθμοδείκτες

Χρηματοοικονομικοί αριθμοδείκτες, είναι οι λόγοι αριθμητικών μεγεθών που έχουν επιλεγεί προς εξέταση από τις οικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης. Οι αριθμοδείκτες

προσδιορίζουν την οικονομική κατάσταση, τις επιδόσεις μίας επιχείρησης και των επιμέρους τμημάτων της. Επιπρόσθετα, μέσω των αριθμοδεικτών εξάγονται συμπεράσματα για την γενικότερη πορεία της επιχείρησης καθώς και τις ανάγκες που προκύπτουν στην επιχείρηση και τα επιμέρους τμήματά της (Σουμπενιώτης Δ., Ταμπακούδης Ι., 2017). Η ανάλυση χρηματοοικονομικών δεικτών, λοιπόν, είναι η έρευνα των σχέσεων μεταξύ διαφόρων μεγεθών με σκοπό τον προσδιορισμό και υπολογισμό της χρηματοοικονομικής κατάστασης και απόδοσης μίας επιχείρησης για οποιαδήποτε οικονομική περίοδο.

Η κυριότερη ταξινόμηση των Χρηματοοικονομικών δεικτών σε κατηγορίες παρουσιάζεται στον πίνακα 1:

Πίνακας 1. Κατηγορίες Χρηματοοικονομικών Δεικτών

1	Δείκτες Ρευστότητας
2	Δείκτες Δραστηριότητας
3	Δείκτες Χρέους/Μόχλευσης
4	Δείκτες Αποδοτικότητας
5	Δείκτες Αποτίμησης/Επενδύσεων

2.3.1 Δείκτες Ρευστότητας

Η ρευστότητα ενός περιουσιακού στοιχείου αναφέρεται στην ταχύτητα την οποία μπορεί να ρευστοποιηθεί δηλαδή να μετατραπεί σε χρήμα ή κάτι ισοδύναμο, χωρίς ωστόσο να χαθεί μέρος της αξίας του. Για την επιχείρηση, ρευστότητα ορίζεται η ικανότητα της να ανταποκρίνεται στις υποχρεώσεις της, χωρίς να διαταράσσεται η εύρυθμη λειτουργία της, η διοίκηση της οποίας συσχετίζει την διάρκεια ζωής των περιουσιακών στοιχείων ώστε να μην υπάρξει κίνδυνος αθέτησης πληρωμών απέναντι στους πιστωτές της. Οι σημαντικότεροι δείκτες για τον υπολογισμό της ρευστότητας είναι οι παρακάτω:

- **Δείκτης Κυκλοφοριακής Ρευστότητας ή Δείκτης Γενικής Ρευστότητας**

$$\text{Δείκτης Κυκλοφοριακής Ρευστότητας} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Ο αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ρευστότητας δείχνει την ικανότητα της επιχείρησης να καλύπτει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της, συνεκτιμώντας ένα περιθώριο ασφαλείας για ενδεχόμενη μείωση της αξίας κάποιων στοιχείων του κυκλοφορούν ενεργητικού. Είναι ο κυριότερος δείκτης χρηματοοικονομικής δυναμικής (Τσακλάγκανος Α., 2008) και είναι ο λόγος του κυκλοφορούντος ενεργητικού προς τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της επιχείρησης. Στο κυκλοφορούν ενεργητικό περιλαμβάνονται λογαριασμοί όπως τα αποθέματα, τα χρεόγραφα, τα διαθέσιμα και γενικότερα οι απαιτήσεις της επιχείρησης. Στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις περιλαμβάνονται λογαριασμοί όπως οι προμηθευτές, οι πιστωτές, τα γραμμάτια πληρωτέα, βραχυπρόθεσμα δάνεια, φόροι και τέλη, και γενικότερα υποχρεώσεις που λήγουν στο διάστημα της προσεχούς χρήσης. Όσο υψηλότερη είναι η τιμή του δείκτη τόσο μεγαλύτερη ρευστότητα έχει η επιχείρηση (Βασιλείου Δ., Ηρειώτης Ν., 2008). Τιμές μεγαλύτερες του 2 κρίνονται ικανοποιητικές, όμως ο δείκτης εξαρτάται και από την ποιότητα των στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού. Οι υπερβολικά μεγάλες τιμές, δηλαδή μεγάλη συσσώρευση διαθεσίμων και αποθεμάτων, δε θεωρούνται πάντα σωστές επιλογές της διοίκησης, καθώς η επιχείρηση δεν αξιοποιεί πλήρως τις χρηματοδοτικές της δυνατότητες για μεγαλύτερη ανάπτυξη (Τσακλάγκανος Α., 2008).

- **Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας ή Δείκτης Ειδικής Ρευστότητας**

$$\text{Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό} - \text{Αποθέματα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Ο αριθμοδείκτης άμεσης ρευστότητας έχει την ίδια φιλοσοφία με τον δείκτη κυκλοφοριακής ρευστότητας με τη διαφορά ότι περιλαμβάνει τα άμεσα ρευστοποιήσιμα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού. Τα αποθέματα είναι τα κυκλοφοριακά στοιχεία με τη μικρότερη ρευστότητα, καθώς εάν επιχειρηθεί η ρευστοποίησή τους ενδέχεται υπάρξει ζημιά στην αξία τους. Επομένως στον αριθμητή, από το κυκλοφορούν ενεργητικό αφαιρούνται τα αποθέματα για να φανεί σε τι βαθμό καλύπτονται οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της επιχείρησης με το άμεσα ρευστοποιήσιμο ενεργητικό (Τσακλάγκανος Α., 2008). Όσο μεγαλύτερη η τιμή του δείκτη τόσο μεγαλύτερη ρευστότητα υπάρχει. Ικανοποιητικές θεωρούνται οι τιμές άνω του 1,5. Τιμές κάτω της μονάδας εκπέμπουν ανησυχία καθώς υπάρχει κίνδυνος να μη καταφέρει η επιχείρηση να ανταπεξέλθει σε άμεση οικονομική απαίτηση καταβολής χρηματικού ποσού. Παρόλα αυτά, περιπτώσεις με δείκτη

μικρότερο της μονάδας πρέπει να συσχετίζονται με τον δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας εισπρακτέων. Σε υγιείς οργανισμούς, οι χαμηλές τιμές του δείκτη άμεσης ρευστότητας δικαιολογούνται από έναν υψηλό δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας εισπρακτέων (Βασιλείου Δ., Ηρειώτης Ν., 2008).

2.3.2 Δείκτες Δραστηριότητας

Οι δείκτες δραστηριότητας, παρουσιάζουν την αποτελεσματικότητα της επιχείρησης να μετατρέπει τους πόρους της σε πωλήσεις, είτε τοις μετρητοίς είτε επί πιστώσει. Παράλληλα, παρουσιάζουν την ταχύτητα με την οποία ανανεώνονται τα αποθέματα και τα υπόλοιπα στοιχεία του ενεργητικού για την δημιουργία πωλήσεων καθώς και την ταχύτητα που εισπράττονται οι απαιτήσεις και εξοφλούνται οι υποχρεώσεις της επιχείρησης. Οι κυριότεροι δείκτες της κατηγορίας αυτής είναι οι εξής:

- **Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων**

$$\text{Δείκτης Κυκλ/κής Ταχύτητας Αποθεμάτων} = \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Αποθέματα}}$$

Αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων ορίζεται ο λόγος των πωλήσεων προς τα αποθέματα. Εμφανίζει την ταχύτητα ανακύκλωσης των αποθεμάτων, σε μία συγκεκριμένη οικονομική χρήση, για την δημιουργία συγκεκριμένου όγκου πωλήσεων, δηλαδή πόσες φορές εντός της χρήσης πουλήθηκαν τα αποθέματα της επιχείρησης, από το οποίο εξάγονται συμπεράσματα για τον τρόπο διαχείρισης των αποθεμάτων της (Βασιλείου Δ., Ηρειώτης Ν., 2008). Όσο μικρότερη είναι η τιμή του αριθμοδείκτη, τόσο μεγαλύτερη είναι η διάρκεια που παραμένει το απόθεμα στην επιχείρηση ενώ όσο μεγαλύτερη η τιμή του, τόσο λιγότερο παραμένει το απόθεμα στην επιχείρηση. Οι τιμές του δείκτη σε υψηλά επίπεδα, είναι προτιμότερες, ωστόσο, αρκετά υψηλές τιμές του δείκτη φανερώσουν διοικητική επιλογή χαμηλών αποθεμάτων. Χαμηλότερες τιμές του δείκτη καταδεικνύουν δέσμευση κεφαλαίων σε μη παραγωγικές λειτουργίες (Σουμπενιώτης Δ., Ταμπακούδης Ι., 2017).

- **Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού**

$$\text{Δείκτης Κυκλ/κής Ταχύτητας Ενεργητικού} = \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Ο αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού παρουσιάζει τα έσοδα που εισέρχονται στην επιχείρηση για κάθε μία χρηματική μονάδα που έχει επενδυθεί στο ενεργητικό της. Όπως και στον προηγούμενο δείκτη εμφανίζεται η ταχύτητα ανανέωσης του ενεργητικού σε μια οικονομική χρήση. Μέσω του συγκεκριμένου δείκτη συμπεραίνεται ο βαθμός αποτελεσματικότητας της διαχείρισης των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης για τη δημιουργία πωλήσεων. Υψηλά επίπεδα τιμών του δείκτη αποτελούν θετική ένδειξη, καθώς φανερώνουν αποτελεσματική χρήση του ενεργητικού της επιχείρησης για την σε αντίθεση με τις χαμηλές τιμές οι οποίες είναι σημάδια μη εντατικής χρήσης των περιουσιακών στοιχείων, όπου και θα πρέπει η επιχείρηση να ρευστοποιήσει τα μη παραγωγικά στοιχεία του ενεργητικού της (Βασιλείου Δ., Ηρειώτης Ν., 2008)(Νούλας Α., 2019).

- **Μέση περίοδος Είσπραξης Απαιτήσεων**

$$\text{Μέση Περίοδος Είσπραξης Απαιτήσεων} = \frac{\text{Απαιτήσεις} \cdot 365}{\text{Πωλήσεις}}$$

Ο αριθμοδείκτης μέση περίοδος είσπραξης απαιτήσεων υπολογίζει τον μέσο αριθμό ημερών κατά τον οποίο η εταιρεία εισπράττει τις απαιτήσεις της. Με άλλα λόγια εκφράζει την χρονική περίοδο που απαιτείται μετά την πώληση για την είσπραξη του αντιτίμου. Μέσο της μέσης περιόδου είσπραξης συγκρίνεται και η πιστωτική πολιτική της εταιρείας, η οποία εάν διαφέρει από τον δείκτη συμπεραίνεται πως υπάρχουν προβλήματα εμπρόθεσμης είσπραξης απαιτήσεων. Συνήθως χρησιμοποιούνται οι συνολικές πωλήσεις εφόσον δεν υπάρχει πρόσβαση στις πιστωτικές πωλήσεις, καθώς επίσης και στον αριθμό των ημερών, κάποιοι αναλυτές χρησιμοποιούν το 360 και άλλοι το 365 (Βασιλείου Δ., Ηρειώτης Ν., 2008). Επιθυμητές είναι οι όσο το δυνατόν μικρότερες τιμές του συγκεκριμένου δείκτη. Αρκετά μικρές τιμές, ενδέχεται να στρέψουν το αγοραστικό κοινό σε ανταγωνιστές της εταιρείας, εφόσον καταφέρουν να πετύχουν καλύτερους, για τους ίδιους, όρους (Νούλας Α., 2019).

2.3.3 Δείκτες Χρέους ή Μόχλευσης

Χρηματοοικονομική Μόχλευση είναι, πρακτικά, η χρήση δανειακών κεφαλαίων από τις επιχειρήσεις, με στόχο την επίτευξη αύξησης της αποδοτικότητας των Ιδίων κεφαλαίων της. Χρηματοδοτώντας το ενεργητικό με δανειακά και ίδια κεφάλαια ή επιχείρηση προσδοκά η απόδοση του ενεργητικού να ξεπεράσει το κόστος δανεισμού. Σε αντίθετη περίπτωση θα υπάρξουν ζημιές για την εταιρεία. Οι δείκτες χρέους ή μόχλευσης παρουσιάζουν τον τρόπο με τον οποίο χρηματοδοτείται το ενεργητικό της επιχείρησης. Εκφράζουν τη σχέση μεταξύ ξένων και ιδίων κεφαλαίων, και προσδιορίζουν τις πιθανότητες η επιχείρηση να ανταποκριθεί ή όχι στις βραχυχρόνιες και μακροχρόνιες υποχρεώσεις της. Οι σημαντικότεροι δείκτες Μόχλευσης είναι:

- **Δείκτης Χρέους ή Δείκτης Συνολικής Δανειακής Επιβάρυνσης**

$$\text{Δείκτης Συνολικής Δανειακής Επιβάρυνσης} = \frac{\text{Ξένα Κεφάλαια} \cdot 100}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Τα ξένα κεφάλαια περιλαμβάνουν τις βραχυπρόθεσμες και τις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις της επιχείρησης. Ο αριθμοδείκτης συνολικής δανειακής επιβάρυνσης δείχνει τι ποσοστό του ενεργητικού (επενδύσεων) χρηματοδοτήθηκε από ξένα κεφάλαια. Παρέχει πληροφορίες για τη δανειακή επιβάρυνση της επιχείρησης στους πιστωτές και τους μετόχους της. Οι πιστωτές προτιμούν χαμηλότερες τιμές στο δείκτη, ώστε τα ίδια κεφάλαια να υπερέχουν για να καλύπτονται χωρίς πρόβλημα οι υποχρεώσεις της επιχείρησης, σε αντίθεση με τους μετόχους που προτιμούν μεγαλύτερα ξένα κεφάλαια για να αυξήσουν την απόδοση και τα κέρδη των ιδίων τους κεφαλαίων (Βασιλείου Δ., Ηρειώτης Ν., 2008).

- **Δείκτης Ξένων Κεφαλαίων προς Ίδια Κεφάλαια**

$$\text{Δείκτης Ξένων Κεφαλαίων προς Ίδια Κεφάλαια} = \frac{\text{Ξένα Κεφάλαια} \cdot 100}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

Ο αριθμοδείκτης ξένων κεφαλαίων προς ίδια κεφάλαια, παρέχει τις ίδιες πληροφορίες με τον προηγούμενο δείκτη. Δείχνει πιο καθαρά την σχέση ξένων και ιδίων κεφαλαίων,

δηλαδή των κεφαλαίων που χρηματοδοτήθηκαν από εξωτερικές πηγές και κεφαλαίων που χρηματοδοτήθηκαν από τους μετόχους της επιχείρησης. Πιο συγκεκριμένα δείχνει πόσο ψηλές είναι οι συνολικές υποχρεώσεις σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια της εταιρείας. Υπολογίζεται από τον λόγο ξένα προς ίδια κεφάλαια (Τσακλάγκανος Α., 2008).

- **Δείκτης Κεφαλαιακής Μόχλευσης**

$$\text{Δείκτης Κεφαλαιακής Μόχλευσης} = \frac{\text{Δάνεια} * 100}{\text{Δάνεια} + \text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

Ίδιας φιλοσοφίας με τους προηγούμενους, ο αριθμοδείκτης κεφαλαιακής μόχλευσης, υπολογίζει το ποσοστό του συνολικού δανεισμού της επιχείρησης προς τον συνολικό δανεισμό και τα συνολικά ίδια κεφάλαια. Συνολικός δανεισμός είναι το σύνολο των βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων δανείων της επιχείρησης. Όσο μικρότερος είναι ο συγκεκριμένος δείκτης τόσο μικρότερη είναι η χρηματοοικονομική μόχλευση της επιχείρησης (Νούλας Α., 2019).

2.3.4 Δείκτες Αποδοτικότητας

Η Αποδοτικότητα αναφέρεται στην ικανότητα της επιχείρησης να αποδίδει, δηλαδή να παράγει κέρδη και συνδέεται, άμεσα, με τις αποφάσεις που έχει πάρει η διοίκηση, στη διάρκεια της χρήσης. Οι δείκτες αποδοτικότητας απαντάνε στο ερώτημα του πόσο αποτελεσματικά διοικείται μία επιχείρηση και αξιολογούν το πόσο ικανή είναι να δημιουργεί κέρδη, εκφράζοντας, δηλαδή, σε τι βαθμό πέτυχε ή απέτυχε η επιχείρηση. Τα συμπεράσματα που εξάγονται από τους συγκεκριμένους δείκτες ενδιαφέρουν τους μετόχους, τους πιστωτές, τη διοίκηση και τους εργαζόμενους της εταιρείας, καθώς παρέχονται σημαντικές πληροφορίες σχετικά με την βιώσιμη συνέχειά της. Οι κυριότεροι δείκτες που διακρίνονται σε αυτή τη κατηγορία είναι οι εξής:

- **Δείκτης Περιθωρίου Μεικτού Κέρδους**

$$\text{Δείκτης Περιθωρίου Μεικτού Κέρδους} = \frac{(\text{Πωλήσεις} - \text{Κόστος Πωλήσεων}) * 100}{\text{Πωλήσεις}}$$

Μεικτό κέρδος, είναι το αποτέλεσμα που προκύπτει από την αφαίρεση του κόστους πωλήσεων από τις πωλήσεις. Περιθώριο μεικτού κέρδους είναι ή πρόσθετη αξία των πωλήσεων έναντι του κόστους και αντικατοπτρίζει την τιμολογιακή πολιτική που ακολουθεί η επιχείρηση και την ικανότητά της να μειώσει όλο και περισσότερο το κόστος πωλήσεων της. Ο δείκτης, λοιπόν, περιθωρίου μεικτού κέρδους εκτιμά τι ποσοστό μεικτού κέρδους, έναντι των πωλήσεων, έχει μία επιχείρηση κατά την άσκηση της δραστηριότητάς της, το οποίο θα συμβάλει στην κάλυψη των λειτουργικών και άλλων εξόδων της. Οι υψηλότερες τιμές του δείκτη προτιμώνται καθώς φανερώνουν μία αποτελεσματική διαχείριση του κόστους από τη διοίκηση της επιχείρησης, και δίνουν τη δυνατότητα αντιμετώπισης πιθανών μελλοντικών αυξήσεων στο κόστος παραγωγής, σε αντίθεση με τις χαμηλότερες τιμές. Περαιτέρω ανάλυση του περιθωρίου μεικτού κέρδους διαχωρίζει το μεταβλητό και το σταθερό κόστος, των οποίων η αναλογία είναι εξαιρετικά χρήσιμη. Το σταθερό κόστος δεν μεταβάλλεται ανάλογα με τις πωλήσεις της επιχείρησης, σε αντίθεση με τα μεταβλητά που είναι συνάρτηση του μεγέθους των πωλήσεων. Επομένως, είναι προτιμότερη μία μικρότερη αναλογία σταθερών έναντι μεταβλητών (Βασιλείου Δ., Ηρειώτης Ν., 2008).

- **Δείκτης Περιθωρίου Καθαρού Κέρδους**

$$\text{Δείκτης Περιθωρίου Καθαρού Κέρδους} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη} \cdot 100}{\text{Πωλήσεις}}$$

Το περιθώριο καθαρού κέρδους αντικατοπτρίζει, ομοίως, την τιμολογιακή πολιτική που ακολουθεί η επιχείρηση και την ικανότητά της στον έλεγχο των λειτουργικών και χρηματοοικονομικών εξόδων καθώς και στους φόρους που καλείται να καταβάλλει (Βασιλείου Δ., Ηρειώτης Ν., 2008). Συνεπώς, ο αριθμοδείκτης περιθωρίου καθαρού κέρδους, παρουσιάζει το ποσοστό των καθαρών κερδών της επιχείρησης προς τις πωλήσεις, δηλαδή τι ποσοστό των πωλήσεων απομένει, αφαιρώντας το σύνολο των εξόδων της επιχειρηματικής δραστηριότητας. Υψηλές τιμές του δείκτη, είναι επιθυμητές και φανερώνουν πως η επιχείρηση ελέγχει αποτελεσματικά το κόστος, πουλώντας σε υψηλότερες του κόστους τιμές. Ωστόσο, ενδεχόμενες χαμηλές τιμές του δείκτη δεν αποτελούν πάντοτε ανησυχία. (Σουμπενιώτης Δ., Ταμπακούδης Ι., 2017).

- **Δείκτης Απόδοσης Ενεργητικού (ROA)**

$$\text{Δείκτης Απόδοσης Ενεργητικού (ROA)} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη} \cdot 100}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Ο αριθμοδείκτης απόδοσης ενεργητικού παρουσιάζει το πόσο αποτελεσματικά διαχειρίζεται η επιχείρηση τα περιουσιακά της στοιχεία με σκοπό την δημιουργία καθαρών κερδών. Υπολογίζει πόσες μονάδες καθαρών κερδών επιφέρει στην επιχείρηση κάθε χρηματική μονάδα που επενδύεται στο ενεργητικό της, δηλαδή το σύνολο των κεφαλαίων, ξένα και ίδια. Όσο υψηλότερα βρίσκεται ο δείκτης ROA τόσο αποτελεσματικότερη είναι η διαχείριση των στοιχείων του ενεργητικού και τόσο υψηλότερη κερδοφορία υπάρχει. (Σουμπενιώτης Δ., Ταμπακούδης Ι., 2017)

- **Δείκτης Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)**

$$\text{Δείκτης Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη} \cdot 100}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

Παρόμοιας λογικής με τον προηγούμενο δείκτη, ο αριθμοδείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων εκτιμά την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων, δηλαδή των κεφαλαίων που έχουν χρηματοδοτηθεί από τους μετόχους της επιχείρησης, στα καθαρά κέρδη της. Εμφανίζει, λοιπόν, την αποτελεσματικότητα της χρήσης των ιδίων κεφαλαίων από την επιχείρηση με σκοπό την δημιουργία καθαρών κερδών. Επίσης, ο δείκτης ROE δείχνει την ανταμοιβή των μετόχων για τα κεφάλαια που έχουν επενδύσει. Όσο πιο υψηλά είναι τα επίπεδα τιμών του δείκτη τόσο αποτελεσματικότερη είναι η διαχείρισή των κεφαλαίων από την επιχείρηση και τόσο υψηλότερα κέρδη έχουν παραχθεί (Σουμπενιώτης Δ., Ταμπακούδης Ι., 2017).

2.3.5 Δείκτες Αποτίμησης ή Επενδύσεων

Οι αριθμοδείκτες αυτής της κατηγορίας, πληροφορούν και χρησιμοποιούνται από τους επενδυτές σχετικά με την απόκτηση, τη διατήρηση ή την πώληση μετοχών της επιχείρησης. Παράλληλα ενημερώνουν την διοίκηση της εταιρείας για τη γνώμη του

επενδυτικού κοινού για τη μέχρι τώρα πορεία της επιχείρησης και τις μελλοντικές της προοπτικές. Οι συνηθέστεροι δείκτες είναι οι εξής:

- **Πολλαπλασιαστής Κερδών (Τιμή Προς Κέρδη ανά Μετοχή P/E)**

$$P/E = \frac{\text{Χρηματιστηριακή Τιμή Μετοχής}}{\text{Κέρδη ανά Μετοχή}}$$

Ο αριθμοδείκτης πολλαπλασιαστής κερδών (P/E) παρουσιάζει πόσες φορές είναι διατεθειμένοι οι επενδυτές να καταβάλλουν τα κέρδη μίας μετοχής, με σκοπό να την αποκτήσουν, ή με άλλα λόγια, πόσες φορές διαπραγματεύεται τα κέρδη της μία μετοχή. Υπολογίζεται από το πηλίκο της τρέχουσας τιμής της μετοχής προς τα καθαρά κέρδη της τελευταίας χρήσης. Ο επενδυτής μπορεί εύκολα να συμπεράνει, δεδομένου ότι τα κέρδη της θα παραμείνουν σταθερά, πόσα έτη θα χρειαστούν, για την ανάκτηση των κεφαλαίων που κατέβαλλε για να την αποκτήσει. Η Υψηλή απόδοση της επιχείρησης σε συνδυασμό με τις προοπτικές ανάπτυξής της, αυξάνουν τη ζήτηση της μετοχής, αυτομάτως και την τιμή της, οδηγώντας τον δείκτη σε υψηλά επίπεδα τιμών και αντίστροφα. Ωστόσο ένας αρκετά υψηλός δείκτης καταδεικνύει πως η μετοχή έχει υπερτιμηθεί και αντίστοιχα ένας χαμηλός δείκτης ότι η μετοχή είναι υποτιμημένη (Βασιλείου Δ., Ηρειώτης Ν., 2008).

- **Τιμή Μετοχής προς Λογιστική Αξία (P/BV)**

$$P/BV = \frac{\text{Χρηματιστηριακή Τιμή Μετοχής}}{\text{Λογιστική Αξία Μετοχής}}$$

Η λογιστική ή εσωτερική αξία μιας μετοχής υπολογίζεται διαιρώντας το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης με τον αριθμό των μετοχών της που βρίσκονται σε κυκλοφορία. Ο αριθμοδείκτης τιμή μετοχής προς λογιστική αξία δείχνει το πώς βλέπουν οι επενδυτές μία μετοχή, παρουσιάζει, επομένως, αν μία μετοχή είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη σε σχέση με την λογιστική της αξία. Όταν ο συγκεκριμένος δείκτης βρίσκεται σε επίπεδα κάτω του 1, αποτελεί, μια καλή επιλογή προς επένδυση, ενώ ικανοποιητικές κρίνονται και οι τιμές έως 3. Σε κάθε περίπτωση η ανάλυση μέσω του δείκτη P/BV επιβάλλει

ιδιαίτερη προσοχή καθώς η λογιστική αξία της μετοχής υπολογίζεται σε ιστορικές τιμές, ενώ η τιμή της μετοχής αφορά την τρέχουσα τιμή (Βασιλείου Δ., Ηρειώτης Ν., 2008).

Κεφάλαιο 3

Μεθοδολογία Αποτίμησης Αξίας Εταιρείας Εισηγμένης στο Χρηματιστήριο

3.1 Η αξία της Επιχείρησης

3.1.1 Ορισμός της Αξίας

Κάθε περιουσιακό στοιχείο έχει την αξία του. Λόγο των συνεχών αλλαγών των οικονομικών μεγεθών της επιχείρησης και γενικότερα του οικονομικού περιβάλλοντος, επιβάλλεται η αναγνώριση της αξίας και της θέσης της επιχείρησης ανά πάσα στιγμή. Η αξία της επιχείρησης, η οποία συνδέεται άμεσα με την λειτουργία της και τις μελλοντικές της αποδόσεις, ορίζεται ως το σύνολο της αξίας ολόκληρης της επιχείρησης, βάση των προσδοκιών της για κέρδη, ταμειακές ροές και μερίσματα (Graham B., Dodd D., 1934). Η έννοια της αξίας διαφέρει από την έννοια της τιμής της επιχείρησης, την οποία καταβάλλοντας την κάποιος μπορεί να αποκτήσει το σύνολο του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης (Λαζαρίδης Θ., 2005). Εκτιμώντας την αξία της επιχείρησης εκτιμάται το σύνολο της αξίας των απαιτήσεων και υποχρεώσεων, καθώς και των εισροών και εκροών της. Η μεγιστοποίηση της αγοραίας αξίας της αποτελεί βασικό στόχο κάθε επιχείρησης, αυξάνοντας έτσι τα κέρδη της. Παράγοντες οι οποίοι προσδιορίζουν την αξία της επιχείρησης, σύμφωνα με τον Damodaran (2014) είναι:

- α) η ικανότητα της επιχείρησης να παράγει ταμειακές ροές μέσω των περιουσιακών της στοιχείων
- β) ο προβλεπόμενος ρυθμός αύξησης των ταμειακών της ροών
- γ) ο χρόνος επίτευξης σταθερού ρυθμού ανάπτυξης
- δ) το κόστος των κεφαλαίων

3.1.2 Εξωτερικοί παράγοντες και ενδιαφερόμενα μέρη

Η επιχείρηση αλληλοεπιδρά με το εσωτερικό και το εξωτερικό της περιβάλλον. Αρκετοί είναι οι παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν την αξία της. Οι κυριότεροι παράγοντες του εξωτερικού της περιβάλλοντος είναι οι εξής (Λαζαρίδης Θ., 2005):

- ο πληθωρισμός
- η ρευστότητα της αγοράς και της μετοχής της επιχείρησης
- τα επιτόκια

Ο πληθωρισμός και τα επιτόκια παρουσιάζονται ξεχωριστά, παρότι συσχετίζονται σημαντικά μεταξύ τους, καθώς επιδρούν διαφορετικά στην αξία της επιχείρησης. Γενικότερα οι εξωτερικού παράγοντες συνδέονται άμεσα μεταξύ τους και προσδιορίζουν σε σημαντικό βαθμό τις προσδοκίες των μετόχων, των τραπεζών και γενικά όλων των ενδιαφερόμενων μερών, περίξ της επιχείρησης. Επιχειρήσεις εισηγμένες στο χρηματιστήριο αποτιμώνται καθημερινά, καθώς οι μεταβολές των εξωτερικών παραγόντων επηρεάζουν, άμεσα, την μεταβολή της τιμής της μετοχής και συνεπώς την συνολική αξία της επιχείρησης. Κάθε αύξηση του πληθωρισμού ή των επιτοκίων, έχουν αντίθετη επίδραση στην επιχείρηση, καθώς συνεπάγεται μείωση της αξίας της και αντίστροφα. Αντίστοιχα, όταν η ρευστότητα αυξάνεται, αυξάνεται και η αξία της επιχείρησης και αντιστρόφως (Fisher and Stanley, 1981).

Τα ενδιαφερόμενα μέρη, ενδιαφέρονται για την αξία της επιχείρησης και την πορεία της αξίας. Είναι πρόσωπα ή ομάδες προσώπων όπου η ενημέρωσή τους για την αξία της επιχείρησης αποτελεί σημαντική πληροφορία στην λήψη αποφάσεων, καθορίζοντας την συμπεριφορά τους απέναντι στην επιχείρηση, ο καθένας για τους δικούς του λόγους. Τα ενδιαφερόμενα μέρη είναι τα εξής (Λαζαρίδης Θ., 2017):

1. Επιχειρηματίας: Λήψη αποφάσεων και καθορισμός στρατηγικής για την ανάπτυξη της εταιρείας, επενδύσεις, λήψη δανείων, εξαγορές και συγχωνεύσεις.
2. Μέτοχοι: Εκτίμηση επένδυσης τους, διατήρηση ή όχι της θέσης τους.
3. Δανειστές: Καθορισμός όρων δανεισμού και προσδιορισμός επιτοκίου.
4. Πελάτες: Πιστοποίηση της αξιοπιστίας της επιχείρησης για την συνέχιση συνεργασίας για προϊόντα και υπηρεσίες.
5. Προμηθευτές: Καθορισμός πιστωτικής πολιτικής.
6. Στελέχη και Διευθυντές: Λήψη στρατηγικών αποφάσεων, καθορισμός μισθολογικής πολιτικής, αυξήσεων κλπ.
7. Οικονομική διεύθυνση και Λογιστές: Καθορισμός των ορθότερων δυνατών πολιτικών και στρατηγικών με σκοπό την αύξηση της αξίας.
8. Εργαζόμενοι: Προσδιορισμός απαιτήσεων, αξιώσεις αύξησης μισθών, επιδομάτων.

9. Εσωτερικοί Ελεγκτές: Προσδιορισμός στόχων και μέτρων αξιολόγησης των τμημάτων της εταιρείας.
10. Εξωτερικοί Ελεγκτές: Ταυτοποίηση των αποτελεσμάτων των στόχων που έχουν προϋπολογισθεί.
11. Εφορία: Προσδιορισμός φορολογητέας ύλης και αξίας εκκαθάρισης.
12. Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς: Έλεγχος αξίας ως κριτήριο για τη δυνατότητα εισαγωγής στο χρηματιστήριο, υπολογισμός δίκαιης τιμής, καθώς και επιβολή κυρώσεων σε περιπτώσεις χειραγώγησης της αγοράς.
13. Ευρύτερη Κοινωνία: Εκτίμηση της κοινωνικής ευθύνης της επιχείρησης και της αύξησης πλούτου.

Για την κάθε ομάδα προσώπων η πληροφορία είναι διαφορετικής σημαντικότητας και χρήσης. Δεν ενδιαφέρονται όλοι το ίδιο και για τους ίδιους λόγους, επομένως, ο καθένας αρκείται στο κομμάτι που τον ενδιαφέρει και τον επηρεάζει.

3.2 Αποτίμηση Αξίας

3.2.1 Ορισμός της αποτίμησης

Αποτίμηση, ορίζεται η διαδικασία κατά την οποία προσδιορίζεται η παρούσα αξία οποιασδήποτε οικονομικής οντότητας ή περιουσιακού στοιχείου. Ορίζεται, δηλαδή, ως η διαδικασία που εκφράζει σε χρηματικές μονάδες τα στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού (Γκινόγλου Δ., Ταχυνάκης Π., Μωυσή Σ., 2005). Η αποτίμηση, σε σχέση με παλαιότερες εποχές, αποτελεί σήμερα μία αναγκαία διαδικασία για τις επιχειρήσεις και τα αποτελέσματά της να αποτελέσουν σημαντική πληροφορία για πλήθος προσώπων ή ομάδων προσώπων, όπως προαναφέρθηκε. Η ικανότητα της διαχείρισης της αξίας μίας επιχείρησης, συμβάλλει σημαντικά, στην ανάπτυξη επιχειρησιακών και εταιρικών στρατηγικών. Οι στρατηγικές αυτές, δημιουργούν αξία για τους μετόχους, διατηρώντας το εταιρικό πλεονέκτημα αλλά και τον έλεγχο στην αγορά (Copeland T., Koller T., Murrin J., 1994).

Η διαδικασία της αποτίμησης, πρακτικά, εκτιμά ποια είναι η τιμή της μετοχής και κατ'επέκταση συνολικά της επιχείρησης, βάση συγκεκριμένων παραμέτρων, και εκ των αποτελεσμάτων της, σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία, συμπεραίνεται ένα από τα ακόλουθα σενάρια:

- Η τιμή της μετοχής είναι δίκαιη, συμβαίνει όταν η υπολογιζόμενη τιμή είναι ίση με την αγοραία.
- Η τιμή της μετοχής είναι υπερτιμημένη, συμβαίνει όταν η υπολογιζόμενη τιμή είναι μικρότερη της αγοραίας.
- Η τιμή της μετοχής είναι υποτιμημένη, συμβαίνει όταν η υπολογιζόμενη τιμή είναι μεγαλύτερη από την αγοραία.

Σε γενικές γραμμές, είναι κοινά αποδεκτό πως ο βαθμός αξιοπιστίας των αποτελεσμάτων της αποτίμησης εξαρτάται από το πόσο αποδεκτές είναι οι προβλέψεις και οι υποθέσεις που χρησιμοποιήθηκαν, για τον προσδιορισμό των μελλοντικών ροών, από το πρόσωπο για το οποίο διενεργείται η αποτίμηση (Pratt S.P., Niculita A.V., 2008).

3.2.2 Λόγοι αποτίμησης

Αρκετοί είναι οι λόγοι και οι ανάγκες που οδηγούν στη διαδικασία της αποτίμησης των επιχειρήσεων. Μέσω της ορθής αποτίμησης, δύναται να επέλθει η ανάπτυξη και η ευημερία της επιχείρησης. Οι βασικότεροι λόγοι, συνήθως, είναι οι ακόλουθοι (Hitcher R. James, 2006):

- Περιπτώσεις πώλησης μίας επιχείρησης, εξαγοράς ή συγχωνεύσεων, ώστε να προετοιμαστούν οι ενδιαφερόμενοι για την διαπραγμάτευση, να γνωρίζουν ποιο είναι το δίκαιο τίμημα και να χαράξουν τη στρατηγική της διαπραγμάτευσης
- Προσέλκυση κεφαλαίων και επενδυτών
- Προσδιορισμός αμοιβών ανωτάτων στελεχών, μελών της διοίκησης κ.ο.κ. οι οποίες συνδέονται με την αξία της επιχείρησης.
- Ευκολότερη χάραξη επιχειρησιακού σχεδιασμού
- Προσδιορισμός αξίας μη εισηγμένων επιχειρήσεων
- Λόγοι φορολογίας
- Απομείωση υπεραξίας
- Περιπτώσεις αναδιάρθρωσης ή πτωχεύσεων
- Περιπτώσεις ανακεφαλαιοποίησης
- Απαίτηση μετόχων
- Κατάρτιση σχεδίου προαίρεσης για αγορά μετοχών

- Περιπτώσεις διαφωνιών ιδιοκτησίας
- Σε περιπτώσεις οικονομικής αναφοράς

3.2.3 Βασικές Μέθοδοι Αποτίμησης

Ο προσδιορισμός της αξίας (αποτίμηση) γίνεται μέσω επιστημονικών μεθόδων. Υπάρχουν διάφοροι επιστημονικές μέθοδοι για την αποτίμηση των επιχειρήσεων, επιλέγοντας κάθε φορά την καταλληλότερη, ανάλογα με την εκάστοτε περίπτωση της εταιρείας που πρέπει να αποτιμηθεί και εν συνεχεία να μελετηθεί.

Για τον μελετητή υπάρχει η δυνατότητα χρήσης ενός πλήθους μεθόδων αποτίμησης, οι οποίες διαφέρουν μεταξύ τους. Διαφορές παρατηρούνται στη διαδικασία της αποτίμησης, την βάση υπολογισμού της αξίας καθώς και στην ερμηνεία των αποτελεσμάτων της, έχοντας, ωστόσο, αρκετές μέθοδοι μεταξύ τους και κοινά χαρακτηριστικά. Στη διεθνή Βιβλιογραφία, αρκετοί αναλυτές ταξινομούν βάση κοινών χαρακτηριστικών σε ευρύτερες κατηγορίες τις μεθόδους αποτίμησης. Σύμφωνα με τον Damodaran οι μέθοδοι βάση των ομοιοτήτων τους ταξινομούνται σε τέσσερις διαφορετικές προσεγγίσεις και αυτές είναι η προσέγγιση του εισοδήματος, η προσέγγιση της αγοράς, η προσέγγιση με βάση τα περιουσιακά στοιχεία, η προσέγγιση τιμολόγησης μέσω δικαιωμάτων επιλογής (Damodaran, A., 2005).

Οι ιδιαιτερότητες κάθε περίπτωσης, είναι ο λόγος ύπαρξης αρκετών υποδειγμάτων αποτίμησης, αφού κάθε επιχείρηση έχει τα δικά της χαρακτηριστικά, βρίσκεται σε διαφορετικό σημείο του οικονομικού κύκλου και έχει διαφορετικές προοπτικές και δυναμική. Κατά περίπτωση, λοιπόν, επιλέγεται η καταλληλότερη μέθοδος προσδοκώντας πάντα στον προσδιορισμό του καλύτερου δυνατού αποτελέσματος.

Οι κυριότερες μέθοδοι, με συχνότερη χρήση και αναφορά, επιγραμματικά, είναι οι ακόλουθοι (Λαζαρίδης Θ., 2017):

1. Μέθοδος καθαρής περιουσιακής θέσης
2. Μέθοδοι Ταμειακών ροών (συγκεκριμένα μέθοδοι προεξοφλημένων, κεφαλαιοποιημένων και πλεοναζόντων ταμειακών ροών)
3. Μέθοδος κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών
4. Μέθοδος καθαρής περιουσιακής θέσης, προσαυξημένης με την υπερπρόσοδο των τελευταίων ή των επόμενων 5 ετών.
5. Μέθοδος χρηματιστηριακής τιμής

6. Μέθοδος συγκριτικής ανάλυσης εισηγμένων εταιρειών και χρήσεις δεικτών κεφαλαιαγοράς
7. Μέθοδος συγκριτικών συναλλαγών
8. Μέθοδος προστιθέμενης αξίας
9. Μέθοδος αποτίμησης δικαιωμάτων προαίρεσης

Κάθε μία από τις μεθόδους αποτίμησης εμφανίζει συγκεκριμένα πλεονεκτήματα έναντι των υπολοίπων μεθόδων, τα οποία καθορίζονται ανάλογα με τις υποθέσεις που κάναμε κατά τον σχεδιασμό της, των γενικότερων οικονομικών συνθηκών, καθώς και της οικονομικής κατάστασης της επιχείρησης προσδιορίζοντας τη θέση της στον οικονομικό κύκλο. Επίσης, κατά την αποτίμηση, λαμβάνεται υπόψιν τόσο ο κλάδος της επιχείρησης όσο και οι προοπτικές του.

Στα πλαίσια της παρούσας εργασίας, θα μελετηθεί η μέθοδος των προεξοφλημένων ελεύθερων ταμειακών ροών, η οποία αναλύεται στο επόμενο κεφάλαιο και η οποία εφαρμόστηκε για την αποτίμηση της Εταιρείας Κρι Κρι. Η μέθοδος λαμβάνει υπόψιν τη χρονική αξία του χρήματος, στηρίζεται στις μελλοντικές αποδόσεις της επιχείρησης και σε συνδυασμό με τη χρηματοοικονομική ανάλυση δύναται να δώσει σημαντικά συμπεράσματα για την πορεία της εταιρείας. Η πρόβλεψη των μελλοντικών ταμειακών ροών πραγματοποιείται βάση ορισμένων υποθέσεων οι οποίες πρέπει να συνταχθούν με προσοχή και να είναι ορθά τεκμηριωμένες.

3.3 Μέθοδος Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flow Method - DCF)

Η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών (DCF), στηρίζεται στις αρχές της παρούσας αξίας, όπου η αξία κάθε περιουσιακού στοιχείου είναι ίση με την παρούσα αξία των προσδοκώμενων ταμειακών ροών που αποφέρει. Το ποσοστό με το οποίο προεξοφλούνται οι ταμειακές ροές, αντιπροσωπεύει τον κίνδυνο τους (Elton J.E., Gruber J.M., Brown J.S. & Goetzmann N.W., 2010). Η αξία, επομένως, της επιχείρησης ισούται με το σύνολο της παρούσας αξίας των μελλοντικών ταμειακών ροών για τις επόμενες 5-7 χρονικές περιόδους, συν την παρούσα αξία της υπολειμματικής αξίας της, με την πάροδο αυτών των χρονικών περιόδων (Damodaran A., 2011).

3.3.1 Πλεονεκτήματα- Μειονεκτήματα

Όλες οι μέθοδοι αποτίμησης κάπου υστερούν και κάπου υπερτερούν, συγκριτικά με τις υπόλοιπες. Τα κυριότερα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα της μεθόδου των προεξοφλημένων ταμειακών ροών είναι τα ακόλουθα (Λαζαρίδης Θ., 2005).

Πλεονεκτήματα:

- Η πηγή δημιουργίας χρήματος είναι το βασικό στοιχείο της μεθόδου.
- Εκφράζεται η δυναμική της επιχείρησης καθώς και οι προσδοκίες των ενδιαφερομένων μερών για την μελλοντική πορεία της επιχείρησης.
- Η συνδυαστική εφαρμογή με την ανάλυση αριθμοδεικτών εξάγει αξιόπιστα αποτελέσματα.

Μειονεκτήματα:

- Η ολοκλήρωση της διαδικασίας αποτίμησης απαιτεί μεγάλο χρονικό διάστημα
- Απαραίτητη προϋπόθεση για την εφαρμογή της μεθόδου αποτελεί η γνώση χρηματοοικονομικών εργαλείων
- Απαιτείται η χρήση αρκετών πληροφοριών
- Η πολυπλοκότητα της μεθόδου προϋποθέτει αρκετές παραδοχές και υποθέσεις

3.3.2 Παραδοχές

Κάθε μοντέλο αποτίμησης βασίζεται σε ορισμένες παραδοχές, μέσα στο θεωρητικό πλαίσιο που ακολουθεί η καθεμία. Ομοίως, η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών στηρίζεται στις εξής (Λαζαρίδης Θ., 2005):

- 1) Η επιχείρηση δεν αποτελείται αποκλειστικά από τα πάγια στοιχεία του ενεργητικού της, αλλά και από άλλους παραγωγικούς συντελεστές. Στη λογιστική αξία των παγίων στοιχείων, δεν δύναται να συμπεριληφθούν τα συγκριτικά πλεονεκτήματα, οι ευκαιρίες, η δυναμικότητά και όλη η οργάνωση και η λειτουργία της επιχείρησης, στοιχεία που της προσθέτουν αξία.
- 2) Η επιχείρηση αξίζει όσο το σύνολο των προεξοφλημένων καθαρών ταμειακών της ροών (ταμειακά πλεονάσματα).

- 3) Δύναται να υπολογιστούν ένας, περισσότεροι ή και συνδυασμός συντελεστών προεξόφλησης
- 4) Βάση συγκεκριμένων και καλά ορισμένων υποθέσεων, είναι εφικτή η δυνατότητα πρόβλεψης των ταμειακών ροών με την προβολή και την εκτίμηση, των οικονομικών και λογιστικών γεγονότων, μελλοντικά.
- 5) Οι καταστάσεις των ταμειακών ροών παρέχουν περισσότερες και ποιοτικότερες πληροφορίες, έναντι των υπολοίπων χρηματοοικονομικών καταστάσεων, ειδικά σε περιπτώσεις με μεγάλη χρονοσειρά. Ιδιαίτερα για τους μετόχους οι καταστάσεις ταμειακών ροών, αποκαλύπτουν σημαντικές πληροφορίες (για τον έλεγχο της διοίκησης, τη σίγουρη εξασφάλιση μερισμάτων κ.ο.κ.)

3.4 Εφαρμογή Μεθόδου Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flow Method - DCF)

Η εφαρμογή της μεθόδου το προεξοφλημένων ταμειακών ροών, απαιτεί, τον προσδιορισμό των ακολούθων βασικών μεγεθών (Damodaran, A., 2002):

- Τη διάρκεια ζωής του περιουσιακού στοιχείου
- Τις χρηματοροές που παράγονται κατά τη διάρκεια της ζωής του περιουσιακού στοιχείου
- Το επιτόκιο προεξόφλησης, για τον υπολογισμό της παρούσας αξίας των ταμειακών ροών

Οι παραπάνω μεταβλητές ενσωματώνονται πλήρως στον ακόλουθο τύπο παρούσας αξίας:

$$Αξία (value) = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Όπου:

n: η διάρκεια ζωής περιουσιακού στοιχείου ή αλλιώς η τελευταία περίοδος που αποφέρει οικονομικό έσοδο

t: η περίοδος κάθε χρηματοροής

r : το επιτόκιο προεξόφλησης το οποίο εκφράζει τον κίνδυνο των προβλεπόμενων ταμειακών ροών

CF_t : οι ταμειακές ροές κάθε t περιόδου

3.4.1 Προσδιορισμός Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (Free Cash Flow – FCF)

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές (FCF), σύμφωνα με τον Λαζαρίδη (Λαζαρίδης Θ., 2005) είναι οι διαθέσιμες ταμειακές ροές της επιχείρησης, μετά την κάλυψη των δαπανών για τις λειτουργίες και την δραστηριότητά της, των επενδυτικών της σχεδίων και την μεταβολή των δανειακών της κεφαλαίων.

Βάση του τελικού τους αποδέκτη, οι ελεύθερες ταμειακές ροές διακρίνονται σε ταμειακές ροές που αναφέρονται στους μετόχους (Williams J.B., 1938), και σε ταμειακές ροές που αναφέρονται στο σύνολο της επιχείρησης. Για το λόγο αυτό, υπάρχουν δύο κατευθύνσεις χρήσης των ταμειακών ροών για την αποτίμηση της εταιρείας, μέσω του μοντέλου των προεξοφλημένων ελεύθερων ταμειακών ροών. Στην πρώτη υπολογίζεται η ταμειακή ροή προς τα ίδια κεφάλαια (Free Cash Flows to the Equity), δηλαδή η ταμειακή ροή που προορίζεται για τους μετόχους, και στη δεύτερη η ταμειακή ροή προς την επιχείρηση (Free Cash Flows to the Firm) δηλαδή η ταμειακή ροή που είναι διαθέσιμη για τους δανειστές και τους κατόχους του μετοχικού κεφαλαίου (Steiger F., 2008). Στην παρούσα εργασία εφαρμόστηκε η κατεύθυνση των προεξοφλημένων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση.

3.4.1.1 Ελεύθερες Ταμειακές Ροές προς το σύνολο της Επιχείρησης (Free Cash Flow to the Firm – FCFF)

Το σύνολο των ταμειακών ροών που βρίσκεται «προς διάθεση» σε ομάδες ατόμων με αξιώσεις από την εταιρεία, όπως οι πιστωτές, οι μέτοχοι και οι ομολογιούχοι αποτελούν τις ελεύθερες ταμειακές ροές προς την επιχείρηση (FCFF) (Rappaport A., 1986) (Stewart G.B., 1991). Συνεπώς, οι ελεύθερες ταμειακές ροές προς την επιχείρηση είναι οι ταμειακές ροές που απομένουν κατόπιν κάλυψης των λειτουργικών αναγκών, των φόρων, των

κεφαλαιουχικών δαπανών και των μεταβολών στο κεφάλαιο κίνησης, προτού καλυφθούν, ωστόσο, οι πληρωμές χρέους (τόκοι και έξοδα) (Damodaran A., 2001).

Σε περιπτώσεις που οι FCFF της εταιρείας πάρουν αρνητική τιμή, τότε οφείλουν οι μέτοχοι και οι πιστωτές να τη χρηματοδοτήσουν. Για το λόγο αυτό όπως προαναφέρθηκε η παρούσα μέθοδος αποτιμά την αξία της επιχείρησης λαμβάνοντας υπόψιν τις απαιτήσεις των μερών της επιχείρησης όπως οι μέτοχοι, οι ομολογιούχοι κ.ο.κ. (Νούλας Α., 2019).

Ο υπολογισμός των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση (FCFF) πραγματοποιείται με τον παρακάτω τύπο:

$$FCFF = EBIT(I-T) + \text{Αποσβέσεις} - \text{Μεταβολή Κεφαλαίου Κίνησης} - \text{Κεφαλαιουχικές Δαπάνες}$$

- **Παρούσα Αξία Ελεύθερων Ταμειακών Ροών προς το σύνολο της Επιχείρησης (PV of FCFF)**

Η αξία της επιχείρησης βάση των FCFF υπολογίζεται προεξοφλώντας το σύνολο των αναμενόμενων ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση, με προεξοφλητικό επιτόκιο το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC), το οποίο είναι το κόστος των διαφόρων πηγών χρηματοδότησης που χρησιμοποιούνται από την επιχείρηση σταθμισμένα βάση των αναλογιών της αγοραίας αξίας τους (Damodaran A., 1994). Συγκεκριμένα:

$$\text{Firm Value} = PV \text{ of FCFF} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t}$$

Όπου:

FCFF_t: η ταμειακή ροή την περίοδο t

WACC: μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (Weight Average Cost of Capital)

3.4.2 Μοντέλο Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών Ενός Σταδίου

Το μοντέλο ενός σταδίου ή μοντέλο σταθερούς ανάπτυξης, το οποίο στηρίζεται στη λογική του μοντέλου Gordon (1958), υποθέτει πως οι αναμενόμενες μελλοντικές ταμειακές ροές αυξάνονται με σταθερό ρυθμό ανάπτυξης (g). Προκύπτει, επομένως το μοντέλο FCFF ενός σταδίου, όπου οι ταμειακές ροές (FCFF) κάθε περιόδου υπολογίζονται από τις

αντίστοιχες ταμειακές ροές της προηγούμενης περιόδου πολλαπλασιαζόμενες με το συντελεστή $(1+g)$. Συνεπώς ισχύουν τα παρακάτω (Damodaran A., 2011):

$$FCFF_t = FCFF_{t-1} * (1+g)$$

Οι FCFF αυξάνονται με σταθερό ρυθμό g άρα η σχέση για τον υπολογισμό της αξία της επιχείρησης είναι η εξής:

$$Αξία\ Επιχείρησης\ (Firm\ Value) = \frac{FCFF_1}{(WACC-g)} = \frac{FCFF_0 (1+g)}{(WACC-g)}$$

Όπου:

$FCFF_1$: η αναμενόμενη FCFF του επόμενου έτους

WACC: το μέσο σταθμικό κόστος

g : ο ρυθμός ανάπτυξης της FCFF

3.4.3 Μοντέλο Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών Δύο ή Πολλαπλών Σταδίων

Τα μοντέλα των δύο ή περισσότερων σταδίων, αποτιμούν την αξία της επιχείρησης, προϋποθέτοντας την ύπαρξη διαφορετικού ρυθμού ανάπτυξης σε κάθε περίοδο. Ειδικότερα το μοντέλο των δύο σταδίων, έχει ως προϋπόθεση την ύπαρξη δύο διαφορετικών περιόδων ανάπτυξης, στη δεύτερη εκ των οποίων, ο ρυθμός ανάπτυξης είναι μακροπρόθεσμα σταθερός και συνηθέστερά περιλαμβάνει δύο εκδοχές (CFA Institute 2010). Στη πρώτη εκδοχή στο 1^ο στάδιο ο ρυθμός ανάπτυξης είναι σταθερός, ο οποίος, ωστόσο, μειώνεται με σταθερό ρυθμό στο 2^ο στάδιο και η δεύτερη εκδοχή όπου στο 1^ο στάδιο μειώνεται ο ρυθμός ανάπτυξης και σταθεροποιείται στη αρχή του 2^{ου} σταδίου.

Η αξία της επιχείρησης εκτιμάται από τον παρακάτω τύπο (CFA Institute 2010):

$$Αξία\ Επιχείρησης\ (Firm\ Value) = PV\ of\ FCFF + PV\ Υπολειμματικής\ Αξίας$$

$$= \left[\sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} \right] + \frac{FCFF_{n+1}}{WACC-g_n} * \frac{1}{(1+WACC)^n}$$

Όπου:

$FCFF_t$: η αναμενόμενη FCFF της περιόδου t

WACC: το μέσο σταθμικό κόστος

g_n : ο σταθερός ρυθμός ανάπτυξης της FCFF

$\frac{FCFF_{n+1}}{WACC - g_n}$ = η υπολειμματική αξία (Terminal Value)

3.5 Κόστος Κεφαλαίου ή προεξοφλητικό επιτόκιο

Το μοντέλο DCF, όπως προαναφέρθηκε για την αποτίμηση της επιχείρησης χρησιμοποιεί ως προεξοφλητικό επιτόκιο, το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC). Συνήθως, το επιτόκιο προεξόφλησης αναφέρεται και ως απαιτούμενη απόδοση της επένδυσης, καθώς πρέπει να πετυχαίνονται αποδόσεις μεγαλύτερες του προεξοφλητικού επιτοκίου για να καλύπτονται οι χρηματοδότες του κεφαλαίου.

3.5.1 Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (Weight Average Cost of Capital – WACC)

Το μοντέλο προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρησης (FCFF), υπολογίζει την παρούσα αξία των αναμενόμενων ταμειακών ροών, χρησιμοποιώντας ως προεξοφλητικό επιτόκιο το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC) (Miller M.H., Modigliani F., 1961). Ως μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC), ορίζεται ο σταθμικός μέσος όρος του κόστους των κεφαλαίων, τα οποία προέρχονται από διάφορες πηγές και χρηματοδοτούν την επιχείρηση. Οι σταθμίσεις αποτελούν τα ποσοστά συμμετοχής κάθε πηγής στη σύνθεση του συνολικού κεφαλαίου της επιχείρησης (Βασιλείου Δ., Ηρειώτης Ν., 2008). Το WACC, λοιπόν, συνδυάζει το κόστος των ιδίων κεφαλαίων και το κόστος των δανειακών κεφαλαίων (μετά από φόρους). Για το λόγο αυτό για να υπολογιστεί, απαιτείται η γνώση της κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης καθώς και το κόστος της κάθε πηγής χρηματοδότησης (Νούλας Α., 2019).

Ο τύπος που υπολογίζει το WACC είναι ο εξής (Damodaran, A., 2012):

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

Όπου:

E: τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης

D: τα δανειακά κεφάλαια της επιχείρησης

r_e : το κόστος των ιδίων κεφαλαίων

r_d : το κόστος δανεισμού

T: φορολογικός συντελεστής (tax rate)

E+D: τα συνολικά κεφάλαια της επιχείρησης

Τα $\frac{E}{E+D}$ και $\frac{D}{E+D}$ αποτελούν τα ποσοστά των ιδίων και δανειακών κεφαλαίων της επιχείρησης, αντίστοιχα, στα συνολικά κεφάλαια της επιχείρησης. Τέλος, αξίζει να αναφερθεί πως το WACC είναι ο ελάχιστος αποδεκτός δείκτης που πρέπει να έχει κάθε ενδεχόμενη επένδυση της επιχείρησης.

3.5.2 Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων (Cost of Equity)

Η απαιτούμενη ποσοστιαία απόδοση των μετόχων- επενδυτών της εταιρείας προκειμένου να αναλάβουν τον κίνδυνο και να επενδύσουν στην εταιρεία, αποτελεί το κόστος των ιδίων κεφαλαίων. Το κόστος των ιδίων κεφαλαίων υπολογίζεται με το υπόδειγμα αποτίμησης κεφαλαιουχικών περιουσιακών στοιχείων (Capital Assets Pricing Model – CAPM) και συγκεκριμένα με την παρακάτω σχέση (Βασιλείου Δ., Ηρειώτης Ν., 2009):

$$r_e = r_f + \beta_e (r_m - r_f)$$

Όπου:

r_f : η απόδοση χωρίς κίνδυνο της οικονομίας (risk free rate). Συνήθως λογίζεται το επιτόκιο ενός κρατικού ομολόγου με λήξη από δέκα ή περισσότερα χρόνια (Λαζαρίδης Θ., 2005). Πρακτικά, ακίνδυνη επένδυση δεν υπάρχει, ωστόσο συνήθως ακίνδυνες επενδύσεις

θεωρούνται τα κρατικά ομόλογα καθώς η πιθανότητα χρεοκοπίας μιας χώρας είναι απειροελάχιστη.

β_e : ο συντελεστής βήτα (beta). Ο συντελεστής βήτα κάθε μετοχής εκφράζει το πόσο ευαίσθητη είναι μια μετοχή στις μεταβολές του δείκτη της αγοράς (για την Ελλάδα, ο γενικός δείκτης τιμών Χρηματιστηρίου Αθηνών) και υπολογίζεται, συνήθως, ως το πηλίκο της συνδιακύμανσης της απόδοσης της μετοχής με την απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Ο συντελεστής βήτα του χαρτοφυλακίου της αγοράς είναι πάντοτε ίσος με τη μονάδα (Βασιλείου Δ., Ηρειώτης Ν., 2009).

r_m : η μέση απόδοση της αγοράς

$(r_m - r_f)$: το ασφάλιστρο κινδύνου (risk premium). Αναφέρεται στην πρόσθετη απόδοση που προσδοκά ο επενδυτής πέραν του επιτοκίου χωρίς κίνδυνο.

Συνήθως, υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{risk premium} = \text{mature economy risk premium} + \text{country spread}$$

όπου:

mature economy risk premium: το ασφάλιστρο κινδύνου μίας ανεπτυγμένης και αξιόπιστης οικονομίας.

country spread: η διακύμανση των αποδόσεων των ομολόγων της χώρας που δραστηριοποιείται η εταιρεία.

3.5.3 Κόστος Δανειακών Κεφαλαίων (Cost of Debt)

Η επιχείρηση για την άσκηση των δραστηριοτήτων της, πέραν των ιδίων κεφαλαίων, χρησιμοποιεί και κεφάλαια τα οποία τα έχει δανειστεί από την αγορά. Το κόστος δανειακών κεφαλαίων ή κόστος δανεισμού αναφέρεται στο επιτόκιο που οφείλει να καταβάλλει η εταιρεία για τα δάνεια που έχει λάβει. Ο κυριότερος παράγοντας που επηρεάζει το κόστος δανεισμού είναι η πιστοληπτική ικανότητα της εταιρείας. Όσο μεγαλύτερη η πιστοληπτική ικανότητα της, τόσο χαμηλότερα επιτόκια δανεισμού μπορεί να πετύχει. Επομένως, γνωρίζοντας τις δαπάνες της χρηματοδότησης που προέρχεται από εξωτερικές πηγές, υπολογίζεται το κόστος δανεισμού από τον ακόλουθο τύπο:

$$\text{Κόστος Δανεισμού } (r_d) = \frac{\text{Χρηματοοικονομικά Έξοδα}}{\text{Συνολικά Δανειακά Κεφάλαια}}$$

Τα χρηματοοικονομικά έξοδα και τα συνολικά δανειακά κεφάλαια εμφανίζονται στις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας. Ωστόσο, καθώς η επιχείρηση ωφελείται φορολογικά από την πληρωμή τόκων, καθώς αφαιρούνται φόροι για τους τόκους που πληρώνει το κόστος δανεισμού που θα χρησιμοποιήσουμε για τον υπολογισμό του WACC θα είναι αποφορολογημένο, δηλαδή το επιτόκιο που πληρώνει αφαιρούμενης της εξοικονόμησης φόρων που σχετίζονται με τους τόκους. Δηλαδή:

$$[\text{Κόστος Δανεισμού} * (1-T)]$$

Όπου T: συντελεστής φορολογίας

3.5.4 Ρυθμός Ανάπτυξης

Μία σημαντική μεταβλητή για την πρόβλεψη των μελλοντικών ταμειακών ροών, στο μοντέλο CDF, είναι επίσης ο ρυθμός ανάπτυξης των κερδών μίας επιχείρησης (g_{ebit}).

Για το υπόδειγμα FCFF, ο ρυθμός ανάπτυξης αναφέρεται στα λειτουργικά κέρδη της επιχείρησης και υπολογίζεται από την ακόλουθη σχέση (Damodaran A., 2006):

$$g_{ebit} = \text{Reinvestment Rate} * \text{ROC}$$

Όπου:

Reinvestment Rate: ο ρυθμός επανεπένδυσης. Αναφέρεται στο ποσοστό των καθαρών κερδών που επανεπενδύεται στην επιχείρηση.

ROC: ο δείκτης απόδοσης επενδυμένων κεφαλαίων (Return of Capital)

Ο ρυθμός επανεπένδυσης υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{Reinvestment Rate} = \frac{(\text{Καθ.Κεφαλαιουχικές Δαπάνες} + \text{Μεταβ. Κεφ.Κίνησης})}{\text{Λειτουργικό Αποτέλεσμα μετά Φόρων}}$$

Ο δείκτης απόδοσης επενδυμένων κεφαλαίων (ROC) εκτιμάται από τον παρακάτω τύπο:

$$ROC = \frac{\text{Λειτουργικό Αποτέλεσμα μετά Φόρων}}{\text{Λογιστική Αξία Ιδίων και Ξένων Κεφαλαίων}}$$

$$\text{Λειτουργικό αποτέλεσμα μετά φόρων} = \text{EBIT}(1-T)$$

Πηγή: www.wallstreetprep.com/knowledge/reinvestment-rate

3.5.5 Υπολειμματική Αξία (Terminal Value)

Οι προβλέψεις των αναμενόμενων χρηματοροών αναφέρονται σε ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα (συνήθως 5 με 10 ετών), και για το λόγο αυτό υπολογίζεται η παρούσα αξία τους. Ωστόσο, η επιχείρηση συνεχίζει να δραστηριοποιείται και μετά το διάστημα αυτό, γι' αυτό κρίνεται αναγκαίο να υπολογιστεί και η αξία της επιχείρησης για το υπόλοιπο μελλοντικό διάστημα. Η υπολειμματική αξία (terminal value) αντιπροσωπεύει την αξία της επιχείρησης για το μελλοντικό χρονικό διάστημα μετά την περίοδο πρόβλεψης των ταμειακών ροών (Λαζαρίδης Θ., 2005).

Με άλλα λόγια, η υπολειμματική αξία, εκφράζει την αξία της επιχείρησης μετά το πρώτο στάδιο του μοντέλου δύο σταδίων και κατά την αρχή του δευτέρου σταδίου που προσδιορίζεται η πρόβλεψη στο διηνεκές (Damodaran A., 2011). Η υπολειμματική αξία εκτιμάται από τον ακόλουθο τύπο:

$$\text{Υπολειμματική Αξία} = \frac{FCFF_{n+1}}{(WACC - g_n)}$$

Όπου:

(FCFF_{n+1}) οι αναμενόμενες ταμειακές ροές τη περίοδο (n+1) δηλαδή την πρώτο έτος μετά το τέλος του 1^{ου} σταδίου πρόβλεψης.

WACC: το μέσο σταθμικό κόστος

g_n: ο σταθερός ρυθμός ανάπτυξης

Εφόσον, οι προβλέψεις των αναμενόμενων ταμειακών ροών αναφέρονται συνήθως, σε μικρό χρονικό διάστημα, η υπολειμματική αξία αντιπροσωπεύει μεγάλο μέρος της αξίας

της επιχείρησης. Λόγο του μακροχρόνιου, λοιπόν, ορίζοντα εκτίμησης, ο υπολογισμός της υπολειμματικής αξίας ενέχει μεγάλο ποσοστό κινδύνου και αβεβαιότητας. Αντιθέτως, όσο μεγαλώνει το διάστημα πρόβλεψης, μειώνεται το ποσοστό της υπολειμματικής αξίας στη συνολική αξία της εταιρείας.

Κεφάλαιο 4

Παρουσίαση και Χρηματοοικονομική Ανάλυση της Εταιρείας Κρι Κρι Βιομηχανία Γάλακτος ABEE

4.1 Παρουσίαση της Εταιρείας Κρι Κρι

4.1.1 Γενικά Στοιχεία

Η Κρι Κρι Βιομηχανία Γάλακτος ABEE είναι μία σύγχρονη Ελληνική Γαλακτοβιομηχανία της Βορείου Ελλάδος, με έδρα τον νομό Σερρών. Οι εγκαταστάσεις της, οι οποίες αποτελούνται από δύο υπερσύγχρονα εργοστάσια, στο ένα εκ των οποίων πραγματοποιείται η παραγωγή γαλακτοκομικών προϊόντων, και στο άλλο η παραγωγή παγωτού, βρίσκονται λίγο έξω από την πόλη των Σερρών και πιο συγκεκριμένα στο 3^ο χλμ. Σερρών- Δράμας, καθώς επίσης, η εταιρεία διαθέτει και ιδιόκτητο κέντρο διανομής στην Αττική για την εξυπηρέτηση της αγοράς της Νοτίου Ελλάδας. Η Εταιρεία, η οποία μετράει πάνω από 60 χρόνια ζωής, είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών και εξάγει σε περισσότερες από 30 χώρες τα προϊόντα της.

4.1.2 Ιστορική Αναδρομή

Η ίδρυση της εταιρείας πραγματοποιείται το 1954 με ιδρυτή τον Γιώργο Τσιναβό. Η εταιρεία στην αρχική της μορφή ήταν ένα ζαχαροπλαστείο το οποίο δραστηριοποιούνταν εντός της πόλης των Σερρών καθώς παρήγαγε και διένεμε στην πόλη παγωτά και είδη ζαχαροπλαστικής. Η διάθεση των προϊόντων, την εποχή εκείνη μέσω πλανόδιων πωλητών γινόταν με καρότσια και ψυγεία που χρησιμοποιούσαν για την ψύξη πάγο και αλάτι. Η φήμη που απέκτησαν τα παγωτά της Κρι Κρι σιγά σιγά προσπέρασαν τα όρια των Σερρών και ιδιαίτερα το παγωτό «Κασσάτο», χάρη στην πλούσια γεύση που του απέδιδε το βασικό συστατικό παρασκευής του, το πρόβειο γάλα.

Η δεκαετία του '60 σηματοδοτεί μία νέα εποχή για την Εταιρεία. Ενώ τοποθετούνται τα πρώτα ηλεκτρικά ψυγεία με παγωτά εντός της αγοράς των Σερρών, οι εγκαταστάσεις της

εταιρείας μεταφέρονται σε νέους ιδιόκτητους χώρους, όπου η γραμμή παραγωγής παγωτού αυτοματοποιείται.

Τις επόμενες δεκαετίες η Εταιρεία εξελίσσεται ακόμη περισσότερο. Το 1987 κατασκευάζεται το νέο εργοστάσιο με γραμμές παραγωγής παγωτού και γιαουρτιού. Η Εταιρεία εισέρχεται και στην παραγωγή παραδοσιακού Γιαουρτιού, Πρόβειου και Αγελαδινού, από φρέσκο γάλα της περιοχής των Σερρών. Στα μέσα της δεκαετίας του '90, και συγκεκριμένα το 1996, δημιουργείται υποκατάστημα της Εταιρείας στην Αθήνα, στήνοντας έτσι σιγά σιγά ένα πανελλαδικό δίκτυο διανομής των προϊόντων της, ενώ έχει προηγηθεί άνοιγμα της Κρι Κρι στις εξαγωγές των προϊόντων στην Βαλκανική αγορά.

Από τις αρχές της δεκαετίας '00 έως και σήμερα η Κρι Κρι έχει λανσάρει μία ευρεία γκάμα νέων προϊόντων, με έμφαση στην καινοτομία των προϊόντων και των συσκευασιών τους. Το 2002, η Εταιρεία εισέρχεται και στην αγορά Φρέσκου Γάλατος, ενώ μία χρονιά νωρίτερα το 2001, καθιερώνεται το λογότυπο της, το οποίο χρησιμοποιεί μέχρι σήμερα. Έτος σταθμός για την εταιρεία αποτελεί το 2003, καθώς εισάγεται στο Χρηματιστήριο Αθηνών και παράλληλα πραγματοποιεί αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.

Σημαντικά αρνητική στιγμή για την εταιρεία, ήταν η ολική καταστροφή του τμήματος παραγωγής γιαουρτιού, έπειτα από πυρκαγιά που ξέσπασε στις εγκαταστάσεις της Εταιρείας, τέλος του 2013. Άμεσα, αρχές του 2014 η εταιρεία ολοκλήρωσε την κατασκευή νέας υπερσύγχρονης μονάδας παρασκευής γιαουρτιού, διπλάσιας παραγωγής από την παλαιότερη, καθώς και πέντε χρόνια αργότερα, η Εταιρεία εισέρχεται σε νέο τριετές επενδυτικό πρόγραμμα ύψους 27 εκατ. Ευρώ επεκτείνοντας περαιτέρω τις παραγωγικές της δυνατότητες.

Η Εταιρεία Κρι Κρι από το 1999 θα λειτουργήσει παραγωγική μονάδα στην ΠΓΔΜ, μέσω της συμμετοχής της στη θυγατρική «Kri Kri Doo Kumanovo» σε ποσοστό 71,15%, και από το 2010 στη Βουλγαρία με συμμετοχή στη θυγατρική της «Kri Kri Bulgaria AD» σε ποσοστό 49%, για την κάλυψη των αναγκών της Βαλκανικής αγοράς. Ωστόσο, στα πλαίσια εξυγίανσης των παραγωγικών της δυνατοτήτων το 2012 θα διακόψει την παραγωγική της παρουσία στις δύο χώρες, και θα αρκεστεί στην εμπορική.

Σήμερα η Κρι Κρι είναι μία υπερσύγχρονη Ελληνική Γαλακτοβιομηχανία που εξάγει τα προϊόντα της σε περισσότερες από 30 χώρες, στην Ευρώπη, τα Βαλκάνια και τη Μέση Ανατολή, συνεργαζόμενη με μεγάλες διεθνείς αλυσίδες Μάρκετ.

4.1.3 Στόχοι Εταιρείας και Εταιρικές αξίες

Στρατηγική επιλογή της εταιρείας, αποτελεί η παραγωγή και διάθεση προϊόντων ανώτερης ποιότητας και όραμά της, η παγκόσμια προβολή και η εξέλιξη της τοπικής διατροφικής κληρονομιάς με αγάπη και σεβασμό στον άνθρωπο και την φύση. Δεσμεύσεις οι οποίες διασφαλίζονται με συνεχή αναζήτηση και επένδυση σε κατάλληλα καταρτισμένο επιστημονικό προσωπικό, επένδυση στην τεχνολογική εξέλιξη των μονάδων παραγωγής και διάθεσης και με συνεχείς ελέγχους της ποιότητας των προϊόντων. Για την επίτευξη των στόχων της η Εταιρεία έχει πιστοποιηθεί και εφαρμόζει συστήματα διασφάλισης ποιότητας σύμφωνα με Διεθνή πρότυπα (ISO).

Οι κύριοι στόχοι της Εταιρείας, για την εφαρμογή της πολιτικής της απέναντι στην ποιότητα, την υγεία, την ασφάλεια και το περιβάλλον είναι οι εξής:

Στόχοι ποιότητας

- Μέτρηση ικανοποίησης και αύξηση της εμπιστοσύνης των πελατών στην εταιρεία.
- Τήρηση των απαραίτητων από τον νόμο σημάνσεων επί του προϊόντος με αλλεργιογόνα.
- Παραγωγή μη γενετικά τροποποιημένων προϊόντων (Non-GMO).
- Βελτίωση της ανταγωνιστικής θέσης της εταιρείας στην αγορά.

Στόχοι Υγείας και Ασφάλειας

- Διασφάλιση της υγείας του προσωπικού μέσω της αποφυγής τραυματισμών και ασθενειών.
- Εφαρμογή και τήρηση ολοκληρωμένων συστημάτων αναγνώρισης, διαχείρισης και ελέγχου κινδύνων.

Στόχοι για την Ασφάλεια των προϊόντων

- Εξασφάλιση της ασφάλειας των προϊόντων με σκοπό την προφύλαξη της υγείας του καταναλωτικού κοινού.

- Εφαρμογή ολοκληρωμένου συστήματος αναγνώρισης, διαχείρισης και ελέγχου κινδύνων.
- Εφαρμογή καλών Βιομηχανικών πρακτικών στο σύνολο της παραγωγικής διαδικασίας.

Στόχοι Περιβάλλοντος

- Πρόληψη και αποφυγή περιβαλλοντικών επιπτώσεων καθώς και βελτίωση των περιβαλλοντικών επιδόσεων.
- Συμβολή στην ευαισθητοποίηση των πελατών και των συνεργατών για την προστασία του Περιβάλλοντος καθώς και συνεργασία με τους αρμόδιους φορείς.

4.1.4 Μετοχή και Μετοχική Σύνθεση Εταιρείας

Η εταιρεία, από το 2003, αποτελεί μέρος του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Η μετοχή της συμμετέχει στο γενικό δείκτη τιμών (ΓΔ), τον δείκτη μεσαίας κεφαλαιοποίησης FTSE/ ΧΑ Mid Cap (FTSEM), τον δείκτη αγοράς (FTSEA), τον δείκτη τροφίμων και ποτών (ΔΤΠ) και άλλους επιμέρους δείκτες.

Το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας, σύμφωνα με την ετήσια οικονομική έκθεση της, την 31.12.2019, ανέρχεται σε 12.564.751,68 euro, το οποίο έχει διαιρεθεί σε 33.065.136, κοινές, ονομαστικές και με δικαίωμα ψήφου μετοχές, όλες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Η μετοχική σύνθεση της εταιρείας την 31.12.2019 αποτελείται από:

- Οικογένεια Τσίναβου 65,52%
- Ιδιώτες επενδυτές 34,48%

Διάγραμμα 1. Μετοχική Σύνθεση Εταιρείας



Πηγή: www.krikri.gr

4.2 Χρηματοοικονομική Ανάλυση της Εταιρείας με χρήση Αριθμοδεικτών.

4.2.1 Δείκτες Ρευστότητας

4.2.1.1 Δείκτης Κυκλοφοριακής Ρευστότητας ή Δείκτης Γενικής Ρευστότητας

Ο Δείκτης Κυκλοφοριακής ρευστότητας, προσδιορίζει πόσο ικανοποιητικά καλύπτονται οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της εταιρείας. Κάθε εταιρεία επιδιώκει μεγάλες τιμές στο δείκτη, ωστόσο υπερβολικές τιμές εμφανίζουν μη πλήρης αξιοποίηση των δυνατοτήτων της ρευστότητας της εταιρείας.

Διάγραμμα 2. Δείκτης Κυκλοφοριακής Ρευστότητας



Πίνακας 2. Δείκτης Κυκλοφοριακής Ρευστότητας

Έτος	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Κυκλοφορούν Ενεργητικό	21.204.145	26.518.878	29.753.467	45.560.631	32.460.406	31.546.576	36.149.356	41.370.523	43.977.440	48.786.675
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	9.065.599	9.481.661	8.286.804	15.162.604	21.825.566	17.596.814	13.091.034	17.900.402	15.437.040	20.544.006
ΔΚΡ	2,34	2,80	3,59	3,00	1,49	1,79	2,76	2,31	2,85	2,37

Σύμφωνα με το διάγραμμα 2, η εταιρεία Κρι Κρι την περίοδο 2010-2019 είχε γενικά καλή κυκλοφοριακή ρευστότητα, καθώς οι τιμές που λαμβάνει ο δείκτης είναι υψηλότερες του 2, εξαιρώντας τις χρήσεις του 2014 και του 2015. Όπως αναφέρθηκε σε προηγούμενο κεφάλαιο της παρούσας εργασίας, στα τέλη του 2013, έπειτα από πυρκαγιά που ξέσπασε στις εγκαταστάσεις της, καταστράφηκε ολοσχερώς η γραμμή παραγωγής γιαουρτιού, με αποτέλεσμα το αρνητικό αυτό γεγονός να κάνει αισθητή την παρουσία του στις οικονομικές καταστάσεις του 2014.

Η εταιρεία επένδυσε σε νέα γραμμή παραγωγής διπλάσιας ποσότητας η οποία τέθηκε σε λειτουργία στα μέσα του 2014. Έτσι, λοιπόν, παρατηρείται μία αυξητική τάση του Δείκτη κυκλοφοριακής ρευστότητας με την πάροδο των ετών. Η εταιρεία επιτυχώς αυξάνει σταθερά το κυκλοφορούν ενεργητικό της, καταβάλλοντας προσπάθειες παράλληλα να κρατηθούν όσο γίνεται πιο χαμηλά οι βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της, διαμορφώνοντας ικανοποιητικές τιμές στον δείκτη οι οποίες υπερβαίνουν το 2, και μάλιστα κάποιες χρονιές πλησιάζουν και ξεπερνάνε το 3, πράγμα που σημαίνει πως η εταιρεία έχει ικανοποιητική ρευστότητα και δύναται να καλύψει υποχρεώσεις τριπλάσιου μεγέθους. Το 2014 ο δείκτης υποχώρησε κάτω του 2 αλλά σταδιακά μετά από δύο χρήσεις κάλυψε και με το παραπάνω διαφορά.

4.2.1.2 Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας ή Δείκτης Ειδικής Ρευστότητας

Ο Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας, είναι ένας περισσότερο αυστηρός και ορθολογικός δείκτης προσδιορισμού της ρευστότητας της εταιρείας με σκοπό την κάλυψη των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της. Υπολογίζει με πόση άνεση, καλύπτει η εταιρεία της υποχρεώσεις της, λαμβάνοντας υπόψιν τα άμεσα ρευστοποιήσιμα περιουσιακά της στοιχεία, αφαιρουμένων των αποθεμάτων, τα οποία σε περίπτωση ρευστοποίησης, ενδεχομένως να ρευστοποιηθούν με ζημία. Ομοίως με τον προηγούμενο δείκτη προσδοκούνται υψηλές τιμές. Οι τιμές άνω του 1,5 κρίνονται ικανοποιητικές, ενώ κάτω της μονάδας αρνητικές.

Διάγραμμα 3. Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας



Πίνακας 3. Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας

Έτος	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
ΔΑΡ	1,89	2,27	2,89	2,68	1,12	1,40	2,20	1,84	2,28	1,87

Παρατηρώντας το διάγραμμα 3, εξάγονται θετικά συμπεράσματα σχετικά με τη ρευστότητα της εταιρείας Κρι Κρι, τη συγκεκριμένη περίοδο που μελετάται, καθώς ο δείκτης λαμβάνει τιμές άνω του 1,5 εξαιρώντας τις χρονιές 2014 και 2015, όπου βρέθηκε αρκετά κοντά στη μονάδα, ακολουθώντας ωστόσο στη συνέχεια ανοδική πορεία, εκπέμποντας ασφάλεια ρευστότητας στις επόμενες χρήσεις της περιόδου που μελετάται.

4.2.2 Δείκτες Δραστηριότητας

4.2.2.1 Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων

Η Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων αναφέρεται στην ταχύτητα με την οποία ανακυκλώνονται τα αποθέματα κατά τη διάρκεια της χρήσης. Μικρές τιμές του δείκτη δείχνουν πως τα αποθέματα παραμένουν μεγαλύτερο χρονικό διάστημα στην επιχείρηση πριν πωληθούν, εν αντιθέσει με τις υψηλές τιμές, όπου φανερώνουν πως τα αποθέματα

ανακυκλώνονται ταχύτερα, παραμένοντας λιγότερο χρονικό διάστημα εντός της επιχείρησης, πράγμα το οποίο προτιμάται.

Διάγραμμα 4. Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων



Πίνακας 4. Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων

Έτος	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Πωλήσεις	45.718.800	46.563.740	57.827.568	68.128.756	77.149.640	66.950.798	66.570.168	79.246.189	94.234.441	112.902.961
Αποθέματα	4.090.488	5.009.953	5.803.612	4.859.181	8.031.847	6.876.461	7.377.290	8.522.546	8.764.680	10.346.210
ΔΚΤΑ	11,18	9,29	9,96	14,02	9,61	9,74	9,02	9,30	10,75	10,91

Οι τιμές του δείκτη τα περισσότερα έτη της περιόδου 2010-2019 κυμαίνονται σε σταθερά επίπεδα, όπως φαίνεται στο διάγραμμα 4 λαμβάνοντας τιμές μεταξύ 9 και 11, που σημαίνει πως τα αποθέματα ανακυκλώνονται 9 με 11 φορές το χρόνο. Εξαίρεση αποτελεί το έτος 2013, όπου ο δείκτης λαμβάνει τιμή κοντά στο 14. Σύμφωνα με τον πίνακα 4 αυτό οφείλεται στα χαμηλά αποθέματα που διατήρησε η εταιρεία τη συγκεκριμένη χρονιά, παρά την αύξηση των πωλήσεων, ενδεχομένως λόγω των ζημιών που προκλήθηκαν από την πυρκαγιά στις γραμμές παραγωγής.

4.2.2.2 Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού

Ο συγκεκριμένος δείκτης, μετρά τη κυκλοφοριακή ταχύτητα του Ενεργητικού, δηλαδή, την ταχύτητα με την οποία ανανεώνονται τα στοιχεία του ενεργητικού σε μία χρήση. Εμφανίζει πόσες μονάδες πωλήσεων πραγματοποιούνται για κάθε μονάδα ενεργητικού που επενδύεται στην εταιρεία. Όσο υψηλότερες οι τιμές, τόσο πιο αποτελεσματικά διαχειρίζεται η εταιρεία τα περιουσιακά της στοιχεία και αντιστρόφως.

Διάγραμμα 5. Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού



Πίνακας 5. Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού

Έτος	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Πωλήσεις	45.718.800	46.563.740	57.827.568	68.128.756	77.149.640	66.950.798	66.570.168	79.246.189	94.234.441	112.902.961
Σύνολο Ενεργητικού	43.019.498	47.540.732	48.596.053	60.800.779	70.514.594	69.709.218	76.321.250	82.419.463	90.013.477	107.338.576
ΔΚΤΕ	1,06	0,98	1,19	1,12	1,09	0,96	0,87	0,96	1,05	1,05

Οι τιμές του δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού της εταιρείας Κρι Κρι, πραγματοποιούν, σε γενικές γραμμές, σταθερή πορεία στο χρόνο και με αναλογία περίπου 1 προς 1. Όπως παρατηρείται στο διάγραμμα 5 οι τιμές διαμορφώνονται κοντά στη μονάδα, με την υψηλότερη τιμή να παρατηρείται το 2012, η οποία ανέρχεται σε 1,19, πράγμα που σημαίνει πως κάθε ευρώ επένδυσης στο ενεργητικό απέφερε πωλήσεις αξίας 1,19 ευρώ. Αντίθετα, η χαμηλότερη τιμή παρατηρείται το 2016 και ανέρχεται σε 0,87.

4.2.2.3 Μέση Περίοδος Είσπραξης Απαιτήσεων

Η μέση περίοδος είσπραξης απαιτήσεων, εκφράζει πόσες, κατά μέσο όρο ημέρες, απαιτούνται ώστε η εταιρεία να εισπράξει τις απαιτήσεις της. Επομένως, είναι η περίοδος που μεσολαβεί από την πώληση έως την είσπραξη. Όσο πιο σύντομα εισπράττει η εταιρεία, τόσο νωρίτερα εξασφαλίζει την απαραίτητη για τη λειτουργία της ρευστότητα.

Διάγραμμα 6. Μέση Περίοδος Είσπραξης Απαιτήσεων



Πίνακας 6. Μέση Περίοδος Είσπραξης Απαιτήσεων

Έτος	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Απαιτήσεις	14.834.313	15.378.875	16.598.006	29.386.502	22.991.117	19.214.036	21.932.096	22.145.968	20.934.450	26.244.962
Πωλήσεις	45.718.800	46.563.740	57.827.568	68.128.756	77.149.640	66.950.798	66.570.168	79.246.189	94.234.441	112.902.961
ΜΠΕΑ	118,43	120,55	104,76	157,44	108,77	104,75	120,25	102,00	81,09	84,85

Από το διάγραμμα 6 φαίνεται πως τα έτη από το 2010 έως το 2012, οι τιμές του δείκτη κυμαίνονται μεταξύ 104,766 και 120,55 ημερών. Το έτος με τη μεγαλύτερη μέση περίοδο είσπραξης, την δεκαετή περίοδο που μελετά η εργασία, ήταν το 2013 όπου ο δείκτης ανέβηκε στις 157,44 ημέρες, παρατηρώντας στον πίνακα 6 πως αυξήθηκαν δυσανάλογα οι απαιτήσεις της εταιρείας σε σχέση με την αύξηση των πωλήσεων.

Στις χρήσεις των επόμενων ετών, μεταξύ 2014 και 2017, παρατηρείται επαναφορά στα επίπεδα πριν του 2013, συγκεκριμένα το εύρος των μέσων ημερών είσπραξης κυμαίνεται μεταξύ 102 και 120,25 ημέρες.

Στις τελευταίες χρήσεις, 2018 έως 2019 η εταιρεία Κρι Κρι πετυχαίνει αξιοσημείωτη μείωση της μέσης περιόδου είσπραξης απαιτήσεων, με τον δείκτη να παίρνει τη χαμηλότερη τιμή το 2018, όπου η εταιρεία εισέπραττε κατά μέσο όρο 81,09 μέρες τις απαιτήσεις της.

4.2.3 Δείκτες Χρέους

4.2.3.1 Δείκτης Χρέους ή Δείκτης Συνολικής Δανειακής Επιβάρυνσης

Ο δείκτης συνολικής δανειακής επιβάρυνσης, εκφράζει τι ποσοστό του συνολικού ενεργητικού αποτελούν οι συνολικές υποχρεώσεις της εταιρείας. Εκφράζει, δηλαδή το ποσοστό του ενεργητικού που χρηματοδοτήθηκε από ξένα κεφάλαια. Όσο πιο χαμηλές είναι οι τιμές του δείκτη, τόσο απομακρύνεται ο κίνδυνος της μη κάλυψης των υποχρεώσεων έναντι των πιστωτών, αντίθετα όσο υψηλότερη η τιμή του δείκτη, τόσο μεγαλύτερη είναι η χρηματοοικονομική μόχλευση της εταιρείας.

Διάγραμμα 7. Δείκτης Συνολικής Δανειακής Επιβάρυνσης



Πίνακας 7. Δείκτης Συνολικής Δανειακής Επιβάρυνσης

Έτος	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ξένα Κεφάλαια	16.369.953	17.900.455	16.143.294	25.313.014	31.457.432	28.770.168	31.129.765	32.907.792	34.182.441	41.232.156
Σύνολο Ενεργητικού	43.019.498	47.540.732	48.596.053	60.800.779	70.514.594	69.709.218	76.321.250	82.419.463	90.013.477	107.338.576
ΔΣΔΕ	38,05%	37,65%	33,22%	41,63%	44,61%	41,27%	40,79%	39,93%	37,97%	38,41%

Από το διάγραμμα 7 συμπεραίνεται πως η εταιρεία καταφέρνει και διατηρεί σταθερές τιμές στον δείκτη στην πάροδο των ετών, κάτω από το 50%, με τιμές κοντά στο 40%. Εξαίρεση αποτελεί η χρονιά 2012 όπου ο δείκτης παίρνει τη χαμηλότερη του τιμή φτάνοντας στο 33,22%.

Η υψηλότερη αναλογία ξένων κεφαλαίων προς το ενεργητικό, παρατηρείται το έτος 2014 με 44,61%, τη χρονιά της επανασύστασης των παραγωγικών μονάδων της εταιρείας, αυξάνοντας δυσανάλογα τις υποχρεώσεις της σε σχέση με το συνολικό ενεργητικό. Από την χρονιά εκείνη και έπειτα η εταιρεία καταφέρνει στρέψει καθοδικά την πορεία του δείκτη.

4.2.3.2 Δείκτης Ξένων Κεφαλαίων προς Ίδια Κεφάλαια

Παρόμοιες πληροφορίες με τον προηγούμενο δείκτη παρέχονται και από τον δείκτη ξένων κεφαλαίων προς ίδια κεφάλαια. Ο δείκτης ξένα προς ίδια κεφάλαια, δείχνει με μεγαλύτερη ευκρίνεια, τις αναλογίες των κεφαλαίων της εταιρείας, καθώς παρουσιάζει τα κεφάλαια που παρείχαν οι πιστωτές, προς τα κεφάλαια των μετόχων της εταιρείας. Όσο μεγαλύτερη η τιμή του δείκτη τόσο μεγαλύτερο το “άνοιγμα” της εταιρείας σε υποχρεώσεις.

Διάγραμμα 8. Δείκτης Ξένων προς Ιδίων Κεφαλαίων



Πίνακας 8. Δείκτης Ξένων προς Ιδίων Κεφαλαίων

Έτος	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ξένα Κεφάλαια	16.369.953	17.900.455	16.143.294	25.313.014	31.457.432	28.770.168	31.129.765	32.907.792	34.182.441	41.232.156
Ίδια Κεφάλαια	26.649.544	29.640.277	32.452.758	35.487.765	39.057.161	40.939.050	45.191.485	49.511.671	55.831.036	66.106.420
ΔΞΙΚ	61,43%	60,39%	49,74%	71,33%	80,54%	70,28%	68,88%	66,46%	61,22%	62,37%

Την τελευταία πενταετία παρατηρείται καθοδική τάση των τιμών του δείκτη φτάνοντας σε τιμή το 2019 στο 62,37%, όπως παρατηρείται από το διάγραμμα 8. Το 2012, η τιμή του δείκτη ήταν η χαμηλότερη της περιόδου με 49,74%, ενώ η υψηλότερη αναλογία ξένων κεφαλαίων, έναντι ιδίων, παρατηρείται το 2014 όπου τα ξένα κεφάλαια υπολογιζόταν το 80,54% των ιδίων κεφαλαίων.

4.2.3.3 Δείκτης Κεφαλαιακής Μόχλευσης

Ο δείκτης κεφαλαιακής μόχλευσης παρουσιάζει το ποσοστό του συνολικού δανεισμού της επιχείρησης προς τα συνολικά κεφάλαια, που υπολογίζονται από τα συνολικά δάνεια της επιχείρησης συν τα ίδια κεφάλαια της. Όπως και στους υπόλοιπους δείκτες της κατηγορίας αυτής, όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης τόσο μεγαλύτερη είναι και η χρηματοοικονομική μόχλευση της εταιρείας.

Διάγραμμα 9. Δείκτης Κεφαλαιακής Μόχλευσης



Πίνακας 9. Δείκτης Κεφαλαιακής Μόχλευσης

Έτος	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Δάνεια	1.548.861	4.030.878	2.951.628	6.983.947	7.513.764	11.178.814	9.067.248	10.400.061	9.200.061	12.222.565
Ίδια Κεφάλαια	26.649.544	29.640.277	32.452.758	35.487.765	39.057.161	40.939.050	45.191.485	49.511.671	55.831.036	66.106.420
ΔΚΜ	5,49%	11,97%	8,34%	16,44%	16,13%	21,45%	16,71%	17,36%	14,15%	15,60%

Σύμφωνα με το διάγραμμα 9 οι τιμές του δείκτη, την περίοδο που μελετά η εργασία, κυμαίνονται από 5,49% τη χρονιά 2010 έως 21,45% το 2015. Τη τελευταία τετραετία η εταιρεία διατηρεί τον δείκτη κεφαλαιακής μόχλευσης σε σταθερά επίπεδα, χωρίς μεγάλες αυξομειώσεις με τιμές από 14,15% έως 17,36%.

4.2.4 Δείκτες Αποδοτικότητας

4.2.4.1 Δείκτης Περιθωρίου Μεικτού Κέρδους

Ο δείκτης περιθωρίου μεικτού κέρδους, υπολογίζει σε τι ποσοστό των πωλήσεων ανέρχεται το μεικτό κέρδος, που είναι η διαφορά ανάμεσα των πωλήσεων με το κόστος των πωλήσεων. Όσο μεγαλύτερο είναι το μεικτό κέρδος της επιχείρησης τόσο μεγαλύτερος είναι και ο δείκτης, πράγμα που δηλώνει πως η επιχείρηση διαχειρίζεται αποτελεσματικά το κόστος της.

Διάγραμμα 10. Δείκτης Περιθωρίου Μεικτού Κέρδους



Πίνακας 10. Δείκτης Περιθωρίου Μεικτού Κέρδους

Έτος	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Μεικτό Κέρδος	17.531.191	17.362.548	21.347.537	22.103.142	18.173.377	22.371.325	25.743.992	28.414.447	36.663.383	39.101.792
Πωλήσεις	45.718.800	46.563.740	57.827.568	68.128.756	77.149.640	66.950.798	66.570.168	79.246.189	94.234.441	112.902.961
ΔΠΜΚ	38,35%	37,29%	36,92%	32,44%	23,56%	33,41%	38,67%	35,86%	38,91%	34,63%

Στην περίοδο που μελετά η εργασία, παρατηρείται από το διάγραμμα 10 πως ο δείκτης κυμαίνεται σε σταθερό εύρος τιμών. Εξαίρεση αποτελεί το 2014, όπου μειώθηκαν τα κέρδη σε σχέση με τις πωλήσεις που φαινομενικά αυξήθηκαν καθώς προσμετρώνται και οι πωλήσεις α' υλών και υλικών συσκευασίας έναντι τρίτων παραγωγικών μονάδων. Ο δείκτης έφτασε στο χαμηλό 23,56% έναντι 32,44% της προηγούμενης χρονιάς (2013), και της επόμενης (2015) που φαίνεται να ανακάμπτει στο 33,41%.

Η εταιρεία πέτυχε το μεγαλύτερο περιθώριο μεικτού κέρδους το έτος 2018 όπου ο δείκτης έφτασε το 38,91%. Εξαιρώντας, λοιπόν, το 2014, η επιχείρηση έχει καταφέρει και κρατάει σε σταθερά επίπεδα το περιθώριο μεικτού κέρδους της.

4.2.4.2 Δείκτης Περιθωρίου Καθαρού Κέρδους

Ο δείκτης Περιθωρίου καθαρού κέρδους, φανερώνει την τιμολογιακή πολιτική της επιχείρησης, και εκτιμά το ποσοστό των καθαρών κερδών επί των πωλήσεων. Μεγάλες τιμές στον δείκτη σημαίνουν υψηλά καθαρά κέρδη.

Διάγραμμα 11. Δείκτης Περιθωρίου Καθαρού Κέρδους



Πίνακας 11. Δείκτης Περιθωρίου Καθαρού Κέρδους

Έτος	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Καθαρά Κέρδη	2.763.972	2.990.733	4.465.738	5.124.534	3.571.046	3.843.293	6.236.343	7.336.662	10.122.167	15.015.184
Πωλήσεις	45.718.800	46.563.740	57.827.568	68.128.756	77.149.640	66.950.798	66.570.168	79.246.189	94.234.441	112.902.961
ΔΠΚΚ	6,05%	6,42%	7,72%	7,52%	4,63%	5,74%	9,37%	9,26%	10,74%	13,30%

Σύμφωνα με το διάγραμμα 11 παρατηρούμε πως η εταιρεία πετυχαίνει ανοδική πορεία στον δείκτη. Από το 2010 έως το 2013 ο δείκτης κυμαίνεται ανοδικά από 6,05% έως 7,72%. Τη χρονιά 2014, ο δείκτης μειώνεται αισθητά φτάνοντας στο χαμηλό 4,63%. Έκτοτε και έως το 2019 η εταιρεία πετυχαίνει κάθε χρόνο αύξηση τόσο των πωλήσεων, όσο και των καθαρών κερδών της. Τα καθαρά κέρδη της επιχείρησης αυξάνονται ποσοστιαία περισσότερο από την αύξηση των πωλήσεων με αποτέλεσμα ο δείκτης να σκαρφαλώσει το 2019 στο υψηλότερο ποσοστό το 13,30%. Αυτό σημαίνει πως το 13,30% των πωλήσεων είναι καθαρό κέρδος και πως η επιχείρηση ελέγχει με αποτελεσματικότητα τα κόστη και τα έξοδά της πουλώντας σε τιμές υψηλότερες του κόστους.

4.2.4.3 Δείκτης Απόδοσης Ενεργητικού (ROA)

Ο δείκτης Απόδοσης Ενεργητικού (ROA), εκτιμά τι καθαρό κέρδος αποδίδει κάθε μονάδα Ενεργητικού της εταιρείας, έτσι ώστε να εξαχθούν συμπεράσματα για την αποτελεσματικότητα της διαχείρισης του συνόλου των κεφαλαίων που έχουν εισαχθεί στην εταιρεία. Το ενεργητικό της εταιρείας όπως έχει προαναφερθεί, αποτελείται από τα συνολικά κεφάλαια της εταιρείας.

Διάγραμμα 12. Δείκτης Απόδοσης Ενεργητικού (ROA)



Πίνακας 12. Δείκτης Απόδοσης Ενεργητικού (ROA)

Έτος	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Καθαρά Κέρδη	2.763.972	2.990.733	4.465.738	5.124.534	3.571.046	3.843.293	6.236.343	7.336.662	10.122.167	15.015.184
Σύνολο Ενεργητικού	43.019.498	47.540.732	48.596.053	60.800.779	70.514.594	69.709.218	76.321.250	82.419.463	90.013.477	107.338.576
ROA	6,42%	6,29%	9,19%	8,43%	5,06%	5,51%	8,17%	8,90%	11,25%	13,99%

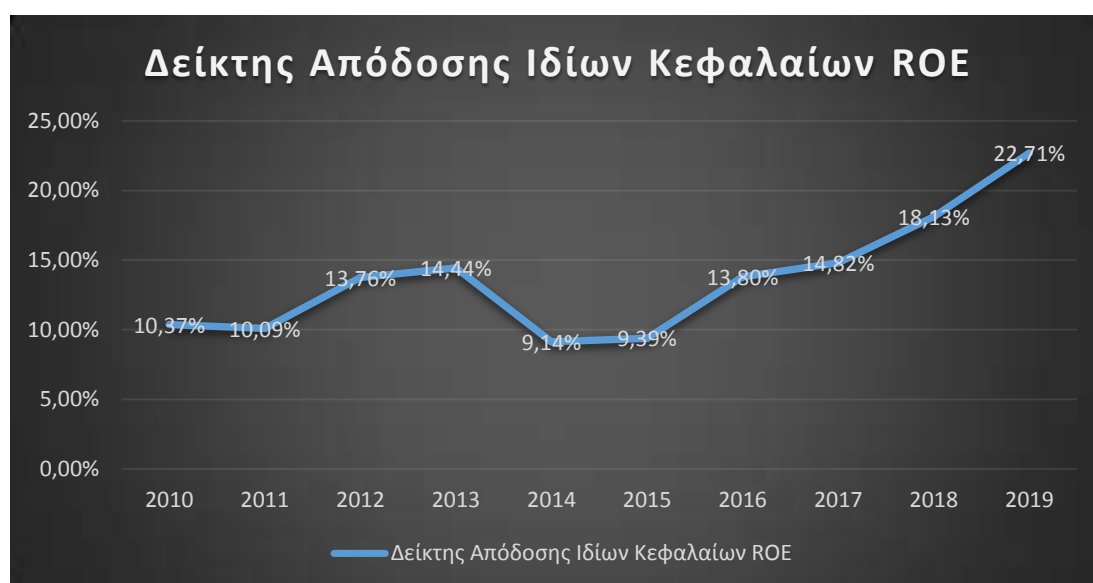
Στο διάγραμμα 12 την περίοδο 2010-2019, παρατηρείται πως ο δείκτης περνάει διάφορες φάσεις. Τα έτη 2010 και 2011 ο δείκτης λαμβάνει σταθερές τιμές λίγο πάνω από το 6%. Η σημαντική αύξηση των καθαρών κερδών των χρήσεων 2012-2013, βελτιώνει την τιμή του δείκτη ROA σε τιμές 9,19% και 8,43% αντίστοιχα. Έπειτα από κάμψη του δείκτη τα έτη 2014 και 2015 όπου παρατηρείται αισθητή μείωση των καθαρών κερδών σε συνδυασμό με αύξηση του Ενεργητικού της εταιρείας, ο δείκτης ROA βελτιώνεται σταθερά από το 2016, φτάνοντας στο υψηλό για τα μέχρι τότε δεδομένα 13,99% το 2019, κάτι που κάνει εμφανής την αποτελεσματική διαχείριση των κεφαλαίων την εταιρείας από τη διοίκηση της, στις προαναφερθείς χρήσεις.

4.2.4.4 Δείκτης Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)

Ο δείκτης Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων (ROE) παρουσιάζει τι καθαρό κέρδος δημιουργείται για κάθε μονάδα ιδίων κεφαλαίων που επενδύεται στην εταιρεία. Ομοίως με τον δείκτη ROA, όσο πιο μεγάλη τιμή λαμβάνει ο δείκτης τόσο αποτελεσματικότερη εμφανίζεται η διαχείριση των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας. Καθ'όλη τη διάρκεια των χρήσεων της περιόδου τα ίδια κεφάλαια της εταιρείας αυξάνονται με σταθερό ρυθμό. Τα καθαρά κέρδη ωστόσο παρουσιάζουν αυξομειώσεις, μεταβάλλοντας αντίστοιχα και τις τιμές του δείκτη.

Τα συμπεράσματα της ανάλυσης του δείκτη ROE σύμφωνα με το διάγραμμα 13, δεν διαφέρουν ιδιαίτερα σε σχέση με τον δείκτη ROA. Τα έτη 2010-2011 οι τιμές του δείκτη κυμαίνονται σταθερά 10,37% και 10,09% αντίστοιχα. Η σημαντική αύξηση των καθαρών κερδών των χρήσεων 2012-2013, όπως παρατηρείται στον πίνακα 13, ανεβάζει τον δείκτη σε τιμές άνω του 13% και του 14%, βυθίζοντας τον τα έτη 2014-2015 μετά τα προαναφερθέντα γεγονότα εξαιτίας των οποίων μειώθηκαν τα καθαρά κέρδη των δυο χρήσεων.

Διάγραμμα 13. Δείκτης Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)



Πίνακας 13. Δείκτης Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)

Έτος	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Καθαρά Κέρδη	2.763.972	2.990.733	4.465.738	5.124.534	3.571.046	3.843.293	6.236.343	7.336.662	10.122.167	15.015.184
Ίδια Κεφάλαια	26.649.544	29.640.277	32.452.758	35.487.765	39.057.161	40.939.050	45.191.485	49.511.671	55.831.036	66.106.420
ROE	10,37%	10,09%	13,76%	14,44%	9,14%	9,39%	13,80%	14,82%	18,13%	22,71%

Την περίοδο 2016 έως και 2019, ενώ τα ίδια κεφάλαια της εταιρείας αυξάνονται με σταθερό ρυθμό, τα καθαρά κέρδη της εταιρείας υπερδιπλασιάστηκαν μετακινώντας ανοδικά τον δείκτη και την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων, φτάνοντας το 2019 στο 22,71%.

4.2.5 Δείκτες Αποτίμησης

4.2.5.1 Πολλαπλασιαστής Κερδών (Τιμή Προς Κέρδη ανά Μετοχή, P/E)

Ο πολλαπλασιαστής κερδών, εκφράζει την σχέση μεταξύ της τιμής της μετοχής και των κερδών ανά μετοχή. Μέσο του συγκεκριμένου δείκτη, εκτιμάται, πόσες φορές διαπραγματεύεται τα κέρδη της, μία μετοχή, δηλαδή το ποσό των κερδών που διατίθενται να

καταβάλλουν οι επενδυτές για την απόκτηση της μετοχής της εταιρείας, και εκτιμάει εάν μια μετοχή είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη. Συνήθως, τιμές άνω του 15, δηλώνουν πως η μετοχή είναι υπερτιμημένη.

Διάγραμμα 14. Πολλαπλασιαστής Κερδών (P/E)



Πίνακας 14. Πολλαπλασιαστής Κερδών (P/E)

Έτος	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ετήσια μέση τιμή μετοχής	0,796	0,729	0,742	1,889	1,817	1,742	1,674	2,544	4,028	5,064
Καθ. Κέρδη ανά μετοχή	0,0836	0,0904	0,1351	0,155	0,108	0,1162	0,1886	0,2219	0,3061	0,4541
P/E	9,52	8,06	5,49	12,19	16,82	14,99	8,88	11,46	13,16	11,15

Σύμφωνα με το Διάγραμμα 14 και τον πίνακα 14, παρατηρείται σ γενικές γραμμές πως ο δείκτης παρουσιάζει αυξομειώσεις στην πάροδο των ετών. Η χαμηλότερη τιμή του δείκτη παρατηρείται τη χρονιά 2012 όπου παίρνει την τιμή 5,49 πράγμα που έδειχνε πως ήταν υποτιμημένη η μετοχή, ενώ η υψηλότερη τιμή παρατηρείται το 2014 με 16,82 όπου δείχνει υπερτιμημένη η μετοχή, καθώς η τιμή παρέμεινε ίδια ενώ τα κέρδη της έχουν μειωθεί σημαντικά, έπειτα και από τα γεγονότα που πραγματοποιήθηκαν.

Τις περισσότερες χρονιές η μετοχή διαπραγματεύεται με P/E κάτω του 15, δείχνοντας πως η μετοχή κρατιέται στα όρια από το να χαρακτηριστεί υπερτιμημένη.

4.2.5.2 Τιμή προς Λογιστική Αξία Μετοχής (P/BV)

Ο δείκτης τιμή μετοχής προς λογιστική αξία μετοχής, εκτιμά αν μία μετοχή είναι υποτιμημένη, υπερτιμημένη ή ορθώς αποτιμημένη. Τιμές του δείκτη κάτω της μονάδας καταδεικνύουν πως η μετοχή είναι υποτιμημένη, και επομένως αποτελεί επενδυτική ευκαιρία για τους επενδυτές. Ικανοποιητικές τιμές είναι οι τιμές έως 3, από τη τιμή αυτή και πάνω η μετοχή θεωρείται υπερτιμημένη.

Διάγραμμα 15. Τιμή Μετοχής προς Λογιστική Αξία (P/BV)



Πίνακας 15. Τιμή Μετοχής προς Λογιστική Αξία (P/BV)

Έτος	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ετήσια μ. τιμή μετοχής	0,796	0,729	0,742	1,889	1,817	1,742	1,674	2,544	4,028	5,064
Εσωτ. αξία μετοχής	0,806	0,896	0,981	1,074	1,181	1,238	1,367	1,497	1,689	1,999
P/BV	0,99	0,81	0,76	1,76	1,54	1,41	1,23	1,70	2,39	2,53

Όπως φαίνεται από το διάγραμμα 15 έως το 2012 η μετοχή διαπραγματεύονταν με δείκτη κάτω της μονάδας. Το 2023 ο δείκτης υπερδιπλασιάζεται φτάνοντας στο 1,76 και ακολουθεί μια φθίνουσα πορεία έως το 2016, παραμένοντας ωστόσο πάνω από το 1. Από τη χρονιά 2017 και έκτοτε, η πορεία του δείκτη είναι ανοδική, φτάνοντας το 2019 στη τιμή 2,53 παραμένοντας ωστόσο κάτω από το όριο των 3 μονάδων, πράγμα που σημαίνει πως θεωρητικά έως εκείνη τη στιγμή η μετοχή βρίσκεται σε ικανοποιητικά επίπεδα για επένδυση.

Κεφάλαιο 5

Αποτίμησης Αξίας Εταιρείας Κρι Κρι

5.1 Μεθοδολογία αποτίμησης

Για την αποτίμηση της εταιρείας KPI KPI, χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών δύο σταδίων (FCFF), ως προς το σύνολο της επιχείρησης. Ορίστηκαν δύο περίοδοι αποτίμησης. Η πρώτη περίοδος αποτίμησης αφορά το διάστημα 2020-2024, περίοδος 5 ετών, όπου υπολογίστηκε ένας ρυθμός ανάπτυξης βάση του οποίου εκτιμήθηκαν οι ταμειακές ροές. Η δεύτερη περίοδος αποτίμησης αρχίζει το 2025 και εκτείνεται εις το διηνεκές και οι ταμειακές ροές εκτιμήθηκαν με ένα χαμηλότερο ρυθμό ανάπτυξης. Η εκτίμηση των μελλοντικών οικονομικών μεγεθών πραγματοποιήθηκε με βάση τα στοιχεία των χρηματοοικονομικών καταστάσεων της εταιρείας την περίοδο 2010-2019. Τόσο για την παρελθούσα περίοδο, όσο και για τις μελλοντικές, έχει οριστεί σταθερός συντελεστής φορολογίας ($T=26\%$).

5.2 Εκτίμηση Ρυθμού Ανάπτυξης g

Ο ελεύθερες ταμειακές ροές προς την επιχείρηση, της πρώτης περιόδου, θα εκτιμηθούν βάση των χρηματοοικονομικών μεγεθών τα οποία θα προσδιοριστούν με τη βοήθεια του ρυθμού ανάπτυξης g_{ebit} .

Ο ρυθμός ανάπτυξης g_{ebit} μίας επιχείρησης, όπως παρουσιάστηκε αναλυτικότερα σε προηγούμενο κεφάλαιο, ορίζεται ως το γινόμενο του ρυθμού επανεπένδυσης (Reinvestment Rate) επί του δείκτη απόδοσης επενδυμένων κεφαλαίων (ROC), και υπολογίζεται από τον ακόλουθο τύπο:

$$g_{ebit} = \text{Reinvestment Rate} * \text{ROC}$$

Προσδοκώντας την όσο το δυνατόν πιο αξιόπιστη εκτίμηση του g_{ebit} , υπολογίστηκε ο μέσος όρος των ρυθμών ανάπτυξης της περιόδου 2010-2019. Έχει οριστεί συντελεστής φορολογίας ο μέσος όρος της τελευταίας δεκαετίας $T=26\%$. Όπως φαίνεται και στον πίνακα 16, μετά και τους απαραίτητους υπολογισμούς ο ρυθμός ανάπτυξης ισούται με $g_I = 6,60\%$

Πίνακας 16. Υπολογισμός Μέσου Ρυθμού Ανάπτυξης g_1

Ποσοστό %	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Καθ. Κεφ. Δαπ.	448.191	-868.498	-1.272.949	2.446.406	11.549.059	4.273.807	732.687	2.806.082	4.285.304	11.232.656
Μετ. Κεφ. Κίν.	-2.279.263	4.898.671	4.429.446	8.929.858	-19.821.683	3.374.924	9.108.560	411.799	5.070.279	-297.731
EBIT	3.184.828	3.393.145	5.900.908	5.347.608	4.560.859	4.865.111	8.872.804	9.930.672	14.476.852	17.834.920
T	0,26	0,26	0,26	0,26	0,26	0,26	0,26	0,26	0,26	0,26
EBIT*(1-T)	2.356.773	2.510.927	4.366.672	3.957.230	3.375.036	3.600.183	6.565.375	7.348.697	10.712.871	13.197.841
R. Rate	-77,69%	160,51%	72,29%	287,48%	-245,11%	212,45%	149,88%	43,79%	87,33%	82,85%
BV Ιδίων Κεφ.	16.369.953	17.900.455	16.143.294	25.313.014	31.457.432	28.770.168	31.129.765	32.907.792	34.182.441	41.232.156
BV Ξένων Κεφ.	26.649.544	29.640.277	32.452.758	35.487.765	39.057.161	40.939.050	45.191.485	49.511.671	55.831.036	66.106.420
ROC	5,48%	5,28%	8,99%	6,51%	4,79%	5,16%	8,60%	8,92%	11,90%	12,30%
g_{ebit}	-4,26%	8,48%	6,50%	18,71%	-11,73%	10,97%	12,89%	3,90%	10,39%	10,19%
M.O. g_{ebit}										6,60%

Για τον υπολογισμό των ταμειακών ροών της δεύτερης περιόδου που αφορά την ανάπτυξη της εταιρείας εις το διηνεκές, τα απαραίτητα χρηματοοικονομικά μεγέθη προσδιορίστηκαν βάση ενός ρυθμού ανάπτυξης g_2 , χαμηλότερου του ρυθμού της πρώτης περιόδου g_1 . Λόγο του ασταθούς οικονομικού περιβάλλοντος της χώρας μας, και προκειμένου να εξαχθούν πιο αξιόπιστα συμπεράσματα, ως ρυθμός ανάπτυξης g_2 ορίστηκε η πρόβλεψη της Ευρωπαϊκής επιτροπής (Πηγή: commission.europa.eu/index_el) για την ανάπτυξη της Ελληνικής οικονομίας για το έτος 2020, και ισούται με $g_2 = 2,4\%$.

5.3 Προσδιορισμός Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (FCFF)

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές ως προς την επιχείρηση (FCFF), θα προσδιοριστούν βάση της χρηματοοικονομικής ανάλυσης παρελθόντων ετών σε συνδυασμό με τις προβλέψεις για την μελλοντική πορεία της εταιρείας.

Ο τύπος υπολογισμού των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση (FCFF), ο οποίος έχει αναλυθεί σε προηγούμενο κεφάλαιο, είναι ο εξής:

$$FCFF = EBIT(1-T) + \text{Αποσβέσεις} - \text{Μεταβολή Κεφαλαίου Κίνησης} - \text{Κεφαλαιουχικές Δαπάνες}$$

Επομένως, τα χρηματοοικονομικά μεγέθη που συνθέτουν τον παραπάνω τύπο είναι αναγκαίο να εκτιμηθούν για τον προσδιορισμό των μελλοντικών ταμειακών ροών. Ο πίνακας 17 παρουσιάζει την πορεία ανάπτυξης των χρηματοοικονομικών μεγεθών, βάση των υποθέσεων και των υπολογισμών που έχουν πραγματοποιηθεί.

Πίνακας 17. Πορεία Ανάπτυξης Χρηματοοικονομικών Μεγεθών

Ποσοστό %	2020	2021	2022	2023	2024	Διηνεκές
EBIT	6,60%	6,60%	6,60%	6,60%	6,60%	2,4%
Φόρος	26%	26%	26%	26%	26%	26%
Αποσβέσεις	6,60%	6,60%	6,60%	6,60%	6,60%	2,4%
Μεταβολή Κεφ. Κίνησης	6,60%	6,60%	6,60%	6,60%	6,60%	2,4%
Δαπάνες για Πάγια	6,60%	6,60%	6,60%	6,60%	6,60%	2,4%

Σύμφωνα με τα παραπάνω στοιχεία, και λαμβάνοντας υπόψη τα μεγέθη του έτους βάσης (2019), προσδιορίστηκαν τα απαραίτητα χρηματοοικονομικά μεγέθη και οι μελλοντικές ελεύθερες ταμειακές ροές, τόσο για την περίοδο 2020-2024, όσο και για το διάστημα μετά το 2024 εις το διηνεκές όπως εμφανίζονται στον πίνακα 18.

Πίνακας 18. Εκτίμηση Χρηματοοικονομικών Μεγεθών- Ταμειακών ροών

	2020	2021	2022	2023	2024	Διηνεκές
EBIT	19.012.025	20.266.818	21.604.428	23.030.321	24.550.322	25.139.530
Φόρος	4.943.126	5.269.373	5.617.151	5.987.883	6.383.084	6.536.278
EBIT(1-T)	14.068.898	14.997.446	15.987.277	17.042.437	18.167.238	18.603.252
Αποσβέσεις	4.022.196	4.287.661	4.570.647	4.872.309	5.193.882	5.318.535
Κεφ. Κίνησης	30.106.685	32.093.726	34.211.912	36.469.899	38.876.912	39.809.958
Μ. Κεφ. Κίνησης	1.864.016	1.987.041	2.118.186	2.257.986	2.407.013	933.046
Δαπάνες για Πάγια	11.974.011	12.764.296	13.606.740	14.504.784	15.462.100	15.833.191
FCFF	4.253.067	4.533.769	4.832.998	5.151.976	5.492.006	7.155.550

Ο Φορολογικός συντελεστής (T) θεωρείται ότι μένει σταθερός διαχρονικά και έχει οριστεί η μέση τιμή της δεκαετίας 2010-2019 η οποία ισούται με 26%.

5.4 Κόστος Κεφαλαίου (Cost of Capital)

Σύμφωνα με το μοντέλο αποτίμησης που εφαρμόζεται στην παρούσα εργασία, πρέπει να υπολογιστεί η παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών της εταιρείας, προεξοφλημένες με προεξοφλητικό επιτόκιο, το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC). Ο σταθμικός μέσος όρος του κόστους των κεφαλαίων θα υπολογιστεί βάση των ποσοστών συμμετοχής κάθε πηγής χρηματοδότησης στα συνολικά κεφάλαια της εταιρείας, από τον παρακάτω τύπο:

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

Επομένως, αφού εκτιμηθούν τα κόστη των κεφαλαίων, στη συνέχεια, βάση της συμμετοχής των Ξένων και Ιδίων κεφαλαίων στο σύνολο των κεφαλαίων της εταιρείας, θα υπολογιστεί το μέσο σταθμικό κόστος (WACC).

5.4.1 Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων (Cost of Equity)

Όπως αναλύθηκε και σε προηγούμενο κεφάλαιο, για τον υπολογισμό του κόστους των ιδίων κεφαλαίων θα εφαρμοστεί το υπόδειγμα αποτίμησης κεφαλαιουχικών περιουσιακών στοιχείων (Capital Assets Pricing Model – CAPM). Σύμφωνα, με τον παρακάτω τύπο:

$$r_e = r_f + \beta_e (r_m - r_f)$$

Για τη μεταβλητή r_f (risk free rate), απόδοσης χωρίς κίνδυνο, υπολογίστηκε η μέση απόδοση του 10ετούς ελληνικού ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου του έτους 2019, καθώς τα κρατικά ομόλογα θεωρούνται πιο ασφαλείς επενδύσεις.

Όπως παρατηρείται και στον πίνακα 19, με στοιχεία που αντλήθηκαν από την Τράπεζα της Ελλάδος, η μέση απόδοση για το 2019 διαμορφώνεται σε $r_f = 2,59\%$.

Πίνακας 19. Πορεία 10ετούς Ομολόγου το 2019

10ετές Ομόλογο	01/19	02/19	03/19	04/19	05/19	06/19	07/19	08/19	09/19	10/19	11/19	12/19	M.O.
Απόδοση	4,21%	3,84%	3,76%	3,42%	3,37%	2,67%	2,16%	1,98%	1,50%	1,34%	1,36%	1,42%	2,59 %
Τιμή	96,58	99,30	100,60	103,80	104,19	110,25	114,83	116,39	120,87	122,24	121,85	121,08	111

Πηγή: www.bankofgreece.gr

Ο συντελεστής β_e (beta) της μετοχής της εταιρείας, σύμφωνα με τη σελίδα Financial Times (Πηγή: www.ft.com), είναι 0,64.

Το ασφάλιστρο κινδύνου (risk premium), εκτιμάται από τη σχέση ($r_m - r_f$). Η μεταβλητή r_m έχει οριστεί ως η μέση απόδοση της αγοράς, η οποία για το 2019 (Πηγή: <http://www.market-risk-premia.com/gr.html>) ανέρχεται σε ποσοστό 9,19%. Επομένως το ασφάλιστρο κινδύνου είναι $(9,19-2,59)=6,60\%$.

Με βάση τις παραπάνω τιμές των μεταβλητών το κόστος των Ιδίων κεφαλαίων ισούται με:

$$\begin{aligned}
 r_e &= r_f + \beta_e (r_m - r_f) \\
 &= 0,0259 + 0,64 * 0,066 \\
 &= 0,0681 \text{ ή } 6,81\%
 \end{aligned}$$

5.4.2 Κόστος Δανειακών Κεφαλαίων (Cost of Debt)

Το κόστος δανειακών κεφαλαίων ή κόστος δανεισμού, αναφέρεται στο επιτόκιο που πρέπει να καταβληθεί για τα δάνεια της εταιρείας. Για τον υπολογισμό του κόστους λαμβάνονται στοιχεία από τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας και υπολογίζεται ο μέσος όρος του κόστους για τη δεκαετία 2010-2019, βάση του τύπου:

$$\text{Κόστος Δανεισμού } (r_d) = \frac{\text{Χρηματοοικονομικά Έξοδα}}{\text{Συνολικά Δανειακά Κεφάλαια}}$$

Τα συνολικά Δανειακά Κεφάλαια της Εταιρείας υπολογίζονται ως τα μακροπρόθεσμα συν τα βραχυπρόθεσμα δάνεια της εταιρείας.

Πίνακας 20. Κόστος Δανεισμού

Ποσοστό %	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Χρηματ/κά Έξοδα	115.582	226.619	154.343	129.515	99.679	592.757	743.615	408.775	376.397	437.063
Συν. Δαν. Κεφάλαια	1.548.861	4.030.878	2.951.628	6.983.947	7.513.764	11.178.814	9.067.248	10.400.061	9.200.061	12.222.565
Κόστος Δανεισμού	7,46%	5,62%	5,23%	1,85%	1,33%	5,30%	8,20%	3,93%	4,09%	3,58%
Μ.Ο. Κόστους Δανεισμού										4,66%

Όπως εμφανίζεται στον πίνακα 20, το μέσο κόστος δανεισμού της δεκαετίας είναι $r_d = 4,66\%$.

5.4.3 Υπολογισμός Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (WACC)

Στη συνέχεια για τον τελικό υπολογισμό του Μέσου Σταθμικού Κόστους κεφαλαίου, αφού υπολογιστούν τα κόστη των Ιδίων και Ξένων κεφαλαίων, θα εκτιμηθούν τα ποσοστά συμμετοχής των ιδίων και ξένων κεφαλαίων στα συνολικά κεφάλαια της επιχείρησης.

Τα ποσοστά συμμετοχής για την περίοδο 2010-2019, όπως έχουν υπολογιστεί και παρουσιαστεί σε προηγούμενο κεφάλαιο, καθώς και οι αντίστοιχοι μέσοι όροι των ποσοστών, εμφανίζονται ακολούθως στον πίνακα 21.

Πίνακας 21. Συμμετοχή Ξένων και Ιδίων Κεφαλαίων προς τα Συνολικά Κεφάλαια

Ποσοστά	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Μ.Ο.
$\frac{D}{E + D}$	38,05%	37,65%	33,22%	41,63%	44,61%	41,27%	40,79%	39,93%	37,97%	38,41%	39,35%
$\frac{E}{E + D}$	61,95%	62,35%	66,78%	58,37%	55,39%	58,73%	59,21%	60,07%	62,03%	61,59%	60,65%

Ακολουθώς υπολογίζεται το WACC, βάση του τύπου:

$$\begin{aligned} WACC &= \frac{E}{E+D} * r_e + \frac{D}{E+D} * r_d * (1 - T) \\ &= 0,6065 * 0,0681 + 0,3935 * 0,0466 * (1 - 0,26) \\ &= 0,0549 \text{ ή } 5,49\% \end{aligned}$$

Ο Φορολογικός συντελεστής (T) θεωρείται ότι μένει σταθερός διαχρονικά και έχει οριστεί η μέση τιμή της δεκαετίας 2010-2019 η οποία ισούται με 26%.

Το μέσο σταθμικό κόστος WACC βάση του οποίου θα προεξοφληθούν οι μελλοντικές ταμειακές ροές της εταιρείας είναι WACC= 5,49%

5.5 Υπολογισμός Υπολειμματικής Αξίας (Terminal Value)

Στο δεύτερο στάδιο της αποτίμησης της εταιρείας KPI KPI, όπως προαναφέρθηκε, η εταιρεία αναπτύσσεται εις το διηνεκές με σταθερό ρυθμό ανάπτυξης $g_2 = 2,4\%$. Πέραν της πρόβλεψης και της προεξόφλησης των ταμειακών ροών της πρώτης περιόδου μεταξύ 2020-2024, είναι αναγκαίο να προσδιοριστεί και η παρούσα αξία της υπολειμματικής αξία της επιχείρησης.

Η υπολειμματική αξία αναφέρεται στην αξία της επιχείρησης εις το διηνεκές και υπολογίζεται ως ακολούθως:

$$\begin{aligned} \text{Υπολειμματική Αξία} &= \frac{FCFF_{n+1}}{(WACC - g_n)} \\ &= \frac{7.155.550}{(0,0549 - 0,024)} = 231.571.197 \end{aligned}$$

Η υπολειμματική αξία της εταιρείας ισούται με 231.571.197 ευρώ.

5.6 Προσδιορισμός Αξίας Εταιρείας KPI KPI

Η αποτίμηση της αξία της εταιρείας KPI KPI θα εκτιμηθεί προεξοφλώντας με το WACC της προβλεπόμενες ελεύθερες ταμειακές ροές του πρώτου σταδίου και την

υπολειμματική αξία που εκτιμήθηκε στο δεύτερο στάδιο με τον συντελεστή προεξόφλησης του τελευταίου έτους του πρώτου σταδίου. Το άθροισμα, επομένως, της παρούσας αξίας των ταμειακών ροών και της παρούσας υπολειμματικής αξίας, αποτελεί την αξία της εταιρείας. Κατόπιν, η συνολική αξία της εταιρείας θα διαιρεθεί με το σύνολο των μετοχών της και θα προσδιοριστεί η τιμή της μετοχής και θα συγκριθεί με την τρέχουσα τιμή της μετοχής στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Η παρούσα αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών υπολογίζεται με τον ακόλουθο τύπο:

$$PV\ of\ FCFF = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t}$$

Η παρούσα αξία της υπολειμματικής αξίας υπολογίζεται με τον παρακάτω τύπο:

$$PV\ of\ Terminal\ Value = \frac{FCFF_{n+1}}{WACC - g_n} * \frac{1}{(1+WACC)^n}$$

Πίνακας 22. Αποτίμηση Εταιρείας KPI KPI

	2020	2021	2022	2023	2024	Διηγετικές
FCFF	4.253.067	4.533.769	4.832.998	5.151.976	5.492.006	7.155.550
WACC	5,49%	5,49%	5,49%	5,49%	5,49%	5,49%
Συντελεστής Προεξόφλησης	0,948	0,899	0,852	0,808	0,765	0,765
Παρούσα Αξία FCFF	4.031.908	4.075.858	4.117.714	4.162.797	4.201.385	
Συσσωρευμένη Παρούσα Αξία	4.031.908	8.107.766	12.225.481	16.388.277	20.589.662	
Υπολειμματική Αξία						231.571.197
Παρούσα Υπολειμματική Αξία						177.151.966
Συνολική Αξία Επιχείρησης						197.741.628

Σύμφωνα με τον πίνακα 22, βάση των υπολογισμών, η παρούσα αξία της εταιρείας ισούται με το άθροισμα της συσσωρευμένης παρούσας αξίας του πρώτου σταδίου που εκτιμήθηκε στα 20.589.662 ευρώ και της παρούσας υπολειμματικής αξίας η οποία εκτιμήθηκε στα 177.151.966 ευρώ. Επομένως η αξία της εταιρείας KPI KPI ανέρχεται σε 197.741.628 ευρώ.

Ο αριθμός των μετοχών της εταιρείας το έτος 2019, είναι 33.065.136 μετοχές. Η δίκαιη τιμή της μετοχής ισούται με την αξία της εταιρείας που έχει εκτιμηθεί προς το σύνολο των μετοχών της εταιρείας:

$$\text{Τιμή μετοχής} = (\text{Αξία εταιρείας}) / (\text{Αριθμός μετοχών}) = 197.741.628 / 33.065.136 = 5,98$$

Σύμφωνα με τους παραπάνω υπολογισμούς, η εύλογη τιμή της μετοχής, της εταιρείας KPI KPI, ισούται με 5,98 ευρώ.

Κεφάλαιο 6

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η αποτίμηση εταιρειών και περιουσιακών στοιχείων γενικότερα, αποτελεί πλέον απαραίτητη διαδικασία σε κάθε χρηματοοικονομική δραστηριότητα. Η προσπάθεια εκτίμησης και εξαγωγής της εύλογης αξίας μίας εταιρείας, απαιτεί χρόνο και προσοχή, και συνιστά μία επίπονη διαδικασία με αρκετή δόση υποκειμενικότητας, καθώς πρέπει να στηρίζεται σε υποθέσεις που απαιτούν σωστή τεκμηρίωση και ορίζονται από τον αναλυτή. Στη σύγχρονη εποχή διακρίνεται πλήθος μεθόδων και υποδειγμάτων αποτίμησης προκειμένου να εκτιμηθεί με τη μεγαλύτερη δυνατή ακρίβεια η αξία μίας επιχείρησης. Κάθε μέθοδος με τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματά της εκτιμά διαφορετικό αποτέλεσμα και καθεμία ενδείκνυται για διαφορετικές περιπτώσεις εταιρειών. Στην παρούσα εργασία, για την αποτίμηση της εταιρείας Κρι Κρι, εφαρμόστηκε η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση.

Η Κρι Κρι Βιομηχανία Γάλακτος ABEE, αποτελεί μία από τις μεγαλύτερες Ελληνικές γαλακτοβιομηχανίες. Δραστηριοποιείται στον ευρύτερο κλάδο των γαλακτοκομικών προϊόντων με κύρια αντικείμενα της να αποτελούν, η παραγωγή και διάθεση παγωτού, γιαουρτιού και φρέσκου γάλακτος.

Η χρηματοοικονομική ανάλυση της εταιρείας πραγματοποιήθηκε για την περίοδο 2010-2019. Τα οικονομικά στοιχεία αντλήθηκαν από τις δημοσιευμένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις της εταιρείας. Σύμφωνα με τη μελέτη των χρηματοοικονομικών δεικτών που διενεργήθηκε, παρατηρείται ότι η ασταθής και αρνητική κατάσταση της οικονομίας τη δεκαετία 2010-2019, δεν επηρέασε σημαντικά την πορεία της εταιρείας, πράγμα που μαρτυρά η αύξηση του κύκλου εργασιών, του συνολικού ενεργητικού και των καθαρών κερδών καθ'όλη τη διάρκεια της περιόδου. Αισθητές ωστόσο ήταν οι επιπτώσεις από την πυρκαγιά που ξέσπασε στις μονάδες παραγωγής της εταιρείας στο τέλος του 2013 επηρεάζοντας ελαφρώς τα οικονομικά στοιχεία και τους δείκτες των χρήσεων 2014-2015. Παρά την άμεση σύναψη συμφωνιών της εταιρείας με ελληνικές παραγωγικές μονάδες τρίτων για την παραγωγή γαλακτοκομικών προϊόντων, δεν αποφεύχθηκε η απορύθμιση της εφοδιαστικής αλυσίδας, με αποτέλεσμα να υπάρχουν ελλείψεις προϊόντων σε σημεία πώλησης. Οι πωλήσεις της εταιρείας φαίνεται να υποχωρούν αισθητά τη χρήση 2015. Ο πραγματικός κύκλος εργασιών του 2015 είναι μεγαλύτερος του 2014, καθώς στις πωλήσεις του 2014 προσμετρώνται και οι πωλήσεις α' υλών και υλικών συσκευασίας έναντι των τρίτων

παραγωγικών μονάδων. Όπως ήταν αναμενόμενο το κυκλοφορούν ενεργητικό μειώνεται την περίοδο 2014-2015 καθώς απορρόφησε την έκτακτη ζημιά, ενώ τα καθαρά κέρδη της εταιρείας διακόπτουν την ανοδική τους πορεία μόνο στη χρήση του 2014 συνεχίζοντας ανοδικά από το 2015 και έπειτα. Η ρευστότητα της εταιρείας παρά τις αυξομειώσεις διατηρείται σε ικανοποιητικό και ασφαλές επίπεδο, πράγμα που παρατηρείται από τους δείκτες Γενικής και Άμεσης ρευστότητας. Η αποδοτικότητα της εταιρείας είναι συνεχόμενα ανοδική μετά την πρόσκαιρη στάση των ετών 2014-2015 όπως αυτό εμφανίζεται στους δείκτες αποδοτικότητας ROA και ROE. Τέλος, η εταιρεία σε γενικές γραμμές κρατάει σταθερό το δείκτη Ξένων προς Ιδίων κεφαλαίων, με τάσεις μείωσής του, καθώς το ενεργητικό της στηρίζεται κυρίως στα ίδια κεφάλαια και επιπλέον επιδιώκει την μικρή έκθεση σε δανειακά κεφάλαια, όπως δείχνει και ο δείκτης της κεφαλαιακής μόχλευσης.

Η ανάπτυξη της εταιρείας καθ'όλη τη διάρκεια της περιόδου 2010-2019 συνέβαλε θετικά στην χρηματιστηριακή αξία της μετοχής. Η μέση τιμή της μετοχής, στην αρχή της περιόδου, το 2010 ήταν 0,796 φτάνοντας το 2019 τα 5,064 ευρώ. Πιο συγκεκριμένα την τελευταία ημέρα της περιόδου 31/12/2019 η τιμή της μετοχής άγγιξε τα 5,66 ευρώ.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της παραπάνω ανάλυσης, πραγματοποιήθηκε η αποτίμηση της εταιρείας Κρι Κρι. Η αποτίμηση της εταιρείας με τη μέθοδο των προεξοφλημένων ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση (FCFF), προσδιόρισε τη δίκαιη τιμή της μετοχής στα 5,98 ευρώ. Όπως γίνεται αντιληπτό, η τιμή της μετοχής την 31/12/2019 κρίνεται υποτιμημένη κατά 5,35%. Η τιμή της μετοχής που προσδιόρισε η παρούσα εργασία βρίσκεται αρκετά κοντά στην τιμή που αποτιμά η αγορά τη μετοχή, χαρακτηριστικό επίσης είναι πως η μετοχή στο μέλλον πιάνει την τιμή της εργασίας και μάλιστα την ξεπερνά αρκετά.

Η χρηματοοικονομική ανάλυση μίας εταιρείας σε συνδυασμό με την αποτίμηση αποτελούν χρήσιμα εργαλεία τόσο για τον αναλυτή όσο και τον επενδυτή, και μπορούν να αποδώσουν σημαντικά συμπεράσματα για την ανάλυση της εταιρείας και τον προσδιορισμό της αξίας της. Σε μελλοντική έρευνα μπορούν να χρησιμοποιηθούν από τον αναλυτή παραπάνω από μία μέθοδοι αποτίμησης και η διασταύρωση των αποτελεσμάτων τους να οδηγήσει σε ακόμη πιο ακριβή προσδιορισμό της δίκαιης τιμής της μετοχής μίας εταιρείας

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική Βιβλιογραφία

- Βασιλείου Δ., Ηρειώτης, Ν., 2008. Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Θεωρία και Πρακτική, Rosili
- Βασιλείου Δ., Ηρειώτης Ν., 2009. Ανάλυση Επενδύσεων και διαχείριση Χαρτοφυλακίου, Rossili
- Τσακλάγκανος Α., 2008. Χρηματοδότηση και αξιολόγηση επενδύσεων, Αφοί Κυριακίδη
- Τουρνά-Γερμανού Ε., 2015. Χρηματοοικονομική λογιστική. Κάλλιπος, Ανοικτές Ακαδημαϊκές Εκδόσεις
- Σουμπενιώτης Δ., Ταμπακούδης Ι., 2017. Σύγχρονη Χρηματοοικονομική Ανάλυση & Επενδύσεις, Νάματα
- Νούλας Α., 2019. Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Επενδυτικές και Χρηματοοικονομικές Αποφάσεις , Τζιόλα
- Λαζαρίδης Θ., 2005. Αποτίμηση επιχειρήσεων: θεωρία, μεθοδολογία, πρακτική, Αφοί Κυριακίδη
- Λαζαρίδης Θ., 2017, Αποτίμηση επιχειρήσεων, Gutenberg
- Γκίνογλου Δ., Ταχυνάκης Π., Μωυσή Σ., 2005. Γενική Χρηματοοικονομική Λογιστική, Rosili

Ξένη Βιβλιογραφία

- Williams J.B., 1938. The theory of Investment Value, Cambridge, Harvard University Press
- Gordon, M.J., 1959. Dividends, earnings, and stock prices. Review of Economics and Statistics 41, May, 99–105.
- Graham B., Dodd D., 1934. Security Analysis, McGraw-Hill.
- Graham B., Dodd D., Cottle S., 1962. Security Analysis: Principles and Technique, McGraw- Hill, 4th edition.
- Miller M.H., Modigliani F., 1961 Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. The Journal of Business, 34, 411-433
- Fama Eugene F., 1965. "Random Walks In Stock Market Prices". Financial Analysts Journal, 21, 55–59.
- Rappaport, A., 1986. Creating Shareholder Value, Free Press.
- Stewart, G.B., 1991. The Quest For Value, Harper Business.
- Fernandez P., 2007. Valuing companies by cash flow discounting: ten methods and nine theories, Managerial Finance, 853-876
- Damodaran, A., 2014. Εφαρμοσμένη Χρηματοοικονομική για Επιχειρήσεις, Πασχαλίδης
- Fisher and Stanley, 1981. Relative shocks, Relative Price Variability and Inflation, Brookings Papers on Economic Activity, Economic Studies Program, The Brookings Institution, vol. 12(2), 381-442
- Copeland T., Koller T., Murrin J., 1994. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, John Wiley & Sons.
- Pratt S.P., Niculita A.V., 2008. Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies, The McGraw-Hill Companies.

- Hitcher R. James, 2006. Financial valuation: Applications and models, 2nd edition, John Wiley & Sons
- Damodaran, A., 2005. “Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence”, Foundation and Trends in Finance, Vol. 1, No. 8, 693-784.
- Elton J.E., Gruber J.M., Brown J.S. & Goetzmann N.W., 2010. Modern Portfolio Theory and Investment Analysis, John Wiley & Sons.
- Damodaran, A., 2002, Investment Valuation – Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, John Wiley & Sons.
- Steiger F., 2008. The Validity of Company Valuation Using Discounted Cash Flow Methods, Available at: <https://arxiv.org/ftp/arxiv/papers/1003/1003.4881.pdf> (Retrieved on 21/07/2017).
- Damodaran A., 2001. The Dark Side of Valuation: Valuing old tech, new tech, and new economy companies, Financial Times Prentice Hall
- Damodaran A., 1994. Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance, John Wiley and Sons
- Damodaran A., 2011. Applied Corporate Finance, 3rd Edition, John Wiley & Sons
- CFA Institute 2010, Equity Asset Valuation, 2nd Edition, John Wiley & Sons
- Damodaran, A., 2012. Investment Valuation: Tools and Techniques for the determining the value of any asset, 3rd Edition, John Wiley and Sons
- Damodaran, A., (2006). Stern School of Business. Private Company Valuation, Available at: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/eqnotes/pvt.pdf> (Retrieved on 25/07/2017).

Ιστοσελίδες

- www.wallstreetprep.com/knowledge/reinvestment-rate
- www.krikri.gr
- commission.europa.eu/index_el
- www.bankofgreece.gr
- www.ft.com
- www.market-risk-premia.com/gr.html
- www.investing.com

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ:

Οικονομικές Καταστάσεις 2010-2011

Καταστάσεις Οικονομικής Θέσης

	<u>Εταιρεία</u>	
	<u>31/12/2011</u>	<u>31/12/2010</u>
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ		
Πάγια στοιχεία ενεργητικού		
Ενσώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία	19.803.736	20.698.737
Επενδύσεις σε ακίνητα	126.799	129.486
Αύλα περιουσιακά στοιχεία	92.931	115.090
Επενδύσεις σε θυγατρικές	527.077	522.817
Επενδύσεις σε συγγενείς	416.711	294.001
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	<u>54.600</u>	<u>55.222</u>
	<u>21.021.854</u>	<u>21.815.353</u>
Κυκλοφορούν ενεργητικό		
Αποθέματα	5.009.953	4.090.488
Πελάτες και λοιπές απαιτήσεις	15.378.875	14.834.313
Ταμιακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	<u>6.130.050</u>	<u>2.279.343</u>
	<u>26.518.878</u>	<u>21.204.145</u>
Σύνολο ενεργητικού	<u>47.540.732</u>	<u>43.019.498</u>
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ		
Ίδια κεφάλαια		
Μετοχικό κεφάλαιο	12.564.752	12.564.752
Αποθεματικά	9.703.363	7.919.855
Κέρδη εις νέον	<u>7.372.163</u>	<u>6.164.937</u>
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων ιδιοκτητών μητρικής (α)	29.640.277	26.649.544
Δικαιώματα μειοψηφίας (β)	<u>0</u>	<u>0</u>
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων (γ) = (α) + (β)	<u>29.640.277</u>	<u>26.649.544</u>
Υποχρεώσεις		
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις		
Δάνεια	2.960.414	1.265.000
Υποχρεώσεις παροχών συνταξιοδότησης	658.358	617.409
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	919.883	926.774
Προβλέψεις / Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	60.000	60.000
Επιχορηγήσεις	<u>3.820.140</u>	<u>4.435.171</u>
	<u>8.418.794</u>	<u>7.304.354</u>
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις		
Δάνεια	1.070.464	283.861
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	8.136.217	8.148.681
Φόρος εισοδήματος και λοιποί φόροι πληρωτέοι	<u>274.980</u>	<u>633.057</u>
	<u>9.481.661</u>	<u>9.065.599</u>
Σύνολο υποχρεώσεων (δ)	<u>17.900.455</u>	<u>16.369.953</u>
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων (γ) + (δ)	<u>47.540.732</u>	<u>43.019.498</u>

Κατάσταση Συνολικών Εσόδων

	<u>Εταιρεία</u>	
	<u>1/1-31/12/2011</u>	<u>1/1-31/12/2010</u>
Κύκλος εργασιών	46.563.740	45.718.800
κόστος πωληθέντων	<u>-29.201.192</u>	<u>-28.187.609</u>
Μικτό κέρδος	17.362.548	17.531.191
Έξοδα διάθεσης	-11.667.567	-11.924.021
Έξοδα διοίκησης	-1.930.165	-1.900.581
Άλλα έσοδα-έξοδα (καθαρά)	<u>-371.671</u>	<u>-521.761</u>
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων	3.393.145	3.184.828
Επενδυτικά αποτελέσματα (καθαρά)	0	0
Χρηματοοικονομικά αποτελέσματα (καθαρά)	<u>-105.754</u>	<u>-64.027</u>
Κέρδη προ φόρων	3.287.391	3.120.801
Φόρος εισοδήματος	<u>-296.658</u>	<u>-356.828</u>
Καθαρά κέρδη χρήσεως	<u>2.990.733</u>	<u>2.763.972</u>

Οικονομικές Καταστάσεις 2012-2013

Καταστάσεις Οικονομικής Θέσης

	Εταιρεία	
	31/12/2013	31/12/2012
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ		
Πάγια στοιχεία ενεργητικού		
Ενσώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία	14.853.727	18.565.523
Επενδύσεις σε ακίνητα	121.424	124.112
Αύλα περιουσιακά στοιχεία	190.909	78.331
Επενδύσεις σε θυγατρικές	4.260	4.260
Επενδύσεις σε συγγενείς	0	0
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	71.334	70.360
	<u>15.241.654</u>	<u>18.842.585</u>
Κυκλοφορούν ενεργητικό		
Αποθέματα	4.859.181	5.803.612
Πελάτες και λοιπές απαιτήσεις	29.386.502	16.598.006
Ταμιακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	11.313.441	7.351.849
	<u>45.559.125</u>	<u>29.753.467</u>
Σύνολο ενεργητικού	<u>60.800.779</u>	<u>48.596.053</u>
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ		
Ίδια κεφάλαια		
Μετοχικό κεφάλαιο	12.564.752	10.911.495
Αποθεματικά	10.259.428	11.806.726
Κέρδη εις νέον	12.663.585	9.854.671
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων ιδιοκτητών μητρικής (α)	35.487.765	32.572.892
Δικαιώματα μειοψηφίας (β)	0	0
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων (γ) = (α) + (β)	<u>35.487.765</u>	<u>32.572.892</u>
Υποχρεώσεις		
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις		
Δάνεια	6.016.083	1.988.250
Υποχρεώσεις παροχών συνταξιοδότησης	665.253	599.440
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	686.328	627.813
Προβλέψεις / Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	60.000	60.000
Επιχορηγήσεις	2.722.746	4.460.853
	<u>10.150.410</u>	<u>7.736.356</u>
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις		
Δάνεια	967.864	963.378
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	13.447.740	6.294.032
Φόρος εισοδήματος και λοιποί φόροι πληρωτέοι	747.000	1.029.394
	<u>15.162.604</u>	<u>8.286.804</u>
Σύνολο υποχρεώσεων (δ)	<u>25.313.014</u>	<u>16.023.161</u>
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων (γ) + (δ)	<u>60.800.779</u>	<u>48.596.053</u>

Κατάσταση Συνολικών Εσόδων

	Εταιρεία	
	1/1-31/12/2013	1/1-31/12/2012
Κύκλος εργασιών	68.128.756	57.827.568
Κόστος πωληθέντων	-46.025.613	-36.480.031
Μικτό κέρδος	<u>22.103.142</u>	<u>21.347.537</u>
Έξοδα διάθεσης	-14.303.870	-12.619.179
Έξοδα διοίκησης	-2.124.926	-1.746.402
Άλλα έσοδα-έξοδα (καθαρά)	-326.737	-1.081.047
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων	<u>5.347.608</u>	<u>5.900.908</u>
Επενδυτικά αποτελέσματα (καθαρά)	0	-839.528
Χρηματοοικονομικά αποτελέσματα (καθαρά)	-3.479	133.835
Κέρδη προ φόρων	<u>5.344.129</u>	<u>5.195.215</u>
Φόρος εισοδήματος	-219.596	-606.015
Καθαρά κέρδη χρήσεως	<u>5.124.534</u>	<u>4.589.200</u>

Οικονομικές Καταστάσεις 2014-2015

Κατάσταση Οικονομικής Θέσης

	31/12/2015	31/12/2014
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ		
Πάγια στοιχεία ενεργητικού		
Ενσώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία	37.333.085	37.625.020
Επενδύσεις σε ακίνητα	116.049	118.737
Αύλα περιουσιακά στοιχεία	593.837	237.882
Επενδύσεις σε συγγενείς	0	0
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	119.670	72.550
	38.162.642	38.054.188
Κυκλοφορούν ενεργητικό		
Αποθέματα	6.876.461	8.031.847
Πελάτες και λοιπές απαιτήσεις	19.214.036	22.443.319
Απαιτήσεις από φόρο εισοδήματος	0	24.135
Ταμιακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	5.456.079	1.437.441
	31.546.576	31.936.742
Σύνολο ενεργητικού	69.709.218	69.990.930
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ		
Ίδια κεφάλαια		
Μετοχικά κεφάλαια	12.564.752	12.564.752
Αποθεματικά	15.424.418	15.229.606
Κέρδη εις νέον	12.949.880	11.262.804
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων	40.939.050	39.057.161
Υποχρεώσεις		
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις		
Δάνεια	7.755.455	5.425.000
Υποχρεώσεις παραχών συνταξιοδότησης	641.957	610.780
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	1.096.575	1.308.610
Επιχορηγήσεις	1.679.368	2.227.476
	11.173.354	9.571.866
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις		
Δάνεια	3.423.359	2.088.764
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	13.873.028	19.273.140
Υποχρεώσεις από φόρο εισοδήματος	300.427	0
	17.596.814	21.361.904
Σύνολο υποχρεώσεων	28.770.168	30.933.770
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων	69.709.218	69.990.930

Κατάσταση Συνολικού Εισοδήματος

	1/1-31/12/2015	1/1-31/12/2014
Κύκλος εργασιών	66.950.798	77.149.640
Κόστος πωληθέντων	(44.579.472)	(60.321.053)
Μικτό κέρδος	22.371.325	16.828.587
Έξοδα διάθεσης	(16.089.882)	(12.546.961)
Έξοδα διοίκησης	(2.199.975)	(1.917.266)
Έξοδα έρευνας & ανάπτυξης	(96.615)	(119.318)
Άλλα έσοδα εκμετάλλευσης	590.398	550.811
Λοιπά κέρδη/(ζημιές)-καθαρά	289.860	1.765.006
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων	4.865.111	4.560.859
Χρηματοοικονομικά έσοδα	22.556	198.562
Χρηματοοικονομικά έξοδα	(592.757)	(99.679)
Χρηματοοικονομικά αποτελέσματα (καθαρά)	(570.201)	98.883
Επενδυτικά αποτελέσματα (καθαρά)	0	(2.752)
Κέρδη προ φόρων	4.294.909	4.656.991
Φόρος εισοδήματος	(451.616)	(1.085.945)
Κέρδη μετά από φόρους (Α)	3.843.293	3.571.046
Λοιπά συνολικά εισοδήματα:		
Στοιχεία που δεν θα μεταφερθούν στα αποτελέσματα		
Επανεκτίμηση υποχρέωσης παραχών προσωπικού	22.503	0
Φόρος εισοδήματος κεφαλαιοποίησης αφορολόγητων αποθεματικών	0	(1.649)
Συνολικά λοιπά εισοδήματα μετά από φόρους (Β)	22.503	(1.649)
Συγκεντρωτικά συνολικά εισοδήματα μετά από φόρους (Α) + (Β)	3.865.796	3.569.397

Οικονομικές Καταστάσεις 2016-2017

Κατάσταση Οικονομικής Θέσης

	31/12/2017	31/12/2016
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ		
Μη κυκλοφορούν ενεργητικό		
Ενσώματα Πάγια	40.255.263	37.814.391
Επενδύσεις σε ακίνητα	120.756	123.443
Άλλα περιουσιακά στοιχεία	618.065	632.231
Επενδύσεις σε συγγενείς	0	0
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	54.856	1.601.829
	41.048.940	40.171.894
Κυκλοφορούντα Στοιχεία του Ενεργητικού		
Αποθέματα	8.522.546	7.377.290
Πελάτες και λοιπές απαιτήσεις	22.145.968	21.932.096
Απαιτήσεις από φόρο εισοδήματος	560.170	0
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	10.141.839	6.839.970
	41.370.523	36.149.356
Σύνολο ενεργητικού	82.419.463	76.321.250
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ & ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ		
Ίδια κεφάλαια		
Μετοχικό κεφάλαιο	12.564.752	12.564.752
Αποθεματικά	19.499.501	17.885.880
Κέρδη εις νέον	17.447.418	14.740.854
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων	49.511.671	45.191.485
Υποχρεώσεις		
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις		
Δάνεια	4.200.000	7.253.173
Υποχρεώσεις παροχών συνταξοδότησης	777.304	649.680
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	2.227.396	1.738.096
Επιχορηγήσεις	7.802.690	8.397.783
	15.007.390	18.038.731
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις		
Δάνεια	5.200.061	1.814.075
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	11.700.341	10.544.135
Υποχρεώσεις από φόρο εισοδήματος	0	732.825
	17.900.402	13.091.034
Σύνολο υποχρεώσεων	32.907.792	31.129.765
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων	82.419.463	76.321.250

Κατάσταση Συνολικού Εισοδήματος

	1/1-31/12/2017	1/1-31/12/2016
Κύκλος εργασιών	79.246.189	66.570.168
Κόστος πωληθέντων	(50.831.743)	(40.826.176)
Μικτό κέρδος	28.414.447	25.743.992
Έξοδα διάθεσης	(16.444.502)	(15.418.351)
Έξοδα διοίκησης	(2.655.569)	(2.598.539)
Έξοδα έρευνας & ανάπτυξης	(161.722)	(133.746)
Άλλα έσοδα εκμετάλλευσης	721.358	1.098.706
Λοιπά κέρδη/(ζημιές) καθαρά	56.659	180.742
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων	9.930.672	8.872.804
Χρηματοοικονομικά έσοδα	368.627	32.340
Χρηματοοικονομικά έξοδα	(408.775)	(743.615)
Χρηματοοικονομικά αποτελέσματα (καθαρά)	(40.147)	(711.275)
Κέρδη προ φόρων	9.890.525	8.161.529
Φόρος εισοδήματος	(2.553.864)	(1.925.186)
Κέρδη μετά από φόρους (Α)	7.336.662	6.236.343
Λοιπά συνολικά εισοδήματα:		
Στοιχεία που δεν θα μεταφερθούν στα αποτελέσματα	(40.613)	0
Επανεκτίμηση υποχρέωσης παροχών προσωπικού	(40.613)	0
Συνολικά λοιπά εισοδήματα μετά από φόρους (Β)	(40.613)	0
Συγκεντρωτικά συνολικά εισοδήματα μετά από φόρους (Α) + (Β)	7.296.048	6.236.343

Οικονομικές Καταστάσεις 2018-2019

Κατάσταση Οικονομικής Θέσης

	31/12/2019	31/12/2018
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ		
Μη κυκλοφορούν ενεργητικά		
Ενσώματα Πάγια	57.418.896	45.224.285
Δικαιώματα χρήσης παγίων	578.592	0
Επενδύσεις σε ακίνητα	10.082	10.082
Άλλα περιουσιακά στοιχεία	480.025	552.324
Περιουσιακά Στοιχεία Κατεχόμενα προς πώληση	0	52.000
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	64.306	197.346
	58.551.901	46.036.037
Κυκλοφορούντα Στοιχεία του Ενεργητικού		
Αποθέματα	10.346.210	8.764.680
Πελάτες και λοιπές απαιτήσεις	26.244.962	20.934.450
Απαιτήσεις από φόρο εισοδήματος	1.167.828	0
Χρηματοοικονομικά μέσα	110.940	0
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	10.916.735	14.278.310
	48.786.675	43.977.440
Σύνολο ενεργητικού	107.338.576	90.013.477
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ & ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ		
Ίδια κεφάλαια		
Μετοχικό κεφάλαιο	12.564.752	12.564.752
Αποθεματικά	20.575.835	19.851.847
Κέρδη εις νέαν	32.965.833	23.414.438
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων	66.106.420	55.831.036
Υποχρεώσεις		
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις		
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	10.030.000	8.000.000
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις μισθώσεων	353.580	0
Υποχρεώσεις παραχών συνταξιοδότησης	599.942	805.155
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	2.924.045	2.671.403
Επιχορηγήσεις	6.780.583	7.268.843
	20.688.150	18.745.401
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις		
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	2.192.565	1.200.061
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις μισθώσεων	238.089	0
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	18.113.352	11.848.831
Υποχρεώσεις από φόρο εισοδήματος	0	2.388.148
	20.544.006	15.437.040
Σύνολο υποχρεώσεων	41.232.156	34.182.441
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων	107.338.576	90.013.477

Κατάσταση Συνολικού Εισοδήματος

	1/1-31/12/2019	1/1-31/12/2018
Κύκλος εργασιών	112.902.961	94.234.441
Κόστος πωληθέντων	(73.801.169)	(57.571.058)
Μικτό κέρδος	39.101.792	36.663.383
Έξοδα διάθεσης	(19.026.084)	(19.842.619)
Έξοδα διοίκησης	(3.175.104)	(2.960.753)
Έξοδα έρευνας & ανάπτυξης	(247.513)	(208.936)
Άλλα έσοδα εκμετάλλευσης	794.718	713.352
Λοιπά κέρδη/(ζημιές) καθαρά	387.111	112.426
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων	17.834.920	14.476.852
Χρηματοοικονομικά έσοδα	203.248	144.354
Χρηματοοικονομικά έξοδα	(434.720)	(381.191)
Χρηματοοικονομικά έσοδα μισθώσεων	(33.859)	0
Χρηματοοικονομικά αποτελέσματα (καθαρά)	(265.331)	(236.838)
Κέρδη προ φόρων	17.569.589	14.240.014
Φόρος εισοδήματος	(2.554.405)	(4.117.847)
Κέρδη μετά από φόρους (Α)	15.015.184	10.122.167
Λοιπά συνολικά εισοδήματα:		
Στοιχεία που δεν θα μεταφερθούν στα αποτελέσματα		
Αναλογιστικά κέρδη / (ζημιές)	288.029	0
Αναβαλλόμενοι φόροι επί των αναλογιστικών κερδών / (ζημιών)	(68.058)	(311)
Συνολικά λοιπά εισοδήματα μετά από φόρους (Β)	219.971	(311)
Συγκεντρωτικά συνολικά εισοδήματα μετά από φόρους (Α) + (Β)	15.235.155	10.121.856