



Πάντειο Πανεπιστήμιο
Κοινωνικών και Πολιτικών Επιστημών
Σχολή Επιστημών της Οικονομίας και Δημόσιας Διοίκησης
Τμήμα Δημόσιας Διοίκησης
Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών «Δημόσια Διοίκηση»
Κατεύθυνση: Ελεγκτική και Φορολογία

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**Χρηματοοικονομική ανάλυση και
αποτίμηση: περίπτωση υπερκλάδου του
Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.)**

ΠΑΝΑΓΙΩΤΑ- ΕΥΔΟΚΙΑ ΣΥΝΟΔΙΝΟΥ

Τριμελής Επιτροπή:
Ομότιμος Καθηγητής Α. Αποστόλου (Επιβλέπων)
Ομότιμος Καθηγητής Α. Τσάμης
Αναπληρωτής Καθηγητής Ι. Φίλος

Αθήνα, Μάρτιος 2017

Ευχαριστίες

Αρχικά, θα ήθελα να ευχαριστήσω τη Δρ Μαρία- Ελένη Αγοράκη για την καθοδήγηση και βοήθειά της κατά τη συγγραφή της παρούσας διπλωματικής εργασίας. Καθώς και την τριμελή επιτροπή, τον επιβλέποντα κ. Απόστολο Αποστόλου και τα μέλη κ. Αναστάσιο Τσάμη και κ. Ιωάννη Φίλο για τη συμβολή τους στην ολοκλήρωση της παρούσας διπλωματικής εργασίας.

Επίσης, ευχαριστώ όλους τους διδάσκοντες και εισηγητές στο Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Σπουδών για τις πολύτιμες γνώσεις που μας προσέφεραν και ιδιαιτέρως για τη γενικότερη διεύρυνση των οριζόντων, στα πλαίσια της οποίας για την εκπόνηση της διπλωματικής εργασίας επέλεξα να ασχοληθώ με το ενδιαφέρον αν και περίπλοκο ζήτημα της αποτίμησης εισηγμένων εταιρειών.

Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω τη μητέρα μου, τον αδερφό μου και τις αδερφές μου για τη διαρκή υλική και ηθική υποστήριξη και ενθάρρυνση τους να ολοκληρώσω τις μεταπτυχιακές μου σπουδές.

Περιεχόμενα

Περίληψη	6
Abstract.....	12
Κεφάλαιο 1^ο: Εισαγωγή	
1.1 Γενική εισαγωγή.....	13
1.2 Σκοπός της εργασίας	14
1.3 Ορισμοί	14
Χρηματοοικονομική ανάλυση	14
Αποτίμηση επιχειρήσεων	14
1.4 Μεθοδολογία.....	15
1.5 Περιορισμοί εργασίας	24
1.6 Δομή της εργασίας	24
Κεφάλαιο 2^ο: Βιβλιογραφική ανασκόπηση.....	26
Κεφάλαιο 3^ο: Θεωρητική προσέγγιση	
3.1 Χρηματοοικονομική ανάλυση των επιχειρήσεων	37
3.1.1 Χρησιμότητα της ανάλυσης	37
3.1.2 Χρήστες της ανάλυσης	38
3.1.3 Είδη ανάλυσης.....	38
3.1.4 Τεχνικές Ανάλυσης των Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων	39
3.2 Αποτίμηση των επιχειρήσεων	44
3.2.1 Γενικά	44
3.2.2 Στόχος της αποτίμησης.....	44
3.2.3 Περιπτώσεις που απαιτείται η αποτίμηση	45
3.2.4 Διαδικασία της αποτίμησης.....	45
3.2.5 Μέθοδοι αποτίμησης επιχειρήσεων	45
Κεφάλαιο 4^ο: Ο κλάδος «Βιομηχανικά προϊόντα και υπηρεσίες»	
4.1 Σύνθεση του κλάδου	48
4.2 Πορεία του χρηματιστηριακού δείκτη του κλάδου	50
4.3 Σύγκριση της πορείας του χρηματιστηριακού δείκτη του κλάδου με την πορεία του Γενικού Δείκτη	51
4.4 Μέσος όρος αριθμοδεικτών του κλάδου	53
4.5 Μέσος ρυθμός ανάπτυξης του κλάδου.....	54

4.6 Περιγραφή των εταιρειών του κλάδου.....	54
4.6.1 Όμιλος Εταιρειών DIONIC A.E.B.E.....	56
4.6.2 Flexopack A.E.	57
4.6.3 Frigoglass A.B.E.E.....	58
4.6.4 INFORM Lykos Group	59
4.6.5 KLEEMANN Hellas A.B.E.E.	60
4.6.6 Mevaco A.E.....	61
4.6.7 NEXANS Ελλάς A.B.E.....	62
4.6.8 Paper Pack A.B.E.E.....	63
5.6.9 Viohalco A.E.	64
4.6.10 Βιομηχανία Συσκευασιών A.E.	66
4.6.11 ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ Systems A.E.....	67
4.6.12 Γενική Εμπορίου & Βιομηχανίας A.E.....	68
4.6.13 ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ Ελλάς A.E.E.	69
4.6.14 Όμιλος ΕΛΤΡΑΚ.....	70
4.6.15 Ευρωσύμβουλοι A.E.	71
4.6.16 ΚΑΡΑΤΖΗ A.E. Όμιλος Εταιρειών	72
4.6.17 Όμιλος ΜΕΤΚΑ	73
4.6.18 Οργανισμός Λιμένος Θεσσαλονίκης- ΟΛΘ A.E.....	74
4.6.19 Οργανισμός Λιμένος Πειραιώς- ΟΛΠ A.E.	75
4.6.20 Ε. ΠΑΪΡΗΣ A.B.E.E.....	77
4.6.21 Πέτρος Πετρόπουλος A.E.B.E.	78
4.6.22 ΧΑΪΔΕΜΕΝΟΣ A.E.B.E.	79
Κεφάλαιο 5^ο: Αποτίμηση των επιχειρήσεων και Επιλογή των μετοχών	
5.1 Αποτίμηση των επιχειρήσεων	80
5.1.1 Όμιλος Εταιρειών DIONIC A.E.B.E.....	80
5.1.2 Flexopack A.E.	83
5.1.3 Frigoglass A.B.E.E.....	85
5.1.4 INFORM Lykos Group	87
5.1.5 KLEEMANN Hellas A.B.E.E.	89
5.1.6 Mevaco A.E.....	91
5.1.7 NEXANS Ελλάς A.B.E.....	93
5.1.8 Paper Pack A.B.E.E.....	95

5.1.9 Viohalco A.E.	97
5.1.10 Βιομηχανία Συσκευασιών A.E.	99
5.1.11 ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ Systems A.E.....	102
5.1.12 Γενική Εμπορίου & Βιομηχανίας A.E.....	105
5.1.13 ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ Ελλάς A.E.E.	107
5.1.14 Όμιλος ΕΛΤΡΑΚ.....	109
5.1.15 Ευρωσύμβουλοι A.E.	111
5.1.16 ΚΑΡΑΤΖΗ A.E. Όμιλος Εταιρειών	113
5.1.17 Όμιλος ΜΕΤΚΑ	115
5.1.18 Οργανισμός Λιμένος Θεσσαλονίκης- ΟΛΘ A.E.....	117
5.1.19 Οργανισμός Λιμένος Πειραιώς- ΟΛΠ A.E.	119
5.1.20 Ε. ΠΑΪΡΗΣ A.B.E.E.....	121
5.1.21 Πέτρος Πετρόπουλος A.E.B.E.	123
5.1.22 ΧΑΪΔΕΜΕΝΟΣ A.E.B.E.	125
5.2 .Συγκεντρωτική παρουσίαση μεγεθών.....	127
5.2.1 Ρυθμός ανάπτυξης	127
5.2.2 Συντελεστής beta	127
5.2.3 Τιμή μετοχής	128
5.3 Επιλογή μετοχών.....	129
5.3.1 Ρυθμός ανάπτυξης	130
5.3.2 Συντελεστής beta	131
5.3.3 Τιμή μετοχής	133
Κεφάλαιο 6^ο: Συμπεράσματα	
6.1 Συμπεράσματα	136
6.2 Περιορισμοί στην έρευνα.....	139
6.3 Προτάσεις για μελλοντική έρευνα	139
Βιβλιογραφία	141

Πίνακες

Πίνακας 4.1.1 Εταιρείες του υπερκλάδου, ταξινομημένες ανά κλάδο στον οποίο ανήκουν.....	49
Πίνακας 4.3.1 Αποτελέσματα παλινδρόμησης για διερεύνηση της σχέσης των τιμών του κλαδικού δείκτη με τις τιμές του γενικού δείκτη (ημερήσιες τιμές).....	52
Πίνακας 4.3.2 Αποτελέσματα παλινδρόμησης για διερεύνηση της σχέσης των τιμών του κλαδικού δείκτη με τις τιμές του γενικού δείκτη (εβδομαδιαίες τιμές)	52
Πίνακας 4.4.1 Μέσος όρος αριθμοδεικτών του υπερκλάδου για τα έτη 2013-2016...53	
Πίνακας 4.5.1 Μέσος ρυθμός ανάπτυξης του υπερκλάδου για τα έτη 2013-2016.....	54
Πίνακας 4.6.1.1 Πληροφορίες για την DIONIC A.E.B.E.	56
Πίνακας 4.6.1.2 Αριθμοδείκτες της DIONIC A.E.B.E.....	56
Πίνακας 4.6.2.1 Πληροφορίες για την Flexopack A.E.....	57
Πίνακας 4.6.2.2 Αριθμοδείκτες της Flexopack A.E.	57
Πίνακας 4.6.3.1 Πληροφορίες για την Frigoglass A.B.E.E.	58
Πίνακας 4.6.3.2 Αριθμοδείκτες της Frigoglass A.B.E.E.	58
Πίνακας 4.6.4.1 Πληροφορίες για την INFORM Lykos Group	59
Πίνακας 4.6.3.2 Αριθμοδείκτες της INFORM Lykos Group	59
Πίνακας 4.6.5.1 Πληροφορίες για την KLEEMANN Hellas A.B.E.E.....	60
Πίνακας 4.6.5.2 Αριθμοδείκτες της KLEEMANN Hellas A.B.E.E.	60
Πίνακας 4.6.6.1 Πληροφορίες για την Mevaco A.E.....	61
Πίνακας 4.6.6.2 Αριθμοδείκτες της Mevaco A.E.	61
Πίνακας 4.6.7.1 Πληροφορίες για την NEXANS Ελλάς A.B.E.....	62
Πίνακας 4.6.7.2 Αριθμοδείκτες της NEXANS Ελλάς A.B.E.	62
Πίνακας 4.6.8.1 Πληροφορίες για την Paper Pack A.B.E.E.....	63
Πίνακας 4.6.8.2 Αριθμοδείκτες της Paper Pack A.B.E.E.....	63
Πίνακας 4.6.9.1 Πληροφορίες για την Viohalco A.E.	64
Πίνακας 4.6.9.2 Αριθμοδείκτες της Viohalco A.E..	64
Πίνακας 4.6.10.1 Πληροφορίες για την Βιομηχανία Συσκευασιών A.E.	66
Πίνακας 4.6.10.2 Αριθμοδείκτες της Βιομηχανία Συσκευασιών A.E.	66
Πίνακας 4.6.11.1 Πληροφορίες για την ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ Systems A.E.	67
Πίνακας 4.6.11.2 Αριθμοδείκτες της ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ Systems A.E.....	67
Πίνακας 4.6.12.1 Πληροφορίες για την Γενική Εμπορίου & Βιομηχανίας A.E.	68

Πίνακας 4.6.12.2 Αριθμοδείκτες της Γενική Εμπορίου & Βιομηχανίας Α.Ε.....	68
Πίνακας 4.6.13.1 Πληροφορίες για την ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ Ελλάς Α.Ε.Ε.	69
Πίνακας 4.6.13.2 Αριθμοδείκτες της ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ Ελλάς Α.Ε.Ε.....	69
Πίνακας 4.6.14.1 Πληροφορίες για τον Όμιλος ΕΛΤΡΑΚ.....	70
Πίνακας 4.6.14.2 Αριθμοδείκτες του Όμιλος ΕΛΤΡΑΚ	70
Πίνακας 4.6.15.1 Πληροφορίες για την Ευρωσύμβουλοι Α.Ε.	71
Πίνακας 4.6.15.2 Αριθμοδείκτες της Ευρωσύμβουλοι Α.Ε.	71
Πίνακας 4.6.16.1 Πληροφορίες για την ΚΑΡΑΤΖΗ Α.Ε. Όμιλος Εταιρειών	72
Πίνακας 4.6.16.2 Αριθμοδείκτες της ΚΑΡΑΤΖΗ Α.Ε. Όμιλος Εταιρειών	72
Πίνακας 4.6.17.1 Πληροφορίες για τον Όμιλος ΜΕΤΚΑ	73
Πίνακας 4.6.17.2 Αριθμοδείκτες του Όμιλος ΜΕΤΚΑ	73
Πίνακας 4.6.18.1 Πληροφορίες για την ΟΛΘ Α.Ε.	74
Πίνακας 4.6.18.2 Αριθμοδείκτες της ΟΛΘ Α.Ε.	74
Πίνακας 4.6.19.1 Πληροφορίες για την ΟΛΠ Α.Ε.	75
Πίνακας 4.6.19.2 Αριθμοδείκτες της ΟΛΠ Α.Ε.	75
Πίνακας 4.6.20.1 Πληροφορίες για την Ε. ΠΑΪΡΗΣ Α.Β.Ε.Ε.....	77
Πίνακας 4.6.20.2 Αριθμοδείκτες της Ε. ΠΑΪΡΗΣ Α.Β.Ε.Ε.....	77
Πίνακας 4.6.21.1 Πληροφορίες για την Πέτρος Πετρόπουλος Α.Ε.Β.Ε.	78
Πίνακας 4.6.21.2 Αριθμοδείκτες της Πέτρος Πετρόπουλος Α.Ε.Β.Ε.	78
Πίνακας 4.6.22.1 Πληροφορίες για την ΧΑΪΔΕΜΕΝΟΣ Α.Ε.Β.Ε.	79
Πίνακας 4.6.22.2 Αριθμοδείκτες της ΧΑΪΔΕΜΕΝΟΣ Α.Ε.Β.Ε.	79
Πίνακας 5.1.1.1 Ρυθμός ανάπτυξης DIONIC Α.Ε.Β.Ε.....	80
Πίνακας 5.1.1.2 Ελεύθερες ταμειακές ροές DIONIC Α.Ε.Β.Ε.	81
Πίνακας 5.1.1.3 Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου DIONIC Α.Ε.Β.Ε.....	81
Πίνακας 5.1.1.4 Αξία μετοχής DIONIC Α.Ε.Β.Ε.....	82
Πίνακας 5.1.2.1 Ρυθμός ανάπτυξης Flexopack Α.Ε.	83
Πίνακας 5.1.2.2 Ελεύθερες ταμειακές ροές Flexopack Α.Ε.	83
Πίνακας 5.1.2.3 Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου Flexopack Α.Ε.	84
Πίνακας 5.1.2.4 Αξία μετοχής Flexopack Α.Ε.	84
Πίνακας 5.1.3.1 Ρυθμός ανάπτυξης Frigoglass Α.Β.Ε.Ε.....	85
Πίνακας 5.1.3.2 Ελεύθερες ταμειακές ροές Frigoglass Α.Β.Ε.Ε.....	85
Πίνακας 5.1.3.3 Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου Frigoglass Α.Β.Ε.Ε.....	86
Πίνακας 5.1.3.4 Αξία μετοχής Frigoglass Α.Β.Ε.Ε.....	86

Πίνακας 5.1.4.1 Ρυθμός ανάπτυξης INFORM Lykos Group	87
Πίνακας 5.1.4.2 Ελεύθερες ταμειακές ροές INFORM Lykos Group	87
Πίνακας 5.1.4.3 Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου INFORM Lykos Group	88
Πίνακας 5.1.4.4 Αξία μετοχής INFORM Lykos Group	88
Πίνακας 5.1.5.1 Ρυθμός ανάπτυξης KLEEMANN Hellas A.B.E.E.	89
Πίνακας 5.1.5.2 Ελεύθερες ταμειακές ροές KLEEMANN Hellas A.B.E.E.	89
Πίνακας 5.1.5.3 Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου KLEEMANN Hellas A.B.E.E.	90
Πίνακας 5.1.5.4 Αξία μετοχής KLEEMANN Hellas A.B.E.E.	90
Πίνακας 5.1.6.1 Ρυθμός ανάπτυξης Menaco A.E.	91
Πίνακας 5.1.6.2 Ελεύθερες ταμειακές ροές Menaco A.E.	91
Πίνακας 5.1.6.3 Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου Menaco A.E.	92
Πίνακας 5.1.6.4 Αξία μετοχής Menaco A.E.	92
Πίνακας 5.1.7.1 Ρυθμός ανάπτυξης NEXANS Ελλάς A.B.E.	93
Πίνακας 5.1.7.2 Ελεύθερες ταμειακές ροές NEXANS Ελλάς A.B.E.	93
Πίνακας 5.1.7.3 Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου NEXANS Ελλάς A.B.E.	94
Πίνακας 5.1.7.4 Αξία μετοχής NEXANS Ελλάς A.B.E.	94
Πίνακας 5.1.8.1 Ρυθμός ανάπτυξης Paper Pack A.B.E.E.	95
Πίνακας 5.1.8.2 Ελεύθερες ταμειακές ροές Paper Pack A.B.E.E.	95
Πίνακας 5.1.8.3 Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου Paper Pack A.B.E.E.	96
Πίνακας 5.1.8.4 Αξία μετοχής Paper Pack A.B.E.E.	96
Πίνακας 5.1.9.1 Ρυθμός ανάπτυξης Viohalco A.E.	97
Πίνακας 5.1.9.2 Ελεύθερες ταμειακές ροές Viohalco A.E.	97
Πίνακας 5.1.9.3 Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου Viohalco A.E.	98
Πίνακας 5.1.9.4 Αξία μετοχής Viohalco A.E.	98
Πίνακας 5.1.10.1 Ρυθμός ανάπτυξης Βιομηχανία Συσκευασιών A.E.	99
Πίνακας 5.1.10.2 Ελεύθερες ταμειακές ροές Βιομηχανία Συσκευασιών A.E.	100
Πίνακας 5.1.10.3 Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου Βιομηχανία Συσκευασιών A.E.	100
Πίνακας 5.1.10.4 Αξία μετοχής Βιομηχανία Συσκευασιών A.E.	101
Πίνακας 5.1.11.1 Ρυθμός ανάπτυξης ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ Systems A.E.	102
Πίνακας 5.1.11.2 Ελεύθερες ταμειακές ροές ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ Systems A.E.	103
Πίνακας 5.1.11.3 Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ A.E.	103
Πίνακας 5.1.11.4 Αξία μετοχής ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ Systems A.E.	104

Πίνακας 5.1.12.1 Ρυθμός ανάπτυξης ΓΕΒ Α.Ε.	105
Πίνακας 5.1.12.2 Ελεύθερες ταμειακές ροές ΓΕΒ Α.Ε.	105
Πίνακας 5.1.12.3 Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου ΓΕΒ Α.Ε.	106
Πίνακας 5.1.12.4 Αξία μετοχής ΓΕΒ Α.Ε.	106
Πίνακας 5.1.13.1 Ρυθμός ανάπτυξης ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ Α.Ε.Ε.	107
Πίνακας 5.1.13.2 Ελεύθερες ταμειακές ροές ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ Α.Ε.Ε.	107
Πίνακας 5.1.13.3 Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ Α.Ε.Ε.	108
Πίνακας 5.1.13.4 Αξία μετοχής ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ Α.Ε.Ε.	108
Πίνακας 5.1.14.1 Ρυθμός ανάπτυξης Όμιλος ΕΛΤΡΑΚ.....	109
Πίνακας 5.1.14.2 Ελεύθερες ταμειακές ροές Όμιλος ΕΛΤΡΑΚ	109
Πίνακας 5.1.14.3 Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου Όμιλος ΕΛΤΡΑΚ.....	110
Πίνακας 5.1.14.4 Αξία μετοχής Όμιλος ΕΛΤΡΑΚ.....	110
Πίνακας 5.1.15.1 Ρυθμός ανάπτυξης Ευρωσύμβουλοι Α.Ε.	111
Πίνακας 5.1.15.2 Ελεύθερες ταμειακές ροές Ευρωσύμβουλοι Α.Ε.	111
Πίνακας 5.1.15.3 Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου Ευρωσύμβουλοι Α.Ε.	112
Πίνακας 5.1.15.4 Αξία μετοχής Ευρωσύμβουλοι Α.Ε.....	112
Πίνακας 5.1.16.1 Ρυθμός ανάπτυξης ΚΑΡΑΤΖΗ Α.Ε.	113
Πίνακας 5.1.16.2 Ελεύθερες ταμειακές ροές ΚΑΡΑΤΖΗ Α.Ε.....	113
Πίνακας 5.1.16.3 Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου ΚΑΡΑΤΖΗ Α.Ε.	114
Πίνακας 5.1.16.4 Αξία μετοχής ΚΑΡΑΤΖΗ Α.Ε.	114
Πίνακας 5.1.17.1 Ρυθμός ανάπτυξης Όμιλος ΜΕΤΚΑ	115
Πίνακας 5.1.17.2 Ελεύθερες ταμειακές ροές Όμιλος ΜΕΤΚΑ.....	115
Πίνακας 5.1.17.3 Αξία μετοχής Όμιλος ΜΕΤΚΑ	116
Πίνακας 5.1.18.1 Ρυθμός ανάπτυξης ΟΛΘ Α.Ε.	117
Πίνακας 5.1.18.2 Ελεύθερες ταμειακές ροές ΟΛΘ Α.Ε.....	117
Πίνακας 5.1.18.3 Αξία μετοχής ΟΛΘ Α.Ε.	118
Πίνακας 5.1.19.1 Ρυθμός ανάπτυξης ΟΛΠ Α.Ε.	119
Πίνακας 5.1.19.2 Ελεύθερες ταμειακές ροές ΟΛΠ Α.Ε.....	119
Πίνακας 5.1.19.3 Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου ΟΛΠ Α.Ε.	120
Πίνακας 5.1.19.4 Αξία μετοχής ΟΛΠ Α.Ε.	120
Πίνακας 5.1.20.1 Ρυθμός ανάπτυξης Ε. ΠΑΪΡΗΣ Α.Β.Ε.Ε.....	121
Πίνακας 5.1.20.2 Ελεύθερες ταμειακές ροές Ε. ΠΑΪΡΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	121
Πίνακας 5.1.20.3 Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου Ε. ΠΑΪΡΗΣ Α.Β.Ε.Ε.....	122

Πίνακας 5.1.20.4 Αξία μετοχής Ε. ΠΑΪΡΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	122
Πίνακας 5.1.21.1 Ρυθμός ανάπτυξης Πέτρος Πετρόπουλος Α.Ε.Β.Ε.	123
Πίνακας 5.1.21.2 Ελεύθερες ταμειακές ροές Πέτρος Πετρόπουλος Α.Ε.Β.Ε.	123
Πίνακας 5.1.21.3 Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου Πέτρος Πετρόπουλος Α.Ε.Β.Ε.	124
Πίνακας 5.1.21.4 Αξία μετοχής Πέτρος Πετρόπουλος Α.Ε.Β.Ε.	124
Πίνακας 5.1.22.1 Ρυθμός ανάπτυξης ΧΑΪΔΕΜΕΝΟΣ Α.Ε.Β.Ε.	125
Πίνακας 5.1.22.2 Ελεύθερες ταμειακές ροές ΧΑΪΔΕΜΕΝΟΣ Α.Ε.Β.Ε.	125
Πίνακας 5.1.22.3 Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου ΧΑΪΔΕΜΕΝΟΣ Α.Ε.Β.Ε.	126
Πίνακας 5.1.22.4 Αξία μετοχής ΧΑΪΔΕΜΕΝΟΣ Α.Ε.Β.Ε.	126
Πίνακας 5.2.1.1 Ρυθμός ανάπτυξης των εταιρειών	127
Πίνακας 5.2.2.1 Συντελεστής beta των εταιρειών	128
Πίνακας 5.2.3.1 Τιμή και αξία της μετοχής των εταιρειών στις 05/01/2017	129
Πίνακας 5.3.1 Συγκεντρωτικός πίνακας προτάσεων επένδυσης της κάθε προσέγγισης	135

Διαγράμματα

Διάγραμμα 4.2.1 Ημερήσιες τιμές κλεισίματος του δείκτη του υπερκλάδου «Βιομηχανικά προϊόντα και υπηρεσίες».....	50
Διάγραμμα 4.3.1 Ημερήσιες τιμές κλεισίματος του δείκτη του υπερκλάδου «Βιομηχανικά προϊόντα και υπηρεσίες» και του γενικού δείκτη	51

Περίληψη

Η παρούσα διπλωματική εργασία παρουσιάζει τα αποτελέσματα της χρηματοοικονομικής ανάλυσης και αποτίμησης του υπερκλάδου «Βιομηχανικά προϊόντα και υπηρεσίες» του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, που μπορεί να αποτελέσει ορόσημο ανάπτυξης και εξέχον παράδειγμα ελληνικής επιχειρηματικότητας, μιας και περιλαμβάνει επιχειρήσεις με σημαντική διεθνή παρουσία.

Ο αντικειμενικός σκοπός της εργασίας είναι η διατύπωση προτάσεων σχετικά με το ποιες μετοχές θα προτιμούνταν για επένδυση σε αυτές την 5^η Ιανουαρίου 2017. Για τον προσδιορισμό των μετοχών χρησιμοποιήθηκαν τρεις παράγοντες: ο ρυθμός ανάπτυξης, ο συντελεστής beta και η αξία αποτίμησης σε σχέση με την τρέχουσα τιμή των μετοχών. Οι παράγοντες αυτοί εξετάστηκαν συνδυαστικά με τους αριθμοδείκτες που χρησιμοποιήθηκαν στην ανάλυση, ώστε να εξαχθούν τα συμπεράσματα.

Η εκτίμηση της αξίας των μετοχών πραγματοποιήθηκε με τη μέθοδο των προεξοφλημένων ελεύθερων ταμειακών ροών, υποθέτοντας δύο στάδια ανάπτυξης. Για τους σκοπούς της ανάλυσης απαιτήθηκε η εκτίμηση των μεγεθών για τη χρήση 2016, η οποία βασίστηκε στη μέση ποσοστιαία μεταβολή των μεγεθών για τα έτη 2013-2015.

Μετά από την ανάλυση, διαπιστώθηκε ότι οι μετοχές των εταιρειών συμμεταβάλλονται με το γενικό δείκτη του Χ.Α.Α., με τη συντριπτική πλειοψηφία αυτών να χαρακτηρίζονται ως αμυντικές. Επιπλέον, η πλειοψηφία των μετοχών διαπραγματεύονται με premium στην αγορά.

Λέξεις κλειδιά: αριθμοδείκτες, ελεύθερες ταμειακές ροές, επιλογή μετοχών, συντελεστής βήτα, επενδύσεις

Abstract

This thesis presents the results of the financial analysis and valuation of “Industrial goods and services” supersector of the Athens Stock Exchange, which can be a landmark of development and a leading example of Greek entrepreneurship, as it includes many firms with significant international presence.

The aim of this thesis is to make recommendations on which shares would be preferable to invest in on January 5, 2017. To answer the previous question three factors were considered: the growth rate, the beta coefficient and the estimated value in accordance to the current market price. Selected financial ratios were examined in addition to these factors.

The method of discounted free cash flows to the firm was selected to estimate the total value of the firms, assuming two growth stages. To estimate corporate figures for the year of 2016, the average annual percent change during the years 2013-2015 was used.

Summarizing the results of this analysis, almost all of the shares have beta coefficient below one, so they are defensive stocks and most of them are overvalued in the market.

Keywords: financial ratios, free cash flows, stock selection, beta coefficient, investments

Κεφάλαιο 1^ο

Εισαγωγή

1.1 Γενική εισαγωγή

Η παρούσα εργασία έρχεται σε μια ομολογουμένως δύσκολη οικονομικά, πολιτικά και κοινωνικά συγκυρία για την Ελλάδα. Η κατάσταση αυτή έχει επηρεάσει σαφώς και το Ελληνικό Χρηματιστήριο, το οποίο διανύει μια πρωτόγνωρη πτωτική πορεία σημειώνοντας συνεχώς νέα ιστορικά χαμηλά. Επιπλέον, οι προβλέψεις για την πορεία του χρηματιστηρίου φαίνεται να είναι το ίδιο απαισιόδοξες.

Η κατάσταση της ελληνικής οικονομίας είναι σαφώς δύσκολη μετά από μια δετία συνεχιζόμενης ύφεσης, ανεργίας και κρατικού υπερδανεισμού, η οποία επιδεινώνεται από την αβεβαιότητα που έχει επικρατήσει σε όλους τομείς. Τα προηγούμενα έχουν απλώσει μαύρα σύννεφα πάνω από την επιχειρηματική δραστηριότητα με τις επιχειρήσεις του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.) να είναι στην πλειονότητά τους ζημιογόνες.

Επιπλέον, οι εταιρείες έχουν να αντιμετωπίσουν μεγάλες προκλήσεις, με κυριότερη αυτή των ταχέων αλλαγών, αλλά και της γενικότερης αβεβαιότητας σε νομικό, φορολογικό και πολιτικό επίπεδο. Έτσι, δεν είναι εύκολη υπόθεση να καταπιαστεί κάποιος για εκπόνηση διπλωματικής εργασίας με τις εισηγμένες στο ελληνικό χρηματιστήριο εταιρείες.

Ωστόσο, στο Χ.Α.Α. υπάρχει πληθώρα εταιρειών που απολαμβάνουν μεγάλης αναγνώρισης στους τομείς δραστηριότητάς τους και σημαντική παρουσία εκτός Ελλάδας. Τέτοιου είδους εταιρείες απαρτίζουν τον υπερκλάδο «Βιομηχανικά προϊόντα και υπηρεσίες», ο οποίος και θα αποτελέσει το αντικείμενο μελέτης της παρούσας διπλωματικής.

Ο συγκεκριμένος υπερκλάδος δεν επιλέχθηκε τυχαία μεταξύ των υπολοίπων. Προτιμήθηκε διότι οι εταιρείες του μπορούν αν αποτελέσουν ορόσημο ανάπτυξης για την ελληνική οικονομία και κινητήρια δύναμη δημιουργίας αξίας για την ελληνική επιχειρηματικότητα. Δυστυχώς, το τελευταίο προϋποθέτει κρατική οργάνωση και μέριμνα, που υπάρχουν σοβαροί λόγοι να θεωρηθούν δυσεύρετες.

1.2 Σκοπός της εργασίας

Αντικειμενικός σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η διατύπωση προτάσεων για τις βέλτιστες επιλογές μετοχών που προσφέρει ο υπερκλάδος «Βιομηχανικά προϊόντα και υπηρεσίες» στις 5 Ιανουαρίου 2017.

Ο ορισμός του θέματος της εργασίας βασίζεται στην υπόθεση της ύπαρξης ενός επαγγελματία χρηματοοικονομικού αναλυτή (Α) και ενός επενδυτή (Ε). Ο Ε έχει ήδη αποφασίσει ότι επιθυμεί να επενδύσει στο συγκεκριμένο υπερκλάδο του Χ.Α.Α. και απευθύνεται στον Α, ώστε να εντοπίσει τις βέλτιστες επιλογές μετοχών μεταξύ των εναλλακτικών που προσφέρει ο υπερκλάδος.

Για να επιτευχθεί το προηγούμενο απαιτείται η διενέργεια χρηματοοικονομικής ανάλυσης και αποτίμησης των εταιρειών του υπερκλάδου. Το οποίο ερμηνεύεται ως η κριτική διερεύνηση της οικονομικής κατάστασης και των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών των εταιρειών του υπερκλάδου, ώστε να προσδιοριστούν οι παράγοντες εκείνοι που θα αξιολογηθούν για τη λήψη αποφάσεων.

1.3 Ορισμοί

Χρηματοοικονομική ανάλυση

Χρηματοοικονομική ανάλυση (financial analysis) θεωρείται «η διαδικασία άντλησης οικονομικών πληροφοριών (δεδομένων) από τα χρηματοοικονομικά στοιχεία των επιχειρήσεων» (Βασιλείου και Ηρειώτης, 2008) και προηγείται της αποτίμησης των επιχειρήσεων.

Αποτίμηση επιχειρήσεων

Σύμφωνα με τους Seng και Lai (2010), η αποτίμηση επιχειρήσεων (business valuation) ορίζεται ως «το χρηματικό ποσό ή το διάστημα αξιών (money figure or interval value) που υπολογίζεται για κάποιο σκοπό αποτίμησης (valuation purpose)».

1.4 Μεθοδολογία

Όπως διαπιστώθηκε για να απαντηθεί το ερώτημα της εργασίας, αρχικά πρέπει να γίνει προσέγγιση του υπερκλάδου¹, κατόπιν να αναλυθεί η οικονομική κατάσταση των εταιρειών για να προβλεφθεί η μελλοντική τους πορεία και εν τέλει να προσδιοριστεί η αξία τους την 05/01/2017, ώστε να εξαχθούν τα απαιτούμενα συμπεράσματα.

Αναλυτικότερα, για τους σκοπούς της παρούσας εργασίας ακολουθήθηκαν τα παρακάτω βήματα:

- Επιλογή χρονικού διαστήματος

Για την εξαγωγή ασφαλών συμπερασμάτων κρίθηκε σκόπιμο να εξεταστούν πληροφορίες τουλάχιστον τριετίας. Οπότε, ως χρονικό διάστημα ανάλυσης ορίστηκε η τετραετία από τις 02/01/2013 έως και 05/01/2017.

- Προσέγγιση κλάδου

Στα πλαίσια της προσέγγισης του εξεταζόμενου κλάδου «Βιομηχανικά προϊόντα και υπηρεσίες», αρχικά διαπιστώθηκε ποιες εταιρείες συνθέτουν τον κλάδο και στη συνέχεια εξετάστηκε η διαχρονική πορεία του κλαδικού δείκτη. Επιπλέον, έγινε σύγκριση της πορείας του κλάδου με την πορεία του γενικού δείκτη του Χ.Α.Α. Τέλος, παρουσιάστηκε ο μέσος όρος των αριθμοδεικτών του κλάδου και ακολούθησε σύντομη ανάλυσή τους.

- Πληροφορίες για τις εταιρείες

Στα πλαίσια της γενικής προσέγγισης των εταιρειών του κλάδου επιλέχθηκαν να παρουσιαστούν οι παρακάτω πληροφορίες για κάθε εταιρεία:

1. επωνυμία,
2. λογότυπο,
3. σύμβολο της μετοχής στο ΟΑΣΗΣ,
4. επίσημη ιστοσελίδα και
5. σύντομη ιστορική αναδρομή και περιγραφή των δραστηριοτήτων.

¹ Χάριν συντομίας, ο υπερκλάδος «Βιομηχανικά προϊόντα και υπηρεσίες» θα αναφέρεται εφεξής ως κλάδος.

▪ Στρατηγική ανάλυση

Στα πλαίσια της παρούσας εργασίας επιλέχθηκε να μην διενεργηθεί στρατηγική ανάλυση του κλάδου καθώς και των εταιρειών που τον συνθέτουν. Η απόφαση όσον αφορά τον κλάδο σχετίζεται με την υπόθεση στην οποία βασίζεται η παρούσα εργασία δηλαδή ότι ο επενδυτής έχει ήδη επιλέξει το συγκεκριμένο κλάδο. Ενώ, όσον αφορά τις εταιρείες δεν διενεργήθηκε κάποιου είδους στρατηγικής ανάλυσης διότι οι εταιρείες παρουσιάζουν μεταξύ τους μεγάλη ανομοιογένεια ως προς βασικά χαρακτηριστικά (όπως είναι το αντικείμενο δραστηριότητας, το μέγεθος, κ.λπ.) και έτσι κρίθηκε ότι η ανάλυση δεν θα συνείσφερε στα συμπεράσματα.

▪ Χρηματοοικονομική ανάλυση των εταιρειών

Στα πλαίσια της ανάλυσης των εταιρειών και κατόπιν της διερεύνησης των ιδιαιτεροτήτων της κάθε εταιρείας, αλλά και της περιόδου που διενεργείται η ανάλυση, ως η πλέον πιο κατάλληλη τεχνική ανάλυσης θεωρήθηκε η ανάλυση με χρήση αριθμοδεικτών.

Οι αριθμοδείκτες που επιλέχθηκαν ως οι καταλληλότεροι βάση βιβλιογραφίας και προηγούμενων μελετών είναι οι εξής:

1. ειδικής ρευστότητας
2. μικτού περιθωρίου κέρδους
3. καθαρού περιθωρίου κέρδους
4. αποδοτικότητας ενεργητικού
5. αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων
6. λόγος τιμής προς εσωτερική αξία
7. λόγος τιμής προς κέρδη ανά μετοχή
8. απόδοσης μετοχής σε ταμειακή ροή².

² Στον αρχικό σχεδιασμό της εργασίας, υπήρχε η πρόθεση στους αριθμοδείκτες που θα εξετάζονταν να περιλαμβάνεται επιπλέον ο Δείκτης τρέχουσας μερισματικής απόδοσης (Current dividend yield). Ωστόσο, κατά τη συλλογή των οικονομικών δεδομένων που ακολούθησε διαπιστώθηκε ότι κάποιες εταιρείες του κλάδου δεν διένειμαν μέρισμα κατά την περίοδο εξέτασης, οπότε ο δείκτης εξαιρέθηκε από την ανάλυση.

Αποδεχόμενοι αυτό που αναφέρει ο Ντόκας (2016) ότι: «οι περιορισμοί που διέπουν τη φύση των αριθμοδεικτών οδηγούν στο συμπέρασμα ότι αυτοί πρέπει να χρησιμοποιούνται ως ενδείξεις και όχι ως η βάση για την εξαγωγή οριστικών και τελικών συμπερασμάτων» αποφασίστηκε η χρήση των αριθμοδεικτών σε συνδυασμό με άλλους παράγοντες, ώστε να εξαχθούν τα βέλτιστα δυνατά συμπεράσματα.

▪ Δεδομένα

Κατόπιν του προσδιορισμού των δεικτών, απαιτήθηκε η συλλογή των οικονομικών στοιχείων και η επεξεργασία τους, ώστε να υπολογιστούν οι δείκτες και στη συνέχεια να ερμηνευθεί η οικονομική κατάσταση και η πορεία της κάθε εταιρείας.

Ως πηγή των οικονομικών μεγεθών των εταιρειών χρησιμοποιήθηκαν οι δημοσιευμένες ετήσιες οικονομικές εκθέσεις τους. Μάλιστα, για να ληφθούν υπόψη τυχόν αναμορφώσεις των μεγεθών των οικονομικών καταστάσεων επιλέχθηκε για κάθε χρήση να χρησιμοποιηθούν οι καταστάσεις της επόμενης, δηλαδή τα μεγέθη του 2013 αντλήθηκαν από τις καταστάσεις του 2014 κ.ο.κ. Για τα μεγέθη του 2015 που δεν υπήρχαν διαθέσιμες οι οικονομικές καταστάσεις του 12μήνου του 2016, χρησιμοποιήθηκαν τα μεγέθη της ετήσιας έκθεσης του 2015.

Για την ανάλυση επιλέχθηκε να χρησιμοποιηθούν τα οικονομικά μεγέθη της μητρικής εταιρείας των ομίλων στους οποίους συμμετέχουν οι υπό εξέταση εταιρείες (εκτός και εάν αναφέρεται κάτι άλλο).

▪ Πρόβλεψη των κονδυλίων του 2016

Λόγω της μη δημοσίευσης των οικονομικών καταστάσεων για τη χρήση που έληξε στις 31/12/2016, απαιτήθηκε η εκτίμηση των μεγεθών των εταιρειών για το 2016. Η εκτίμηση έγινε βάση του μέσου όρου της ποσοστιαίας μεταβολής των μεγεθών για τα έτη 2013-2015.

Ο αριθμός των μετοχών για το 2016 επιλέχθηκε να θεωρηθεί αμετάβλητος σε σχέση με τη χρήση 1/1-31/12/2015, λόγω της σημαντικά μικρής μεταβλητότητας που εμφανίζει το συγκεκριμένο εταιρικό μέγεθος.

Σε άλλες μελέτες ίδιας φύσης, ως μεγέθη του 2016 χρησιμοποιούνται αυτά που εμφανίζονται στις 6μηνιές ή 9μηνιές ενδιάμεσες οικονομικές καταστάσεις, ωστόσο για τους σκοπούς της παρούσας διπλωματικής επιλέχθηκε η μεθοδολογία

εκτίμησης που αναφέρεται παραπάνω. Και αυτό διότι το διάστημα που μεσολαβεί μεταξύ των ενδιάμεσων οικονομικών καταστάσεων (είτε είναι 6μηνιές, είτε είναι 9μηνιές) και της ημερομηνίας αναφοράς της εργασίας (05/01/2017) θεωρήθηκε ιδιαίτερα μεγάλο και δεν θα ήταν επαρκές να ακολουθηθεί η τελευταία μεθοδολογία.

▪ Αποτίμηση εταιρειών

Επειδή η πλειοψηφία των εταιρειών εμφανίζουν ζημίες τα έτη 2013-2016, ως καταλληλότερη μέθοδος αποτίμησής τους επιλέχθηκε η μέθοδος των ελεύθερων ταμειακών ροών στην επιχείρηση. Συγκεκριμένα, θα εφαρμοστεί το μοντέλο προεξόφλησης ταμειακών ροών δύο σταδίων βάση της υπόθεσης ότι οι εταιρείες την πρώτη περίοδο διάρκειας 5 ετών θα αναπτύσσονται με το ρυθμό ανάπτυξης του 2016 και στη συνέχεια θα αναπτύσσονται με διαφορετικό ρυθμό στο διηνεκές.

Η συντριπτική πλειοψηφία των εταιρειών του κλάδου παρουσιάζουν αρνητικό ρυθμό ανάπτυξης στα έτη 2016-2021, ωστόσο επιλέχθηκε από το έτος 2022 και στο διηνεκές να θεωρηθεί χαμηλός θετικός ρυθμός ανάπτυξης. Ο θετικός ρυθμός ανάπτυξης επιλέχθηκε για το διηνεκές διότι οι εταιρείες του κλάδου έχουν μακρά παράδοση στο χώρο δραστηριοποίησής τους, τη δυνατότητα να ανακάμψουν, αλλά και τη γνώση για να το επιτύχουν.

Η μέθοδος αυτή πέραν της ιδιαίτερης αποδοχής που απολαμβάνει σε ακαδημαϊκό και επαγγελματικό επίπεδο, έχει το επιπλέον χαρακτηριστικό ότι δεν λαμβάνει υπόψη της τα καθαρά κέρδη ή τις καθαρές ζημίες της εταιρείας, οπότε τείνει να προτιμάται σε περιπτώσεις ζημιογόνων επιχειρήσεων όπως αυτές του κλάδου.

Επιπλέον, για τον προσδιορισμό των ελεύθερων ταμειακών ροών δεν λαμβάνεται υπόψη ο δανεισμός, χαρακτηριστικό που επίσης συνάδει με τις εταιρείες του κλάδου, οι οποίες όπως θα αναλυθεί αργότερα δεν κάνουν εκτεταμένη χρήση δανειακών κεφαλαίων.

▪ Υπολογισμός ελεύθερων ταμειακών ροών (FCF)

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές των εταιρειών υπολογίστηκαν βάση του ακόλουθου τύπου (Αποστόλου, (2015); Fernandez, (2015)):

Κέρδη προ τόκων και φόρων (EBIT)

- Φόροι υπολογιζόμενοι στα EBIT
- = Καθαρά κέρδη χωρίς δανεισμό
- + Αποσβέσεις
- Αύξηση στα πάγια στοιχεία (CAPEX)
- Μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης (ΔNWC)³
- = Ελεύθερες ταμειακές ροές στην επιχείρηση

▪ Αύξηση στα πάγια στοιχεία (CAPEX)

Αρχικά υπολογίστηκε η μεταβολή στα πάγια στοιχεία ως η διαφορά των παγίων στοιχείων του έτους μείον τα πάγια στοιχεία του προηγούμενου έτους. Αν η μεταβολή ήταν θετική, τότε λήφθηκε υπόψη ως το ύψος του CAPEX, αν η μεταβολή ήταν αρνητική τότε στον τύπο υπολογισμού των FCF τέθηκε ίσο με μηδέν.

▪ Κεφάλαιο κίνησης (NWC)

Το κεφάλαιο κίνησης ή καθαρό κεφάλαιο κίνησης (net working capital), όπως εναλλακτικά αναφέρεται, υπολογίστηκε με τον ακόλουθο τύπο:

$$NWC = \text{Κυκλοφορούν ενεργητικό} - \text{Βραχυχρόνιες υποχρεώσεις}$$

Το κεφάλαιο κίνησης ανήκει στους αριθμοδείκτες δραστηριότητας. Η μεταβολή του κεφαλαίου κίνησης (ΔNWC) υπολογίζεται ως η διαφορά του κεφαλαίου κίνησης του έτους μείον το κεφάλαιο κίνησης του προηγούμενου έτους.

▪ Φορολογικός συντελεστής

Ως φορολογικός συντελεστής χρησιμοποιήθηκε ο θεσπισμένος συντελεστής φορολογίας (statutory corporate tax rate) για το 2016 όπως ισχύει με βάση τη νομοθεσία περί φορολογίας εισοδήματος νομικών προσώπων, ήτοι 29%. Και

³ Ο αρχικός τύπος υπολογισμού των FCF ανέφερε ‘Αύξηση στο κεφάλαιο κίνησης’, ωστόσο για λόγους ομοιογενούς αντιμετώπισης των παραγόντων που δημιουργούν αξία στην επιχείρηση (value driving forces) τελικά χρησιμοποιήθηκε η ‘Μεταβολή του κεφαλαίου κίνησης’.

επιλέχθηκε η υπόθεση ότι ο φορολογικός συντελεστής παραμένει αμετάβλητος στο μέλλον. Στις περιπτώσεις που τα EBIT ήταν αρνητικά δεν υπολογίστηκε φόρος.

Μεταξύ του ονομαστικού (θεσπισμένου) και του αποτελεσματικού φορολογικού συντελεστή προτιμήθηκε ο πρώτος διότι ο δεύτερος παρουσίαζε πολλές ακραίες τιμές και θα επηρεάζονταν τα αποτελέσματα. Επιπλέον, οι Cooper και Priestly (2016) στο σχετικό άρθρο τους εφαρμόζουν τον ίδιο χειρισμό σχετικά με το φορολογικό συντελεστή.

▪ Πρόβλεψη ελεύθερων ταμειακών ροών από το 2017 έως το 2022

Για τον υπολογισμό των ελεύθερων ταμειακών ροών για τα έτη 2017-2022 έγινε η υπόθεση ότι τα προσδιοριστικά μεγέθη των ταμειοροών μεταβάλλονται σύμφωνα με το ρυθμό ανάπτυξης που υπολογίστηκε για κάθε εταιρεία. Δηλαδή $EBIT_{2017} = EBIT_{2016} * (1 + \text{Ρυθμός ανάπτυξης})$ κ.ο.κ.

Ο υπολογισμός των FCF έγινε μέχρι και το 2022 διότι για τον υπολογισμό της υπολειμματικής αξίας η ταμειοροή που χρειάζεται είναι αυτή του 2022. Στους πίνακες όπου παρουσιάζονται οι FCF δίπλα από τα έτη 2017-2022 υπάρχει η ένδειξη (ε) για να υποδηλωθεί ότι πρόκειται για αναμενόμενη ή προβλεπόμενη FCF.

▪ Ρυθμός ανάπτυξης

Για την πρόβλεψη των FCF χρειάζεται ο ρυθμός ανάπτυξης της εταιρείας και για τους σκοπούς της παρούσας ανάλυσης επιλέχθηκε ως ρυθμός ανάπτυξης (growth rate) αυτός που προτείνει ο Damodaran (2008) και είναι ο εξής:

$$\text{Ρυθμός ανάπτυξης} = \text{Συντελεστής επανεπένδυσης} * \text{Απόδοση του κεφαλαίου}$$

όπου

$$\text{Συντελεστής επανεπένδυσης: Reinvestment rate} = [\text{CAPEX} - \text{Depreciation} + \Delta \text{NWC}] / [\text{EBIT} * (1 - \text{Tax rate})]$$

$$\text{Απόδοση του κεφαλαίου: Return on capital} = [\text{EBIT} * (1 - \text{Tax rate})] / [\text{BV of Equity} + \text{BV of Debt} - \text{Cash}]$$

▪ Προεξοφλητικό επιτόκιο

Για τον προσδιορισμό του κατάλληλου προεξοφλητικού επιτοκίου, επιλέχθηκε το

μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (weighted average cost of capital- WACC). Το WACC θεωρείται το πιο ευρέως χρησιμοποιούμενο επιτόκιο προεξόφλησης και υπολογίζεται σταθμίζοντας το κόστος κάθε πηγής χρηματοδότησης με το ποσοστό κατά το οποίο η συγκεκριμένη αυτή πηγή συμμετέχει στη χρηματοδότηση.

Ο τύπος υπολογισμού του είναι ο εξής:

$$WACC = W_e * K_e + W_d * K_d * (1 - T)$$

όπου:

WACC: Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου

$$W_e = [E / (E + D)]$$

K_e : Κόστος ιδίων κεφαλαίων

$$W_d = [D / (E + D)]$$

K_d : Κόστος ξένων κεφαλαίων

T: Φορολογικός συντελεστής

E: Σύνολο ιδίων κεφαλαίων

D: Σύνολο ξένων κεφαλαίων

■ Κόστος ιδίων κεφαλαίων

Για την εκτίμηση του κόστους ιδίων κεφαλαίων επιλέχθηκε το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (capital asset pricing model- CAPM) που θεμελιώθηκε διαδοχικά από τους Sharpe (1964), Lintner (1965) και Mossin (1966) και θεωρείται ως η πιο δημοφιλής μέθοδος εκτίμησης του κόστους ιδίων κεφαλαίων (Graham και Harvey (1999); Rajaratnam κ.λπ. (2013)).

Το μοντέλο εκφράζεται από τον παρακάτω τύπο:

$$K_e = r_F + \beta * (r_M - r_F)$$

όπου:

K_e : Κόστος ιδίων κεφαλαίων ή απαιτούμενη απόδοση της επένδυσης

r_F : Επιτόκιο μηδενικού κινδύνου (risk-free rate of return)

β : Συντελεστής βήτα ή beta

r_M : Αναμενόμενη απόδοση της αγοράς (market return).

▪ Επιτόκιο μηδενικού κινδύνου

Για την παρούσα ανάλυση το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου υπολογίστηκε ίσο με 1,075. Το οποίο προκύπτει από το άθροισμα της μέσης εβδομαδιαίας απόδοσης του 10ετούς γερμανικού ομολόγου για την περίοδο 02/01/2013 έως 05/01/2017⁴ που ισούται με 0,876 πλέον το premium για τον κίνδυνο χώρας της Ελλάδας που εκτιμήθηκε σε 0,199.

▪ Κίνδυνος χώρας (Country risk)

Μετά τη διερεύνηση των κινδύνων που αντιμετωπίζουν οι εταιρείες, αποφασίστηκε ότι στην ανάλυση θα ληφθεί υπόψη ο κίνδυνος χώρας. Η πλειοψηφία των εταιρειών δραστηριοποιούνται και σε χώρες εκτός της Ελλάδας, ωστόσο επειδή για την ανάλυση χρησιμοποιήθηκαν τα μεγέθη της μητρικής, ο κίνδυνος χώρας που θα χρησιμοποιηθεί αντιπροσωπεύει τον κίνδυνο χώρας της Ελλάδας.

Ο προσδιορισμός του κινδύνου χώρας της Ελλάδας αφορά τον Ιανουάριο του 2017 και βασίστηκε στη μεθοδολογία του Καθηγητή Aswath Damodaran, η οποία είναι διαθέσιμη στην ιστοσελίδα του⁵.

▪ Συντελεστής beta εταιρειών

Για τους σκοπούς της παρούσας ανάλυσης, ο συντελεστής βήτα των εταιρειών υπολογίστηκε εκτελώντας απλή γραμμική παλινδρόμηση με ανεξάρτητη μεταβλητή τις αποδόσεις του γενικού δείκτη του Χ.Α.Α. και εξαρτημένη τις αποδόσεις των μετοχών. Ο συντελεστής βήτα προκύπτει από την κλίση του γραμμικού υποδείγματος που υπολογίζεται με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων με τον οριζόντιο άξονα.

Ο συντελεστής επιλέχθηκε να υπολογιστεί σε σχέση με το γενικό δείκτη του Χ.Α.Α. διότι στην πλειοψηφία των περιπτώσεων το beta των εταιρειών σε σχέση με το γενικό δείκτη ήταν υψηλότερο από το beta τους σε σχέση με τον κλαδικό δείκτη.

⁴ Κατά τον υπολογισμό της μέσης απόδοσης του 10ετούς γερμανικού ομολόγου, εξαιρέθηκαν από τον υπολογισμό οι τιμές για το διάστημα 29 Ιουνίου έως και 31 Ιουλίου 2015, διάστημα κατά το οποίο το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών παρέμεινε κλειστό λόγω της τραπεζικής αργίας βραχείας διάρκειας που κηρύχθηκε με Πράξη Νομοθετικού Περιεχομένου.

⁵ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

Άρα, οι μεταβολές στις τιμές των μετοχών ερμηνεύονται καλύτερα από τις μεταβολές στο γενικό δείκτη σε σύγκριση με τις μεταβολές στον κλαδικό δείκτη.

Επισημαίνεται ότι κατά τον υπολογισμό του συντελεστή βήτα δεν πραγματοποιήθηκε έλεγχος για τυχόν διόρθωση των τιμών του πληθυσμού (:αποδόσεις του γενικού δείκτη και των μετοχών), διόρθωση που θα απαιτούνταν λόγω ύπαρξης ακραίων τιμών.

- Επιλογή τιμών μετοχών και γενικού δείκτη

Για τον υπολογισμό των συντελεστών βήτα χρησιμοποιήθηκαν εβδομαδιαίες τιμές κλεισίματος των μετοχών και του γενικού δείκτη για το διάστημα 02/01/2013 έως 05/01/2017.

Επιλέχθηκε η χρήση εβδομαδιαίων τιμών αντί ημερήσιων διότι οι μετοχές δεν παρουσιάζουν αυξημένη εμπορευσιμότητα, οπότε θα υπήρχε επηρεασμός των αποτελεσμάτων από την ύπαρξη πολλών μηδενικών στο δείγμα των αποδόσεων. Να σημειωθεί ότι ακόμη και με τη χρήση εβδομαδιαίων τιμών το προηγούμενο αποφεύχθηκε μερικώς.

- Αναμενόμενη απόδοση της αγοράς

Για τους σκοπούς της εργασίας, η αναμενόμενη απόδοση της αγοράς υπολογίστηκε σε -0,0005 και αποτελεί το μέσο όρο των αποδόσεων του γενικού δείκτη του Χ.Α.Α. για το εξεταζόμενο διάστημα. Για τον υπολογισμό της, επίσης χρησιμοποιήθηκαν εβδομαδιαίες τιμές κλεισίματος του γενικού δείκτη.

- Κόστος δανειακών κεφαλαίων

Για τον προσδιορισμό του κόστους δανεισμού των εταιρειών επιλέχθηκε να χρησιμοποιηθεί το μέσο κόστος δανεισμού που αναφέρουν οι εταιρείες στις σημειώσεις των οικονομικών καταστάσεων.

Στις περιπτώσεις όπου δεν υπήρχε αναφορά στις σημειώσεις, χρησιμοποιήθηκε ως επιτόκιο αυτό που προκύπτει από το πηλίκο των Εξόδων για τόκους προς την Αξία των δανειακών υποχρεώσεων.

1.5 Περιορισμοί εργασίας

Τα αποτελέσματα των διαδικασιών που παρουσιάζονται και αναλύονται στην παρούσα εργασία συνοδεύονται από μια σειρά περιορισμών που σχετίζονται με τη φύση του αντικειμένου της εργασίας.

Αρχικά, οι προβλέψεις που έγιναν στα πλαίσια της παρούσας εργασίας βασίστηκαν σε απλουστευμένες μεθόδους, ενώ η χρήση στατιστικών και οικονομετρικών μοντέλων θα αύξανε την ορθότητα των προβλέψεων. Επιπροσθέτως, για τον καλύτερο προσδιορισμό της αξίας των επιχειρήσεων ενδέχεται να απαιτούνταν η εφαρμογή παραπάνω της μιας μεθόδου αποτίμησης που επιλέχθηκε για τους σκοπούς της παρούσας διπλωματικής.

Επιπλέον, στην παρούσα εργασία προκύπτουν περιορισμοί που σχετίζονται με την επιλογή υπερκλάδου για τη διενέργεια της ανάλυσης. Και αφορούν τα συμπεράσματα που εξάγονται και τα οποία επηρεάζονται άμεσα από τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά και την οικονομική κατάσταση των εταιρειών που συνθέτουν τον υπερκλάδο. Το προηγούμενο οφείλεται στο ότι ένας υπερκλάδος αποτελείται από εταιρείες που ανήκουν σε διαφορετικούς κλάδους, άρα έχουν διαφορετικά αντικείμενα δραστηριότητας. Έτσι, τα εξαγόμενα συμπεράσματα αφορούν αποκλειστικά το συγκεκριμένο υπερκλάδο και δεν δύναται να αναχθούν στους υπόλοιπους υπερκλάδους ή κλάδους του Χ.Α.Α.

Τέλος, επισημαίνεται ότι με την αποτίμηση δεν μπορεί να υπολογιστεί η ακριβής αξία της επιχείρησης, καθώς και ότι τα αποτελέσματα της ανάλυσης εξάγονται κάτω από συνθήκες εύλογης διασφάλισης ή υπάρχουσας αβεβαιότητας. Αυτός ο περιορισμός είναι αποτέλεσμα της περιπλοκότητας της αποτιμητικής διαδικασίας και του γεγονότος ότι καθ' όλη τη διαδικασία γίνονται υποθέσεις για το ύψος διαφόρων μεγεθών. Μάλιστα, ο Warren Buffett παρατηρεί ότι στην αποτίμηση είναι προτιμότερο να είσαι περίπου σωστός, παρά απολύτως λάθος (Rajaratnam κ.λπ., 2013).

1.6 Δομή της εργασίας

Οι εργασία οργάνωθηκε σε έξι κεφάλαια. Το πρώτο κεφάλαιο είναι εισαγωγικό και περιλαμβάνει το σκοπό της εργασίας, τη μεθοδολογία που ακολουθήθηκε και την κριτική σκέψη γύρω από τη εργασία στο σύνολο. Στο δεύτερο κεφάλαιο πραγματοποιείται η ανασκόπηση της διεθνούς βιβλιογραφίας σχετικά με το θεματικό

τομέα της εργασίας. Ενώ, το τρίτο κεφάλαιο είναι αφιερωμένο στη χρησιμότητα και τους τρόπους εφαρμογής της χρηματοοικονομικής ανάλυσης και της αποτίμησης.

Στη συνέχεια, ξεκινά το δεύτερο θεματικό μέρος της εργασίας που αφορά την εφαρμογή της θεωρίας που αναλύθηκε προηγούμενα στον εξεταζόμενο κλάδο. Ειδικότερα, στο τέταρτο κεφάλαιο περιγράφεται ο κλάδος «Βιομηχανικά προϊόντα και υπηρεσίες» και παρουσιάζονται συνοπτικά οι εταιρείες που το συνθέτουν. Έπειτα, ακολουθεί η χρηματοοικονομική τους ανάλυση για να έρθει το πέμπτο κεφάλαιο, στο οποίο εκτιμάται η συνολική αξία των εταιρειών.

Στο πέμπτο κεφάλαιο παρουσιάζονται και αναλύονται τα μεγέθη που λαμβάνονται υπόψη για τον προσδιορισμό της αξίας και στη συνέχεια παρουσιάζεται η αξία της εταιρείας και η αξία της μετοχής σε συνδυασμό την τρέχουσα τιμή της. Ενώ, το κεφάλαιο ολοκληρώνεται με προτάσεις επιλογής των μετοχών. Τελευταίο είναι το έκτο κεφάλαιο στο οποίο περιλαμβάνονται τα συμπεράσματα της εργασίας και οι προτάσεις για μελλοντική έρευνα.

Κεφάλαιο 2^ο

Βιβλιογραφική ανασκόπηση

Η πρώτη αναφορά στην αξία της επιχείρησης γίνεται από τους Paton και Broad (1936), οι οποίοι παρατηρούν ότι οι εταιρείες είναι αυτόνομες οντότητες η αξία των οποίων διαφέρει από το άθροισμα των αξιών των επιμέρους στοιχείων που τις αποτελούν, αναφέροντας χαρακτηριστικά ότι έτσι παραβιάζεται ένα από τα θεμελιώδη και πιο προφανή μαθηματικά αξιώματα. Ενώ, τονίζουν την αναγκαιότητα να δοθεί συστηματική προσοχή στην επιχειρηματική αποτίμηση, λόγω της γρήγορης εναλλαγής ιδιοκτησίας στις επιχειρήσεις και της ύπαρξης εξαγορών και ενοποιήσεων.

Για τους Paton και Broad (1936), η αποτίμηση της επιχείρησης γίνεται είτε βάση του κόστους, είτε βάσει του εισοδήματος προεξοφλημένου με το κατάλληλο επιτόκιο. Το 1959, ο Gordon παρουσιάζει την έρευνα του σχετικά με τον τρόπο που οι τιμές των μετοχών σχετίζονται με τα μερίσματα και τα κέρδη. Σε αυτή την έρευνα αναπτύσσει το μοντέλο αποτίμησης των επιχειρήσεων βάσει της χρηματορροής των κερδών ανά μετοχή (earnings per share) ή των μερισμάτων ανά μετοχή (dividends per share). Το μοντέλο αυτό στη συνέχεια μετεξελέγχθηκε στο δημοφιλές Gordon Growth Model, σύμφωνα με το οποίο η αξία της επιχείρησης προκύπτει από την παρούσα αξία των αναμενόμενων μερισμάτων ανά μετοχή.

Ο Ohlson (1995) κάνοντας την υπόθεση ότι τα μερίσματα μειώνουν την τρέχουσα λογιστική αξία αφήνοντας ανεπηρέαστα τα τρέχοντα κέρδη εισάγει ένα μοντέλο υπολογισμού της τρέχουσας αγοραίας αξίας μιας επιχείρησης. Σύμφωνα με το μοντέλο του Ohlson, η αξία της επιχείρησης προκύπτει ως το άθροισμα της λογιστικής αξίας πλέον την παρούσα αξία των αναμενόμενων υπερκερδών (abnormal earnings) ή των υπολειμματικών κερδών (residual earnings). Τα αναμενόμενα υπερκέρδη που χρησιμοποιούνται στο μοντέλο αντιπροσωπεύουν τη διαφορά μεταξύ της αγοραίας και της λογιστικής αξίας, δηλαδή την υπεραξία της επιχείρησης.

Η συμβολή του Ohlson στην αποτίμηση επιχειρήσεων με την ανάπτυξη του προηγούμενου μοντέλου είναι καθοριστική. Αυτό συμβαίνει, αφενός γιατί είναι το πρώτο ολοκληρωμένο μοντέλο που συνδυάζει την αξία της επιχείρησης με τη λογιστική πληροφόρηση και αφετέρου διότι το μοντέλο είναι εύκολα κατανοητό και εφαρμόσιμο.

Το 1999, οι Dechow κ.λπ. πραγματοποιούν εμπειρική διερεύνηση του ανωτέρω μοντέλου και εμφανίζονται επιφυλακτικοί ως προς την εφαρμοσιμότητα και αποτελεσματικότητά του. Ειδικότερα, αναφέρουν ότι το μοντέλο παρέχει ένα περιορισμένο πλαίσιο ενσωμάτωσης των πληροφοριών στα κέρδη, τη λογιστική αξία και την πρόβλεψη των κερδών και ότι ουσιαστικά αποτελεί μια αναδιατύπωση του μοντέλου προεξόφλησης των μερισμάτων, το οποίο είχε προηγουμένως αναπτυχθεί από τον Gordon.

Με το πέρασμα των χρόνων, έχουν αναπτυχθεί διάφορα μοντέλα αποτίμησης επιχειρήσεων, το καθένα από τα οποία υποστηρίζεται από διαφορετικές ομάδες ενδιαφερομένων (π.χ. ακαδημαϊκούς, επενδυτές). Τα μοντέλα αυτά εξετάζονται εμπειρικά για την αποτελεσματικότητα και τον τρόπο εφαρμογής τους, καθώς και την ποιότητα των δεδομένων που χρησιμοποιούν. Επιπλέον, παρατηρείται μια συνεχής αλλαγή στον τρόπο με τον οποίο αντιμετωπίζεται και εφαρμόζεται η ανάλυση και αποτίμηση επιχειρήσεων, αλλαγή η οποία είναι εμφανής και στη βιβλιογραφία.

Ο Chen (1967) κατατάσσει τα μοντέλα αποτίμησης σε αυτά που προσαρμόζουν τις μελλοντικές αποδόσεις βάσει κινδύνου (the certainty- equivalent method) και σε αυτά που προσαρμόζουν τα προεξοφλητικά επιτόκια σε σχέση με το κίνδυνο (the risk- adjusted discount rate method), παρατηρώντας ότι και οι δύο μέθοδοι πρέπει να καταλήγουν τόσο στην ίδια αξία της επιχείρησης, όσο και στην ίδια αξία κάθε επιμέρους χρηματικής ροής.

Ο παραπάνω διαχωρισμός μπορεί να μην έχει ιδιαίτερη πρακτική αξία, συμβάλει όμως καθοριστικά στην ουσιαστική κατανόηση των επιμέρους μοντέλων αποτίμησης, χωρίς ταυτόχρονα να προϋποθέτει την αυστηρή κατανομή του συνόλου των μοντέλων στις δύο αυτές κατηγορίες. Η κατάταξη των μοντέλων εκ πρώτης, μπορεί να θεωρηθεί απλή διαδικασία, όμως δεν πρέπει να ιδωθεί ως τέτοια και αυτό διότι η εφαρμογή του κάθε μοντέλου βασίζεται σε περίπλοκες υποθέσεις και εκτιμήσεις σχετικά με επιμέρους ποσά.

Σήμερα, η βιβλιογραφία διακρίνει δύο είδη προσέγγισης των μοντέλων αποτίμησης: την προσέγγιση του υπολειμματικού εισοδήματος (residual income approach) και την προσέγγιση της προεξόφλησης των ταμειακών ροών (discounted cash flow approach). Παρ' όλο που οι δύο αυτές εναλλακτικές προσεγγίσεις παρέχουν διαφορετικές μεθόδους αποτίμησης, στον Plenborg (2002) διαβάζουμε ότι είναι ισοδύναμες σε θεωρητικό επίπεδο. Επομένως, θα λέγαμε ότι η χρησιμότητα και

αυτού του διαχωρισμού έχει κυρίως πρακτική αξία σχετικά με την ευκολότερη κατανόηση των διαφορών μοντέλων.

Ο Plenborg (2002) στο προαναφερόμενο άρθρο του, συγκρίνει αυτές τις δύο προσεγγίσεις προσπαθώντας, όπως χαρακτηριστικά αναφέρει, να εξετάσει από τη σκοπιά του χρήστη εάν η μία μέθοδος είναι ανώτερη από την άλλη. Το ερώτημα που θέτει το επεξηγεί ως τη διερεύνηση της «*αναλυτικής ελκυστικότητας*» κάποιου μοντέλου για το χρήστη.

Ο Plenborg (2002) παρατηρεί ότι πρακτικά όλες οι εναλλακτικές προσεγγίσεις που διερευνά δίνουν την ίδια σημειακή εκτίμηση της αξίας της επιχείρησης, αν εφαρμοστούν οι ίδιες υποθέσεις. Το συμπέρασμα αυτό είναι πολύ σημαντικό διότι υπερτονίζει τη σπουδαιότητα των υποθέσεων- δεδομένων- που χρησιμοποιούνται κατά τη διαδικασία της αποτίμησης και η σημαντικότητά του αυξάνεται από το ότι οι ερευνητές στην πλειονότητά τους δεν αναφέρονται στον καθοριστικό παράγοντα των δεδομένων, γεγονός που δεν κάνει απόλυτα σαφές ότι η αποτίμηση είναι ρευστή και δεν στοχεύει στην ακρίβεια, αλλά την επάρκεια.

Επιπλέον, ο Plenborg (2002) ενώ διαπιστώνει ότι η βιβλιογραφία τάσσεται υπέρ της προσέγγισης της προεξόφλησης των ταμειακών ροών, στο άρθρο του καταλήγει να επιχειρηματολογεί υπέρ της προσέγγισης του υπολειμματικού εισοδήματος. Όπως αναφέρει, θεωρεί αυτή την προσέγγιση ως πιο κατάλληλη αφού βασίζεται σε έννοιες και χρηματοοικονομικούς δείκτες γνωστούς από τη λογιστική και την ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων. Σε αυτό το συμπέρασμα καταλήγει λαμβάνοντας υπόψη αφενός ότι οι προβλέψεις γίνονται βάση της λογιστικής του δεδουλευμένου και αφετέρου ότι στον έλεγχο του προϋπολογισμού χρησιμοποιούνται λογιστικά μεγέθη και όχι ταμειακές ροές.

Οι Damodaran (δεκαετία '90 έως σήμερα) και Fernandez (δεκαετία '00 έως σήμερα) με πληθώρα δημοσιεύσεων τους έχουν συστηματοποιήσει την αποτίμηση επιχειρήσεων, δίνοντας έμφαση στην προεξόφληση των μελλοντικών ταμειακών ροών, παρέχοντας λεπτομερή καθοδήγηση για τις πληροφορίες που μπορούν να χρησιμοποιηθούν στα στάδια της αποτίμησης, καθώς και τους περιορισμούς που συνοδεύουν την αποτίμηση. Συγκεκριμένα, ο Damodaran αναφέρεται στη «*σκοτεινή πλευρά της αποτίμησης*» ("*the dark side of valuation*"), χαρακτηρισμό τον οποίο χρησιμοποιεί για να αναφερθεί στα σημεία που απαιτούν ιδιαίτερη προσοχή κατά τη διαδικασία της αποτίμησης.

Επιπλέον, οι δύο ερευνητές έχουν δημιουργήσει μια λεπτομερή λίστα με τα συχνά λάθη που γίνονται κατά την αποτιμητική διαδικασία, συμβάλλοντας αφενός στην αποφυγή αυτών των λαθών και αφετέρου στη βελτίωση του αποτελέσματος της αποτίμησης.

Στο σημείο αυτό, αξίζει να αναφερθεί ότι η βιβλιογραφία είναι περιορισμένη σε ό,τι αφορά την αποτίμηση εποχιακών επιχειρήσεων. Ενώ, από την εξέταση του δείγματος που χρησιμοποιούν οι ερευνητές φαίνεται ότι γενικά για τους ερευνητικούς σκοπούς στο δείγμα δεν συμπεριλαμβάνονται οι εταιρείες παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών (Frankell και Lee (1998); Loughran και Wellman (2010); Dong κ.λπ. (2011); Belo κ.λπ. (2013); Persakis και Iatridis (2015); Sharafoddin και Emsia (2016); Frank και Shen (2016); Li κ.λπ. (2016)), καθώς και οι επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας (Dong κ.λπ. (2011); Belo κ.λπ. (2013); Frank και Shen (2016)). Το παραπάνω οφείλεται στις ιδιαιτερότητες που παρουσιάζει ο κύκλος εργασιών και η φύση των δραστηριοτήτων αυτών των επιχειρήσεων, παράγοντες που περιπλέκουν την ανάλυσή τους και δεν επιτρέπουν τη σύγκρισή τους με άλλες επιχειρήσεις.

Επιπλέον, ο Roborský (2015) στην εργασία του με θέμα τη μέθοδο αποτίμησης με βάση τη ρευστοποιήσιμη αξία παρατηρεί ότι, παρ' όλο που η διεθνής βιβλιογραφία έχει ασχοληθεί εκτενώς με την αποτίμηση με προεξόφληση των ταμειακών ροών, υπάρχει ελλιπής αναφορά στη μέθοδο της ρευστοποιήσιμης αξίας. Σε αυτή του τη δημοσίευση, αρχικά διαπιστώνει ότι κατά την εφαρμογή της ρευστοποιήσιμης αξίας αυτή γίνεται απλά και μάλιστα δεν λαμβάνονται υπόψη θεμελιώδεις οικονομικές αρχές, όπως είναι για παράδειγμα η διαχρονικά αξία του χρήματος. Επιπλέον, επιχειρεί να ξεκαθαρίσει κάποια βασικά χαρακτηριστικά της μεθόδου και να προσεγγίσει επιμέρους τεχνικά ζητήματα για την εφαρμογή της.

Μεταξύ άλλων, αναφέρει ότι σε περιπτώσεις αποτίμησης προβληματικών ή ζημιογόνων εταιρειών η χρηματοοικονομική ανάλυση που προηγείται της αποτίμησης έχει ως κύριο στόχο να επιβεβαιώσει τη δύσκολη κατάσταση της εταιρείας, και γι' αυτό οι χρηματοοικονομικοί δείκτες και η ανάλυση ιστορικών δεδομένων δεν παρουσιάζουν χρησιμότητα. Επίσης, διαπιστώνει ότι η στρατηγική ανάλυση που λαμβάνει χώρα πριν την εφαρμογή της αποτίμησης βάση ρευστοποιήσιμης αξίας στοχεύει στη λήψη απόφασης σχετικά με το πώς θα πραγματοποιηθεί η ρευστοποίηση της εταιρείας.

Τα παραπάνω παρουσιάζουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον κυρίως λόγω της διαφοράς του τρόπου που προσεγγίζονται οι δύο τεχνικές ανάλυσης (στρατηγική και χρηματοοικονομική) σε συνάρτηση με την οικονομική κατάσταση της επιχείρησης, η οποία και προσδιορίζει τη μέθοδο αποτίμησης που θα εφαρμοστεί.

Η πλειοψηφία των μοντέλων αποτίμησης έχει μια μακρά πορεία στο χρόνο, ωστόσο αυτή τους η πορεία συνοδεύεται από ένα διαρκή διάλογο σχετικά με την καταλληλότητα και αποτελεσματικότητά τους. Η βιβλιογραφία δεν παρέχει ενδείξεις πλήρους και οριστικής απόρριψης κάποιου μοντέλου, ωστόσο είναι εμφανείς οι προσπάθειες να βελτιωθούν τα υπάρχοντα μοντέλα και να αναπτυχθούν νέα.

Ήδη από το 1965, ο Fama εισάγει τη θεωρία του τυχαίου περιπάτου (random walk) των αποδόσεων των μετοχών, η οποία ουσιαστικά αποτελεί αμφισβήτηση όλων των θεωριών που είχαν αναπτυχθεί τα προηγούμενα χρόνια, μιας και βασίζεται στην υπόθεση ότι η τιμή μιας μετοχής δεν μπορεί να προβλεφθεί με βάση τις ιστορικές αποδόσεις. Η θεωρία αυτή, μέχρι και σήμερα δεν έχει ανατραπεί πλήρως, γεγονός που θέτει τα πάντα γύρω από την ανάλυση και αποτίμηση επιχειρήσεων υπό την «ομηρία» της κατάρριψης οποιαδήποτε στιγμή κάποιος αποδεχθεί τη θεωρία του Fama.

Σημαντική επίσης, είναι η διάσταση που παρατηρείται ανάμεσα στη θεωρητική και πρακτική εφαρμογή της αποτίμησης των επιχειρήσεων. Οι ακαδημαϊκοί και οι επενδυτές αποτελούν τα δύο άκρα (πόλους) ενός δίπολου που στο κέντρο του έχει την επενδυτική δραστηριότητα. Ο κάθε πόλος προσπαθεί να προσεγγίσει τη διαδικασία της αποτίμησης βασιζόμενος στον τρόπο που την αντιλαμβάνεται και στα μοντέλα που έχει αναπτύξει ή αποδέχεται ως κατάλληλα, αυτό όμως με τη σειρά του δημιουργεί μια απόκλιση μεταξύ αυτών των δύο ομάδων, η οποία διευρύνεται με δεδομένη τη χρονική υστέρηση που μεσολαβεί. Η χρονική υστέρηση αναφέρεται στο ότι κατά κύριο λόγο οι επενδυτές διεξάγουν αποτίμηση πριν την πραγματοποίηση μιας επένδυσης, ενώ οι ακαδημαϊκοί μελετούν ιστορικά στοιχεία.

Οι Graham και Harvey (2001) διεξήγαγαν μια έρευνα στους οικονομικούς διευθυντές των εταιρειών της λίστας Fortune 500 του 1998 σχετικά με τις τεχνικές που εφαρμόζουν για τον προϋπολογισμό κεφαλαίου, το κόστος κεφαλαίου και την κεφαλαιακή δομή. Τα αποτελέσματα αυτής της έρευνας έδειξαν ότι οι επαγγελματίες παρουσιάζονται λιγότερο πρόθυμοι να ακολουθήσουν την ακαδημαϊκή σκέψη σε ό,τι αφορά τον προσδιορισμό της κεφαλαιακής δομής, παρ' όλο που για τον

προσδιορισμό του προϋπολογισμού κεφαλαίου και του κόστους κεφαλαίου ακολουθούν τη θεωρία που έχει αναπτυχθεί και διδάσκεται στα Πανεπιστήμια επί σειρά ετών.

Το 2014, οι Rajaratnam κ.λπ. με δημοσίευσή τους εισάγουν ένα υπόδειγμα αποτίμησης που ενσωματώνει τις τεχνικές επιλογής μετοχών που εφαρμόζουν οι επενδυτές μακροχρόνιων αξιών (long-term value-investors) Warren Buffett και Benjamin Graham. Η μέθοδος αυτή καλείται «Μοντέλο της αναμενόμενης διάρκειας ζωής της περιόδου ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος» (Expected life of the competitive advantage period "ECAP" method), ή εναλλακτικά «Τύπος της αναμενόμενης εγγενούς αξίας» (Expected inherent-value formula).

Το παραπάνω κατατάσσεται στα μοντέλα προεξόφλησης μελλοντικών αποδόσεων (ταμειακών ροών), είναι όμως ιδιαίτερος καινοτόμο μιας και αποτελεί την πρώτη προσπάθεια σύγκλισης του χάσματος μεταξύ θεωρίας και πρακτικής εφαρμογής στο πεδίο της αποτίμησης επιχειρήσεων.

Το 2016, οι Joos κ.λπ. διαπιστώνουν ένα κενό στη γνώση σχετικά με τον τρόπο που οι αναλυτές αξιολογούν και ανταποκρίνονται στον αναμενόμενο κίνδυνο και την αβεβαιότητα, παράγοντες που επιδρούν στη μακροπρόθεσμη αξία της επιχείρησης. Μελετώντας τις εκθέσεις των αναλυτών της Morgan Stanley για τις εισηγμένες στο χρηματιστήριο των ΗΠΑ εταιρείες πριν και μετά τη χρηματοπιστωτική κρίση, διαπιστώνουν την αλλαγή στον τρόπο με τον οποίο ενσωματώνεται ο κίνδυνος και η αβεβαιότητα στην ανάλυση και συμπεραίνουν ότι μετά την κρίση υπάρχει σημαντική μείωση των λαθών, που οδηγεί σε αύξηση της ακρίβειας.

Το 2015, οι Laih κ.λπ. ερευνούν σε επίπεδο επιχειρήσεων τη σχέση που υπάρχει μεταξύ της αποτίμησης από χρηματοοικονομικούς αναλυτές και της αποτίμησης της αγοράς. Δηλαδή, διερευνούν το πώς συνδέεται η αξία που δίνουν σε μια μετοχή οι αναλυτές και η αγορά (: αγοραία ή τρέχουσα αξία της μετοχής, όπως προκύπτει από τη διαπραγμάτευση του τίτλου σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά).

Οι Laih κ.λπ. (2015) διαπιστώνουν ότι στις περιπτώσεις αγορών με αυξημένη αβεβαιότητα, η οποία προέρχεται από ευμετάβλητες συνθήκες και ύπαρξη πληθώρας πληροφοριών, η αξία που αποδίδεται στη μετοχή από την αγορά καθορίζει την εκτιμώμενη από τους αναλυτές αξία. Το παραπάνω συμβαίνει διότι η αυξημένη αβεβαιότητα που συνοδεύει αυτές τις αγορές αυξάνει τη δυσκολία των αναλυτών να ανταπεξέλθουν στο συνεχώς μεταβαλλόμενο περιβάλλον. Τέλος, για εταιρείες με

ασθενή σχέση τιμής-κερδών φαίνεται ότι η αξία που εκτιμούν οι αναλυτές χρησιμοποιείται ως βάση για τον καθορισμό της αγοραίας τιμής.

Τα συμπεράσματα της προηγούμενης έρευνας των Laih κ.λπ. (2015) είναι πολύ σημαντικά για τις εταιρείες του Χρηματιστηρίου Αθηνών διότι λόγω της οικονομικής κρίσης που διανύει η Ελλάδα και των επιχειρηματικών κινδύνων⁶, οι επενδυτές καλούνται να λάβουν αποφάσεις κάτω από συνθήκες ιδιαίτερα αυξημένης αβεβαιότητας και ύπαρξης μεγάλου όγκου πληροφοριών.

Στο σημείο αυτό, είναι πολύ σημαντικό να αναφερθούμε στο κόστος που σχετίζεται με μια επένδυση και αποτελεί έναν πολύ κρίσιμο παράγοντα που επιδρά στις οικονομικές αποφάσεις. Το κόστος αυτό είναι ένα επιτόκιο και καλείται κόστος κεφαλαίου. Ενώ, αναφέρεται στην απόδοση (αμοιβή) που απαιτούν οι επενδυτές για τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν πραγματοποιώντας μια επένδυση. Το κόστος κεφαλαίου εισέρχεται στην αποτιμητική διαδικασία ως ο παράγοντας που προεξοφλεί τα αναμενόμενα εισοδήματα ώστε μετά συναθροιζόμενα να δώσουν την αξία μιας επιχείρησης.

Σχετικά με την αποτίμηση επιχειρήσεων βάση της προεξόφλησης ταμειακών ροών υπάρχουν δύο διαφορετικές προσεγγίσεις. Σύμφωνα με την πρώτη, η αξία μιας επιχείρησης είναι το άθροισμα της παρούσας αξίας των αναμενόμενων ταμειακών ροών προς τους μετόχους και της παρούσας αξίας των αναμενόμενων ταμειακών ροών προς τους δανειστές, προεξοφλημένων με το κόστος ιδίων κεφαλαίων και το κόστος δανεισμού, αντίστοιχα. Σύμφωνα με τη δεύτερη προσέγγιση, η αξία μιας επιχείρησης προκύπτει ως η παρούσα αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών⁷ προεξοφλημένων με το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης.

Με το πέρασμα των ετών έχει αναπτυχθεί πληθώρα τρόπων υπολογισμού του κόστους κεφαλαίου και γίνονται προσπάθειες για να βελτιωθούν τα μοντέλα και να αναπτυχθούν νέα. Οι Graham και Harvey (2001) καθώς και οι Rajaratnam κ.λπ.

⁶ Οι επιχειρηματικοί κίνδυνοι της ελληνικής αγοράς προέρχονται από τη γενικότερη αστάθεια που επικρατεί σε νομικό, οικονομικό, κοινωνικό και πολιτικό επίπεδο.

⁷ Η ελεύθερη ταμειακή ροή (free cash flow- FCF) είναι «η ταμειακή ροή μετά από φόρους που παράγεται από τα λειτουργικά στοιχεία του ενεργητικού μιας επιχείρησης και είναι διαθέσιμη στην εταιρεία αφού αυτή έχει πρώτα καλύψει τις ανάγκες επένδυσης σε πάγια περιουσιακά στοιχεία και κεφάλαιο κίνησης, υπό την προϋπόθεση ότι δεν υπάρχουν χρηματοοικονομικά έξοδα» (Αποστόλου, 2015).

(2014) στις προαναφερόμενες έρευνες τους, διαπίστωσαν ότι το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (Capital asset pricing model- εφεξής CAPM) αποτελεί την πιο δημοφιλή τεχνική υπολογισμού του κόστους των ιδίων κεφαλαίων.

Για τους Brealey κ.λπ. (2010) το παραπάνω συμβαίνει διότι το CAPM παρέχει μία εύχρηστη προσέγγιση της απαιτούμενης απόδοσης για μια επισφαλή επένδυση, άρα είναι ένας απλός τρόπος ανταπόκρισης στον παράγοντα του κινδύνου. Σε αυτό το βιβλίο τους οι Brealey κ.λπ. αναφέρουν χαρακτηριστικά ότι το CAPM είναι «μια ελκυστικά απλή ιδέα». Παρ' όλα αυτά, διατηρούν μια εμφανώς επιφυλακτική στάση απέναντι σε αυτό το μοντέλο, παραθέτοντας κάποιους προβληματισμούς τους και στη συνέχεια παρουσιάζοντας εναλλακτικές θεωρίες.

Το 2013, ο Papavassiliou προτείνει μια νέα μη παραμετρική μεθοδολογία προσαρμογής του CAPM στη ρευστότητα (Liquidity- adjusted CAPM). Με τη μεθοδολογία αυτή εισάγονται στο CAPM διάφοροι παράγοντες που επηρεάζουν τη ρευστότητα και εξετάζονται ως προς το εάν συνδέονται με τη δημιουργία των αποδόσεων των μετοχών. Η συγκεκριμένη έρευνα του Papavassiliou (2013) διεξάγεται για την ελληνική αγορά και είναι η πρώτη στη διεθνή βιβλιογραφία που εξετάζει το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

Η συνεισφορά του Papavassiliou (2013) σε ό,τι αφορά την επενδυτική δραστηριότητα στην ελληνική αγορά, έγκειται στο γεγονός ότι με την έρευνα του παρέχει αποδείξεις σχετικά με το ότι οι επενδυτές της ελληνικής αγοράς λαμβάνουν υπόψη τον παράγοντα του κινδύνου ρευστότητας. Όπως χαρακτηριστικά αναφέρει «ο κίνδυνος της ρευστότητας είναι ένας παράγοντας τιμολογημένος (priced) στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά». Επιπλέον, συμπεραίνει ότι οι επενδυτές αποζημιώνονται για τη διατήρηση μετοχών με αυξημένη ευαισθησία στις διακυμάνσεις της ρευστότητας των τοπικών αγορών της Ελλάδας, στοιχείο πολύ σημαντικό γιατί όταν οι επενδυτές αναλαμβάνουν επιπλέον κινδύνους επιθυμούν να αποζημιωθούν για αυτούς.

Σήμερα, η χρηματοδότηση της πλειοψηφίας των επιχειρήσεων γίνεται από διάφορες πηγές κεφαλαίων, όπως είναι για παράδειγμα το μετοχικό κεφάλαιο και οι διάφορες μορφές δανεισμού. Η κάθε πηγή κεφαλαίων συμμετέχει στη συνολική χρηματοδότηση με διαφορετικό ύψος παρεχόμενων κεφαλαίων, αλλά και διαφορετικό κόστος κεφαλαίων. Αυτό με τη σειρά του δημιουργεί ένα σύνολο από διαφορετικά κεφάλαια με τα αντίστοιχα κόστη τους, τα οποία πρέπει με κάποιο τρόπο να συνδυαστούν, ώστε να υπολογιστεί το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης και αυτό

στη συνέχεια να ληφθεί υπόψη για να προχωρήσει η επιχείρηση στην επένδυση των διαθέσιμων κεφαλαίων της και να χρησιμοποιηθεί στην αποτίμηση της, όπως προαναφέρθηκε.

Μια δημοφιλής μεθοδολογία υπολογισμού του κόστους κεφαλαίου μιας επιχείρησης είναι το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (Weighted average cost of capital- εφεξής WACC). Το WACC έχει αναπτυχθεί εδώ και πολλές δεκαετίες και αποτελεί έναν τρόπο υπολογισμού του κόστους κεφαλαίου μιας εταιρείας σταθμίζοντας το κόστος κάθε κατηγορίας κεφαλαίου ποσοστιαία. Η εκτεταμένη χρήση του οφείλεται κυρίως στο ότι είναι ένας εύκολα εφαρμόσιμος και κατανοητός τρόπος υπολογισμού του κόστους κεφαλαίου, οπότε προτιμάται έναντι των υπολοίπων εναλλακτικών.

Ο Fernandez (2011) στο σχετικό του άρθρο, διαπιστώνει ότι η αναφορά στο WACC ως ‘κόστος κεφαλαίου’ μπορεί να οδηγήσει σε παρανοήσεις σχετικά με αυτό, μιας και όπως χαρακτηριστικά αναφέρει: το WACC δεν αποτελεί κόστος ούτε απαιτούμενη απόδοση, αλλά ο σταθμικός μέσος όρος ενός κόστους (κόστος δανειακών κεφαλαίων) και μιας απαιτούμενης απόδοσης (της απόδοσης που απαιτούν οι μέτοχοι). Τέλος, ο Fernandez (2011) καταγράφει κάποια συχνά λάθη που γίνονται κατά τον υπολογισμό του WACC και προτείνει το σωστό χειρισμό αυτών των σημείων.

Πρόσφατα ο Miller (2009) ξεκίνησε έναν παγκόσμιο διάλογο σχετικά με την καταλληλότητα του WACC, αναφέροντας χαρακτηριστικά στο σχετικό άρθρο του ότι το WACC μπορεί να οδηγήσει στη λήψη λανθασμένων αποφάσεων όταν λαμβάνεται υπόψη στην αξιολόγηση επενδυτικών σχεδίων, άρα είναι ακατάλληλο για το ρόλο τον οποίο καλείται να επιτελέσει.

Για τον Miller (2009), το παραπάνω συμβαίνει διότι στα πλαίσια του WACC αφενός ο παράγοντας της φορολογίας λαμβάνεται ακατάλληλα υπόψη και αφετέρου το ποσοστό των κερδών που αντιστοιχούν στους μετόχους και τους δανειστές υπολογίζονται λανθασμένα. Αυτό με τη σειρά του οδηγεί σε υποεκτίμηση της απαιτούμενης ταμειακής ροής, η οποία στη συνέχεια δεν επαρκεί για να παράσχει στους μετόχους και τους δανειστές τις αποδόσεις που αυτοί απαιτούν.

Έτσι, ο Miller (2009) εισάγει μία αναθεωρημένη έκδοση του WACC, το οποίο ονομάζει Μη-γραμμικό μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (Nonlinear WACC ή NLWACC) και το οποίο χαρακτηρίζει βελτίωση του WACC και αναφέρει ότι είναι

σπουδαιότερο αυτού, παρατηρώντας επίσης ότι μπορεί να υπολογιστεί εξίσου εύκολα. Για τον υπολογισμό του NLWACC, οι απαιτούμενες ταμειακές ροές που αντιστοιχούν στα δανειακά και ίδια κεφάλαια υπολογίζονται ξεχωριστά και στη συνέχεια αθροίζονται. Επίσης, διαπιστώνει ότι οι διαφορές ανάμεσα στο NLWACC και το WACC εξαλείφονται όταν ο φορολογικός συντελεστής ισούται με μηδέν και ο χρονικός ορίζοντας είναι διηνεκής.

Από τα παραπάνω εύκολα γίνεται κατανοητή η ύπαρξη έντονου προβληματισμού σχετικά με την ορθότητα και την αποτελεσματικότητα του WACC. Ωστόσο, με δεδομένο ότι η ευρεία χρήση του πηγάζει κυρίως από την απλότητα στην εφαρμογή του (δεν απαιτεί εξειδικευμένες γνώσεις) και την ευκολία στην κατανόησή του-πλεονεκτήματα που δύσκολα μπορούν να "ξεπεραστούν"-, εύκολα μπορεί κάποιος να συμπεράνει ότι απαιτείται μεγάλο χρονικό διάστημα για να αρχίσει να χρησιμοποιείται κάποιο άλλο μοντέλο.

Στα πλαίσια του προαναφερόμενου διαλόγου, ο Bade (2009) σχολιάζοντας το άρθρο του Miller (2009) καταλήγει στο συμπέρασμα ότι το WACC είναι πάντα έγκυρο, σε αντίθεση με το NLWACC του οποίου η εγκυρότητα βασίζεται σε ένα σύνολο ιδιαίτερα περιοριστικών παραδοχών και υποθέσεων. Για τον Bade (2009), το προηγούμενο ισχύει υπό τον περιορισμό του να χρησιμοποιείται, κατά τον υπολογισμό του WACC, η σωστή αναλογία δανειακών και ιδίων κεφαλαίων.

Περαιτέρω σε ό,τι αφορά τον τρόπο με τον οποίο εισέρχεται ο φορολογικός παράγοντας στον υπολογισμό του κόστους κεφαλαίου, παρατηρεί ότι ο τρόπος που ακολουθείται βάση του WACC επιτρέπει την εύκολη διεξαγωγή συγκρίσεων μεταξύ διαφορετικών φορολογικών συντελεστών. Η ευκολία αυτή οφείλεται στο ότι σε περιπτώσεις διαφορετικών φορολογικών συντελεστών δεν απαιτείται η εκ νέου κατάρτιση της κατάστασης αποτελεσμάτων.

Στο συγκεκριμένο άρθρο του ο Bade (2009) τάσσεται υπέρ του WACC έναντι του NLWACC, αφενός για την ευκολία που παρέχει το πρώτο σε σύγκριση με το δεύτερο, αφετέρου διότι ότι ο Miller (2009) στην ανάλυσή του θέτει την αναλογία δανειακών/ ιδίων κεφαλαίων σταθερή (αμετάβλητη) εντός του εξεταζόμενου χρονικού ορίζοντα.

Για τους Bade (2009) και Lorenz κ.λπ. (2016) το κόστος κεφαλαίου δύναται να διαφέρει τόσο με την πάροδο του χρόνου, όσο και βάση των μελλοντικών συνθηκών που θα επικρατούν τη στιγμή πραγματοποίησης των ταμειακών ροών. Επιπλέον, ο

Bade (2009) διαπιστώνει ότι κανένας ερευνητής δεν καθορίζει την κατανομή πιθανοτήτων που ακολουθούν οι μελλοντικές ταμειακές ροές, παρ' όλο που όλοι οι ερευνητές κάνουν την παραδοχή ότι οι ροές συνοδεύονται από αβεβαιότητα⁸.

Οι Loughran και Wellman (2010) στηριζόμενοι στο ότι πληθώρα θεωρητικών και πρακτικών της αποτίμησης χρησιμοποιούν τον εταιρικό πολλαπλασιαστή (enterprise multiple- EM) ως μέτρο υπολογισμού της εταιρικής αξίας, εκφράζουν έναν εναλλακτικό τρόπο προσδιορισμού του WACC. Συγκεκριμένα, αναφέρουν ότι εάν ο εταιρικός πολλαπλασιαστής αντιστραφεί, τότε μπορεί να ερμηνευθεί ως μια προσέγγιση του WACC. Ο εταιρικός πολλαπλασιαστής EM ισούται με το πηλίκο της εταιρικής αξίας (enterprise value) προς τα κέρδη προ τόκων, φόρων, αποσβέσεων και απομειώσεων (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization- EBITDA). Άρα, το WACC μπορεί να εκτιμηθεί ως το πηλίκο των EBITDA προς την εταιρική αξία. Τέλος, η εταιρική αξία προκύπτει από την αξία της κεφαλαιοποίησης (market capitalization) πλέον την αξία των δανειακών κεφαλαίων (value of debt) πλέον την αξία των δικαιωμάτων μειοψηφίας (minority interest) πλέον την αξία των προνομιούχων μετοχών (preferred shares) μείον τα μετρητά και τα ισοδύναμα των μετρητών (cash and cash equivalents).

⁸ Η αβεβαιότητα που συνοδεύει τις μελλοντικές ταμειακές ροές σχετίζεται τόσο με το ύψος τους, όσο και με τη χρονική στιγμή την οποία θα εισρεύσουν στην επιχείρηση.

Κεφάλαιο 3^ο

Θεωρητική προσέγγιση

3.1 Χρηματοοικονομική ανάλυση των επιχειρήσεων

3.1.1 Χρησιμότητα της ανάλυσης

Η ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων συνεισφέρει στη λήψη ορθολογικών επενδυτικών αποφάσεων (Τσάμης (1988); Σιαφάκας (1991); Αποστόλου (2015)), συμβάλλοντας με αυτόν τον τρόπο στην αποτελεσματική (Γκίκας, 2002) κατανομή των οικονομικών πόρων της οικονομίας.

Ο Helfert (1997) ορίζει τη χρηματοοικονομική ανάλυση ως τη διαδικασία προσδιορισμού της χρηματοοικονομικής επίπτωσης των επιχειρησιακών αποφάσεων. Δηλαδή, η ανάλυση χρησιμεύει στη λήψη των οικονομικών αποφάσεων, αλλά και στην αξιολόγηση των αποφάσεων αυτών. Έτσι, γίνεται κατανοητή αφενός η μεγάλη σημασία της ανάλυσης, αφετέρου η πολυπλοκότητά της, καθώς επίσης και η αλληλεπίδρασή της στην οικονομία.

Επιπλέον των ανωτέρω, για τον Κάντζο (2002) η ευρύτερη χρήση της χρηματοοικονομικής ανάλυσης συνεισφέρει στο να γίνει η παραγωγή και η διάθεση των χρηματοοικονομικών πληροφοριών φθηνότερη.

Ο Τσάμης (1988) αναφέρει ότι η χρηματοοικονομική ανάλυση καλύπτει την ανάγκη πληροφόρησης των εμπλεκομένων μερών. Την ανάγκη αυτή ενισχύει η τάση ανάπτυξης μεγάλης κλίμακας δραστηριοτήτων (Patron και Broad, 1936), η διεθνοποίηση των οικονομιών (Σιαφάκας, 1991), η αλληλεπίδραση που αναπτύσσεται στην οικονομία καθώς και η επιρροή που ασκούν οι οργανισμοί στην κοινωνία εντός της οποίας δραστηριοποιούνται (Τσάμης, 1988).

Επιπλέον, σύμφωνα με τον Αποστόλου (2015) η ανάλυση συνεισφέρει στη σύγκλιση του χάσματος πληροφοριών που δημιουργείται από την ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ των συντακτών των χρηματοοικονομικών καταστάσεων (διοίκηση των οικονομικών μονάδων) και αυτών που αντλούν πληροφόρηση από αυτές (χρήστες- κοινωνικοί εταίροι).

3.1.2 Χρήστες της ανάλυσης

Οι χρήστες της χρηματοοικονομικής ανάλυσης είναι αυτοί που λαμβάνουν αποφάσεις βασισμένοι στις πληροφορίες των οικονομικών καταστάσεων και αποτελούνται από τους παρακάτω:

- Επενδυτές- μέτοχοι
- Δανειστές- πιστωτές- προμηθευτές
- Διοίκηση
- Εργαζόμενοι ή/και ομάδες εργαζομένων
- Δημόσιες υπηρεσίες
- Πελάτες
- Ανταγωνιστές
- Οικονομικοί αναλυτές
- Ελεγκτές λογιστικών καταστάσεων
- Το κοινό, π.χ. φορολογούμενοι, καταναλωτές
- Διάφορες άλλες ομάδες, όπως ερευνητές, καθηγητές και φοιτητές πανεπιστημίων, σύμβουλοι.

3.1.3 Είδη ανάλυσης

Η ανάλυση διακρίνεται σε εσωτερική και εξωτερική, ανάλογα με τις πληροφορίες στις οποίες βασίζεται ή την πρόσβαση που αποκτά ο αναλυτής σε εσωτερικές ή εξωτερικές πληροφορίες. Σύμφωνα με το Νιάρχο (2004), η εσωτερική ανάλυση γίνεται από πρόσωπα που έχουν άμεση σχέση με την επιχείρηση και στοχεύει στον προσδιορισμό της αποδοτικότητας, ενώ η εξωτερική ανάλυση γίνεται από άτομα που βρίσκονται εκτός της επιχείρησης και δεν έχουν πρόσβαση σε μη δημοσιευμένες πληροφορίες.

Ο συνολικός όγκος των πληροφοριών που έχουν στη διάθεσή τους οι εσωτερικοί και εξωτερικοί αναλυτές, αντίστοιχα διαφέρουν σημαντικά μεταξύ τους, με τους πρώτους να αποκτούν συγκριτικό πλεονέκτημα έναντι των δεύτερων ακόμα και εάν υποθέσουμε ότι θα χρησιμοποιήσουν τις ίδιες ακριβώς διαδικασίες και μεθόδους. Σύμφωνα με το Νιάρχο (2004), αυτό οφείλεται κυρίως στη δυνατότητα των πρώτων να ελέγξουν τις διάφορες μεθόδους και διαδικασίες που εφαρμόστηκαν.

Ο διαχωρισμός ανάμεσα σε εσωτερικό και εξωτερικό αναλυτή δεν πρέπει πάντως να συγχέεται με τη διάκριση των ομάδων που βρίσκονται εντός και εκτός της

επιχείρησης, και αυτό διότι για παράδειγμα οι τράπεζες ενώ ανήκουν στο εξωτερικό περιβάλλον ενός οργανισμού είναι σε θέση να εξασφαλίζουν πληροφορίες εσωτερικής φύσεως, κάτι που δεν είναι σίγουρο ότι θα επιτύχει ένας άλλος εξωτερικός αναλυτής.

3.1.4 Τεχνικές Ανάλυσης των Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων

Υπάρχουν οι παρακάτω μέθοδοι (εργαλεία ή τεχνικές) που χρησιμοποιούνται στην ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων:

1. Διαστρωματική ή κάθετη ανάλυση,
2. Συγκριτική ή διαχρονική ανάλυση,
3. Ανάλυση με χρήση αριθμοδεικτών.

Όπως εξηγήθηκε ανωτέρω, για τους σκοπούς της παρούσας εργασίας θα χρησιμοποιηθεί η ανάλυση με χρήση αριθμοδεικτών. Παρακάτω ακολουθεί μια σύντομη αναφορά σε αυτή τη μέθοδο ανάλυσης και η περιγραφή των αριθμοδεικτών που θα συμπεριληφθούν στην ανάλυση.

Ανάλυση με χρήση αριθμοδεικτών

Αριθμοδείκτης είναι η σχέση μεταξύ ενός μεγέθους των οικονομικών καταστάσεων προς ένα άλλο (Νιάρχος, 2004) και εκφράζεται σε ποσοστό ή σε απόλυτο αριθμό. Τα μεγέθη αυτά αφορούν είτε πρωτογενή δεδομένα, όπως λογιστικά μεγέθη, είτε επεξεργασμένα στοιχεία όπως π.χ. το κεφάλαιο κίνησης (Αποστόλου, 2015). Με τη χρήση αριθμοδεικτών επιτυγχάνεται η συσχέτιση κονδυλίων των οικονομικών καταστάσεων που είναι μεταξύ τους ανεξάρτητα.

Η χρήση των αριθμοδεικτών αποτελεί ιδιαίτερα διαδεδομένη μέθοδο χρηματοοικονομικής ανάλυσης και βοηθά στην ερμηνεία των οικονομικών μεγεθών των επιχειρήσεων (Νιάρχος, 2004). Για τον Κάντζο (2002) η ευρεία χρήση τους στην ανάλυση οφείλεται σε συνήθεια και στην ευκολία στη χρήση τους ως διαγνωστικά μέσα.

Επιπλέον, οι χρηματοοικονομικοί δείκτες συνοψίζουν μεγάλο όγκο χρηματοοικονομικών δεδομένων (Τσάμης (1988); Ευθυμόγλου (1999); Αποστόλου (2015)) κάνοντας τη διαδικασία λήψης αποφάσεων ταχύτερη και σχετικά απλούστερη.

Στον Τσάμη (1988) διαβάζουμε ότι η ιδιαιτερότητα της σημαντικότητας και χρησιμότητας των αριθμοδεικτών έγκειται στο γεγονός ότι ο αριθμοδείκτης- που αποτελεί το λόγο δύο μεγεθών- παρέχει μια νέα ως προς τα δύο λογιστικά μεγέθη που συνδυάστηκαν πληροφορία.

Ο Ντόκας (2016) αναφέρει ότι η ανάλυση των αριθμοδεικτών βοηθά να γίνει κατανοητή η κατάσταση μιας οικονομικής μονάδας ανάλογα προς τους σκοπούς του αναλυτή. Ενώ, προσθέτει ότι *«η αξιοπιστία του συγκεκριμένου εργαλείου εξαρτάται από το βαθμό στον οποίο ο αναλυτής αντιλαμβάνεται τους περιορισμούς και τις ιδιαιτερότητες που χαρακτηρίζουν τη θέση του»*.

Οι αριθμοδείκτες χρησιμοποιούνται στη διαχρονική, διακλαδική και ενδοκλαδική ανάλυση. Υπάρχει πληθώρα αριθμοδεικτών στη σχετική βιβλιογραφία, ενώ οι βασικές κατηγορίες τους είναι οι παρακάτω:

- Αριθμοδείκτες ρευστότητας (Liquidity ratios)
- Αριθμοδείκτες δραστηριότητας (Activity ratios)
- Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας (Profitability ratios)
- Αριθμοδείκτες κεφαλαιακής δομής και βιωσιμότητας (Financial structure and viability ratios)
- Αριθμοδείκτες δαπανών λειτουργίας (Operating expense ratios)
- Αριθμοδείκτες επενδύσεων ή δείκτες αποτίμησης (Investment ratios).

Μετά την αξιολόγηση της οικονομικής κατάστασης και της πορείας των εταιρειών του κλάδου καθώς και των ιδιαιτεροτήτων αυτών, για την ανάλυση τους επιλέχθηκαν οι παρακάτω αριθμοδείκτες.

Αριθμοδείκτες ρευστότητας

Οι αριθμοδείκτες αυτοί χρησιμοποιούνται για τον προσδιορισμό της βραχυχρόνιας οικονομικής θέσης μιας επιχείρησης και της ικανότητάς της να ανταποκριθεί στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της (Νιάρχος, 2004).

Η ρευστότητα σε μια επιχείρηση αφορά τη δυνατότητα της να εκπληρώνει τις τρέχουσες/ ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις της (Αποστόλου, 2015). Η ύπαρξη ρευστότητας επιτυγχάνεται είτε με την ύπαρξη κυκλοφοριακών στοιχείων που μετατρέπονται εύκολα σε διαθέσιμα (ρευστοποιούνται εύκολα) είτε με τη διατήρηση επαρκών ρευστών διαθεσίμων, και συνηθέστερα με το βέλτιστο συνδυασμό των

προηγούμενων.

Στη διερεύνηση της ρευστότητας των εταιρειών που μελετώνται θα χρησιμοποιηθεί ο αριθμοδείκτης:

1. Ειδικής ρευστότητας (Acid test ratio)

Η χρηστικότητα αυτού του αριθμοδείκτη έγκειται στο γεγονός ότι λαμβάνει υπόψη του μόνο τα στοιχεία με υψηλή ρευστότητα, εκείνα δηλαδή που μετατρέπονται εύκολα και γρήγορα σε ρευστά, ενώ αγνοεί στοιχεία με μειωμένη ρευστότητα, όπως είναι τα αποθέματα.

$$\text{Δείκτης ειδικής ρευστότητας} = (\text{Κυκλοφορούν ενεργητικό} - \text{Αποθέματα}) / \text{Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις}$$

Ο αριθμοδείκτης δείχνει πόσες φορές τα ταχέως ρευστοποιήσιμα στοιχεία της επιχείρησης καλύπτουν τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της (Νιάρχος, 2004). Το ύψος του θεωρείται ικανοποιητικό όταν προσεγγίζει τη μονάδα.

Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας

Αποδοτικότητα είναι η ικανότητα της επιχείρησης να πραγματοποιεί κέρδη και συνδέεται με την ανταμοιβή των επενδυτών και πιστωτών της επιχείρησης για τα κεφάλαια που έχουν τοποθετήσει σε αυτή και για τους κινδύνους που έχουν αναλάβει.

Για την εξέταση της αποδοτικότητας των εταιρειών που μελετώνται θα χρησιμοποιηθούν οι παρακάτω αριθμοδείκτες:

2. Μικτού περιθωρίου κέρδους (Gross profit margin)

Δείχνει το ποσοστό επί τοις εκατό (%) του μικτού κέρδους της επιχείρησης από την πώληση εμπορευμάτων/ προϊόντων και αντανakλά τη λειτουργική αποτελεσματικότητα της επιχείρησης.

$$\text{Δείκτης μικτού κέρδους ή περιθωρίου} = (\text{Μικτά κέρδη εκμετάλλευσης} / \text{Πωλήσεις χρήσης}) * 100$$

Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης αυτός, τόσο καλύτερη από άποψης κερδών, είναι η θέση της επιχείρησης.

3. Καθαρού περιθωρίου κέρδους (Net profit margin)

Δείχνει το ποσοστό του καθαρού κέρδους που επιτυγχάνει η επιχείρηση από τις πωλήσεις της και εκφράζει το ποσοστό κέρδους που απομένει στην επιχείρηση μετά την αφαίρεση από τις πωλήσεις του κόστους πωληθέντων και των άλλων εξόδων της.

$$\text{Δείκτης καθαρού περιθωρίου} = (\text{Καθαρά κέρδη χρήσης} / \text{Πωλήσεις χρήσης}) * 100$$

Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης αυτός, τόσο πιο κερδοφόρα θεωρείται η επιχείρηση.

4. Αποδοτικότητα ενεργητικού (Return on assets- ROA)

Δείχνει την ικανότητα της διοίκησης να αξιοποιεί τα συνολικά κεφάλαια και να παράγει από αυτά καθαρά κέρδη, ανεξάρτητα του τρόπου κατανομής της αποδοτικότητας αυτής μεταξύ ιδίων και ξένων κεφαλαίων.

$$\text{Δείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού} = \text{Κέρδη χρήσης μετά φόρων} / \text{Συνολικά Κεφάλαια}$$

5. Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων (Return on equity- ROE)

Μετρά την αποτελεσματικότητα με την οποία τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης απασχολούνται μέσα σε αυτή.

$$\text{Δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων} = \text{Κέρδη χρήσης μετά φόρων} / \text{Σύνολο ιδίων κεφαλαίων}$$

Επενδυτικοί αριθμοδείκτες ή δείκτες αποτίμησης

Οι αριθμοδείκτες αυτοί χρησιμοποιούνται κυρίως από τους επενδυτές για να αποφασίσουν αν θα επενδύσουν ή όχι στην επιχείρηση, καθώς επίσης και για τη μέτρηση των επιδόσεων των εισηγμένων επιχειρήσεων.

Οι επενδυτικοί αριθμοδείκτες που θα χρησιμοποιηθούν στην παρούσα ανάλυση είναι οι παρακάτω:

6. Λόγος τρέχουσας αξίας προς εσωτερική αξία (Price to book value ratio- P/BV)

Λόγος τρέχουσας αξίας προς εσωτερική αξία = Τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή / Εσωτερική αξία μετοχής

όπου Εσωτερική αξία μετοχής = Σύνολο ιδίων κεφαλαίων / Αριθμός των μετοχών σε κυκλοφορία

7. Λόγος τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (Price earnings ratio- P/E)

Λόγος τιμής προς κέρδη ανά μετοχή = Τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή / Κέρδη ανά μετοχή

όπου Κέρδη ανά μετοχή = Κέρδη χρήσεως μετά φόρων / Αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία

8. Απόδοσης μετοχής σε ταμειακή ροή

Δείκτης απόδοσης σε ταμειακή ροή = $100 * (\text{Ταμειακή ροή ανά μετοχή} / \text{Τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή})$

όπου Ταμειακή ροή ανά μετοχή = $[\text{Κέρδη χρήσης μετά φόρων} + \text{Αποσβέσεις χρήσης}] / \text{Αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}$

3.2 Αποτίμηση των επιχειρήσεων

3.2.1 Γενικά

Σύμφωνα με τους Bade (2009) και Seng και Lai (2010) η αποτίμηση δεν αποτελεί απλή διαδικασία, και αυτό διότι περιέχει αυξημένη αβεβαιότητα, μιας και βασίζεται σε προβλέψεις (Βασιλείου και Ηρειώτης (2008); Bade (2009); Γκίκας κ.λπ. (2010)).

Ωστόσο, η αποτίμηση αποτελεί αναπόσπαστο μέρος της οικονομικής δραστηριοποίησης, μιας και για οποιαδήποτε οικονομική απόφαση τα εμπλεκόμενα μέρη καταπιάνονται ή θα έπρεπε να καταπιάνονται με μέρος ή όλα τα επιμέρους στάδια της διαδικασίας αποτίμησης.

Ο Fernandez (2015) αναφέρει ότι η αποτίμηση χρησιμοποιείται για τη σύγκριση της αξίας που αποκτάται από την επένδυση στην επιχείρηση με την τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της, ώστε να αποφασισθεί εάν θα πωληθούν, αγοραστούν ή διακρατηθούν οι μετοχές της.

Έτσι, εξάγεται το συμπέρασμα ότι η αποτίμηση βρίσκεται στην καρδιά της οικονομικής δραστηριότητας και μάλιστα οι οικονομικές συναλλαγές δημιουργούν και συντηρούν την αποτίμηση, όμως παράλληλα η αποτίμηση είναι αυτή που κατευθύνει τις συναλλαγές.

3.2.2 Στόχος της αποτίμησης

Ο στόχος της διαδικασίας αποτίμησης είναι η δημιουργία ενός εύρους τιμών εντός του οποίου εκτιμάται ότι βρίσκεται η αξία της υπό αποτίμηση επιχείρησης. Αυτό επιτυγχάνεται με τη διατύπωση κατά την αποτίμηση τουλάχιστον τριών πιθανών σεναρίων σχετικά με τα εύλογα εισοδήματα που θα προκύψουν από την επιχείρηση κατά το χρονικό ορίζοντα της αποτίμησης (Joos κ.λπ., 2015).

Τα σενάρια αυτά χαρακτηρίζονται ανάλογα με τις υποθέσεις στις οποίες βασίζονται ως απαισιόδοξο, βασικό και αισιόδοξο (bull and bear scenarios). Στην εναλλακτική περίπτωση όπου δημιουργούνται πέντε σενάρια έχουμε τα εξής: πολύ απαισιόδοξο, απαισιόδοξο, βασικό, αισιόδοξο και πολύ αισιόδοξο.

Στο βασικό σενάριο εξετάζονται οι προβλέψεις που είναι πιο πιθανό ότι θα ισχύσουν στο μέλλον, και σχετίζεται με την τιμή- στόχο (target price) που συναντούσαμε στην παραδοσιακή έκθεση της αποτίμησης. Ενώ στα αισιόδοξο και

απαισιόδοξο περιλαμβάνονται οι πιθανότερες καλύτερες και χειρότερες αντίστοιχα προβλέψεις.

Οι προβλέψεις που ενσωματώνονται στην ανάλυση βασίζονται εν μέρει στα αποτελέσματα της ανάλυσης που έχει προηγηθεί. Ωστόσο, κατά κύριο λόγο αποτελούν αποτέλεσμα της κριτικής ικανότητας του αναλυτή και των γνώσεων και εκτιμήσεων του για το πώς θα κινηθούν τα οικονομικά μεγέθη στο μέλλον.

3.2.3 Περιπτώσεις που απαιτείται η αποτίμηση

Σύμφωνα με το Boston University η αποτίμηση είναι σημαντική στις παρακάτω περιπτώσεις/ δραστηριότητες:

- εξαγορές (acquisitions)
- αποεπένδυση (divestitures)
- αρχική δημόσια προσφορά (initial public offering- IPO)
- έκδοση τίτλων χρέους
- άμυνα έναντι επιθετικών εξαγορών
- έρευνες sell-side.

3.2.4 Διαδικασία της αποτίμησης

Η διαδικασία της αποτίμησης περιλαμβάνει τα παρακάτω στάδια:

- 1) γνώση και κατανόηση της επιχείρησης
- 2) πρόβλεψη των επιδόσεων της επιχείρησης
- 3) επιλογή του κατάλληλου μοντέλου αποτίμησης
- 4) εφαρμογή των προβλέψεων στο αποτιμητικό μοντέλο
- 5) λήψη επενδυτικής απόφασης.

3.2.5 Μέθοδοι αποτίμησης επιχειρήσεων

Στη διεθνή βιβλιογραφία οι μέθοδοι αποτίμησης επιχειρήσεων διακρίνονται στις παρακάτω τέσσερις κατηγορίες:

- μέθοδοι βασισμένες στον Ισολογισμό
- μέθοδοι βασισμένες στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης
- μέθοδοι βασισμένες στην Υπεραξία
- μέθοδοι των Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών.

Μετά την ανάλυση των εταιρειών του κλάδου, ως καταλληλότερη μέθοδος για την αποτίμηση τους επιλέχθηκε η μέθοδος των ελεύθερων ταμειακών ροών. Ακολουθεί σύντομη αναφορά στη μέθοδο των προεξοφλημένων ελεύθερων ταμειακών ροών.

Μέθοδος των προεξοφλημένων ελεύθερων ταμειακών ροών

Ταμειακή ροή είναι η θετική (εισροή) ή αρνητική (εκροή) μεταβολή των ταμειακών διαθεσίμων που προέρχεται από μια δραστηριότητα κατά τη διάρκεια μιας συγκεκριμένης χρονικής περιόδου (Helfert, 1997).

Ειδικότερα, η ελεύθερη ταμειακή ροή (free cash flow- FCF) είναι η λειτουργική ταμειακή ροή (δηλαδή οι ταμειακές ροές που προέρχονται από τη λειτουργική δραστηριότητα) μετά από φόρους, αλλά πριν το χρηματοοικονομικό κόστος (επιτόκιο), μειωμένη κατά τις απαιτούμενες επενδύσεις για αύξηση του κεφαλαίου κίνησης και επέκταση σε νέες δραστηριότητες.

Πρόκειται δηλαδή για τα χρήματα που παράγονται από τα λειτουργικά στοιχεία του ενεργητικού μιας επιχείρησης και είναι διαθέσιμα στους μετόχους και πιστωτές της, αφού αυτή έχει πρώτα καλύψει τις επενδυτικές της ανάγκες και πριν την πληρωμή μερισμάτων ή αλλαγές στη χρηματοδότησή της.

Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία, η διαδικασία εφαρμογής της μεθόδου αποτίμησης με τη χρήση των προεξοφλημένων ελεύθερων ταμειακών ροών διακρίνεται σε δύο περιπτώσεις.

▪ Μοντέλο ενός σταδίου ανάπτυξης

Σε αυτή την περίπτωση γίνεται η υπόθεση ότι οι ελεύθερες ταμειακές ροές που παράγει η επιχείρηση μεταβάλλονται στο διηνεκές με σταθερό ρυθμό g . Άρα, η ροή κάθε έτους ισούται με τη ροή του προηγούμενου επί $(1 + g)$.

Επομένως, σε αυτή την περίπτωση η αξία της επιχείρησης (V) προκύπτει ως η παρούσα αξία διηνεκούς ράντας με όρο την ελεύθερη ταμειακή ροή του επόμενου έτους (FCF_{n+1}). Δηλαδή

$$V = FCF_{n+1} / (k - g)$$

όπου:

FCF_{n+1} : Η ελεύθερη ταμειακή ροή του επόμενου έτους (έτος $n+1$), η οποία

ισούνται με την ταμειακή ροή του έτους n προσαυξημένη με g , δηλαδή $FCF_n \cdot (1+g)$

k : Κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο

g : Ρυθμός μεταβολής των ταμειακών ροών.

▪ Μοντέλο δύο σταδίων ανάπτυξης

Σε αυτή την περίπτωση γίνεται η υπόθεση ότι αρχικά οι ελεύθερες ταμειακές ροές που παράγει η επιχείρηση μεταβάλλονται για ένα διάστημα με ένα σταθερό ρυθμό g_1 και κατόπιν στο διηνεκές με ένα ρυθμό g_2 .

Σε αυτή την περίπτωση η αξία της επιχείρησης (V) προκύπτει από τον παρακάτω τύπο:

$$V = [FCF_1 / (1 + k)] + [FCF_2 / (1 + k)^2] + [FCF_3 / (1 + k)^3] + \dots [(FCF_n) / (1 + k)^n] + [VR / (1 + k)^n]$$

όπου:

$FCF_{1,2,\dots,n}$: Οι ελεύθερες ταμειακές ροές της εταιρείας σε μια περίοδο $i = 1, 2, \dots, n$

VR : Υπολειμματική αξία της εταιρείας σε έτη n , η οποία ισούται με

$$FCF_{n+1} / (k - g_2)$$

k : Κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο

$$FCF_{n+1} = FCF_n \cdot (1 + g_2).$$

Κεφάλαιο 4^ο

Ο κλάδος «Βιομηχανικά προϊόντα και υπηρεσίες»

4.1 Σύνοψη του κλάδου

Ο υπερκλάδος (supersector) «Βιομηχανικά προϊόντα και υπηρεσίες» (Industrial goods and services) αποτελείται συνολικά από 25 εταιρείες που ανήκουν σε οχτώ κλάδους του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.). Η κατάταξη των εταιρειών σε κλάδους και υπερκλάδους γίνεται βάση του μοντέλου «Βιομηχανικής ταξινόμησης αναφοράς» (FTSE Dow Jones Industry Classification Benchmark: ICB), το οποίο υιοθετήθηκε από το Χ.Α.Α. στις 2 Ιανουαρίου του 2006⁹.

Σύμφωνα με την ιστοσελίδα της εφημερίδας «Ναυτεμπορική»¹⁰ οι εταιρείες που συνθέτουν τον υπερκλάδο «Βιομηχανικά προϊόντα και υπηρεσίες» του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών είναι οι ακόλουθες:

	<u>Κλάδος</u>	<u>Επωνυμία εταιρείας</u>
<u>Υπερκλάδος «Βιομηχανικά προϊόντα και υπηρεσίες»</u>	Διαφοροποιημένη βιομηχανία	▪ Cenergy Holdings S.A. ▪ Viohalco A.E.
	Εμπορικά οχήματα & φορτηγά	▪ Όμιλος ΕΛΤΡΑΚ ▪ ΝΕΩΡΙΟΝ Α.Ε. Συμμετοχών ▪ Πέτρος Πετρόπουλος ΑΕΒΕ
	Ηλεκτρολογικά μέρη & εξοπλισμός	▪ NEXANS Ελλάς Α.Β.Ε.
	Μηχανολογικός βιομηχανικός εξοπλισμός	▪ Frigoglass Α.Β.Ε.Ε. ▪ KLEEMANN Hellas Α.Β.Ε.Ε. ▪ Mevaco Α.Ε. ▪ SPIDER Ν. Πέτσιος & υιοί Α.Ε.

⁹

http://www.helex.gr/documents/10180/83937/_content_gr_announcements_Files_ICB+Classification+Enhancements_Mar08.pdf/4793d9f8-6b10-4439-9fe8-e2528f523e8a?version=1.0

¹⁰ <http://www.naftemporiki.gr/finance/supersector/IB5/biomixanika-proionta-kai-ypiresies>

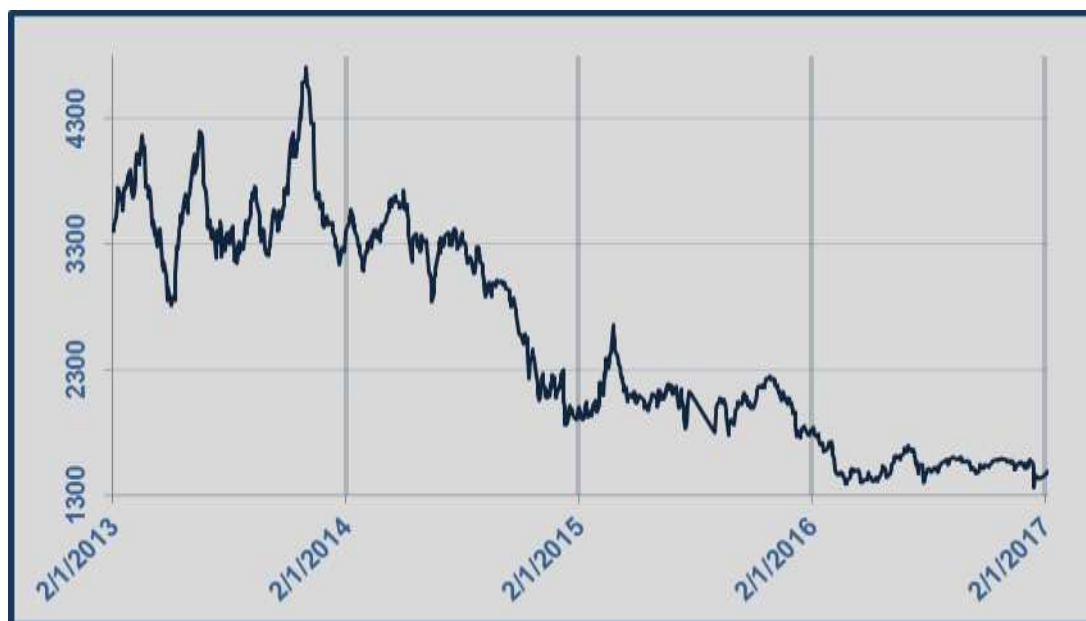
	▪ Όμιλος METKA
Προμηθευτές βιομηχανιών	▪ DIONIC Όμιλος Εταιρειών ▪ ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ Systems A.E. ▪ Γενική Εμπορίου & Βιομηχανίας A.E.
Υλικά συσκευασίας	▪ Flexopack A.E. ▪ Paper Pack A.B.E.E. ▪ Βιομηχανία Συσκευασιών A.E. ▪ ΚΑΡΑΤΖΗ A.E. Όμιλος Εταιρειών ▪ Ε. ΠΑΪΡΗΣ A.B.E.E.
Υπηρεσίες μεταφορών	▪ Οργανισμός Λιμένος Θεσσαλονίκης A.E. ▪ Οργανισμός Λιμένος Πειραιώς A.E.
Υποστηρικτικές υπηρεσίες επιχειρήσεων	▪ INFORM Lykos Group ▪ ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ Ελλάς A.E.E. ▪ Ευρωσύμβουλοι ▪ ΧΑΪΔΕΜΕΝΟΣ A.E.B.E.

Πίνακας 4.1.1 Εταιρείες του υπερκλάδου, ταξινομημένες ανά κλάδο στον οποίο ανήκουν

Σημειώνεται ότι οι εταιρείες SPIDER Μεταλλοβιομηχανία Ν. Πέτσιος & υιοί Α.Ε. (σύμβολο μετοχής: [SPINT](#)) και ΝΕΩΡΙΟΝ Α.Ε. Συμμετοχών (σύμβολο μετοχής: [ΝΕΩΡΣ](#)) δεν θα ληφθούν υπόψη στην ανάλυση που ακολουθεί λόγω της αναστολής διαπραγμάτευσης της μετοχής τους που ισχύει την ημερομηνία αναφοράς της παρούσας εργασίας (ήτοι 5 Ιανουαρίου 2017).

Επιπλέον, στην ανάλυση δεν θα συμπεριληφθεί η εταιρεία Cenergy Holdings S.A. (σύμβολο μετοχής: [CENER](#)) η οποία ιδρύθηκε το 2016 και εισήχθη στο Χ.Α.Α. μόλις το Δεκέμβριο του 2016, οπότε είναι σύντομο το χρονικό διάστημα διαπραγμάτευσης της μετοχής της στο Χ.Α.Α. και έτσι δεν είναι δυνατή η εξαγωγή ασφαλών συμπερασμάτων.

4.2 Πορεία του χρηματιστηριακού δείκτη του κλάδου



Διάγραμμα 4.2.1 Ημερήσιες τιμές κλεισίματος του δείκτη του υπερκλάδου «Βιομηχανικά προϊόντα και υπηρεσίες»

Στο προηγούμενο διάγραμμα παρατηρείται ότι ο δείκτης του υπερκλάδου εμφανίζεται συνεχώς μεταβαλλόμενος, παρουσιάζοντας διαστήματα πτώσης της τιμής, με το κάθε ένα πτωτικό διάστημα να ακολουθείται από ένα διάστημα ανάκαμψης.

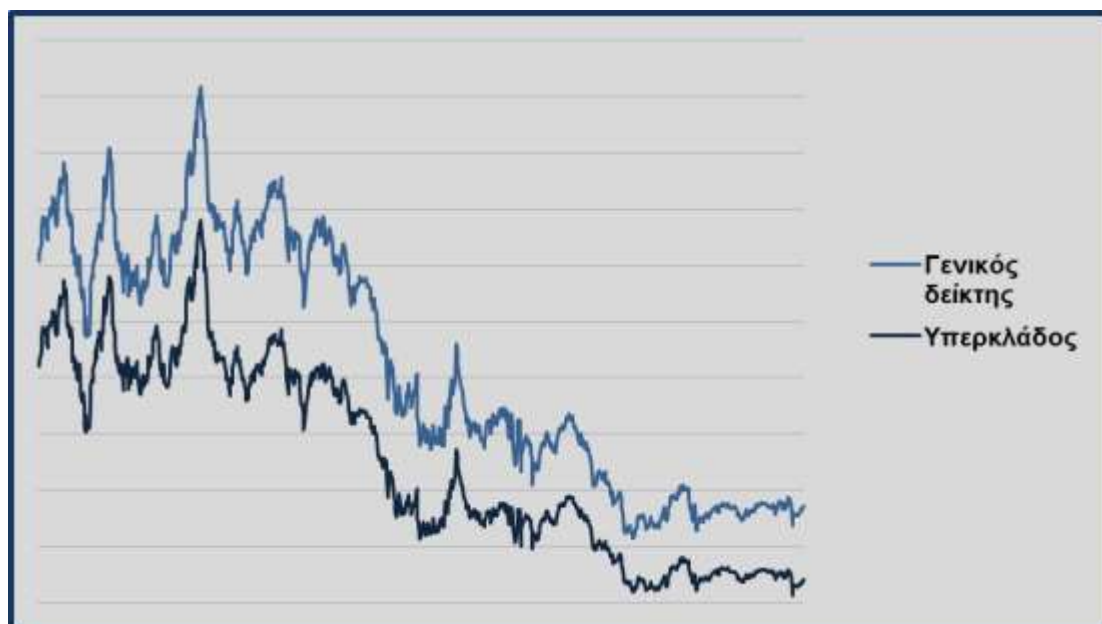
Το έτος 2013, ο δείκτης παρουσιάζει τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα, η οποία συνθέτεται από μακρύ διάστημα πτωτικής πορείας κατά τους μήνες Φεβρουάριο, Μάρτιο και Απρίλιο, ενώ στη συνέχεια ακολουθεί ανοδική πορεία η οποία διακόπτεται στα τέλη Μαΐου για να ακολουθήσει νέα περίοδος μεταβλητότητας, η οποία εν τέλει οδηγεί σε ανάκαμψη που σηματοδοτεί στις 31/10 τη μέγιστη τιμή που λαμβάνει ο δείκτης στο εξεταζόμενο διάστημα (4705,89 μονάδες). Για το υπόλοιπο του έτους ο δείκτης συνεχίζει πτωτικά με μικρή μεταβλητότητα.

Το 2014, ο δείκτης εμφανίζεται εμφανώς μειωμένος χωρίς ιδιαίτερη μεταβλητότητα και με πτωτική τάση η οποία οδηγεί το δείκτη σε νέα ιστορικά χαμηλά κατά το τελευταίο τετράμηνο του έτους. Το 2015, ξεκινά από χαμηλές τιμές οι οποίες στη συνέχεια ανακάμπτουν μερικώς όχι όμως για μεγάλο χρονικό διάστημα (μόλις για το Φεβρουάριο), έτσι συνεχίζεται η πτωτική πορεία για να σημειώσει ο δείκτης νέο ιστορικό χαμηλό στο τέλος του έτους. Το 2016, ο δείκτης βαίνει εμφανώς

μειούμενος χωρίς σημαντική μεταβλητότητα και σύντομα διαστήματα μικρής ανάκαμψης. Έτσι, στις 15/12 ο δείκτης λαμβάνει την ελάχιστη τιμή για το εξεταζόμενο διάστημα, ήτοι 1365,79 μονάδες.

Το συμπέρασμα είναι ότι διαχρονικά ο υπερκλάδος κινείται πτωτικά, κάτι το οποίο ήταν αναμενόμενο λόγω των ισχυρυσών συνθηκών στη Ελληνική οικονομία και στο Χ.Α.Α. Την πτωτική πορεία του υπερκλάδου ενισχύουν και οι αλλαγές που συντελέστηκαν εντός του κλάδου. Οι αλλαγές αυτές έλαβαν χώρα κατά το εξεταζόμενο χρονικό διάστημα και αφορούν την αλλαγή στη σύνθεση του κλάδου, η οποία οφείλεται σε πτωχεύσεις και εξαγορές/ συγχωνεύσεις που πραγματοποιήθηκαν.

4.3 Σύγκριση της πορείας του χρηματιστηριακού δείκτη του κλάδου με την πορεία του Γενικού Δείκτη



Διάγραμμα 4.3.1 Ημερήσιες τιμές κλεισίματος του δείκτη του υπερκλάδου «Βιομηχανικά προϊόντα και υπηρεσίες» και του γενικού δείκτη

Στο προηγούμενο διάγραμμα φαίνεται η πορεία του δείκτη του υπερκλάδου σε σχέση με την πορεία του γενικού δείκτη και είναι εμφανές ότι η πορεία του υπερκλάδου ακολουθεί αυτή του γενικού δείκτη, τόσο σε ό,τι αφορά τα διαστήματα πτώσης αλλά και τα διαστήματα ανόδου. Επιπλέον, παρατηρείται ότι και οι δύο αυτοί δείκτες διαχρονικά βαίνουν μειούμενοι, εμφανίζοντας τη μέγιστη και ελάχιστη τιμή τους την ίδια περίοδο.

Διερευνώντας τα προηγούμενα συμπεράσματα εκτελείται στο MS Excel γραμμική παλινδρόμηση με ανεξάρτητη μεταβλητή τις τιμές του γενικού δείκτη και εξαρτημένη μεταβλητή τις τιμές του κλαδικού δείκτη. Σκοπός της παραπάνω μεθόδου είναι να ερευνηθεί η σχέση μεταξύ των τιμών του κλαδικού δείκτη και του γενικού δείκτη, και ειδικότερα να προσδιοριστεί το ποσοστό των μεταβολών του κλαδικού δείκτη που επηρεάζεται, άρα μπορεί να ερμηνευθεί από τις μεταβολές στο γενικό δείκτη. Τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα.

Στατιστικά παλινδρόμησης	
Πολλαπλό R	0,860766
R Τετράγωνο	0,740919
Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	0,740651
Τυπικό σφάλμα	441,1807
Μέγεθος δείγματος	969

Πίνακας 4.3.1 Αποτελέσματα παλινδρόμησης για διερεύνηση της σχέσης των τιμών του κλαδικού δείκτη με τις τιμές του γενικού δείκτη (ημερήσιες τιμές)

Από τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης που συνοψίζονται στον προηγούμενο πίνακα διαπιστώνεται ότι οι μεταβολές στις τιμές του κλαδικού δείκτη ερμηνεύονται κατά 74,09% από τις μεταβολές στις τιμές του γενικού δείκτη. Το προηγούμενο προκύπτει αν στη διενέργεια της παλινδρόμησης χρησιμοποιηθούν ημερήσιες τιμές για τον κλαδικό δείκτη και το γενικό δείκτη.

Ενώ, τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης αν χρησιμοποιηθούν εβδομαδιαίες τιμές για τους δείκτες έχουν ως εξής:

Στατιστικά παλινδρόμησης	
Πολλαπλό R	0,861938
R Τετράγωνο	0,742937
Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	0,741665
Τυπικό σφάλμα	439,9174
Μέγεθος δείγματος	204

Πίνακας 4.3.2 Αποτελέσματα παλινδρόμησης για διερεύνηση της σχέσης των τιμών του κλαδικού δείκτη με τις τιμές του γενικού δείκτη (εβδομαδιαίες τιμές)

Με τη χρήση εβδομαδιαίων τιμών παρατηρείται βελτίωση της ερμηνευτικής ικανότητας του μοντέλου και έτσι το 74,29% των μεταβολών των τιμών του κλαδικού

δείκτη ερμηνεύεται από τις μεταβολές στις τιμές του γενικού δείκτη.

4.4 Μέσος όρος αριθμοδεικτών του κλάδου

<u>Αριθμοδείκτες</u>	<u>Έτη</u>			
	2013	2014	2015	¹¹ 2016*
Ειδικής ρευστότητας	1,791	1,639	1,705	1,654
Μικτού περιθωρίου κέρδους	0,225	0,214	0,214	0,243
Καθαρού περιθωρίου κέρδους	-0,005	0,052	-0,020	0,115
ROA	0,0004	0,027	0,002	0,039
ROE	0,094	0,090	-0,102	-0,055
P/BV	0,674	0,709	1,103	0,557
P/E	4,757	7,931	6,461	5,194
Απόδοσης μετοχής σε ταμειακή ροή	0,091	0,211	0,081	-0,104

Πίνακας 4.4.1 Μέσος όρος αριθμοδεικτών του υπερκλάδου για τα έτη 2013-2016

Παρατηρείται ότι οι αρνητικές τιμές που λαμβάνει ο μέσος όρος των αριθμοδεικτών είναι αρκετά κοντά στο μηδέν, οπότε συμπεραίνουμε ότι στον πληθυσμό (: τιμές των αριθμοδεικτών για κάθε έτος εξέτασης) υπήρξαν κάποιες ακραίες αρνητικές τιμές που συμπίεσαν το μέσο όρο και προέκυψε αρνητική τιμή.

Επιπλέον, ο αριθμοδείκτης τρέχουσας τιμής προς κέρδη ανά μετοχή του κλάδου προκύπτει αξιοσημείωτα υψηλός, γεγονός το οποίο οφείλεται στην ύπαρξη ακραίων τιμών, το οποίο επηρέασε το μέσο όρο με αποτέλεσμα αυτός να είναι σε σημαντικά υψηλά επίπεδα καθ' όλο το διάστημα ανάλυσης.

Ειδικότερα: ο μέσος αριθμοδείκτης ειδικής ρευστότητας του κλάδου εμφανίζεται σε πολύ ικανοποιητικά επίπεδα, με τα διαθέσιμα και ισοδύναμα διαθέσιμων σε συνδυασμό με τα περιουσιακά στοιχεία με υψηλή ρευστότητα να υπερκαλύπτουν τις ανάγκες για ανταπόκριση στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Σε ό,τι αφορά τους δείκτες καθαρού περιθωρίου κέρδους και αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων τα μεγέθη

¹¹ Ο υπολογισμός των αριθμοδεικτών του έτους 2016 βασίστηκε στην προσέγγιση των εταιρικών μεγεθών για την οικονομική χρήση που έληξε 31/12/2016 λόγω της μη δημοσίευσης των οικονομικών καταστάσεων των εταιρειών την ημερομηνία αναφοράς της παρούσας εργασίας. Γι' αυτό το λόγο, στους πίνακες δίπλα από το έτος 2016 εμφανίζεται αστερίσκος (*).

εμφανίζονται λίγο πιο συγκρατημένα, με τους δύο δείκτες να παρουσιάζουν αρνητικούς μέσους όρους κατά τα δύο από τα τέσσερα συνολικά έτη εξέτασης.

Ο δείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους είναι σε ικανοποιητικά και σχετικά σταθερά επίπεδα, ενώ η αποδοτικότητα του ενεργητικού είναι σε εμφανώς χαμηλά επίπεδα με τη μεγαλύτερη τιμή της να είναι μόλις 3,9%. Από τον αριθμοδείκτη τρέχουσας τιμής προς εσωτερική αξία διαπιστώνεται ότι τα έτη εξέτασης πλην του 2015, οι μετοχές των εταιρειών του κλάδου διαπραγματεύονται υποτιμημένες στο Χ.Α.Α. με τη χρηματιστηριακή τους αξία να υπολείπεται της εσωτερικής. Η εικόνα αυτή ανατρέπει το 2015 όπου ο δείκτης λαμβάνει τιμή μεγαλύτερη της μονάδας.

Αντίθετη εικόνα ως προς τα προηγούμενα παρουσιάζει ο δείκτης τρέχουσας τιμής προς κέρδη ανά μετοχή, σύμφωνα με τον οποίο η αγορά τείνει να υπερτιμά τη χρηματιστηριακή τιμή των μετοχών ως προς τα κέρδη ανά μετοχή που τελικά παρουσιάζει η εταιρεία. Το προηγούμενο οφείλεται μερικώς στο χρονικό διάστημα που μεσολαβεί μεταξύ της διαμόρφωσης των τιμών των μετοχών στο χρηματιστήριο και της δημοσίευσης από τις εταιρείες των οικονομικών τους καταστάσεων.

Τέλος, ο αριθμοδείκτης απόδοσης σε ταμειακή ροή εμφανίζεται σε χαμηλά επίπεδα σε όλα τα έτη, με το 2016 να λαμβάνει αρνητική τιμή.

4.5 Μέσος ρυθμός ανάπτυξης του κλάδου

Ρυθμός ανάπτυξης κλάδου	2013	2014	2015	2016
	9,17%	-6,72%	-4,58%	-11,59%

Πίνακας 4.5.1 Μέσος ρυθμός ανάπτυξης του υπερκλάδου για τα έτη 2013-2016

Είναι εμφανές ότι ο ρυθμός ανάπτυξης έχει υποχωρήσει σημαντικά την τελευταία 3ετία, εμφανίζοντας αρνητικές τιμές στα τρία από τα τέσσερα χρόνια. Ωστόσο, πρέπει να σημειωθεί ότι σε όλα τα έτη παρατηρούνται ακραίες τιμές στο δείγμα με αποτέλεσμα να επηρεάζεται η τιμή του μέσου όρου. Το φαινόμενο αυτό είναι ιδιαίτερα εμφανές το έτος 2013, όπου λόγω χάριν εταιρεία εμφανίζει ρυθμό ανάπτυξης ίσο με 111,8%.

4.6 Περιγραφή των εταιρειών του κλάδου

Ακολουθεί σύντομη περιγραφή των εταιρειών που απαρτίζουν τον κλάδο

«Βιομηχανικά προϊόντα και υπηρεσίες» του Χ.Α.Α.. Όπως αναφέρθηκε, η περιγραφή περιλαμβάνει βασικές πληροφορίες για τους τομείς δραστηριότητας των εταιρειών, το λογότυπο της κάθε εταιρείας κ.λπ. Στη συνέχεια παρουσιάζονται για τα έτη 2013-2016 οι αριθμοδείκτες των εταιρειών που θα χρησιμοποιηθούν για την παρούσα ανάλυση.

Για τους σκοπούς της παρουσίασης των αριθμητικών δεδομένων θα χρησιμοποιηθεί: α) σκίαση χρώματος γκριζου  για να παρουσιαστούν οι τιμές των αριθμοδεικτών που είναι μεγαλύτερος από το μέσο όρο του κλάδου, β) σκίαση χρώματος κίτρινου  για τις ελάχιστες τιμές των αριθμοδεικτών κάθε έτους και γ) σκίαση χρώματος πράσινου  για τις μέγιστες τιμές των αριθμοδεικτών κάθε έτους.

4.6.1 Όμιλος Εταιρειών DIONIC A.E.B.E.Σύντομη περιγραφή

<u>Λογότυπο</u>	<u>Σύμβολο μετοχής</u>	<u>Ιστοσελίδα</u>	<u>Αριθμός μετοχών</u>
	ΔΙΟΝ	www.dionicgroup.com/	1.417.311

Πίνακας 4.6.1.1 Πληροφορίες για την DIONIC A.E.B.E.

Ο Όμιλος DIONIC A.E.B.E. ιδρύθηκε το 1986 και δραστηριοποιείται στους τομείς της εμπορίας και διανομής, λογισμικού, ενέργειας, ανάπτυξη ακινήτων και συμβουλευτικών υπηρεσιών.

Αριθμοδείκτες

<u>Αριθμοδείκτες</u>	<u>Έτη</u>			
	2013	2014	2015	2016*
Ειδικής ρευστότητας	0,533	0,608	0,703	0,797
Μικτού περιθωρίου κέρδους	0,143	0,040	0,243	0,893
Καθαρού περιθωρίου κέρδους	-0,346	-0,294	0,087	0,015
ROA	-0,107	-0,108	0,038	0,008
ROE	1,864	0,972	-0,821	-0,159
P/BV	-13,286	-2,422	-2,003	-2,329
P/E	-7,129	-2,493	2,438	14,617
Απόδοσης μετοχής σε ταμειακή ροή	-0,126	-0,357	0,486	0,119

Πίνακας 4.6.1.2 Αριθμοδείκτες της DIONIC A.E.B.E.

Η εταιρεία DIONIC A.E.B.E. παρουσιάζει μεγάλη μεταβλητότητα στους δείκτες της, μάλιστα όπως φαίνεται στον πίνακα έχει πολλούς δείκτες με αρνητικό πρόσημο και είναι πολλά τα έτη στα οποία έχει τη χαμηλότερη τιμή στον κλάδο. Ιδιαίτερη προσοχή απαιτεί το γεγονός ότι η εταιρεία εμφανίζει αρνητικά ίδια κεφάλαια, το οποίο αποτυπώνεται στον αρνητικό δείκτη τρέχουσας τιμής προς εσωτερική αξία που φαίνεται ότι έχει η εταιρεία όλα τα έτη.

4.6.2 Flexorack A.E.Σύντομη περιγραφή

<u>Λογότυπο</u>	<u>Σύμβολο μετοχής</u>	<u>Ιστοσελίδα</u>	<u>Αριθμός μετοχών</u>
	<u>ΦΛΕΞΟ</u>	<u>www.flexorack.com/gr</u>	11.720.024

Πίνακας 4.6.2.1 Πληροφορίες για την Flexorack A.E.

Η εταιρεία Flexorack A.E. ιδρύθηκε το 1979 με έδρα το Δήμο Κρωπίας, Αττικής και δραστηριοποιείται στην παραγωγή εύκαμπτων πλαστικών ειδών συσκευασίας προοριζομένων κυρίως για τη συσκευασία τροφίμων, αλλά και για άλλες ειδικές εφαρμογές. Η εταιρεία είναι κάτοχος πιστοποιητικού διασφάλισης ποιότητας ISO 9001 και πιστοποιητικού υγιεινής, ασφάλειας και ποιότητας προϊόντος του British Retail Consortium (BRC).

Αριθμοδείκτες

<u>Αριθμοδείκτες</u>	<u>Έτη</u>			
	2013	2014	2015	2016*
Ειδικής ρευστότητας	1,581	1,569	1,391	1,300
Μικτού περιθωρίου κέρδους	0,175	0,182	0,206	0,224
Καθαρού περιθωρίου κέρδους	0,046	0,067	0,071	0,089
ROA	0,034	0,051	0,055	0,070
ROE	0,056	0,081	0,087	0,110
P/BV	0,787	0,473	0,646	0,642
P/E	14,106	5,822	7,395	5,820
Απόδοσης μετοχής σε ταμειακή ροή	0,166	0,329	0,235	0,265

Πίνακας 4.6.2.2 Αριθμοδείκτες της Flexorack A.E.

Η εταιρεία Flexorack A.E. παρουσιάζει θετική εικόνα στο σύνολο των αριθμοδεικτών για όλα τα έτη και μάλιστα η πλειοψηφία των τιμών είναι πάνω από το μέσο όρο του κλάδου. Ωστόσο, από το δείκτη τρέχουσας τιμής προς εσωτερική αξία φαίνεται η εταιρεία να διαπραγματεύεται υποτιμημένη στο χρηματιστήριο, αφού ο δείκτης είναι μικρότερος από τη μονάδα.

4.6.3 Frigoglass A.B.E.E.Σύντομη περιγραφή

<u>Λογότυπο</u>	<u>Σύμβολο μετοχής</u>	<u>Ιστοσελίδα</u>	<u>Αριθμός μετοχών</u>
	<u>ΦΡΙΓΟ</u>	www.frigoglass.com/el/	50.593.832

Πίνακας 4.6.3.1 Πληροφορίες για την Frigoglass A.B.E.E.

Η Frigoglass κατέχει ηγετική θέση στην παγκόσμια αγορά επαγγελματικών ψυγείων προμηθεύοντας εταιρείες αναψυκτικών και ποτών. Διαθέτει παραγωγικές μονάδες στην Ελλάδα, τη Ρουμανία, τη Ρωσία, την Τουρκία, την Ινδία, την Κίνα, την Ινδονησία, τη Νότιο Αφρική, τη Νιγηρία και τις ΗΠΑ. Η εταιρεία επίσης διαθέτει σημεία πώλησης σε Πολωνία, Νορβηγία, Ιρλανδία, Κένυα, Φιλιππίνες, Γερμανία, Γαλλία, Μαλαισία και Αυστραλία καθώς και εκτεταμένο δίκτυο πωλήσεων και διανομών. Τέλος, έχει αποσπάσει πληθώρα βραβείων/ διακρίσεων τα τελευταία έτη.

Αριθμοδείκτες

<u>Αριθμοδείκτες</u>	<u>Έτη</u>			
	2013	2014	2015	2016*
Ειδικής ρευστότητας	1,726	1,599	1,547	1,449
Μικτού περιθωρίου κέρδους	0,086	0,043	0,034	0,022
Καθαρού περιθωρίου κέρδους	-0,287	-0,275	-0,622	-1,017
ROA	-0,048	-0,043	-0,120	-0,211
ROE	-0,177	-0,220	-1,216	-3,402
P/BV	7,271	3,005	8,599	0,580
P/E	-41,155	-13,663	-7,072	-0,171
Απόδοσης μετοχής σε ταμειακή ροή	-0,013	-0,039	-0,110	-5,064

Πίνακας 4.6.3.2 Αριθμοδείκτες της Frigoglass A.B.E.E.

Η Frigoglass A.B.E.E. παρουσιάζει πληθώρα δεικτών με αρνητική τιμή για το σύνολο των ετών, ενώ είναι αρκετά τα έτη που έχει τη μικρότερη τιμή στον κλάδο. Ωστόσο, η εταιρεία διαπραγματεύεται υπερτιμημένη στο χρηματιστήριο και διατηρεί σε πολύ καλά επίπεδα το δείκτη ειδικής ρευστότητας παρ' όλο που βαίνει μειούμενος.

4.6.4 INFORM Lykos Group

Σύντομη περιγραφή

<u>Λογότυπο</u>	<u>Σύμβολο μετοχής</u>	<u>Ιστοσελίδα</u>	<u>Αριθμός μετοχών</u>
	ΔΥΚ	www.lykos.gr/	20.578.374

Πίνακας 4.6.4.1 Πληροφορίες για την INFORM Lykos Group

Η INFORM Lykos Group ιδρύθηκε στην Αθήνα το 1897 και δραστηριοποιείται στην παροχή υπηρεσιών και προϊόντων διαχείρισης και επεξεργασίας πληροφοριών σε έντυπη και μη μορφή. Διαθέτει πελατολόγιο σε 50 χώρες και έχει συνδράμει στον τρόπο διαχείρισης των πληροφοριών μέσω των προϊόντων και υπηρεσιών της.

Αριθμοδείκτες

<u>Αριθμοδείκτες</u>	<u>Έτη</u>			
	2013	2014	2015	2016*
Ειδικής ρευστότητας	1,040	1,245	0,559	0,589
Μικτού περιθωρίου κέρδους	0,192	0,190	0,152	0,135
Καθαρού περιθωρίου κέρδους	-0,029	0,796	-0,051	0,671
ROA	-0,011	0,228	-0,026	0,362
ROE	-0,020	0,349	-0,037	0,469
P/BV	0,647	0,439	0,194	0,205
P/E	-33,121	1,257	-5,171	0,437
Απόδοσης μετοχής σε ταμειακή ροή	0,026	0,859	0,086	2,586

Πίνακας 4.6.3.2 Αριθμοδείκτες της INFORM Lykos Group

Η εταιρεία εμφανίζει ζημίες τα έτη 2013 και 2015, αυτό που απαιτεί ιδιαίτερη προσοχή όμως είναι η σημαντική μείωση στο δείκτη της ειδικής ρευστότητας που εμφανίζεται το 2015 και συνεχίζεται και το 2016. Η μείωση αυτή οδηγεί το δείκτη κάτω από τη μονάδα, το οποίο ερμηνεύεται στο ότι τα άμεσα ρευστοποιήσιμα στοιχεία της εταιρείας δεν επαρκούν για να ικανοποιήσουν τις υποχρεώσεις της που λήγουν το επόμενο διάστημα.

4.6.5 KLEEMANN Hellas A.B.E.E.Σύντομη περιγραφή

<u>Λογότυπο</u>	<u>Σύμβολο μετοχής</u>	<u>Ιστοσελίδα</u>	<u>Αριθμός μετοχών</u>
	<u>ΚΛΕΜ</u>	<u>www.kleemann.gr/</u>	23.648.700

Πίνακας 4.6.5.1 Πληροφορίες για την KLEEMANN Hellas A.B.E.E.

Η KLEEMANN ιδρύθηκε το 1983 και δραστηριοποιείται στους τομείς της κατασκευής και της εμπορίας ολοκληρωμένων συστημάτων ανελκυστήρων. Έχει έδρα το Κιλκίς και καλύπτει 100 χώρες παγκοσμίως. Η εταιρεία διαθέτει εργοστάσια παραγωγής στην Ελλάδα και την Κίνα, καθώς και ιδιόκτητες εταιρείες εμπορίας ανελκυστήρων σε Τουρκία, Σερβία, Ρουμανία, Ηνωμένο Βασίλειο, Ρωσία, Κροατία, Γερμανία και Αυστραλία.

Αριθμοδείκτες

<u>Αριθμοδείκτες</u>	<u>Έτη</u>			
	2013	2014	2015	2016*
Ειδικής ρευστότητας	2,009	1,813	1,458	1,226
Μικτού περιθωρίου κέρδους	0,304	0,308	0,263	0,245
Καθαρού περιθωρίου κέρδους	0,009	0,075	0,023	0,102
ROA	0,006	0,051	0,018	0,081
ROE	0,009	0,078	0,028	0,130
P/BV	0,657	0,401	0,516	0,696
P/E	71,393	5,152	18,464	5,376
Απόδοσης μετοχής σε ταμειακή ροή	0,047	0,246	0,095	0,216

Πίνακας 4.6.5.2 Αριθμοδείκτες της KLEEMANN Hellas A.B.E.E.

Η εταιρεία εμφανίζει πολύ καλή εικόνα στους δείκτες της με την πλειοψηφία αυτών να είναι πάνω από το μέσο όρο του κλάδου. Μάλιστα, οι δείκτες καθαρού περιθωρίου κέρδους, αποδοτικότητας ενεργητικού και αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων οι οποίοι ήταν χαμηλοί το 2013 βελτιώνονται τα επόμενα έτη.

4.6.6 Mevaco A.E.Σύντομη περιγραφή

<u>Λογότυπο</u>	<u>Σύμβολο μετοχής</u>	<u>Ιστοσελίδα</u>	<u>Αριθμός μετοχών</u>
	MEBA	www.mevaco.gr/	10.500.000

Πίνακας 4.6.6.1 Πληροφορίες για την Mevaco A.E.

Η Mevaco A.E. είναι βιομηχανική εταιρία με εμπειρία πάνω από 40 χρόνια στο χώρο της παραγωγής μεταλλικών προϊόντων και μεταλλικών κατασκευών μέσου βάρους με βασική πρώτη ύλη επίπεδα χαλυβδόφυλλα, ανοξείδωτα φύλλα, φύλλα αλουμινίου, χαλκού, ορειχάλκου, ακρυλικά φύλλα. Η εταιρεία σήμερα θεωρείται πρωτοπόρος στον τομέα της βιομηχανικής υπεργολαβίας (industrial subcontracting) και έχει πληθώρα διεθνών πιστοποιήσεων (ISO).

Αριθμοδείκτες

<u>Αριθμοδείκτες</u>	<u>Έτη</u>			
	2013	2014	2015	2016*
Ειδικής ρευστότητας	1,771	1,296	1,136	0,901
Μικτού περιθωρίου κέρδους	0,148	0,092	0,093	0,080
Καθαρού περιθωρίου κέρδους	-0,006	-0,059	-0,058	-0,266
ROA	-0,002	-0,018	-0,024	-0,121
ROE	-0,003	-0,028	-0,038	-0,189
P/BV	0,392	0,367	0,303	0,372
P/E	-123,149	-12,968	-8,032	-1,968
Απόδοσης μετοχής σε ταμειακή ροή	0,092	0,036	0,022	-0,382

Πίνακας 4.6.6.2 Αριθμοδείκτες της Mevaco A.E.

Η εταιρεία παρουσιάζει τέσσερις από τους επτά δείκτες αρνητικούς και για τα τέσσερα χρόνια, μάλιστα το 2013 έχει τον ελάχιστο δείκτη τρέχουσας τιμής προς κέρδη ανά μετοχή. Επίσης, το 2016 ο δείκτης ειδικής ρευστότητας είναι μικρότερος της μονάδας, άρα τα άμεσα ρευστοποιήσιμα στοιχεία της υπολείπονται των βραχυπροθέσμων υποχρεώσεων της.

4.6.7 NEXANS Ελλάς Α.Β.Ε.Σύντομη περιγραφή

<u>Λογότυπο</u>	<u>Σύμβολο μετοχής</u>	<u>Ιστοσελίδα</u>	<u>Αριθμός μετοχών</u>
	ΑΛΚΑΤ	www.nexans.gr/	22.996.875

Πίνακας 4.6.7.1 Πληροφορίες για την NEXANS Ελλάς Α.Β.Ε.

Η Nexans ΕΛΛΑΣ ιδρύθηκε το 1973 και δραστηριοποιείται στους επιχειρηματικούς τομείς: μεταφοράς και διανομής ηλεκτρικής ενέργειας, ενεργειακών πηγών, μεταφορών και οικοδόμησης. Στην εταιρεία έχει απονεμηθεί πληθώρα πιστοποιητικών συμμόρφωσης με διεθνή πρότυπα ποιότητας προϊόντων, περιβαλλοντικής διαχείρισης και υγιεινής και ασφάλειας στην εργασία. Παράλληλα, η διαθέτει βιομηχανική παρουσία σε 40 χώρες και εμπορική παρουσία παγκοσμίως, ενώ είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο του Παρισιού.

Αριθμοδείκτες

<u>Αριθμοδείκτες</u>	<u>Έτη</u>			
	2013	2014	2015	2016*
Ειδικής ρευστότητας	1,018	0,848	0,824	0,722
Μικτού περιθωρίου κέρδους	0,038	0,038	0,076	0,114
Καθαρού περιθωρίου κέρδους	-0,035	-0,028	-0,010	-0,006
ROA	-0,067	-0,038	-0,014	-0,007
ROE	-0,121	-0,099	-0,035	-0,020
P/BV	0,568	0,473	0,241	0,334
P/E	-4,714	-4,778	-6,879	-16,437
Απόδοσης μετοχής σε ταμειακή ροή	-0,105	-0,079	0,106	0,120

Πίνακας 4.6.7.2 Αριθμοδείκτες της NEXANS Ελλάς Α.Β.Ε.

Η Nexans εμφανίζει μεγάλο αριθμό δεικτών με αρνητική τιμή, μάλιστα τα έτη 2013 και 2014 ο δείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους είναι ο χαμηλότερος του κλάδου. Επιπλέον, ο δείκτης ειδικής ρευστότητας είναι κάτω από τη μονάδα, άρα τα άμεσα ρευστοποιήσιμα στοιχεία της εταιρείας δεν επαρκούν για να καλύψουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Επομένως, τα μεγέθη της χρειάζονται βελτίωση και αρκετοί τομείς των οικονομικών καταστάσεων απαιτούν ιδιαίτερη προσοχή.

4.6.8 Paper Pack A.B.E.E.Σύντομη περιγραφή

<u>Λογότυπο</u>	<u>Σύμβολο μετοχής</u>	<u>Ιστοσελίδα</u>	<u>Αριθμός μετοχών</u>
	ΠΠΑΚ	www.paperpack.gr/	3.953.090

Πίνακας 4.6.8.1 Πληροφορίες για την Paper Pack A.B.E.E.

Η PAPERPACK A.B.E.E. προήλθε από τη συγχώνευση εταιριών της οικογένειας Τσουκαρίδη. Η ιστορία της οικογένειας Τσουκαρίδη ξεκινάει από το 1891 στη Σμύρνη της Μικράς Ασίας όπου ιδρύθηκε το πρώτο τυπογραφείο και εξελίχθηκε σε μια μακρά παράδοση στο κλάδο των γραφικών τεχνών και της κυτιοποιίας. Σήμερα, η εταιρία PAPERPACK συμμετέχει ως μητρική στον Όμιλο Paper Pack, έχει έδρα το Δήμο Κηφισιάς, Αττικής και είναι εισηγμένη στο Χ.Α.Α. από το 2000.

Αριθμοδείκτες

<u>Αριθμοδείκτες</u>	<u>Έτη</u>			
	2013	2014	2015	2016*
Ειδικής ρευστότητας	2,294	1,191	1,510	1,120
Μικτού περιθωρίου κέρδους	0,281	0,305	0,305	0,317
Καθαρού περιθωρίου κέρδους	0,054	0,092	0,089	0,118
ROA	0,067	0,107	0,095	0,117
ROE	0,358	0,379	0,287	0,265
P/BV	1,665	0,964	0,875	0,941
P/E	4,651	2,545	3,053	3,557
Απόδοσης μετοχής σε ταμειακή ροή	0,378	0,522	0,404	0,316

Πίνακας 4.6.8.2 Αριθμοδείκτες της Paper Pack A.B.E.E.

Η εικόνα των αριθμοδεικτών της PAPERPACK είναι ικανοποιητική με την πλειοψηφία αυτών να είναι πάνω από το μέσο όρο του κλάδου. Το μικτό περιθώριο κέρδους είναι σε πολύ καλά επίπεδα και βελτιώνεται με την πάροδο των ετών. Ο δείκτης ειδικής ρευστότητας παρ' όλο που βαίνει μειούμενος, είναι σε ικανοποιητικά επίπεδα, όχι όμως πάνω από το μέσο όρο του κλάδου για την πλειονότητα των ετών. Ο δείκτης αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων είναι επίσης σε πολύ καλά επίπεδα.

5.6.9 Viohalco A.E.Σύντομη περιγραφή

<u>Λογότυπο</u>	<u>Σύμβολο μετοχής</u>	<u>Ιστοσελίδα</u>	<u>Αριθμός μετοχών</u>
	<u>BIO</u>	<u>www.viohalco.com/</u>	259.189.761

Πίνακας 4.6.9.1 Πληροφορίες για την Viohalco A.E.

Η Viohalco A.E. Συμμετοχών ιδρύθηκε το 1973 και σήμερα έχει έδρα το Βέλγιο. Ο Όμιλος δραστηριοποιείται μέσω θυγατρικών στην παραγωγή προϊόντων αλουμινίου, χαλκού, καλωδίων, χάλυβα και σωλήνων χάλυβα. Η εταιρεία διαθέτει μονάδες παραγωγής σε Ελλάδα, Βουλγαρία, Ρουμανία, Ρωσία, Π.Γ.Δ.Μ., Αυστραλία και Ηνωμένο Βασίλειο. Η εταιρεία έχει εμπορικό δίκτυο σε 21 χώρες τα προϊόντα της διανέμονται σε περισσότερες από 100 χώρες σε όλο τον κόσμο.

Αριθμοδείκτες¹²

<u>Αριθμοδείκτες</u>	<u>Έτη</u>			
	2013	2014	2015	2016*
Ειδικής ρευστότητας	0,766	0,596	0,575	1,049
Μικτού περιθωρίου κέρδους	0,061	0,07	0,094	0,117
Καθαρού περιθωρίου κέρδους	-0,078	-0,03	-0,019	-0,010
ROA	-0,067	-0,025	-0,018	-0,01
ROE	-0,226	-0,095	-0,068	-0,039
P/BV	0,821	0,444	0,402	0,324
P/E	-3,638	-4,666	-5,884	-8,245
Απόδοσης μετοχής σε ταμειακή ροή	-0,131	0,079	0,165	0,322

Πίνακας 4.6.9.2 Αριθμοδείκτες της Viohalco A.E. Paper Pack A.B.E.E.

¹² Η Viohalco A.E. δημοσιεύει μόνο ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, έτσι η ανάλυσή της βασίστηκε στα μεγέθη που περιλαμβάνονται σε αυτές. Σημειώνεται ότι για τις υπόλοιπες εταιρείες χρησιμοποιήθηκαν τα οικονομικά μεγέθη που αφορούν τη μητρική.

Οι αριθμοδείκτες της Viohalco δεν παρουσιάζουν ικανοποιητική εικόνα με τέσσερις από τους συνολικά επτά να είναι αρνητικοί και τα τέσσερα έτη ανάλυσης. Ελάχιστοι δείκτες της εταιρείας είναι πάνω από το μέσο όρο του κλάδου και μάλιστα το 2013 παρουσιάζει τη μικρότερη αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων στον κλάδο. Επίσης, ο δείκτης ειδικής ρευστότητας εμφανίζεται μικρότερος της μονάδας για τα έτη 2013-2015, ενώ το 2016 έχει τιμή πάνω από τη μονάδα, αλλά όχι σε επαρκή επίπεδα.

4.6.10 Βιομηχανία Συσκευασιών Α.Ε.Σύντομη περιγραφή

<u>Λογότυπο</u>	<u>Σύμβολο μετοχής</u>	<u>Ιστοσελίδα</u>	<u>Αριθμός μετοχών</u>
	<u>ΒΙΣ</u>	<u>www.vis.gr/</u>	4.968.600

Πίνακας 4.6.10.1 Πληροφορίες για την Βιομηχανία Συσκευασιών Α.Ε.

Η ΒΙΣ Α.Ε. δραστηριοποιείται από το 1936 με αντικείμενο τη σχεδίαση, παραγωγή και εμπορία υλικών συσκευασίας και είναι μέλος του Ομίλου Ιωάννη Φιλίππου. Ο κύριος τομέας δραστηριοποίησης της είναι η χάρτινη συσκευασία και σήμερα έχει πελατολόγιο που αποτελείται από σημαντικές βιομηχανίες. Η εταιρεία έχει έδρα το Βόλο, εισήχθηκε στο Χ.Α.Α. το 1971 και διαθέτει πλήθος διεθνών πιστοποιήσεων.

Αριθμοδείκτες

<u>Αριθμοδείκτες</u>	<u>Έτη</u>			
	2013	2014	2015	2016*
Ειδικής ρευστότητας	0,785	0,852	1,083	1,234
Μικτού περιθωρίου κέρδους	0,176	0,182	0,108	0,088
Καθαρού περιθωρίου κέρδους	-0,028	-0,016	-0,102	-0,344
ROA	-0,016	-0,009	-0,055	-0,184
ROE	-0,045	-0,026	-0,179	-0,633
P/BV	0,329	0,261	0,333	0,402
P/E	-7,351	-10,085	-1,859	-0,635
Απόδοσης μετοχής σε ταμειακή ροή	0,065	0,162	-0,295	-1,353

Πίνακας 4.6.10.2 Αριθμοδείκτες της Βιομηχανία Συσκευασιών Α.Ε.

Παρατηρώντας τους αριθμοδείκτες διαπιστώνεται ότι τα έτη 2013-2016 είναι δύσκολα για την ΒΙΣ Α.Ε., με πληθώρα δεικτών της να είναι αρνητικοί και κανέναν δείκτη υψηλότερο από το μέσο όρο του κλάδου στην τετραετία.

4.6.11 ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ Systems A.E.Σύντομη περιγραφή

<u>Λογότυπο</u>	<u>Σύμβολο μετοχής</u>	<u>Ιστοσελίδα</u>	<u>Αριθμός μετοχών</u>
	<u>ΒΟΣΥΣ</u>	<u>www.voyatzoglou.gr/</u>	6.325.000

Πίνακας 4.6.11.1 Πληροφορίες για την ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ Systems A.E.

Η ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ Systems A.E. ιδρύθηκε το 1992 κατόπιν συγχώνευσης τριών εταιρειών και έχει ως τομέα δραστηριότητας την εμπορία και διανομή τεχνικών προϊόντων και τις ολοκληρωμένες λύσεις εξοπλισμού καταστημάτων και αποθηκών. Το 1999, η εταιρία επεκτείνεται στη Ρουμανία, ιδρύοντας τη θυγατρική «VOYATZOGLU SYSTEMS ROMANIA S.R.L.» και το 2000 εισάγεται στο Χ.Α.Α.

Αριθμοδείκτες

<u>Αριθμοδείκτες</u>	<u>Έτη</u>			
	2013	2014	2015	2016*
Ειδικής ρευστότητας	2,259	1,871	1,752	1,345
Μικτού περιθωρίου κέρδους	0,356	0,343	0,365	0,367
Καθαρού περιθωρίου κέρδους	-0,170	0,014	-0,031	0,031
ROA	-0,082	0,012	-0,023	0,027
ROE	-0,121	0,019	-0,034	0,041
P/BV	0,428	0,508	0,568	1,018
P/E	-3,551	27,253	-16,619	25,105
Απόδοσης μετοχής σε ταμειακή ροή	-0,246	0,062	-0,035	0,054

Πίνακας 4.6.11.2 Αριθμοδείκτες της ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ Systems A.E.

Οι αριθμοδείκτες της ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ Systems παρουσιάζουν μεγάλη μεταβλητότητα στην τετραετία, έτσι τη συνολική εικόνα της εταιρείας συνθέτουν δείκτες με αρνητικό πρόσημο, αρκετοί δείκτες που είναι πάνω από το μέσο όρο του κλάδου και δύο περιπτώσεις όπου η εταιρεία έχει τη χαμηλότερη τιμή για τον κλάδο.

4.6.12 Γενική Εμπορίου & Βιομηχανίας Α.Ε.Σύντομη περιγραφή

<u>Λογότυπο</u>	<u>Σύμβολο μετοχής</u>	<u>Ιστοσελίδα</u>	<u>Αριθμός μετοχών</u>
	ΓΕΒΚΑ	www.geb.gr/	24.060.000

Πίνακας 4.6.12.1 Πληροφορίες για την Γενική Εμπορίου & Βιομηχανίας Α.Ε.

Η Γενική Εμπορίου & Βιομηχανίας Α.Ε. ιδρύθηκε το 1966 και αποτελεί όμιλο τον οποίο συνθέτουν οι θυγατρικές Γενική Εμπορίου Βορείου Ελλάδος Α.Ε., Λητώ Α.Ε.- Ανώνυμος Εμπορική Εταιρεία Ενδυμάτων & Παιδικών Ειδών και Geb Green Energy Α.Ε. Η εταιρεία αποτελεί το σημαντικότερο προμηθευτή βιομηχανικού και υδραυλικού εξοπλισμού στην Ελλάδα και στις χώρες της Ανατολικής Ευρώπης.

Αριθμοδείκτες

<u>Αριθμοδείκτες</u>	<u>Έτη</u>			
	2013	2014	2015	2016*
Ειδικής ρευστότητας	2,236	1,384	2,715	2,598
Μικτού περιθωρίου κέρδους	0,208	0,207	0,213	0,216
Καθαρού περιθωρίου κέρδους	0,017	0,036	0,030	0,044
ROA	0,012	0,024	0,021	0,031
ROE	0,016	0,033	0,027	0,039
P/BV	0,453	0,357	0,355	0,388
P/E	27,971	10,914	12,997	9,933
Απόδοσης μετοχής σε ταμειακή ροή	0,059	0,120	0,101	0,121

Πίνακας 4.6.12.2 Αριθμοδείκτες της Γενική Εμπορίου & Βιομηχανίας Α.Ε.

Οι δείκτες της ΓΕΒ Α.Ε. έχουν πολύ καλή εικόνα και πολλοί είναι άνω του μέσου όρου του κλάδου. Επίσης, έχει σε καλό επίπεδο το δείκτη ειδικής ρευστότητας και ενώ το 2014 μειώθηκε στη συνέχεια βελτιώθηκε σημαντικά, φτάνοντας σε υψηλότερα επίπεδα από αυτά του 2013. Ωστόσο, οι δείκτες καθαρού περιθωρίου κέρδους και αποδοτικότητας ενεργητικού/ ιδίων κεφαλαίων χρειάζονται βελτίωση.

4.6.13 ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ Ελλάς Α.Ε.Ε.Σύντομη περιγραφή

<u>Λογότυπο</u>	<u>Σύμβολο μετοχής</u>	<u>Ιστοσελίδα</u>	<u>Αριθμός μετοχών</u>
	<u>ΝΙΟΥΣ</u>	<u>www.newsphone.gr/</u>	27.848.000

Πίνακας 4.6.13.1 Πληροφορίες για την ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ Ελλάς Α.Ε.Ε.

Η εταιρεία ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ Ελλάς Α.Ε.Ε.- NEWSPHONE ιδρύθηκε το Μάρτιο του 1995 και δραστηριοποιείται στην παροχή καινοτόμων υπηρεσιών επικοινωνίας, περιεχομένου και εφαρμογών μέσω εναλλακτικών δικτύων σταθερής και κινητής τηλεφωνίας και Internet.

Αριθμοδείκτες

<u>Αριθμοδείκτες</u>	<u>Έτη</u>			
	2013	2014	2015	2016*
Ειδικής ρευστότητας	1,473	1,527	1,657	1,760
Μικτού περιθωρίου κέρδους	0,415	0,430	0,419	0,421
Καθαρού περιθωρίου κέρδους	0,010	0,010	0,031	0,066
ROA	0,006	0,005	0,014	0,026
ROE	0,012	0,009	0,025	0,043
P/BV	0,444	0,255	0,200	0,260
P/E	36,925	27,066	7,981	6,029
Απόδοσης μετοχής σε ταμειακή ροή	0,132	0,205	0,317	0,299

Πίνακας 4.6.13.2 Αριθμοδείκτες της ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ Ελλάς Α.Ε.Ε.

Οι δείκτες της ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ Ελλάς είναι σε πολύ καλά επίπεδα με την πλειοψηφία αυτών να είναι υψηλότεροι από το μέσο όρο του κλάδου. Ακόμη, μέσα στα έτη 2013-2016 παρατηρείται αύξηση του δείκτη της ειδικής ρευστότητας, ωστόσο οι δείκτες καθαρού περιθωρίου κέρδους και αποδοτικότητας ενεργητικού και ιδίων κεφαλαίων είναι σε πολύ χαμηλά επίπεδα και επομένως απαιτούν βελτίωση.

4.6.14 Όμιλος ΕΛΤΡΑΚΣύντομη περιγραφή

<u>Λογότυπο</u>	<u>Σύμβολο μετοχής</u>	<u>Ιστοσελίδα</u>	<u>Αριθμός μετοχών</u>
	ΕΛΤΚ	www.eltrak.gr/	14.050.971

Πίνακας 4.6.14.1 Πληροφορίες για τον Όμιλος ΕΛΤΡΑΚ

Η Εταιρεία "Ανώνυμος Εμπορική Βιομηχανική και Αντιπροσωπειών Μηχανών και Ανταλλακτικών και Ναυτιλιακή Εταιρεία ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε." λειτουργεί από το 1982. Κύριο αντικείμενο δραστηριότητας της εταιρείας είναι η εισαγωγή και εμπορία μηχανημάτων τεχνικών και λατομικών έργων, ανυψωτικών μηχανημάτων, ηλεκτροπαραγωγών ζευγών, μηχανών πλοίων, ανταλλακτικών και εξαρτημάτων αυτών. Επίσης, η εταιρεία δραστηριοποιείται στην εκμίσθωση ηλεκτροπαραγωγών ζευγών και μηχανημάτων και στην παροχή τεχνικής υποστήριξης.

Αριθμοδείκτες

<u>Αριθμοδείκτες</u>	<u>Έτη</u>			
	2013	2014	2015	2016*
Ειδικής ρευστότητας	0,546	2,187	1,533	1,587
Μικτού περιθωρίου κέρδους	0,380	0,329	0,324	0,297
Καθαρού περιθωρίου κέρδους	-0,014	-0,007	0,017	-0,014
ROA	-0,005	-0,004	0,008	-0,007
ROE	-0,009	-0,006	0,015	-0,013
P/BV	0,461	0,338	0,353	0,363
P/E	-50,834	-56,302	24,246	-27,698
Απόδοσης μετοχής σε ταμειακή ροή	0,028	0,045	0,106	0,028

Πίνακας 4.6.14.2 Αριθμοδείκτες του Όμιλος ΕΛΤΡΑΚ

Η ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε. έχει πολλούς αρνητικούς δείκτες και για δύο έτη έχει το χαμηλότερο δείκτη τρέχουσας τιμής προς κέρδη ανά μετοχή. Ενώ, αρκετοί δείκτες της είναι υψηλότεροι από το μέσο όρο του κλάδου, είναι εμφανές ότι τα μεγέθη της χρειάζονται βελτίωση. Επιπλέον, η εταιρεία εμφανίζει μεγάλη μεταβλητότητα.

4.6.15 Ευρωσύμβουλοι Α.Ε.Σύντομη περιγραφή

<u>Λογότυπο</u>	<u>Σύμβολο μετοχής</u>	<u>Ιστοσελίδα</u>	<u>Αριθμός μετοχών</u>
	<u>ΕΣΥΜΒ</u>	<u>el.euroconsultants.gr/web/guest/home</u>	8.623.225

Πίνακας 4.6.15.1 Πληροφορίες για την Ευρωσύμβουλοι Α.Ε.

Η εταιρεία Ευρωσύμβουλοι Α.Ε. ιδρύθηκε το 1990 και έχει αντικείμενο δραστηριότητας την παροχή συμβουλευτικών υπηρεσιών στο δημόσιο τομέα. Η εταιρεία διαθέτει παρουσία στη Θεσσαλονίκη και την Αθήνα, αλλά και στο Λουξεμβούργο, την Κύπρο, τη Βουλγαρία, την Κροατία, την Τουρκία, τη Σερβία, την Τσεχία και το Μπαχρέιν.

Αριθμοδείκτες

<u>Αριθμοδείκτες</u>	<u>Έτη</u>			
	2013	2014	2015	2016*
Ειδικής ρευστότητας	0,962	0,971	0,841	0,780
Μικτού περιθωρίου κέρδους	0,389	0,325	0,175	0,125
Καθαρού περιθωρίου κέρδους	0,060	0,029	-0,449	2,671
ROA	0,022	0,011	-0,114	0,580
ROE	0,068	0,030	-0,440	2,418
P/BV	5,483	3,487	5,428	1,847
P/E	80,233	116,971	-12,331	0,764
Απόδοσης μετοχής σε ταμειακή ροή	0,020	0,019	-0,070	1,348

Πίνακας 4.6.15.2 Αριθμοδείκτες της Ευρωσύμβουλοι Α.Ε.

Η εταιρεία με εξαίρεση κάποιες αρνητικές τιμές των δεικτών το 2015, εμφανίζει ικανοποιητική εικόνα στους δείκτες της και μάλιστα έχει την καλύτερη τιμή του κλάδου σε κάποιους από αυτούς. Αξιοσημείωτη επίσης είναι η βελτίωση που φαίνεται να εμφανίζει στους αριθμοδείκτες της το 2016. Ωστόσο, ο δείκτης ειδικής ρευστότητας της εταιρείας είναι πολύ χαμηλός και μάλιστα μειώνεται με την πάροδο των ετών.

4.6.16 ΚΑΡΑΤΖΗ Α.Ε. Όμιλος ΕταιρειώνΣύντομη περιγραφή

<u>Λογότυπο</u>	<u>Σύμβολο μετοχής</u>	<u>Ιστοσελίδα</u>	<u>Αριθμός μετοχών</u>
	<u>KAPTZ</u>	<u>www.karatzis.gr/index.php?lang=gr</u>	14.679.792

Πίνακας 4.6.16.1 Πληροφορίες για την ΚΑΡΑΤΖΗ Α.Ε. Όμιλος Εταιρειών

Ο Όμιλος Εταιρειών ΚΑΡΑΤΖΗ Α.Ε. ιδρύθηκε το 1973 και σήμερα η δραστηριοποίηση του περιλαμβάνει τον εμπορικό (μέσω 4 θυγατρικών), βιομηχανικό (5 εγκαταστάσεις) και ξενοδοχειακό (3 μονάδες) τομέα, καθώς και την παροχή ηλεκτρικής ενέργειας (1 θυγατρική). Σήμερα, η εταιρεία έχει παρουσία στο Ηνωμένο Βασίλειο καθώς και την Ισπανία, Ιταλία, Γερμανία και Ρωσία.

Αριθμοδείκτες

<u>Αριθμοδείκτες</u>	<u>Έτη</u>			
	2013	2014	2015	2016*
Ειδικής ρευστότητας	0,853	0,923	0,916	0,914
Μικτού περιθωρίου κέρδους	0,257	0,270	0,264	0,269
Καθαρού περιθωρίου κέρδους	0,087	0,100	0,082	0,082
ROA	0,035	0,043	0,035	0,036
ROE	0,056	0,065	0,052	0,051
P/BV	0,677	0,465	0,564	0,593
P/E	12,194	7,138	10,850	11,568
Απόδοσης μετοχής σε ταμειακή ροή	0,162	0,254	0,183	0,170

Πίνακας 4.6.16.2 Αριθμοδείκτες της ΚΑΡΑΤΖΗ Α.Ε. Όμιλος Εταιρειών

Η εταιρεία παρουσιάζει ικανοποιητική εικόνα στους αριθμοδείκτες της με την πλειοψηφία αυτών να είναι υψηλότεροι από το μέσο όρο του κλάδου. Ωστόσο, οι δείκτες ειδικής ρευστότητας και καθαρού περιθωρίου κέρδους είναι χαμηλοί και χρειάζονται βελτίωση.

4.6.17 Όμιλος METKAΣύντομη περιγραφή

<u>Λογότυπο</u>	<u>Σύμβολο μετοχής</u>	<u>Ιστοσελίδα</u>	<u>Αριθμός μετοχών</u>
	<u>METK</u>	<u>www.metka.com/el</u>	51.950.600

Πίνακας 4.6.17.1 Πληροφορίες για τον Όμιλος METKA

Η METKA ιδρύθηκε το 1962 στο Βόλο και είναι ένας διεθνής όμιλος κατασκευής εξειδικευμένων ενεργειακών έργων ευρείας κλίμακας, με παρουσία στους τομείς ενέργειας, υποδομών και άμυνας. Η METKA είναι μέλος του Ομίλου ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ και έχει παρουσία στο Ηνωμένο Βασίλειο και την Τουρκία. Σήμερα, η εταιρεία έχει πληθώρα πιστοποιήσεων για την ποιότητα των προϊόντων, την υγιεινή και ασφάλεια στην εργασία και την περιβαλλοντική διαχείριση.

Αριθμοδείκτες

<u>Αριθμοδείκτες</u>	<u>Έτη</u>			
	2013	2014	2015	2016*
Ειδικής ρευστότητας	2,278	1,885	1,706	1,433
Μικτού περιθωρίου κέρδους	0,197	0,188	0,183	0,175
Καθαρού περιθωρίου κέρδους	0,110	0,135	0,042	0,038
ROA	0,069	0,101	0,022	0,019
ROE	0,139	0,196	0,047	0,041
P/BV	1,867	1,164	1,128	0,833
P/E	13,399	5,940	24,015	20,186
Απόδοσης μετοχής σε ταμειακή ροή	0,079	0,175	0,050	0,060

Πίνακας 4.6.17.2 Αριθμοδείκτες του Όμιλος METKA

Η METKA έχει όλους τους αριθμοδείκτες της θετικούς και τους περισσότερους πάνω από το μέσο όρο του κλάδου. Επιπλέον, ο δείκτης ειδικής ρευστότητας παρ' όλο που βαίνει μειούμενος είναι σε καλά επίπεδα. Ωστόσο, οι δείκτες καθαρού περιθωρίου κέρδους και αποδοτικότητας ενεργητικού και ιδίων κεφαλαίων εμφανίζουν σημαντική μείωση με την πάροδο των ετών.

4.6.18 Οργανισμός Λιμένος Θεσσαλονίκης- ΟΛΘ Α.Ε.Σύντομη περιγραφή

<u>Λογότυπο</u>	<u>Σύμβολο μετοχής</u>	<u>Ιστοσελίδα</u>	<u>Αριθμός μετοχών</u>
	ΟΛΘ	www.thpa.gr/	10.080.000

Πίνακας 4.6.18.1 Πληροφορίες για την ΟΛΘ Α.Ε.

Η Ανώνυμη Εταιρεία «Οργανισμός Λιμένος Θεσσαλονίκης» (ΟΛΘ Α.Ε.) ιδρύθηκε το 1999 με σκοπό τη διοίκηση και εκμετάλλευση του λιμένος της Θεσσαλονίκης.

Αριθμοδείκτες

<u>Αριθμοδείκτες</u>	<u>Έτη</u>			
	2013	2014	2015	2016*
Ειδικής ρευστότητας	9,064	7,032	8,920	8,665
Μικτού περιθωρίου κέρδους	0,445	0,484	0,478	0,498
Καθαρού περιθωρίου κέρδους	0,353	0,388	0,352	0,356
ROA	0,111	0,146	0,127	0,138
ROE	0,123	0,165	0,141	0,153
P/BV	1,501	2,012	2,062	1,501
P/E ¹³	12,248	12,162	14,629	9,815
Απόδοσης μετοχής σε ταμειακή ροή	0,099	0,097	0,083	0,123

Πίνακας 4.6.18.2 Αριθμοδείκτες της ΟΛΘ Α.Ε.

Η ΟΛΘ Α.Ε. έχει μεγάλο αριθμό δεικτών της με τη υψηλότερη τιμή στον κλάδο και τη συντριπτική πλειοψηφία των υπολοίπων πάνω από το μέσο όρο του κλάδου. Τα μεγέθη της εταιρείας εμφανίζουν μικρή μεταβλητότητα. Ενώ, η εταιρεία έχει αξιοσημείωτα υψηλούς δείκτες ειδικής ρευστότητας και καθαρού περιθωρίου κέρδους καθ' όλη τη διάρκεια της τετραετίας.

¹³ Ο δείκτης τρέχουσας τιμής προς κέρδη ανά μετοχή της ΟΛΘ Α.Ε. εμφανίζεται σε σημαντικά υψηλά επίπεδα. Αυτό οφείλεται στη δημοσιοποιημένη αποκρατικοποίησή της, ο διαγωνισμός της οποίας προκηρύχθηκε στις 14/4/2014 από το ΤΑΙΠΕΔ. (Πηγή: <http://www.hradf.com/portfolio/view/124/organismos-limenos-thessalonikhs-a-e-olth>)

4.6.19 Οργανισμός Λιμένος Πειραιώς- ΟΛΠ Α.Ε.Σύντομη περιγραφή

<u>Λογότυπο</u>	<u>Σύμβολο μετοχής</u>	<u>Ιστοσελίδα</u>	<u>Αριθμός μετοχών</u>
	<u>ΟΛΠ</u>	www.olp.gr/	25.000.000

Πίνακας 4.6.19.1 Πληροφορίες για την ΟΛΠ Α.Ε.

Κύριες δραστηριότητες του ΟΛΠ Α.Ε. είναι η παροχή ελλιμενισμού πλοίων, υπηρεσιών φορτοεκφόρτωσης και αποθήκευσης αγαθών (φορτίων), διακίνησης αυτοκινήτων και οχημάτων, καθώς και η εξυπηρέτηση της επιβατικής κίνησης (ακτοπλοΐας και κρουαζιέρας). Επιπλέον, η εταιρεία παρέχει λιμενικές εξυπηρετήσεις σε πλοία (παροχή νερού, ηλεκτρικού ρεύματος, διαχείρισης καταλοίπων. δεξαμενισμού κ.λπ.) και αξιοποιεί τους χώρους και τις εγκαταστάσεις της μισθώνοντας ή παραχωρώντας τους σε τρίτους έναντι ανταλλάγματος.

Αριθμοδείκτες

<u>Αριθμοδείκτες</u>	<u>Έτη</u>			
	2013	2014	2015	2016*
Ειδικής ρευστότητας	3,420	3,794	3,794	4,006
Μικτού περιθωρίου κέρδους	0,205	0,220	0,262	0,297
Καθαρού περιθωρίου κέρδους	0,074	0,065	0,084	0,091
ROA	0,021	0,018	0,023	0,024
ROE	0,048	0,040	0,048	0,049
P/BV	2,614	1,557	1,991	1,861
P/E ¹⁴	53,945	38,809	41,429	38,189
Απόδοσης μετοχής σε ταμειακή ροή	0,056	0,083	0,067	0,070

Πίνακας 4.6.19.2 Αριθμοδείκτες της ΟΛΠ Α.Ε.

¹⁴ Ο δείκτης τρέχουσας τιμής προς κέρδη ανά μετοχή της ΟΛΠ Α.Ε. εμφανίζεται σε σημαντικά υψηλά επίπεδα καθ' όλη την 4ετία. Αυτό οφείλεται στη δημοσιοποιημένη αποκρατικοποίησή της, η συμφωνία για την οποία υπογράφηκε στις 08/04/2016 από τον Πρόεδρο του ΤΑΙΠΕΔ. (Πηγή:

<http://www.hradf.com/storage/files/uploads/03e1910a043659f17d8c34847c3e4638.pdf>)

Η ΟΛΠ Α.Ε. έχει την πλειοψηφία των δεικτών της άνω του μέσου όρου του κλάδου και μάλιστα τα έτη 2015 και 2016 έχει τη μεγαλύτερη τιμή του κλάδου στο δείκτη τρέχουσας τιμής προς εσωτερική αξία και το 2016 έχει τον υψηλότερο δείκτη τρέχουσας τιμής προς κέρδη ανά μετοχή. Ο δείκτης ειδικής ρευστότητας είναι σε πολύ καλά επίπεδα και μάλιστα εμφανίζει βελτίωση εντός των ετών. Οι δείκτες καθαρού περιθωρίου κέρδους και αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων χρειάζονται βελτίωση.

4.6.20 Ε. ΠΑΪΡΗΣ Α.Β.Ε.Ε.Σύντομη περιγραφή

<u>Λογότυπο</u>	<u>Σύμβολο μετοχής</u>	<u>Ιστοσελίδα</u>	<u>Αριθμός μετοχών</u>
	<u>ΠΑΙΡ</u>	<u>www.pairis.gr/</u>	4.971.466

Πίνακας 4.6.20.1 Πληροφορίες για την Ε. ΠΑΪΡΗΣ Α.Β.Ε.Ε.

Η Ε. Παΐρης Α.Β.Ε.Ε. Βιομηχανία πλαστικών ιδρύθηκε το 1954 και εισάγεται στο Χ.Α.Α. το 1997. Η εταιρεία έχει πιστοποιητικό ISO 9001:2000 και το 1998 πιστοποιείται ως «Πανευρωπαϊκός Προμηθευτής της πολυεθνικής εταιρείας UNILEVER». Η διετία 2001-2002 θεωρείται σταθμός για την εταιρεία διότι προσθέτει νέες γραμμές παραγωγής σάκκων απορριμάτων μέσω της εξαγοράς της ανταγωνιστικής εταιρείας POLYPACK ΑΕ και ιδρύει την εταιρεία EPSH με τη συνεργασία της νορβηγικής εταιρείας ELOPAK.

Αριθμοδείκτες

<u>Αριθμοδείκτες</u>	<u>Έτη</u>			
	2013	2014	2015	2016*
Ειδικής ρευστότητας	0,455	0,435	0,466	0,473
Μικτού περιθωρίου κέρδους	0,172	0,148	0,160	0,157
Καθαρού περιθωρίου κέρδους	-0,018	-0,028	-0,107	-0,301
ROA	-0,011	-0,016	-0,066	-0,186
ROE	-0,032	-0,047	-0,230	-0,703
P/BV	0,241	0,128	0,169	0,179
P/E	-7,565	-2,755	-0,736	-0,254
Απόδοσης μετοχής σε ταμειακή ροή	0,287	0,371	-0,736	-3,338

Πίνακας 4.6.20.2 Αριθμοδείκτες της Ε. ΠΑΪΡΗΣ Α.Β.Ε.Ε.

Η Παΐρης Α.Β.Ε.Ε. έχει τέσσερις από τους επτά δείκτες της αρνητικούς καθ' όλη την τετραετία, ενώ εμφανίζει το χαμηλότερο δείκτη ειδικής ρευστότητας του κλάδου και για τα τέσσερα έτη. Είναι εμφανές ότι τα μεγέθη της επιχείρησης χρειάζονται βελτίωση.

4.6.21 Πέτρος Πετρόπουλος Α.Ε.Β.Ε.Σύντομη περιγραφή

<u>Λογότυπο</u>	<u>Σύμβολο μετοχής</u>	<u>Ιστοσελίδα</u>	<u>Αριθμός μετοχών</u>
	<u>ΠΕΤΡΟ</u>	<u>www.petropoulos.com/</u>	7.070.400

Πίνακας 4.6.21.1 Πληροφορίες για την Πέτρος Πετρόπουλος Α.Ε.Β.Ε.

Η εταιρεία Πέτρος Πετρόπουλος Α.Ε.Β.Ε. ξεκίνησε το 1922 από τη Θεσσαλονίκη και από το 1948 δραστηριοποιείται και στην Αθήνα. Αντικείμενο εργασίας της εταιρείας είναι η κατασκευή, διασκευή, διανομή και εμπορία μεγάλου εύρους προϊόντων, όπως αυτοκίνητα, φορτηγά, λεωφορεία, γεννήτριες, μπαταρίες οχημάτων, λιπαντικά, κινητήρες diesel, σκάφη, εξωλέμβιες μηχανές, αγροτικά, χωματουργικά και βιομηχανικά μηχανήματα.

Αριθμοδείκτες

<u>Αριθμοδείκτες</u>	<u>Έτη</u>			
	2013	2014	2015	2016*
Ειδικής ρευστότητας	1,244	1,372	1,318	1,322
Μικτού περιθωρίου κέρδους	0,191	0,191	0,183	0,180
Καθαρού περιθωρίου κέρδους	0,005	0,017	0,009	0,018
ROA	0,005	0,019	0,013	0,031
ROE	0,011	0,043	0,029	0,066
P/BV	0,635	0,823	0,978	1,115
P/E	57,082	19,100	34,057	16,782
Απόδοσης μετοχής σε ταμειακή ροή	0,065	0,090	0,064	0,091

Πίνακας 4.6.21.2 Αριθμοδείκτες της Πέτρος Πετρόπουλος Α.Ε.Β.Ε.

Η Πετρόπουλος Α.Ε.Β.Ε. εμφανίζει μια σχετικά σταθερή εικόνα στους δείκτες της, με κάποιους από αυτούς να είναι πάνω από το μέσο όρο του κλάδου. Ο δείκτης τρέχουσας τιμής προς εσωτερική αξία βελτιώνεται στην τετραετία, ενώ ο δείκτης ειδικής ρευστότητας είναι σε σχετικά καλά επίπεδα, αλλά κάτω από το μέσο όρο του κλάδου. Επιπλέον, ο δείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους είναι αρκετά χαμηλός, το ίδιο και αυτός της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων.

4.6.22 ΧΑΪΔΕΜΕΝΟΣ Α.Ε.Β.Ε.Σύντομη περιγραφή

<u>Λογότυπο</u>	<u>Σύμβολο μετοχής</u>	<u>Ιστοσελίδα</u>	<u>Αριθμός μετοχών</u>
	ΧΑΙΔΕ	www.haidemenos.gr/	8.340.750

Πίνακας 4.6.22.1 Πληροφορίες για την ΧΑΪΔΕΜΕΝΟΣ Α.Ε.Β.Ε.

Η Χαΐδεμένος Α.Ε.Β.Ε. από το 1976 δραστηριοποιείται με ιδιαίτερη επιτυχία στην ελληνική αγορά γραφικών τεχνών. Η εταιρεία είναι εισηγμένη στην κύρια αγορά του Χ.Α.Α. από τον Ιανουάριο του 2000. Σήμερα, αποτελεί την μεγαλύτερη ελληνική καθετοποιημένη εκτυπωτική μονάδα που μπορεί να καλύψει σχεδόν όλες τις ανάγκες της ελληνικής και της ευρωπαϊκής αγοράς.

Αριθμοδείκτες

<u>Αριθμοδείκτες</u>	<u>Έτη</u>			
	2013	2014	2015	2016*
Ειδικής ρευστότητας	1,081	1,065	1,110	1,123
Μικτού περιθωρίου κέρδους	0,132	0,128	0,109	0,099
Καθαρού περιθωρίου κέρδους	-0,073	-0,066	-0,088	-0,099
ROA	-0,036	-0,030	-0,040	-0,044
ROE	-0,064	-0,052	-0,072	-0,079
P/BV	0,173	0,108	0,373	0,119
P/E	-2,705	-2,055	-5,175	-1,503
Απόδοσης μετοχής σε ταμειακή ροή	0,128	0,380	0,067	0,206

Πίνακας 4.6.22.2 Αριθμοδείκτες της ΧΑΪΔΕΜΕΝΟΣ Α.Ε.Β.Ε.

Η εταιρεία έχει κάποιους δείκτες πάνω από το μέσο όρο του κλάδου, παράλληλα όμως έχει και τέσσερις από τους επτά συνολικά δείκτες αρνητικούς σε όλη την τετραετία. Ο δείκτης ειδικής ρευστότητας βελτιώνεται με την πάροδο των ετών, ενώ η εταιρεία διαπραγματεύεται εμφανώς υποτιμημένη στο χρηματιστήριο.

Κεφάλαιο 5^ο

Αποτίμηση των επιχειρήσεων και Επιλογή των μετοχών

Αυτό το κεφάλαιο είναι αφιερωμένο στον προσδιορισμό της αξίας κάθε επιμέρους εταιρείας του κλάδου, άρα στη συνέχεια διενεργείται η χρηματοοικονομική αποτίμηση των εταιρειών, καθώς και στον εντοπισμό και σχολιασμό των μεγεθών που θα ληφθούν υπόψη στην επιλογή των μετοχών. Ενώ, στη συνέχεια γίνεται η επιλογή των προτεινόμενων μετοχών.

Αρχικά, προσδιορίζονται και σχολιάζονται τα βασικά μεγέθη που σχετίζονται με την αποτίμηση και στη συνέχεια χρησιμοποιώντας τους τύπους και τις διαδικασίες που αναφέρονται στη μεθοδολογία, εκτιμάται η αξία των εταιρειών όπως προκύπτει από την ανάλυση που προηγήθηκε και για τα δεδομένα που επιλέχθηκαν. Ακολουθεί η συγκεντρωτική παρουσίαση των βασικών εταιρικών μεγεθών και στη συνέχεια προτείνονται οι μετοχές που θα επιλέγονταν για επένδυση.

5.1 Αποτίμηση των επιχειρήσεων

5.1.1 Όμιλος Εταιρειών DIONIC A.E.B.E.

Ρυθμός ανάπτυξης

Ο ρυθμός ανάπτυξης της Dionic A.E.B.E. για το έτος 2016 ανέρχεται -6,25% και προκύπτει από τον εκτιμώμενο Συντελεστή επανεπένδυσης, ο οποίος ισούται με -0,54 επί την Απόδοση του κεφαλαίου που ανέρχεται σε 0,11. Συνοπτικά παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα:

Συντελεστής επανεπένδυσης	Απόδοση κεφαλαίου	Ρυθμός ανάπτυξης
-54,56%	11,45%	-6,25%

Πίνακας 5.1.1.1 Ρυθμός ανάπτυξης DIONIC A.E.B.E.

Στάδια ανάπτυξης

Για την παρούσα ανάλυση έγινε η υπόθεση ότι η εταιρεία Dionic για την πενταετία 2017-2021 θα αναπτύσσεται με το ρυθμό ανάπτυξης που εκτιμήθηκε για τη χρήση 2016, ήτοι -6,25%. Κατόπιν, και για χρονικό ορίζοντα στο διηνεκές θεωρήθηκε ότι η εταιρεία θα εμφανίσει θετικό ρυθμό ανάπτυξης ίσο με 1,5%.

Πρόβλεψη FCF

Για να προσδιοριστούν οι ελεύθερες ταμειακές ροές της εταιρείας για το διάστημα ανάλυσης χρειάζεται η πρόβλεψη των EBIT, των Αποσβέσεων, των Κεφαλαιουχικών δαπανών και της Μεταβολής στο καθαρό κεφάλαιο κίνησης. Η πρόβλεψη των μεγεθών παρουσιάζεται στον παρακάτω πίνακα (σε εκατομμύρια ευρώ).

	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
EBIT	6,612	6,199	5,812	5,449	5,108	4,789	4,861
Φόρος επί των EBIT	2,182	2,046	1,918	1,798	1,686	1,580	1,604
Καθαρό εισόδημα χωρίς δανεισμό	4,430	4,153	3,894	3,651	3,422	3,209	3,257
Αποσβέσεις	5,209	4,884	4,579	4,293	4,024	3,773	3,830
Κεφαλαιουχικές δαπάνες	0,178	0,166	0,156	0,146	0,137	0,129	0,131
Μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης	2,470	2,316	2,171	2,035	1,908	1,789	1,816
Ελεύθερες ταμειακές ροές στην επιχείρηση (FCF)	6,992	6,555	6,145	5,761	5,401	5,064	5,140

Πίνακας 5.1.1.2 Ελεύθερες ταμειακές ροές DIONIC A.E.B.E.

Beta επιχείρησης

Ο συντελεστής βήτα της εταιρείας υπολογίστηκε ίσος με 0,805 και η ερμηνεία του είναι ότι εάν ο γενικός δείκτης αυξηθεί (μειωθεί) κατά 1%, τότε η τιμή της μετοχής θα αυξηθεί (μειωθεί) κατά 0,805%.

Επομένως, η μετοχή παρουσιάζει μικρότερη μεταβλητότητα σε σχέση με την αγορά και χαρακτηρίζεται ως αμυντική μετοχή.

Εκτίμηση του Μέσου σταθμικού κόστους

Το WACC της Dionic υπολογίστηκε ίσο με 4,59%.

Κόστος Ξένων Κεφαλαίων	Αναλογία Ξένων Κεφαλαίων	Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων	Αναλογία Ιδίων Κεφαλαίων	Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου
8,15%	107,92%	20,90%	-7,92%	4,59%

Πίνακας 5.1.1.3 Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου DIONIC A.E.B.E.

Σημειώνεται ότι η αναλογία ξένων κεφαλαίων είναι μεγαλύτερη από το 100% και ταυτόχρονα η αναλογία ιδίων κεφαλαίων είναι μικρότερη του 0, διότι την τετραετία ανάλυσης 2013-2016 η εταιρεία Dionic εμφάνιζε αρνητικά ίδια κεφάλαια. Τα αρνητικά ίδια κεφάλαια της εταιρείας οφείλονται στις συσσωρευμένες ζημίες προηγούμενων ετών που αναγνωρίζει η εταιρεία στα Αποτελέσματα εις νέον.

Αξία της επιχείρησης

Για τον υπολογισμό της συνολικής αξίας της επιχείρησης, όπως αυτή προκύπτει για την 5η Ιανουαρίου 2017 από τη διαδικασία αποτίμησης που περιγράφεται αναλυτικά στην παρούσα εργασία, η ελεύθερη ταμειακή ροή κάθε έτους προεξοφλείται με το μέσο σταθμικό επιτόκιο της εταιρείας. Έτσι, η αξία της εταιρείας στις 05/01/2017 προσδιορίζεται σε 158.291.444,07 ευρώ.

Αντίστοιχα, αν η συνολική αξία της επιχείρησης διαιρεθεί με τον αριθμό των μετοχών σε κυκλοφορία υπολογίζεται η αξία της κάθε μετοχής της εταιρείας στις 05/01/2017. Η αξία της μετοχής που εκτιμάται βάση της διαδικασίας αποτίμησης στη συνέχεια συγκρίνεται με τη χρηματιστηριακή τιμή που έχει η μετοχή την ίδια ημερομηνία για να διαπιστωθεί αν η μετοχή διαπραγματεύεται στην αγορά υποτιμημένη ή υπερτιμημένη, δηλαδή με discount ή premium αντίστοιχα.

Συνολική αξία επιχείρησης	158.291.444,07
Αριθμός μετοχών	15.600.542
Αξία μετοχής βάση αποτίμησης	10,15
Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής	0,55

Πίνακας 5.1.1.4 Αξία μετοχής DIONIC A.E.B.E.

Διαπιστώνεται ότι η αξία της μετοχής που εκτιμήθηκε βάση της αποτίμησης είναι υψηλότερη από τη χρηματιστηριακή της τιμή, επομένως η μετοχή διαπραγματεύεται υποτιμημένη στην αγορά.

5.1.2 Flexorack A.E.

▪ Ρυθμός ανάπτυξης

Ο ρυθμός ανάπτυξης της Flexorack A.E. για το έτος 2016 ανέρχεται -4,41% και προκύπτει από τον εκτιμώμενο Συντελεστή επανεπένδυσης, ο οποίος ισούται με -0,40 επί την Απόδοση του κεφαλαίου που ανέρχεται σε 0,11. Συνοπτικά παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα:

Συντελεστής επανεπένδυσης	Απόδοση κεφαλαίου	Ρυθμός ανάπτυξης
-40,38%	10,92%	-4,41%

Πίνακας 5.1.2.1 Ρυθμός ανάπτυξης Flexorack A.E.

▪ Στάδια ανάπτυξης

Για την παρούσα ανάλυση έγινε η υπόθεση ότι η εταιρεία Flexorack για την πενταετία 2017-2021 θα αναπτύσσεται με το ρυθμό ανάπτυξης που εκτιμήθηκε για τη χρήση 2016, ήτοι -4,41%. Κατόπιν, και για χρονικό ορίζοντα στο διηνεκές θεωρήθηκε ότι η εταιρεία θα εμφανίσει θετικό ρυθμό ανάπτυξης ίσο με 2,00%.

▪ Πρόβλεψη FCF

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές για τη Flexorack εκτιμάται ότι θα διαμορφωθούν ως εξής (ποσά σε εκατομμύρια ευρώ)

	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
EBIT	8,345	7,977	7,626	7,289	6,968	6,661	6,794
Φόρος επί των EBIT	2,754	2,632	2,516	2,406	2,299	2,198	2,242
Καθαρό εισόδημα χωρίς δανεισμό	5,591	5,345	5,109	4,884	4,669	4,463	4,552
Αποσβέσεις	3,109	2,972	2,841	2,716	2,596	2,482	2,531
Κεφαλαιουχικές δαπάνες	0	0	0	0	0	0	0
Μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης	0,717	0,685	0,655	0,626	0,599	0,572	0,584
Ελεύθερες ταμειακές ροές στην επιχείρηση (FCF)	7,984	7,632	7,295	6,974	6,666	6,372	6,500

Πίνακας 5.1.2.2 Ελεύθερες ταμειακές ροές Flexorack A.E.

▪ Beta επιχείρησης

Ο συντελεστής βήτα της εταιρείας υπολογίστηκε ίσος με 0,336 και η ερμηνεία του είναι ότι εάν ο γενικός δείκτης αυξηθεί (μειωθεί) κατά 1%, τότε η τιμή της μετοχής θα αυξηθεί (μειωθεί) κατά 0,336%.

Επομένως, η μετοχή παρουσιάζει μικρότερη μεταβλητότητα σε σχέση με την αγορά και χαρακτηρίζεται ως αμυντική μετοχή.

▪ Εκτίμηση του Μέσου σταθμικού κόστους

Το WACC της Flexorack υπολογίστηκε ίσο με 58,30%.

Κόστος Ξένων Κεφαλαίων	Αναλογία Ξένων Κεφαλαίων	Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων	Αναλογία Ιδίων Κεφαλαίων	Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου
5,14%	19,28%	71,35%	80,72%	58,30%

Πίνακας 5.1.2.3 Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου Flexorack A.E.

Παρατηρείται ότι η χρηματοδότηση της εταιρείας πραγματοποιείται στη συντριπτική πλειοψηφία από ίδια κεφάλαια και μόλις το 19,28% από δανειακά. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση του αναλαμβανόμενου κινδύνου των μετόχων της, το οποίο αντανακλάται στο υψηλό κόστος ιδίων κεφαλαίων.

Το κόστος ιδίων κεφαλαίων αντιπροσωπεύει την απόδοση που απαιτούν οι μέτοχοι για τον επιπλέον κίνδυνο που αναλαμβάνουν και αιτιολογείται να είναι αυξημένο σε τέτοιες περιπτώσεις και με τις υπάρχουσες οικονομικές συνθήκες.

▪ Αξία της επιχείρησης

Η συνολική αξία της επιχείρησης στις 05/01/2017 προσδιορίζεται σε 12.353.490,13 ευρώ και η αξία της μετοχής που προκύπτει από την αποτίμηση εμφανίζεται στον πίνακα που ακολουθεί.

Συνολική αξία επιχείρησης	12.353.490,13
Αριθμός μετοχών	11.720.024
Αξία μετοχής βάση αποτίμησης	1,05
Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής	3,08

Πίνακας 5.1.2.4 Αξία μετοχής Flexorack A.E.

Διαπιστώνεται ότι η αξία της μετοχής που εκτιμήθηκε βάση της αποτίμησης είναι χαμηλότερη από τη χρηματιστηριακή της τιμή, επομένως η μετοχή διαπραγματεύεται υπερτιμημένη στην αγορά.

5.1.3 Frigoglass A.B.E.E.

▪ Ρυθμός ανάπτυξης

Ο ρυθμός ανάπτυξης της Frigoglass A.B.E.E. για το έτος 2016 ανέρχεται -6,51% και προκύπτει από τον εκτιμώμενο Συντελεστή επανεπένδυσης, ο οποίος ισούται με 0,15 επί την Απόδοση του κεφαλαίου που ανέρχεται σε -0,42. Συνοπτικά παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα:

Συντελεστής επανεπένδυσης	Απόδοση κεφαλαίου	Ρυθμός ανάπτυξης
15,43%	-42,20%	-6,51%

Πίνακας 5.1.3.1 Ρυθμός ανάπτυξης Frigoglass A.B.E.E.

▪ Στάδια ανάπτυξης

Για την παρούσα ανάλυση έγινε η υπόθεση ότι η εταιρεία Frigoglass για την πενταετία 2017-2021 θα αναπτύσσεται με το ρυθμό ανάπτυξης που εκτιμήθηκε για τη χρήση 2016, ήτοι -6,51%. Κατόπιν, και για χρονικό ορίζοντα στο διηνεκές θεωρήθηκε ότι η εταιρεία θα εμφανίσει θετικό ρυθμό ανάπτυξης ίσο με 1,20%.

▪ Πρόβλεψη FCF

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές για τη Frigoglass εκτιμάται ότι θα διαμορφωθούν ως εξής (ποσά σε εκατομμύρια ευρώ)

	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
EBIT	-5,706	-5,335	-4,987	-4,662	-4,359	-4,075	-4,124
Φόρος επί των EBIT	0	0	0	0	0	0	0
Καθαρό εισόδημα χωρίς δανεισμό	-5,706	-5,335	-4,987	-4,662	-4,359	-4,075	-4,124
Αποσβέσεις	4,639	4,337	4,054	3,790	3,543	3,313	3,352
Κεφαλαιουχικές δαπάνες	0,607	0,568	0,531	0,496	0,464	0,434	0,439
Μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης	-2,221	-2,076	-1,941	-1,815	-1,696	-1,586	-1,605
Ελεύθερες ταμειακές ροές στην επιχείρηση	0,547	0,511	0,478	0,447	0,418	0,390	0,395

Πίνακας 5.1.3.2 Ελεύθερες ταμειακές ροές Frigoglass A.B.E.E.

▪ Beta επιχείρησης

Ο συντελεστής βήτα της εταιρείας υπολογίστηκε ίσος με 0,846 και η ερμηνεία του είναι ότι εάν ο γενικός δείκτης αυξηθεί (μειωθεί) κατά 1%, τότε η τιμή της μετοχής θα αυξηθεί (μειωθεί) κατά 0,846%.

Επομένως, η μετοχή παρουσιάζει μικρότερη μεταβλητότητα σε σχέση με την αγορά και χαρακτηρίζεται ως αμυντική μετοχή.

▪ Εκτίμηση του Μέσου σταθμικού κόστους

Το WACC της Frigoglass υπολογίστηκε ίσο με 7,24%.

Κόστος Ξένων Κεφαλαίων	Αναλογία Ξένων Κεφαλαίων	Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων	Αναλογία Ιδίων Κεφαλαίων	Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου
9,13%	92,38%	16,48%	7,62%	7,24%

Πίνακας 5.1.3.3 Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου Frigoglass A.B.E.E.

Παρατηρείται ότι η χρηματοδότηση της εταιρείας πραγματοποιείται στη συντριπτική πλειοψηφία από δανειακά κεφάλαια με μόλις το 7,62% από ίδια. Η εταιρεία είναι υπερμοχλευμένη και ενδέχεται να απαιτείται απομόχλευση.

▪ Αξία της επιχείρησης

Η συνολική αξία της επιχείρησης στις 05/01/2017 προσδιορίζεται σε 6.453.393,82 ευρώ και η αξία της μετοχής που προκύπτει από την αποτίμηση εμφανίζεται στον πίνακα που ακολουθεί.

Συνολική αξία επιχείρησης	6.453.393,82
Αριθμός μετοχών	50.593.832
Αξία μετοχής βάση αποτίμησης	0,13
Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής	0,1

Πίνακας 5.1.3.4 Αξία μετοχής Frigoglass A.B.E.E.

Διαπιστώνεται ότι η αξία της μετοχής που εκτιμήθηκε βάση της αποτίμησης είναι υψηλότερη από τη χρηματιστηριακή της τιμή, επομένως η μετοχή διαπραγματεύεται υποτιμημένη στην αγορά.

5.1.4 INFORM Lykos Group

▪ Ρυθμός ανάπτυξης

Ο ρυθμός ανάπτυξης της Inform Lykos για το έτος 2016 ανέρχεται -5,67% και προκύπτει από τον εκτιμώμενο Συντελεστή επανεπένδυσης, ο οποίος ισούται με -0,16 επί την Απόδοση του κεφαλαίου που ανέρχεται σε 0,35. Συνοπτικά παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα:

Συντελεστής επανεπένδυσης	Απόδοση κεφαλαίου	Ρυθμός ανάπτυξης
-16,28%	34,86%	-5,67%

Πίνακας 5.1.4.1 Ρυθμός ανάπτυξης INFORM Lykos Group

▪ Στάδια ανάπτυξης

Για την παρούσα ανάλυση έγινε η υπόθεση ότι η εταιρεία Inform Lykos για την πενταετία 2017-2021 θα αναπτύσσεται με το ρυθμό ανάπτυξης που εκτιμήθηκε για τη χρήση 2016, ήτοι -5,67%. Κατόπιν, και για χρονικό ορίζοντα στο διηνεκές θεωρήθηκε ότι η εταιρεία θα εμφανίσει θετικό ρυθμό ανάπτυξης ίσο με 1,00%.

▪ Πρόβλεψη FCF

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές για την Inform Lykos εκτιμάται ότι θα διαμορφωθούν ως εξής (ποσά σε εκατομμύρια ευρώ)

	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
EBIT	25,916	24,445	23,058	21,750	20,516	19,352	19,546
Φόρος επί των EBIT	8,552	8,067	7,609	7,178	6,770	6,386	6,450
Καθαρό εισόδημα χωρίς δανεισμό	17,363	16,378	15,449	14,573	13,746	12,966	13,096
Αποσβέσεις	1,961	1,850	1,745	1,646	1,552	1,464	1,479
Κεφαλαιουχικές δαπάνες	0	0	0	0	0	0	0
Μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης	-1,034	-0,975	-0,920	-0,868	-0,819	-0,772	-0,780
Ελεύθερες ταμειακές ροές στην επιχείρηση	20,358	19,203	18,114	17,086	16,117	15,202	15,354

Πίνακας 5.1.4.2 Ελεύθερες ταμειακές ροές INFORM Lykos Group

▪ Beta επιχείρησης

Ο συντελεστής βήτα της εταιρείας υπολογίστηκε ίσος με 0,294 και η ερμηνεία του είναι ότι εάν ο γενικός δείκτης αυξηθεί (μειωθεί) κατά 1%, τότε η τιμή της μετοχής θα αυξηθεί (μειωθεί) κατά 0,294%.

Επομένως, η μετοχή παρουσιάζει μικρότερη μεταβλητότητα σε σχέση με την αγορά και χαρακτηρίζεται ως αμυντική μετοχή.

▪ Εκτίμηση του Μέσου σταθμικού κόστους

Το WACC της Inform Lykos υπολογίστηκε ίσο με 68,09%.

Κόστος Ξένων Κεφαλαίων	Αναλογία Ξένων Κεφαλαίων	Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων	Αναλογία Ιδίων Κεφαλαίων	Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου
16,18%	12,11%	75,88%	87,89%	68,09%

Πίνακας 5.1.4.3 Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου INFORM Lykos Group

Παρατηρείται ότι η χρηματοδότηση της εταιρείας πραγματοποιείται στη συντριπτική πλειοψηφία από ίδια κεφάλαια και μόλις το 12,11% από δανειακά. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση του αναλαμβανόμενου κινδύνου των μετόχων της, το οποίο αντανακλάται στο υψηλό κόστος ιδίων κεφαλαίων.

Το κόστος ιδίων κεφαλαίων αντιπροσωπεύει την απόδοση που απαιτούν οι μέτοχοι για τον επιπλέον κίνδυνο που αναλαμβάνουν και αιτιολογείται να είναι αυξημένο σε τέτοιες περιπτώσεις και με τις υπάρχουσες οικονομικές συνθήκες.

▪ Αξία της επιχείρησης

Η συνολική αξία της επιχείρησης στις 05/01/2017 προσδιορίζεται σε 26.291.280,29 ευρώ και η αξία της μετοχής που προκύπτει από την αποτίμηση εμφανίζεται στον πίνακα που ακολουθεί.

Συνολική αξία επιχείρησης	26.291.280,29
Αριθμός μετοχών	20.578.374
Αξία μετοχής βάση αποτίμησης	1,28
Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής	0,59

Πίνακας 5.1.4.4 Αξία μετοχής INFORM Lykos Group

Διαπιστώνεται ότι η αξία της μετοχής που εκτιμήθηκε βάση της αποτίμησης είναι υψηλότερη από τη χρηματιστηριακή της τιμή, επομένως η μετοχή διαπραγματεύεται υποτιμημένη στην αγορά.

5.1.5 KLEEMANN Hellas A.B.E.E.▪ Ρυθμός ανάπτυξης

Ο ρυθμός ανάπτυξης της Kleemann Hellas για το έτος 2016 ανέρχεται -3,68% και προκύπτει από τον εκτιμώμενο Συντελεστή επανεπένδυσης, ο οποίος ισούται με -2,71 επί την Απόδοση του κεφαλαίου που ανέρχεται σε 0,01. Συνοπτικά παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα:

Συντελεστής επανεπένδυσης	Απόδοση κεφαλαίου	Ρυθμός ανάπτυξης
-271,02%	1,36%	-3,68%

Πίνακας 5.1.5.1 Ρυθμός ανάπτυξης KLEEMANN Hellas A.B.E.E.▪ Στάδια ανάπτυξης

Για την παρούσα ανάλυση έγινε η υπόθεση ότι η Kleemann για την πενταετία 2017-2021 θα αναπτύσσεται με το ρυθμό ανάπτυξης που εκτιμήθηκε για τη χρήση 2016, ήτοι -3,68%. Κατόπιν, και για χρονικό ορίζοντα στο διηνεκές θεωρήθηκε ότι η εταιρεία θα εμφανίσει θετικό ρυθμό ανάπτυξης ίσο με 1,10%.

▪ Πρόβλεψη FCF

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές για την Kleemann εκτιμάται ότι θα διαμορφωθούν ως εξής (ποσά σε εκατομμύρια ευρώ)

	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
EBIT	2,207	2,125	2,047	1,972	1,899	1,829	1,849
Φόρος επί EBIT	0,728	0,701	0,676	0,651	0,627	0,604	0,610
Καθαρό εισόδημα χωρίς δανεισμό	1,478	1,424	1,371	1,321	1,272	1,225	1,239
Αποσβέσεις	0,399	0,384	0,370	0,357	0,343	0,331	0,334
Κεφαλαιουχικές δαπάνες	0	0	0	0	0	0	0
Μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης	-3,847	-3,705	-3,569	-3,437	-3,311	-3,189	-3,224
Ελεύθερες ταμειακές ροές στην επιχείρηση (FCF)	5,724	5,513	5,310	5,115	4,926	4,745	4,797

Πίνακας 5.1.5.2 Ελεύθερες ταμειακές ροές KLEEMANN Hellas A.B.E.E.

▪ Beta επιχείρησης

Ο συντελεστής βήτα της εταιρείας υπολογίστηκε ίσος με 0,441 και η ερμηνεία του είναι ότι εάν ο γενικός δείκτης αυξηθεί (μειωθεί) κατά 1%, τότε η τιμή της μετοχής θα αυξηθεί (μειωθεί) κατά 0,441%.

Επομένως, η μετοχή παρουσιάζει μικρότερη μεταβλητότητα σε σχέση με την αγορά και χαρακτηρίζεται ως αμυντική μετοχή.

▪ Εκτίμηση του Μέσου σταθμικού κόστους

Το WACC της Kleemann υπολογίστηκε ίσο με 36,08%.

Κόστος Ξένων Κεφαλαίων	Αναλογία Ξένων Κεφαλαίων	Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων	Αναλογία Ιδίων Κεφαλαίων	Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου
4,19%	42,01%	60,07%	57,99%	36,08%

Πίνακας 5.1.5.3 Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου KLEEMANN Hellas A.B.E.E.

Παρατηρείται ότι η εταιρεία χρηματοδοτείται σχεδόν εξίσου από ίδια και δανειακά κεφάλαια. Ακόμα, διαπιστώνεται ότι το κόστος ιδίων κεφαλαίων είναι υψηλό. Επομένως, εάν η εταιρεία έχει τη δυνατότητα δανεισμού με ευνοϊκούς όρους προτείνεται να αυξήσει την αναλογία δανειακών κεφαλαίων της, ώστε να βελτιωθεί το κόστος ιδίων κεφαλαίων.

▪ Αξία της επιχείρησης

Η συνολική αξία της επιχείρησης στις 05/01/2017 προσδιορίζεται σε 14.340.429,13 ευρώ και η αξία της μετοχής που προκύπτει από την αποτίμηση εμφανίζεται στον πίνακα που ακολουθεί.

Συνολική αξία επιχείρησης	14.340.429,13
Αριθμός μετοχών	23.648.700
Αξία μετοχής βάση αποτίμησης	0,61
Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής	2,03

Πίνακας 5.1.5.4 Αξία μετοχής KLEEMANN Hellas A.B.E.E.

Διαπιστώνεται ότι η αξία της μετοχής που εκτιμήθηκε βάση της αποτίμησης είναι χαμηλότερη από τη χρηματιστηριακή της τιμή, επομένως η μετοχή διαπραγματεύεται υπερτιμημένη στην αγορά.

5.1.6 Mevaco A.E.

▪ Ρυθμός ανάπτυξης

Ο ρυθμός ανάπτυξης της Mevaco A.E. για το έτος 2016 ανέρχεται -5,64% και προκύπτει από τον εκτιμώμενο Συντελεστή επανεπένδυσης, ο οποίος ισούται με -22,11 επί την Απόδοση του κεφαλαίου που ανέρχεται σε 0,003. Συνοπτικά παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα:

Συντελεστής επανεπένδυσης	Απόδοση κεφαλαίου	Ρυθμός ανάπτυξης
-2211,22%	0,25%	-5,64%

Πίνακας 5.1.6.1 Ρυθμός ανάπτυξης Mevaco A.E.

▪ Στάδια ανάπτυξης

Για την παρούσα ανάλυση έγινε η υπόθεση ότι η Mevaco για την πενταετία 2017-2021 θα αναπτύσσεται με το ρυθμό ανάπτυξης που εκτιμήθηκε για τη χρήση 2016, ήτοι -5,64%. Κατόπιν, και για χρονικό ορίζοντα στο διηνεκές θεωρήθηκε ότι η εταιρεία θα εμφανίσει θετικό ρυθμό ανάπτυξης ίσο με 2,20%.

▪ Πρόβλεψη FCF

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές για τη Mevaco εκτιμάται ότι θα διαμορφωθούν ως εξής (ποσά σε εκατομμύρια ευρώ)

	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
EBIT	0,106	0,100	0,094	0,089	0,084	0,079	0,081
Φόρος επί EBIT	0,035	0,033	0,031	0,029	0,028	0,026	0,027
Καθαρό εισόδημα χωρίς δανεισμό	0,071	0,067	0,063	0,060	0,056	0,053	0,054
Αποσβέσεις	0,621	0,586	0,553	0,522	0,493	0,465	0,475
Κεφαλαιουχικές δαπάνες	0	0	0	0	0	0	0
Μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης	-1,041	-0,983	-0,927	-0,875	-0,826	-0,779	-0,796
Ελεύθερες ταμειακές ροές στην επιχείρηση (FCF)	1,734	1,636	1,544	1,457	1,375	1,297	1,326

Πίνακας 5.1.6.2 Ελεύθερες ταμειακές ροές Mevaco A.E.

▪ Beta επιχείρησης

Ο συντελεστής βήτα της εταιρείας υπολογίστηκε ίσος με 0,09 και η ερμηνεία του είναι ότι εάν ο γενικός δείκτης αυξηθεί (μειωθεί) κατά 1%, τότε η τιμή της μετοχής θα αυξηθεί (μειωθεί) κατά 0,09%.

Επομένως, η μετοχή παρουσιάζει μικρότερη μεταβλητότητα σε σχέση με την αγορά και χαρακτηρίζεται ως αμυντική μετοχή.

▪ Εκτίμηση του Μέσου σταθμικού κόστους

Το WACC της Menaco υπολογίστηκε ίσο με 77,63%.

Κόστος Ξένων Κεφαλαίων	Αναλογία Ξένων Κεφαλαίων	Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων	Αναλογία Ιδίων Κεφαλαίων	Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου
5,82%	21,58%	97,86%	78,42%	77,63%

Πίνακας 5.1.6.3 Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου Menaco A.E.

Παρατηρείται ότι η χρηματοδότηση της εταιρείας πραγματοποιείται στη συντριπτική πλειοψηφία από ίδια κεφάλαια και μόλις το 21,58% από δανειακά. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση του αναλαμβανόμενου κινδύνου των μετόχων της, το οποίο αντανακλάται στο υψηλό κόστος ιδίων κεφαλαίων.

Το κόστος ιδίων κεφαλαίων αντιπροσωπεύει την απόδοση που απαιτούν οι μέτοχοι για τον επιπλέον κίνδυνο που αναλαμβάνουν και αιτιολογείται να είναι αυξημένο σε τέτοιες περιπτώσεις και με τις υπάρχουσες οικονομικές συνθήκες.

▪ Αξία της επιχείρησης

Η συνολική αξία της επιχείρησης στις 05/01/2017 προσδιορίζεται σε 1.981.056,84 ευρώ και η αξία της μετοχής που προκύπτει από την αποτίμηση εμφανίζεται στον πίνακα που ακολουθεί.

Συνολική αξία επιχείρησης	1.981.056,84
Αριθμός μετοχών	10.500.000
Αξία μετοχής βάση αποτίμησης	0,19
Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής	0,9

Πίνακας 5.1.6.4 Αξία μετοχής Menaco A.E.

Διαπιστώνεται ότι η αξία της μετοχής που εκτιμήθηκε βάση της αποτίμησης είναι χαμηλότερη από τη χρηματιστηριακή της τιμή, επομένως η μετοχή διαπραγματεύεται υπερτιμημένη στην αγορά.

5.1.7 NEXANS Ελλάς Α.Β.Ε.▪ Ρυθμός ανάπτυξης

Ο ρυθμός ανάπτυξης της Nexans Ελλάς για το έτος 2016 υπολογίστηκε σε -2548,08%. Ωστόσο, επειδή δεν υπάρχουν ενδείξεις για την εταιρεία ότι δεν θα συνεχίσει κανονικά τις δραστηριότητές της (going concern) είναι πολύ ακραία επιλογή να χρησιμοποιηθεί αυτός ο ρυθμός ανάπτυξης.

Έτσι, για την ανάλυση θα χρησιμοποιηθεί ο μέσος όρος των ρυθμών ανάπτυξης της τριετίας 2013-2015, ο οποίος ανέρχεται σε -11,60%.

Ρυθμός ανάπτυξης	2013	2014	2015	Ρυθμός ανάπτυξης
	-16,77%	-10,51%	-7,52%	-11,60%

Πίνακας 5.1.7.1 Ρυθμός ανάπτυξης NEXANS Ελλάς Α.Β.Ε.▪ Στάδια ανάπτυξης

Για την παρούσα ανάλυση έγινε η υπόθεση ότι η εταιρεία Nexans για την πενταετία 2017-2021 θα αναπτύσσεται με το ρυθμό ανάπτυξης που εκτιμήθηκε για τη χρήση 2016, ήτοι -11,60%. Κατόπιν, και για χρονικό ορίζοντα στο διηνεκές θεωρήθηκε ότι η εταιρεία θα εμφανίσει θετικό ρυθμό ανάπτυξης ίσο με 0,80%.

▪ Πρόβλεψη FCF

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές για τη Nexans εκτιμάται ότι θα διαμορφωθούν ως εξής (ποσά σε εκατομμύρια ευρώ)

	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
EBIT	0,080	0,071	0,063	0,056	0,049	0,043	0,044
Φόρος επί EBIT	0,027	0,023	0,021	0,018	0,016	0,014	0,014
Καθαρό εισόδημα χωρίς δανεισμό	0,054	0,048	0,042	0,037	0,033	0,029	0,029
Αποσβέσεις	935,004	826,538	730,655	645,895	570,967	504,732	508,770
Κεφαλαιουχικές δαπάνες	0	0	0	0	0	0	0
Μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης	-1,092	-0,965	-0,853	-0,754	-0,667	-0,590	-0,594
Ελεύθερες ταμειακές ροές στην επιχείρηση	936,150	827,551	731,550	646,686	571,667	505,350	509,393

Πίνακας 5.1.7.2 Ελεύθερες ταμειακές ροές NEXANS Ελλάς Α.Β.Ε.

▪ Beta επιχείρησης

Ο συντελεστής βήτα της εταιρείας υπολογίστηκε ίσος με 0,03 και η ερμηνεία του είναι ότι εάν ο γενικός δείκτης αυξηθεί (μειωθεί) κατά 1%, τότε η τιμή της μετοχής θα αυξηθεί (μειωθεί) κατά 0,03%.

Επομένως, η μετοχή παρουσιάζει μικρότερη μεταβλητότητα σε σχέση με την αγορά και χαρακτηρίζεται ως αμυντική μετοχή.

▪ Εκτίμηση του Μέσου σταθμικού κόστους

Το WACC της Nexans υπολογίστηκε ίσο με 43,84%.

Κόστος Ξένων Κεφαλαίων	Αναλογία Ξένων Κεφαλαίων	Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων	Αναλογία Ιδίων Κεφαλαίων	Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου
5,51%	60,22%	104,27%	39,78%	43,84%

Πίνακας 5.1.7.3 Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου NEXANS Ελλάς Α.Β.Ε.

Παρατηρείται ότι η χρηματοδότηση της εταιρείας πραγματοποιείται οριακά περισσότερο από δανειακά κεφάλαια. Επιπλέον, το κόστος ιδίων κεφαλαίων είναι ιδιαίτερα αυξημένο. Αν η εταιρεία έχει τη δυνατότητα δανεισμού με ευνοϊκούς όρους, τότε προτείνεται να αυξήσει την αναλογία δανειακών κεφαλαίων, ώστε να μειωθεί το κόστος ιδίων κεφαλαίων της.

▪ Αξία της επιχείρησης

Η συνολική αξία της επιχείρησης στις 05/01/2017 προσδιορίζεται σε 1.554.089.738,22 ευρώ και η αξία της μετοχής που προκύπτει από την αποτίμηση εμφανίζεται στον πίνακα που ακολουθεί.

Συνολική αξία επιχείρησης	1.554.089.738,22
Αριθμός μετοχών	6.132.500
Αξία μετοχής βάση αποτίμησης	253,42
Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής	1,04

Πίνακας 5.1.7.4 Αξία μετοχής NEXANS Ελλάς Α.Β.Ε.

Διαπιστώνεται ότι η αξία της μετοχής που εκτιμήθηκε βάση της αποτίμησης είναι υψηλότερη από τη χρηματιστηριακή της τιμή, επομένως η μετοχή διαπραγματεύεται υποτιμημένη στην αγορά.

5.1.8 Paper Pack A.B.E.E.

▪ Ρυθμός ανάπτυξης

Ο ρυθμός ανάπτυξης της Paper Pack για το έτος 2016 ανέρχεται 26,39% και προκύπτει από τον εκτιμώμενο Συντελεστή επανεπένδυσης, ο οποίος ισούται με 1,18 επί την Απόδοση του κεφαλαίου που ανέρχεται σε 0,22. Συνοπτικά παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα:

Συντελεστής επανεπένδυσης	Απόδοση κεφαλαίου	Ρυθμός ανάπτυξης
117,69%	22,42%	26,39%

Πίνακας 5.1.8.1 Ρυθμός ανάπτυξης Paper Pack A.B.E.E.

▪ Στάδια ανάπτυξης

Για την παρούσα ανάλυση έγινε η υπόθεση ότι η εταιρεία Paper Pack για την πενταετία 2017-2021 θα αναπτύσσεται με το ρυθμό ανάπτυξης που εκτιμήθηκε για τη χρήση 2016, ήτοι 26,39%. Κατόπιν, και για χρονικό ορίζοντα στο διηνεκές θεωρήθηκε ότι η εταιρεία θα εμφανίσει θετικό ρυθμό ανάπτυξης ίσο με 2,50%.

▪ Πρόβλεψη FCF

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές για την Paper Pack εκτιμάται ότι θα διαμορφωθούν ως εξής (ποσά σε εκατομμύρια ευρώ)

	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
EBIT	2,719	3,436	4,343	5,488	6,937	8,767	8,986
Φόρος επί EBIT	0,897	1,134	1,433	1,811	2,289	2,893	2,965
Καθαρό εισόδημα χωρίς δανεισμό	1,821	2,302	2,910	3,677	4,648	5,874	6,021
Αποσβέσεις	0,325	0,411	0,519	0,656	0,829	1,048	1,074
Κεφαλαιουχικές δαπάνες	1,558 ¹⁵	1,969	2,488	3,145	3,974	5,023	5,149
Μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης	-0,068	-0,086	-0,109	-0,137	-0,174	-0,219	-0,225
Ελεύθερες ταμειακές ροές	0,657	0,830	1,049	1,326	1,676	2,118	2,171

Πίνακας 5.1.8.2 Ελεύθερες ταμειακές ροές Paper Pack A.B.E.E.

¹⁵ Οι κεφαλαιουχικές δαπάνες₂₀₁₆ ισούνται με το μέσο όρο των ετών 2013-2015. Και αυτό διότι η τιμή που προέκυπτε από την πρόβλεψη των μεγεθών ήταν υπερδιπλάσια από την υψηλότερη τιμή που σημείωσε ο δείκτης τα προηγούμενα έτη.

▪ Beta επιχείρησης

Ο συντελεστής βήτα της εταιρείας υπολογίστηκε ίσος με 0,305 και η ερμηνεία του είναι ότι εάν ο γενικός δείκτης αυξηθεί (μειωθεί) κατά 1%, τότε η τιμή της μετοχής θα αυξηθεί (μειωθεί) κατά 0,305%.

Επομένως, η μετοχή παρουσιάζει μικρότερη μεταβλητότητα σε σχέση με την αγορά και χαρακτηρίζεται ως αμυντική μετοχή.

▪ Εκτίμηση του Μέσου σταθμικού κόστους

Το WACC της Paper Pack υπολογίστηκε ίσο με 44,67%.

Κόστος Ξένων Κεφαλαίων	Αναλογία Ξένων Κεφαλαίων	Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων	Αναλογία Ιδίων Κεφαλαίων	Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου
6,31%	42,71%	74,64%	57,29%	44,67%

Πίνακας 5.1.8.3 Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου Paper Pack A.B.E.E.

Παρατηρείται ότι η εταιρεία χρηματοδοτείται σχεδόν εξίσου από ίδια και δανειακά κεφάλαια. Ακόμα, διαπιστώνεται ότι το κόστος ιδίων κεφαλαίων είναι υψηλό. Επομένως, εάν η εταιρεία έχει τη δυνατότητα δανεισμού με ευνοϊκούς όρους προτείνεται να αυξήσει την αναλογία δανειακών κεφαλαίων της, ώστε να βελτιωθεί το κόστος ιδίων κεφαλαίων.

▪ Αξία της επιχείρησης

Η συνολική αξία της επιχείρησης στις 05/01/2017 προσδιορίζεται σε 3.042.330,26 ευρώ και η αξία της μετοχής που προκύπτει από την αποτίμηση εμφανίζεται στον πίνακα που ακολουθεί.

Συνολική αξία επιχείρησης	3.042.330,26
Αριθμός μετοχών	3.953.090
Αξία μετοχής βάση αποτίμησης	0,77
Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής	1,37

Πίνακας 5.1.8.4 Αξία μετοχής Paper Pack A.B.E.E.

Διαπιστώνεται ότι η αξία της μετοχής που εκτιμήθηκε βάση της αποτίμησης είναι χαμηλότερη από τη χρηματιστηριακή της τιμή, επομένως η μετοχή διαπραγματεύεται υπερτιμημένη στην αγορά.

5.1.9 Viohalco A.E.

▪ Ρυθμός ανάπτυξης

Ο ρυθμός ανάπτυξης της Viohalco για το έτος 2016 ανέρχεται -65,90% και προκύπτει από τον εκτιμώμενο Συντελεστή επανεπένδυσης, ο οποίος ισούται με -3,57 επί την Απόδοση του κεφαλαίου που ανέρχεται σε 0,18. Συνοπτικά παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα:

Συντελεστής επανεπένδυσης	Απόδοση κεφαλαίου	Ρυθμός ανάπτυξης
-356,65%	18,48%	-65,90%

Πίνακας 5.1.9.1 Ρυθμός ανάπτυξης Viohalco A.E.

▪ Στάδια ανάπτυξης

Για την παρούσα ανάλυση έγινε η υπόθεση ότι η εταιρεία Viohalco για την πενταετία 2017-2021 θα αναπτύσσεται με το ρυθμό ανάπτυξης που εκτιμήθηκε για τη χρήση 2016, ήτοι 65,90%. Κατόπιν, και για χρονικό ορίζοντα στο διηνεκές θεωρήθηκε ότι η εταιρεία θα εμφανίσει θετικό ρυθμό ανάπτυξης ίσο με 1,00%.

▪ Πρόβλεψη FCF

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές για τη Viohalco εκτιμάται ότι θα διαμορφωθούν ως εξής (ποσά σε εκατομμύρια ευρώ)

	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
EBIT	656,170	223,733	76,286	26,011	8,869	3,024	3,054
Φόρος επί EBIT	216,536	73,832	25,174	8,584	2,927	0,998	1,008
Καθαρό εισόδημα χωρίς δανεισμό	439,634	149,901	51,111	17,427	5,942	2,026	2,046
Αποσβέσεις	1643,186	560,273	191,035	65,137	22,209	7,573	7,648
Κεφαλαιουχικές δαπάνες	66,345	22,622	7,713	2,630	0,897	0,306	0,309
Μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης	-84,727	-28,889	-9,850	-3,359	-1,145	-0,390	-0,394
Ελεύθερες ταμειακές ροές στην επιχείρηση (FCF)	2101,202	716,442	244,283	83,293	28,400	9,684	9,780

Πίνακας 5.1.9.2 Ελεύθερες ταμειακές ροές Viohalco A.E.

▪ Beta επιχείρησης

Ο συντελεστής βήτα της εταιρείας υπολογίστηκε ίσος με 1,179¹⁶ και η ερμηνεία του είναι ότι εάν ο γενικός δείκτης αυξηθεί (μειωθεί) κατά 1%, τότε η τιμή της μετοχής θα αυξηθεί (μειωθεί) κατά 1,179%.

Επομένως, η μετοχή παρουσιάζει μεγαλύτερη μεταβλητότητα σε σχέση με την αγορά και χαρακτηρίζεται ως επιθετική μετοχή.

▪ Εκτίμηση του Μέσου σταθμικού κόστους

Το WACC της Viohalco υπολογίστηκε ίσο με -4,15%.

Κόστος Ξένων Κεφαλαίων	Αναλογία Ξένων Κεφαλαίων	Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων	Αναλογία Ιδίων Κεφαλαίων	Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου
5,09%	66,13%	-19,32%	33,87%	-4,15%

Πίνακας 5.1.9.3 Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου Viohalco A.E.

Παρατηρείται ότι η χρηματοδότηση της εταιρείας πραγματοποιείται οριακά περισσότερο από δανειακά κεφάλαια. Επιπλέον, το κόστος ιδίων κεφαλαίων είναι αρνητικό. Αυτό μπορεί να ερμηνευθεί ως αυξημένη πιστοληπτική ικανότητα της εταιρείας, δηλαδή ότι θεωρείται επένδυση μικρού κινδύνου.

▪ Αξία της επιχείρησης

Η συνολική αξία της επιχείρησης στις 05/01/2017 προσδιορίζεται σε 918.898.136,00 ευρώ και η αξία της μετοχής που προκύπτει από την αποτίμηση εμφανίζεται στον πίνακα που ακολουθεί.

Συνολική αξία επιχείρησης	918.898.136,00
Αριθμός μετοχών	233.164.646
Αξία μετοχής βάση αποτίμησης	3,94
Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής	1,38

Πίνακας 5.1.9.4 Αξία μετοχής Viohalco A.E.

Διαπιστώνεται ότι η αξία της μετοχής που εκτιμήθηκε βάση της αποτίμησης είναι υψηλότερη από τη χρηματιστηριακή της τιμή, επομένως η μετοχή διαπραγματεύεται υποτιμημένη στην αγορά.

¹⁶ Οι μετοχές της εταιρείας διαπραγματεύονται στο Χ.Α.Α. από τις 14 Φεβρουαρίου 2014. (Πηγή: Δημοσίευμα της εφημερίδας «Ημερησία», διαθέσιμο στο <http://www.imerisia.gr/article.asp?catid=26502&subid=2&pubid=113218624>)

5.1.10 Βιομηχανία Συσκευασιών Α.Ε.

▪ Ρυθμός ανάπτυξης

Ο ρυθμός ανάπτυξης της ΒΙΣ για το έτος 2016 ανέρχεται -11,48% και προκύπτει από τον εκτιμώμενο Συντελεστή επανεπένδυσης, ο οποίος ισούται με -4,23 επί την Απόδοση του κεφαλαίου που ανέρχεται σε 0,03. Συνοπτικά παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα:

Συντελεστής επανεπένδυσης	Απόδοση κεφαλαίου	Ρυθμός ανάπτυξης
-422,92%	2,71%	-11,48%

Πίνακας 5.1.10.1 Ρυθμός ανάπτυξης Βιομηχανία Συσκευασιών Α.Ε.

▪ Στάδια ανάπτυξης

Για την παρούσα ανάλυση έγινε η υπόθεση ότι η ΒΙΣ για την πενταετία 2017-2021 θα αναπτύσσεται με το ρυθμό ανάπτυξης που εκτιμήθηκε για τη χρήση 2016, ήτοι -11,48%. Κατόπιν, και για χρονικό ορίζοντα στο διηνεκές θεωρήθηκε ότι η εταιρεία θα εμφανίσει θετικό ρυθμό ανάπτυξης ίσο με 1,10%.

▪ Πρόβλεψη FCF¹⁷

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές για τη ΒΙΣ εκτιμάται ότι θα διαμορφωθούν ως εξής (ποσά σε εκατομμύρια ευρώ)

	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
EBIT	0,895	0,793	0,702	0,621	0,550	0,487	0,492
Φόρος επί EBIT	0,295	0,262	0,232	0,205	0,181	0,161	0,162
Καθαρό εισόδημα χωρίς δανεισμό	0,600	0,531	0,470	0,416	0,368	0,326	0,330
Αποσβέσεις	0,817	0,723	0,640	0,567	0,502	0,444	0,449

¹⁷ Για τον υπολογισμό των FCF₂₀₁₆ επιλέχθηκε η χρήση του μέσου όρου των ετών 2013-2015 για τα EBIT και Κεφάλαιο κίνησης, διότι στην έκθεση του ΔΣ της εταιρείας προς την Ετήσια Γενική Συνέλευση των μετόχων για το 2015 αναφέρεται το εξής: «η εταιρία αποφάσισε από 28/09/2015 να διακόψει οριστικά τη λειτουργία της μονάδας της στο Βόλο, προκειμένου να σταματήσει η παραγωγή ζημιών από την ασύμφορη λειτουργία της μονάδας αυτής. Το γεγονός αυτό αναμένεται ότι θα βελτιώσει από την επόμενη χρήση τα οικονομικά της αποτελέσματα...».

Κεφαλαιουχικές δαπάνες	0	0	0	0	0	0	0
Μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης	-1,872	-1,657	-1,467	-1,298	-1,149	-1,017	-1,028
Ελεύθερες ταμειακές ροές στην επιχείρηση (FCF)	3,289	2,911	2,577	2,281	2,019	1,788	1,807

Πίνακας 5.1.10.2 Ελεύθερες ταμειακές ροές Βιομηχανία Συσκευασιών Α.Ε.

- Beta επιχείρησης

Ο συντελεστής βήτα της εταιρείας υπολογίστηκε ίσος με 0,157 και η ερμηνεία του είναι ότι εάν ο γενικός δείκτης αυξηθεί (μειωθεί) κατά 1%, τότε η τιμή της μετοχής θα αυξηθεί (μειωθεί) κατά 0,157%.

Επομένως, η μετοχή παρουσιάζει μικρότερη μεταβλητότητα σε σχέση με την αγορά και χαρακτηρίζεται ως αμυντική μετοχή.

- Εκτίμηση του Μέσου σταθμικού κόστους

Το WACC της ΒΙΣ υπολογίστηκε ίσο με 45,12%.

Κόστος Ξένων Κεφαλαίων	Αναλογία Ξένων Κεφαλαίων	Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων	Αναλογία Ιδίων Κεφαλαίων	Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου
6,27%	52,83%	90,66%	47,17%	45,12%

Πίνακας 5.1.10.3 Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου Βιομηχανία Συσκευασιών Α.Ε.

Παρατηρείται ότι η εταιρεία χρηματοδοτείται σχεδόν εξίσου από ίδια και δανειακά κεφάλαια. Ακόμα, διαπιστώνεται ότι το κόστος ιδίων κεφαλαίων είναι υψηλό. Επομένως, εάν η εταιρεία έχει τη δυνατότητα δανεισμού με ευνοϊκούς όρους προτείνεται να αυξήσει την αναλογία δανειακών κεφαλαίων της, ώστε να βελτιωθεί το κόστος ιδίων κεφαλαίων.

- Αξία της επιχείρησης

Η συνολική αξία της επιχείρησης στις 05/01/2017 προσδιορίζεται σε 5.346.903,27 ευρώ και η αξία της μετοχής που προκύπτει από την αποτίμηση

εμφανίζεται στον πίνακα που ακολουθεί.

Συνολική αξία επιχείρησης	5.346.903,27
Αριθμός μετοχών	4.968.600
Αξία μετοχής βάση αποτίμησης	1,08
Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής	0,90

Πίνακας 5.1.10.4 Αξία μετοχής Βιομηχανία Συσκευασιών Α.Ε.

Διαπιστώνεται ότι η αξία της μετοχής που εκτιμήθηκε βάση της αποτίμησης είναι υψηλότερη από τη χρηματιστηριακή της τιμή, επομένως η μετοχή διαπραγματεύεται υποτιμημένη στην αγορά.

5.1.11 ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ Systems A.E.▪ Ρυθμός ανάπτυξης

Ο ρυθμός ανάπτυξης της Βογιατζόγλου για το έτος 2016 ανέρχεται -47,92% και προκύπτει από τον εκτιμώμενο Συντελεστή επανεπένδυσης, ο οποίος ισούται με -603,58 επί την Απόδοση του κεφαλαίου που ανέρχεται σε 0,0008. Συνοπτικά παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα:

Συντελεστής επανεπένδυσης	Απόδοση κεφαλαίου	Ρυθμός ανάπτυξης
-60358,26%	0,08%	-47,92%

Πίνακας 5.1.11.1 Ρυθμός ανάπτυξης ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ Systems A.E.▪ Στάδια ανάπτυξης

Για την παρούσα ανάλυση έγινε η υπόθεση ότι η Βογιατζόγλου για την πενταετία 2017-2021 θα αναπτύσσεται με το ρυθμό ανάπτυξης που εκτιμήθηκε για τη χρήση 2016, ήτοι -47,92%. Κατόπιν, και για χρονικό ορίζοντα στο διηνεκές θεωρήθηκε ότι η εταιρεία θα εμφανίσει θετικό ρυθμό ανάπτυξης ίσο με 1,00%.

▪ Πρόβλεψη FCF¹⁸

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές για τη Βογιατζόγλου εκτιμάται ότι θα διαμορφωθούν ως εξής (ποσά σε εκατομμύρια ευρώ)

	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
EBIT	0,011	0,006	0,003	0,002	0,001	0,0004	0,0004
Φόρος επί EBIT	0,004	0,002	0,001	0,001	0,0003	0,0001	0,0001
Καθαρό εισόδημα χωρίς δανεισμό	0,008	0,004	0,002	0,001	0,001	0,0003	0,0003
Αποσβέσεις	0,600	0,313	0,163	0,085	0,044	0,023	0,023
Κεφαλαιουχικές δαπάνες	0	0	0	0	0	0	0

¹⁸ Για τον υπολογισμό των Κεφαλαιουχικών δαπανών₂₀₁₆ χρησιμοποιήθηκε ο μέσος όρος των ετών 2013-2015 γιατί τη χρήση 2015 η εταιρεία προχώρησε σε αγορά ακινήτου στη Μεταμόρφωση Αττικής έναντι 4,1 εκ. ευρώ, το οποίο για την παρούσα ανάλυση θεωρείται έκτακτο γεγονός, άρα δεν θα πρέπει να ληφθεί υπόψη στην πρόβλεψη του δείκτη του 2016 (Πηγή: Έκθεση του ΔΣ της εταιρείας προς την Ετήσια Γενική Συνέλευση των μετόχων για το 2015).

Μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης	-2,031	-1,058	-0,551	-0,287	-0,149	-0,078	-0,079
Ελεύθερες ταμειακές ροές στην επιχείρηση (FCF)	2,638	1,374	0,716	0,373	0,194	0,101	0,102

Πίνακας 5.1.11.2 Ελεύθερες ταμειακές ροές ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ Systems A.E.

- Beta επιχείρησης

Ο συντελεστής βήτα της εταιρείας υπολογίστηκε ίσος με 0,046 και η ερμηνεία του είναι ότι εάν ο γενικός δείκτης αυξηθεί (μειωθεί) κατά 1%, τότε η τιμή της μετοχής θα αυξηθεί (μειωθεί) κατά 0,046%.

Επομένως, η μετοχή παρουσιάζει μικρότερη μεταβλητότητα σε σχέση με την αγορά και χαρακτηρίζεται ως αμυντική μετοχή.

- Εκτίμηση του Μέσου σταθμικού κόστους

Το WACC της Βογιατζόγλου υπολογίστηκε ίσο με 82,93%.

Κόστος Ξένων Κεφαλαίων	Αναλογία Ξένων Κεφαλαίων	Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων	Αναλογία Ιδίων Κεφαλαίων	Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου
5,37%	19,90%	102,59%	80,10%	82,93%

Πίνακας 5.1.11.3 Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ A.E.

Παρατηρείται ότι η χρηματοδότηση της εταιρείας πραγματοποιείται στη συντριπτική πλειοψηφία από ίδια κεφάλαια και μόλις το 19,9% από δανειακά. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση του αναλαμβανόμενου κινδύνου των μετόχων της, το οποίο αντανακλάται στο υψηλό κόστος ιδίων κεφαλαίων.

Το κόστος ιδίων κεφαλαίων αντιπροσωπεύει την απόδοση που απαιτούν οι μέτοχοι για τον επιπλέον κίνδυνο που αναλαμβάνουν και αιτιολογείται να είναι αυξημένο σε τέτοιες περιπτώσεις και με τις υπάρχουσες οικονομικές συνθήκες.

- Αξία της επιχείρησης

Η συνολική αξία της επιχείρησης στις 05/01/2017 προσδιορίζεται σε 1.054.259,50 ευρώ και η αξία της μετοχής που προκύπτει από την αποτίμηση

εμφανίζεται στον πίνακα που ακολουθεί.

Συνολική αξία επιχείρησης	1.054.259,50
Αριθμός μετοχών	6.325.000
Αξία μετοχής βάση αποτίμησης	0,17
Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής	1,34

Πίνακας 5.1.11.4 Αξία μετοχής ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ Systems A.E.

Διαπιστώνεται ότι η αξία της μετοχής που εκτιμήθηκε βάση της αποτίμησης είναι χαμηλότερη από τη χρηματιστηριακή της τιμή, επομένως η μετοχή διαπραγματεύεται υπερτιμημένη στην αγορά.

5.1.12 Γενική Εμπορίου & Βιομηχανίας Α.Ε.

▪ Ρυθμός ανάπτυξης

Ο ρυθμός ανάπτυξης της ΓΕΒ για το έτος 2016 ανέρχεται 1,18% και προκύπτει από τον εκτιμώμενο Συντελεστή επανεπένδυσης, ο οποίος ισούται με 0,28 επί την Απόδοση του κεφαλαίου που ανέρχεται σε 0,04. Συνοπτικά παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα:

Συντελεστής επανεπένδυσης	Απόδοση κεφαλαίου	Ρυθμός ανάπτυξης
27,92%	4,23%	1,18%

Πίνακας 5.1.12.1 Ρυθμός ανάπτυξης ΓΕΒ Α.Ε.

▪ Στάδια ανάπτυξης

Για την παρούσα ανάλυση έγινε η υπόθεση ότι η εταιρεία ΓΕΒ για την πενταετία 2017-2021 θα αναπτύσσεται με το ρυθμό ανάπτυξης που εκτιμήθηκε για τη χρήση 2016, ήτοι 1,18%. Κατόπιν, και για χρονικό ορίζοντα στο διηνεκές θεωρήθηκε ότι η εταιρεία θα εμφανίσει θετικό ρυθμό ανάπτυξης ίσο με 0,50%.

▪ Πρόβλεψη FCF

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές για τη ΓΕΒ εκτιμάται ότι θα διαμορφωθούν ως εξής (ποσά σε εκατομμύρια ευρώ)

	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
EBIT	1,220	1,234	1,249	1,263	1,278	1,293	1,300
Φόρος επί EBIT	0,403	0,407	0,412	0,417	0,422	0,427	0,429
Καθαρό εισόδημα χωρίς δανεισμό	0,817	0,827	0,837	0,846	0,856	0,867	0,871
Αποσβέσεις	0,213	0,215	0,218	0,220	0,223	0,226	0,227
Κεφαλαιουχικές δαπάνες	0	0	0	0	0	0	0
Μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης	0,455	0,460	0,465	0,471	0,476	0,482	0,484
Ελεύθερες ταμειακές ροές στην επιχείρηση (FCF)	0,575	0,582	0,589	0,596	0,603	0,610	0,613

Πίνακας 5.1.12.2 Ελεύθερες ταμειακές ροές ΓΕΒ Α.Ε.

▪ Beta επιχείρησης

Ο συντελεστής βήτα της εταιρείας υπολογίστηκε ίσος με 0,29 και η ερμηνεία του είναι ότι εάν ο γενικός δείκτης αυξηθεί (μειωθεί) κατά 1%, τότε η τιμή της μετοχής θα αυξηθεί (μειωθεί) κατά 0,29%. Επομένως, η μετοχή παρουσιάζει μικρότερη μεταβλητότητα σε σχέση με την αγορά και χαρακτηρίζεται ως αμυντική μετοχή.

▪ Εκτίμηση του Μέσου σταθμικού κόστους

Το WACC της ΓΕΒ υπολογίστηκε ίσο με 68,83%.

Κόστος Ξένων Κεφαλαίων	Αναλογία Ξένων Κεφαλαίων	Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων	Αναλογία Ιδίων Κεφαλαίων	Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου
4,66%	10,20%	76,27%	89,80%	68,83%

Πίνακας 5.1.12.3 Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου ΓΕΒ Α.Ε.

Παρατηρείται ότι η χρηματοδότηση της εταιρείας πραγματοποιείται στη συντριπτική πλειοψηφία από ίδια κεφάλαια και μόλις το 10,2% από δανειακά. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση του αναλαμβανόμενου κινδύνου των μετόχων της, το οποίο αντανακλάται στο υψηλό κόστος ιδίων κεφαλαίων.

Το κόστος ιδίων κεφαλαίων αντιπροσωπεύει την απόδοση που απαιτούν οι μέτοχοι για τον επιπλέον κίνδυνο που αναλαμβάνουν και αιτιολογείται να είναι αυξημένο σε τέτοιες περιπτώσεις και με τις υπάρχουσες οικονομικές συνθήκες.

▪ Αξία της επιχείρησης

Η συνολική αξία της επιχείρησης στις 05/01/2017 προσδιορίζεται σε 859.521,56 ευρώ και η αξία της μετοχής που προκύπτει από την αποτίμηση εμφανίζεται στον πίνακα που ακολουθεί.

Συνολική αξία επιχείρησης	859.521,56
Αριθμός μετοχών	24.060.000
Αξία μετοχής βάση αποτίμησης	0,04
Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής	0,33

Πίνακας 5.1.12.4 Αξία μετοχής ΓΕΒ Α.Ε.

Διαπιστώνεται ότι η αξία της μετοχής που εκτιμήθηκε βάση της αποτίμησης είναι χαμηλότερη από τη χρηματιστηριακή της τιμή, επομένως η μετοχή διαπραγματεύεται υπερτιμημένη στην αγορά.

5.1.13 ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ Ελλάς Α.Ε.Ε.▪ Ρυθμός ανάπτυξης

Ο ρυθμός ανάπτυξης της Ειδησεοφωνική Ελλάς για το έτος 2016 ανέρχεται -2,66% και προκύπτει από τον εκτιμώμενο Συντελεστή επανεπένδυσης, ο οποίος ισούται με -0,68 επί την Απόδοση του κεφαλαίου που ανέρχεται σε 0,04. Συνοπτικά παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα:

Συντελεστής επανεπένδυσης	Απόδοση κεφαλαίου	Ρυθμός ανάπτυξης
-67,83%	3,92%	-2,66%

Πίνακας 5.1.13.1 Ρυθμός ανάπτυξης ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ Α.Ε.Ε.▪ Στάδια ανάπτυξης

Για την παρούσα ανάλυση έγινε η υπόθεση ότι η Ειδησεοφωνική για την πενταετία 2017-2021 θα αναπτύσσεται με το ρυθμό ανάπτυξης που εκτιμήθηκε για τη χρήση 2016, ήτοι -2,66%. Κατόπιν, και για χρονικό ορίζοντα στο διηνεκές θεωρήθηκε ότι η εταιρεία θα εμφανίσει θετικό ρυθμό ανάπτυξης ίσο με 1,00%.

▪ Πρόβλεψη FCF

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές για την Ειδησεοφωνική εκτιμάται ότι θα διαμορφωθούν ως εξής (ποσά σε εκατομμύρια ευρώ)

	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
EBIT	1,578	1,536	1,495	1,455	1,416	1,379	1,392
Φόρος επί EBIT	0,521	0,507	0,493	0,480	0,467	0,455	0,459
Καθαρό εισόδημα χωρίς δανεισμό	1,057	1,029	1,001	0,975	0,949	0,924	0,933
Αποσβέσεις	0,791	0,770	0,749	0,729	0,710	0,691	0,698
Κεφαλαιουχικές δαπάνες	0	0	0	0	0	0	0
Μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης	0,031	0,030	0,029	0,029	0,028	0,027	0,027
Ελεύθερες ταμειακές ροές στην επιχείρηση (FCF)	1,817	1,768	1,721	1,676	1,631	1,588	1,603

Πίνακας 5.1.13.2 Ελεύθερες ταμειακές ροές ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ Α.Ε.Ε.

▪ Beta επιχείρησης

Ο συντελεστής βήτα της εταιρείας υπολογίστηκε ίσος με 0,527 και η ερμηνεία του είναι ότι εάν ο γενικός δείκτης αυξηθεί (μειωθεί) κατά 1%, τότε η τιμή της μετοχής θα αυξηθεί (μειωθεί) κατά 0,527%.

Επομένως, η μετοχή παρουσιάζει μικρότερη μεταβλητότητα σε σχέση με την αγορά και χαρακτηρίζεται ως αμυντική μετοχή.

▪ Εκτίμηση του Μέσου σταθμικού κόστους

Το WACC της Ειδησεοφωνική υπολογίστηκε ίσο με 46,10%.

Κόστος Ξένων Κεφαλαίων	Αναλογία Ξένων Κεφαλαίων	Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων	Αναλογία Ιδίων Κεφαλαίων	Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου
8,38%	10,58%	50,85%	89,42%	46,10%

Πίνακας 5.1.13.3 Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ Α.Ε.Ε.

Παρατηρείται ότι η χρηματοδότηση της εταιρείας πραγματοποιείται στη συντριπτική πλειοψηφία από ίδια κεφάλαια και μόλις το 10,58% από δανειακά. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση του αναλαμβανόμενου κινδύνου των μετόχων της, το οποίο αντανακλάται στο υψηλό κόστος ιδίων κεφαλαίων.

Το κόστος ιδίων κεφαλαίων αντιπροσωπεύει την απόδοση που απαιτούν οι μέτοχοι για τον επιπλέον κίνδυνο που αναλαμβάνουν και αιτιολογείται να είναι αυξημένο σε τέτοιες περιπτώσεις και με τις υπάρχουσες οικονομικές συνθήκες.

▪ Αξία της επιχείρησης

Η συνολική αξία της επιχείρησης στις 05/01/2017 προσδιορίζεται σε 3.684.682,16 ευρώ και η αξία της μετοχής που προκύπτει από την αποτίμηση εμφανίζεται στον πίνακα που ακολουθεί.

Συνολική αξία επιχείρησης	3.684.682,16
Αριθμός μετοχών	27.848.000
Αξία μετοχής βάση αποτίμησης	0,13
Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής	0,25

Πίνακας 5.1.13.4 Αξία μετοχής ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ Α.Ε.Ε.

Διαπιστώνεται ότι η αξία της μετοχής που εκτιμήθηκε βάση της αποτίμησης είναι χαμηλότερη από τη χρηματιστηριακή της τιμή, επομένως η μετοχή διαπραγματεύεται υπερτιμημένη στην αγορά.

5.1.14 Όμιλος ΕΛΤΡΑΚ

▪ Ρυθμός ανάπτυξης

Ο ρυθμός ανάπτυξης της ΕΛΤΡΑΚ για το έτος 2016 ανέρχεται -3,88% και προκύπτει από τον εκτιμώμενο Συντελεστή επανεπένδυσης, ο οποίος ισούται με -8,55 επί την Απόδοση του κεφαλαίου που ανέρχεται σε 0,005. Συνοπτικά παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα:

Συντελεστής επανεπένδυσης	Απόδοση κεφαλαίου	Ρυθμός ανάπτυξης
-854,51%	0,45%	-3,88%

Πίνακας 5.1.14.1 Ρυθμός ανάπτυξης Όμιλος ΕΛΤΡΑΚ

▪ Στάδια ανάπτυξης

Για την παρούσα ανάλυση έγινε η υπόθεση ότι η ΕΛΤΡΑΚ για την πενταετία 2017-2021 θα αναπτύσσεται με το ρυθμό ανάπτυξης που εκτιμήθηκε για τη χρήση 2016, ήτοι -3,88%. Κατόπιν, και για χρονικό ορίζοντα στο διηνεκές θεωρήθηκε ότι η εταιρεία θα εμφανίσει θετικό ρυθμό ανάπτυξης ίσο με 0,50%.

▪ Πρόβλεψη FCF

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές για την ΕΛΤΡΑΚ εκτιμάται ότι θα διαμορφωθούν ως εξής (ποσά σε εκατομμύρια ευρώ)

	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
EBIT	3,138	3,016	2,900	2,787	2,679	2,575	2,588
Φόρος επί EBIT	1,036	0,995	0,957	0,920	0,884	0,850	0,854
Καθαρό εισόδημα χωρίς δανεισμό	2,103	2,021	1,943	1,867	1,795	1,725	1,734
Αποσβέσεις	0,775	0,745	0,716	0,688	0,661	0,636	0,639
Κεφαλαιουχικές δαπάνες	0	0	0	0	0	0	0
Μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης	-18,678	-17,954	-17,258	-16,589	-15,946	-15,328	-15,404
Ελεύθερες ταμειακές ροές στην επιχείρηση (FCF)	21,141	20,322	19,534	18,777	18,049	17,349	17,436

Πίνακας 5.1.14.2 Ελεύθερες ταμειακές ροές Όμιλος ΕΛΤΡΑΚ

▪ Beta επιχείρησης

Ο συντελεστής βήτα της εταιρείας υπολογίστηκε ίσος με 0,146 και η ερμηνεία του είναι ότι εάν ο γενικός δείκτης αυξηθεί (μειωθεί) κατά 1%, τότε η τιμή της μετοχής θα αυξηθεί (μειωθεί) κατά 0,146%.

Επομένως, η μετοχή παρουσιάζει μικρότερη μεταβλητότητα σε σχέση με την αγορά και χαρακτηρίζεται ως αμυντική μετοχή.

▪ Εκτίμηση του Μέσου σταθμικού κόστους

Το WACC της ΕΛΤΡΑΚ υπολογίστηκε ίσο με 12,94%.

Κόστος Ξένων Κεφαλαίων	Αναλογία Ξένων Κεφαλαίων	Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων	Αναλογία Ιδίων Κεφαλαίων	Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου
6,11%	90,17%	91,80%	9,83%	12,94%

Πίνακας 5.1.14.3 Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου Όμιλος ΕΛΤΡΑΚ

Παρατηρείται ότι η χρηματοδότηση της εταιρείας πραγματοποιείται στη συντριπτική πλειοψηφία από δανειακά κεφάλαια με μόλις το 9,83% από ίδια. Η εταιρεία είναι υπερμοχλευμένη και ενδέχεται να απαιτείται απομόχλευση.

▪ Αξία της επιχείρησης

Η συνολική αξία της επιχείρησης στις 05/01/2017 προσδιορίζεται σε 143.178.137,98 ευρώ και η αξία της μετοχής που προκύπτει από την αποτίμηση εμφανίζεται στον πίνακα που ακολουθεί.

Συνολική αξία επιχείρησης	143.178.137,98
Αριθμός μετοχών	14.050.971
Αξία μετοχής βάση αποτίμησης	10,19
Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής	1,34

Πίνακας 5.1.14.4 Αξία μετοχής Όμιλος ΕΛΤΡΑΚ

Διαπιστώνεται ότι η αξία της μετοχής που εκτιμήθηκε βάση της αποτίμησης είναι υψηλότερη από τη χρηματιστηριακή της τιμή, επομένως η μετοχή διαπραγματεύεται υποτιμημένη στην αγορά.

5.1.15 Ευρωσύμβουλοι Α.Ε.▪ Ρυθμός ανάπτυξης

Ο ρυθμός ανάπτυξης της Ευρωσύμβουλοι Α.Ε. για το έτος 2016 ανέρχεται -43,14% και προκύπτει από τον εκτιμώμενο Συντελεστή επανεπένδυσης, ο οποίος ισούται με 162 επί την Απόδοση του κεφαλαίου που ανέρχεται σε -0,003. Συνοπτικά παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα:

Συντελεστής επανεπένδυσης	Απόδοση κεφαλαίου	Ρυθμός ανάπτυξης
16.199,95%	-0,27%	-43,14%

Πίνακας 5.1.15.1 Ρυθμός ανάπτυξης Ευρωσύμβουλοι Α.Ε.▪ Στάδια ανάπτυξης

Για την παρούσα ανάλυση έγινε η υπόθεση ότι η Ευρωσύμβουλοι για την πενταετία 2017-2021 θα αναπτύσσεται με το ρυθμό ανάπτυξης που εκτιμήθηκε για τη χρήση 2016, ήτοι -43,17%. Κατόπιν, και για χρονικό ορίζοντα στο διηνεκές θεωρήθηκε ότι η εταιρεία θα εμφανίσει θετικό ρυθμό ανάπτυξης ίσο με 0,20%.

▪ Πρόβλεψη FCF

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές για την Ευρωσύμβουλοι εκτιμάται ότι θα διαμορφωθούν ως εξής (ποσά σε εκατομμύρια ευρώ)

	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
EBIT	-0,015	-0,009	-0,005	-0,003	-0,002	-0,001	-0,001
Φόρος επί EBIT	0	0	0	0	0	0	0
Καθαρό εισόδημα χωρίς δανεισμό	-0,015	-0,009	-0,005	-0,003	-0,002	-0,001	-0,001
Αποσβέσεις	0,153	0,087	0,049	0,028	0,016	0,009	0,009
Κεφαλαιουχικές δαπάνες	0	0	0	0	0	0	0
Μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης	-1,624	-0,923	-0,525	-0,298	-0,170	-0,096	-0,097
Ελεύθερες ταμειακές ροές στην επιχείρηση (FCF)	1,761	1,001	0,569	0,324	0,184	0,105	0,105

Πίνακας 5.1.15.2 Ελεύθερες ταμειακές ροές Ευρωσύμβουλοι Α.Ε.

▪ Beta επιχείρησης

Ο συντελεστής βήτα της εταιρείας υπολογίστηκε ίσος με 0,453 και η ερμηνεία του είναι ότι εάν ο γενικός δείκτης αυξηθεί (μειωθεί) κατά 1%, τότε η τιμή της μετοχής θα αυξηθεί (μειωθεί) κατά 0,453%.

Επομένως, η μετοχή παρουσιάζει μικρότερη μεταβλητότητα σε σχέση με την αγορά και χαρακτηρίζεται ως αμυντική μετοχή.

▪ Εκτίμηση του Μέσου σταθμικού κόστους

Το WACC της Ευρωσύμβουλοι υπολογίστηκε ίσο με 33,63%.

Κόστος Ξένων Κεφαλαίων	Αναλογία Ξένων Κεφαλαίων	Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων	Αναλογία Ιδίων Κεφαλαίων	Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου
6,34%	46,36%	58,81%	53,64%	33,63%

Πίνακας 5.1.15.3 Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου Ευρωσύμβουλοι Α.Ε.

Παρατηρείται ότι η εταιρεία χρηματοδοτείται σχεδόν εξίσου από ίδια και δανειακά κεφάλαια. Ακόμα, διαπιστώνεται ότι το κόστος ιδίων κεφαλαίων είναι υψηλό. Επομένως, εάν η εταιρεία έχει τη δυνατότητα δανεισμού με ευνοϊκούς όρους προτείνεται να αυξήσει την αναλογία δανειακών κεφαλαίων της, ώστε να βελτιωθεί το κόστος ιδίων κεφαλαίων.

▪ Αξία της επιχείρησης

Η συνολική αξία της επιχείρησης στις 05/01/2017 προσδιορίζεται σε 1.359.550,68 ευρώ και η αξία της μετοχής που προκύπτει από την αποτίμηση εμφανίζεται στον πίνακα που ακολουθεί.

Συνολική αξία επιχείρησης	1.359.550,68
Αριθμός μετοχών	8.623.225
Αξία μετοχής βάση αποτίμησης	0,16
Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής	0,49

Πίνακας 5.1.15.4 Αξία μετοχής Ευρωσύμβουλοι Α.Ε.

Διαπιστώνεται ότι η αξία της μετοχής που εκτιμήθηκε βάση της αποτίμησης είναι χαμηλότερη από τη χρηματιστηριακή της τιμή, επομένως η μετοχή διαπραγματεύεται υπερτιμημένη στην αγορά.

5.1.16 ΚΑΡΑΤΖΗ Α.Ε. Όμιλος Εταιρειών▪ Ρυθμός ανάπτυξης

Ο ρυθμός ανάπτυξης της Καράτζη Α.Ε. για το έτος 2016 ανέρχεται -0,78% και προκύπτει από τον εκτιμώμενο Συντελεστή επανεπένδυσης, ο οποίος ισούται με -0,10 επί την Απόδοση του κεφαλαίου που ανέρχεται σε 0,08. Συνοπτικά παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα:

Συντελεστής επανεπένδυσης	Απόδοση κεφαλαίου	Ρυθμός ανάπτυξης
-9,80%	8,00%	-0,78%

Πίνακας 5.1.16.1 Ρυθμός ανάπτυξης ΚΑΡΑΤΖΗ Α.Ε.▪ Στάδια ανάπτυξης

Για την παρούσα ανάλυση έγινε η υπόθεση ότι η εταιρεία Καράτζη για την πενταετία 2017-2021 θα αναπτύσσεται με το ρυθμό ανάπτυξης που εκτιμήθηκε για τη χρήση 2016, ήτοι -0,78%. Κατόπιν, και για χρονικό ορίζοντα στο διηνεκές θεωρήθηκε ότι η εταιρεία θα εμφανίσει θετικό ρυθμό ανάπτυξης ίσο με 1,00%.

▪ Πρόβλεψη FCF

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές για την Καράτζη εκτιμάται ότι θα διαμορφωθούν ως εξής (ποσά σε εκατομμύρια ευρώ)

	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
EBIT	12,586	12,488	12,390	12,292	12,196	12,100	12,221
Φόρος επί EBIT	4,153	4,121	4,089	4,057	4,025	3,993	4,033
Καθαρό εισόδημα χωρίς δανεισμό	8,433	8,367	8,301	8,236	8,171	8,107	8,188
Αποσβέσεις	5,941	5,894	5,848	5,802	5,757	5,712	5,769
Κεφαλαιουχικές δαπάνες	0	0	0	0	0	0	0
Μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης	5,065	5,025	4,986	4,947	4,908	4,870	4,918
Ελεύθερες ταμειακές ροές στην επιχείρηση (FCF)	9,309	9,236	9,163	9,091	9,020	8,949	9,039

Πίνακας 5.1.16.2 Ελεύθερες ταμειακές ροές ΚΑΡΑΤΖΗ Α.Ε.

▪ Beta επιχείρησης

Ο συντελεστής βήτα της εταιρείας υπολογίστηκε ίσος με 0,082 και η ερμηνεία του είναι ότι εάν ο γενικός δείκτης αυξηθεί (μειωθεί) κατά 1%, τότε η τιμή της μετοχής θα αυξηθεί (μειωθεί) κατά 0,082%.

Επομένως, η μετοχή παρουσιάζει μικρότερη μεταβλητότητα σε σχέση με την αγορά και χαρακτηρίζεται ως αμυντική μετοχή.

▪ Εκτίμηση του Μέσου σταθμικού κόστους

Το WACC της Καράτζη υπολογίστηκε ίσο με 79,59%.

Κόστος Ξένων Κεφαλαίων	Αναλογία Ξένων Κεφαλαίων	Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων	Αναλογία Ιδίων Κεφαλαίων	Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου
6,34%	20,23%	98,63%	79,77%	79,59%

Πίνακας 5.1.16.3 Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου ΚΑΡΑΤΖΗ Α.Ε.

Παρατηρείται ότι η χρηματοδότηση της εταιρείας πραγματοποιείται στη συντριπτική πλειοψηφία από ίδια κεφάλαια και μόλις το 20,23% από δανειακά. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση του αναλαμβανόμενου κινδύνου των μετόχων της, το οποίο αντανακλάται στο υψηλό κόστος ιδίων κεφαλαίων.

Το κόστος ιδίων κεφαλαίων αντιπροσωπεύει την απόδοση που απαιτούν οι μέτοχοι για τον επιπλέον κίνδυνο που αναλαμβάνουν και αιτιολογείται να είναι αυξημένο σε τέτοιες περιπτώσεις και με τις υπάρχουσες οικονομικές συνθήκες.

▪ Αξία της επιχείρησης

Η συνολική αξία της επιχείρησης στις 05/01/2017 προσδιορίζεται σε 11.515.905,70 ευρώ και η αξία της μετοχής που προκύπτει από την αποτίμηση εμφανίζεται στον πίνακα που ακολουθεί.

Συνολική αξία επιχείρησης	11.515.905,70
Αριθμός μετοχών	14.679.792
Αξία μετοχής βάση αποτίμησης	0,78
Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής	4,00

Πίνακας 5.1.16.4 Αξία μετοχής ΚΑΡΑΤΖΗ Α.Ε.

Διαπιστώνεται ότι η αξία της μετοχής που εκτιμήθηκε βάση της αποτίμησης είναι χαμηλότερη από τη χρηματιστηριακή της τιμή, επομένως η μετοχή διαπραγματεύεται υπερτιμημένη στην αγορά.

5.1.17 Όμιλος ΜΕΤΚΑ

▪ Ρυθμός ανάπτυξης

Ο ρυθμός ανάπτυξης της ΜΕΤΚΑ για το έτος 2016 ανέρχεται -5,50% και προκύπτει από τον εκτιμώμενο Συντελεστή επανεπένδυσης, ο οποίος ισούται με -0,13 επί την Απόδοση του κεφαλαίου που ανέρχεται σε 0,44. Συνοπτικά παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα:

Συντελεστής επανεπένδυσης	Απόδοση κεφαλαίου	Ρυθμός ανάπτυξης
-12,60%	43,65%	-5,50%

Πίνακας 5.1.17.1 Ρυθμός ανάπτυξης Όμιλος ΜΕΤΚΑ

▪ Στάδια ανάπτυξης

Για την παρούσα ανάλυση έγινε η υπόθεση ότι η ΜΕΤΚΑ για την πενταετία 2017-2021 θα αναπτύσσεται με το ρυθμό ανάπτυξης που εκτιμήθηκε για τη χρήση 2016, ήτοι -5,50%. Κατόπιν, και για χρονικό ορίζοντα στο διηνεκές θεωρήθηκε ότι η εταιρεία θα εμφανίσει θετικό ρυθμό ανάπτυξης ίσο με 2,00%.

▪ Πρόβλεψη FCF

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές για τη ΜΕΤΚΑ εκτιμάται ότι θα διαμορφωθούν ως εξής (ποσά σε εκατομμύρια ευρώ)

	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
EBIT	65,068	61,490	58,109	54,914	51,895	49,041	50,022
Φόρος επί EBIT	21,473	20,292	19,176	18,122	17,125	16,184	16,507
Καθαρό εισόδημα χωρίς δανεισμό	43,596	41,199	38,933	36,793	34,769	32,858	33,515
Αποσβέσεις	13,322	12,589	11,897	11,243	10,625	10,040	10,241
Κεφαλαιουχικές δαπάνες	1,898	1,794	1,695	1,602	1,514	1,431	1,459
Μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης	5,604	5,296	5,005	4,730	4,469	4,224	4,308
Ελεύθερες ταμειακές ροές στην επιχείρηση (FCF)	49,415	46,698	44,130	41,704	39,411	37,244	37,989

Πίνακας 5.1.17.2 Ελεύθερες ταμειακές ροές Όμιλος ΜΕΤΚΑ

▪ Beta επιχείρησης

Ο συντελεστής βήτα της εταιρείας υπολογίστηκε ίσος με 0,657 και η ερμηνεία του είναι ότι εάν ο γενικός δείκτης αυξηθεί (μειωθεί) κατά 1%, τότε η τιμή της μετοχής θα αυξηθεί (μειωθεί) κατά 0,657%.

Επομένως, η μετοχή παρουσιάζει μικρότερη μεταβλητότητα σε σχέση με την αγορά και χαρακτηρίζεται ως αμυντική μετοχή.

▪ Εκτίμηση του Μέσου σταθμικού κόστους

Η εταιρεία METKA δεν έχει δανεισμό, οπότε το WACC της ισούται με το κόστος των ιδίων κεφαλαίων, δηλαδή 36,79%.

Παρατηρείται ότι στην περίπτωση της METKA η χρηματοδότηση της πραγματοποιείται εξ ολοκλήρου από ίδια κεφάλαια. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση του αναλαμβανόμενου κινδύνου των μετόχων της, το οποίο αντανakλάται στο υψηλό κόστος ιδίων κεφαλαίων.

Το κόστος ιδίων κεφαλαίων αντιπροσωπεύει την απόδοση που απαιτούν οι μέτοχοι για τον επιπλέον κίνδυνο που αναλαμβάνουν και αιτιολογείται να είναι αυξημένο σε τέτοιες περιπτώσεις και με τις υπάρχουσες οικονομικές συνθήκες.

▪ Αξία της επιχείρησης

Η συνολική αξία της επιχείρησης στις 05/01/2017 προσδιορίζεται σε 115.835.907,77 ευρώ και η αξία της μετοχής που προκύπτει από την αποτίμηση εμφανίζεται στον πίνακα που ακολουθεί.

Συνολική αξία επιχείρησης	115.835.907,77
Αριθμός μετοχών	51.950.600
Αξία μετοχής βάση αποτίμησης	2,23
Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής	6,55

Πίνακας 5.1.17.3 Αξία μετοχής Όμιλος METKA

Διαπιστώνεται ότι η αξία της μετοχής που εκτιμήθηκε βάση της αποτίμησης είναι χαμηλότερη από τη χρηματιστηριακή της τιμή, επομένως η μετοχή διαπραγματεύεται υπερτιμημένη στην αγορά.

5.1.18 Οργανισμός Λιμένος Θεσσαλονίκης- ΟΛΘ Α.Ε.▪ Ρυθμός ανάπτυξης

Ο ρυθμός ανάπτυξης της ΟΛΘ Α.Ε. για το έτος 2016 ανέρχεται -18,73% και προκύπτει από τον εκτιμώμενο Συντελεστή επανεπένδυσης, ο οποίος ισούται με -0,65 επί την Απόδοση του κεφαλαίου που ανέρχεται σε 0,29. Συνοπτικά παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα:

Συντελεστής επανεπένδυσης	Απόδοση κεφαλαίου	Ρυθμός ανάπτυξης
-65,49%	28,60%	-18,73%

Πίνακας 5.1.18.1 Ρυθμός ανάπτυξης ΟΛΘ Α.Ε.▪ Στάδια ανάπτυξης

Για την παρούσα ανάλυση έγινε η υπόθεση ότι η ΟΛΘ για την πενταετία 2017-2021 θα αναπτύσσεται με το ρυθμό ανάπτυξης που εκτιμήθηκε για τη χρήση 2016, ήτοι -18,73%. Κατόπιν, και για χρονικό ορίζοντα στο διηνεκές θεωρήθηκε ότι η εταιρεία θα εμφανίσει θετικό ρυθμό ανάπτυξης ίσο με 1,50%.

▪ Πρόβλεψη FCF

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές για την ΟΛΘ εκτιμάται ότι θα διαμορφωθούν ως εξής (ποσά σε εκατομμύρια ευρώ)

	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
EBIT	25,419	20,657	16,787	13,642	11,087	9,010	9,145
Φόρος επί EBIT	8,388	6,817	5,540	4,502	3,659	2,973	3,018
Καθαρό εισόδημα χωρίς δανεισμό	17,030	13,840	11,247	9,140	7,428	6,037	6,127
Αποσβέσεις	3,896	3,166	2,573	2,091	1,699	1,381	1,402
Κεφαλαιουχικές δαπάνες	1,493	1,214	0,986	0,802	0,651	0,529	0,537
Μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης	-9,417	-7,653	-6,219	-5,054	-4,108	-3,338	-3,388
Ελεύθερες ταμειακές ροές στην επιχείρηση (FCF)	28,850	23,445	19,053	15,484	12,583	10,226	10,380

Πίνακας 5.1.18.2 Ελεύθερες ταμειακές ροές ΟΛΘ Α.Ε.

▪ Beta επιχείρησης

Ο συντελεστής βήτα της εταιρείας υπολογίστηκε ίσος με 0,454 και η ερμηνεία του είναι ότι εάν ο γενικός δείκτης αυξηθεί (μειωθεί) κατά 1%, τότε η τιμή της μετοχής θα αυξηθεί (μειωθεί) κατά 0,454%.

Επομένως, η μετοχή παρουσιάζει μικρότερη μεταβλητότητα σε σχέση με την αγορά και χαρακτηρίζεται ως αμυντική μετοχή.

▪ Εκτίμηση του Μέσου σταθμικού κόστους

Η εταιρεία ΟΛΘ δεν έχει δανεισμό, οπότε το WACC της ισούται με το κόστος των ιδίων κεφαλαίων, δηλαδή 58,67%.

Παρατηρείται ότι η χρηματοδότηση της ΟΛΘ πραγματοποιείται εξ ολοκλήρου από ίδια κεφάλαια. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση του αναλαμβανόμενου κινδύνου των μετόχων της, το οποίο αντανakλάται στο υψηλό κόστος ιδίων κεφαλαίων.

Το κόστος ιδίων κεφαλαίων αντιπροσωπεύει την απόδοση που απαιτούν οι μέτοχοι για τον επιπλέον κίνδυνο που αναλαμβάνουν και αιτιολογείται να είναι αυξημένο σε τέτοιες περιπτώσεις και με τις υπάρχουσες οικονομικές συνθήκες.

▪ Αξία της επιχείρησης

Η συνολική αξία της επιχείρησης στις 05/01/2017 προσδιορίζεται σε 31.025.930,78 ευρώ και η αξία της μετοχής που προκύπτει από την αποτίμηση εμφανίζεται στον πίνακα που ακολουθεί.

Συνολική αξία επιχείρησης	31.025.930,78
Αριθμός μετοχών	10.080.000
Αξία μετοχής βάση αποτίμησης	3,08
Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής	17,66

Πίνακας 5.1.18.3 Αξία μετοχής ΟΛΘ Α.Ε.

Διαπιστώνεται ότι η αξία της μετοχής που εκτιμήθηκε βάση της αποτίμησης είναι χαμηλότερη από τη χρηματιστηριακή της τιμή, επομένως η μετοχή διαπραγματεύεται υπερτιμημένη στην αγορά.

5.1.19 Οργανισμός Λιμένος Πειραιώς- ΟΛΠ Α.Ε.▪ Ρυθμός ανάπτυξης

Ο ρυθμός ανάπτυξης της ΟΛΠ Α.Ε. για το έτος 2016 ανέρχεται -2,83% και προκύπτει από τον εκτιμώμενο Συντελεστή επανεπένδυσης, ο οποίος ισούται με -0,81 επί την Απόδοση του κεφαλαίου που ανέρχεται σε 0,03. Συνοπτικά παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα:

Συντελεστής επανεπένδυσης	Απόδοση κεφαλαίου	Ρυθμός ανάπτυξης
-81,33%	3,49%	-2,83%

Πίνακας 5.1.19.1 Ρυθμός ανάπτυξης ΟΛΠ Α.Ε.▪ Στάδια ανάπτυξης

Για την παρούσα ανάλυση έγινε η υπόθεση ότι η ΟΛΠ για την πενταετία 2017-2021 θα αναπτύσσεται με το ρυθμό ανάπτυξης που εκτιμήθηκε για τη χρήση 2016, ήτοι -2,83%. Κατόπιν, και για χρονικό ορίζοντα στο διηνεκές θεωρήθηκε ότι η εταιρεία θα εμφανίσει θετικό ρυθμό ανάπτυξης ίσο με 1,70%.

▪ Πρόβλεψη FCF

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές για την ΟΛΠ εκτιμάται ότι θα διαμορφωθούν ως εξής (ποσά σε εκατομμύρια ευρώ)

	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
EBIT	8,984	8,729	8,482	8,241	8,007	7,781	7,913
Φόρος επί EBIT	2,965	2,881	2,799	2,720	2,642	2,568	2,611
Καθαρό εισόδημα χωρίς δανεισμό	6,019	5,848	5,683	5,522	5,365	5,213	5,302
Αποσβέσεις	10,102	9,815	9,537	9,267	9,004	8,749	8,898
Κεφαλαιουχικές δαπάνες	0	0	0	0	0	0	0
Μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης	4,914	4,775	4,639	4,508	4,380	4,256	4,328
Ελεύθερες ταμειακές ροές στην επιχείρηση (FCF)	11,207	10,889	10,580	10,280	9,989	9,706	9,871

Πίνακας 5.1.19.2 Ελεύθερες ταμειακές ροές ΟΛΠ Α.Ε.

▪ Beta επιχείρησης

Ο συντελεστής βήτα της εταιρείας υπολογίστηκε ίσος με 0,763 και η ερμηνεία του είναι ότι εάν ο γενικός δείκτης αυξηθεί (μειωθεί) κατά 1%, τότε η τιμή της μετοχής θα αυξηθεί (μειωθεί) κατά 0,763%.

Επομένως, η μετοχή παρουσιάζει μικρότερη μεταβλητότητα σε σχέση με την αγορά και χαρακτηρίζεται ως αμυντική μετοχή.

▪ Εκτίμηση του Μέσου σταθμικού κόστους

Το WACC της ΟΛΠ υπολογίστηκε ίσο με 17,91%.

Κόστος Ξένων Κεφαλαίων	Αναλογία Ξένων Κεφαλαίων	Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων	Αναλογία Ιδίων Κεφαλαίων	Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου
0,64%	30,03%	25,39%	69,97%	17,91%

Πίνακας 5.1.19.3 Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου ΟΛΠ Α.Ε.

Παρατηρείται ότι η χρηματοδότηση της εταιρείας πραγματοποιείται στη συντριπτική πλειοψηφία από ίδια κεφάλαια και το 30,03% από δανειακά. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση του αναλαμβανόμενου κινδύνου των μετόχων της, το οποίο αντανακλάται στο υψηλό κόστος ιδίων κεφαλαίων.

Το κόστος ιδίων κεφαλαίων αντιπροσωπεύει την απόδοση που απαιτούν οι μέτοχοι για τον επιπλέον κίνδυνο που αναλαμβάνουν και αιτιολογείται να είναι αυξημένο σε τέτοιες περιπτώσεις και με τις υπάρχουσες οικονομικές συνθήκες.

▪ Αξία της επιχείρησης

Η συνολική αξία της επιχείρησης στις 05/01/2017 προσδιορίζεται σε 58.850.967,88 ευρώ και η αξία της μετοχής που προκύπτει από την αποτίμηση εμφανίζεται στον πίνακα που ακολουθεί.

Συνολική αξία επιχείρησης	58.850.967,88
Αριθμός μετοχών	25.000.000
Αξία μετοχής βάση αποτίμησης	2,35
Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής	13,24

Πίνακας 5.1.19.4 Αξία μετοχής ΟΛΠ Α.Ε.

Διαπιστώνεται ότι η αξία της μετοχής που εκτιμήθηκε βάση της αποτίμησης είναι χαμηλότερη από τη χρηματιστηριακή της τιμή, επομένως η μετοχή διαπραγματεύεται υπερτιμημένη στην αγορά.

5.1.20 Ε. ΠΑΪΡΗΣ Α.Β.Ε.Ε.

- Ρυθμός ανάπτυξης

Ο ρυθμός ανάπτυξης της Παΐρης Α.Β.Ε.Ε. για το έτος 2016 ανέρχεται -1,28% και προκύπτει από τον εκτιμώμενο Συντελεστή επανεπένδυσης, ο οποίος ισούται με -0,30 επί την Απόδοση του κεφαλαίου που ανέρχεται σε 0,04. Συνοπτικά παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα:

Συντελεστής επανεπένδυσης	Απόδοση κεφαλαίου	Ρυθμός ανάπτυξης
-29,69%	4,30%	-1,28%

Πίνακας 5.1.20.1 Ρυθμός ανάπτυξης Ε. ΠΑΪΡΗΣ Α.Β.Ε.Ε.

- Στάδια ανάπτυξης

Για την παρούσα ανάλυση έγινε η υπόθεση ότι η εταιρεία Παΐρης για την πενταετία 2017-2021 θα αναπτύσσεται με το ρυθμό ανάπτυξης που εκτιμήθηκε για τη χρήση 2016, ήτοι -1,28%. Κατόπιν, και για χρονικό ορίζοντα στο διηνεκές θεωρήθηκε ότι η εταιρεία θα εμφανίσει θετικό ρυθμό ανάπτυξης ίσο με 1,00%.

- Πρόβλεψη FCF

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές για την Παΐρης εκτιμάται ότι θα διαμορφωθούν ως εξής (ποσά σε εκατομμύρια ευρώ)

	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
EBIT	0,788	0,778	0,768	0,758	0,748	0,739	0,746
Φόρος επί EBIT	0,260	0,257	0,253	0,250	0,247	0,244	0,246
Καθαρό εισόδημα χωρίς δανεισμό	0,528	0,521	0,514	0,508	0,501	0,495	0,500
Αποσβέσεις	0,230	0,227	0,225	0,222	0,219	0,216	0,218
Κεφαλαιουχικές δαπάνες	0	0	0	0	0	0	0
Μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης	0,064	0,064	0,063	0,062	0,061	0,060	0,061
Ελεύθερες ταμειακές ροές στην επιχείρηση (FCF)	0,694	0,685	0,676	0,668	0,659	0,651	0,657

Πίνακας 5.1.20.2 Ελεύθερες ταμειακές ροές Ε. ΠΑΪΡΗΣ Α.Β.Ε.Ε.

▪ Beta επιχείρησης

Ο συντελεστής βήτα της εταιρείας υπολογίστηκε ίσος με 0,423 και η ερμηνεία του είναι ότι εάν ο γενικός δείκτης αυξηθεί (μειωθεί) κατά 1%, τότε η τιμή της μετοχής θα αυξηθεί (μειωθεί) κατά 0,423%.

Επομένως, η μετοχή παρουσιάζει μικρότερη μεταβλητότητα σε σχέση με την αγορά και χαρακτηρίζεται ως αμυντική μετοχή.

▪ Εκτίμηση του Μέσου σταθμικού κόστους

Το WACC της Παϊρης υπολογίστηκε ίσο με 24,58%.

Κόστος Ξένων Κεφαλαίων	Αναλογία Ξένων Κεφαλαίων	Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων	Αναλογία Ιδίων Κεφαλαίων	Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου
7,33%	65,87%	61,96%	34,13%	24,58%

Πίνακας 5.1.20.3 Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου Ε. ΠΑΪΡΗΣ Α.Β.Ε.Ε.

Παρατηρείται ότι η χρηματοδότηση της εταιρείας πραγματοποιείται οριακά περισσότερο από δανειακά κεφάλαια. Επιπλέον, το κόστος ιδίων κεφαλαίων είναι αυξημένο. Αν η εταιρεία έχει τη δυνατότητα δανεισμού με ευνοϊκούς όρους, τότε προτείνεται να αυξήσει την αναλογία δανειακών κεφαλαίων, ώστε να μειωθεί το κόστος ιδίων κεφαλαίων της.

▪ Αξία της επιχείρησης

Η συνολική αξία της επιχείρησης στις 05/01/2017 προσδιορίζεται σε 2.750.810,98 ευρώ και η αξία της μετοχής που προκύπτει από την αποτίμηση εμφανίζεται στον πίνακα που ακολουθεί.

Συνολική αξία επιχείρησης	2.750.810,98
Αριθμός μετοχών	4.971.466
Αξία μετοχής βάση αποτίμησης	0,55
Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής	0,14

Πίνακας 5.1.20.4 Αξία μετοχής Ε. ΠΑΪΡΗΣ Α.Β.Ε.Ε.

Διαπιστώνεται ότι η αξία της μετοχής που εκτιμήθηκε βάση της αποτίμησης είναι υψηλότερη από τη χρηματιστηριακή της τιμή, επομένως η μετοχή διαπραγματεύεται υποτιμημένη στην αγορά.

5.1.21 Πέτρος Πετρόπουλος Α.Ε.Β.Ε.▪ Ρυθμός ανάπτυξης

Ο ρυθμός ανάπτυξης της Πετρόπουλος Α.Ε.Β.Ε. για το έτος 2016 ανέρχεται -23,32% και προκύπτει από τον εκτιμώμενο Συντελεστή επανεπένδυσης, ο οποίος ισούται με -1,16 επί την Απόδοση του κεφαλαίου που ανέρχεται σε 0,20. Συνοπτικά παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα:

Συντελεστής επανεπένδυσης	Απόδοση κεφαλαίου	Ρυθμός ανάπτυξης
-116,42%	20,03%	-23,32%

Πίνακας 5.1.21.1 Ρυθμός ανάπτυξης Πέτρος Πετρόπουλος Α.Ε.Β.Ε.▪ Στάδια ανάπτυξης

Για την παρούσα ανάλυση έγινε η υπόθεση ότι η εταιρεία Πετρόπουλος για την πενταετία 2017-2021 θα αναπτύσσεται με το ρυθμό ανάπτυξης που εκτιμήθηκε για τη χρήση 2016, ήτοι -23,32%. Κατόπιν, και για χρονικό ορίζοντα στο διηνεκές θεωρήθηκε ότι η εταιρεία θα εμφανίσει θετικό ρυθμό ανάπτυξης ίσο με 1,00%.

▪ Πρόβλεψη FCF

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές για την Πετρόπουλος εκτιμάται ότι θα διαμορφωθούν ως εξής (ποσά σε εκατομμύρια ευρώ)

	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
EBIT	5,499	4,216	3,233	2,479	1,901	1,458	1,472
Φόρος επί EBIT	1,815	1,391	1,067	0,818	0,627	0,481	0,486
Καθαρό εισόδημα χωρίς δανεισμό	3,684	2,825	2,166	1,661	1,274	0,977	0,986
Αποσβέσεις	4,129	3,166	2,428	1,862	1,427	1,095	1,105
Κεφαλαιουχικές δαπάνες	0	0	0	0	0	0	0
Μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης	-0,416	-0,319	-0,245	-0,188	-0,144	-0,110	-0,111
Ελεύθερες ταμειακές ροές στην επιχείρηση (FCF)	8,229	6,310	4,839	3,710	2,845	2,182	2,203

Πίνακας 5.1.21.2 Ελεύθερες ταμειακές ροές Πέτρος Πετρόπουλος Α.Ε.Β.Ε.

▪ Beta επιχείρησης

Ο συντελεστής βήτα της εταιρείας υπολογίστηκε ίσος με 0,086 και η ερμηνεία του είναι ότι εάν ο γενικός δείκτης αυξηθεί (μειωθεί) κατά 1%, τότε η τιμή της μετοχής θα αυξηθεί (μειωθεί) κατά 0,086%.

Επομένως, η μετοχή παρουσιάζει μικρότερη μεταβλητότητα σε σχέση με την αγορά και χαρακτηρίζεται ως αμυντική μετοχή.

▪ Εκτίμηση του Μέσου σταθμικού κόστους

Το WACC της Πετρόπουλος υπολογίστηκε ίσο με 63,80%.

Κόστος Ξένων Κεφαλαίων	Αναλογία Ξένων Κεφαλαίων	Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων	Αναλογία Ιδίων Κεφαλαίων	Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου
4,41%	36,20%	98,22%	63,80%	63,80%

Πίνακας 5.1.21.3 Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου Πέτρος Πετρόπουλος Α.Ε.Β.Ε.

Παρατηρείται ότι η χρηματοδότηση της εταιρείας πραγματοποιείται στη συντριπτική πλειοψηφία από ίδια κεφάλαια και το 36,2% από δανειακά. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση του αναλαμβανόμενου κινδύνου των μετόχων της, το οποίο αντανakλάται στο υψηλό κόστος ιδίων κεφαλαίων.

Το κόστος ιδίων κεφαλαίων αντιπροσωπεύει την απόδοση που απαιτούν οι μέτοχοι για τον επιπλέον κίνδυνο που αναλαμβάνουν και αιτιολογείται να είναι αυξημένο σε τέτοιες περιπτώσεις και με τις υπάρχουσες οικονομικές συνθήκες.

▪ Αξία της επιχείρησης

Η συνολική αξία της επιχείρησης στις 05/01/2017 προσδιορίζεται σε 7.377.996,61 ευρώ και η αξία της μετοχής που προκύπτει από την αποτίμηση εμφανίζεται στον πίνακα που ακολουθεί.

Συνολική αξία επιχείρησης	7.377.996,61
Αριθμός μετοχών	7.070.400
Αξία μετοχής βάση αποτίμησης	1,04
Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής	4,25

Πίνακας 5.1.21.4 Αξία μετοχής Πέτρος Πετρόπουλος Α.Ε.Β.Ε.

Διαπιστώνεται ότι η αξία της μετοχής που εκτιμήθηκε βάση της αποτίμησης είναι χαμηλότερη από τη χρηματιστηριακή της τιμή, επομένως η μετοχή διαπραγματεύεται υπερτιμημένη στην αγορά.

5.1.22 ΧΑΪΔΕΜΕΝΟΣ Α.Ε.Β.Ε.▪ Ρυθμός ανάπτυξης

Ο ρυθμός ανάπτυξης της Χαϊδεμένος Α.Ε.Β.Ε. για το έτος 2016 ανέρχεται -11,46% και προκύπτει από τον εκτιμώμενο Συντελεστή επανεπένδυσης, ο οποίος ισούται με 2,31 επί την Απόδοση του κεφαλαίου που ανέρχεται σε -0,05. Συνοπτικά παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα:

Συντελεστής επανεπένδυσης	Απόδοση κεφαλαίου	Ρυθμός ανάπτυξης
231,01%	-4,96%	-11,46%

Πίνακας 5.1.22.1 Ρυθμός ανάπτυξης ΧΑΪΔΕΜΕΝΟΣ Α.Ε.Β.Ε.▪ Στάδια ανάπτυξης

Για την παρούσα ανάλυση έγινε η υπόθεση ότι η εταιρεία Χαϊδεμένος για την πενταετία 2017-2021 θα αναπτύσσεται με το ρυθμό ανάπτυξης που εκτιμήθηκε για τη χρήση 2016, ήτοι -11,46%. Κατόπιν, και για χρονικό ορίζοντα στο διηνεκές θεωρήθηκε ότι η εταιρεία θα εμφανίσει θετικό ρυθμό ανάπτυξης ίσο με 0,60%.

▪ Πρόβλεψη FCF

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές για τη Χαϊδεμένος εκτιμάται ότι θα διαμορφωθούν ως εξής (ποσά σε εκατομμύρια ευρώ)

	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
EBIT	-1,486	-1,315	-1,165	-1,031	-0,913	-0,808	-0,813
Φόρος επί EBIT	0	0	0	0	0	0	0
Καθαρό εισόδημα χωρίς δανεισμό	-1,486	-1,315	-1,165	-1,031	-0,913	-0,808	-0,813
Αποσβέσεις	2,369	2,097	1,857	1,644	1,456	1,289	1,296
Κεφαλαιουχικές δαπάνες	0	0	0	0	0	0	0
Μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης	-0,068	-0,060	-0,053	-0,047	-0,042	-0,037	-0,037
Ελεύθερες ταμειακές ροές στην επιχείρηση (FCF)	0,951	0,842	0,746	0,660	0,584	0,517	0,521

Πίνακας 5.1.22.2 Ελεύθερες ταμειακές ροές ΧΑΪΔΕΜΕΝΟΣ Α.Ε.Β.Ε.

▪ Beta επιχείρησης

Ο συντελεστής βήτα της εταιρείας υπολογίστηκε ίσος με 0,29 και η ερμηνεία του είναι ότι εάν ο γενικός δείκτης αυξηθεί (μειωθεί) κατά 1%, τότε η τιμή της μετοχής θα αυξηθεί (μειωθεί) κατά 0,29%.

Επομένως, η μετοχή παρουσιάζει μικρότερη μεταβλητότητα σε σχέση με την αγορά και χαρακτηρίζεται ως αμυντική μετοχή.

▪ Εκτίμηση του Μέσου σταθμικού κόστους

Το WACC της Χαϊδεμένος υπολογίστηκε ίσο με 49,30%.

Κόστος Ξένων Κεφαλαίων	Αναλογία Ξένων Κεφαλαίων	Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων	Αναλογία Ιδίων Κεφαλαίων	Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου
5,51%	37,35%	76,36%	62,65%	49,30%

Πίνακας 5.1.22.3 Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου ΧΑΪΔΕΜΕΝΟΣ Α.Ε.Β.Ε.

Παρατηρείται ότι η χρηματοδότηση της εταιρείας πραγματοποιείται στη συντριπτική πλειοψηφία από ίδια κεφάλαια και το 37,35% από δανειακά. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση του αναλαμβανόμενου κινδύνου των μετόχων της, το οποίο αντανακλάται στο υψηλό κόστος ιδίων κεφαλαίων.

Το κόστος ιδίων κεφαλαίων αντιπροσωπεύει την απόδοση που απαιτούν οι μέτοχοι για τον επιπλέον κίνδυνο που αναλαμβάνουν και αιτιολογείται να είναι αυξημένο σε τέτοιες περιπτώσεις και με τις υπάρχουσες οικονομικές συνθήκες.

▪ Αξία της επιχείρησης

Η συνολική αξία της επιχείρησης στις 05/01/2017 προσδιορίζεται σε 1.428.072,52 ευρώ και η αξία της μετοχής που προκύπτει από την αποτίμηση εμφανίζεται στον πίνακα που ακολουθεί.

Συνολική αξία επιχείρησης	1.428.072,52
Αριθμός μετοχών	8.340.750
Αξία μετοχής βάση αποτίμησης	0,17
Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής	0,27

Πίνακας 5.1.22.4 Αξία μετοχής ΧΑΪΔΕΜΕΝΟΣ Α.Ε.Β.Ε.

Διαπιστώνεται ότι η αξία της μετοχής που εκτιμήθηκε βάση της αποτίμησης είναι χαμηλότερη από τη χρηματιστηριακή της τιμή, επομένως η μετοχή διαπραγματεύεται υπερτιμημένη στην αγορά.

5.2 Συγκεντρωτική παρουσίαση μεγεθών

Ακολουθεί η παρουσίαση του ρυθμού ανάπτυξης, του συντελεστή beta και της αξίας και τιμής των μετοχών σε συγκεντρωτικούς πίνακες, ώστε στη συνέχεια να εντοπιστούν οι μετοχές που προτείνονται για επένδυση.

5.2.1 Ρυθμός ανάπτυξης

Η συντριπτική πλειοψηφία των εταιρειών του κλάδου παρουσιάζουν αρνητικό ρυθμό ανάπτυξης, γεγονός που ήταν αναμενόμενο λόγω των γενικότερων συνθηκών. Μόνο οι Paper pack και ΓΕΒ εμφανίζουν θετικό ρυθμό ανάπτυξης.

Ο μέσος ρυθμός ανάπτυξης του κλάδου ισούται με -11,59.

Εταιρεία	Ρυθμός ανάπτυξης	Εταιρεία	Ρυθμός ανάπτυξης
DIONIC	-6,25	ΓΕΒ	1,18
Flexopack	-4,41	Ειδησεοφωνική	-2,66
Frigoglass	-6,51	ΕΛΤΡΑΚ	-3,88
Lykos	-5,67	Ευρωσύμβουλοι	-43,14
KLEEMANN	-3,68	Καράτζη	-0,78
Mevaco	-5,64	METKA	-5,5
Nexans	-11,6	ΟΛΘ	-18,73
Paper pack	26,39	ΟΛΠ	-2,83
Viohalco	-65,9	Παϊρης	-1,28
ΒΙΣ	-11,48	Πετρόπουλος	-23,32
Βογιατζόγλου	-47,92	Χαϊδεμένος	-11,46

Πίνακας 5.2.1.1 Ρυθμός ανάπτυξης των εταιρειών

5.2.2 Συντελεστής beta

Ο συντελεστής βήτα εκφράζει τη συσχέτιση μεταξύ των μεταβολών μιας μετοχής με τις μεταβολές του γενικού δείκτη. Εάν ο συντελεστής είναι μεγαλύτερος της μονάδας, τότε η μετοχή χαρακτηρίζεται ως «επιθετική» και ερμηνεύεται ως ότι η μετοχή εμφανίζει υψηλότερη μεταβλητότητα από αυτήν της αγοράς. Αντίθετα, αν ο συντελεστής είναι μικρότερος της μονάδας, τότε η μετοχή χαρακτηρίζεται ως «αμυντική» και ερμηνεύεται ως ότι η μετοχή έχει μικρότερη μεταβλητότητα από αυτήν της αγοράς. Οι αμυντικές εταιρείες προτιμούνται σε περιόδους που αναμένεται πτώση του γενικού δείκτη, ενώ το αντίθετο συμβαίνει σε περιόδους που αναμένεται άνοδος.

Ο μέσος όρος του συντελεστή βήτα του κλάδου ισούται με 0,395.

Εταιρεία	Συντελεστής beta	Εταιρεία	Συντελεστής beta
DIONIC	0,805	ΓΕΒ	0,290
Flexopack	0,336	Ειδησεοφωνική	0,527
Frigoglass	0,846	ΕΛΤΡΑΚ	0,146
Lykos	0,294	Ευρωσύμβουλοι	0,453
KLEEMANN	0,441	Καράτζη	0,082
Mevaco	0,090	METKA	0,657
Nexans	0,030	ΟΛΘ	0,454
Paper pack	0,305	ΟΛΠ	0,763
Viohalco	1,179	Παϊρης	0,423
ΒΙΣ	0,157	Πετρόπουλος	0,086
Βογιατζόγλου	0,046	Χαϊδεμένος	0,290

Πίνακας 5.2.2.1 Συντελεστής beta των εταιρειών

Οι εταιρείες του κλάδου με εξαίρεση τη Viohalco έχουν συντελεστή βήτα μικρότερο της μονάδας, άρα παρουσιάζουν μεταβλητότητα μικρότερη από αυτήν της αγοράς και χαρακτηρίζονται ως αμυντικές.

5.2.3 Τιμή μετοχής

Όπως έχει αναφερθεί και προηγούμενα, η τιμή της κάθε μετοχής που εκτιμήθηκε μέσα από τη διαδικασία της αποτίμησης αξιολογείται σε σχέση με τη χρηματιστηριακή της τιμή για την ίδια ημέρα, με στόχο να εντοπιστεί ποιες μετοχές είναι υπερτιμημένες και ποιες υποτιμημένες στην αγορά.

Εταιρεία	Τιμή αποτίμησης 05/01/2017	Αγοραία τιμή 05/01/2017	Εταιρεία	Τιμή αποτίμησης 05/01/2017	Αγοραία τιμή 05/01/2017
DIONIC	10,15	0,55	ΓΕΒ	0,04	0,33
Flexopack	1,05	3,08	Ειδησεοφωνική	0,13	0,25
Frigoglass	0,13	0,1	ΕΛΤΡΑΚ	10,19	1,34
Lykos	1,28	0,59	Ευρωσύμβουλοι	0,16	0,49
KLEEMANN	0,61	2,03	Καράτζη	0,78	4
Mevaco	0,19	0,9	METKA	2,23	6,55
Nexans	253,42	1,04	ΟΛΘ	3,08	17,66
Paper pack	0,77	1,37	ΟΛΠ	2,35	13,24
Viohalco	3,94	1,38	Παϊρης	0,55	0,14

ΒΙΣ	1,08	0,9	Πετρόπουλος	1,04	4,25
Βογιατζόγλου	0,17	1,34	Χαϊδεμένος	0,17	0,27

Πίνακας 5.2.3.1 Τιμή και αξία της μετοχής των εταιρειών στις 05/01/2017

Παρατηρώντας τον παραπάνω πίνακα διαπιστώνεται ότι η συντριπτική πλειοψηφία των μετοχών του κλάδου διαπραγματεύονται υπερτιμημένες στο Χ.Α.Α. με την τιμή μόλις 8 μετοχών στις συνολικά 22 να υπολείπεται της πραγματικής τους αξίας.

Το παραπάνω από τη μία ενδέχεται να αποτελεί λάθος εκτίμηση της αγοράς σχετικά με την αξία των μετοχών για την 5^η Ιανουαρίου 2017, το οποίο λάθος θα διορθωθεί από την ίδια την αγορά άμεσα αφού διαπιστωθεί. Από την άλλη, όμως, μπορεί να ερμηνευθεί ως αισιοδοξία της αγοράς για το πώς θα κινηθούν οι μετοχές του κλάδου. Δηλαδή, η αγορά να αναμένει ανοδική πορεία αυτών των εταιρειών, άρα αύξηση της αξίας τους και αυτό να αποτυπώνεται στο να είναι η χρηματιστηριακή αξία υψηλότερη από την εσωτερική.

Είναι πολύ σημαντικό, όμως, να κατανοηθεί ότι ακραίες διαφορές ανάμεσα στην αξία και την τιμή των μετοχών απαιτούν διερεύνηση πριν ληφθεί οποιαδήποτε απόφαση από τον επενδυτή.

5.3 Επιλογή μετοχών

Σε αυτό το μέρος της εργασίας επιχειρείται να απαντηθεί το βασικό ερώτημα της μελέτης που αφορά στον εντοπισμό των βέλτιστων επιλογών μετοχών μεταξύ αυτών που προσφέρει ο κλάδος «Βιομηχανικά προϊόντα και υπηρεσίες».

Αρχικά, χρειάζεται να προσδιοριστούν τα μεγέθη που θα ληφθούν υπόψη σε συνδυασμό με τους αριθμοδείκτες που έχουν επιλεγεί, ώστε να εξαχθούν τα τελικά συμπεράσματα. Τα μεγέθη που θα ληφθούν υπόψη είναι τα παρακάτω:

1. ο ρυθμός ανάπτυξης,
2. ο συντελεστής beta και
3. η τιμή της μετοχής που προέκυψε από την αποτίμηση συγκριτικά με την αγοραία τιμή της.

Στη συνέχεια πραγματοποιείται η τελική επιλογή μετοχών μεταξύ των εταιρειών του κλάδου «Βιομηχανικά προϊόντα και υπηρεσίες». Η επιλογή γίνεται βάση των

τριών παραγόντων που επιλέχθηκαν και αναλύθηκαν παραπάνω σε συνδυασμό με την εικόνα των αριθμοδεικτών.

Αρχικά, εντοπίζεται ο τρόπος που θα ακολουθηθεί για να επιλεγθούν οι μετοχές και στη συνέχεια υπάρχει σύντομος σχολιασμός σχετικά με τη γενική εικόνα των εταιρειών. Για λόγους αποφυγής επαναλήψεων επιλέχθηκε στις περιπτώσεις που οι επιλεγθείσες μετοχές έχουν σχολιαστεί σε προηγούμενο σημείο, να μην επαναληφθεί ο σχολιασμός, αλλά να υπάρχει παραπομπή στο αντίστοιχο σημείο.

5.3.1 Ρυθμός ανάπτυξης

Βάση του ρυθμού ανάπτυξης θα προτιμούνταν εταιρείες με θετικό ρυθμό ανάπτυξης. Ωστόσο, επειδή η πλειοψηφία των εταιρειών έχει αρνητική ανάπτυξη τελικώς θα προτιμηθούν οι μετοχές που ο ρυθμός ανάπτυξής τους είναι υψηλότερος από το μέσο όρο του κλάδου.

Έτσι, βασιζόμενοι στο ρυθμό ανάπτυξης σε συνδυασμό με την εικόνα των αριθμοδεικτών για την τετραετία 2013-2016, οι μετοχές που θα επιλέγονταν για επένδυση είναι αυτές των εταιρειών Paper pack A.B.E.E. και ΓΕΒ Α.Ε. που έχουν θετική ανάπτυξη, και έπονται κατά σειρά προτίμησης αυτές των Καράτζη Α.Ε., Ειδησεοφωνική Α.Ε.Ε., ΟΛΠ Α.Ε., Kleemann A.B.E.E., Flexorack Α.Ε., ΜΕΤΚΑ και Lykos, αλλά και τη ΒΙΣ.

Αναλυτικότερα, η Paper pack εμφανίζει αξιοσημείωτα υψηλό ρυθμό ανάπτυξης και τη συντριπτική πλειοψηφία των δεικτών της πάνω από το μέσο όρο του κλάδου. Η εταιρεία εντός της 4ετίας βελτίωσε την κερδοφορία της και η γενική πορεία της θα χαρακτηριζόταν σχετικά σταθερή. Η ΓΕΒ είναι η δεύτερη από τις συνολικά δύο εταιρείες του κλάδου που εμφανίζουν θετικό ρυθμό ανάπτυξης, με τα εταιρικά της μεγέθη να μένουν ουσιαστικά ανεπηρέαστα εντός της 4ετίας. Και αυτή η εταιρεία φαίνεται να έχει σταθερή ανοδική πορεία διαχρονικά.

Επόμενη επιλογή είναι η μετοχή της Καράτζη, η οποία εμφανίζει οριακά αρνητικό ρυθμό ανάπτυξης (μόλις -0,78), ικανοποιητική εικόνα στους αριθμοδείκτες καθώς και αύξηση στις πωλήσεις της. Σχετικά με την Ειδησεοφωνική, καθ' όλη την τετραετία τα εταιρικά της μεγέθη βελτιώνονται και η κερδοφορία της βελτιώνεται συνολικά. Επιπλέον, οι περισσότεροι δείκτες της είναι υψηλότεροι από αυτούς του κλάδου.

Την εικόνα της μετοχής του ΟΛΠ συνθέτουν οι υψηλές τιμές των δεικτών σε

σχέση με τον κλάδο και η γενικότερη βελτίωση στα εταιρικά μεγέθη. Οι πωλήσεις του μειώνονται, όμως τα κέρδη του ανακάμπτουν από το 2015, ενώ σημαντική βελτίωση εμφανίζει και ο δείκτης ειδικής ρευστότητας. Η Kleemann έχει την πλειοψηφία των δεικτών της πάνω από αυτούς του κλάδου, ενώ έχει καταφέρει να διατηρήσει την κερδοφορία της εντός της 4ετίας. Επιπλέον, πληθώρα των δεικτών της βελτιώνονται με την πάροδο του χρόνου.

Η Flexorack εμφανίζει ικανοποιητική εικόνα στα εταιρικά της μεγέθη, με την κερδοφορία της να βελτιώνεται στην τετραετία και το δείκτη καθαρού περιθωρίου κέρδους να βαίνει ανοδικός. Σημαντικό μέρος των αριθμοδεικτών της είναι μεγαλύτεροι από τους αντίστοιχους του κλάδου. Συνεχίζοντας με τη METKA, το 2015 παρατηρήθηκε μεγάλη πτώση των κερδών της, παράλληλα όμως φαίνεται ότι οι πωλήσεις είχαν αυξηθεί δυσανάλογα πολύ το 2014. Η συνολική εικόνα των αριθμοδεικτών της παρ' ότι πτωτική χαρακτηρίζεται ικανοποιητική με πληθώρα αυτών πάνω από τις τιμές του κλάδου.

Η μετοχή της Lykos προτείνεται μεταξύ των επιλογών κυρίως για την ανάκαμψη της κερδοφορίας που εκτιμάται ότι επιτεύχθηκε εντός της χρήσης 2016. Η εταιρεία φαίνεται να εξακολουθεί να έχει χαμηλό δείκτη ειδικής ρευστότητας, αλλά οι υπόλοιποι δείκτες της παρουσιάζουν ικανοποιητική εικόνα. Τα μεγέθη της χαρακτηρίζονται από αυξημένη μεταβλητότητα. Τελευταία πρόταση αποτελεί η μετοχή της ΒΙΣ, η οποία είναι μεταξύ των προτεινόμενων κυρίως διότι αναμένεται να επανέλθει η κερδοφορία της, όπως έχει αναφερθεί προηγούμενα.

5.3.2 Συντελεστής beta

Υποθέτοντας ότι η επιλογή μετοχών θα βασιστεί στο συντελεστή βήτα των εταιρειών σε συνδυασμό με αριθμοδείκτες κρίνεται σκόπιμο να εξεταστούν δύο πιθανά σενάρια. Το πρώτο σενάριο αφορά σε προβλεπόμενη ανοδική πορεία της αγοράς, δηλαδή του χρηματιστηριακού δείκτη, ενώ το δεύτερο σε προβλεπόμενη καθοδική πορεία της αγοράς.

Σύμφωνα με τη θεωρία επιλογής μετοχών βάση των betas, εάν προβλέπεται ανοδική κίνηση της αγοράς, τότε προτιμώνται μετοχές με υψηλό beta ώστε να επιτευχθούν υψηλότερες αποδόσεις. Αντίθετα, εάν προβλέπεται καθοδική κίνηση της αγοράς, τότε προτιμώνται μετοχές με χαμηλό beta ώστε να αποφευχθούν μεγάλες απώλειες.

Υποθέτοντας **ανοδική** πορεία της αγοράς, οι βέλτιστες επιλογές είναι μεταξύ των εταιρειών με συντελεστή βήτα υψηλότερο του μέσου όρου του κλάδου. Πρώτα, εντοπίζονται οι μετοχές με υψηλότερο beta και στη συνέχεια λαμβάνεται υπόψη η εικόνα των αριθμοδεικτών τους για να εξαχθεί το τελικό συμπέρασμα.

Οι προτεινόμενες μετοχές κατά φθίνουσα σειρά προτίμησης είναι οι μετοχές των εταιρειών ΟΛΠ Α.Ε., ΜΕΤΚΑ, Ειδησεοφωνική Α.Ε.Ε., ΟΛΘ Α.Ε., Ευρωσύμβουλοι Α.Ε. και Kleemann A.B.E.E..

Στις επιλογές των εταιρειών ΟΛΠ, ΜΕΤΚΑ και Ειδησεοφωνική έγινε σύντομη αναφορά προηγουμένως. Σχετικά με την ΟΛΘ, διαπιστώνεται ότι εμφανίζει εξαιρετικά καλή εικόνα στους αριθμοδείκτες της, με την πλειοψηφία αυτών να έχουν τη μέγιστη τιμή στον κλάδο, ενώ αναμένεται αύξηση στην κερδοφορία της. Η μετοχή του ΟΛΘ χαρακτηρίζεται ως μια από τις πλέον βέλτιστες επιλογές του κλάδου, με τις αποδόσεις που προσφέρει να είναι συνολικά οι καλύτερες.

Η εταιρεία Ευρωσύμβουλοι αναμένεται να ανακάμψει το 2016, παρ' όλο που η χρήση του 2015 έκλεισε με ζημίες. Ωστόσο, η εικόνα των αριθμοδεικτών χαρακτηρίζεται σχετικά ικανοποιητική με το δείκτη ειδικής ρευστότητας να προτείνεται να βελτιωθεί. Η Kleemann σχολιάστηκε σε προηγούμενο σημείο.

Υποθέτοντας **καθοδική** πορεία της αγοράς, οι βέλτιστες επιλογές είναι μεταξύ των εταιρειών με συντελεστή βήτα χαμηλότερο του μέσου όρου του κλάδου. Πρώτα, εντοπίζονται οι μετοχές με χαμηλότερο beta και στη συνέχεια λαμβάνεται υπόψη η εικόνα των αριθμοδεικτών τους για εξαχθεί το τελικό συμπέρασμα.

Οι προτεινόμενες μετοχές κατά φθίνουσα σειρά προτίμησης είναι οι μετοχές των εταιρειών Βογιατζόγλου Α.Ε., Καρατζή Α.Ε., Π. Πετρόπουλος Α.Ε.Β.Ε., ΓΕΒ Α.Ε., Lykos, Paper pack A.B.E.E. και Flexorack Α.Ε..

Αναλυτικότερα, η Βογιατζόγλου αναμένεται να ανακτήσει την κερδοφορία της το 2016 και έχει διατηρήσει τους δείκτες ειδικής ρευστότητας και μικτού περιθωρίου κέρδους σε πολύ ικανοποιητικά επίπεδα, με το δεύτερο μάλιστα να βελτιώνεται εντός της 4ετίας. Τα μεγέθη της εταιρείας χαρακτηρίζονται από σημαντική μεταβλητότητα. Στη μετοχή της Καρατζή έγινε αναφορά προηγούμενα.

Επομένη επιλογή είναι η μετοχή της Π. Πετρόπουλος, η οποία χαρακτηρίζεται από πολύ καλό βήτα, αρκετούς αριθμοδείκτες πάνω από το μέσο όρο του κλάδου και μια σχετικά σταθερή εικόνα στα εταιρικά της μεγέθη. Επιπλέον, η εταιρεία έχει διατηρήσει την κερδοφορία της και έναν αρκετά ικανοποιητικό δείκτη ειδικής

ρευστότητας. Για τις υπόλοιπες μετοχές που προτείνονται έγινε σύντομη αναφορά ανωτέρω.

5.3.3 Τιμή μετοχής

Σχετικά με τη σχέση αξίας αποτίμησης και χρηματιστηριακής τιμής ως μέτρο λήψης απόφασης για την επένδυση ή όχι σε μια μετοχή, για την παρούσα ανάλυση θα ακολουθηθούν δύο τρόποι σκέψης. Και οι δύο «μέθοδοι» ξεκινούν από τη σύγκριση της αξίας βάσει αποτίμησης με την τρέχουσα τιμή, αλλά διαφοροποιούνται στον τρόπο που χειρίζονται τυχόν διαφορές.

Η **πρώτη μέθοδος** στοχεύει στον εντοπισμό και στη συνέχεια την αγορά μετοχών που διαπραγματεύονται υποτιμημένες στην αγορά υποθέτοντας ότι αναμένεται αύξηση της τιμής τους ή εν γένει ότι είναι φθηνότερες σε σχέση με την αξία που αποφέρουν στον κάτοχό τους. Αυτός ο τρόπος ονομάζεται επένδυση μακροχρόνιων αξιών (long-term value investing).

Με το παραπάνω σκεπτικό, εξετάζοντας τις μετοχές που διαπραγματεύονται υποτιμημένες στο Χ.Α.Α. και σε σχέση με τους αριθμοδείκτες τους οι βέλτιστες επιλογές μετοχών είναι οι μετοχές των εταιρειών Dionic A.E.B.E., Lykos και ΒΙΣ Α.Ε.. Λιγότερο φαίνεται να προτιμούνται αυτές των Viohalco Α.Ε. και ΕΛΤΡΑΚ, ενώ ακόμα λιγότερο προτιμούνται οι μετοχές των Frigoglass Α.Β.Ε.Ε., Nexans Α.Β.Ε. και Παϊρης Α.Β.Ε.Ε..

Η εταιρεία Dionic φαίνεται να ανακάμπτει σταδιακά από το 2015, ωστόσο τα μεγέθη της χαρακτηρίζονται από έντονη μεταβλητότητα, ενώ η μετοχή της φαίνεται να είναι καθ' όλη την τετραετία υποτιμημένη. Η γενική εικόνα των αριθμοδεικτών της χαρακτηρίζεται συγκρατημένα απαισιόδοξη, με την πλειοψηφία αυτών να έχουν τη μικρότερη τιμή του κλάδου. Οι Lykos και ΒΙΣ αναφέρονται ανωτέρω.

Η Viohalco εμφανίζεται ζημιογόνα όλα τα έτη, ενώ για το 2016 αναμένεται μια μικρή βελτίωση. Η ΕΛΤΡΑΚ εμφανίζει μια σχετικά ικανοποιητική εικόνα στους αριθμοδείκτες της, με το δείκτη ειδικής ρευστότητας να είναι σε πολύ καλά επίπεδα. Από την άλλη, η Frigoglass εμφανίζεται ζημιογόνα όλη την 4ετία, με εμφανή χειροτέρευση στα μεγέθη της και τις προβλέψεις για ανάκαμψη να είναι συγκρατημένες. Την ίδια εικόνα παρουσιάζουν και οι εταιρείες Nexans και Παϊρης.

Η **δεύτερη μέθοδος** θα βασιστεί στην υπόθεση ότι η σχέση που εμφανίζεται μεταξύ αξίας αποτίμησης και τρέχουσας τιμής των μετοχών εμπεριέχει τις

προβλέψεις για το πώς θα εξελιχθούν τα εταιρικά μεγέθη. Επομένως, από το σύνολο της ανάλυσης που προηγήθηκε και του παράγοντα της τιμής θα επιχειρηθεί στη συνέχεια να παρουσιαστούν κάποιες προτάσεις επιλογής μετοχών.

Οι μετοχές που προτείνονται είναι με τυχαία σειρά αυτές των Flexorack A.E., Kleemann A.B.E.E., Paper pack A.B.E.E., ΒΙΣ Α.Ε.¹⁹, ΓΕΒ Α.Ε., Ειδησεοφωνική Α.Ε.Ε., Καράτζη Α.Ε. και ΟΛΘ Α.Ε.. Ενώ, λιγότερο θα προτείνονταν πάλι με τυχαία σειρά αυτές των Dionis A.E.B.E., Lykos, Βογιατζόγλου Α.Ε., ΕΛΤΡΑΚ, ΜΕΤΚΑ, ΟΛΠ Α.Ε. και Πετρόπουλος Α.Ε.Β.Ε.. Ανωτέρω υπάρχει ο σύντομος σχολιασμός των εταιρειών αυτών.

Ακολουθεί ο συγκεντρωτικός πίνακας των μετοχών που προτείνονται για επένδυση βάση της κάθε προσέγγισης που περιγράφηκε αναλυτικά παραπάνω, καθώς και ο σύντομος σχολιασμός των αποτελεσμάτων.

¹⁹ Λαμβάνοντας υπόψη την ανάκαμψη της κερδοφορίας της που αναφέρει το Δ.Σ. στην έκθεσή του.

Εταιρεία	Ρυθμός ανάπτυξης	Beta (ανοδική πορεία)	Beta (καθοδική πορεία)	Αξία μετοχής (1 ^η προσέγγιση)	Αξία μετοχής (2 ^η προσέγγιση)
Dionic				•	•
Flexopack	•		•		•
Frigoglass				•	
Lykos	•		•	•	•
Kleemann	•	•			•
Mevaco					
Nexans				•	
Paper pack	•		•		•
Viohalco				•	
ΒΙΣ	•			•	•
Βογιατζόγλου			•		•
ΓΕΒ	•		•		•
Ειδησεοφωνική	•	•			•
ΕΛΤΡΑΚ				•	•
Ευρωσύμβουλοι		•			
Καράτζη	•		•		•
METKA	•	•			•
ΟΛΘ		•			•
ΟΛΠ	•	•			•
Παϊρης				•	
Πετρόπουλος			•		•
Χαϊδεμένος					

Πίνακας 5.3.1 Συγκεντρωτικός πίνακας προτάσεων επένδυσης της κάθε προσέγγισης

Παρατηρείται ότι ο αριθμός των επιλογών που παρέχει κάθε προσέγγιση διαφέρει, με την τελευταία να προσφέρει τις περισσότερες και τη δεύτερη τις λιγότερες. Σημειώνεται ότι οι δυο προσεγγίσεις που είναι βασισμένες στο beta είναι αντίθετες μεταξύ τους και έτσι καμία εταιρεία δεν δύναται να επιλεγεί βάσει όλων των μεθόδων. Διαπιστώνεται ότι σημαντικός αριθμός εταιρειών θα προτιμούνταν με περισσότερες από 2 προσεγγίσεις. Ενώ, είναι σημαντικά μικρός ο αριθμός όσων θα επιλέγονταν με μια μόνο μέθοδο και ακόμα μικρότερος αυτός όσων δεν θα επιλέγονταν.

Από τα παραπάνω, γίνεται κατανοητό και σε πρακτικό επίπεδο αυτό που αντλείται ως συμπέρασμα από τη βιβλιογραφία και αφορά το ότι η αποτίμηση είναι μια διαδικασία ρευστή που δεν παρέχει ακριβή και απόλυτα συμπεράσματα, αλλά ενδείξεις βάσει κάποιων υποθέσεων και προσεγγίσεων που έχουν γίνει.

Κεφάλαιο 6^ο

Συμπεράσματα

6.1 Συμπεράσματα

Η ελληνική οικονομία διανύει μια ομολογουμένως δύσκολη περίοδο, η οποία οξύνεται από μία σειρά δυσμενών παραγόντων. Η συνεχιζόμενη ύφεση και η αστάθεια που επικρατούν, καθιστούν τη δραστηριοποίηση στην Ελλάδα μεγάλη πρόκληση. Συνεπώς, η επένδυση στο ελληνικό χρηματιστήριο εγκυμονεί υψηλούς κινδύνους.

Η παρούσα εργασία έχει ως σκοπό τη διατύπωση προτάσεων σχετικά με το ποιες μετοχές θα επιλέγονταν για επένδυση την 5^η Ιανουαρίου 2017 μεταξύ των εταιρειών του κλάδου «Βιομηχανικά προϊόντα και υπηρεσίες». Επομένως, αυτή η διπλωματική ήρθε σε μια συγκυρία που οι απαιτήσεις είναι μεγάλες και οι δυσκολίες σημαντικές.

Για τους σκοπούς της εργασίας απαιτήθηκε η χρηματοοικονομικά ανάλυση και στη συνέχεια η αποτίμηση των εταιρειών, με σκοπό να αξιολογηθούν οι κρίσιμοι παράγοντες και στη συνέχεια να ληφθεί απόφαση για τις βέλτιστες επιλογές μετοχών. Αναλυτικότερα, οι διαδικασίες της εργασίας αποτελούνται από επιμέρους βήματα που στοχεύουν στον εντοπισμό των απαραίτητων δεδομένων και στη συνέχεια την αξιολόγηση και επεξεργασία τους, ώστε να προκύψουν οι πληροφορίες που χρειάζονται.

Οι κρίσιμότεροι παράγοντες που συνέθεσαν τα αποτελέσματα της εργασίας και αφορούν την ανάλυση των εταιρειών είναι η επιλογή του διαστήματος ανάλυσης και η πρόβλεψη του ύψους των οικονομικών μεγεθών για τη χρήση 2016. Ενώ, σε ό,τι αφορά την αποτίμηση τα σημαντικά θέματα είναι η πρόβλεψη των ταμειακών ροών και η επιλογή του προεξοφλητικού επιτοκίου.

Όπως διαπιστώθηκε και από την ανασκόπηση της βιβλιογραφίας, η διαδικασία της αποτίμησης δεν είναι μονοσήμαντη, και καθ' όλη τη διάρκειά της απαιτείται ανοιχτή διάθεση για αναθεώρηση των μεθόδων και των δεδομένων που χρησιμοποιούνται. Παράλληλα, είναι σημαντική η κατανόηση των περιορισμών που διέπουν τη διαδικασία αποτίμησης, όπως και ο ακριβής ορισμός των πληροφοριών (αριθμητικών και μη) που επιλέχθηκαν ή χρησιμοποιήθηκαν.

Επιπλέον, η βιβλιογραφία παρέχει πλήθος εναλλακτικών μεθόδων ανάλυσης και

αποτίμησης, όπως και εκτεταμένη αξιολόγησή τους. Βέβαια, από τη μελέτη της γίνεται εύκολα αντιληπτή η προσπάθεια βελτίωσης των μοντέλων, όπως και η αλλαγή στον τρόπο αντίληψης και θεώρησης τόσο της οικονομικής δραστηριότητας, όσο και των επενδύσεων.

Στην παρούσα εργασία, η ανάλυση των εταιρειών έγινε με τη χρήση αριθμοδεικτών. Οι αριθμοδείκτες που τελικώς επιλέχθηκαν ήταν από τους πλέον δημοφιλέστερους στη βιβλιογραφία, ενώ η επιλογή προσαρμόστηκε και στις ειδικές συνθήκες του κλάδου και της περιόδου ανάλυσης. Η αξία των εταιρειών προσδιορίστηκε με τη μέθοδο των προεξοφλημένων ελεύθερων ταμειακών ροών, υποθέτοντας δύο στάδια ανάπτυξης. Η επιλογή της συγκεκριμένης μεθόδου προέκυψε από τη μελέτη της βιβλιογραφίας, αλλά και ως αποτέλεσμα των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών των εταιρειών και της εικόνας που παρουσίασαν τα οικονομικά τους μεγέθη την τετραετία 2013-2016.

Συνοψίζοντας την εικόνα των επιχειρήσεων του κλάδου «Βιομηχανικά προϊόντα και υπηρεσίες», διαπιστώνεται ότι οι εταιρείες έχουν μακρά πορεία στο χρόνο, με συνολική παρουσία στους τομείς τους που ξεπερνά την 20ετία και ιδιαίτερα μεγάλη αναγνώριση στο χώρο δραστηριοποίησης τους. Επιπλέον, η πλειοψηφία αυτών διαθέτουν σημαντική παρουσία στο εξωτερικό.

Ωστόσο, οι εταιρείες δεν έμειναν ανεπηρέαστες από τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2009 και την ύφεση που επικρατεί στην Ελλάδα, ενώ κρίσιμο έτος για τον κλάδο φαίνεται να υπήρξε και το 2015, οπότε παρατηρείται σημαντική μεταβολή των μεγεθών.

Ειδικότερα, οι αριθμοδείκτες των εταιρειών στην πλειονότητά τους παρουσιάζουν ικανοποιητική εικόνα, ενώ είναι εμφανές ότι ο κλάδος διέρχεται περίοδο δυσκολιών και οικονομικής αστάθειας. Επιπλέον, οι αποδόσεις των μετοχών μεταβάλλονται προς την ίδια κατεύθυνση με το γενικό δείκτη, με τη συντριπτική πλειοψηφία τους να έχουν συντελεστή βήτα μικρότερο της μονάδας, άρα να παρουσιάζουν μικρότερη μεταβλητότητα από το γενικό δείκτη.

Ωστόσο, για τη συντριπτική πλειοψηφία των εταιρειών, ο ρυθμός ανάπτυξης για το 2016 υπήρξε αρνητικός, ενώ ανάκαμψη του σε θετικά αλλά χαμηλά επίπεδα εκτιμάται ότι θα επιτευχθεί από το έτος 2022. Επίσης, οι εταιρείες φαίνεται να μην κάνουν εκτεταμένη χρήση δανεισμού, με την αναλογία δανειακών κεφαλαίων για την πλειονότητα τους να υπολείπεται σημαντικά αυτής των ιδίων κεφαλαίων. Και αυτό

έχει ως αποτέλεσμα, το κόστος ιδίων κεφαλαίων να βρίσκεται σε σημαντικά υψηλά επίπεδα.

Επιπλέον για την πλειοψηφία των εταιρειών, η αξία της μετοχής που εκτιμήθηκε από την αποτίμηση υπολείπεται της τρέχουσας τιμής της, άρα οι μετοχές αυτές διαπραγματεύονται υπερτιμημένες στην αγορά.

Σχετικά με την επιλογή των μετοχών επιλέχθηκε να ληφθούν υπόψη σε συνδυασμό με τους αριθμοδείκτες τρεις παράγοντες: ο ρυθμός ανάπτυξης, ο συντελεστής βήτα και η αξία της μετοχής. Βάσει της προσέγγισης αυτών των παραγόντων διαμορφώθηκαν πέντε ομάδες προτεινόμενων μετοχών, με τις μετοχές που θα επιλέγονταν: για ρυθμό ανάπτυξης μεγαλύτερο του μέσου όρου, εκτιμώμενη ανοδική και καθοδική τάση του γενικού δείκτη, καθώς και επένδυσης σε μακροχρόνιες αξίες και συναξιολόγησης όλων των παραγόντων.

Συνοψίζοντας τα αποτελέσματα της επιλογής των μετοχών, παρατηρείται ότι η πρώτη και η πέμπτη προσέγγιση εμφανίζουν τη μεγαλύτερη συμφωνία στις επιλογές των μετοχών που θα προτιμούνταν σύμφωνα με αυτές, με την τελευταία να παρέχει τις περισσότερες επιλογές μετοχών, μιας και λαμβάνει υπόψη το σύνολο των εξεταζόμενων παραγόντων.

Επιπλέον, εννέα μετοχές θα επιλέγονταν με τρεις προσεγγίσεις, ενώ μόλις μία μετοχή και από τις τέσσερις δυνατές. Πολύ λιγότερες μετοχές φαίνεται ότι θα επιλέγονταν από δύο προσεγγίσεις και μόνο τέσσερις βάση μίας μόνο προσέγγισης. Τέλος, μόνο δύο μετοχές δεν θα επιλέγονταν με καμία προσέγγιση. Με δεδομένο ότι μόλις δύο από τις εναλλακτικές μεθόδους είναι αντίθετες μεταξύ τους, παρατηρείται σημαντική συμφωνία μεταξύ των μεθόδων επιλογής μετοχών.

Έτσι μεταξύ των προσεγγίσεων, ως δημοφιλέστερη μετοχή προκύπτει αυτή της Lykos, με αυτές των Flexorack, Kleemann, Paper pack, ΒΙΣ, ΓΕΒ, Ειδησεοφωνική, Καράτζη, ΜΕΤΚΑ και ΟΛΠ να έπονται.

Υπενθυμίζεται ότι τόσο για τη χρηματοοικονομική ανάλυση όσο και την αποτίμηση είναι αναπόφευκτο το να μην περιέχουν σημαντικό ποσοστό υποκειμενικότητας και αβεβαιότητας. Έτσι τα όποια συμπεράσματα πρέπει να εξετάζονται και να λαμβάνονται υπόψη με κριτική διάθεση.

Επιπλέον, είναι σημαντικό να κατανοηθεί ότι τα συμπεράσματα της αποτίμησης πρέπει να λαμβάνονται υπόψη αποκλειστικά σε συνδυασμό με τους παράγοντες που επιλέχθηκε να χρησιμοποιηθούν κατά τη διαδικασία που προηγείται της αποτίμησης.

6.2 Περιορισμοί στην έρευνα

Όπως διαπιστώθηκε και αναλύθηκε προηγούμενα, η διαδικασία της ανάλυσης και αποτίμησης συνοδεύεται από μια σειρά περιορισμών. Οι περιορισμοί αυτοί αφορούν τη φύση της διαδικασίας και δεν σχετίζονται με την ορθότητα των δεδομένων που χρησιμοποιήθηκαν.

Στα πλαίσια της πρακτικής εφαρμογής της ανάλυσης και αποτίμησης, επιλέχθηκε να αναλυθεί ο υπερκλάδος Βιομηχανικά προϊόντα και υπηρεσίες του Χ.Α.Α., το οποίο δημιουργεί περιορισμούς στην εφαρμογή των συμπερασμάτων που εξήχθηκαν. Ειδικότερα, οι περιορισμοί αυτοί προέρχονται από το ότι ο υπερκλάδος συνθέτεται από εταιρείες που ανήκουν σε διαφορετικούς κλάδους, επομένως υπάρχει ανομοιογένεια στο αντικείμενο δραστηριότητας των εταιρειών.

Οι επιπτώσεις του προηγούμενου οξύνονται από την ύπαρξη ανομοιογένειας και στα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των εταιρειών, με την κυριότερη διαφοροποίηση να παρατηρείται στο ύψος των εταιρικών μεγεθών. Έτσι, συμπεραίνεται ότι τα αποτελέσματα της παρούσας εργασίας αφορούν το συγκεκριμένο υπερκλάδο. Ενώ εάν επιλεγόταν άλλος υπερκλάδος ή κλάδος του Χ.Α.Α. προκύπτουν ισχυρές ενδείξεις ότι τα συμπεράσματα θα διαφοροποιούνταν από αυτά που αναφέρονται στην παρούσα εργασία.

Τέλος, οι μέθοδοι που εφαρμόστηκαν χαρακτηρίζονται από αυξημένη απλούστευση και οι υποθέσεις στις οποίες βασίστηκαν οι αποτιμητικές διαδικασίες είναι αρκετά απλουστευμένες.

6.3 Προτάσεις για μελλοντική έρευνα

Σκοπός της παρούσας διπλωματικής είναι η ανάλυση και αποτίμηση του κλάδου «Βιομηχανικά προϊόντα και υπηρεσίες», με στόχο τη διατύπωση προτάσεων για το ποιες μετοχές αποτελούν τις βέλτιστες επιλογές. Για να απαντηθεί το ερώτημα αυτό χρειάστηκαν η διενέργεια διαδικασιών και η θεώρηση υποθέσεων, οι οποίες παρουσιάστηκαν εκτενώς στα αντίστοιχα σημεία της εργασίας. Βάσει αυτών, λοιπόν, μπορούν να παρασχεθούν προτάσεις για περεταίρω έρευνα.

Αρχικά σε ό,τι αφορά το χρονικό διάστημα ανάλυσης, αυτό που επιλέχθηκε για την παρούσα εργασία παρείχε τη δυνατότητα εξαγωγής χρήσιμων συμπερασμάτων, ωστόσο θα μπορούσε να επεκταθεί σε διάρκεια 10ετίας ή 15ετίας. Με στόχο να παρουσιαστούν οι αλλαγές που συνέβησαν πριν και μετά την οικονομική κρίση και

να εξαχθούν συμπεράσματα.

Επιπλέον, τα αποτελέσματα για τον κλάδο θα μπορούσαν να αντιπαραβληθούν με αντίστοιχα σε ευρωπαϊκό ή διεθνές επίπεδο, ώστε να επιτευχθεί η επέκταση του εύρους των συμπερασμάτων.

Στα πιο πρακτικά ζητήματα της αποτίμησης, προτείνεται η εφαρμογή περισσότερων της μιας μεθόδου αποτίμησης, ώστε να χρησιμοποιηθεί ο μέσος όρος των αξιών που θα προέκυπταν από τα μοντέλα. Στην παρούσα εργασία χρησιμοποιήθηκε μία μέθοδος, ωστόσο η χρήση περισσότερων ίσως να αύξανε την αντικειμενικότητα των αποτελεσμάτων.

Επίσης, για περιορισμό του παράγοντα της αβεβαιότητας θα προτεινόταν η επιλογή υπολογισμού ενός διαστήματος τιμών για την αξία των εταιρειών, έναντι της μιας τιμής-στόχου που επιλέχθηκε για την εργασία αυτή.

Τέλος, θα μπορούσε να υιοθετηθεί η υπόθεση ότι ο προεξοφλητικός παράγοντας μεταβάλλεται διαχρονικά, αντίθετα με την παρούσα εργασία που θεωρήθηκε σταθερός μέσα στα έτη.

Βιβλιογραφία

Ελληνόγλωσση

- Lavaud, R. (1971) 'Ανάλυσις Ισολογισμών και Αποτελεσμάτων'. Αθήνα: Πάμισος.
- Αγοράκη, Μ.Ε. 'Αξιολόγηση Επενδύσεων'. Πάντειο Πανεπιστήμιο [σημειώσεις]
- Αποστόλου, Α., (2015) 'Ανάλυση Λογιστικών-Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων'. [ηλεκτρονικό βιβλίο] Αθήνα: Σύνδεσμος Ελληνικών Ακαδημαϊκών Βιβλιοθηκών. Διαθέσιμο στο: <http://hdl.handle.net/11419/3760>
- Βασιλείου, Δ., Ηρειώτης, Ν. (2008) 'Χρηματοοικονομική διοίκηση: Θεωρία και πρακτική'. Αθήνα: Εκδοτικός οίκος Rosili.
- Γκίκας, Δ.Χ. (2002) 'Η Ανάλυση και οι Χρήσεις των Λογιστικών Καταστάσεων'. Αθήνα: Εκδόσεις Μπένου Γεωργία.
- Γκίκας, Δ.Χ., Παπαδάκη, Α.Ι., Σιουγλέ, Γ.Σ. (2010) 'Ανάλυση και Αποτίμηση Επιχειρήσεων'. Αθήνα: Εκδόσεις Γ. Μπένου.
- Ευθύμογλου, Π. (1999) 'Θέματα χρηματοοικονομικής διοικήσεως', Τεύχος Α'. Πειραιάς.
- Κάντζος, Κ. (2002) 'Ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων'. Αθήνα: Interbooks.
- Λιάπης, Κ. 'Χρηματοοικονομική Ανάλυση και Διοίκηση'. Πάντειο Πανεπιστήμιο [Σημειώσεις]
- Νιάρχος, Ν.Α. (2004) 'Χρηματοοικονομική ανάλυση λογιστικών καταστάσεων'. Αθήνα - Πειραιάς: Α. Σταμούλης
- Ντόκας, Ι. (2016) 'Ανάλυση λογιστικών καταστάσεων με βάση το υπόδειγμα αριθμοδεικτών Courtis'. Πάντειο Πανεπιστήμιο [Σημειώσεις]
- Παπαδάκη, Α. (1997) 'Η ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων και η πρόβλεψη των τιμών των μετοχών'. Διδακτορική Διατριβή. Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών.
- Σιαφάκας, Α.Γ. (1991) 'Ανάλυση ισολογισμών: θεωρητική ανάπτυξη, πρακτική εφαρμογή'. Αθήνα: Το Οικονομικό.
- Ταμπακούδης, Ι. 'Ανάλυση των προοπτικών της επιχείρησης. Προβλέψεις'. Πανεπιστήμιο Μακεδονίας. [Online] Διαθέσιμο στο: <http://opencourses.uom.gr/assets/site/public/874/690-XrhmatooikonomikhII-01->

[Tampakoudis.pdf](#)

- Τσάμης, Α. (1988) 'Προβλήματα επιλογής και αξιοπιστίας των χρηματοοικονομικών δεικτών'. Διδακτορική Διατριβή. Πάντειο Πανεπιστήμιο

Ξενόγλωσση

- Bade, B. (2009) 'Comment on "The weighted average cost of capital is not quite right"'. The Quarterly Review of Economics and Finance. 49(4). November. pp. 1476–1480. [Online] Available at:
<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1062976909000568>
- Belo, F., Xue, C., Zhang, L. (2013) 'A Supply Approach to Valuation'. Review of Financial Studies, Forthcoming. September. [Online] Available at:
<https://ssrn.com/abstract=2322023>
- Benninga, S.Z. (1997) 'Corporate finance: a valuation approach'. New York: McGraw-Hill
- Brealey, R.A., Myers, S.C., Allen, F. (2010) 'Principles of Corporate Finance'. 10th edition. New York: McGraw-Hill/Irwin
- Chen, H.Y. (1967) 'Valuation Under Uncertainty'. The Journal of Financial and Quantitative Analysis. 2(3). September. pp. 313-325. [Online] Available at:
<http://www.jstor.org/stable/2329638>
- Cooper, I., Priestley, R. (2016) 'The expected returns and valuations of private and public firms'. Journal of Financial Economics. 120(1). April. pp. 41–57. [Online] Available at:
<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X16000295>
- Copeland, T.E. (1996) 'Valuation: measuring and managing the value of companies'. New York: Wiley
- Damodaran, A. (1997) 'Corporate finance: theory and practice'. New York: Wiley
- Damodaran, A. (2008) 'The origins of growth: past growth, predicted growth and fundamental growth'. June. [Online] Available at:
<https://ssrn.com/abstract=1162883>
- Damodaran, A. (2009) 'The Octopus: Valuing Multi-Business, Multi-National Companies'. November. [Online] Available at: <https://ssrn.com/abstract=1609795>
- Damodaran, A. 'Valuation: Principles and Practice' [Online] Available at:

<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/acf3E/ch12.pdf>

- Dechow, P.M., Hutton, A. P., Sloan, R. G. (1999) ‘An empirical assessment of the residual income valuation model’. Journal of Accounting and Economics. 26(1–3). January. pp. 1–34. [Online] Available at:
<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0165410198000494>
- Dong, M., Hirshleifer, D.A., Teoh, S.H. (2012) ‘Overvalued Equity and Financing Decisions’. July. [Online] Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1874726>
- Fama, E.F. (1965a) ‘The Behavior of Stock Market Prices’. The Journal of Business. 38(1). January. pp. 34-105. [Online] Available at:
<http://www.jstor.org/stable/2350752>
- Fama, E.F. (1965b) ‘Random Walks in Stock Market Prices’. Financial Analysts Journal. 21(5). September/ October. pp. 55-59. [Online] Available at:
<http://www.jstor.org/stable/4469865>
- Fama, E.F. (1969) ‘Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work’. The Journal of Finance. 25(2). May. pp. 383-417. [Online] Available at:
<http://www.jstor.org/stable/2325486>
- Fernandez, P. (2011) ‘WACC: Definition, Misconceptions and Errors’. [Online] Available at: <http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0914-E.pdf>
- Fernandez, P. (2015a) ‘Company Valuation Methods’. November. [Online] Available at: <https://ssrn.com/abstract=274973>
- Fernandez, P. (2015b) ‘Valuing Companies by Cash Flow Discounting: Ten Methods and Nine Theories’. November. EFMA 2002 London Meetings. [Online] Available at: <https://ssrn.com/abstract=256987>
- Frank, M.Z., Shen, T. (2016) ‘Investment and the weighted average cost of capital’. Journal of Financial Economics. 119(2). February. pp. 300–315. [Online] Available at:
<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X15001683>
- Frankell, R., Lee, C.M.C. (1998) ‘Accounting valuation, market expectation, and cross-sectional stock returns’. Journal of Accounting and Economics. 25(3) June. pp. 283–319. [Online] Available at:
<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0165410198000263>
- Gordon, M.J. (1959) ‘Dividends, Earnings, and Stock Prices’. The Review of Economics and Statistics. 41(2). May. pp. 99-105. [Online] Available at:

<http://www.jstor.org/stable/1927792>

- Graham, J.R., Harvey, C.R. (2001) ‘The theory and practice of corporate finance: evidence from the field’. *Journal of Financial Economics*. 60(2–3). May. pp. 187–243. [Online] Available at:
<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X01000447>
- Helfert, E.A. (1997) ‘Techniques of financial analysis: a modern approach’. Boston, Mass.: Irwin
- Joos, P., Piotroski, J.D., Srinivasan, S. (2016) ‘Can analysts assess fundamental risk and valuation uncertainty? An empirical analysis of scenario-based value estimates’. *Journal of Financial Economics*. 121(3). September. pp. 645–663. [Online] Available at:
<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X16300836>
- Laih, Y.W., Lai, H.N., Li, C.A. (2015) ‘Analyst valuation and corporate value discovery’. *International Review of Economics & Finance*. 35. January. pp. 235–248. [Online] Available at:
<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S105905601400166X>
- Li, Y., Yu, J., Zhang, Z., Zheng, S.X. (2016) ‘The effect of internal control weakness on firm valuation: Evidence from SOX Section 404 disclosures’. *Finance Research Letters*. 17. May. pp. 17–24. [Online] Available at:
<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1544612316000027>
- Liapis, K. J. (2010) ‘The Residual Value Models: A Framework for Business Administration’. *European Research Studies Journal*. 13(1). [Online] Available at:
http://www.ersj.eu/repec/ers/papers/10_1_p6.pdf
- Lorenz, D., Kruschwitz, L., Löffler, A. (2016) ‘Are costs of capital necessarily constant over time and across states of nature?: Some remarks on the debate on ‘WACC is not quite right’’. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. 60. May. pp. 81–85. [Online] Available at:
<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S106297691500085X>
- Loughran, T., Wellman, J.W. (2010) ‘New Evidence on the Relation between the Enterprise Multiple and Average Stock Returns’. September. [Online] Available at: <https://ssrn.com/abstract=1481279>
- Miller, R.A. (2009) ‘The weighted average cost of capital is not quite right’. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. 49(1). February. pp. 128–138.

[Online] Available at:

<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1062976906001219>

- Ohlson, J.A. (1995) 'Earnings, book values, and dividends in equity valuation'. Contemporary Accounting Research. 11(2). Spring. pp. 661.
- Papavassiliou, V.G. (2013) 'A new method for estimating liquidity risk: Insights from a liquidity-adjusted CAPM framework'. Journal of International Financial Markets, Institutions and Money. 24. April. pp. 184–197. [Online] Available at: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1042443112001205>
- Paton, W.A., Broad, S.J. (1936) 'Valuation of the Business Enterprise'. The Accounting Review. 11(1). March. pp. 26-35. [Online] Available at: <http://www.jstor.org/stable/238785>
- Persakis, A., Iatridis, G.E. (2015) 'Cost of capital, audit and earnings quality under financial crisis: A global empirical investigation'. Journal of International Financial Markets, Institutions and Money. 38. September. pp. 3–24. [Online] Available at: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1042443115000645>
- Plenborg, T. (2002) 'Firm valuation: comparing the residual income and discounted cash flow approaches'. Scandinavian Journal of Management. 18(3). September. pp. 303–318. [Online] Available at: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0956522101000173>
- Poborský, F. (2015) 'Fundamentals of the Liquidation Method of Business Valuation'. Procedia Economics and Finance. 25. pp. 386-393. [Online] Available at: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2212567115007492>
- Questrom School of Business, Boston University (2011) 'Techniques in Finance & Valuation'. [Online] Available at: https://www.bu.edu/susilo/files/2011/01/UFC_Valuation.pdf
- Rajaratnam, M., Rajaratnam, B., Rajaratnam, K. (2014) 'A novel equity valuation and capital allocation model for use by long-term value-investors'. Journal of Banking & Finance. 49. December. pp. 483–494. [Online] Available at: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426614000776>
- Seng, J.L., Lai, J.T. (2010) 'An intelligent information segmentation approach to extract financial data for business valuation'. Expert Systems with Applications. 37(9). September. pp. 6515–6530. [Online] Available at:

<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0957417410001739>

- Sharafoddin, S., Emsia, E. (2016) ‘The Effect of Stock Valuation on the Company's Management’. Procedia Economics and Finance. 36. pp. 128–136.
[Online] Available at:
<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2212567116300247>

Ηλεκτρονική

- Ιστοσελίδες εταιρειών (αναφέρονται στην περιγραφή της κάθε εταιρείας) για:
 1. γενικές πληροφορίες για τις εταιρείες
 2. ενδιάμεσες οικονομικές καταστάσεις για τα έτη 2013-2016
 3. ετήσιες οικονομικές εκθέσεις για τα έτη 2013-2016
- <https://www.investing.com/> για:
εβδομαδιαίες αποδόσεις του 10ετούς γερμανικού ομολόγου για την περίοδο 04/01/2013 έως 05/01/2017
- <http://www.naftemporiki.gr/> για:
 1. εβδομαδιαίες τιμές κλεισίματος των μετοχών των εταιρειών
 2. ημερήσιες και εβδομαδιαίες τιμές Γενικού δείκτη
 3. ημερήσιες και εβδομαδιαίες τιμές Κλαδικού δείκτη
- <http://www.helex.gr/> για:
 1. ενδιάμεσες οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών, όταν αυτές δεν ήταν διαθέσιμες στην ιστοσελίδα τους
 2. ετήσιες οικονομικές εκθέσεις των εταιρειών, όταν αυτές δεν ήταν διαθέσιμες στην ιστοσελίδα τους