



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΙΩΑΝΝΙΝΩΝ

**ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΩΝ
ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ**

**ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ ΜΕ ΘΕΜΑ: ΕΡΓΑΣΙΑ
ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ ΑΞΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ
ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ ΣΤΗΝ ΧΗΤΟΣ ΑΒΕΕ**



Σπουδάστρια: Μάντζιου Ελευθερία

Α.Μ: 145

Επιβλέπων Καθηγητής: Γεωργόπουλος Ιωάννης

ΠΡΕΒΕΖΑ, 2019



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΙΩΑΝΝΙΝΩΝ

**ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΩΝ
ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ**

**ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ ΜΕ ΘΕΜΑ: ΕΡΓΑΣΙΑ
ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ ΑΞΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ
ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ ΣΤΗΝ ΧΗΤΟΣ ΑΒΕΕ**



**Σπουδάστρια: Μάντζιου Ελευθερία
Α.Μ: 145
Επιβλέπων Καθηγητής: Γεωργόπουλος Ιωάννης**

ΠΡΕΒΕΖΑ, 2019

**BUSINESS VALUE ASSESSMENT WORK
CASE STUDY IN CHITOS SA**

Εγκρίθηκε από τριμελή εξεταστική επιτροπή

Επιτροπή Αξιολόγησης

1. Επιβλέπων Καθηγητής

Γεωργόπουλος Ιωάννης

2. Μέλος Επιτροπής

Χύτης Ευάγγελος

Επίκουρος Καθηγητής

3. Μέλος Επιτροπής

Καραμάνης Κωνσταντίνος

Αναπληρωτής Καθηγητής

Μάντζιου, Ελευθερία, 2019.

Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος. All rights reserved.

Δήλωση μη λογοκλοπής

Δηλώνω υπεύθυνα και γνωρίζοντας τις διατάξεις του Ν. 2121/1993 περί Πνευματικής Ιδιοκτησίας, ότι η παρούσα μεταπτυχιακή εργασία είναι εξ ολοκλήρου αποτέλεσμα δικής μου ερευνητικής εργασίας, δεν αποτελεί προϊόν αντιγραφής ούτε προέρχεται από ανάθεση σε τρίτους. Όλες οι πηγές που χρησιμοποιήθηκαν (κάθε είδους, μορφής και προέλευσης) για τη συγγραφή της περιλαμβάνονται στη βιβλιογραφία.

Μάντζιου Ελευθερία

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Ευχαριστώ πάρα πολύ την οικογένειά μου που στάθηκαν στο πλευρό μου κατά τη διάρκεια της φοίτησής μου στο πρόγραμμα των μεταπτυχιακών μου σπουδών. Ιδιαίτερα, θα ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή μου κύριο Γεωργόπουλο Ιωάννη, για την ανεκτίμητη βοήθεια και καθοδήγηση που μου προσέφερε, καθ' όλη τη διάρκεια εκπόνησης της παρούσας διπλωματικής εργασίας. Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω τον κ. Τσάκαλο Παναγιώτη Senior Manager του Western Greece Branch της Icap Group για την σημαντική αρωγή του στην εκπόνηση της διπλωματικής εργασίας.

Στον φύλακα άγγελό μου,

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η παρούσα εργασία έγινε με σκοπό να «ανοίξει τον δρόμο» για την εκτίμηση της αξίας της επιχείρησης στον συγκεκριμένο κλάδο και πιο συγκεκριμένα της εκτίμησης της αξίας της εταιρίας ΧΗΤΟΣ Α.Β.Ε.Ε., η οποία παρόλο που διαγράφει μια αξιόλογη πορεία σχεδόν 70 ετών στον κλάδο της εμφιάλωσης δεν έχει γίνει καμία προσπάθεια εκτίμησής της. Σε αυτό το σημείο να αναφερθεί ότι οι πληροφορίες που χρησιμοποιήθηκαν στην παρούσα ανάλυση βασίζονται μόνο σε ευρέως ανακοινώσιμα στοιχεία, στατιστικές βάσεις δεδομένων, ετήσιους απολογισμούς, ενημερωτικά δελτία και άλλες επίσημες ανακοινώσεις οι οποίες κρίθηκαν ως οι πιο έγκυρες, αξιόπιστες και αντιπροσωπευτικές ως προς το αντικείμενο που εξετάζεται. Αυτό συνεπάγεται ένα μεγάλο περιθώριο λάθους που πιθανόν να έγκειται ακόμα και στο αποτέλεσμα της μελέτης που προέρχεται από την μη ύπαρξη προγενέστερης μελέτης, το περιορισμένο χρονικό διάστημα που είχαμε στη διάθεσή μας αλλά και τις ελάχιστες πηγές άντλησης πληροφοριών και στοιχείων .

Συμπερασματικά, θεωρούμε πως η συγκεκριμένη εργασία ίσως δώσει το έναυσμα για να ξεκινήσει μια περαιτέρω εκτίμηση της αξίας με ποικίλες μεθόδους.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Ένα εθνικό κεφάλαιο που παρέμεινε ανθεκτικό κατά την περίοδο της οικονομικής κρίσης είναι το φυσικό μεταλλικό νερό, οι πηγές της χώρας μας, γύρω από τις οποίες έχει στηθεί μία ολόκληρη βιομηχανία με σημαντική παραγωγή και έντονη εξωστρέφεια. Οι εταιρείες του κλάδου έχουν εκσυγχρονιστεί με αποδοτικότερα μηχανήματα και μεγαλύτερη παραγωγικότητα. Όλα αυτά βοηθούν στη συγκράτηση και στη μείωση του κόστους. Βέβαια έχουμε να κάνουμε και με ένα υλικό – όσον αφορά τα υλικά συσκευασίας – που είναι χρηματιστηριακό προϊόν. Έτσι παρατηρούνται διακυμάνσεις, αλλά παρά τις κατά καιρούς ανόδους ή και τις σχετικές μικρές πτώσεις στην τιμή των πρώτων υλών την τελευταία δεκαετία υπάρχει άνοδος, της τιμής, της πρώτης ύλης του πλαστικού.

Σκοπός της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι η εκτίμηση της αξίας της εταιρίας ΧΗΤΟΣ Α.Β.Ε.Ε., η οποία δραστηριοποιείται στον κλάδο της εμφιάλωσης τα τελευταία 70 χρόνια σχεδόν και διαγράφει εξαιρετική πορεία. Αποτέλεσμα της υγιούς επιχειρηματικότητας και έμπρακτη απόδειξη αυτής, αποτελεί το γεγονός ότι η ΧΗΤΟΣ Α.Β.Ε.Ε. έχει μηδενικό δανεισμό, αυξανόμενο δυναμικό προσωπικό και μεγάλα επίπεδα εξαγωγών σε χώρες όπως η Η.Π.Α., ο Καναδάς, η Αυστραλία, η Κίνα και τα Αραβικά Εμιράτα.

Αρχικά αναλύθηκαν έννοιες όπως η επιχείρηση, η περιουσία και τα αποτελέσματα από την επιχειρηματική δραστηριότητα. Προκειμένου να συλλεχθούν τα απαραίτητα στοιχεία και να συγκεντρωθούν τα δεδομένα που θα βοηθήσουν στην εκπόνηση της διπλωματικής εργασίας πραγματοποιήθηκε αναζήτηση σε πληθώρα βιβλίων Ελλήνων και ξένων συγγραφέων, δημοσιευμένες μελέτες και επίσημες ιστοσελίδες έγκριτων φορέων και συνδέσμων.

Εν συνεχεία, παρουσιάστηκαν μέθοδοι της εκτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης με βάση τα προβλεπόμενα κέρδη, την καθαρή θέση, την ρευστοποιήσιμη αξία, την κεφαλαιοποίηση των μελλοντικών κερδών, της υπεραξίας, της παρούσας αξίας της υπερπροσόδου, των προεξοφλημένων ταμειακών ροών και άλλων αποδεκτών μεθόδων.

Ακολούθησε εκτενής ανάλυση του κλάδου εμφιαλωμένων νερών, των μεριδίων αγοράς που κατέχουν εγχώρια και διεθνώς, οι εξαγωγές που γίνονται, αξιολόγηση της προσφοράς και ζήτησης και παρουσίαση του δικτύου διανομής των προϊόντων.

Παρακάτω παρουσιάστηκε η εταιρία ΧΗΤΟΣ Α.Β.Ε.Ε., η ιστορία της, η πορεία της κατά τη διάρκεια λειτουργίας της, τα οικονομικά της μεγέθη, υπολογίστηκαν βασικοί χρηματοοικονομικοί δείκτες και εκτιμήθηκε η αξία της βάσει λειτουργικών ταμειακών ροών.

Λέξεις κλειδιά: εκτίμηση αξίας, ταμειακές ροές, κλάδος εμφιάλωσης, ΧΗΤΟΣ Α.Β.Ε.Ε.

ABSTRACT

It is a fact that during the economic crisis in Greece, the most resistant national commodity has been the natural mineral water coming from the natural springs. Within this frame, a growing industry has been developed, in a spirit of industriousness and a high level of extroversion. The companies in this sector have been modernized with the most effective equipment and increased productivity and as a result, costs remain at a low rate. Nevertheless, we have to consider the use of raw materials, especially packaging materials, which is a stock market product. Despite the fluctuations we can observe in the price of raw materials during the last decade, the price of plastic raw materials has increased.

The main purpose of this dissertation is the value assessment of *CHITOS S.A.*, a company which has been successfully trading in the bottled water industry for the last 70 years. CHITOS S.A. is a typical example of a healthy Greek business with no loans, a strong management team and high levels of exports in countries such as, the U.S.A., Canada, Australia, China and the United Arab Emirates.

The first part approaches concepts such as, enterprise, property as well as the analysis of business activities. A bibliographical review that included books, articles, studies and web pages, was conducted at a local and an international level so as to collect appropriate data.

Next, the methods of value assessment based on the predictable profits, the net business position, the value flow, the capitalization of future profits, the business asset, present value of the annuity and the cash flow are analyzed.

Furthermore, an extensive analysis that was conducted concerned the bottled water industries, the market share at a local and an international level, the rate of exports the

evaluation of supply and demand and finally the presentation of the distribution network of the products.

At the end, the history of CHITOS S.A., the course throughout the years and the financial figures were presented, basic financial indicators were estimated and finally the value of the company based on the operating cash flow was estimated.

Key words: value assessment, cash flow, bottled water industry, CHITOS S.A.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	11
ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	12
ABSTRACT	13
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1	18
1.1 Η ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ, Η ΠΕΡΟΥΣΙΑ, Η ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ ΚΑΙ ΤΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΗ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ.....	18
1.2 Η ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ	22
1.3 ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ	24
1.4 ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΟΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ	25
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2. ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΑΞΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ.....	27
2.1 ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΩΣ ΔΡΩΣΑΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΜΟΝΑΔΑΣ.....	27
2.1.1 ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΑ ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΑ ΚΕΡΔΗ	27
2.1.2 ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗΝ ΚΑΘΑΡΗ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΤΗΣ ΘΕΣΗ ΚΑΙ ΤΑ ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΑ ΚΕΡΔΗ.....	28
2.1.3 ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗΝ ΑΞΙΑ ΡΕΥΣΤΟΠΟΙΗΣΕΩΣ ΤΩΝ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΤΗΣ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ	28
2.2 ΜΕΘΟΔΟΙ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ	28
ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΤΩΝ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΩΝ ΚΕΡΔΩΝ	30
ΜΕΘΟΔΟΣ ΜΕΣΟΥ ΟΡΟΥ ΤΗΣ ΤΡΕΧΟΥΣΑΣ ΑΞΙΑΣ ΤΩΝ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΩΝ ΣΤΟΧΕΙΩΝ ΚΑΙ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΜΕΝΩΝ ΚΕΡΔΩΝ.....	32
ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΗΣ ΠΑΡΟΥΣΑΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΥΠΕΡΠΡΟΣΟΔΟΥ	33
ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΤΗΣ ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ	35
ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΟΥ ΜΕΣΟΥ ΟΡΟΥ ΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΜΕΝΩΝ ΚΕΡΔΩΝ ΚΑΙ ΤΗΣ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗΣ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΗΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ	36
Ο ΤΥΠΟΣ ΤΟΥ SCHMALENBACH	36

Ο ΤΥΠΟΣ ΤΟΥ FIDEX	37
ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΟΥ ΓΙΝΟΜΕΝΟΥ ΤΗΣ ΥΠΕΡΠΡΟΣΟΔΟΥ ΕΠΙ ΤΑ ΕΤΗ ΤΗΣ ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΗΣ ΔΙΑΡΚΕΙΑΣ ΤΗΣ	38
ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ.....	38
ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΗΣ ΕΦΟΡΙΑΣ	39
ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΗΣ ΣΥΓΚΡΙΣΙΜΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ.....	39
ΜΕΘΟΔΟΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΜΕΝΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ	40
ΜΕΘΟΔΟΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ	42
2.4 ΕΠΙΛΟΓΗ ΠΡΟΣΗΚΟΥΣΑΣ ΜΕΘΟΔΟΥ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ	46
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3:	48
3.1 ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΤΩΝ ΕΜΦΙΑΛΩΜΕΝΩΝ ΝΕΡΩΝ	48
3.1.1 ΜΕΡΙΔΙΑ ΑΓΟΡΑΣ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΗΣ ΑΓΟΡΑ	50
3.1.2 ΕΙΣΑΓΩΓΕΣ ΕΜΦΙΑΛΩΜΕΝΩΝ ΝΕΡΩΝ	51
3.1.3 ΕΞΑΓΩΓΕΣ ΕΜΦΙΑΛΩΜΕΝΩΝ ΝΕΡΩΝ	54
3.2 ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΖΗΤΗΣΗΣ- ΠΡΟΣΦΟΡΑΣ ΠΡΟΙΟΝΤΩΝ.....	56
3.3 ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΔΙΚΤΥΟΥ ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΠΡΟΙΟΝΤΩΝ	57
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΑΞΙΑΣ ΧΗΤΟΣ Α.Β.Ε.Ε.....	58
4.1 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΧΗΤΟΣ Α.Β.Ε.Ε.	58
4.2 ΒΑΣΙΚΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ	63
4.3 ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΧΗΤΟΣ ΑΒΕΕ ΜΕΣΩ ΤΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ	72
4.4 ΜΕΣΟ ΣΤΑΘΜΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (WACC)	73
4.5 ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ.....	76
4.6 ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΑΞΙΑΣ ΒΑΣΕΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ.....	77
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ –ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ	78
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΟΙ ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ.....	80
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	81

Κατάλογος Πινάκων

Πίνακας 1: Περιουσία της Επιχείρησης	23
Πίνακας 2: Χαρακτηριστικά λειτουργικών και μη λειτουργικών στοιχείων	23
Πίνακας 3: Εκτίμηση των μελλοντικών κερδών με την μέθοδο των φάσεων	31
Πίνακας 4: Μέγεθος εγχώριας φαινομενικής κατανάλωσης εμφιαλωμένων νερών 1990-2004(ICAP ,2005)	48
Πίνακας 5: Εγχώρια Παραγωγή εμφιαλωμένων νερών 1990-2004.(ICAP, 2005)	49
Πίνακας 6: Εισαγωγές Εμφιαλωμένων Νερών για το έτος 2001 ανά χώρα προέλευσης(ICAP 2005).....	51
Πίνακας 7: Εισαγωγές Εμφιαλωμένων Νερών ανά χώρα προέλευσης για το έτος 2002 (ICAP 2005).....	52
Πίνακας 8: Εισαγωγές Εμφιαλωμένων Νερών για το έτος 2003 ανά χώρα προέλευσης (ICAP, 2005).....	52
Πίνακας 9: Εξαγωγές Εμφιαλωμένου Νερού για τα έτη 2001-2003 ανά χώρα προέλευσης(ICAP, 2005).....	54
Πίνακας 10: Κατανάλωση ανά κεφαλήν από το 2005-2010 (Per Capita Consumption by Leading Countries 2005 – 2010).....	55
Πίνακας 11: Δείκτης Γενικής Ρευστότητας ΧΗΤΟΣ ΑΒΕΕ (ICAP).....	64
Πίνακας 12: : Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας ΧΗΤΟΣ ΑΒΕΕ (ICAP).....	66
Πίνακας 13: : Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων ανά ημέρα ΧΗΤΟΣ ΑΒΕΕ (ICAP).....	67
Πίνακας 14: Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου κέρδους Ebitda ΧΗΤΟΣ ΑΒΕΕ (ICAP)	68
Πίνακας 15: Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων ΧΗΤΟΣ ΑΒΕΕ (ICAP).....	70
Πίνακας 16: Δείκτης Ξένων προς Ίδια κεφάλαια ΧΗΤΟΣ ΑΒΕΕ (ICAP)	72
Πίνακας 17: Υποθέσεις για προβλεπόμενες ταμειακές ροές	76
Πίνακας 18: Υπολογισμός Λειτουργικών και Ελεύθερων ταμειακών ροών	77

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

1.1 Η ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ, Η ΠΕΡΟΥΣΙΑ, Η ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ ΚΑΙ ΤΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΗ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ

ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Αρκετοί είναι οι ορισμοί που έχουν δοθεί από διάφορους συγγραφείς για την έννοια της επιχείρησης. (Τσιμάρα, 1967). Κάποιοι αντιπροσωπευτικοί ορισμοί είναι οι εξής:

Η επιχείρηση είναι σύνολο μέσων κάθε φύσης: κεφαλαίων, ενσώματων και ασώματων αγαθών, τα οποία τίθενται σε ενέργεια από μια ομάδα ανθρώπων για την επίτευξη ορισμένου οικονομικού και κοινωνικού σκοπού. (Σακέλλης, 1991)

Επιχείρηση είναι ένας οικονομικός οργανισμός με κινητή και ακίνητη περιουσία ο οποίος μέσω της οικονομικής αρχής παρέχει αγαθά και υπηρεσίες με στόχο την επίτευξη κέρδους. Ειδικά, είναι ο ιδανικός και άριστος συνδυασμός των συντελεστών παραγωγής (φύση, εργασία και κεφάλαιο) ενέχοντας κάποιο ποσοστό κινδύνου κατά την διάρκεια πραγματοποίησης των λειτουργιών της για την δημιουργία αγαθών και υπηρεσιών επιδιώκοντας την μεγιστοποίηση του κέρδους της. (Γεωργιάδης, 1973)

Η επιχείρηση τελικά καλείται ως το σύνολο των συντελεστών παραγωγής των οποίων ο σωστός συνδυασμός τους έχει ως μοναδικό στόχο την ικανοποίηση των ανθρώπινων αναγκών. Οι παραγωγικοί συντελεστές είναι οι εξής:

- α) Φύση
- β) Εργασία
- γ) Κεφάλαιο
- δ) Επιχειρηματικότητα

Επιπλέον τα κύρια χαρακτηριστικά της Επιχείρησης είναι :

- ι. Κατέχει τη δική της περιουσία που είναι ανεξάρτητη από την περιουσία του κεφαλαιούχου ιδρυτή της

- ii. Διανέμει και δημιουργεί αγαθά σε συνδυασμό με την παραγωγή υπηρεσιών. (Σγουρινάκης, 2016)

Με βάση το νόμο 4308/2014 περί Λογιστικών Προτύπων χρησιμοποιείται ο όρος οντότητα ως εναλλακτικός ορισμός της επιχείρησης. Με τον όρο «Οντότητα» αναφερόμαστε σε κάθε φυσικό ή νομικό πρόσωπο ή ένωση προσώπων, με ή χωρίς νομική προσωπικότητα, επιχείρηση ή οργανισμός κερδοσκοπικού ή μη κερδοσκοπικού χαρακτήρα, που ανήκει στον ιδιωτικό ή δημόσιο τομέα. (Παράρτημα Α - Νόμος 4308/2014)

Κάθε επιχείρηση για την διεκπεραίωση των εργασιών της χρησιμοποιεί περιουσιακά στοιχεία (κατέχει οικονομικά αγαθά και απαιτεί χρηματικές αξίες). Τα περιουσιακά αυτά στοιχεία στην οικονομική ορολογία αποτελούν το καλούμενο ενεργητικό της επιχειρήσεως (assets).

Βάσει του ν.4308/2014 σχετικά με την εφαρμογή των Ελληνικών Λογιστικών Προτύπων «τα πάγια περιουσιακά στοιχεία είναι εκείνα τα στοιχεία (ενσώματα, βιολογικά ή άυλα —ιδιότητα ή μισθωμένα με χρηματοδοτική μίσθωση) τα οποία προορίζονται να χρησιμοποιηθούν κατά τρόπο διαρκή για τους σκοπούς της οντότητας και αναμένεται να αποφέρουν οικονομικά οφέλη πέραν της μιας ετήσιας περιόδου. Κατά την αρχική αναγνώριση, τα πάγια στοιχεία επιμετρούνται στο κόστος κτήσης. Το κόστος κτήσης περιλαμβάνει κάθε δαπάνη που απαιτείται για να περιέλθει ένα περιουσιακό στοιχείο στην παρούσα κατάσταση ή θέση ή επιδιωκόμενη χρήση. Δηλαδή, περιλαμβάνει το σύνολο των ταμειακών διαθεσίμων ή ταμειακών ισοδύναμων ή την εύλογη αξία άλλου ανταλλάγματος που δίνεται κατά το χρόνο απόκτησης ή κατασκευής, κατά τα ειδικότερα οριζόμενα στο νόμο». (ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΕΛΕΓΧΩΝ)

Το κόστος κτήσεως, ως βάση επιμέτρησης όλων των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων μιας οντότητας, είναι η βασική λογιστική μέθοδος που καθιερώνεται από το νόμο για τη σύνταξη των χρηματοοικονομικών καταστάσεων στα πλαίσια της Οδηγίας 34/2013. Η υιοθέτηση της αρχής αυτής είναι ιδιαίτερα χρήσιμη για τις οντότητες στις οποίες απευθύνεται ο νόμος, δηλαδή τις οντότητες που δεν είναι δημοσίου ενδιαφέροντος (συμφέροντος) για δύο κυρίως λόγους. Πρώτον, το κόστος κτήσης είναι η παραδοσιακή λογιστική αρχή με την οποία είναι εξοικειωμένοι οι συντάκτες και οι χρήστες των χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Δεύτερον, το κόστος κτήσης είναι η βασική αρχή της φορολογικής νομοθεσίας που διέπει τον προσδιορισμό του φόρου εισοδήματος (Ν. 4172/2013) και συνεπώς διασφαλίζεται η δυνατότητα σύγκλισης των δύο πλαισίων.

Η αρχή του κόστους κτήσης για τη λογιστική παρακολούθηση των περιουσιακών στοιχείων, συνεπάγεται την αρχική αναγνώριση των στοιχείων αυτών στο κόστος κτήσεως και την μετέπειτα επιμέτρησή τους στο ανακτήσιμο ποσό τους, εφόσον είναι μικρότερο του κόστους κτήσεως και εφόσον η διαφορά (ζημία) εκτιμάται ότι θα είναι μόνιμου χαρακτήρα. Συνεπώς, σύμφωνα με τον παρόντα νόμο και τα καθοριζόμενα στην Οδηγία 2013/34, στη λογιστική του κόστους κτήσεως (ιστορικού κόστους):

α) Δεν νοούνται αναπροσαρμογές στην εύλογη αξία των στοιχείων.

β) Τεκμαίρεται ότι για τα υποκείμενα σε φυσιολογική απαξίωση στοιχεία, όπως τα ενσώματα πάγια, η παρουσίασή τους στο ανακτήσιμο κόστος επιτυγχάνεται, για τις πλείστες των περιπτώσεων, από την μείωση αυτών μέσω των διενεργούμενων αποσβέσεων.

γ) Έκτακτες μειώσεις της αξίας τους, πέραν των αποσβέσεων και από οποιαδήποτε αιτία (φυσική, νομική, οικονομική κ.λπ.), αναγνωρίζονται σε μείωση της αξίας αυτών μέσω της διαδικασίας της απομείωσης. (ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΕΛΕΓΧΩΝ)

Τα κεφάλαια που χρησιμοποιηθήκαν για την απόκτηση αυτών και προέρχονται είτε από την εισφορά των διαφόρων μετόχων, εταίρων ή επιχειρηματιών (Ίδια Κεφάλαια) είτε οφείλονται σε τρίτους και χαρακτηρίζονται τότε ως υποχρεώσεις προς τρίτους. Ο συνδυασμός των ιδίων κεφαλαίων και των υποχρεώσεων προς τρίτους συγκροτούν το παθητικό της επιχείρησης.

Το ενεργητικό μέρος της κάθε επιχείρησης απαρτίζεται από το κυκλοφορούν ενεργητικό και το μη κυκλοφορούν ενεργητικό. Αρχικά το κυκλοφορούν ενεργητικό περιλαμβάνει τα εξής στοιχεία:

- Τα αποθέματα
- Οι απαιτήσεις
- Τα χρεόγραφα
- Οι μεταχρονολογημένες επιταγές
- Τα προπληρωμένα έξοδα
- Οι δεσμευμένες καταθέσεις
- Τα μετρητά
- Οι καταθέσεις όψεως

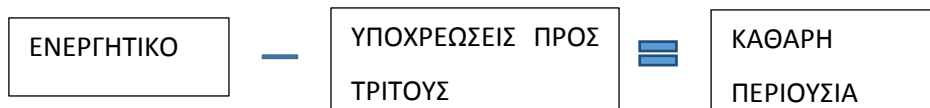
Το σύνολο των στοιχείων του κυκλοφορούντος Ενεργητικού ονομάζεται και κεφάλαιο κίνησης.

Το μη κυκλοφορούν ενεργητικό από την άλλη πλευρά περιλαμβάνει εντελώς διαφορετικά στοιχεία από το κυκλοφορούν. Τα στοιχεία αυτά μπορούν να ρευστοποιηθούν, να πωληθούν και να χρησιμοποιηθούν σε διάστημα μεγαλύτερο του συνηθισμένου λειτουργικού κυκλώματος το οποίο φτάνει μέχρι και τη λήξη της επόμενης λογιστικής χρήσης.

Πιο συγκεκριμένα, το μη κυκλοφορούν ενεργητικό απαρτίζεται από τα ακόλουθα:

- Το πάγιο ενεργητικό
- Οι Συμμετοχές
- Οι μακροπρόθεσμες απαιτήσεις
- Τα κεφαλαιοποιημένα έξοδα
- Οι μακροπρόθεσμες επενδύσεις.

Τα ίδια κεφάλαια δημιουργούν την Καθαρή Περιουσία ή Καθαρή Θέση της επιχείρησης και υπολογίζονται ως η διαφορά ανάμεσα στο ενεργητικό και στις υποχρεώσεις προς τρίτους:



Βάσει του άρθρου 26 του ν.4308 σχετικά με τα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα τα στοιχεία της καθαρής θέσης περιλαμβάνουν:

- α) Το καταβληθέν από τους ιδιοκτήτες κεφάλαιο της οντότητας, συμπεριλαμβανομένου:
 - α.1) του υπέρ το άρτιο ποσού αυτού και
 - α.2) οποιασδήποτε εισφοράς των ιδιοκτητών εφόσον υπάρχει ανέκκλητη δέσμευση κεφαλαιοποίησής της και υποχρέωση της οντότητας για έκδοση μετοχών ή άλλων συμμετοχικών τίτλων προς τους συνεισφέροντες εντός δώδεκα (12) μηνών από την ημερομηνία της εισφοράς.
- β) Τα αποθεματικά που σχηματίζονται βάσει διατάξεων της φορολογικής ή άλλης νομοθεσίας ή του καταστατικού.
- γ) Τα αποτελέσματα εις νέον.

δ) Τις διαφορές από την επιμέτρηση περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων στην εύλογη αξία τους, που αναγνωρίζονται κατευθείαν ως στοιχεία της καθαρής θέσης βάσει των προβλέψεων του παρόντος νόμου.

ε) Τους ιδίους τίτλους καθαρής θέσης της οντότητας, όταν συντρέχει περίπτωση που παρουσιάζονται ως ξεχωριστό στοιχείο αφαιρετικά της καθαρής θέσης.

στ') Κέρδη και ζημίες από τη διάθεση ή ακύρωση ιδίων τίτλων καθαρής θέσης, όταν συντρέχει περίπτωση, που αναγνωρίζονται κατευθείαν στην καθαρή θέση ως ξεχωριστό στοιχείο, προσθετικά ή αφαιρετικά αναλόγως.

2. Τα κονδύλια της καθαρής θέσης της παραγράφου 1^α και 1ε του παρόντος άρθρου αναγνωρίζονται αρχικά και επιμετρούνται μεταγενέστερα στα ονομαστικά τους ποσά, που έχουν ληφθεί ή καταβληθεί.

3. Κόστος που σχετίζεται άμεσα με στοιχείο της καθαρής θέσης παρακολουθείται αφαιρετικά του στοιχείου αυτού της καθαρής θέσης, εφόσον είναι σημαντικό για τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις. Σε αντίθετη περίπτωση το εν λόγω ποσό αναγνωρίζεται ως έξοδο στην περίοδο που αφορά.

4. Κέρδη από την επιμέτρηση περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων στην εύλογη αξία, που αναγνωρίζονται στην καθαρή θέση, δεν μπορούν να κεφαλαιοποιηθούν πριν πραγματοποιηθούν. (ΕΦΗΜΕΡΙΣ ΤΗΣ ΚΥΒΕΡΝΗΣΕΩΣ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΔΗΜΟΚΡΑΤΙΑΣ σελ. 7667, 2014)

1.2 Η ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Για να πετύχουμε την καλύτερη δυνατή εκτίμηση της αξίας της επιχείρησης ως ενεργή οικονομική μονάδα κρίνεται αναγκαίος ο διαχωρισμός των περιουσιακών της στοιχείων σε λειτουργικά και μη λειτουργικά (Πίνακας 1).

Λειτουργικά στοιχεία καλούνται όλα εκείνα που είναι απαραίτητα για την ομαλή λειτουργία της επιχείρησης και την διεκπεραίωση των στόχων της. Με άλλα λόγια είναι τα στοιχεία που συμμετέχουν στην πραγματοποίηση του οργανικού αποτελέσματος (κέρδους ή ζημίας) της επιχείρησης.

Μη λειτουργικά στοιχεία είναι όσα δεν κρίνονται απαραίτητα για την λειτουργία της επιχείρησης και την διεκπεραίωση των στόχων της ή πιο συγκεκριμένα αυτά που δεν συμμετέχουν στη παραγωγή του οργανικού αποτελέσματος. Ο διαχωρισμός της

περιουσίας της επιχείρησης σε λειτουργικά και μη λειτουργικά είναι εμφανής στα ασώματα πάγια και ενσώματα στοιχεία. Έτσι για την καλύτερη εκτίμηση της αξίας της επιχείρησης κρίνεται αναγκαίο να συνυπολογίσουμε και τα αποθέματα όπως για παράδειγμα πρώτες ύλες, προϊόντα, εμπορεύματα κτλ. τα οποία είναι αναγκαία για την ορθή λειτουργία της επιχείρησης. (Σγουρινάκης, 2016)

Πίνακας 1: Περιουσία της Επιχείρησης

ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΗΣ ΟΝΤΟΤΗΤΑΣ	
ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ (Εντός εκμετάλλευσης)	ΜΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ (εκτός εκμετάλλευσης)

Αντίστοιχα γίνεται και η κατηγοριοποίηση των απαιτήσεων και των υποχρεώσεων σε οργανικές και ανόργανες.

Οργανικές (ή λειτουργικές ή αλλιώς εμπορικές) ονομάζονται οι απαιτήσεις που προέρχονται από πώληση προϊόντων της επιχείρησης ή ακόμα την παροχή υπηρεσιών στους πελάτες. Πιο συγκεκριμένα αν προκύπτουν από πωλήσεις σε ανοικτό λογαριασμό τότε εμφανίζονται λογιστικά στον λογαριασμό πελάτες αλλιώς αν προέρχονται από συναλλαγματικές επιταγές ή γραμμάτια τότε καταχωρούνται στον λογαριασμό γραμμάτια εισπρακτέα.

Ανόργανες (ή μη εμπορικές ή ειδικές) καλούνται εκείνες που δεν προέρχονται από πώληση αγαθών ή παροχής υπηρεσιών της επιχείρησης αλλά συνίστανται από ανοιχτούς λογαριασμούς και μπορεί να είναι τρέχουσες η μη τρέχουσες απαιτήσεις.

Συμπερασματικά οι υποχρεώσεις της επιχείρησης που έρχονται από την αγορά περιουσιακών στοιχείων την πώληση προϊόντων ή την παροχή υπηρεσιών και γενικά από την δράση της επιχείρησης για την επίτευξη των στόχων της λέγονται οργανικές ενώ όλες όσες δεν προέρχονται από την δράση της λέγονται ανόργανες. (Σγουρινάκης, 2016)

Πίνακας 2: Χαρακτηριστικά λειτουργικών και μη λειτουργικών στοιχείων

ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	ΜΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ
----------------------	-------------------------

Απαραίτητα για την λειτουργία της επιχείρησης (πχ. Ενοίκια, τόκοι χρεωστικοί, μισθοί, κρατικές επιχορηγήσεις, μερίσματα, προμήθειες κ.τ.λ.)	Είναι τα στοιχεία που προέρχονται από ασυνήθιστες δραστηριότητες της επιχείρησης ή διάφορα έκτακτα γεγονότα (π.χ. πρόστιμα, κρατικές επιχορηγήσεις, έξοδα-έσοδα προηγούμενων χρήσεων κ.τ.λ.)
Χρησιμοποιούμενα στο μέλλον μόνο όχι στο παρόν	
Οφείλονται στις συνήθεις δραστηριότητες της επιχείρησης	

1.3 ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Καθαρή Θέση της επιχείρησης είναι η διαφορά ανάμεσα στις υποχρεώσεις της επιχείρησης προς τρίτους και στο ενεργητικό της. Οι υποχρεώσεις αυτές προέρχονται από τα ποσά που τοποθετήθηκαν στην επιχείρηση μέσω των ενδιαφερόμενων φορέων με τη μορφή είτε κεφαλαίου είτε των αδιανέμητων κερδών. Η καθαρή θέση της επιχείρησης διακρίνεται σε λογιστική και πραγματική:

Αρχικά η λογιστική καθαρή θέση ή καθαρή περιουσία είναι το αποτέλεσμα της αφαίρεσης του παθητικού από το ενεργητικό. Δηλαδή:

$$\text{ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ} = \text{ΠΑΘΗΤΙΚΟ} + \text{ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ} \quad \text{ή} \quad \text{ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ} - \text{ΠΑΘΗΤΙΚΟ} = \text{ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ}$$

Συνεπώς για να μπορέσει να έχει ισχύ αυτός ο τύπος θα πρέπει οποιαδήποτε μορφή συναλλαγής να επηρεάζει δύο το λιγότερο στοιχεία της οικονομικής κατάστασης:

- Αύξηση σε ένα στοιχείο του Ενεργητικού με αντίστοιχη ίσης αξίας μείωση σε ένα άλλο στοιχείο του Ενεργητικού (E+).
- Αύξηση σε ένα στοιχείο του Παθητικού με ισόποση μείωση σε ένα άλλο στοιχείο του Παθητικού (Π+).
- Μείωση ή αύξηση αντίστοιχα σε ένα στοιχείο του Ενεργητικού με αντίστοιχης αξίας μεταβολή σε άλλο στοιχείο του Παθητικού ή της Καθαρής Θέσης (+E με +Π ή Κ.Θ.) (Παπαθεοδώρου, 2014)

Ακολούθως η πραγματική καθαρή θέση ή αλλιώς πραγματική καθαρή περιουσία είναι το αποτέλεσμα που προκύπτει έπειτα από την αφαίρεση των υποχρεώσεων προς τρίτους από την τρέχουσα αξία των στοιχείων του ενεργητικού. Δηλαδή:

ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ= ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΣΕ ΤΡΕΧΟΥΣΕΣ ΑΞΙΕΣ – ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΠΡΟΣ ΤΡΙΤΟΥΣ

Για τον υπολογισμό της αξίας της πραγματικής καθαρής θέσης θα πρέπει να λάβουμε υπόψη πως αυτή δεν μπορεί να απεικονίσει πλήρως την αξία της επιχείρησης διότι δεν λαμβάνει καθόλου υπόψη τα ασώματα στοιχεία του ενεργητικού και τα οποία δημιουργούν την έννοια goodwill δηλαδή την υπεραξία της επιχείρησης, την φήμη και την πελατεία.

1.4 ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΟΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Ως έννοια το αποτέλεσμα μιας επιχείρησης σε ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα ισούται με την αντίστοιχη μεταβολή της καθαρής θέσης στο ίδιο αυτό διάστημα συμπεριλαμβανομένων των κινήσεων των φορέων της επιχείρησης. Χωρίζεται στην τυπική και στην ουσιαστική μεταβολή της καθαρής θέσης. Ως τυπική μεταβολή υπολογίζεται το σύνολο των αξιών των υλικών στοιχείων που είναι καταχωρημένες στα βιβλία και των άυλων τα οποία έχουν αγοραστεί. Πιο συγκεκριμένα δηλαδή δεν συνυπολογίζονται όλα όσα αποκτήθηκαν από την λειτουργία της επιχείρησης και όσα δεν έχουν καταχωρηθεί στα λογιστικά βιβλία της επιχείρησης. Αντίθετα ως ουσιαστική μεταβολή υπολογίζεται τόσο η αξία των άυλων αλλά και των υλικών στοιχείων της επιχείρησης π.χ. εργατικό δυναμικό, goodwill κτλ. Καταλήγουμε δηλαδή ότι η τυπική μεταβολή της καθαρής θέσης είναι αντικειμενικότερη αφού δεν συμπεριλαμβάνει στον υπολογισμό της καθαρής θέσης τα άυλα στοιχεία που δημιουργούνται από την επιχείρηση και εστιάζει στον υπολογισμό αυτών που είναι καταχωρημένα στα λογιστικά βιβλία της. Το ιστορικό κόστος λογιστικά είναι το αποτέλεσμα μετά την αφαίρεση των εσόδων από τα έξοδα και τα οποία έχουν άμεση σχέση μεταξύ τους. Ειδικότερα τα έσοδα που προήλθαν από την πραγματοποίηση εξόδων ή το αντίστροφο. Όταν το αποτέλεσμα αυτού είναι θετικό τότε υπάρχει κέρδος το οποίο αυξάνει την

καθαρή θέση και καλείται ως λογιστικό κέρδος της χρήσης ενώ σε αντίθετη περίπτωση υπάρχει ζημία η οποία μειώνει την καθαρή θέση και ονομάζεται λογιστική ζημία. Το λογιστικό αυτό αποτέλεσμα (κέρδος ή ζημία) ισούται με το υπόλοιπο των αποτελεσμάτων χρήσεως. Τα έσοδα και τα έξοδα κρίνεται αναγκαίο να λογίζονται και να καταχωρούνται στα λογιστικά βιβλία της επιχείρησης πάντα με βάση τις λογιστικές αρχές.

Η εμπορική νομοθεσία ταυτίζεται με την λογιστική του ιστορικού κόστους και κατ' επέκταση επέρχεται ταύτιση και στα αποτελέσματα αυτών. «Τα καθαρά κέρδη της εταιρείας είναι τα προκύπτοντα μετά την αφαίρεση εκ των πραγματοποιηθέντων ακαθάριστων κερδών παντός εξόδου, πάσης ζημίας, των κατά τον νόμο αποσβέσεων και παντός άλλου εταιρικού βάρους» βάσει των όσων ορίζει το άρθρο 45 § 1 του ν.2190/1920. Έτσι αν αφαιρεθούν όλα τα στοιχεία του παθητικού μαζί με το μετοχικό κεφάλαιο και τα αποθεματικά από τα στοιχεία του ενεργητικού καταλήγουμε στο καθαρό κέρδος. Για να υπάρχουν κέρδη θα πρέπει το ενεργητικό να είναι μεγαλύτερο από τις υποχρεώσεις πλέον το μετοχικό κεφάλαιο και τα αποθεματικά.

$\text{Κέρδος} = \text{Ενεργητικό} - (\text{Παθητικό} + \text{Μετοχικό κεφάλαιο} + \text{αποθεματικά})$

Το καθαρό κέρδος συνεπώς βάσει τα όσα αναφέρει ο νόμος 2190/1920 σχετικά με την ορθή κατάρτιση του ισολογισμού μέσω αυστηρών διατάξεων υποχρεωτικής ισχύς επηρεάζεται από το ποια στοιχεία καταχωρούνται στο ενεργητικό και παθητικό και με τι αξία. Για αυτό το σκοπό πρέπει να γίνεται ορθή καταγραφή καταμέτρησης και αποτίμησης της εταιρικής περιουσίας σύμφωνα πάντα με τις ισχύουσες διατάξεις του νόμου. (Σακέλλης, 1991)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2. ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΑΞΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

2.1 ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΩΣ ΔΡΩΣΑΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΜΟΝΑΔΑΣ

Η διαδικασία κατά την οποία ο εκάστοτε εκτιμητής θα ακολουθήσει ώστε να εκτιμήσει την αξία της επιχείρησης ως μια οικονομική οντότητα με συνεχιζόμενη δραστηριότητα περιλαμβάνει τα ακόλουθα βήματα:

1^ο Βήμα. Μελέτη της τεχνικό-παραγωγικής και χρηματοοικονομικής διάρθρωσης της επιχείρησης με απώτερο σκοπό τη διάγνωση της θέσεως της όσον αναφορά το περιβάλλον μέσα στο οποίο δραστηριοποιείται και την ορθή όσο γίνεται εκτίμηση των προοπτικών και του μέλλοντος.

2^ο Βήμα. Αναμόρφωση του ισολογισμού ιστορικού κόστους της επιχείρησης σε τρέχουσες αξίες, καταλήγοντας έτσι στην πραγματική καθαρή περιουσία της επιχείρησης.

3^ο Βήμα. Αναμόρφωση των ιστορικών οργανικών κερδών που υποδεικνύονται μέσω των λογαριασμών «αποτελεσμάτων χρήσης» των τελευταίων ετών, ώστε να γίνει η ορθή αποτίμηση των μελλοντικών κερδών της επιχείρησης.

4^ο Βήμα. Εφαρμογή της προσήκουσας μεθόδου για τον ορθό υπολογισμό της αξίας της επιχείρησης. (Σακέλλης, 1991) (Καρβούνης, 1993)

2.1.1 ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΑ ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΑ ΚΕΡΔΗ

Η επιχείρηση χαρακτηρίζεται ως ένας οργανισμός με οργάνωση ο οποίος κατέχει πληθώρα περιουσιακά στοιχεία, ο συνδυασμός των οποίων στοχεύει στην ορθή αποδοτικότητα των κεφαλαίων που χρειάστηκαν για να αποκτηθούν αλλά και στην παραγωγική εκμετάλλευσή αυτών. Ο οργανισμός αυτός καλείται ως δρώσα οικονομική μονάδα συνεχιζόμενης δραστηριότητας (going concern) και εξαρτάται από την ικανότητά της να δημιουργεί αγαθά και υπηρεσίες με στόχο την πραγματοποίηση εισοδήματος. Ειδικότερα η αξία αυτής

της οικονομικής μονάδας δεν είναι η πώληση των επιμέρους στοιχείων που έχει στην ιδιοκτησία της αλλά η συνολική εκμετάλλευση ολόκληρης της περιουσίας της.

2.1.2 ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗΝ ΚΑΘΑΡΗ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΤΗΣ ΘΕΣΗ ΚΑΙ ΤΑ ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΑ ΚΕΡΔΗ

Ένας μεγάλος αριθμός μεθόδων εκτίμησης της αξίας της επιχείρησης συνυπολογίζει τόσο την πραγματική καθαρή θέση της επιχείρησης ή την αξία ρευστοποίησης των μη λειτουργικών της περιουσιακών στοιχείων όσο και τα προβλεπόμενα κέρδη της επιχείρησης στο μέλλον. Αξίζει να σημειωθεί πως τα μελλοντικά κέρδη βασίζονται κατά μεγάλο μέρος τους σε επισφαλείς προβλέψεις και αβέβαιες εκτιμήσεις.

2.1.3 ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗΝ ΑΞΙΑ ΡΕΥΣΤΟΠΟΙΗΣΕΩΣ ΤΩΝ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΤΗΣ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ

Ρευστοποιήσιμη αξία (liquidation value) ή αλλιώς εκκαθάρισης είναι το αποτέλεσμα μέσα από την διαφορά των υποχρεώσεων προς τρίτους και των προβλέψεων από την αποτίμηση του ενεργητικού υπολογιζόμενο σε τιμές πώλησης αφαιρουμένων των εξόδων πωλήσεων. Υπογραμμίζεται ότι η αξία ρευστοποίησης δημιουργεί πιθανή αύξηση διαφόρων υποχρεώσεων όπως για παράδειγμα αποζημιώσεις απόλυσης προσωπικού, φορολογικές δαπάνες κ.λπ. . (Λιάπης, 2017)

2.2 ΜΕΘΟΔΟΙ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Η αξία της επιχείρησης αν υποθέσουμε ότι έχει χρονική διάρκεια στο διηνεκές και προσδίδει στους φορείς της κέρδος προσδιορίζεται από την ακόλουθη σχέση:

Αξία

επιχείρησης = $\frac{\text{Κεφαλαιωποιημένα οργανικά κέρδη}}{\alpha_{\infty}^i}$ + αξία ρευστοποίησης μη λειτουργικών στοιχείων

Ο τύπος αυτός υπολογισμού αλλάζει λαμβάνοντας υπόψη τη μειωμένη διάρκεια ζωής της επιχείρησης. Γίνεται δηλαδή το άθροισμα των παρόντων κερδών που δημιουργεί κατά την λειτουργία της, της αξίας ρευστοποίησης των μη λειτουργικών της στοιχείων και της υπολειμματικής αξίας των λειτουργικών της στοιχείων. Κατά αυτήν την άποψη θεωρείται πως η επιχείρηση έχει συγκεκριμένη χρονική διάρκεια ζωής και εκτιμάται μέσα από τον ακόλουθο τύπο υπολογισμού της αξίας της:

$$\text{Αξία επιχείρησης} = \frac{\text{παρούσα αξία μελλοντικών κερδών}}{\text{ετήσια κέρδη} \alpha \cdot \frac{i}{\eta}} + \text{Αξία ρευστοποίησης μη λειτουργικών στοιχείων} + \frac{\text{υπολειμματική αξία λειτουργικών στοιχείων}}{\text{υπολειμματική αξία} \cdot \frac{1}{(1+i) \cdot \eta}}$$

Λόγω όμως της αβεβαιότητας των μελλοντικών κερδών κρίνεται αναγκαίος ο συνυπολογισμός της πραγματικής καθαρής θέσης στην αξία της επιχείρησης.

Πιο συγκεκριμένα η αξία της επιχείρησης δίνεται από το άθροισμα της πραγματικής καθαρής θέσης και του goodwill.

$$\text{Αξία επιχείρησης} = \text{Πραγματική καθαρή θέση} + \text{Goodwill}$$

Η κύρια βάση για την αξία της επιχείρησης όμως είναι πως η οικονομική αξία αυτή ταυτίζεται με την καθαρή χρηματική ροή που θα εισπράξει ο ενδιαφερόμενος αγοραστής από την επιχείρηση αυτή.

$$\text{Αξία επιχείρησης} = \text{παρούσα αξία χρηματικών ορών που εισπράττει ο αγοραστής} + \text{παρούσα αξία προϊόντος εκκαθάρισης της επιχείρησης}$$

Στην πράξη βέβαια όλο αυτό κρίνεται μη εφαρμόσιμο αφού δε συμπεριλαμβάνεται το πως επιδρά ο πληθωρισμός στην αγοραστική αξία των χρηματοροών. (Σακέλλης, 1991)

ΜΕΘΟΔΟΙ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ

Η κάθε επιχείρηση δημιουργεί κέρδη κατέχοντας πληθώρα στοιχείων του ενεργητικού της όπως κτίρια, εμπορεύματα κ.τ.λ. των οποίων το άθροισμά τους είναι μικρότερο της αξίας της επιχείρησης. Παρόλα αυτά υπάρχουν επιχειρήσεις με μικρή περιουσιακή κατάσταση που έχουν μεγάλη αξία όπως για παράδειγμα είναι μια αντιπροσωπεία καλλυντικών. Έτσι συμπεραίνουμε πως η περιουσία της επιχείρησης δεν αντικατοπτρίζει και την αξία της.

Κρίνεται αναγκαίο να συμπεριληφθούν στην μέτρηση και τα κέρδη της όχι μόνο των παρελθουσών ετών αλλά και των μελλοντικών.

Για αυτό τον σκοπό η οικονομική επιστήμη έχει δημιουργήσει αρκετές μεθόδους εκτίμησης της αξίας των επιχειρήσεων που στηρίζονται στην κερδοφορία τους.

Ενδεικτικά αναφέρουμε τις ακόλουθες:

1. Μέθοδος της κεφαλαιοποίησης των μελλοντικών κερδών
2. Μέθοδος του μέσου όρου της τρέχουσας αξίας των λειτουργικών στοιχείων και της αξίας των κεφαλαιοποιημένων κερδών
3. Μέθοδος της παρούσας αξίας της υπερπροσόδου
4. Μέθοδος της κεφαλαιοποίησης της υπεραξίας
5. Μέθοδος του μέσου όρου των κεφαλαιοποιημένων κερδών και της πραγματικής θέσης της επιχείρησης
6. Ο τύπος του Schmalenbach
7. Ο τύπος του Fidex
8. Μέθοδος του γινομένου της υπερπροσόδου επί τα έτη της προβλεπόμενης διάρκειάς της
9. Μέθοδος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς
10. Μέθοδος της Εφορίας
11. Μέθοδος της συγκρίσιμης επιχείρησης
12. Μέθοδος Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών
13. Μέθοδος Προεξόφλησης Ελεύθερων Ταμειακών Ροών

Οι προαναφερόμενες μέθοδοι θα πρέπει πριν την χρήση τους να λαμβάνουν υπόψη τη μορφή και το είδος της εκάστοτε επιχείρησης.

ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΤΩΝ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΩΝ ΚΕΡΔΩΝ

Η μέθοδος κεφαλαιοποίησης των μελλοντικών κερδών μιας επιχείρησης έχει καθιερωθεί από την UEC ως η κύρια μέθοδος εκτίμησης. Παρόλα αυτά υπάρχουν αρκετές δυσκολίες σε πρακτικό επίπεδο αφού οι οικονομικές καταστάσεις (αποτελέσματα χρήσης και ισολογισμός) δεν δίνουν επαρκή στοιχεία για τον προσδιορισμό του cash flow και του επιτοκίου της επιχείρησης. Η αρχή της μελέτης ξεκινά με τον λογαριασμό «αποτελέσματα

χρήσης» και παρόλη τη χρονική διαφορά ανάμεσα σε πληρωμές και δαπάνες τόσο των εσόδων όσο και των εισπράξεων καθιστά σαφές πως οι επενδύσεις επηρεάζουν σε μεγάλο βαθμό τις μελλοντικές cash flows. Για να γίνει η συνολική απεικόνιση της αξίας της επιχείρησης είναι επιτακτική η ανάγκη να συμπεριληφθεί στην μέτρηση και η καθαρή ρευστοποιήσιμη αξία των μη-λειτουργικών στοιχείων του ενεργητικού. Έτσι δημιουργείται ο εξής τύπος υπολογισμού:

$$\text{ΑΞΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ} = \text{ΑΞΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΜΕΝΩΝ ΜΕΛΟΝΤΙΚΩΝ ΚΕΡΔΩΝ} + \text{ΑΞΙΑ ΡΕΥΣΤΟΠΟΙΗΣΗΣ ΤΩΝ ΜΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ}$$

Εκτίμηση των μελλοντικών κερδών με την μέθοδο των φάσεων

Ως βασική παραδοχή για την εκτίμηση των μελλοντικών κερδών είναι ο συνυπολογισμός των παρελθόντων κερδών που πραγματοποίησε η επιχείρηση. Κρίνεται αναγκαίο όμως να εκτιμάται κατά πόσο τα δεδουλευμένα αποτελέσματα από τους ετήσιους λογαριασμούς παρελθόντων ετών πρέπει να χρησιμοποιηθούν στην μορφή που είναι ή να γίνουν πρώτα οι κατάλληλες αναπροσαρμογές αυτών. Με στόχο την ορθή αποτίμηση χρησιμοποιείται η μέθοδος των φάσεων η οποία είναι η τμηματική εκτίμηση των μελλοντικών κερδών:

Πίνακας 3: Εκτίμηση των μελλοντικών κερδών με την μέθοδο των φάσεων

X ₀	X ₁	X ₂	X ₃	X ₄	X ₅	X ₆	X ₇	X ₈	χρόνος
	Φάση 1			Φάση 2			Φάση 3		
	Κατά την διάρκεια των 3 πρώτων ετών χρησιμοποιούνται ετήσιες προβλέψεις και έτσι δημιουργούνται 3 διαφορετικά καθοριζόμενα αποτελέσματα. R1, R2, R3.			Στη δεύτερη φάση αναλύονται τα όσα αναμένονται βάσει αυτών που επέρχονται από την προηγούμενη φάση.			Με διάρκεια στο διηνεκές παρέχεται μόνο μια χονδρική εκτίμηση βάσει της τελικής αξίας της φάσης 2.		

Η μέθοδος των φάσεων είναι δυνατόν να χρησιμοποιείται με ποικίλους τρόπους. Πιο συγκεκριμένα η πρώτη φάση μπορεί να καλύπτει μια μεγαλύτερης διάρκειας περίοδο που εξαρτάται από το κατά πόσο τα διαθέσιμα στοιχεία είναι αξιόπιστα ή όχι. Επιπλέον, τα κέρδη θα μπορούσαν να εκτιμώνται σε μόνο δύο φάσεις ή να προσδιορίζεται ένας μέσος όρος των αναμενόμενων κερδών συμπεριλαμβανομένων των κινδύνων και των ευκαιριών

όταν βρισκόμαστε σε ακραίες περιπτώσεις. Τα αναμενόμενα κέρδη των φάσεων 1 και 2 αποτιμούνται στην υπάρχουσα αξία αντί της αξίας κεφαλαιοποίησης ενός τυποποιημένου αναμενόμενου κέρδους. Τα αποτελέσματα της τελευταίας φάσης χρησιμοποιούνται ως ετήσια αναμενόμενα κέρδη και έχοντας ισχύ στο διηνεκές. Η αξία κεφαλαιοποίησης αυτών συνυπολογίζεται στην αξία των κερδών των φάσεων 1 και 2 την χρονική στιγμή της εκτίμησης.

Το ισχύον επιτόκιο (επιτόκιο αγοράς) λειτουργεί ως βάση υπολογισμού για το τελικό επιτόκιο κεφαλαιοποίησης των μελλοντικών κερδών και είναι συναρτήσεως των κινδύνων της υπό εκτίμησης επιχείρησης.

Οι αξίες των λειτουργικών στοιχείων όπως πάγια, απαιτήσεις κ.τ.λ. θεωρούνται ως ενδιάμεσες αξίες διότι είτε μετατρέπονται σε κέρδος ή ζημία είτε βγαίνουν εκτός παραγωγικής δραστηριότητας και συστήνουν την αξία ρευστοποίησης της επιχείρησης και την αξία των κεφαλαιοποιημένων κερδών. Έτσι σε πιθανή ρευστοποίηση της επιχείρησης συμπεριλαμβάνεται στον υπολογισμό μόνο το προϊόν που είναι σε διανομή μετά την ρευστοποίηση της. Απεναντίας σε περίπτωση που η επιχείρηση λειτουργεί ακόμα ότι κεφάλαιο έχει επενδυθεί σε στοιχεία του ενεργητικού της είναι κριτήριο προσδιορισμού των μελλοντικών κερδών της.

Όταν η ρευστοποίηση μιας επιχείρησης έχει μεγαλύτερη αξία σε σχέση με τα κεφαλαιοποιούμενα κέρδη και την αξία των μη λειτουργικών στοιχείων του ενεργητικού τότε καταλήγουμε στο συμπέρασμα πως η ικανότητα της επιχείρησης για κερδοφορία δεν είναι η αναμενόμενη για αυτό και οδηγούμαστε στον υπολογισμό της αξίας με βάση το καθαρό προϊόν μετά την ρευστοποίηση της. (Σακέλλης, 1991)

ΜΕΘΟΔΟΣ ΜΕΣΟΥ ΟΡΟΥ ΤΗΣ ΤΡΕΧΟΥΣΑΣ ΑΞΙΑΣ ΤΩΝ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΩΝ ΣΤΟΧΕΙΩΝ ΚΑΙ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΜΕΝΩΝ ΚΕΡΔΩΝ

$$\text{Αξία επιχείρησης} = \frac{\text{τρέχουσα καθαρή αξία λειτουργικών στοιχείων}}{2} + \frac{(K \cdot 100)}{t}$$

2

Όπου K= μέσο μελλοντικό κέρδος

t= επιτόκιο κεφαλαιοποίησης κέρδους

Με τη μέθοδο αυτή η αξία της επιχείρησης δίνεται από το μέσο όρο της τρέχουσας καθαρής αξίας των λειτουργικών στοιχείων και της αξίας μέσω της κεφαλαιοποίησης των μελλοντικών κερδών.

Ο τύπος αυτός τροποποιείται σε περιπτώσεις μικρών επιχειρήσεων που ο μελετητής δεν έχει στη διάθεση του επαρκής στοιχεία και γίνεται ως εξής:

$$\frac{\text{τρέχουσα καθαρή αξία λειτουργικών στοιχείων}}{2} + \frac{(K-100)}{t} * 2$$

$$\text{Αξία επιχείρησης} = \frac{\text{τρέχουσα καθαρή αξία λειτουργικών στοιχείων}}{2} + \frac{(K-100)}{t} * 2$$

Η

$$\text{Αξία επιχείρησης} = \frac{\text{τρέχουσα αξία λειτουργικών στοιχείων}}{2} + \frac{K-100}{t}$$

Η συγκεκριμένη μέθοδος έχει μια καλή αξιοπιστία εφόσον συνυπολογίζει τα λειτουργικά περιουσιακά στοιχεία και ορίζει επακριβώς τα κέρδη που θα πραγματοποιηθούν στο μέλλον σε συνδυασμό με το επιτόκιο κεφαλαιοποίησης τους. (Σγουρινάκης, 2016)

ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΗΣ ΠΑΡΟΥΣΑΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΥΠΕΡΠΡΟΣΟΔΟΥ

Η υπερπρόσοδος ή με άλλα λόγια η υπερβάλλουσα αξία είναι το αποτέλεσμα της αφαίρεσης των ιδίων κεφαλαίων από το συνολικό ποσό των κερδών. Αυτό το υπερβάλλον κέρδος προέρχεται από την ποιότητα των προϊόντων, την εγκατάσταση της επιχείρησης, τις σχέσεις με τους πελάτες-τους προμηθευτές και τους δανειστές, στο δημιουργικό marketing, στην παραγωγή Know-how, στο σωστό management, στον μειονεκτικό ανταγωνισμό κ.τ.λ. Στη διεθνή βιβλιογραφία έχει πάρει το όνομα «goodwill» και «fonds de commerce» ενώ στην ελληνική καλείται «αξία υπερπροσόδου», «υπεραξία επιχείρησης», «αέρας» ή «φήμη και πελατεία». (Σγουρινάκης, 2016)

Για τον υπολογισμό της υπεραξίας μπορούμε να αθροίσουμε την υπερπρόσοδο των τελευταίων 5 με 10 χρόνων που συνηθέστερα απαντάται στην 5ετία. Η διάρκεια του

υπερκέρδους εξαρτάται από το είδος των άυλων στοιχείων που τη δημιουργούν δηλαδή εάν προέρχεται από ευρεσιτεχνίες, πατέντες, σήματα, τεχνογνωσία και ένα πετυχημένο Know-how τότε θα είναι μακράς διάρκειας ειδικά θα είναι βραχυχρόνιο. Δεν υπάρχει η δυνατότητα διαχωρισμού των άυλων στοιχείων σε βραχυχρόνια και μόνιμα για αυτό και είναι στην προσωπική κρίση του εκάστοτε εκτιμητή να κάνει την σωστή στάθμιση αυτών των παραγόντων συνυπολογίζοντας την γενικότερη κατάσταση του κλάδου που ανήκει η υπό εκτίμηση επιχείρηση. Σε κάθε περίπτωση το ζήτημα είναι να προσδιοριστεί η αξία της υπερπροσόδου που προβλέπεται να δημιουργηθεί στα προσεχή έτη. Άρα ισούται με την αρχική αξία μιας ράντας πρόσκαιρης σταθερής ετήσιας κλίμακας με ετήσιο όρο τον μέσο όρο της πιθανής ετήσιας υπερπροσόδου στο μέλλον της επόμενης περιόδου, με επιτόκιο προεξόφλησης ένα ποσοστό που είναι στην διακριτική ευχέρεια του εκτιμητή να επιλέξει. Το επιτόκιο αυτό κεφαλαιοποίησης αντιστοιχεί ουσιαστικά στο ποσοστό απόδοσης των επενδυμένων κεφαλαίων σε μια επιχείρηση αυξημένο κατά το ποσοστό κινδύνου που είναι σε συνάφεια με την υπερπρόσοδο. Οι απόψεις των οικονομολόγων συγκλίνουν στον προσδιορισμό του ποσοστού δίνοντάς του τιμές από 25% ως 75% της αποδοτικότητας των επενδυμένων κεφαλαίων.

Σύμφωνα με τα προαναφερόμενα ο υπολογισμός της αξίας δεν θα βασιστεί στην Λογιστική καθαρή θέση αλλά στην πραγματική καθαρή θέση δηλαδή:

Αξία επιχείρησης = Πραγματική καθαρή θέση + Υπεραξία.

Η υπεραξία είναι ίση με την αρχική αξία χρηματικής σειράς (ράντα) που έχει ως όρο την μέση τιμή των αναμενόμενων μελλοντικών κερδών και προεξοφλημένο επιτόκιο το ιδανικό ποσοστό.

$$\text{Υπεραξία} = \{K - (i * \Lambda K \Theta)\} * \alpha \frac{i}{\eta}$$

Οπότε

$$\text{Αξία επιχείρησης} = \text{Πραγματική καθαρή θέση} + \{K - (i * \Lambda K \Theta)\} * \alpha \frac{i}{\eta}$$

K= μέσο μελλοντικό κέρδος επιχείρησης

i= κανονικό ποσοστό απόδοσης κεφαλαίου υπό επένδυση

i'= επιτόκιο προεξόφλησης υπερπροσόδου

η= προβλεπόμενα έτη υπερπροσόδου

ΛΚΘ= Λογιστική καθαρή θέση

ΠΚΘ= Πραγματική καθαρή θέση

Αξιοσημείωτο είναι ότι η υπεραξία προσδιορίζεται για ορισμένο χρονικό διάστημα και υπολογίζεται με επιτόκιο αυξημένο αυτού που χρησιμοποιείται στην απόδοση των ιδίων κεφαλαίων μετά από επένδυση στα λειτουργικά στα λειτουργικά στοιχεία της επιχείρησης δηλαδή της λειτουργικής καθαρής θέσης.

Σε πρακτικό επίπεδο για να επιτευχθεί η σωστότερη εκτίμηση της αξίας της υπερπροσόδου ακολουθούνται τα εξής βήματα:

1^ο Πραγματοποιούμε μελέτη των λειτουργιών , της χρηματοοικονομικής θέσης και της πορείας της επιχείρησης.

2^ο Ορίζουμε την πραγματική καθαρή θέση αφού διαχωρίζουμε τα περιουσιακά στοιχεία σε λειτουργικά και μη λειτουργικά.

3^ο Υπολογίζουμε το οργανικό καθαρό ενεργητικό

4^ο Βρίσκουμε την υπεραξία έπειτα από τον ορθό υπολογισμό των οργανικών κεφαλαίων της επιχείρησης, του οργανικού κέρδους και της υπερπροσόδου.

5^ο Τέλος, Προσδιορίζουμε την αξία της επιχείρησης συνυπολογίζοντας πάντα το λειτουργικά και μη λειτουργικά στοιχεία της επιχείρησης και την υπεραξία. (Σακέλλης, 1991)

Πρακτική εφαρμογή της μεθόδου θα ακολουθήσει σε επόμενο κεφάλαιο ώστε να γίνει καλύτερη κατανοητή.

ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΤΗΣ ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ

Η συγκεκριμένη μέθοδος ονομάζεται άμεση μέθοδος ή και μέθοδος των Αγγλοσαξόνων, δηλαδή στηρίζεται στην αντίληψη ότι τα κέρδη που αναμένονται οφείλουν αρχικά να καλύψουν τα κεφάλαια που ισούται με την αξία του καθαρού ενεργητικού της επιχείρησης. Οι συμμετέχοντες στην παρούσα φάση ο πωλητής και ο αγοραστής ορίζουν ένα ποσοστό απόδοσης κεφαλαίου που απαιτείται για την αγορά των περιουσιακών στοιχείων (έστω i). Το επιτόκιο αυτό κεφαλαιοποίησης είναι απαραίτητο να είναι

μεγαλύτερο από το μέσο επιτόκιο αφού στόχος είναι το κέρδος αποτιμώντας έτσι την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων. Η κεφαλαιοποίηση αυτή ουσιαστικά ισοδυναμεί με την αξία goodwill της επιχείρησης. Έτσι ο υπολογισμός της υπεραξίας δίνεται από τον ακόλουθο τύπο:

$$\text{Υπεραξία} = \frac{(K - \text{Πραγματική καθαρή θέση} * i)}{i'}$$

και

$$\text{Αξία επιχείρησης} = \text{Πραγματική καθαρή θέση} + \text{Υπεραξία}$$

Όπου K= κέρδος επιχείρησης

$$i' = 2 * i$$

$$\text{Υπεραξία} = \frac{(K - i * \text{Πραγματική καθαρή θέση})}{2 * i} \quad (\text{Σακέλλης, 1991})$$

ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΟΥ ΜΕΣΟΥ ΟΡΟΥ ΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΜΕΝΩΝ ΚΕΡΔΩΝ ΚΑΙ ΤΗΣ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗΣ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΗΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Η συγκεκριμένη μέθοδος γνωστή και ως έμμεση μέθοδος ή μέθοδος του Βερολίνου υπολογίζεται αρχικά το goodwill ως το αποτέλεσμα της αφαίρεσης της πραγματικής καθαρής θέσης της επιχείρησης από την αξία κεφαλαιοποίησης των κερδών της. Έπειτα ως goodwill ορίζεται το μισό αυτής της αφαίρεσης που προσauζάνει θετικά την πραγματική καθαρή θέση και υπολογίζει τελικά την αξία της επιχείρησης. (Σγουρινάκης, 2016)

Ο ΤΥΠΟΣ ΤΟΥ SCHMALENBACH

Ο Schmalenbach, ο οποίος και επινόησε την μέθοδο, πρότεινε έναν τύπο υπολογισμού που συμπεριλαμβάνει και την απόσβεση της υπεραξίας (Goodwill). Σύμφωνα με τον συγκεκριμένο τύπο, η απόσβεση της υπεραξίας πραγματοποιείται για συγκεκριμένο αριθμό ετών, σε αντίθεση με την μείωση των κερδών που γίνεται κατά το ποσό της

απόσβεσης της υπεραξίας για όλα τα άπειρα έτη για τα οποία πραγματοποιείται η εκτίμηση της επιχείρησης. Ο τύπος είναι:

$$X = \frac{R - (X - S) \cdot 100}{t \cdot n}$$

όπου

X= αξία επιχείρησης

R= προβλεπόμενο κέρδος

S=Πραγματική καθαρή θέση

X-S=αξία goodwill

n= έτη που αναφέρεται το αποσβεσμένο goodwill

t=επιτόκιο κεφαλαιοποίησης

Ο συγκεκριμένος τρόπος εκτίμησης έχει αρκετούς επικριτές αφού θεωρεί πως τα κέρδη θα παραμείνουν διαχρονικά σταθερά. Επίσης, από τη μία αποδέχεται πως η απόσβεση της υπεραξίας είναι καλό να περιορίζεται σε συγκεκριμένο αριθμό ετών ενώ αντίθετα η μείωση των κερδών κατά το ποσό της απόσβεσης υπολογίζεται για άπειρα έτη.

Ο ΤΥΠΟΣ ΤΟΥ FIDEX

Βάσει του συγκεκριμένου τύπου η αξία της επιχείρησης υπολογίζεται ως η τωρινή αξία των χρεολυσίων του ετησίου κέρδους μέσα από μια συγκεκριμένη μελλοντική περίοδο.

$$V = S \frac{1}{(1+i)^n} + \frac{R}{i} \cdot 1 - \frac{1}{(1+i)^n}$$

δηλαδή

V=αξία επιχείρησης

S=πραγματική καθαρή θέση

R=προβλεπόμενο ετήσιο κέρδος

i=επιτόκιο κεφαλαιοποίησης κερδών

n =προβλεπόμενα έτη που η επιχείρηση θα έχει κέρδος

Η μέθοδος αυτή υπολογίζει τα κέρδη ως χρεολύσια, και συμπεριλαμβανομένης της αξίας της πραγματικής καθαρής θέσης εκτιμάται η αξία της επιχείρησης. Κατά αυτό τον τρόπο πρέπει να διανεμηθεί όλο το ποσό των κερδών χωρίς να υπάρχει η δυνατότητα επανατοποθέτησης με σκοπό την εκ νέου επένδυσή τους στην επιχείρηση. Τέλος, για να εκτιμηθεί η επισφάλης της υπεραξίας χρησιμοποιείται μεγάλο ποσοστό κεφαλαιοποίησης της υπερπροσόδου. (Σακέλλης, 1991)

ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΟΥ ΓΙΝΟΜΕΝΟΥ ΤΗΣ ΥΠΕΡΠΡΟΣΟΔΟΥ ΕΠΙ ΤΑ ΕΤΗ ΤΗΣ ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΗΣ ΔΙΑΡΚΕΙΑΣ ΤΗΣ

Υπεραξία= $n[K-(i+ \text{πραγματική καθαρή θέση})]$

και Αξία επιχείρησης= Πραγματική καθαρή θέση+ Υπεραξία

Στη συγκεκριμένη μέθοδο η επισφάλεια της υπεραξίας υπολογίζεται με ένα συγκεκριμένο αριθμό n χρόνων. Αυτός ο τρόπος έρχεται σε αντίθεση με την προηγούμενη μέθοδο που εκτιμά την υπεραξία με ένα μεγαλύτερο ποσοστό κεφαλαιοποίησης της υπερπροσόδου. Συμπερασματικά η προαναφερθείσα μέθοδος συνήθως απορρίπτεται εφόσον συνεκτιμά στον υπολογισμό της αξίας της επιχείρησης τα ονομαστικά κέρδη που θα υπάρχουν στο μέλλον και όχι την υπάρχουσα αξία τους.

ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

Αξία επιχείρησης=

$$\frac{\text{πραγματική καθαρή θέση} + [\text{μέσος όρος οργανικών κερδών τελευταίας 5ετίας}] * 12}{2}$$

Η επιτροπή Κεφαλαιαγοράς χρησιμοποιεί τον παραπάνω τύπο υπολογισμού για τον υπολογισμό των μετοχών των μη εισηγμένων εταιρειών στο Χρηματιστήριο αλλά εμπεριέχονται στο χαρτοφυλάκιο των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Η μέθοδος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς κρίνεται αμφίβολη σχετικά με τον τρόπο αποτίμησης αφού αποτιμά την αξία της επιχείρησης βάσει των κερδών που έχουν υπολογιστεί σε προηγούμενα έτη. Έτσι δεν μπορεί να αντικατοπτριστεί με σιγουριά η πραγματική εικόνα της επιχείρησης.

ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΗΣ ΕΦΟΡΙΑΣ

Σύμφωνα με τον βασικό νόμο της φορολογίας εισοδήματος και πιο συγκεκριμένα του άρθρου 32 του Ν. 3323/55 οποιοδήποτε κέρδος ή ωφέλεια που προκύπτει έπειτα από μεταβίβασης μεριδίου εταιρείας ή ολόκληρης της επιχείρησης με τα άυλα στοιχεία αυτής φορολογείται με συντελεστή 20%. Αυτή η διάταξη αφορά τις προσωπικές εταιρείες αφού για τις ανώνυμες ισχύει η αφορολόγητη υπεραξία. Έτσι, όταν μια επιχείρηση τεθεί σε φορολογία χρησιμοποιείται ο ακόλουθος τύπος ο οποίος είναι αποδεκτός από τα Φορολογικά δικαστήρια και το συμβούλιο της Επικρατείας.

Υπεραξία= 4* μέσος όρος της υπερπροσόδου των τελευταίων 5 ετών

Όλοι οι συντελεστές υπολογίζονται χωρίς αποπληθωρισμό από την ετήσια πρόσοδο βγάζοντας από το αποτέλεσμα την τεκμαρτή αμοιβή των εταίρων. (Σακέλλης, 1991)

ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΗΣ ΣΥΓΚΡΙΣΙΜΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Η συγκεκριμένη μέθοδος πραγματοποιείται μέσω των ακόλουθων βημάτων:

Αρχικά αναζητούμε την επιχείρηση που θα χαρακτηριστεί ως συγκρίσιμη και λειτουργεί στον ίδιο τομέα με την επιχείρηση υπό εκτίμηση και θα υπολογίσουμε την αξία της ως οικονομική μονάδα. Σε επόμενη φάση γίνεται άντληση αυτών των λογιστικών μεγεθών μέσω των οικονομικών καταστάσεων της επιχείρησης που χρησιμοποιείται για την σύγκριση όπως πωλήσεις, ίδια κεφάλαια κ.τ.λ. ώστε να οριστούν εκείνοι οι αριθμοδείκτες με αριθμητή τη τιμή στο χρηματιστήριο και παρονομαστή το αντίστοιχο μέγεθος από τα προαναφερόμενα. Τα κλάσματα αυτά υποδηλώνουν πόσες φορές για παράδειγμα οι πωλήσεις παρέχουν την τιμή στο χρηματιστήριο με άλλα λόγια την μετοχή. Τέλος, πολλαπλασιάζεται ο κάθε αριθμοδείκτης της συγκρίσιμης επιχείρησης με το ανάλογο

κονδύλι της υπό εκτίμηση επιχείρησης καταλήγοντας στον προσδιορισμό της οικονομικής αξίας της επιχείρησης.

Βέβαια, η συγκεκριμένη μέθοδος εμφανίζει κάποια σημαντικά προβλήματα τα οποία κάνουν δυσχερή την χρησιμοποίησή της αφού τα διάφορα είδη των αριθμοδεικτών υπολογίζουν διαφορετικές οικονομικές αξίες. Επιπροσθέτως, σε επιχειρήσεις με ζημία (αρνητικοί παρονομαστές) δεν είναι δυνατό να υπολογιστούν οι αριθμοδείκτες καθώς υπάρχει μεγάλη δυσκολία στο να βρεθεί η συγκρίσιμη επιχείρηση εφόσον είναι πιθανό να λειτουργεί σε άλλη χώρα αντιμετωπίζοντας διαφορετικούς κινδύνους. (Γκίκας, 2010)

ΜΕΘΟΔΟΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΜΕΝΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Το μοντέλο εκτίμησης των Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών θεωρείται ως ο πιο διαδεδομένος τρόπος εκτίμησης αξίας εισηγμένων και μη εταιρειών. Προσδιορίζει την απόδοση της εταιρείας ανά τα έτη και αναλύει την δυνατότητά της να δημιουργεί ταμειακά διαθέσιμα. Έτσι, η μέθοδος της προεξόφλησης των ταμειακών ροών εξηγεί την αξία της επιχείρησης ως αξία των προεξοφλημένων μελλοντικών ταμειακών ροών της. (Kaplan, 1995)

Ειδικότερα με την μέθοδο προεξόφλησης ταμειακών ροών υπολογίζονται συνολικά τα στοιχεία του Ενεργητικού (assets) της επιχείρησης προεξοφλώντας τις μελλοντικές ροές που πρόκειται να δημιουργηθούν από αυτά. (Grinblatt, 2nd Edition 2002) Ο πυλώνας της συγκεκριμένης μεθόδου έγκειται στις αρχές της Παρούσας αξίας κατά την οποία η αξία κάθε περιουσιακού στοιχείου είναι ίση με την παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών ταμειακών ροών που θα δημιουργηθούν από αυτό.

Δηλαδή:

$$\text{Value} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+k)^t}$$

Όπου n= διάρκεια

CF_t= ταμειακές ροές περιόδου

K= προεξοφλητικό επιτόκιο που δείχνει το βαθμό επικινδυνότητας των υπό εκτίμηση ταμειακών ροών.

Για τον προσδιορισμό του DCF value μιας επιχείρησης πρέπει να υπολογιστούν αρχικά οι αναμενόμενες ταμειακές ροές που θα προκύψουν από το Ενεργητικό (assets) της εταιρείας, το ποσοστό με το οποίο οι ταμειακές ροές των παγίων στοιχείων θα προεξοφληθούν στο παρόν, η παρούσα αξία των προσδοκώμενων ταμειακών ροών που προκύπτουν από τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας και τελικά να υπολογιστεί η αναμενόμενη αξία της επιχείρησης (DCF value) αφαιρουμένων των πιθανών χρεών και δανεισμών.

$$V = \frac{CF_1}{1+k} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \frac{CF_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1+k)^n}$$

Όπου:

CF_i = οι συνολικές εκτιμώμενες ταμειακές ροές για την περίοδο i

VR_n = η υπολειμματική αξία (Residual Value) της επιχείρησης στο έτος n

k = το κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο για τον κίνδυνο των ταμειακών ροών

Οι ταμειακές ροές μπορούν να έχουν διάρκεια στο διηνεκές, παρόλο που έχει αποδειχθεί πως η Παρούσα Αξία τους μειώνεται σταδιακά στο πέρας του χρόνου. Επιπλέον, σύμφωνα με τον Fernandez (P., 2001) το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα των περισσότερων επιχειρήσεων τείνει να εξαλειφθεί μετά από κάποια χρόνια.

Στη συνέχεια, για να εκτιμηθεί η απαιτούμενη απόδοση k χρησιμοποιείται το μοντέλο αποτίμησης κεφαλαιουχικών στοιχείων (capital asset pricing model-CAPM). Βάσει του CAPM η αναμενόμενη απόδοση από τους επενδυτές ισούται με το άθροισμα της απαλλαγμένης κινδύνου απόδοσης (risk free rate), δηλαδή η απόδοση που θα είχαν επενδύοντας σε ένα κρατικό ομόλογο χωρίς κίνδυνο και μιας απόδοσης ανάλογης του κινδύνου που αναλαμβάνουν από την τοποθέτηση των κεφαλαίων τους σε μετοχές της επιχείρησης ως αποζημίωση (αμοιβή κινδύνου - risk premium). Η αμοιβή αυτή του κινδύνου (risk premium) υπολογίζεται πολλαπλασιάζοντας το συντελεστή beta (β) της μετοχής της εταιρείας με την αμοιβή κινδύνου της αγοράς (market risk premium) για μια μέση επένδυση. (Αρτίκης, 2002) Άρα, η απαιτούμενη απόδοση της μετοχής της επιχείρησης θα δίνεται από τη σχέση:

$$k_e = R_F + \beta (R_M - R_F)$$

Όπου:

R_F = η απόδοση χωρίς κίνδυνο (κρατικού ομολόγου)

R_M = η αναμενόμενη απόδοση της αγοράς

$R_M - R_F$ = η αμοιβή κινδύνου της αγοράς (market risk premium)

β = το beta της μετοχής.

$B (R_M - R_F)$ = η αμοιβή κινδύνου της μετοχής της επιχείρησης.

Εφόσον η επιχείρηση έχει σταθερό ποσοστό αύξησης των μερισμάτων στο μέλλον, η αξία υπολογίζεται ως εξής:

$$Equity Value = \frac{DIV_1}{(k_e + g)}$$

Η εξίσωση αυτή ονομάζεται και Μοντέλο Προεξοφλητικών Μερισμάτων (divided discount model). Είναι η βάση των πιο διαδεδομένων μεθόδων αποτίμησης όπως για παράδειγμα είναι η μέθοδος προεξόφλησης υπερκερδών (discounted abnormal earnings valuation method) αλλά και η μέθοδος προεξόφλησης των ταμειακών ροών (discounted cash flow valuation method).

ΜΕΘΟΔΟΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Συγκαταλέγεται στο ευρύτερο φάσμα του μοντέλου προεξόφλησης ταμειακών ροών DCF και αποτελεί ίσως την πιο δημοφιλή μέθοδο σε παγκόσμιο επίπεδο για την αποτίμηση εταιρειών. Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή: θα πρέπει να εκτιμηθούν: οι αναμενόμενες ελεύθερες ταμειακές ροές της εταιρείας, το ποσοστό με το οποίο αυτές οι ταμειακές ροές θα προεξοφληθούν στο παρόν (όπως ήδη έχει αναφερθεί το ποσοστό προεξόφλησης είναι το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου - WACC), η τωρινή αξία των προσδοκώμενων ταμειακών ροών, η υπολειμματική αξία της εταιρείας και τέλος η εκτιμώμενη αξία της επιχείρησης, αφού πρώτα αφαιρεθεί το όποιο χρέος ή δανεισμός υπάρχει. Το μοντέλο αποτίμησης DFCF ξεκινά με τον προσδιορισμό ενός χρονικού διαστήματος εντός του οποίου αφορά η πρόβλεψη των μελλοντικών ταμειακών ροών της εταιρίας. Ο ορισμός ενός συγκεκριμένου χρονικού διαστήματος δεν σημαίνει πως υιοθετείται η υπόθεση ότι η

επιχείρηση θα σταματήσει τη λειτουργία της μετά τη λήξη του διαστήματος που έχει τεθεί. Το κριτήριο που ακολουθείται για την επιλογή της χρονικής διάρκειας σχετίζεται με τον αριθμό των ετών που θεωρεί ο αναλυτής ότι χρειάζεται η επιχείρηση για να βρεθεί σε μια σταθεροποιημένη κατάσταση, πέραν της οποίας θα αναπτύσσεται με σταθερό ρυθμό. Οι ταμειακές ροές αποτελούν σήμερα για πάρα πολλούς αναλυτές ένα από τα σημαντικότερα κριτήρια αξιολόγησης της ελκυστικότητας της αγοράς μιας μετοχής.

Ως ελεύθερες ταμειακές ροές μιας επιχείρησης ορίζονται συνήθως οι καθαρές λειτουργικές ταμειακές ροές μειωμένες με τις καθαρές επενδυτικές ροές και τις καταβολές για την εξυπηρέτηση των φορολογικών της υποχρεώσεων. Στην ουσία οι ελεύθερες ταμειακές ροές είναι τα χρήματα που απομένουν στην εταιρία μετά την κάλυψη των επενδυτικών αναγκών της και των απαιτήσεων του κεφαλαίου κίνησης, υποθέτοντας ότι δεν υφίσταται δανεισμός και επομένως δε υπάρχει επιβάρυνση από τέτοιου τύπου χρηματοοικονομικά έξοδα. Η ύπαρξη ελεύθερων ταμειακών ροών παρέχει τη δυνατότητα στην επιχείρηση να καταβάλει μερίσματα και να αξιοποιήσει τις επενδυτικές ευκαιρίες εκείνες οι οποίες βελτιώνουν την απόδοση της επιχείρησης και αυξάνουν την αξία για τους μετόχους της. Αντίθετα, η ύπαρξη αρνητικών ελεύθερων ταμειακών ροών οδηγεί σε αύξηση του δανεισμού ή αύξηση της καθαρής θέσης.

Για τον προσδιορισμό των ελεύθερων ταμειακών ροών θα πρέπει να εξαιρεθεί από τους υπολογισμούς η χρηματοδότηση των λειτουργιών της επιχείρησης από δανειακά κεφάλαια και το ενδιαφέρον να επικεντρωθεί στην απόδοση μετά φόρων επί των παγίων στοιχείων της εταιρίας λαμβάνοντας υπόψη τις επενδύσεις που απαιτούνται σε κάθε περίοδο ώστε να εξασφαλιστεί η συνέχιση της λειτουργίας της. Γενικό κανόνα υπολογισμού των ελεύθερων ταμειακών θα μπορούσαμε να πούμε ότι αποτελεί η σχέση:

$$\text{Free Cash Flow} = \text{EBIT} (1-T) + \text{Depreciation} - \text{CAPEX} - \Delta\text{NWC} \quad [3.16]$$

όπου:

T = ο φορολογικός συντελεστής (tax rate)

CAPEX = τα έξοδα για επενδύσεις (capital expenditure)

ΔNWC = η μεταβολή Κεφαλαίου Κίνησης (change in net working capital).

Το κεφάλαιο κίνησης υπολογίζεται ως εξής:

Operating Cash

(+) Accounts Receivable

(+) Inventories

(-) Accounts Payable

= Working Capital

Κάνοντας την υπόθεση ότι η χρηματοδότηση μιας επιχείρησης γίνεται αποκλειστικά με ίδια κεφάλαια, τότε οι ελεύθερες ταμειακές ροές θα ισούνται με τις ταμειακές ροές προς την καθαρή θέση (cash flow to equity). Αυτές οι ταμειακές ροές αντικατοπτρίζουν τα ταμειακά διαθέσιμα που απομένουν μετά την κάλυψη όλων των επενδυτικών αναγκών και των δανειακών υποχρεώσεων της εταιρείας, τα οποία μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την καταβολή των μερισμάτων. Η επιλογή προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών ή ταμειακών ροών καθαρής θέσης σχετίζεται αποκλειστικά με το αν σκοπός της αποτίμησης είναι η εκτίμηση της αξίας της καθαρής θέσης ή της εταιρείας ως σύνολο. Η αξία της επιχείρησης η οποία προσδιορίζεται από τις ταμειακές ροές και την κερδοφορία της πέραν του οριζόμενου χρονικού διαστήματος των προβλέψεων - καθώς η λειτουργία της επιχείρησης συνεχίζεται- αποτυπώνεται στην υπολειμματική αξία. Η υπολειμματική αξία ισούται με την παρούσα αξία όλων των μελλοντικών ταμειακών ροών μετά το τέλος της εξεταζόμενης χρονικής περιόδου, με βάση την υπόθεση ότι αυξάνονται με ένα σταθερό ρυθμό, καθώς δεν προσφέρονται πλέον στην επιχείρηση ευκαιρίες για υψηλότερο ρυθμό ανάπτυξης, ή διαφορετικά, ότι πλέον οι αναμενόμενες αποδόσεις είναι ίσες με κόστος κεφαλαίων της εταιρείας. Η υπολειμματική αξία της επιχείρησης είναι η αξία της στο διηνεκές. Για τον υπολογισμό της υπολειμματικής αξίας χρησιμοποιείται η μέθοδος κεφαλαιοποίησης της ταμειακής ροής της τελευταίας περιόδου πρόβλεψης στο διηνεκές. Μια βασική παραδοχή για τον υπολογισμό της αξίας της εταιρείας είναι ότι οι επενδύσεις σε κεφαλαιουχικό εξοπλισμό μετά την περίοδο πρόβλεψης γίνονται μόνο για να διατηρηθεί η υπάρχουσα δυναμικότητα κατά το τελευταίο έτος πρόβλεψης. Ο τύπος υπολογισμού της υπολειμματικής αξίας στο τέλος της περιόδου t είναι:

$$Terminal Value = \frac{FCF_t * (1+g)}{(WACC-g)}$$

όπου:

FCF_t = ελεύθερες ταμειακές ροές στη λήξη της χρονικής περιόδου

WACC = Weighted average cost of capital (Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου)

g = η προσδοκώμενη σταθερή αύξηση των FCF στο διηνεκές (expected constant growth of FCF)

Γίνεται φανερό ότι μικρές μεταβολές του ποσοστού αύξησης g μπορεί να οδηγήσουν σε σχετικά μεγάλες μεταβολές στην υπολειμματική αξία. Η διαπίστωση αυτή οδηγεί στο συμπέρασμα ότι θα πρέπει να δίνεται ιδιαίτερη βαρύτητα στον καθορισμό του ποσοστού αύξησης, ιδιαίτερα αν πρόκειται για την αποτίμηση επιχειρήσεων με υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Κάτι που πρέπει να τονιστεί είναι ότι στο διηνεκές, ο ρυθμός αύξησης δεν μπορεί να ξεπερνά το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου.

Το ποσοστό προεξόφλησης που χρησιμοποιείται θα πρέπει να αντανakλά το μέσο σταθμικό κόστος ευκαιρίας των επενδυτών σε εναλλακτικές επενδύσεις. Όπως έχει προαναφερθεί, το ποσοστό προεξόφλησης στην περίπτωση αυτή είναι το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (Weighted Average Cost of Capital – WACC).

Το WACC αποτελεί το ελάχιστο ποσοστό απόδοσης (rate of return) που απαιτείται για την προεξόφληση των ταμειακών ροών που θα δημιουργηθούν από τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης, και το οποίο θα πρέπει να είναι τουλάχιστον ίσο με το κόστος χρηματοδότησής τους. Το WACC μπορεί να υπολογιστεί από τη σχέση:

$$WACC = \frac{Equity}{Equity + Debt} \times k_E + \frac{Debt}{Equity + Debt} \times k_D(1 - Tax Rate)$$

Όπου:

k_E = κόστος Ιδίων Κεφαλαίων

k_D = κόστος Δανειακών Κεφαλαίων

Σταθμικά (weights) = οι αντίστοιχες αναλογίες του equity και του debt στη χρηματοδότηση των παγίων στοιχείων

Η εκτίμηση του WACC με βάση την παραπάνω σχέση στηρίζεται στο Μοντέλο Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model – CAMP).

Τέλος έχοντας καθορίσει όλες τις παραμέτρους του μοντέλου αποτίμησης με προεξόφληση των ελεύθερων ταμειακών ροών η εκτιμώμενη αξία της επιχείρησης (corporate value) προκύπτει ως το άθροισμα του συνόλου των παρουσών αξιών των ελεύθερων ταμειακών

ροών και της παρούσας αξίας της υπολειμματικής της αξίας. Πιο συγκεκριμένα, η αξία της επιχείρησης δίνεται από τη σχέση:

$$\text{Corporate Value} = \sum [PV(FCF)] + PV(\text{Terminal Value}) [1]$$

Η παρούσα αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών (PV_{FCF}) και της υπολειμματικής αξίας ($PV_{\text{TERMINAL VALUE}}$) υπολογίζονται αντιστοίχως από τις σχέσεις [2] και [3]:

$$PV_{FCF} = \frac{FCF}{(1 + WACC)^t} [2]$$

$$PV_{\text{TERMINAL}} = \frac{\text{Terminal Value}}{(1 + WACC)^t} [3]$$

όπου: $(1+WACC)^t$ = παράγοντας προεξόφλησης (discount factor)

Αφαιρώντας από την σχέση [1] τυχόν δανεισμό της επιχείρησης θα προκύψει η αξία της Καθαρής Θέσης (Equity) της εταιρείας:

$$\text{Equity} = \text{Corporate Value} - \text{Debt}$$

Η τελική αξία της επιχείρησης συγκρίνεται με την τρέχουσα αξία της (market value) στο χρηματιστήριο για να διαπιστωθεί αν είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη. Συγκεκριμένα, από την διαίρεση της τελικής αξίας της εταιρείας με τον αριθμό των μετοχών προκύπτει η αξία ανά μετοχή, η οποία συγκρινόμενη με την τρέχουσα τιμή της μετοχής στο χρηματιστήριο θα καταδειχθεί κατά πόσο η μετοχή είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη. (Παπαδοπούλου, 2017)

2.4 ΕΠΙΛΟΓΗ ΠΡΟΣΗΚΟΥΣΑΣ ΜΕΘΟΔΟΥ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ

Η αρχή των μεθόδων αποτίμησης έχει τις ρίζες της περί το 1961 και 1963 όπου οι Miller (Miller, 1961) & Modigliani (Modigliani, 1963) θεσμοθέτησαν δύο μεθόδους αποτίμησης, την πρώτη που χρησιμοποιεί το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου WACC για την προεξόφληση των μελλοντικών ταμειακών ροών και την δεύτερη η οποία κεφαλαιοποιεί τις μελλοντικές ταμειακές ροές μετά φόρων με το κόστος κεφαλαίου μιας επιχείρησης

απαλλαγμένη από χρέος. Η δεύτερη αυτή μέθοδος ονομάστηκε προσαρμοσμένη παρούσας αξίας.

Στη συνέχεια, το 2000 οι Martin & Petty (Martin, 2000) τόνισαν ότι παρόλα τα προβλεπτικά σφάλματα που είχαν έως τότε οι μέθοδοι αποτίμησης παρείχαν ένα συντριπτικό πλεονέκτημα στις επιχειρήσεις που τις εφαρμόζαν ώστε να εξελίξουν την αποδοτικότητά τους έναντι των υπόλοιπων επιχειρήσεων. Το ίδιο έτος έρχονται να τονίσουν και οι Francis, Olsson & Oswald (Francis, 2000) πως οι μέθοδοι αποτίμησης των μερισμάτων (divide and discount model), των ελεύθερων ταμειακών ροών (free cash flow) και των μη κανονικών κερδών (abnormal earnings) είναι οι ακριβέστερες και προσδίδουν την καλύτερη δυνατή εξήγηση στις εκάστοτε μεταβολές των αγοραίων τιμών των επιχειρήσεων. Ο Fernandez (P., 2001) το 2007 κάνοντας δέκα διαφορετικά υποδείγματα αποτίμησης αξίας των επιχειρήσεων κατέληξε στο συμπέρασμα πως η διαφορά όλων έγκειται στο τρόπο προσδιορισμού της φορολογικής ασπίδας η οποία και διαμορφώνει τελικά την αξία της επιχείρησης. Έπειτα, το 2008 ο Steiger (Steiger, 2008) ήρθε να επιβεβαιώσει τους προηγούμενους αφού εφαρμόσε την αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης μέσω των ταμειακών ροών καταλήγοντας και αυτός στο γεγονός ότι παρέχει αξιόπιστες και αξιόλογες προσεγγίσεις στην πραγματική αξία των επιχειρήσεων. Στη συνέχεια, το 2010 έρχονται οι Dimitropoulos, Asteriou και Koumanakos αφού εξέτασαν τη συσχέτιση της χρηματιστηριακής τιμής με τα κέρδη και τις ταμειακές ροές τονίζουν πως η αξία των επιχειρήσεων επηρεάζεται περισσότερο από τις αλλαγές των κερδών παρά από τις μεταβολές των ταμειακών ροών. Έτσι, κατέληξαν στο συμπέρασμα πως οι ταμειακές ροές έχουν μικρότερη επιρροή στον υπολογισμό της αξίας των επιχειρήσεων. (Dimitropoulos, 2010). Τέλος, με το άρθρο 16 του ν.4308 για τα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα, οι οντότητες πλέον θα πρέπει μαζί με τις υπόλοιπες χρηματοοικονομικές καταστάσεις τους να καταρτίζουν υποχρεωτικά και την κατάσταση των χρηματοροών τους άρα έδωσε σαφές πλεονέκτημα στις ταμειακές ροές έναντι των άλλων μεθόδων εκτίμησης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3:

3.1 ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΤΩΝ ΕΜΦΙΑΛΩΜΕΝΩΝ ΝΕΡΩΝ

Ο κλάδος των εμφιαλωμένων νερών είναι ίσως ένας από τους πιο ραγδαία αναπτυσσόμενους της σημερινής ελληνικής οικονομίας. Στον κλάδο των εμφιαλωμένων νερών έχουν την δραστηριότητα τους μια μεγάλη γκάμα μικρομεσαίων επιχειρήσεων σε σύγκριση με τις μεγαλύτερες επιχειρήσεις όπου δραστηριοποιούνται είτε με την εμφιάλωση νερού είτε κινούνται στον κλάδο των τροφίμων και ποτών. Με το πέρασμα των χρόνων έχουν παρατηρηθεί διαφοροποιήσεις σχετικά με τις συσκευασίες των εμφιαλωμένων νερών. Πιο συγκεκριμένα οι συσκευασίες PVC (πολυβινυδοχλωρίδιο) έδωσαν την θέση τους σε πιο υγιεινές και ασφαλείς συσκευασίες από PET (πολυαιθυλένιο) καθώς επίσης αυξάνεται συστηματικά η χρήση των 1 lit γυάλινων φιαλών σε χώρους μαζικής εστίασης καθώς και η αγορά ψυκτών εμφιαλωμένου νερού. Οι χώροι εργασίας έκριναν αναγκαία την δημιουργία εύκολων τρόπων χορήγησης εμφιαλωμένου νερού και έτσι αρκετές εταιρείες εκμεταλλευόμενοι αυτό το γεγονός δημιούργησαν νέες πιο εύχρηστες συσκευασίες των 18,9 lit. (www.lobe.gr)

Πίνακας 4: Μέγεθος εγχώριας φαινομενικής κατανάλωσης εμφιαλωμένων νερών 1990-2004(ICAP ,2005)

ΕΤΟΣ	ΠΑΡΑΓΩΓΗ	ΕΙΣΑΓΩΓΕΣ	ΕΞΑΓΩΓΕΣ	ΦΑΙΝΟΜΕΝΙΚΗ ΚΑΤΑΝΑΛΩΣΗ (ΠΑΡΑΓΩΓΗ+ΕΙΣΑΓΩΓΕΣ-ΕΞΑΓΩΓΕΣ)
1990	205.700	6.500	2.200	210.000
1991	278.640	5.350	3.990	280.000
1992	358.350	6.330	4.680	360.000
1993	408.300	5.300	3.600	410.000
1994	438.370	7.850	6.220	440.000
1995	461.100	6.910	8.010	460.000
1996	475.320	6.970	12.290	470.000
1997	502.200	6.210	13.670	494.740

1998	550.000	6.150	17.370	538.780
1999	620.000	7.470	21.190	606.280
2000	700.000	7.340	40.100	667.240
2001	780.000	12.400	39.500	752.900
2002	870.000	13.900	33.500	850.400
2003	1.000.000	24.400	52.000	972.400
2004	1.100.000	25.000	43.000	1.082.000

Ως μονάδα μέτρησης των ποσοτήτων είναι τα χιλιάδες λίτρα.

Πίνακας 5: Εγχώρια Παραγωγή εμφιαλωμένων νερών 1990-2004.(ICAP, 2005)

ΕΤΟΣ	ΠΑΡΑΓΩΓΗ	ΡΥΘΜΟΣ ΜΕΤΑΒΟΛΗΣ
1990	205.700	
1991	278.640	35,5%
1992	358.350	28,6%
1993	408.300	13,9%
1994	438.370	7,4%
1995	461.100	5,2%
1996	475.320	3,1%
1997	502.200	5,7%
1998	550.000	9,5%
1999	620.000	12,7%
2000	700.000	12,9%
2001	780.000	11,4%
2002	870.000	14,5%
2003	1.000.000	14,9%
2004	1.100.000	10%

Ως μονάδα μέτρησης των ποσοτήτων είναι τα χιλιάδες λίτρα

Όπως βλέπουμε στον πίνακα η εγχώρια παραγωγή του εμφιαλωμένου νερού έχει μια αυξητική πορεία στα έτη 1990-2004 με μέσο ρυθμό αύξησης ανά έτος 12,7% και φτάνοντας τα 1,1 δις λίτρα το 2004 έναντι των 205.700 λίτρων το 1990. Από τα στοιχεία

που παρουσιάζονται απορρέει το γεγονός πως η ζήτηση των νερών καλύπτεται σχεδόν αποκλειστικά από την εγχώρια παραγωγή (Πίνακας 5.). (ICAP, 2005)

3.1.1 ΜΕΡΙΑΙΑ ΑΓΟΡΑΣ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΗΣ ΑΓΟΡΑ

Στον συγκεκριμένο κλάδο δραστηριοποιείται ένας μικρός αριθμός επιχειρήσεων παρόλο που καλύπτουν ένα μεγάλο φάσμα κατανάλωσης. Ιδιαίτερα το 2004 η Ελληνική εταιρεία εμφιαλώσεως Α.Ε. coca – cola κατείχε ποσοστό της τάξης του 17% ακολουθούμενη από τις εταιρείες ΧΗΤΟΣ Α.Β.Ε.Ε και Ηπειρωτική Βιομηχανία Εμφιαλώσεων Α.Ε. με ποσοστά 15,5%-16% και 15%-15,5% αντίστοιχα. Οι εταιρείες Αθηναϊκή Ζυθοποιία Α.Ε., Αναπτυξιακή Εταιρία Γέργερης Α.Ε. και Τρις Εταιρία εμφιάλωσης Λουτρακίου Α.Ε. συνδυαστικά διατηρούν ποσοστό του κλάδου περί το 15% σε αντίθεση με τις PepsiCo-Ήβη Α.Β.Ε. και Nestle Ελλάς Α.Ε. που κατείχαν μαζί ποσοστό 18%. Συμπεραίνουμε έτσι πως οι προαναφερόμενες εταιρείες κατέχουν αθροιστικά ποσοστό 81% του κλάδου των εμφιαλώσεων. (Τρόφιμα και ποτά, ICAP 2005)

Παρατηρείται ότι στην Ευρωπαϊκή Ένωση η κατανάλωση των εμφιαλωμένων νερών έχει ολοένα και μεγαλύτερη αύξηση. Το 2002 την μεγαλύτερη κατανάλωση κατά άτομο παρουσιάζει η Ιταλία με 160 λίτρα/ έκαστος ενώ αμέσως επόμενη έρχεται η Γαλλία με 141 λίτρα/άτομο και το Βέλγιο με 135 λίτρα/άτομο. Ο κλάδος των εμφιαλωμένων νερών θεωρείται ως η πιο ισχυρή βιομηχανία του Ηνωμένου Βασιλείου με μέση ετήσια αύξηση 13,2 %. Πιο συγκεκριμένα ξεκίνησε με 580 εκατ. λίτρα το 1993 και έφτασε αγγίζοντας τα 2δισ λίτρα περίπου στα τέλη του 2003. Παρόλα αυτά ευρεία παραγωγή εμφιαλωμένου νερού γίνεται και από τις: Γαλλία με 9686 εκ. λίτρα το 2002, Ιταλία με 8840 εκ. λίτρα καθώς και από την Γερμανία με 8374,8 εκ. λίτρα. Τέλος, στην αγορά των Η.Π.Α. παρουσιάζεται ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης 9% κατά τα έτη 1993-2003 πράγμα που σημαίνει πως η κατά άτομο κατανάλωση από 10,5 γαλόνια που ξεκίνησε το 1993 έφτασε να αγγίζει το 2003 τα 22,6 γαλόνια. (ICAP, 2005)

Αξιοσημείωτη δε είναι και η άποψη της Διευθύντριας Οικονομικών και Κλαδικών Μελετών της ICAP Group σχετικά με τις εξελίξεις της συγκεκριμένης αγοράς που αναφέρει ότι : *«Η εγχώρια κατανάλωση εμφιαλωμένων νερών (σε λίτρα) αυξήθηκε την περίοδο 1990-2008 με μέσο ετήσιο ρυθμό ανόδου 12%. Το 2009 ο ρυθμός ανόδου επιβραδύνθηκε σημαντικά (αύξηση μόλις 2%), ενώ από το 2010 η αγορά παρουσιάζει*

πτωτική πορεία. Ειδικότερα, τα έτη 2011 και 2012 η κατανάλωση μειώθηκε κατά 8,1% και 6,5% αντίστοιχα. Η καθοδική πορεία εκτιμάται ότι συνεχίστηκε και το 2013, αλλά με μικρότερο ρυθμό. Η ζήτηση καλύπτεται ουσιαστικά από εγχωρίως παραγόμενα προϊόντα, εφόσον τα εισαγόμενα καλύπτουν ελάχιστο ποσοστό της αγοράς, παρουσιάζοντας διαρκώς μείωση τα τελευταία έτη. Οι εξαγωγές κυμαίνονται σε πολύ χαμηλά επίπεδα».

3.1.2 ΕΙΣΑΓΩΓΕΣ ΕΜΦΙΑΛΟΜΕΝΩΝ ΝΕΡΩΝ

Πίνακας 6: Εισαγωγές Εμφιαλωμένων Νερών για το έτος 2001 ανά χώρα προέλευσης(ICAP 2005)

ΧΩΡΑ	ΑΞΙΑ	ΠΟΣΟΤΗΤΑ
Ιταλία	967.670	7.263
Γερμανία	1.070.188	2.564
Ολλανδία	-	-
Γαλλία	164.776	386
Αυστρία	6.823	998
Ιρλανδία	-	-
Μ. Βρετανία	29.326	59
Βέλγιο-Λουξεμβούργο	44.503	99
Δανία	-	-
Σουηδία	7.195	7
Σύνολο χωρών Ε.Ε.	2.290.481	11.376
Κύπρος	6.085	38
Ρουμανία	623.525	1.815
Αλβανία	21.516	153
Άλλες χώρες	2.616	22
Σύνολο τρίτων χωρών	653.742	2.028
Σύνολο	2.944.223	13.404

Ποσότητα και αξία μετρώνται σε χιλιάδες λίτρα και € αντίστοιχα.

Πίνακας 7: Εισαγωγές Εμφιαλωμένων Νερών ανά χώρα προέλευσης για το έτος 2002 (ICAP 2005).

ΧΩΡΑ	ΑΞΙΑ	ΠΟΣΟΤΗΤΑ
Ιταλία	1.066.685	8.409
Γερμανία	920.798	3.098
Ολλανδία	5.224	4
Γαλλία	243.615	57
Αυστρία	-	-
Ιρλανδία	-	-
Μ. Βρετανία	50.112	20
Βέλγιο-Λουξεμβούργο	58.228	153
Δανία	-	-
Σουηδία	7.893	8
Σύνολο χωρών Ε.Ε.	2.352.615	11.749
Κύπρος	16.732	141
Ρουμανία	563.637	1.751
Αλβανία	42.903	267
Άλλες χώρες	-	-
Σύνολο τρίτων χωρών	623.272	2.159
Σύνολο	2.975.887	13.908

Ποσότητα και αξία μετρώνται σε χιλιάδες λίτρα και € αντίστοιχα.

Πίνακας 8: Εισαγωγές Εμφιαλωμένων Νερών για το έτος 2003 ανά χώρα προέλευσης (ICAP, 2005)

ΧΩΡΑ	ΑΞΙΑ	ΠΟΣΟΤΗΤΑ
Ιταλία	2.094.668	11.428
Γερμανία	1.136.146	3.647
Ολλανδία	293.878	1.210
Γαλλία	1.702.518	6.032

Αυστρία	43.575	373
Ιρλανδία	353.964	453
Μ. Βρετανία	30.455	14
Βέλγιο-Λουξεμβούργο	108.755	220
Δανία	7.384	8
Σουηδία	-	-
Σύνολο χωρών Ε.Ε.	5.771.343	23.385
Κύπρος	16.540	128
Ρουμανία	213.174	683
Αλβανία	36.389	231
Άλλες χώρες	30	-
Σύνολο τρίτων χωρών	266.133	1.042
Σύνολο	6.037.476	24.427

Ποσότητα και αξία υπολογίζονται σε χιλιάδες λίτρα και € αντίστοιχα.

Μελετώντας τους παραπάνω πίνακες καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι κατά τα έτη 2001-2003 οι εισαγωγές αυξήθηκαν με ρυθμό 34,5% περίπου. Παρόλα αυτά η μεγαλύτερη άνοδος σημειώνεται την περίοδο 2003/2002 όπου σχεδόν φτάνει στον υπερδιπλασιασμό δηλαδή από 13.908 χιλ. λίτρα που ξεκινάει το 2002 έρχεται να φτάσει τα 24.427 χιλ. λίτρα το 2003. Σύμφωνα με τα στοιχεία της ICAP ο περισσότερος αριθμός εμφιαλωμένων νερών εισάγεται από τις χώρες της Ε.Ε. Ειδικά η Ιταλία κερδίζει την αγορά με ποσοστό 46,8% & -60,5% επί του συνόλου ενώ ακολουθούν η Γερμανία από την μία με ποσοστά 19,1 % και 22,3% κατά το 2001-2002 και η Γαλλία το 2003 με μερίδιο αγοράς 24,7%.

Απεναντίας από τις λεγόμενες τρίτες χώρες εδραιώνεται η Ρουμανία σαν πηγή προέλευσης εμφιαλωμένων νερών με ποσοστό 12,5%-13,5% κατά τα έτη 2001-2002 επί του συνόλου των εισαγωγών ενώ το 2003 κατέχει αντίστοιχα το 2,8% .

3.1.3 ΕΞΑΓΩΓΕΣ ΕΜΦΙΑΛΩΜΕΝΩΝ ΝΕΡΩΝ

Πίνακας 9: Εξαγωγές Εμφιαλωμένου Νερού για τα έτη 2001-2003 ανά χώρα προέλευσης(ICAP, 2005)

Χώρα	2001		2002		2003	
	Αξία	Ποσότητα	Αξία	Ποσότητα	Αξία	Ποσότητα
Γερμανία	416.809	2.631	743.214	3.371	1.183.805	7.394
Δανία	-	-	26.206	127	101.066	501
Μ. Βρετανία	50.273	403	42.071	238	122.200	499
Σουηδία	998	4	6.579	23	48.204	171
Ολλανδία	-	-	6.345	18	14.972	83
Βέλγιο	1.286	4	14.964	57	18.399	70
Γαλλία	-	-	8.993	43	13.634	59
Αυστρία	-	-	888	2	4.508	20
Ισπανία	-	-	-	-	321	1
Ιταλία	-	-	4.476	17	-	-
Λοιπές χώρες	-	-	109.854	295	-	-
Σύνολο χωρών Ε.Ε	469.366	3.042	963.590	4.191	1.507.109	8.798
Κουβέιτ	-	-	-	-	2.988.187	12.944
Κύπρος	1.561.587	9.312	1.540.408	9.130	1.322.026	8.051
Π.Γ.Δ.Μ.	3.538.560	20.396	2.548.028	14.466	739.365	4.984
Αλβανία	271.871	2.542	361.696	3.374	244.690	2.664
Ισραήλ	362.064	2.358	112.033	802	65.783	587
Καναδάς	86.495	314	186.811	467	130.796	463
Η.Π.Α	93.024	267	130.976	319	139.723	390
Αυστραλία	41.299	159	90.859	363	100.917	309
Μάλτα	28.127	98	22.933	92	37.467	203
Ελβετία	-	-	-	-	14.582	110
Γιουγκοσλαβία	-	-	2.380	20	4.450	31
Σιγκαπούρη	-	-	1.617	185	-	-
Λοιπές χώρες	173.265	860	84.877	237	59.157	186
Σύνολο τρίτων χωρών	6.156.667	36.306	5.082.619	29.455	5.847.14	30.922
Σύνολο	6.626.021	39.348	6.046.208	33.646	7.354.252	39.720
Ποσότητα: σε χιλιάδες λίτρα Αξία: σε €						

Όσον αφορά τις εξαγωγές του συγκεκριμένου κλάδου μπορούμε να πούμε ότι είχε σχετικές διαβαθμίσεις ανά τα έτη. Για παράδειγμα οι περισσότερες ποσότητες εξαγωγής ήταν την περίοδο 1999/2000 που από 21.191 χιλ. λίτρα το 1999 έφτασαν τις 44.261 χιλ. λίτρα το 2000. Η αξία των εξαγόμενων προϊόντων στα έτη 1999-2003 σχεδόν ξεπέρασε τον υπερδιπλασιασμό αφού έφτασε από 3,3 εκατ. σε 7,4 εκατ. Οι μεγαλύτερες ποσότητες διοχετεύονται στην αγορά των τρίτων χωρών και πιο συγκεκριμένα το 2001-2002

αποδέκτης ήταν η Π.Γ.Δ.Μ. ενώ το 2003 ήταν το Κουβέιτ. Απεναντίας από τις χώρες της Ε.Ε. το υψηλότερο ποσοστό κατέχεται από την Γερμανία 6,7% -18,6%. (ICAP,2005).

Επίσης στον ακόλουθο πίνακα διαφαίνεται η αυξανόμενη κατανάλωση ανά χώρα το 2010 έναντι της αντίστοιχης κατανάλωσης του 2005. Όπως παρατηρούμε σχεδόν σε όλες τις χώρες υπάρχει αύξηση εκτός από τις Ιταλία, Βέλγιο- Λουξεμβούργο, Γαλλία και την Κύπρο που παρουσιάζουν μια αμελητέα μείωση. Έτσι ο παγκόσμιος μέσος όρος κατανάλωσης εμφιαλωμένων νερών παρουσιάζει αύξηση κατά σχεδόν δύο ολόκληρες μονάδες. (Gaille, 2019)

Πίνακας 10: Κατανάλωση ανά κεφαλήν από το 2005-2010 (Per Capita Consumption by Leading Countries 2005 – 2010)

2010 Rank	Gallons Per Capita	Countries	2005	2010
1		Mexico	47.3	64.3
2		Italy	50.5	49.3
3		United Arab Emirates	30.2	40.5
4		Belgium-Luxembourg	42.4	39.2
5		Germany	33.8	35.4
6		France	36.6	35
7		Spain	38.7	32.8
8		Lebanon	28.2	32
9		Thailand	20.2	30.2
10		Hungary	18.4	29.3
11		Switzerland	27.4	28.5
12		United States	25.4	28.3
13		Slovenia	21.5	28.3
14		Croatia	20.5	26.7
15		Cyprus	26	25.8
16		Qatar	21.3	25.1
17		Saudi Arabia	24.6	25
18		China, Hong Kong SAR	18.3	25
19		Czech Republic	23.8	24.3
20		Austria	21.5	24
GLOBAL AVERAGE			6.8	8.2

Πηγή: (matters, 2011)

3.2 ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΖΗΤΗΣΗΣ- ΠΡΟΣΦΟΡΑΣ ΠΡΟΙΟΝΤΩΝ

Σύμφωνα με προγενέστερα στοιχεία του 1999 μετά από έρευνα του Ινστιτούτου Γεωλογικών & Μεταλλευτικών Ερευνών στην Ελληνική επικράτεια υπήρχαν 67 εμπορικά σήματα εμφιαλωμένου νερού από τα οποία μόνο τα 23 ήταν Φυσικά Μεταλλικά Νερά και τα 44 Επιτραπέζια. Σήμερα, δεν έχουμε έγκυρη ενημέρωση σχετικά με το πόσα είναι τα σήματα σε κυκλοφορία των Ελληνικών νερών διότι σύμφωνα με την διευθύντρια εργαστηρίου νερού του Ινστιτούτου Γεωλογικών & Μεταλλευτικών Ερευνών κ. Ε. Γκιντώνη , «άδειες εμφιάλωσης νερού πλέον χορηγούνται από το κεντρικό και τα περιφερειακά παραρτήματα του ΙΓΜΕ , και έτσι η συγκέντρωση στοιχείων από την Ελληνική επικράτεια απαιτεί έγγραφο αίτημα στην Γ. Διεύθυνση του ΙΓΜΕ-ΕΚΒΑΑ και η διενέργεια μιας εργασίας που θα απαιτήσει πολύ χρόνο». (Λ., 2013)

Η ζήτηση του κλάδου των εμφιαλωμένων νερών είναι καθαρά εποχιακή αφού οι μεγαλύτερες πωλήσεις γίνονται κατά το διάστημα Απριλίου- Οκτωβρίου. Αυτό συντελείται λόγω της αυξημένης θερμοκρασίας και του υψηλού τουρισμού τους συγκεκριμένους μήνες. Ακολούθως σε μεγάλο εύρος περιοχών της Ελλάδας το δίκτυο ύδρευσης υπολειπεται ή ακόμα χειρότερα δεν υπάρχει γεγονός που συμβάλλει στην αύξηση της ζήτησης για εμφιαλωμένα νερά. Επιπροσθέτως στην νησιωτική Ελλάδα υπάρχουν μεγάλες περίοδοι έλλειψης νερού ειδικά κατά τους καλοκαιρινούς μήνες που σε συνδυασμό με το μεγάλο κύμα τουριστών κρίνουν αναγκαία την αύξηση της κατανάλωσης εμφιαλωμένων νερών. Με την πάροδο των τελευταίων ετών και κυρίως οι νέοι έχουν στραφεί σε έναν πιο υγιή τρόπο διατροφής και έτσι έχουμε άλλον έναν λόγο αύξησης της ζήτησης των μη αλκοολούχων ποτών. Τα συγκεκριμένα προϊόντα κάνουν ελαστική την ζήτηση ως προς την τιμή καθώς με τις αλλαγές στην τιμή διάθεσης του εμφιαλωμένου νερού αλλάζουν και οι αποφάσεις των καταναλωτών . Μετά από πρόσφατη έρευνα των οικογενειακών προϋπολογισμών που έλαβε χώρα από την Ε.Σ.Υ.Ε (Ελληνική Στατιστική Υπηρεσία Ελλάδος) για το διάστημα 11/1998-10/1999 η μέση αγορά ανά μήνα σε κάθε νοικοκυριό ήταν στα 2,9 λίτρα και αυξανόταν ανάλογα με τα μέλη που συνθέταν το υπό εκτίμηση νοικοκυριό.

Είναι αξιοσημείωτο βέβαια το γεγονός πως ανά διαστήματα υπάρχουν ρεπορτάζ στα Μέσα Μαζικής Ενημέρωσης που σχολιάζουν και καταδεικνύουν τους τρόπους μεταφοράς, φύλαξης και διάθεσης των εμφιαλωμένων νερών στην αγορά ως μη ιδανικούς. Έτσι

δημιουργεί ένα προσωρινό αρνητικό κλίμα στους καταναλωτές και οδηγεί τις επιχειρήσεις να εντείνουν τους ποιοτικούς ελέγχους στις γραμμές παραγωγής τους και να δημιουργούν διαφημιστικές καμπάνιες ώστε να διατηρήσουν την υγιή εικόνα των προϊόντων τους. (Bwanana, 2019)

Η προσφορά του κλάδου των εμφιαλωμένων νερών είναι αρκετά μικρή αφού είναι ελάχιστες οι επιχειρήσεις με κάποιο μέγεθος που δραστηριοποιούνται σε αυτόν και οι οποίες κατέχουν ένα οργανωμένο σύστημα διανομής. Μάλιστα βρίσκονται σε διαρκή εκσυγχρονισμό των εγκαταστάσεων και των εμφιαλωτηρίων τους δίνοντας βάση σε υψηλές επενδύσεις ώστε να βελτιστοποιήσουν και να μειώσουν το κόστος παραγωγής των εμφιαλωμένων συσκευασιών.

3.3 ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΔΙΚΤΥΟΥ ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ

Οι χώροι διακίνησης των εμφιαλωμένων νερών ποικίλουν καθώς εκτείνονται από τα περίπτερα, τα super market, τα ξενοδοχεία και φτάνουν μέχρι και σε μικρούς χώρους εστίασης ή ακόμα και σε μικρής εμβέλειας καταστήματα. Ο αυξανόμενος ανταγωνισμός των τελευταίων ετών έχει δημιουργήσει την ανάγκη στις εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον κλάδο να διαθέτουν ένα μεγάλο κομμάτι του ετήσιου επενδυτικού τους σχεδίου στην ανάπτυξη των δικτύων διανομής των προϊόντων τους μέσω της διείσδυσης σε μεγάλες αλυσίδες super market και των εκάστοτε τοπικών χονδρέμπορων και αντιπροσώπων. Επιπροσθέτως, μέσα από μια σειρά προωθητικών ενεργειών και κοινωνικών δράσεων όπως είναι για παράδειγμα η δημιουργία φιλανθρωπικών αγώνων, διαφόρων σεμιναρίων και ημερίδων οι επιχειρήσεις προσπαθούν να ισχυροποιήσουν το εμπορικό τους σήμα ως το ισχυρότερο <<brand name >> της αγοράς. (ICAP ,2005)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΑΞΙΑΣ ΧΗΤΟΣ Α.Β.Ε.Ε.

4.1 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΧΗΤΟΣ Α.Β.Ε.Ε.



Με βάση τις πληροφορίες που αναφέρονται στην επίσημη ιστοσελίδα της ΧΗΤΟΣ Α.Β.Ε.Ε. (<https://www.zagoriwater.gr/index.php/el/company-el-gr/history-el-gr>), η ιστορία της αρχίζει να γράφεται στα μέσα της δεκαετίας του '50 με την ίδρυση εργοστασίου εμφιάλωσης αεριούχων ποτών στην πόλη των Ιωαννίνων. Ιδρυτής του εργοστασίου, ο κ. Ιωάννης Χήτος, ο οποίος με συνοδοιπόρους τους γιους του, Κωνσταντίνο και Αλκιβιάδη, ξεκίνησε την παραγωγή των αναψυκτικών «Ερμής». Το εργοστάσιο της οικογένειας ΧΗΤΟΣ ήταν τότε μία μικρή σε μέγεθος μονάδα, που επρόκειτο όμως να διαγράψει λαμπρή πορεία στο προσεχές μέλλον. Ο Ιωάννης Χήτος κράτησε τα ηνία της Εταιρείας για περίπου 25 χρόνια. Το 1980 αναλαμβάνουν τη διοίκηση της Εταιρείας, ο Κωνσταντίνος και ο Αλκιβιάδης Χήτος. Πιο συγκεκριμένα:

1980

Η χρονιά που έμελλε να γίνει η αποχώρηση του Ιωάννη Χήτου από την διοίκηση της επιχείρησης με τους γιους του να κάνουν την παρθενική τους κίνηση μετονομάζοντας την εταιρεία σε «High Juice» .

1984

Κατά το 1984 οι Αφοί Χήτου συμφωνούν με την Coca-Cola 3E να εμφιαλώνουν αντί αυτής τα πλέον αναγνωρίσιμα αναψυκτικά της, παύοντας την παραγωγή των δικών τους. Μια χρονιά ορόσημο για τη ΧΗΤΟΣ Α.Β.Ε.Ε και για την πορεία της στο μέλλον, αφού το επιχειρηματικό πλάνο των αδελφών Κωνσταντίνου και Αλκιβιάδη υλοποιείται με μεγάλη επιτυχία.

1988

Σε μια εποχή που η κατανάλωση του εμφιαλωμένου νερού είναι ακόμη αρκετά χαμηλή στην Ελλάδα, η ΧΗΤΟΣ Α.Β.Ε.Ε., με κύριο όχημα την τεχνογνωσία και την εμπειρία 30 και πλέον χρόνων δημιουργεί το δικό της brand name εμφιαλωμένου νερού, το Φυσικό Μεταλλικό Νερό “ΖΑΓΟΡΙ”.

1995

Το 1995 πραγματοποιείται η επίσημη αναγνώριση επίσημα των πηγών της εταιρείας, ως πηγές Φυσικού Μεταλλικού Νερού «ΖΑΓΟΡΙ» (Αρ. Αναγνώρισης: Υ2/οικ. 3716/18.12.95).

2002

Η εταιρεία παρακολουθώντας την ολοένα και αυξανόμενη καθημερινή κατανάλωση του εμφιαλωμένου νερού έρχεται και καθετοποιεί την διαδικασία παραγωγής των προϊόντων της αφού προχωράει στην ίδρυση ενός νέου εργοστασίου παραγωγής υλικών συσκευασίας (προπλασμάτων pet- preforms και πωμάτων) στην ΒΙ.ΠΕ. Ιωαννίνων.

2006

Με την παραγωγή να αγγίζει τις 180.000 φιάλες την ώρα, το Φυσικό Μεταλλικό Νερό “ΖΑΓΟΡΙ” φτάνει για πρώτη φορά την 1η θέση στην αγορά του εμφιαλωμένου νερού και διακόπτει την συνεργασία της με την εταιρεία Coca-Cola 3E.

2012

Η ΧΗΤΟΣ Α.Β.Ε.Ε. καθίσταται πια ως η πιο αναγνωρίσιμη και ανταγωνιστική εταιρεία στον κλάδο των εμφιαλωμένων φυσικών μεταλλικών νερών, μέσω της ευρείας γκάμας συσκευασιών και υπηρεσιών, με άμεσα και έμμεσα πάνω από 1.200 εργαζόμενους στο σύνολό της.

2019

Η ΧΗΤΟΣ Α.Β.Ε.Ε. είναι μια καινοτόμα, καταξιωμένη ελληνική εταιρεία με ηγετική παρουσία στην εγχώρια αγορά των εμφιαλωμένων νερών και έντονη εξαγωγική δραστηριότητα στη διεθνή αγορά, συνεισφέροντας ουσιαστικά στην εθνική οικονομία. Έχοντας στην κατοχή της δύο αναγνωρισμένες πηγές φυσικού μεταλλικού νερού αλλά και δύο υπερσύγχρονα εργοστάσια εμφιάλωσης, με οχτώ παραγωγικές γραμμές σε Περιβλεπτο και Κρανούλα της περιοχής των Ζαγοροχωρίων. Παράλληλα, διαθέτει μια τρίτη βιομηχανική μονάδα στη Βιομηχανική Περιοχή (ΒΙ.ΠΕ.) Ιωαννίνων, όπου παράγονται pre-reforms και πώματα από πλαστικό καθετοποιώντας με αυτό τον τρόπο την λειτουργία των δύο εμφιαλωτηρίων. Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός πως διαθέτει επίσης δύο κέντρα logistics σε Αθήνα και Θεσσαλονίκη με σκοπό την σωστή διακίνηση των προϊόντων της σε όλη την ελληνική και νησιωτική επικράτεια καθώς και στις χώρες του εξωτερικού.

Μετά την συγκέντρωσή του το Φυσικό Μεταλλικό Νερό “ΖΑΓΟΡΙ” οδηγείται στην απευθείας εμφιάλωση από την πηγή. Η εμφιάλωσή του γίνεται μέσω μηχανημάτων τελευταίας τεχνολογίας, στα οποία η φιάλη μετατρέπεται on site ενώ την ίδια στιγμή γίνεται ο πωματισμός της φιάλης, σε κλειστό περιβάλλον, χωρίς να επεμβαίνει κανείς ανθρώπινος παράγοντας σε κανένα στάδιο. Η παραγωγή της κάθε φιάλης γίνεται σε μόλις 3 δευτερόλεπτα. Η εταιρεία διατηρεί άμεσες συνεργασίες με την Χημική Υπηρεσία Ιωαννίνων, με το Εργαστήριο Υγιεινής Ιατρικής Σχολής Πανεπιστημίου Ιωαννίνων καθώς και με πιστοποιημένα εργαστήρια ανάλυσης στο εξωτερικό, διεθνής εμβέλειας ώστε να

ελέγχεται και να πιστοποιείται συνεχώς η ασφάλεια και η ποιότητα των παρεχόμενων προϊόντων της. (Σχοινιά, 2016)

Η ΧΗΤΟΣ Α.Β.Ε.Ε. διαγράφοντας εξαιρετική πορεία στον κλάδο της εμφιάλωσης αποκτά ηγετική θέση στην αγορά. Με μηδενικό δανεισμό, αυξανόμενο ανθρώπινο δυναμικό και μεγάλα επίπεδα εξαγωγών συνεισφέρει ουσιαστικά στην ελληνική οικονομία. Το μεταλλικό νερό «Ζαγόρι» βρίσκεται πλέον σε πάνω από 26 χώρες σε παγκόσμιο επίπεδο ξεκινώντας από τις ΗΠΑ, τον Καναδά, την Αυστραλία, μέχρι την Κίνα, την Αφρική και τα Αραβικά Εμιράτα. Η ετικέτα Φυσικό Μεταλλικό Νερό “ΖΑΓΟΡΙ” είναι μεταφρασμένη σε τουλάχιστον 10 ξένες γλώσσες ενώ η συσκευασίες των προϊόντων τροποποιούνται και αλλάζουν ανάλογα με τις ανάγκες των καταναλωτών της κάθε χώρας. Σημαντικό είναι και το γεγονός της πιστοποίησης Emirates Quality Mark –EQM από τον θεσμό Emirates Authority for Standardization and Metrology για την διακίνηση των προϊόντων της για τα Ηνωμένα Αραβικά Εμιράτα. Λαμβάνει μέρος σε διάφορες διεθνείς εκθέσεις με στόχο την παγκόσμια κατοχύρωση της ως ένα ισχυρό brand name στον κλάδο όπως για παράδειγμα την διεθνής έκθεση τροφίμων που λαμβάνει χώρα στην Anuga - Κολωνία της Γερμανίας. (Τζώρτζη, 2019)

Δράσεις της ΧΗΤΟΣ Α.Β.Ε.Ε. ((<https://www.zagoriwater.gr/index.php/el/company-el-gr/history-el-gr>))

Η κοινωνική μέριμνα αποτελεί πρωταρχικό ρόλο της ΧΗΤΟΣ Α.Β.Ε.Ε. Στην συνεχιζόμενη διαδρομή της έχει χτίσει μια αμοιβαία σχέση εμπιστοσύνης με τους καταναλωτές της και απόδειξη αυτού είναι ότι το 2007 αποφάσισε τα ετήσια ποσά για την διαφημιστική της καμπάνια να τα διοχετεύει σε προγράμματα αρωγής για την προάσπιση των ανθρώπινων αναγκών και όχι για την προβολή της εταιρείας. Στο πλαίσιο αυτό, πραγματοποίησε τις παρακάτω δράσεις με στόχο την προάσπιση του ανθρώπου:

Αρχικά, είναι ενεργό μέλος εθελοντισμού στο πρόγραμμα «FastTrackKids για μη – Προνομιούχα Παιδιά» μέσω του οποίου το Νερό Ζαγόρι βρέθηκε δίπλα στους πρωταγωνιστές του αύριο καθώς ανέλαβε τη μετακίνηση των παιδιών από 3 έως 10 χρόνων με δυσχερή οικονομική ή κοινωνική κατάσταση στους χώρους εκπαίδευσής τους.

Το 2007 με γνώμονα το «Στην Κένυα Διψάνε» συνεργάστηκε με την ActionAid και δημιούργησε ένα σύγχρονο πρόγραμμα υδροδότησης στην Γιουσίγκου της Κένυας παρέχοντας καθαρό πόσιμο νερό σε 43.000 άτομα . Έτσι βοήθησε τα παιδιά ώστε να μην περπατάνε μεγάλες αποστάσεις για λιγοστό νερό και μείωσε σε μεγάλο ποσοστό τον αριθμό επιδημιών λόγω της μη ύπαρξης καθαρού νερού ενώ έδωσε την δυνατότητα στις γυναίκες της περιοχής να αισθάνονται κοινωνικά ενεργές αφού είναι υπεύθυνες για την ομαλή λειτουργία του έργου. Η διάρκεια της δράσης κράτησε δύο χρόνια και ήταν ο θεμέλιος λίθος για την περαιτέρω αρωγής στις συγκεκριμένες ευπαθείς περιοχές.

Τέλος, κατά την χρονιά του 2009 σε συνεργασία με το «Χαμόγελο Του Παιδιού» , στελέχωσε την γραμμή SOS 1056 για τα παιδιά με εννιά κοινωνικούς λειτουργούς και πέντε ψυχολόγους απαντώντας έτσι σε πάνω από 330.000 τηλεφωνικές κλήσεις δίνοντας άμεση λύση και βοήθεια στα καθημερινά προβλήματα που έρχονται αντιμέτωπες καθημερινά οι οικογένειες.

Ακολούθως η ΧΗΤΟΣ ABEE, στηρίζει, ποικίλες αθλητικές δραστηριότητες που προάγουν και αναπτύσσουν την ευγενής άμιλλα και το αθλητικό ιδεώδες. Σκοπός είναι η διάδοση του «ευ αγωνίζεσθαι» και η προάσπιση του «υγιούς» αθλητισμού ως παράγοντα της ορθής λειτουργίας της κοινωνίας για τους νέους ανθρώπους.

Η εταιρεία και το Φυσικό Μεταλλικό Νερό Ζαγόρι, είναι θερμοί υποστηρικτές και χορηγοί σημαντικών αθλητικών διοργανώσεων που γίνονται σε ετήσια βάση και στέφονται με επιτυχία όπως είναι: το Zagori Mountain Race, το Zagori Basketball Camp, το Trimore Syros Triathlon και το Race for the Cure.

Από το 2003, η εταιρεία αποτελεί ενεργό μέλος σε προγράμματα Ανακύκλωσης, ενώ από το 2010, είναι μέλος του Εθνικού Συλλογικού Συστήματος “Ανταποδοτική Ανακύκλωση” μέσω του οποίου η οργάνωση και λειτουργία της ανακύκλωσης απέκτησε ανταποδοτικό χαρακτήρα που είναι εγκεκριμένος από το Υπουργείο Περιβάλλοντος, Ενέργειας και Κλιματικής Αλλαγής της Ελλάδας.

Το νερό «Ζαγόρι» είναι μια εταιρεία που στέκεται κοντά σε όσους έχουν ανάγκη δίνοντάς τους τα εφόδια και την ελπίδα που χρειάζονται για να προχωρήσουν και να χτίσουν ένα καλύτερο αύριο.

4.2 ΒΑΣΙΚΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ

Οι αριθμοδείκτες χρησιμοποιούνται δυναμικά σε μια χρηματοοικονομική ανάλυση αφού παρέχουν την αναγκαία πληροφορία για το σύνολο των οικονομικών στοιχείων ενός ισολογισμού. Πιο συγκεκριμένα, παρουσιάζουν μια σχέση ενός κονδυλίου του ισολογισμού ή της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης προς ένα άλλο μέσω ενός μαθηματικού τύπου. Οι σημαντικότεροι και πιο συχνά χρησιμοποιούμενοι αριθμοδείκτες σε μια χρηματοοικονομική ανάλυση λογιστικών καταστάσεων της επιχείρησης είναι οι εξής:

- i. Αριθμοδείκτες ρευστότητας (Liquidity Ratios): Παρουσιάζουν την βραχυχρόνια οικονομική θέση της επιχείρησης καθώς και την δυνατότητά της να μπορεί να ανταπεξέρχεται στις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της.
- ii. Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας (Activity Ratios): Παρέχουν τις απαραίτητες πληροφορίες στο να υπολογιστεί η αποτελεσματικότητα της επιχείρησης όσον αφορά την χρησιμοποίηση των περιουσιακών της στοιχείων.
- iii. Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας (Profitability Ratios): Οι αριθμοδείκτες αυτοί δείχνουν σε ποιο βαθμό η επιχείρηση είναι πετυχημένη ή αποτυχημένη κάθε χρονικής στιγμή. Δηλαδή υπολογίζουν την δυναμική των κερδών, την ικανότητα της διοίκησης καθώς και την αποδοτικότητα της επιχείρησης.
- iv. Αριθμοδείκτες διάρθρωσης κεφαλαίου και βιωσιμότητας (Financial Structure and Viability Ratios): Χρησιμοποιούνται ώστε να παρέχουν στους πιστωτές της επιχείρησης την πληροφορία σχετικά με την δυνατότητα της επιχείρησης να καλύπτει τις μελλοντικές της υποχρεώσεις και δημιουργεί ένα βαθμό προστασίας για τους ίδιους.
- v. Αριθμοδείκτες επενδύσεων ή επενδυτικοί αριθμοδείκτες (Investment Ratios): Με αυτούς παρουσιάζεται η σχέση ανάμεσα στο πλήθος των επιχειρησιακών μετοχών, τη χρηματιστηριακή τιμή με τα κέρδη, τα μερίσματα και τα υπόλοιπα περιουσιακά στοιχεία. (Νιάρχου, 2004)

Στη συνέχεια θα ακολουθήσει μια σύντομη αναφορά στους πιο αντιπροσωπευτικούς αριθμοδείκτες της κάθε κατηγορίας.

Δείκτης Γενικής Ρευστότητας (Current Ratio)

Είναι ο πιο διαδεδομένος δείκτης που χρησιμοποιείται και δίνεται μέσα από την διαίρεση του συνόλου των κυκλοφοριακών στοιχείων της επιχείρησης με το σύνολο των βραχυχρόνιων υποχρεώσεών της :

$$\text{Αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας} = \frac{\text{Διαθέσιμα} + \text{Απαιτήσεις} + \text{αποθέματα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις}}$$

Ο αριθμητής του κλάσματος περιλαμβάνει τις κατηγορίες των διαθεσίμων (μετρητά και τα άμεσα ρευστοποιήσιμα χρεόγραφα), των απαιτήσεων, των αποθεμάτων εκτός των προκαταβολών κάθε είδους και ειδικά των προμηθευτών. Από την άλλη οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις περιλαμβάνουν τις πιστώσεις προμηθευτών, τα μερίσματα πληρωτέα, τους πληρωτέους φόρους, τα βραχυπρόθεσμα τραπεζικά δάνεια εκτός τις προκαταβολές των πελατών.

Όσο υψηλότερος είναι ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας τόσο καλύτερη είναι και η θέση της επιχείρησης και μπορεί να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της. (Νιάρχου, 2004)

Πίνακας 11: Δείκτης Γενικής Ρευστότητας ΧΗΤΟΣ ΑΒΕΕ (ICAP)

Έτη	2012	2013	2013 vs. 2012 variance (%)	2014	2014 vs. 2013 variance (%)	2015	2015 vs. 2014 variance (%)	2016	2016 vs. 2015 variance (%)	2017	2017 vs. 2016 variance (%)
Γενική Ρευστότητα	2,61	3,01	15,33%	3,91	29,90%	3,20	-18,16%	2,84	-11,25%	2,79	-1,76%



Παρατηρούμε πως η επιχείρηση της ΧΗΤΟΣ Α.Β.Ε.Ε. κατά την διάρκεια των συγκεκριμένων ετών καταφέρνει και διατηρεί τον δείκτη σε ικανοποιητικά και υψηλά επίπεδα διασφαλίζοντας έτσι την ρευστότητα της και παρέχοντας μια ασφάλεια στην καθημερινή πληρωμή των απαιτήσεών της.

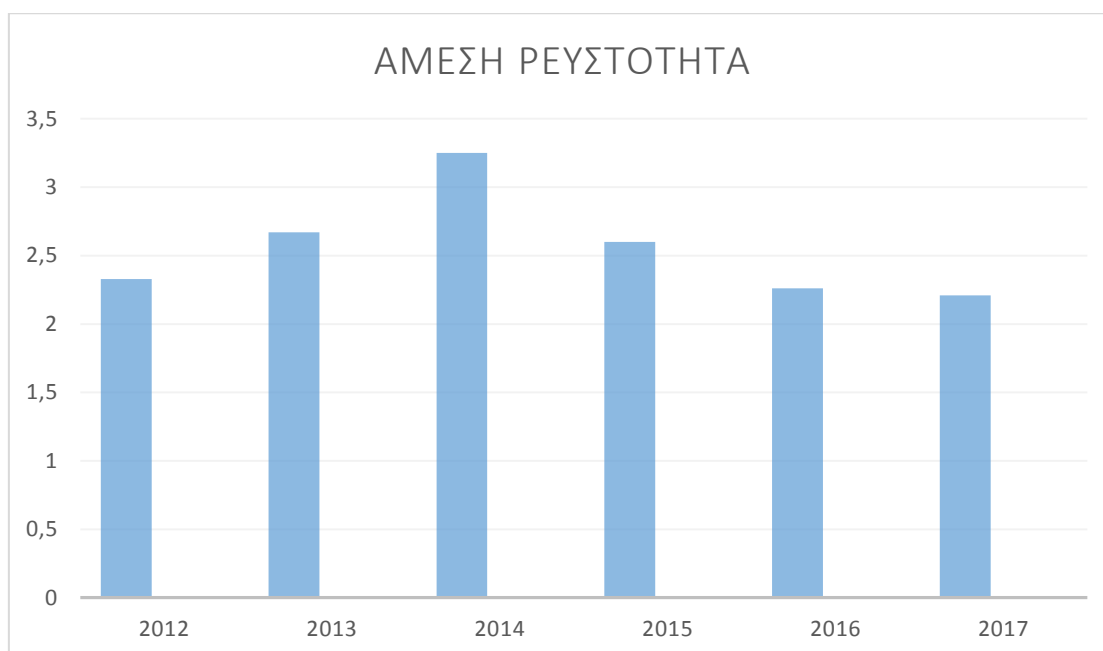
Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας ή Ειδικής Ρευστότητας (Acid Test Ratio)

Ο αριθμοδείκτης άμεσης ρευστότητας δίνει μια πιο αυστηρή ένδειξη για το αν η επιχείρηση είναι σε θέση να ικανοποιήσει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της σε σχέση με τον αριθμοδείκτη γενικής ρευστότητας αφού στον αριθμητή δεν περιλαμβάνει τα αποθέματα και στον παρονομαστή τις προκαταβολές των πελατών. Όσο πιο κοντά είναι στην μονάδα τόσο πιο ικανοποιητικός θεωρείται ο δείκτης. Ο τύπος υπολογισμού είναι ο ακόλουθος:

$$\text{Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας} = \frac{\text{Διαθέσιμα} + \text{Απαιτήσεις}}{\text{Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις}}$$

Πίνακας 12: : Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας ΧΗΤΟΣ ΑΒΕΕ (ICAP)

Έτη	2012	2013	2013 vs. 2012 variance (%)	2014	2014 vs. 2013 variance (%)	2015	2015 vs. 2014 variance (%)	2016	2016 vs. 2015 variance (%)	2017	2017 vs. 2016 variance (%)
Άμεση Ρευστότητα	2,33	2,67	14,59%	3,25	21,72%	2,60	-20,00%	2,26	-13,08%	2,21	-2,21%



Βλέπουμε ότι η εταιρεία έχει επιτύχει ένα σταθερά αυξημένο δείκτη (μεγαλύτερο της μονάδας) που υποδηλώνει μια σχετική ικανοποίηση και της παρέχει ρευστότητα.

Αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων (Inventories turnover Ratio)

Ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης υπολογίζει πόσες φορές πραγματοποιείται ανανέωση στα αποθέματα της επιχείρησης σε σχέση με τις πωλήσεις της κατά την διάρκεια της χρήσης. Με απλά λόγια, παρουσιάζει την ικανότητα της επιχείρησης να πουλάει τα αποθέματά της αποτελεσματικά και γρήγορα. Υπολογίζεται μέσα από την διαίρεση του κόστους των

πωληθέντων προϊόντων ή εμπορευμάτων της με το μέσο απόθεμα των προϊόντων της επιχείρησης, δηλαδή:

$$\text{Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων} = \frac{\text{Κόστος πωληθέντων}}{\text{Μέσο απόθεμα προϊόντων}}$$

Διαιρώντας τώρα τον αριθμό των ημερών ενός έτους (365) με τον αριθμοδείκτη ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων, γνωρίζουμε τον ακριβή αριθμό των ημερών που κρατάει η επιχείρηση τα αποθέματά της ως ότου πουληθούν ή ως ότου ανανεωθούν. (Γκίκας, 2010)

Πίνακας 13: : Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων ανά ημέρα ΧΗΤΟΣ ΑΒΕΕ (ICAP)

Έτη	2012	2013	2013 vs. 2012 variance (%)	2014	2014 vs. 2013 variance (%)	2015	2015 vs. 2014 variance (%)	2016	2016 vs. 2015 variance (%)	2017	2017 vs. 2016 variance (%)
Κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων (ΗΜ.)	49,49	50,33	1,70%	61,38	21,96%	76,31	24,32%	77,67	1,78%	70,28	-9,51%



Η ΧΗΤΟΣ Α.Β.Ε.Ε. έχει ιδιαίτερα ανεβασμένους δείκτες κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων κατά την περίοδο 2012-2016 που δείχνει τον υψηλό βαθμό δραστηριότητάς της.

Αριθμοδείκτης Καθαρού περιθωρίου ή Κέρδους (Net profit margin)

Αυτός ο αριθμοδείκτης προσδιορίζει το καθαρό κέρδος σε ποσοστό που πετυχαίνει η επιχείρηση επί των πωλήσεων δηλαδή το κέρδος που έχει από τις λειτουργικές της δραστηριότητες. Όσο υψηλότερος είναι ο δείκτης τόσο πιο κερδοφόρα χαρακτηρίζεται η επιχείρηση. Είναι ένας από τους πιο χρήσιμους αριθμοδείκτες αφού παρέχει την απαραίτητη πληροφορία σε αναλυτές και διοίκηση για τα μελλοντικά κέρδη της επιχείρησης σε συνδυασμό με το προβλεπόμενο ύψος των πωλήσεων.

Δίνεται από του τύπο:

$$\text{Αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου ή καθαρού κέρδους} = \frac{\text{Καθαρά κέρδη χρήσης}}{\text{Καθαρές πωλήσεις}} * 100$$

Πίνακας 14: Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου κέρδους Ebitda ΧΗΤΟΣ ΑΒΕΕ (ICAP)

Έτη	2012	2013	2013 vs. 2012 variance (%)	2014	2014 vs. 2013 variance (%)	2015	2015 vs. 2014 variance (%)	2016	2016 vs. 2015 variance (%)	2017	2017 vs. 2016 variance (%)
Περιθώριο Καθαρού κέρδους (EBITDA) %	8,96%	7,00%	-21,88%	6,62%	-5,43%	7,00%	5,74%	7,54%	7,71%	12,97%	72,02%



Παρατηρούμε ότι ο δείκτης κινείται σε σταθερά επίπεδα γεγονός που υποδηλώνει πως η επιχείρηση μπορεί να αντιμετωπίζει ορθά τις δυσμενείς συνθήκες που μπορεί να δημιουργούνται στην αγορά όπως για παράδειγμα είναι η χαμηλή ζήτηση, η αλλαγή των τιμών κ.τ.λ.

Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (Return on net worth)

Ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων παρουσιάζει την κερδοφόρα δυναμικότητα της επιχείρησης παρέχοντας μια ένδειξη του κατά πόσο επιτεύχθηκε η πραγματοποίηση ενός ικανοποιητικού αποτελέσματος από την χρήση του κεφαλαίου των μετόχων. Πιο συγκεκριμένα, δίνει απάντηση στο ερώτημα για το αν ο τρόπος με τον οποίο απασχολούνται κεφάλαια των φορέων της επιχείρησης είναι ή όχι αποτελεσματικός. Υπολογίζεται από τον εξής τύπο:

$$\text{Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων} = \frac{\text{Καθαρά κέρδη εκμετάλλευσης} * 100}{\text{Σύνολο ενεργητικού}}$$

Πίνακας 15: Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων ΧΗΤΟΣ ΑΒΕΕ (ICAP)

Έτη	2012	2013	2013 vs. 2012 variance (%)	2014	2014 vs. 2013 variance (%)	2015	2015 vs. 2014 variance (%)	2016	2016 vs. 2015 variance (%)	2017	2017 vs. 2016 variance (%)
Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων %	12,94 %	10,25 %	-20,79%	9,24 %	-9,85%	10,41 %	12,66%	11%	5,67%	19,23%	74,82%



Η επιχείρηση ΧΗΤΟΣ Α.Β.Ε.Ε. πετυχαίνει το 2017 το υψηλότερο ποσοστό του δείκτη αγγίζοντας το 19,23% αποδεικνύοντας πως η αξιοποίηση των ιδίων κεφαλαίων της έγινε με αποτελεσματικό τρόπο. Έτσι, επιδρά θετικά σε παρόντες και μελλοντικούς μετόχους αφού ένας υψηλός αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων σημαίνει πως το κόστος των ξένων κεφαλαίων είναι μικρότερο από την απόδοσή τους στην επιχείρηση.

Δείκτης Ξένα προς Ίδια κεφάλαια

Ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης προσπαθεί να υπολογίσει το σύνολο των κεφαλαίων του ισολογισμού και να δημιουργήσει μια σύγκριση ανάμεσα στα καταβληθέντα κεφάλαια (μετοχικό, ίδια κεφάλαια) των ιδιοκτητών και στα κεφάλαια που έχει δανειστεί η επιχείρηση (οφειλές, χρέη). Συγκεκριμένα, όταν η τιμή του δείκτη είναι μεγαλύτερη της μονάδας τότε η δανειοληπτική ικανότητα της επιχείρησης είναι σχετικά πιο περιορισμένη και μικρή.

Πίνακας 16: Δείκτης Ξένων προς Ίδια κεφάλαια ΧΗΤΟΣ ΑΒΕΕ (ICAP)

Έτη	2012	2013	2013 vs. 2012 variance (%)	2014	2014 vs. 2013 variance (%)	2015	2015 vs. 2014 variance (%)	2016	2016 vs. 2015 variance (%)	2017	2017 vs. 2016 variance (%)
Ξένα προς Ίδια Κεφάλαια	0,44	0,33	-0,25	0,28	-0,15	0,37	0,32	0,42	0,14	0,41	-0,02



Από το γράφημα διαφαίνεται ότι η εταιρεία καταφέρνει και διατηρεί αυτόν τον δείκτη κάτω της μονάδας, μειώνοντας την χρηματοοικονομική μόχλευση και τον κίνδυνο. (Νιάρχου, 2004)

4.3 ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΧΗΤΟΣ ΑΒΕΕ ΜΕΣΩ ΤΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Για την εκτίμηση της αξίας της εταιρίας ΧΗΤΟΣ Α.Β.Ε.Ε. θα υπολογίσουμε αρχικά το κόστος Ιδίων Κεφαλαίων και το κόστος των Δανειακών Κεφαλαίων προαπαιτούμενα για τον υπολογισμό του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίων (WACC). Στην συνέχεια, θα

υπολογίσουμε τις προβλεπόμενες ταμειακές ροές και εν τέλει θα γίνει η εκτίμηση (αποτίμηση) βάσει ταμειακών ροών.

4.4 ΜΕΣΟ ΣΤΑΘΜΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (WACC)

Για τον υπολογισμό του κόστους των ιδίων κεφαλαίων θα χρησιμοποιήσουμε το Μοντέλο Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Στοιχείων CAPM.

$$r_e = R_F + \beta (R_M - R_F) \quad [4.1]$$

Όπου: R_F = η απόδοση χωρίς κίνδυνο

R_M = η αναμενόμενη απόδοση της αγοράς

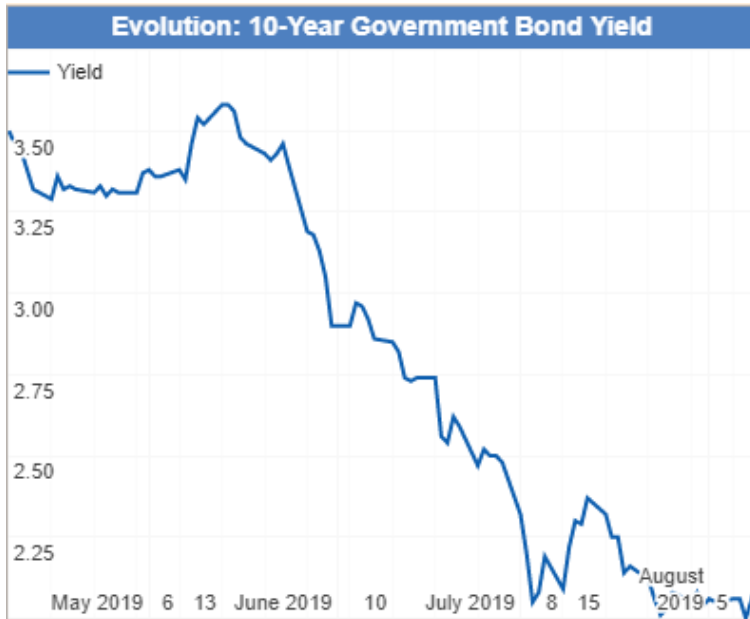
$R_M - R_F$ = η αμοιβή κινδύνου της αγοράς (Market risk Premium)

β = το beta της μετοχής

$\beta (R_M - R_F)$ = η αμοιβή κινδύνου της μετοχής της επιχείρησης

Για να υπολογίσουμε το CAPM βρίσκουμε το μέσο επιτόκιο χωρίς κίνδυνο $R_F = 2,14\%$ (Country Economy Greece, n.d.), στηριζόμενοι στην απόδοση του δεκαετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου. Στο Διάγραμμα 1 που ακολουθεί βλέπουμε την πορεία του ομολόγου την περίοδο Μάιο-Αύγουστο 2019.

Διάγραμμα 1: Η πορεία του 10-ετούς Ελληνικού Κρατικού Ομολόγου



Πηγή: Country Economy

Η αμοιβή κινδύνου της αγοράς ($R_M - R_F$) ή αλλιώς ασφάλιστρο κινδύνου είναι 9,41% (Market-Risk-Premia, Greece). Τέλος ο συντελεστής β ή το beta της Χήτος Α.Β.Ε.Ε. είναι 0,71 (Reuters Coca-Cola Co (KO.N), n.d.) (δε έγινε δυνατό να το βρούμε και θα χρησιμοποιήσουμε το beta της COCA-COLA HBC AG (EEE) εταιρίας του ίδιου κλάδου) και η αμοιβή κινδύνου της μετοχής είναι ίση με 6,68%. Συνεπώς, το κόστος των Ιδίων Κεφαλαίων με βάση τα προαναφερθέντα είναι $r_e = 8,82\%$.

Για τον υπολογισμό του κόστους των δανειακών κεφαλαίων της εταιρίας ΧΗΤΟΣ Α.Β.Ε.Ε. υπολογίζουμε τον παρακάτω τύπο:

$$r_d = \frac{\text{Τόκοι}}{\text{Βραχυπρόθεσμος} + \text{Μακροπρόθεσμος Δανεισμός}} [4.2]$$

Όπου βάσει του ισολογισμού για το 2017 οι βραχυπρόθεσμες συν τις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις ισούνται με € 13.506.619, ενώ οι τόκοι (χρηματοοικονομικές δαπάνες) είναι € 65.959.

Το κόστος των Δανειακών Κεφαλαίων είναι $r_d = 4,883\%$

Για τον υπολογισμό του WACC θα επιλέξουμε ως συστατικά στοιχεία το μέσο ποσοστό ιδίων και ξένων κεφαλαίων από τους ισολογισμούς των τελευταίων πέντε χρήσεων 2013-2017. Παράλληλα ο πραγματικός μέσος φορολογικός συντελεστής των επιχειρήσεων στην Ελλάδα την ίδια περίοδο ήταν 27,6% (Προκόπης, 2019).

$$\text{Μέσο ποσοστό Ιδίων Κεφαλαίων} = \frac{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}{\text{Σύνολο ΙΚ} + \text{Σύνολο Υπ.}} [4.3]$$

Από τα στοιχεία του ισολογισμού υπολογίζοντας τον παραπάνω τύπο συμπεραίνουμε ότι το μέσο ποσοστό Ιδίων Κεφαλαίων είναι 65,3%.

$$\text{Μέσο ποσοστό Δανειακών Κεφαλαίων} = \frac{\text{Σύνολο Υποχρεώσεων}}{\text{Σύνολο ΙΚ} + \text{Σύνολο Υπ.}} [4.4]$$

Κάνοντας τους υπολογισμούς βρίσκουμε ότι το μέσο ποσοστό Δανειακών Κεφαλαίων είναι 34,7% πολύ χαμηλό για μια επιχείρηση που δραστηριοποιείται στην Ελλάδα που μόλις άρχισε να ξεφεύγει από την ύφεση, ενώ πολλές επιχειρήσεις δεν άντεξαν και πτώχευσαν.

Το WACC αποτελεί το ελάχιστο ποσοστό απόδοσης (rate of return) που απαιτείται για την προεξόφληση των ταμειακών ροών που θα δημιουργηθούν από τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης και το οποίο θα πρέπει να είναι τουλάχιστον ίσο με το κόστος χρηματοδότησής τους. Κάνοντας αντικατάσταση στον παρακάτω τύπο βρίσκουμε ότι $WACC = 5,82\%$

$$WACC = \frac{Equity}{Equity+Debt} \times r_e + \frac{Debt}{Equity+Debt} \times r_d(1 - Tax Rate)[4.5]$$

4.5 ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ

Για τον υπολογισμό των προβλεπόμενων ταμειακών ροών χρειαζόμαστε τον ρυθμό ανάπτυξης (g), τα κέρδη προ φόρων και τόκων (ΚΠΦΤ), την φορολογία, τις αποσβέσεις, την μεταβολή του κεφαλαίου κίνησης (ΔNWC), το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου ($WACC$) και τα έξοδα για επενδύσεις ($CAPEX$).

Θα υποθέσουμε ότι η προσδοκώμενη σταθερή αύξηση των FCF στα επόμενα έτη είναι 5%. Με βάση τη σταθερά αυτή θα υπολογίσουμε τα ΚΠΦΤ, τις αποσβέσεις, τη ΔNWC , το $CAPEX$ και θα παρατηρήσουμε κατά πόσο επηρεάζει τα στοιχεία αυτά. Το 5% επιλέχθηκε εξαιτίας της δυναμικής πορείας της ΧΗΤΟΣ Α.Β.Ε.Ε., η οποία διατηρεί την ηγετική της θέση στην αγορά εμφιαλωμένων νερών. Η εταιρία επενδύει σταθερά με ελάχιστο δανεισμό, αυξανόμενο ανθρώπινο δυναμικό, έντονη εξαγωγική δραστηριότητα, συνεισφέροντας ουσιαστικά στην οικονομία της χώρας. Ο ρυθμός αύξησης αυτός θα παραμείνει σταθερός 5% στο διηνεκές. Εν αντιθέσει, ο φορολογικός συντελεστής δεν επηρεάζεται από τον ρυθμό ανάπτυξης και θα θεωρήσουμε ότι θα παραμείνει στο 27,6%.

Πίνακας 17: Υποθέσεις για προβλεπόμενες ταμειακές ροές

	2018	2019	2020	2021	2022
ΚΠΦΤ	5%	5%	5%	5%	5%
Φορολογικός	27,6%	27,6%	27,6%	27,6%	27,6%
Συντελεστής					
Αποσβέσεις	5%	5%	5%	5%	5%
ΔNWC	5%	5%	5%	5%	5%
CAPEX	5%	5%	5%	5%	5%
WACC	5,82%	5,82%	5,82%	5,82%	5,82%

Πηγή: Ιδιοκατασκευή

Πλέον με έτοιμο τον πίνακα υποθέσεων θα υπολογίσουμε τις προβλεπόμενες ταμειακές ροές. Παίρνοντας τα ΚΠΦΤ για την χρήση 2017 (δεν είναι διαθέσιμα τα οικονομικά μεγέθη του 2018) από την ετήσια οικονομική έκθεση, αφαιρούμε από αυτά τον φόρο πολλαπλασιάζοντας τα με το φορολογικό συντελεστή 27,6%. Στην συνέχεια, προσθέτουμε

τις αποσβέσεις της χρήσης και τέλος αφαιρούμε την μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης έτσι ώστε να φτάσουμε στις λειτουργικές ταμειακές ροές.

Για τον υπολογισμό των ελεύθερων ταμειακών ροών αφαιρούμε από τις λειτουργικές ροές τα έξοδα επένδυσης. Στον πίνακα παρακάτω βλέπουμε τις προβλεπόμενες ταμειακές ροές του 2017 και της επόμενης πενταετίας.

Πίνακας 18: Υπολογισμός Λειτουργικών και Ελεύθερων ταμειακών ροών

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
ΚΠΤΦ	25.746.343,00	27.033.660,15	28.385.343,16	29.804.610,32	31.294.840,83	32.859.582,87
(-)Φόρος	7.105.990,67	7.461.290,20	7.834.354,71	8.226.072,45	8.637.376,07	9.069.244,87
(+)Αποσβέσεις	1.369.744,00	1.438.231,20	1.510.142,76	1.585.649,90	1.664.932,39	1.748.179,01
(-)ΔΝWC	1.623.476,00	1.704.649,80	1.789.882,29	1.879.376,40	1.973.345,22	2.072.012,49
Λειτουργικές Ταμειακές Ροές	18.386.620,33	19.305.951,35	20.271.248,92	21.284.811,36	22.349.051,93	23.466.504,53
(-) CAPEX	2.184.903,00	2.294.148,15	2.408.855,56	2.529.298,34	2.655.763,25	2.788.551,41
Ελεύθερες Ταμειακές Ροές	16.201.717,33	17.011.803,20	17.862.393,36	18.755.513,03	19.693.288,68	20.677.953,11

Η διαφορά μεταξύ των λειτουργικών και ελεύθερων ταμειακών ροών είναι τα έξοδα για επενδύσεις της ΧΗΤΟΣ Α.Β.Ε.Ε. Στην πράξη οι ελεύθερες ταμειακές ροές δείχνουν την ικανότητα της επιχείρησης να παράγει μετρητά αφού πρώτα αφαιρεθεί το ποσό που είναι απαραίτητο για τυχόν επέκταση του ενεργητικού.

4.6 ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΑΞΙΑΣ ΒΑΣΕΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Για την αποτίμηση βάσει λειτουργικών ταμειακών ροών θα υπολογίσουμε αρχικά την συνολική αξία της ΧΗΤΟΣ Α.Β.Ε.Ε. με τον παρακάτω τύπο:

$$Firm Value = \frac{FCFF_1}{WACC-g} [4.6]$$

Όπου: $FCFF_1$ = Λειτουργική ροή του 2017

Συνεπώς η συνολικά αξία της ΧΗΤΟΣ Α.Β.Ε.Ε. είναι € **22.422.707,72**

Στη συνέχεια θα υπολογιστεί η αξία του μετοχικού κεφαλαίου της ΧΗΤΟΣ Α.Β.Ε.Ε. με τη χρήση του τύπου:

$$Equity Value = Firm Value - Debt[4.7]$$

Άρα η αξία του Μετοχικού Κεφαλαίου είναι € **8.916.088,72**

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ –ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ

Στην παρούσα διπλωματική εργασία μετά από τη θεωρητική μελέτη και παρουσίαση των κύριων μεθόδων εκτίμησης αξίας μιας επιχείρησης, επικεντρωθήκαμε στον κλάδο εμφιάλωσης νερού και συγκεκριμένα στην εταιρία ΧΗΤΟΣ Α.Β.Ε.Ε., μία από τις μεγαλύτερες και ανταγωνιστικότερες εταιρίες του κλάδου με έντονη εξαγωγική δραστηριότητα που διατηρεί σημαντικό μερίδιο αγοράς στην χώρα μας.

Ο κλάδος των εμφιαλωμένων νερών απαρτίζεται από ένα μεγάλο σύνολο ανταγωνιζόμενων επιχειρήσεων. Ο μεγάλος αριθμός αυτών των επιχειρήσεων οδηγεί σε αυξημένο ανταγωνισμό μεταξύ τους. Συνεπώς, είναι έντονη η εμφάνιση συγκεντρωτικών τάσεων, καθώς οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις του κλάδου αποσπών τα μεγαλύτερα μερίδια αγοράς με αποτέλεσμα πολλές μικρότερες επιχειρήσεις να μην μπορούν να ανταπεξέλθουν.

Η ΧΗΤΟΣ Α.Β.Ε.Ε. είναι μια καινοτόμα, καταξιωμένη ελληνική εταιρεία με ηγετική παρουσία συνεισφέροντας ουσιαστικά στο ΑΕΠ της χώρας. Έχει στην κατοχή της δύο αναγνωρισμένες πηγές φυσικού μεταλλικού νερού αλλά και τρία υπερσύγχρονα εργοστάσια εμφιάλωσης στο Νομό Ιωαννίνων, όπου παράγονται pet-preforms και πώματα από πλαστικό. Επιπρόσθετα, διαθέτει δύο κέντρα logistics σε Αθήνα και Θεσσαλονίκη με σκοπό την σωστή διακίνηση των προϊόντων της στην ηπειρωτική και νησιωτική επικράτεια καθώς και στο εξωτερικό.

Η ετικέτα Φυσικό Μεταλλικό Νερό ΖΑΓΟΡΙ είναι μεταφρασμένη σε τουλάχιστον 10 γλώσσες, ενώ οι συσκευασίες των προϊόντων τροποποιούνται και διαφοροποιούνται

ανάλογα με τις ανάγκες των καταναλωτών της κάθε χώρας. Η ΧΗΤΟΣ Α.Β.Ε.Ε. λαμβάνει μέρος σε πληθώρα διεθνών εκθέσεων με στόχο την παγκόσμια κατοχύρωση της ως ένα ισχυρό brand name στον κλάδο.

Αναφορικά με τη χρηματοοικονομική ανάλυση της ΧΗΤΟΣ Α.Β.Ε.Ε. βάσει αριθμοδεικτών κατά την διάρκεια των ετών που μελετήθηκαν, κατάφερε να διατηρήσει την ρευστότητα της σε υψηλά επίπεδα παρέχοντας ασφάλεια στους πιστωτές της.

Επιπλέον, ο αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων είναι υψηλός δείχνοντας την ικανότητα της επιχείρησης να πουλά τα αποθέματα της αποτελεσματικά και γρήγορα.

Ο αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους, ο οποίος παρουσιάζει την κερδοφορία της ΧΗΤΟΣ Α.Β.Ε.Ε., κινείται σε σταθερά επίπεδα γεγονός που υποδηλώνει πως η επιχείρηση μπορεί να αντιμετωπίζει τυχόν δυσμενείς συνθήκες, όπως για παράδειγμα η χαμηλή ζήτηση και η αλλαγή των τιμών.

Η επιχείρηση ΧΗΤΟΣ Α.Β.Ε.Ε. το 2017 είχε το υψηλότερο ποσοστό του δείκτη αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων αγγίζοντας το 19,23%, αποδεικνύοντας πως η αξιοποίηση των κεφαλαίων των μετόχων έγινε με αποτελεσματικό τρόπο. Υψηλή τιμή του αριθμοδείκτη αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων σημαίνει πως το κόστος των ξένων κεφαλαίων είναι μικρότερο από την απόδοση τους στην επιχείρηση.

Τελευταίος αριθμοδείκτης που υπολογίστηκε είναι ο δείκτης Ξένα προς Ίδια Κεφάλαια, η εταιρεία καταφέρνει και διατηρεί αυτόν τον δείκτη κάτω της μονάδας, μειώνοντας την χρηματοοικονομική μόχλευση και τον κίνδυνο.

Κλείνοντας ως προς την εκτίμηση της αξίας της εταιρίας βάσει λειτουργικών ταμειακών ροών οι θετικές ελεύθερες ταμειακές ροές που προέκυψαν από την ανάλυση μας δείχνουν ότι η ΧΗΤΟΣ Α.Β.Ε.Ε. είναι ανεξάρτητη, δηλαδή έχει επιλογές, έχει τη δυνατότητα να διαθέσει τις ελεύθερες ταμειακές ροές έτσι ώστε να εξαγοράσει μια ανταγωνίστρια εταιρεία (όπως έπραξε με την Green Cola) ή να δώσει bonus στους υπαλλήλους της. Η διοίκηση της εταιρίας δεν επικεντρώνεται μόνο στο πώς θα εξυπηρετήσει τις τρέχουσες ανάγκες (εξόφληση μισθοδοσίας, προμηθευτών) αλλά στο πώς μπορεί να γίνει περισσότερο ανταγωνιστική.

Ολοκληρώνοντας την συγκεκριμένη εργασία, είναι σημαντικό να παρατεθούν κάποιες προτάσεις για μελλοντική διερεύνηση. Αρχικά, η αποτίμηση θα είχε ενδιαφέρον να

πραγματοποιούνταν σε διαφορετικών ειδών επιχειρήσεις ή κλάδους επιχειρήσεων με σκοπό την συγκέντρωση συγκριτικών στοιχείων για την ορθότερη ενημέρωση των πιθανών επενδυτών αλλά και εκτιμητών. Θα μπορούσε επίσης, να καταστεί σχεδόν «υποχρεωτική» η αποτίμηση της κάθε επιχείρησης ώστε να παρέχεται η γνώση στους ενδιαφερόμενους της αξία της επιχείρησης (π.χ. κάθε τριετία ώστε να διαμορφώνεται έτσι μια εικόνα τόσο για την επιχείρηση όσο και για τον κλάδο που δραστηριοποιείται) .

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΟΙ ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ

Σε αυτό το σημείο να σημειωθεί ότι οι πληροφορίες που περιέχονται στην παρούσα ανάλυση βασίζονται σε ευρέως δημοσιοποίησης στοιχεία, στατιστικές βάσεις δεδομένων, ετήσιους απολογισμούς, ενημερωτικά δελτία και άλλες επίσημες ανακοινώσεις οι οποίες κρίθηκαν ως οι πιο έγκυρες, αξιόπιστες και αντιπροσωπευτικές ως προς το αντικείμενο που εξετάζεται. Τα περισσότερα από τα στοιχεία που χρησιμοποιήθηκαν στην παρούσα διπλωματική εργασία, έχουν δημοσιευθεί από την ίδια την εταιρεία. Καταληκτικά, εκείνο που πρέπει να τονιστεί είναι ότι οι προβλέψεις που αναφέρονται στην συγκεκριμένη ανάλυση δύνανται να είναι λάθος ή να είναι ένα μόνο από τα πολλά πιθανά μελλοντικά σενάρια εξέλιξης, ανάλογα με τις διαφορετικές υποθέσεις που λαμβάνονται υπόψη για την εξαγωγή τους. Αυτό είναι και μια ευκαιρία για μελλοντική μελέτη και αξιολόγηση κάποιων εναλλακτικών σεναρίων εξέλιξης μέσα στα επόμενα έτη.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική

1. Αρτίκης, Γ. (2002). *Χρηματοοικονομική Διοίκηση-Αποφάσεις Επενδύσεων*. Αθήνα: Εκδόσεις Interbooks.
2. Γεωργιάδης, Μ. (1973). *Οικονομική των Επιχειρήσεων*. Αθήνα.
3. Γκίκας, Δ. Χ. (2010). *Ανάλυση & Αποτίμηση Επιχειρήσεων*. Αθήνα: Εκδόσεις Γ. Μπένου.
4. ΕΦΗΜΕΡΙΣ ΤΗΣ ΚΥΒΕΡΝΗΣΕΩΣ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΔΗΜΟΚΡΑΤΙΑΣ σελ. 7667. (2014, 24 Νοεμβρίου). *ΤΕΥΧΟΣ ΠΡΩΤΟ Αρ. Φύλλου 251* .
5. Καρβούνης, Σ. (1993). *Μέθοδος εκπονήσεως Οικονομοτεχνικών Μελετών* . Αθήνα: Α. Σταμούλης.
6. Λιάπης, Κ. Ι. (2017). *ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ACCOUNTING AND BUSINESS ECONOMICS*. Αθήνα: Εκδόσεις Ε. Μπένου.
7. Νιάρχου, Ν. (2004). *ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ* . Αθήνα: Εκδόσεις Αθ. Σταμούλης.
8. Παπαδοπούλου, Χ.-Ι. (2017). *Αποτίμηση αξίας του ΟΛΠ(Οργανισμός Λιμένος Πειραιώς) βάσει Ταμειακών Ροών*. Πανεπιστήμιο Μακεδονίας: Σχολή Επιστημών Διοίκησης Επιχειρήσεων-Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής .
9. Παπαθεοδώρου, Α. &. (2014). «Οι βασικές αρχές και η σημασία της οικονομικής και χρηματοοικονομικής διοίκησης των τουριστικών επιχειρήσεων». *Πρόγραμμα επικαιροποίησης γνώσεων αποφοίτων ΑΕΙ στην “οργάνωση, διοίκηση τουριστικών επιχειρήσεων και στην προώθηση τουριστικών προορισμών*. Πανεπιστήμιο Αιγαίου, Πανεπιστήμιο Θεσσαλίας & Πάντειο Πανεπιστήμιο Αθηνών.
10. Παράρτημα Α - Νόμος 4308/2014. (n.d.). *ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΑ ΠΡΟΤΥΠΑ* σελ. 7692. ΕΦΗΜΕΡΙΣ ΤΗΣ ΚΥΒΕΡΝΗΣΕΩΣ-ΤΕΥΧΟΣ ΠΡΩΤΟ.
11. Σακέλλης, Ε. Ι. (1991). *Εκτίμηση Αξίας επιχειρήσεων Συγχωνεύσεις & Μετατροπές Εταιρειών* . Αθήνα.

12. Σγουρινάκης, Ν. (2016). *Μέθοδοι εκτίμησης της αξίας της επιχείρησης*. Αθήνα: Οικονομική Βιβλιοθήκη.
13. Τσιμάρα, Μ. (1967). *Πλούσια Συλλογή και κριτική αυτών-Οικονομική των Επιχειρήσεων*. Αθήνα.

Ξενόγλωσση

1. Bwanana, J. K. (2019). The World Around Bottled Water. *ScienceDirect-The Science Of Beverages*, σσ. pages 39-61.
2. Dimitropoulos, P. A. (2010, December). The relevance of earnings and cash flows in a heavily regulated industry: Evidence from the Greek banking sector. *Advances in Accounting-ScienceDirect*, σσ. Pages 290-303. Ανάκτηση από The relevance of earnings and cash flows
3. Francis, J. O. (2000). Comparing the accuracy and explainability of dividend, free cash flow and abnormal earnings value estimates. *Journal of Accounting research*, σσ. pages 45-70.
4. Grinblatt, M. &. (2nd Edition 2002). *Finanacial Markets and Corporate Strategy*. New York: McGraw-Hill.
5. Kaplan, S. &. (1995). The valuation of Cash Flow Forecasts: An empirical analysis. *Journal of Finance Vol.50, No 4*, σσ. Pages 1059-1093.
6. Martin, J. &. (2000). *Value Based Management: The Corporate Response to the Shareholder Revolution*. Boston: Harvard Buisness SchoolPress.
7. Miller, M. H. (1961). Divided policy, Growth and the valuation of shares. *Journal of Buisness vol.34* , pages 411-433.
8. Modigliani, F. &. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *American Economic Review Vol.53, No 3*, pages 433-442.
9. P., F. (2001). Valuation using Multiples. How to do analysts reach their conclusions. *SSRN Working Paper*. IESE Buisness School.
10. Steiger, F. (2008). *The Validity of company valuation using Discounterd Cash Flow methods*.

Ηλεκτρονική

1. (n.d.). Ανάκτηση από <https://www.zagoriwater.gr/index.php/el/activation-el-gr> (Προσπελάστηκε στις 10/07/2019).
2. *Country Economy Greece*. (n.d.). Ανάκτηση από <https://countryeconomy.com/countries/greece> (Προσπελάστηκε στις 11/08/2019).
3. Gaille, B. (2019, Φεβρουάριος). <https://brandongaille.com/>. Ανάκτηση από <https://brandongaille.com/30-water-bottle-industry-statistics-trends-analysis/>: <https://brandongaille.com/30-water-bottle-industry-statistics-trends-analysis/> (Προσπελάστηκε στις 21/08/2019).
4. <https://www.zagoriwater.gr/index.php/el/company-el-gr/history-el-gr>. (n.d.). (Προσπελάστηκε στις 10/07/2019).
5. *Market-Risk-Premia*. (Greece). Ανάκτηση από Implied Market Risk premia (IMPR): <http://www.market-risk-premia.com/gr> (Προσπελάστηκε στις 11/08/2019).
6. matters, B. w. (2011). *Beverage Marketing Corporation*. Ανάκτηση από <http://www.bottledwatermatters.org/article/erroneous-article-national-geographic%E2%80%99s-online-green-living-section> (Προσπελάστηκε στις 21/08/2019)
7. *Reuters Coca-Cola Co (K.O.N)*. (n.d.). Ανάκτηση από <https://www.reuters.com/companies/KO.N> (Προσπελάστηκε στις 11/08/2019).
8. ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΕΛΕΓΧΩΝ, Ε. Λ. (n.d.). ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΟΔΗΓΙΑ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ ΤΟΥ ΝΟΜΟΥ 4308/2014-«ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΑ ΠΡΟΤΥΠΑ, ΣΥΝΑΦΕΙΣ ΡΥΘΜΙΣΕΙΣ ΚΑΙ ΑΛΛΕΣ ΔΙΑΤΑΞΕΙΣ». Άρθρο 18 σελ.62. www.elte.org.gr. (Προσπελάστηκε στις 21/08/2019)
9. Λ., Κ. (2013, Δεκέμβριος 5). *the Analyst.gr*. Ανάκτηση από <https://analyst.gr/2013/12/05/5021/> (Προσπελάστηκε στις 16/08/2019).
10. Προκόπης, Χ. (2019, Ιούλιος 13). <https://www.kathimerini.gr>. Ανάκτηση από <https://www.kathimerini.gr/1033766/article/oikonomia/ellhnikh-oikonomia/sthn-ellada-oi-megalyteres-ay3hseis-forwn-stis-epixeirhseis> (Προσπελάστηκε στις 11/08/2019).

11. Σχοινά, Α. (2016, Απριλίου 17). *Liberal.gr*. Ανάκτηση από Πηγή ανάπτυξης στο εξωτερικό το νερό για τις ελληνικές εταιρείες: <https://www.liberal.gr/news/pigi-anaptuxis-sto-exoteriko-to-nero-gia-tis-ellinikes-etaireies/43897> (Προσπελάστηκε στις 12/08/2019).
12. Τζώρτζη, Ε. (2019, Ιούνιος 3). *kathimerini.gr*. Ανάκτηση από Το νερό από το Ζαγόρι που κατέκτησε τον κόσμο: <https://www.kathimerini.gr/1027195/gallery/oikonomia/epixeirhseis/to-nero-apo-to-zagori-poy-katekthse-ton-kosmo> (Προσπελάστηκε στις 12/08/2019).
13. www.iobe.gr
14. www.icap.gr
15. <https://www.euretirio.com> (Προσπελάστηκε στις 01/10/2019).

