



ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΚΡΗΤΗΣ
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗΣ

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

«ΘΕΜΕΛΙΩΔΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΥΟ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ, ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α.»

«Fundamental analysis of two companies listed in the
Athens Stock Exchange»



Εισηγήτρια: Καπερώνη Χρυσούλα
Επιβλέπων: Μαυράκης Εμμανουήλ

ΑΓΙΟΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ

*Στους γονείς μου,
Διονύση & Ευαθία και
στην αδερφή μου Μαρία*



ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Ολοκληρώνοντας την πτυχιακή μου εργασία, θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέποντα καθηγητή κ. Μαυράκη Εμμανουήλ για την εμπιστοσύνη που μου έδειξε, τη καθοδήγηση, τη πολύτιμη βοήθεια του καθώς και για την υπομονή του. Επίσης, θα ήθελα να ευχαριστήσω και τους φίλους μου που στάθηκαν δίπλα μου και με βοήθησαν κατά την διάρκεια των σπουδών μου.

Πάνω απ' όλα θέλω να ευχαριστήσω ιδιαίτερα την οικογένεια μου για την συνεχή συμπαράσταση και την κατανόηση μέχρι την ολοκλήρωση των σπουδών μου και ειδικότερα την αδερφή μου για την συμπαράσταση της όλα αυτά τα χρόνια.



ΠΕΡΙΛΗΨΗ ΠΤΥΧΙΑΚΗΣ

Η εργασία αυτή έχει ως θέμα τη θεμελιώδη ανάλυση δύο εισηγμένων μετόχων στο Χ.Α.Α. Γενικά, η θεμελιώδης ανάλυση είναι μια μέθοδος επιλογής μετοχών, που στηρίζεται στη μελέτη της γενικής κατάστασης της οικονομίας μιας χώρας, των συνθηκών που επικρατούν στους διάφορους κλάδους της οικονομίας, της οικονομικής κατάστασης μιας εταιρείας. Στην παρούσα εργασία θα ασχοληθούμε με τη Θεμελιώδη ανάλυση δύο μετόχων για πέντε έτη. Θα γίνει μια προσπάθεια να αξιολογήσουμε τις εισηγμένες εταιρείες REDS Α.Ε. και Μπάμπης Βωβός Διεθνής Τεχνική Α.Ε., οι οποίες δραστηριοποιούνται στον κλάδο Ακίνητης Περιούσιας.

Η εργασία αυτή αποτελείται από δυο μέρη, την θεωρητική και την πρακτική προσέγγιση του θέματος. Στο πρώτο μέρος αρχικά γίνεται η περιγραφή των μεθόδων αξιολόγησης των μετοχών και στη συνέχεια περιγράφεται αναλυτικά η μέθοδος της θεμελιώδους ανάλυσης. Θα παρουσιαστούν τα κυριότερα στοιχεία της θεωρίας, που αποτελούν τις βάσεις πάνω στις οποίες στηρίζονται όλοι σχεδόν οι θεμελιώδη αναλυτές στην προσπάθειά τους να ερμηνεύσουν και να προβλέψουν την αγορά.

Το δεύτερο μέρος της πτυχιακής αφορά την πρακτική εφαρμογή της θεμελιώδους ανάλυσης στις εταιρείες του κλάδου ανάπτυξης ακινήτων Μπάμπης Βωβός – Διεθνής Τεχνική Α.Ε. και REDS Α.Ε. για την πενταετία 2006 έως 2010. Η μεθοδολογία που ακολουθείται, περιλαμβάνει την ανάλυση του μακροοικονομικού περιβάλλοντος με την ανάλυση της οικονομίας, την ανίχνευση του μικροοικονομικού περιβάλλοντος με τη περιγραφή του κλάδου Ακίνητης Περιούσιας και την ανάλυση των δύο εταιρειών.



ABSTRACT

The object of this paper is a fundamental analysis of two listed shares in the Greek Stock Market. In general, a fundamental analysis is a method of choosing shares, which is based on studying the general state of the economy of a country, the conditions prevailing in the various sectors and the economic state of the company. In this paper we will examine the fundamental analysis of two years over a period of five years. We will attempt to evaluate the listed companies REDS SA and Babis Vovos - Diethnis Techniki SA, which are active in the Real Estate industry.

This essay is consisted of two parts, the theoretical and the practical approach of the matter. At first, we will describe the evaluation methods of the shares and then the detailed method of fundamental analysis. We will also present the main elements of the theory - in other words, the foundations on which fundamental analysts underlie in order to interpret and predict the market.

The second part of this final paper will state the practical application of the fundamental analysis on the two companies of the Real Estate industry, Babis Vovos - Diethnis Techniki SA and REDS SA, from 2006 until 2010. The methodology being used is consisted of the analysis of the macroeconomic environment with the analysis of the economy, the detection of the microeconomic environment with the description of the Real Estate industry and the analysis of the two companies.



ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ	3
ΠΕΡΙΛΗΨΗ	4
ABSTRACT	5
ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ	6
ΛΙΣΤΑ ΠΙΝΑΚΩΝ – ΓΡΑΦΗΜΑΤΩΝ – ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ	12

ΜΕΡΟΣ ΠΡΩΤΟ

ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^Ο ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1 Αντικείμενο της πτυχιακής εργασίας	17
1.2 Δομή της πτυχιακής εργασίας	17

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^Ο ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

2.1 Εισαγωγή κεφαλαίου	20
2.2 Θεμελιώδη Ανάλυση (<i>Fundamental Analysis</i>).....	20
2.3 Τεχνική Ανάλυση (<i>Technical Analysis</i>)	21
2.4 Η θεωρία της «τυχαίας πορείας» (<i>random walk theory</i>).....	22
2.5 Η σύγκριση Τεχνικής και θεμελιώδους Ανάλυσης	23

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^Ο ΘΕΜΕΛΙΩΔΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

3.1 Εισαγωγή Κεφαλαίου	25
3.2 Ορισμός Θεμελιώδους Ανάλυσης	25
3.3 Σταδία της Θεμελιώδους Ανάλυσης	25



3.4 Θεμελιώδης μεταβλητές : Ποσοτικές και ποιοτικές	26
3.5 Η έννοια της εσωτερικής αξίας (<i>intrinsic value</i>).....	26
3.6 Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα	27

ΜΕΡΟΣ ΔΕΥΤΕΡΟ ΠΡΑΚΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^Ο ΑΝΑΛΥΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

4.1 Εισαγωγή Κεφαλαίου	29
4.2 Διεθνές Οικονομικό Περιβάλλον	31
4.2.1 Βασικά μακροοικονομικά μεγέθη των Διεθνών οικονομιών	31
4.3 Ανάλυση της ελληνικής οικονομίας.....	32
4.3.1 Βασικά μακροοικονομικά μεγέθη ελληνικής οικονομίας	33
a) Ακαθάριστο Εγχώριο προϊόν (ΑΕΠ).....	33
b) Απασχόληση – Ανεργία	34
c) Δημόσια Οικονομικά (Έλλειμμα / Χρέος)	35
d) Πληθωρισμός	36
4.4 Συμπεράσματα.....	37

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5^Ο ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΛΑΔΟΥ

5.1 Εισαγωγή.....	38
5.2 Ο κλάδος Ακίνητης Περιούσιας σε διεθνές επίπεδο - Ε.Ε.	39
5.3 Ο κλάδος Ακίνητης Περιούσιας στην Ελλάδα.....	39
5.4 Γενικά χαρακτηριστικά του κλάδου	41
5.5 Παράγοντες που επηρεάζουν τον Κλάδο	41
5.6 Διάκριση Αγοράς του κλάδου Ακίνητης περιούσιας	43
5.6.1 Επιχειρήσεις του κλάδου	44



5.7 Χρηματοοικονομική Ανάλυση του Κλάδου.....	45
5.8 Τάσεις και Προοπτικές του Κλάδου.....	47
5.9 Δομή του κλάδου	48
5.9.1 Εισηγμένες εταιρίες	49
5.9.2 Δείκτης «FTSE/ Χ.Α Ακίνητης Περιούσιας».....	50
5.9.2.1 Σύγκριση του Δείκτη Ακίνητης Περιούσιας με τον Γενικό Δείκτη	50
5.10 Συνθήκες Ανταγωνισμού.....	51
5.10.1 Αύξηση του Ανταγωνισμού.....	53

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6^ο ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

6.1 Εισαγωγή κεφαλαίου	54
6.2 Η εταιρεία REDS A.E.	54
6.2.1 Εταιρική Ταυτότητα	54
6.2.2 Σύντομο Ιστορικό	54
6.2.3 Δραστηριότητες	55
6.2.4 Οργανωτική Δομή	56
6.2.5 Διοικητικό Συμβούλιο	57
6.2.6 Ανθρώπινο Δυναμικό	57
6.2.7 Διάρθρωση μετοχικού κεφαλαίου	58
6.2.8 Μετοχική Σύθεση	58
6.2.9 Θυγατρικές εταιρείες	59
6.2.10 Στόχοι και στρατηγική.....	60
6.3 Η εταιρεία ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ ΔΙΕΘΝΗΣ ΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε.	61
6.3.1 Εταιρική Ταυτότητα	61
6.3.2 Σύντομο Ιστορικό	61
6.3.3 Δραστηριότητες	61
6.3.4 Οργανωτική Δομή	62
6.3.5 Διοικητικό Συμβούλιο	63



6.3.6 Ανθρώπινο Δυναμικό	64
6.3.7 Διάρθρωση μετοχικού κεφαλαίου	64
6.3.8 Μετοχική Σύνθεση	64
6.3.9 Θυγατρικές εταιρείες	65
6.3.10 Στόχοι και στρατηγική.....	66
6.4 Σύγκριση της πορείας των μετοχών των δύο εταιρειών.....	66
6.5 Μερισματική Πολιτική	67
6.6. SWOT Ανάλυση	69

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7^ο ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ

7.1 Εισαγωγή Κεφαλαίου	71
7.2 Ορισμός Αριθμοδεικτών.....	71
7.3 Ταξινόμηση Αριθμοδεικτών.....	72
7.4 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας.....	73
7.4.1 Αριθμοδείκτης Γενικής ρευστότητας	73
7.4.2 Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας	76
7.4.3 Σύγκριση Αριθμοδεικτών Ρευστότητας	77
7.5 Αριθμοδείκτες Κυκλοφοριακής Ταχύτητας	78
7.5.1 Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Απαιτήσεων	78
7.5.2 Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού.....	81
7.5.3 Σύγκριση Αριθμοδεικτών Κυκλοφοριακής Ταχύτητας.....	83
7.6 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας	83
7.6.1 Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων	84
7.6.2 Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού	86
7.6.3 Αριθμοδείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους.....	87
7.6.4 Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου κέρδους.....	89
7.6.5 Σύγκριση Αριθμοδεικτών Αποδοτικότητας.....	91



7.7 Αριθμοδείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης.....	92
7.7.1 Αριθμοδείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης.....	93
7.7.2 Αριθμοδείκτης Οικονομικής Αυτοδυναμίας	94
7.7.3 Σύγκριση Αριθμοδεικτών Κεφαλαιακής Διάρθρωσης.....	96
7.8 Επενδυτικοί Αριθμοδείκτες ή Αριθμοδείκτες Αποτίμησης.....	97
7.8.1 Δείκτης P/E.....	97
7.8.2 Δείκτης P/BV.....	99
7.8.3 Μερισματική Απόδοση.....	101

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8^ο ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

8.1 Εισαγωγή	102
8.2 Διάκριση Επενδυτικού Κινδύνου	102
8.2.1 Συστηματικός Κίνδυνος	103
8.2.2 Μη συστηματικός Κίνδυνός.....	103
8.3 Κίνδυνοι της REDS Α.Ε. και της Μπάμπης Βωβός Α.Ε.....	104
8.3.1 Πιστωτικός Κίνδυνός	104
8.3.2 Κίνδυνος Ρευστότητας	105
8.3.3 Κίνδυνος Επιτοκίου.....	106
8.4 Εκτίμηση Κινδύνου	107
8.4.1 Μέθοδοι Περιγραφικής Στατιστικής	107
8.4.1.1 Η Τυπική Απόκλιση ως μέτρο του κινδύνου.....	107
8.4.1.2 Ο Συντελεστής Μεταβλητότητας ως μέτρο του κινδύνου	108
8.4.2 Μέθοδος Εκτίμησης Συντελεστής β.....	108
8.4.2.1 Μοντέλο Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (CAPM)	108
8.4.2.2 Συντελεστής β.....	110
8.5 Πρακτική Εφαρμογή Εκτίμησης Κινδύνου των μετοχών της REDS Α.Ε. και της Μπάμπης Βωβός Α.Ε.	111
8.5.1 Επιλογή Δεδομένων.....	111



8.5.2 Εκτίμηση Περιγραφικών Στατιστικών	112
8.5.3 Εκτίμηση συντελεστή β	112
8.5.3.1 Υπολογισμός συντελεστή β (1 ^{ος} Τρόπος).....	113
8.5.3.2 Υπολογισμός συντελεστή β (2 ^{ος} Τρόπος).....	113
a) Μοντέλο CAPM για την REDS A.E.	114
b) Μοντέλο CAPM για την REDS A.E.....	115
8.5.3.3 Συμπεράσματα Εκτίμησης συντελεστή β	118

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9^ο ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ

9.1 Εισαγωγή κεφαλαίου	119
9.2 Έννοια της αποτίμησης	119
9.3 Κατηγοριοποίηση υποδειγμάτων αποτίμησης.....	120
9.3.1 Μοντέλα Απόλυτης Αποτίμησης.....	120
9.3.2 Μοντέλα Σχετικής Αποτίμησης.....	122
9.4 Επιλογή Μοντέλων Αποτίμησης	122
9.5 Αποτίμηση μετόχων της REDS A.E. και της Μπάμπης Βωβός A.E. με βάση τους αριθμοδείκτες	123

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10^ο ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ - ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΠΡΟΤΑΣΗ

10.1 Συμπεράσματα.....	124
10.2 Επενδυτική πρόταση.....	125
10.3 Πρόταση για περαιτέρω έρευνα	129
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	130
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	134



ΛΙΣΤΑ

ΠΙΝΑΚΩΝ - ΓΡΑΦΗΜΑΤΩΝ - ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

ΠΙΝΑΚΕΣ

Πίνακας 4.1: Μακροοικονομικά Μεγέθη Ευρωζώνης	31
Πίνακας 4.2: Εξέλιξη Α.Ε.Π στην Ελλάδα (2007 – 2010).....	33
Πίνακας 4.3: Εξέλιξη Ανεργίας στην Ελλάδα (2005 – 2010).....	34
Πίνακας 4.4: Εξέλιξη Ελλείμματος και Χρέους της Ελλάδας (2004-2010)	35
Πίνακας 4.5: Εξέλιξη Πληθωρισμού στην Ελλάδα - Ευρωζώνη (2005 – 2010).....	36
Πίνακας 5.1: Δείκτες Τιμών Κατοικιών και Ενοικίων (2004 – 2010)	40
Πίνακας 5.2: Εξέλιξη στεγαστικών επιτοκίων νέων δανείων στην Ελλάδα	42
Πίνακας 5.3: Στεγαστικά δάνεια των εγχώριων νοικοκυριών.....	42
Πίνακας 5.4: Εξέλιξη Πωλήσεων των επιχειρήσεων (2005 – 2009)	45
Πίνακας 5.5: Σύνθεση Δείκτη Ακίνητης Περιούσιας.....	50
Πίνακας 6.1: Διοικητικό Συμβούλιο της REDS A.E.....	57
Πίνακας 6.2: Ανθρώπινο Δυναμικό της REDS A.E.....	57
Πίνακας 6.3: Μετοχική Σύνθεση της REDS A.E.....	58
Πίνακας 6.4: Θυγατρικές εταιρίες της REDS A.E.	59
Πίνακας 6.5: Διοικητικό Συμβούλιο της Μπάμπης Βωβός Διεθνής Τεχνική Α.Ε.....	63
Πίνακας 6.6: Μετοχική Σύνθεση της Μπάμπης Βωβός Διεθνής Τεχνική Α.Ε.	64
Πίνακας 6.7: Θυγατρικές εταιρείες της Μπάμπης Βωβός Διεθνής Τεχνική Α.Ε.....	65
Πίνακας 6.8: Μερίσματα REDS A.E.	68
Πίνακας 6.9: Μερίσματα Μπάμπης Βωβός Διεθνής Τεχνική Α.Ε.....	68
Πίνακας 6.10: SWOT Ανάλυση της REDS A.E.	69



Πίνακας 6.11: SWOT Ανάλυση της Μπάμπης Βωβός Διεθνής Τεχνική Α.Ε.....	70
Πίνακας 7.4.1.a Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας REDS Α.Ε.	74
Πίνακας 7.4.1.b Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας Μπάμπης Βωβός Α.Ε.....	75
Πίνακας 7.4.2.a Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας REDS Α.Ε.	76
Πίνακας 7.4.2.b Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας Μπάμπης Βωβός Α.Ε.....	76
Πίνακας 7.5.1.a Αριθμ. Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Απαιτήσεων REDS Α.Ε.	79
Πίνακας 7.5.1.b Αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων Μπάμπης Βωβός Διεθνής Τεχνική Α.Ε.	80
Πίνακας 7.5.2.a Αριθμ. Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού REDS Α.Ε.	81
Πίνακας 7.5.2.b Αριθμ. Κυκλοφοριακής Ταχύτητα Ενεργητικού Μπάμπης Βωβός Διεθνής Τεχνική Α.Ε.	82
Πίνακας 7.6.1.a Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων REDS Α.Ε.....	84
Πίνακας 7.6.1.b Αριθμ. Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων Μπάμπης Βωβός Α.Ε. ...	85
Πίνακας 7.6.2.a Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού REDS Α.Ε.	86
Πίνακας 7.6.2.b Αριθμ. Αποδοτικότητας Ενεργητικού Μπάμπης Βωβός Α.Ε.....	87
Πίνακας 7.6.3.a Αριθμοδείκτης Μικτού Κέρδους REDS Α.Ε.....	88
Πίνακας 7.6.3.b Αριθμοδείκτης Μικτού Κέρδους Μπάμπης Βωβός Α.Ε.....	88
Πίνακας 7.6.4.a Αριθμοδείκτης Καθαρού Κέρδους REDS Α.Ε.	89
Πίνακας 7.6.4.b Αριθμοδείκτης Καθαρού Κέρδους Μπάμπης Βωβός Α.Ε.....	90
Πίνακας 7.7.1.a Αριθμοδείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης REDS Α.Ε.....	93
Πίνακας 7.7.1.b Αριθμοδείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης Μπάμπης Βωβός Α.Ε.....	94
Πίνακας 7.7.2.a Αριθμοδείκτης Οικονομικής Αυτονομίας REDS Α.Ε.	95
Πίνακας 7.7.2.b Αριθμοδείκτης Οικονομικής Αυτονομίας Μπάμπης Βωβό Α.Ε.....	96
Πίνακας 7.8.1 P/E.....	98
Πίνακας 7.8.2.a : P/BV της REDS Α.Ε.....	100
Πίνακας 7.8.2.b : P/BV της Μπάμπης Βωβός Διεθνής Τεχνική Α.Ε.....	100
Πίνακας 7.8.3 Μερισματική Απόδοση REDS Α.Ε..	101



Πίνακας 8.1 Περιγραφικά Στατιστικά των Τιμών των Μετοχών.....	112
Πίνακας 8.2 Συντελεστή beta	113
Πίνακας 8.3 Μοντέλο CAPM της μετοχής της REDS A.E.....	114
Πίνακας 8.4 Μοντέλο CAPM της μετοχής της Μπάμπης Βωβός A.E.	115
Πίνακας 9.1 Σύγκριση P/BV	123

ΓΡΑΦΗΜΑΤΑ

Γράφημα 4.1: Φάσεις του Οικονομικού Κύκλου	29
Γράφημα 5.1: Δείκτης Τιμών Κατοικιών (2000 – 2010)	40
Γράφημα 5.2 Εξέλιξη του Γενικού Δείκτη σε σχέση με τον Δείκτη Ακίνητης Περιούσιας.....	51
Γράφημα 6.1: Συγκριτικό γράφημα των μετοχών της REDS A.E. και της Μπάμπης Βωβός Διεθνής Τεχνική A.E.	67
Γράφημα 7.4.3.a Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας	77
Γράφημα 7.4.3.b Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας.....	77
Γράφημα 7.5.3.a Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Απαιτήσεων	83
Γράφημα 7.5.3.b Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού	83
Γράφημα 7.6.5.a Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων.....	91
Γράφημα 7.6.5.b Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού	91
Γράφημα 7.6.5.c Αριθμοδείκτης Μικτού Κέρδους.....	91
Γράφημα 7.6.5.d Αριθμοδείκτης Καθαρού Κέρδους.....	91
Γράφημα 7.7.3.a Αριθμοδείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης.....	96
Γράφημα 7.7.3.b Αριθμοδείκτης Οικονομικής Αυτοδυναμίας	96
Γράφημα 8.1 Γραμμή Αγοράς Αξιογράφων (SLM).....	109



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ

Διάγραμμα 5.1: Διάκριση Αγοράς του Κύκλου Ακίνητης Περιουσίας.....	43
Διάγραμμα 5.2: Υπό κλάδοι του Κλάδου Real Estate.....	48
Διάγραμμα 6.1 Οργανόγραμμα της REDS Α.Ε.....	56
Διάγραμμα 6.2 Μετοχική Σύνθεση της REDS Α.Ε.....	59
Διάγραμμα 6.3 Οργανόγραμμα της Μπάμπης Βωβός Διεθνής Τεχνική Α.Ε.....	62
Διάγραμμα 6.4 Μετοχική Σύνθεση της ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ Α.Ε.	65
Διάγραμμα 8.1 Διάσπαση Επενδυτικού Κινδύνου	103
Διάγραμμα 9.1 Μοντέλα αποτίμησης.....	120



ΜΕΡΟΣ ΠΡΩΤΟ

ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^Ο ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1 ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΟ ΤΗΣ ΠΤΥΧΙΑΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Στις ημέρες μας, παρατηρούνται συνεχώς νέες και σημαντικές εξελίξεις. Σε μια τόσο δύσκολη οικονομική περίοδο οι περισσότεροι επενδυτές ψάχνουν να βρουν μεθόδους και εργαλεία ώστε να κάνουν πιο ασφαλείς τις επενδύσεις τους. Μία τέτοια μέθοδος είναι και η μέθοδος της θεμελιώδους ανάλυσης.

Η παρούσα εργασία έχει σαν στόχο να παρουσιάσει την μέθοδο της Θεμελιώδους ανάλυσης και να γίνει η πρακτική εφαρμογή των βασικών κανόνων της θεμελιώδους ανάλυσης ώστε να αξιολογηθούν δύο μετοχές του ελληνικού χρηματιστηρίου. Επιπλέον, στόχος της είναι να βγάλουμε κάποια γενικά συμπεράσματα και για τις δύο εταιρείες που οι μετοχές τους τελούν υπό διαπραγμάτευση στο ελληνικό χρηματιστήριο. Γιατί στην ουσία δεν πρόκειται απλά για αξιολόγηση μετοχών, αλλά κατ' επέκταση και των ίδιων επιχειρήσεων που αντιπροσωπεύουν.

Απώτερος στόχος της εργασίας είναι η θεμελιώδη ανάλυση των μετοχών της REDS A.E. και της ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ ΔΙΕΘΝΗΣ ΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε. Επιπλέον, η συγκριτική παρουσίαση των οικονομικών στοιχείων τους και του υπάρχοντος ανταγωνισμού και ο προσδιορισμός των στρατηγικών τους κινήσεων. Οι εταιρίες αυτές επηρεάζονται σε μεγάλο βαθμό από τις μεταβαλλόμενες συνθήκες που επικρατούν στον κλάδο ακίνητης περιούσιας και γενικότερα με την οικονομία του κράτους.

1.2 ΔΟΜΗ ΤΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Η εργασία αυτή αποτελείται από δυο μέρη, την θεωρητική και την πρακτική προσέγγιση του θέματος. Στο πρώτο μέρος αρχικά γίνεται η περιγραφή των μεθόδων αξιολόγησης των μετοχών και στη συνέχεια περιγράφεται αναλυτικά η μέθοδος της θεμελιώδους ανάλυσης. Το δεύτερο μέρος της πτυχιακής αφορά την πρακτική εφαρμογή της θεμελιώδους ανάλυσης στις εταιρείες του κλάδου ανάπτυξης ακινήτων Μπάμπης Βωβός – Διεθνής Τεχνική Α.Ε. και REDS Α.Ε. για την πενταετία 2006 έως 2010. Πιο συγκεκριμένα, η εργασία αποτελείται συνολικά από 10 κεφάλαια. Το **πρώτο κεφάλαιο** αποτελεί την εισαγωγή της εργασίας, όπου περιγράφονται το αντικείμενο και



ο στόχος της συγκεκριμένης εργασίας. Το κεφάλαιο αυτό ολοκληρώνεται με την διάρθρωση της πτυχιακής εργασίας, όπου αναλύεται η δομή και το περιεχόμενο του κάθε κεφαλαίου.

Στο **δεύτερο κεφάλαιο** της εργασίας γίνεται μια γενικότερη αναφορά στις εναλλακτικές μεθόδους αξιολόγησης των μετοχών, οι οποίες δε συμφωνούν με τη θεμελιώδη ανάλυση. Έτσι παρουσιάζονται τα βασικά χαρακτηριστικά της θεμελιώδους ανάλυσης, της τεχνικής ανάλυσης και της θεωρίας της «τυχαίας πορείας» και οι ομοιότητες - διαφορές τους. Στο τέλος του κεφαλαίου γίνεται μία σύγκριση ανάμεσα στη μέθοδο της θεμελιώδους ανάλυσης και στη μέθοδο της τεχνικής ανάλυσης.

Στο **τρίτο κεφάλαιο** περιγράφεται αναλυτικότερα η διαδικασία της θεμελιώδους ανάλυσης. Συγκεκριμένα, παρουσιάζεται η εννοιολογική προσέγγιση της θεμελιώδους ανάλυσης και αναφέρονται τα σπουδαιότερα σημεία της ανάλυσης της οικονομίας, του κλάδου και της μετοχής. Παράλληλα, παρουσιάζονται οι θεμελιώδεις μεταβλητές και η έννοια της εσωτερικής αξίας. Το κεφάλαιο αυτό ολοκληρώνεται με τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα της θεμελιώδους ανάλυσης.

Το **τέταρτο κεφάλαιο** περιλαμβάνει την ανάλυση του μακροοικονομικού περιβάλλοντος. Συγκεκριμένα, αναλύεται το διεθνές οικονομικό περιβάλλον και η ελληνική οικονομία μέσω των μακροοικονομικών μεγεθών τους. Στο τέλος του κεφαλαίου παρουσιάζονται τα συμπεράσματα από την ανάλυση της οικονομίας.

Στο **πέμπτο κεφάλαιο** εξετάζεται εξονυχιστικά ο κλάδος Ακίνητης Περιούσιας, όσον αφορά τις επιδράσεις του στις δύο εταιρείες. Αρχικά, αναφέρονται οι γενικότερες οικονομικές συνθήκες που επικρατούν στον κλάδο ακίνητης περιούσιας σε διεθνές επίπεδο. Στη συνέχεια, αναλύεται περισσότερο ο κλάδος της ακίνητης περιούσιας στην Ελλάδα. Συγκεκριμένα, αναφέρονται τα γενικά χαρακτηριστικά, οι κυριότεροι παράγοντες που επηρεάζουν τη λειτουργία του, ο ανταγωνισμός και το πόσο σημαντικές είναι οι συγκεκριμένες εταιρείες μέσα στον κλάδο. Επιπλέον, εξετάζονται οι οικονομικές συνθήκες, οι τάσεις και οι προοπτικές που επικρατούν στον κλάδο.

Στο **έκτο κεφάλαιο** γίνεται μία σύντομη ιστορική αναδρομή, αναφέρονται τα γενικά χαρακτηριστικά των δύο εξεταζόμενων εταιρειών και αναλύεται η μερισματική πολιτική τους. Επιπλέον, σε αυτό το κεφάλαιο χρησιμοποιήθηκε η ανάλυση SWOT με την οποία στην ουσία υποδείξαμε τη στρατηγική που ακολουθεί η κάθε εταιρεία.

Στο **έβδομο κεφάλαιο** περιλαμβάνονται οι αριθμοδείκτες, όπου παρουσιάζεται η



έννοια και η κατηγοριοποίηση των αριθμοδεικτών. Επιπλέον, γίνεται ο υπολογισμός των αριθμοδεικτών η ανάλυση και η παρουσίαση των αποτελεσμάτων τους διαχρονικά για κάθε εταιρεία, με σκοπό την ανάλυση των οικονομικών στοιχείων και της οικονομικής κατάστασης των δύο εταιρειών.

Στο **όγδοο** κεφάλαιο γίνεται μια γενικότερη αναφορά στον κίνδυνο που εμπεριέχει η επένδυση σε μια μετοχή, παρουσιάζοντας την έννοια του κινδύνου και τη διάκριση του. Στη συνέχεια, αναλύθηκαν οι σημαντικότεροι κίνδυνοι που επηρεάζουν τις δύο εταιρείες και κατ' επέκταση τις μετοχές τους. Τέλος, έγινε μια προσπάθεια εκτίμησης του κινδύνου. Για την εκτίμηση του κινδύνου χρησιμοποιήθηκε η τυπική απόκλιση, ο συντελεστής μεταβλητότητας και ο συντελεστής beta.

Στο **ένατο κεφάλαιο** αρχικά γίνεται μια γενική περιγραφή της διαδικασίας αποτίμησης μετοχών και επιχειρείται μια επισκόπηση των βασικότερων μοντέλων αποτίμησης που έχουν αναπτυχθεί. Στη συνέχεια, μέσω της εφαρμογής του μοντέλου αποτίμησης με βάση τους δείκτες εκτιμήσαμε την δίκαιη τιμή των δύο μετόχων.

Στο **τελευταίο κεφάλαιο** αρχικά αναφέρονται συνοπτικά τα συμπεράσματα της πτυχιακής εργασίας. Επιπλέον, μετά την θεμελιώδη ανάλυση των μετοχών και λαμβάνοντας υπόψη τις επιθυμίες των τεσσάρων τύπων των επενδυτών κατέληξα να προτείνω μια επενδυτική πρόταση διαφορετική για την κάθε περίπτωση. Το κεφάλαιο αυτό ολοκληρώνεται με ορισμένες προτάσεις για περαιτέρω ανάλυση.

Τέλος, απαραίτητη είναι η παράθεση της χρησιμοποιούμενης βιβλιογραφίας και του παραρτήματος στις τελευταίες σελίδες της παρούσας εργασίας.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο

ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Κατά καιρούς έχουν αναπτυχθεί τρεις προσεγγίσεις σχετικά με τη μέθοδο πρόβλεψης των τιμών μετοχών ή άλλων παραγώγων προϊόντων χρήματος, οι οποίες διαχωρίζονται στην μέθοδο της θεμελιώδους ανάλυσης (*fundamental analysis*), στην μέθοδο της τεχνικής ανάλυσης (*technical analysis*) και στην θεωρία της τυχαίας πορείας. Πρόκειται ουσιαστικά για τρεις διαφορετικές φιλοσοφίες που εξετάζουν, από διαφορετική οπτική γωνία, το ίδιο ζήτημα. Θα πρέπει να επισημανθεί ότι από τους επενδυτές οι μέθοδοι που χρησιμοποιούνται ευρέως είναι η μέθοδος της **θεμελιώδους ανάλυσης** και η μέθοδος της **τεχνικής ανάλυσης**.

Σε αυτό το κεφάλαιο της εργασίας γίνεται μια γενικότερη αναφορά στις εναλλακτικές μεθόδους αξιολόγησης των τιμών των μετοχών. Παρουσιάζονται τα βασικά χαρακτηριστικά της θεμελιώδους ανάλυσης, της τεχνικής ανάλυσης και της θεωρίας της «τυχαίας πορείας» (*random walk theory*), καθώς και οι ομοιότητες και διαφορές τους.

2.2 ΘΕΜΕΛΙΩΔΗ ΑΝΑΛΥΣΗ (Fundamental Analysis)

Αρχικά αναπτύχθηκε η φιλοσοφία της θεμελιώδους ανάλυσης. Οι οπαδοί της θεωρίας αυτής υποστηρίζουν πως, για να μπορέσει κανείς να διεξάγει προβλέψεις για την μελλοντική πορεία των τιμών θα πρέπει να πραγματοποιήσει στατιστική και οικονομετρική ανάλυση των τιμών των μεταβλητών που θεωρούνται ότι προσδιορίζουν τις τιμές των μετοχών.

Αποτελεί μια μέθοδο επιλογής και αξιολόγησης μετοχών που στηρίζεται στη μελέτη της γενικής κατάστασης της οικονομίας μιας χώρας, των συνθηκών που επικρατούν στους διάφορους κλάδους, της οικονομικής κατάστασης (ισολογισμοί) αλλά και της διοίκησης μιας εταιρείας.



Οι αναλυτές που χρησιμοποιούν τη θεμελιώδη ανάλυση, προσπαθούν να αξιολογήσουν τις προοπτικές ανάπτυξης και κερδοφορίας μιας επιχείρησης έχοντας υπόψη τις μελλοντικές προοπτικές του συνόλου της οικονομίας, του κλάδου στον οποίο ανήκει η εταιρεία, καθώς και της ίδιας της εταιρείας. Σύμφωνα με τους υποστηρικτές της μεθόδου αυτής, ο παραπάνω τρόπος ανάλυσης της αγοράς είναι ο καταλληλότερος για να φθάσουμε σε ασφαλέστερες κρίσεις για τις μελλοντικές εξελίξεις.

2.3 ΤΕΧΝΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ (Technical Analysis)

Στη συνέχεια, παρουσιάστηκε η φιλοσοφία της τεχνικής ανάλυσης. Η τεχνική ανάλυση είναι μια μέθοδος επιλογής μετοχών, η οποία στηρίζεται στη μαθηματική επεξεργασία της διακύμανσης της τιμής μιας μετοχής. Με άλλα λόγια, για να προβλεφθούν οι μελλοντικές τιμές σε μια αγορά, αρκεί να μελετηθεί με συγκεκριμένες μεθόδους το διάγραμμα τιμής (*price chart*) κάθε μετοχής.

Στόχος των τεχνικών επενδυτών είναι να υπολογίσουν την προσφορά και τη ζήτηση για κάποιο χρεόγραφο ή χρηματοπιστωτικό μέσο, έτσι ώστε να προβλέψουν τα μελλοντικά επίπεδα και τις μεταβολές των τιμών. Προσπαθούν να εντοπίσουν κάποιους σχηματισμούς της κίνησης της αγοράς, οι οποίοι είχαν παρουσιαστεί αρκετά συχνά στο παρελθόν ώστε να αποτελούν αξιόπιστες ενδείξεις για τα μελλοντικά επίπεδα τιμών - χωρίς ωστόσο να αναλώνονται στο γιατί οι τιμές κινούνται με αυτόν τον τρόπο. Το μόνο που επιδιώκουν να αποδείξουν είναι ότι οι τιμές κινούνται σε προβλέψιμους σχηματισμούς.

Με τη χρήση της τεχνικής ανάλυσης έμμεσα απορρίπτεται η αποτελεσματικότητα της αγοράς - όπως αυτή εννοείται μέσα από την θεωρία της Αποτελεσματικής Αγοράς (*Efficient Market Hypothesis*)¹. Επειδή η παραδοχή της αποτελεσματικής αγοράς είναι βασικό στοιχείο στα διάφορα μοντέλα αποτίμησης, οι χρήστες των Οικονομικών Μαθηματικών, οι οποίοι εργάζονται στο χώρο των παραγώγων, κατά κανόνα απορρίπτουν την Τεχνική Ανάλυση χαρακτηρίζοντας την ως μη επιστημονική. Από την

¹ Ο όρος αποτελεσματική αγορά εμφανίστηκε στην οικονομική βιβλιογραφία στα τέλη του 1960 από τον *Eugenne Fama*. Ως «αποτελεσματική» ορίζεται η αγορά κεφαλαίου στην οποία οι τιμές των χρεογράφων προσαρμόζονται ταχύτατα σε κάθε νέα πληροφορία που αναδύεται στο επενδυτικό περιβάλλον και συνεπώς ανά πάσα χρονική στιγμή, οι τιμές των μετοχών αντανακλούν όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες που υπάρχουν στην αγορά.



άλλη, οι μεγάλες τράπεζες και χρηματιστηριακές εταιρείες συμπεριλαμβάνουν πλέον στη στελέχωση του προσωπικού τους και τεχνικούς αναλυτές.

Οι βασικές **υποθέσεις** στις οποίες στηρίζεται η τεχνική ανάλυση για να λειτουργήσει ορθά και να θεωρείται έγκυρη, είναι ότι:

i. Η αγορά προεξοφλεί τα πάντα.

Η πρώτη παραδοχή είναι ότι η αγορά προεξοφλεί όλα τα μελλοντικά γεγονότα. Δηλαδή, σε οποιαδήποτε χρονική στιγμή, κάθε επίδραση στην αγορά αντικατοπτρίζεται στις τρέχουσες τιμές των μετοχών. Έτσι στην τρέχουσα τιμή μιας μετοχής μπορούν και ενσωματώνονται οικονομικοί, λογιστικοί, ψυχολογικοί, πολιτικοί κ.α. παράγοντες.

ii. Η κίνηση των τιμών ακολουθεί τάσεις

Επιπλέον, η δεύτερη παραδοχή είναι ότι η τιμή μιας μετοχής πολύ συχνά και για μεγάλα ή μικρά χρονικά διαστήματα ακολουθεί κάποια τάση. Δηλαδή εξακολουθεί να κινείται σε μια δεδομένη κατεύθυνση ώσπου να συμβεί κάτι που θα μεταβάλλει την πορεία της. Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι μια τάση δεν μπορεί να αντιστραφεί από μόνη της, αλλά μόνο λόγω εξωτερικών επιδράσεων. Επομένως, οι τεχνικοί αναλυτές βασίζονται υπόθεση ότι οι τάσεις των τιμών μάλλον θα συνεχίσουν προς την ίδια κατεύθυνση, αρχή ιδιαίτερα σημαντική για την πραγματοποίηση προβλέψεων βάσει διαγραμμάτων.

iii. Η ιστορία επαναλαμβάνεται.

Τέλος, πολλοί επενδυτές πιστεύουν ότι η ιστορία επαναλαμβάνεται και μελετώντας τις μεταβολές των τιμών από το παρελθόν, προσπαθούν να εντοπίσουν έγκαιρα τις μελλοντικές μεταβολές. Πολλές φορές χρησιμοποιούν τις επαναληπτικές συμπεριφορές των τιμών για να πάρουν κάποια σήματα για την συμπεριφορά που αναμένεται να έχουν στο μέλλον.

2.4 Η ΘΕΩΡΙΑ « ΤΥΧΑΙΑΣ ΠΟΡΕΙΑΣ» (*random walk theory*)

Η νεότερη προσέγγιση είναι η θεωρία της τυχαίας² επέλευσης των τιμών, σύμφωνα με την οποία οι διακυμάνσεις που παρατηρούμε καθημερινά στις τιμές των μετοχών οφείλονται σε καθαρά τυχαίους παράγοντες με αποτέλεσμα να μην μπορούμε να

² Η πρώτη διατύπωση του μοντέλου του τυχαίου περιπάτου των μετόχων έγινε από τον Bachelier το 1900 στα πλαίσια της διδακτορικής του διατριβής.



προβλέψουμε με κανένα τρόπο πως θα κινηθούν οι τιμές αυτές στο μέλλον. Με άλλα λόγια, η θεωρία αυτή αμφισβητεί την στατιστική ή η τεχνική ανάλυση διαγραμμάτων υποστηρίζοντας ότι δεν υπάρχει κανένα όφελος από την μελέτη στοιχείων και τιμών του παρελθόντος, καθώς η τρέχουσα τιμή ενός χρεογράφου αντικατοπτρίζει και την πραγματική του αξία.

Η θεωρία της τυχαίας πορείας βασίζεται στην υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς, η οποία στηρίζεται στον εξής λογικό συνειρμό: Οι χρηματοοικονομικές πληροφορίες δημιουργούνται τυχαία και εφόσον οι τιμές ανταποκρίνονται τέλεια στις νέες πληροφορίες, συνεπάγεται ότι οι τιμές κυμαίνονται εντελώς **τυχαία** (*random walk theory*) ανεξάρτητα από την εμφάνιση οποιουδήποτε γεγονότος που αφορά τις εισηγμένες εταιρείες.

Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή, ο επενδυτής πρέπει να διαμορφώσει ένα χαρτοφυλάκιο μετοχών που να προσεγγίζει το «χαρτοφυλάκιο της αγοράς» και να τις αφήσει να εξελιχθούν με την πάροδο του χρόνου χωρίς να παρεμβαίνει καθόλου με αγοραπωλησίες για πραγματοποίηση συστηματικών κερδών.

Πρόκειται ουσιαστικά για μία χαοτική θεωρία καθώς υποστηρίζει την τυχαία διακύμανση των τιμών, η οποία δεν εξηγείται με βάση τους νόμους προσφοράς – ζήτησης αλλά ούτε και με την χρήση οικονομικών αναλύσεων (τεχνικής ή θεμελιώδους). Φυσικά έρχεται σε αντίθεση με όλους τους οικονομικούς αναλυτές που προσπαθούν να εξηγήσουν αλλά και να προβλέψουν τα οικονομικά φαινόμενα.

2.5 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΕΧΝΙΚΗΣ ΚΑΙ ΘΕΜΕΛΙΩΔΟΥΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

Η Θεμελιώδης και η Τεχνική Ανάλυση, αποτελούν δύο συμπληρωματικές αλλά και ανταγωνιστικές μεθόδους λήψης επενδυτικών αποφάσεων, που προσπαθούν να προβλέψουν με διαφορετικό τρόπο τη μελλοντική πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς.

Ο προσδιορισμός της εξέλιξης των τιμών, το πρόβλημα το οποίο και δύο μέθοδοι ανάλυσης μελετούν, προσεγγίζεται από διαφορετικές οπτικές γωνίες και με εντελώς διαφορετικά εργαλεία ανάλυσης. Όπως έχει προαναφερθεί, η τεχνική ανάλυση εξετάζει την κίνηση των τιμών των χρεογράφων και χρησιμοποιεί αυτά τα δεδομένα για να προβλέψει τις μελλοντικές κινήσεις των τιμών. Η θεμελιώδη ανάλυση από την άλλη εξετάζει οικονομικούς παράγοντες, γνωστούς και ως θεμελιώδη μεγέθη.



Οι ουσιαστικότερες όμως διαφορές των δύο προσεγγίσεων αφορούν τον **χρονικό ορίζοντα** της επένδυσης και τον **χαρακτήρα** του επενδυτή.

✓ Η τεχνική ανάλυση χρησιμοποιείται σχεδόν κατ' αποκλειστικότητα για **βραχυχρόνιες** αγοραπωλησίες, ενώ η θεμελιώδης ανάλυση για **μακροχρόνιες** κινήσεις, κυρίως λόγω της μελέτης μεγεθών που εκδηλώνονται διαχρονικά.

✓ Η τεχνική ανάλυση εξετάζει τα δεδομένα σε ένα χρονικό πλαίσιο κάποιων εβδομάδων, ημερών ή ακόμη και λεπτών, ενώ η θεμελιώδης ανάλυση συχνά εξετάζει τα δεδομένα επί σειρά ετών.

✓ Οι θεμελιώδεις αναλυτές χρησιμοποιούν ένα μακροπρόθεσμο χρονικό πλαίσιο, επειδή τα δεδομένα που χρησιμοποιούν για την ανάλυση μιας μετοχής αναπτύσσονται με πολύ βραδύτερο ρυθμό από ότι η τιμή και ο όγκος των δεδομένων που χρησιμοποιούνται από τους τεχνικούς αναλυτές.

Η τεχνική ανάλυση χρησιμοποιείται συνήθως από επενδυτές οι οποίοι δέχονται να αναλάβουν μεγαλύτερο επενδυτικό ρίσκο, ενώ η θεμελιώδης ανάλυση χρησιμοποιείται από επενδυτές με μεγαλύτερο χρονικό ορίζοντα, οι οποίοι επενδύουν μεγάλα κεφάλαια και δεν έχουν την πολυτέλεια της συχνής μεταβολής επενδυτικών σχεδίων.

Συμπεραίνει εύκολα κανείς πως, αν και οι δύο προσεγγίσεις «αντιμάχονται» η μία την άλλη, τις περισσότερες φορές χρειάζεται να λειτουργούν συμπληρωματικά, προκειμένου να διασφαλίζεται μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα και σωστότερη πρόβλεψη των μελλοντικών εξελίξεων. Την χρυσή τομή για έναν επενδυτή – αν και σπάνια επιλέγεται – αποτελεί η χρήση και των δύο μεθόδων, η θεμελιώδη ανάλυση ώστε να εντοπιστούν μετοχές με ισχυρά θεμελιώδη μεγέθη και η τεχνική για να επιλέγει σωστά ο χρόνος που θα αγοραστούν αυτές τις μετοχές.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο

ΘΕΜΕΛΙΩΔΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Στο κεφάλαιο αυτό θα αναπτυχθεί η Θεμελιώδη Ανάλυση. Οι στόχοι της, τα στάδια της, τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα της είναι κάποια από τα αντικείμενα που θα παρουσιαστούν στο κεφάλαιο αυτό.

3.2 ΟΡΙΣΜΟΣ ΘΕΜΕΛΙΩΔΟΥΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

Όταν αναφερόμαστε σε μετοχές, η Θεμελιώδη Ανάλυση είναι μια τεχνική η οποία προσπαθεί να προσδιορίσει την αξία μιας μετοχής. Επικεντρώνεται σε διαφόρους παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση της επιχείρησης στην οποία ανήκει η μετοχή, καθώς και στις μελλοντικές προοπτικές της.

Σε μεγαλύτερη κλίμακα, μπορούμε να πούμε πως είναι εφικτό να πραγματοποιήσουμε θεμελιώδη ανάλυση στην οικονομία συνολικά, καθώς ο όρος δεν αναφέρετε αποκλειστικά σε μετοχές. Για τις ανάγκες της συγκεκριμένης εργασίας, οποιαδήποτε αναφορά στη θεμελιώδη ανάλυση θα είναι αποκλειστικά για μετοχές και όχι για ομόλογα ή όποιο άλλο τομέα μπορεί να εφαρμοστεί.

3.3 ΣΤΑΔΙΑ ΤΗΣ ΘΕΜΕΛΙΩΔΟΥΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

Παρά το γεγονός πως δεν υπάρχει καμία γενικώς αποδεκτή μέθοδος, η θεμελιώδη ανάλυση είναι ευρέως αποδεκτή με τη γνωστή προσέγγιση «**από πάνω προς τα κάτω**»³ (*top - down approach*) διαδικασία των τριών φάσεων :

i. Ανάλυση της οικονομίας μέσα στην οποία λειτουργεί η συγκεκριμένη εταιρία. Αξιολογείται το συνολικό οικονομικό περιβάλλον, τόσο σε εγχώριο όσο και σε διεθνές

³ **Αντιθέτως**, η άλλη προσέγγιση αξιολόγησης η οποία ονομάζεται «από κάτω προς τα πάνω» (*bottom – up approach*) ξεκίνα με την ανάλυση των εταιρικών δεδομένων και μέσω αυτής της ανάλυσης εκτιμάται η συνολική εικόνα (*aggregate analysis*) του κλάδου και κατ' επέκταση της οικονομίας συνολικά.



επίπεδο, για να βρεθούν στοιχεία, τα οποία είτε ευνοούν είτε εμποδίζουν την επιτυχία της εταιρείας. Σε αυτό το στάδιο οι αναλυτές ασχολούνται κυρίως με τα μακροοικονομικά μεγέθη που επηρεάζουν τις αγορές.

ii. Ανάλυση του παραγωγικού κλάδου ή δραστηριότητας, στον οποίο ανήκει η εταιρία. Σε αυτό το σημείο εξετάζεται εξονυχιστικά ο κλάδος, όσον αφορά τις επιδράσεις πάνω στην μετοχή. Φυσικά όλοι οι κλάδοι δεν είναι ίδιοι και δεν έχουν την ίδια συμπεριφορά, κάθε κλάδος είναι φυσιολογικό να έχει τις δικές του ιδιαιτερότητες.

iii. Ανάλυση εταιρείας. Σε αυτό το στάδιο αξιολογείται αυτή καθαυτή η εταιρεία, όσον αφορά την ικανότητα της να αποδώσει κάτω από τις συνθήκες που επικρατούν στην οικονομία και στον κλάδο.

3.4 Θεμελιώδη μεταβλητές: ΠΟΣΟΤΙΚΕΣ - ΠΟΙΟΤΙΚΕΣ

Με την θεμελιώδη ανάλυση, μελετάμε τα θεμελιώδη μεγέθη μιας εταιρίας. Ως θεμελιώδες μέγεθος θεωρείται οτιδήποτε επηρεάζει την απόδοση της επιχείρησης, από τα έσοδα και τα κέρδη μέχρι την διοίκηση της και το μερίδιο που κατέχει στην αγορά.

Οι διάφορες θεμελιώδεις μεταβλητές διακρίνονται σε δύο κατηγορίες:

1. Τις ποιοτικές, οι οποίες σχετίζονται με την ποιότητα ή το χαρακτήρα κάποιου αντικειμένου σε αντίθεση με το μέγεθος ή την ποσότητά του και δεν υπάρχει συγκεκριμένη πηγή από την οποία κάποιος μπορεί να πάρει στοιχεία για τους ποιοτικούς παράγοντες.

2. Τις ποσοτικές, που εκφράζονται με αριθμητικούς όρους καθώς η κυριότερη πηγή πληροφοριών για τους ποσοτικούς παράγοντες είναι οι χρηματοοικονομικές και λογιστικές καταστάσεις της επιχείρησης.

Αξίζει να σημειωθεί πως ο συνδυασμός της ποσοτικής και της ποιοτικής ανάλυσης - όταν αυτό είναι εφικτό- είναι το ιδανικό για την ανάλυση μιας μετοχής.

3.5 Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΕΣΩΤΕΡΙΚΗΣ ΑΞΙΑΣ

Μία από τις κύριες παραδοχές της θεμελιώδους ανάλυσης είναι ότι η τιμή στο χρηματιστήριο δεν αντικατοπτρίζει πλήρως την «πραγματική» αξία μιας μετοχής, η οποία στην οικονομική ορολογία είναι γνωστή ως εσωτερική αξία (*intrinsic value*). Με την θεμελιώδη ανάλυση μιας εταιρίας, ένας επενδυτής μπορεί να εκτιμήσει την



εσωτερική αξία μιας εταιρείας και να την συγκρίνει με την τρέχουσα χρηματιστηριακή της τιμή. Στην περίπτωση όπου η τρέχουσα τιμή είναι χαμηλότερη της εσωτερικής η μετοχή θεωρείται υποτιμημένη και προτείνεται για αγορά, ενώ στην αντίθετη περίπτωση θεωρείται υπερτιμημένη και συστήνεται για πώληση ή διακράτηση.

3.6 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ

Τα βασικά **πλεονεκτήματα** της Θεμελιώδης Ανάλυσης είναι ότι:

- 1) στην πράξη η Θεμελιώδης Ανάλυση είναι πιο χρήσιμη για **μακροπρόθεσμες τοποθετήσεις**. Κάποια στιγμή η τιμή της μετοχής θα είναι στο ίδιο επίπεδο με την «δίκαιη τιμή», αλλά αυτό μπορεί να απαιτήσει μήνες ή και χρόνια, και
- 2) η συστηματική μελέτη των χαρακτηριστικών των κλάδων και των εταιρειών οδηγεί στη βαθιά γνώση του αντικειμένου και σε καλύτερες και πιο ασφαλείς επενδύσεις.

Σε αντίθεση, τα βασικά **μειονεκτήματα** της είναι ότι:

- 1) η συστηματική μελέτη των θεμελιωδών μεγεθών απαιτεί γνώσεις και είναι πολύ **χρονοβόρα**. Επιπλέον, πολλά σημαντικά στοιχεία δεν γίνονται ορατά από τους ισολογισμούς και τα άλλα οικονομικά μεγέθη της εταιρείας, ενώ αυτή η μελέτη αναγκαστικά πρέπει να περιορίζεται σε συγκεκριμένες εταιρείες.
- 2) πολλά μεγέθη είναι υποκειμενικά και μπορούν να ερμηνευτούν με διαφορετικούς τρόπους. Τα περισσότερα στοιχεία δίνονται από τις ίδιες τις εταιρείες, οι οποίες έχουν τη δυνατότητα να παρουσιάζουν μια εικόνα διαφορετική από αυτή που πραγματικά είναι.

Συμπερασματικά μπορούμε να πούμε ότι η Θεμελιώδης Ανάλυση απαιτεί γνώσεις και χρόνο που ο μέσος επενδυτής δεν διαθέτει. Επιπλέον, απευθύνεται σε άτομα με μεγάλο χρονικό επενδυτικό ορίζοντα, ενώ οι κύριοι επικριτές της θεμελιώδους ανάλυσης προέρχονται κυρίως από δύο ομάδες: από τους υπέρμαχους της τεχνικής ανάλυσης και από τους πιστούς οπαδούς της «θεωρίας της αποτελεσματικής αγοράς». Παρ' όλα αυτά, η Θεμελιώδης Ανάλυση παρέχει πολύτιμες πληροφορίες για την οικονομική ευρωστία και τις προοπτικές μιας εταιρείας.



ΜΕΡΟΣ ΔΕΥΤΕΡΟ

ΠΡΑΚΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο

ΑΝΑΛΥΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

4.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

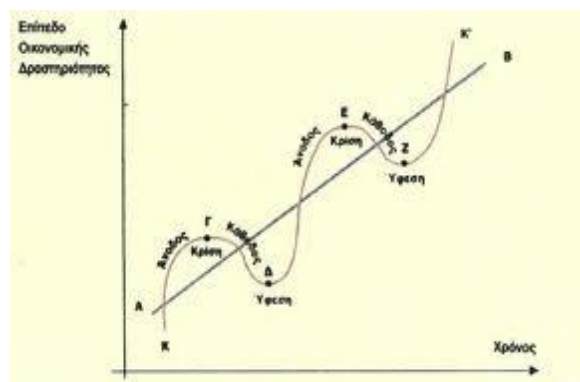
Σε αυτό το κεφάλαιο γίνεται μια προσέγγιση του οικονομικού περιβάλλοντος των δύο εταιρειών, με σκοπό να παρουσιάσουμε τα κύρια χαρακτηριστικά της διεθνούς και της ελληνικής οικονομίας καθώς και τις σημαντικότερες εξελίξεις – γεγονότα που τις επηρεάζουν. Η οικονομία εκφράζει τη συνεχή πορεία και αλληλεπίδραση των οικονομικών δραστηριοτήτων των ιδιωτών και των επιχειρήσεων σε μία κοινωνία-χώρα.

«Σε ευρύτερο πλαίσιο, η αλληλεπίδραση μεταξύ των κρατών συντελεί τη **διεθνή οικονομία.**» (Βικιπαίδεια)

Στην ανάλυση της οικονομίας τα περισσότερα στοιχεία, στα οποία γίνεται η μελέτη, είναι μακροοικονομικού χαρακτήρα, λόγω της ευρύτητας που καταλαμβάνει η έννοια της οικονομίας. Οι διακυμάνσεις που περνάει η οικονομία ονομάζονται κυκλικές διακυμάνσεις ή οικονομικοί κύκλοι. Τα στάδια της οικονομίας κατά την διάρκεια του οικονομικού κύκλου έχουν κοινά χαρακτηριστικά και ονομάζονται συνήθως **φάσεις του οικονομικού κύκλου.** (Αρχές οικονομικής θεωρίας)

Στο γράφημα 4.1 παρουσιάζονται οι φάσεις του οικονομικού κύκλου σχηματικά. Η γραμμή Β δείχνει τη μακροχρόνια εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας της οικονομίας, αν δεν υπήρχαν οικονομικές διακυμάνσεις. Έχει κατεύθυνση προς τα πάνω δεξιά, γιατί δείχνει την τάση για μακροχρόνια οικονομική ανάπτυξη. Η γραμμή Κ' δείχνει την πραγματική εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας της οικονομίας. Ο οικονομικός κύκλος χωρίζεται σε τέσσερις φάσεις, οι οποίες δεν έχουν ίση χρονική διάρκεια.

Γράφημα 4.1 Φάσεις του Οικονομικού Κύκλου



πηγή: Αρχές Οικονομικής Θεωρίας



Οι φάσεις του οικονομικού κύκλου και τα κύρια χαρακτηριστικά τους είναι οι εξής:

α) Η φάση της ύφεσης

Η φάση της ύφεσης χαρακτηρίζεται από εκτεταμένη ανεργία, έλλειψη επενδύσεων και ανεπαρκή ζήτηση καταναλωτικών αγαθών. Η παραγωγή και τα εισόδημα βρίσκονται στο χαμηλότερο επίπεδό τους. Οι τιμές, σε περίπτωση που δεν μειώνονται, τουλάχιστον δεν αυξάνονται ή αυξάνονται ελάχιστα, με αποτέλεσμα τα κέρδη των επιχειρήσεων να είναι χαμηλά. Μάλιστα, πολλές επιχειρήσεις μπορεί να έχουν ζημιές αντί για κέρδη. Σε γενικές γραμμές, το επιχειρηματικό κλίμα δεν είναι ευνοϊκό για την ανάληψη επενδύσεων και επικρατεί απαισιοδοξία για το μέλλον.

β) Η φάση της ανόδου ή άνθησης

Κατά τη φάση της άνθησης παρατηρούμε αύξηση της παραγωγής, του εισοδήματος και της απασχόλησης. Η αύξηση της παραγωγής είναι εύκολη, γιατί υπάρχει πλεονάζουσα παραγωγική ικανότητα και γενικά υποαπασχολούμενοι παραγωγικοί συντελεστές. Καθώς αυξάνεται η συνολική ζήτηση και η παραγωγή, αυξάνονται και τα κέρδη και αυτό δημιουργεί ευνοϊκό κλίμα για επενδύσεις.

γ) Η φάση της κρίσης

Σε αυτή τη φάση του οικονομικού κύκλου, η τάση για αύξηση των τιμών είναι πιο έντονη. Αρχίζουν τώρα να εμφανίζονται ελλείψεις, αρχικά σε ορισμένες κατηγορίες εξειδικευμένης εργασίας και αργότερα σε εργατικό δυναμικό γενικά. Η αύξηση της παραγωγής γίνεται δυσκολότερη, το κόστος αυξάνεται και η αύξηση των τιμών γενικεύεται. Η οικονομία βρίσκεται στην κορυφή του κύκλου, δηλαδή στο τελευταίο στάδιο της ανοδικής της πορείας, όπου καθίσταται πιο ευαίσθητη και περισσότερο ευάλωτη σε διάφορους παράγοντες που μπορούν να ανακόψουν την ανοδική πορεία της. Εάν αυτό συμβεί, επέρχεται κρίση, η οικονομία έχει ξεπεράσει το ανώτατο σημείο και εισέρχεται στη φάση της καθόδου.

δ) Η φάση της καθόδου

Τα φαινόμενα που παρατηρούνται σε γενικές γραμμές στη φάση της καθόδου είναι η μείωση της κατανάλωσης, η στασιμότητα ή μείωση των επενδύσεων, μείωση του εισοδήματος και της απασχόλησης. Ορισμένες φορές η φάση της καθόδου τελειώνει



γρήγορα, οπότε η οικονομία ξαναρχίζει την ανοδική πορεία σχετικά ανώδυνα, ενώ άλλες φορές οδηγεί σε παρατεταμένη ύφεση με όλα τα συμπτώματα που περιγράψαμε παραπάνω.

4.2 ΔΙΕΘΝΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ

Τη σημερινή εποχή, η παγκόσμια οικονομία διέρχεται την χειρότερη χρηματοοικονομική κρίση μετά από το μεγάλο κραχ στις δεκαετίες του 1930. Είναι γεγονός ότι η υφήλιος ως σύνολο δεν αντιμετώπισε ποτέ τόσο μεγάλη μέση αρνητική ανάπτυξη.



Κατά το 2010 η διεθνής οικονομία χαρακτηρίστηκε από μικτές τάσεις και πέρασε από τη βαθύτερη μεταπολεμικά ύφεση της περιόδου 2008-2009 σε φάση ανάκαμψης. Ο κυριότερος παράγοντας επιδείνωσης του διεθνούς περιβάλλοντος, ωστόσο, ήταν η αύξηση της αβεβαιότητας στις διεθνείς αγορές λόγω της εντεινόμενης κρίσης δημοσίου χρέους σε Ελλάδα και Ιταλία και στις ΗΠΑ, αλλά και λόγω της πολιτικής αδυναμίας ως προς την έγκαιρη, αποτελεσματική και βιώσιμη διαχείριση της κρίσης αυτής.

4.2.1 Βασικά μακροοικονομικά μεγέθη των Διεθνών οικονομιών

Η παρακολούθηση της εξέλιξης των βασικών μακροοικονομικών μεγεθών των διεθνών οικονομιών, έχει πολύ μεγάλη σημασία, τόσο σε επίπεδο γενικής οικονομικής πληροφόρησης, όσο και σε επίπεδο επενδυτικής ενημέρωσης. Παρακολουθώντας τα μεγέθη αυτά έχουμε μια γενικότερη εικόνα της εξέλιξης της διεθνούς οικονομίας, τα οποία **επηρεάζουν** την πορεία της οικονομίας της Ελλάδας, αλλά και της χρηματιστηριακής αγοράς της Αθήνας.

Πίνακας 4.1: Μακροοικονομικά Μεγέθη Ευρωζώνης			
ΕΤΟΣ	2008	2009	2010
Ρυθμός Αύξησης Α.Ε.Π. (%)	0,7%	-4,2%	0,3
Πληθωρισμός(%)	3,3%	0,3%	0,8
Δημοσιονομικό Αποτέλεσμα (% ΑΕΠ)	-1,8	-6,2	-6,6
<i>ετήσιες % μεταβολές</i>			



Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής τα ισοζύγια δημοσίων ελλειμμάτων σταθεροποιήθηκαν κατά το 2010, αλλά εκτιμάται ότι θα κινηθούν αρνητικά για τα επόμενα χρόνια.

Όσον αφορά την εξέλιξη των τιμών, ο πληθωρισμός στην Ευρωπαϊκή Ένωση των 27 αυξήθηκε κατά 2,1% τον Δεκέμβριο σε ετήσια βάση, έναντι 0,3% το 2009. Στην Ευρωζώνη ο ετήσιος πληθωρισμός διαμορφώθηκε στο 1,7% το 2010 από -0,2% το 2009. Τον Δεκέμβριο, σύμφωνα με τα στοιχεία της Eurostat, τα χαμηλότερα ποσοστά πληθωρισμού σημειώθηκαν στην Σλοβακία (1,3%), Ολλανδία (1,8%), Γερμανία και Κύπρο (1,9%), ενώ τα υψηλότερα σημειώθηκαν στη Ρουμανία (7,9%), Εσθονία, (5,4%) και Ελλάδα (5,2%). Στο τέλος του 2010, ο πληθωρισμός στις ΗΠΑ ήταν 1,7% σε ετήσια βάση, έναντι ετήσιας μεταβολής 0,2% το 2009, ενώ στην Ιαπωνία ήταν -1,3% το 2010 και -2,2% το 2009.

Αξιοσημείωτη είναι η παρατήρηση της πτώση της δραστηριότητας και η διεύρυνση της ανεργίας στις μεγαλύτερες οικονομίες - με την εξαίρεση της Κίνας και της Ινδίας. Το 2010, το ποσοστό ανεργίας στην Ευρωπαϊκή Ένωση ήταν περίπου 10%, με πρόβλεψη ότι θα συνεχίσει να παραμένει πάνω από το 9% για τα επόμενα έτη. Για την αντιμετώπιση αυτών των συνθηκών κρίσης, οι κυβερνήσεις προχώρησαν σε μέτρα στήριξης της οικονομίας που περιέλαβαν μέτρα ενίσχυσης της ρευστότητας στις αγορές και στις κρατικές χρηματοδοτήσεις.

4.3 ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Στην ενότητα που ακολουθεί, γίνεται προσπάθεια να σκιαγραφήσουμε την κατάσταση που επικρατεί στην ελληνική οικονομία αυτήν την περίοδο. Αυτό επιτυγχάνεται μέσω της μελέτης των βασικών μακροοικονομικών μεγεθών και δεικτών της ελληνικής οικονομίας.

Η Ελλάδα αποτελεί μέρος της παγκόσμιας οικονομίας, έχοντας στενούς δεσμούς με τις άλλες δυτικές με αποτέλεσμα να μην μείνει ανεπηρέαστη από την διεθνή χρηματοοικονομική κρίση.

Η ελληνική οικονομία μετά την επιβράδυνση μιας τετραετίας (2005-2008) εισήλθε σε ύφεση κατά το 2009, ως αποτέλεσμα της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης. Παρ' όλο, που η παγκόσμια οικονομία εμφάνισε σημάδια ανάκαμψης το 2010, η ύφεση στην Ελλάδα εντάθηκε σημαντικά λόγω δημοσιονομικών ανισορροπιών. Η ανάγκη



εξυγίανσης οδήγησε τη χώρα στην ένταξή της, σε πρόγραμμα οικονομικής στήριξης και δημοσιονομικής προσαρμογής το οποίο αποτυπώθηκε στο μνημόνιο συνεργασίας της Ελλάδας με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο.

Οι εξελίξεις αυτές καθιστούν το 2010 έτος ορόσημο για την ελληνική οικονομία, που σήμερα χαρακτηρίζεται από επιδείνωση του εγχώριου μακροοικονομικού περιβάλλοντος, φθίνουσα συνολική ζήτηση αγαθών και υπηρεσιών και κάμψη της οικονομικής δραστηριότητας. Επιπλέον, εκτός του υπερβολικού δημόσιου ελλείμματος και δημοσίου χρέους πλήττεται και από την έντονη ανισοκατανομή του εισοδήματος, την υψηλή ανεργία αλλά και την τεχνολογική και καινοτομική κατάρρευση της παραγωγικής βάσης.

4.3.1 ΒΑΣΙΚΑ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ:

α) Ακαθάριστο Εγχώριο προϊόν (ΑΕΠ)

Ένα αποδεκτό μέτρο για την κατάσταση της γενικής οικονομίας είναι το Ακαθάριστο Εθνικό Προϊόν (ΑΕΠ)⁴.

ΕΤΟΣ	2007	2008	2009	2010
Α.Ε.Π. (σε τιμές αγοράς)	227 δις	236,9 δις	235 δις	230,2 δις
Ρυθμός Αύξησης Α.Ε.Π. Ελλάδα	4,3%	3,2%	-2,3%	-4,5%

Πηγή : Eurostat

Στον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι το ΑΕΠ της ελληνικής οικονομίας έχει μια τάση μείωσης τα τελευταία έτη. Μετά την **επιβράδυνση** από το 2007 έως το 2008, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ το 2009 και το 2010 διαμορφώθηκε σε αρνητικά επίπεδα. Τα αρνητικά επίπεδα του δείκτη αποτελούν κύριο χαρακτηριστικό της ελληνικής

⁴Το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν ή (Gross Domestic Product - GDP) σύμφωνα με τους Montana και Charnov (2004) είναι η συνολική αγοραία αξία όλων των τελικών προϊόντων και υπηρεσιών που παράγονται σε μια χώρα στην διάρκεια ενός έτους.



οικονομίας, η οποία βρίσκεται πλέον σε βαθιά ύφεση.

b) Απασχόληση - Ανεργία

Κάθε οικονομία έχει ένα ορισμένο μέγεθος πληθυσμού. Για λόγους οικονομικής ανάλυσης ο πληθυσμός διακρίνεται σε **οικονομικά ενεργό** και σε **οικονομικά μη ενεργό**. Ο οικονομικά ενεργός πληθυσμός αποτελεί το **εργατικό δυναμικό** της οικονομίας και περιλαμβάνει τους απασχολούμενους και τους άνεργους, δηλαδή τα άτομα εκείνα τα οποία είναι **ικανά προς εργασία και ταυτόχρονα θέλουν να εργαστούν**.

Πίνακας 4.3: Εξέλιξη Ανεργίας στην Ελλάδα (2005-2010)

ΕΤΟΣ	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Απασχολούμενοι	4.366.570	4.405.648	4.456.981	4.463.387	4.505.100	4.233.764
Άνεργοι	467.601	453.340	438.066	334.149	491.139	733.645
Οικονομικά μη ενεργοί	4.291.105	4.325.205	4.322.573	4.350.927	4.282.772	4.353.148
Ανεργία (%)	9,7	9,3	8,9	8,9	10,2	14,8

Πηγή: ΕΛ. ΣΤΑΤ. (Ερευνά Εργατικού Δυναμικού)

Στον τομέα της απασχόλησης κατά την διάρκεια των ετών σημειώθηκε μείωση του συνόλου των απασχολούμενων ατόμων στους περισσότερους κλάδους οικονομικής δραστηριότητας. Όπως παρατηρούμε και στον παραπάνω πίνακα, έως και το 2008 η ανεργία στην Ελλάδα κινούνταν με ποσοστό της τάξεως του 8,9%. Κατά το 2009 η ανεργία ανήλθε σε 10,2 %, ενώ το 2010 αυξήθηκε περαιτέρω στο 14,8%. Κύρια αιτία της αύξησης αυτής είναι η δημοσιονομική πολιτική που εφαρμόστηκε για την αντιμετώπιση της οικονομικής κρίσης που έπληξε και την Ελλάδα.

Η ανεργία έχει βασικές οικονομικές συνέπειες στην ελληνική οικονομία. Αποτελεί απώλεια παραγωγικών δυνάμεων, αφού η εργασία των ανέργων δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί στην παραγωγική διαδικασία. Επιπλέον επιβαρύνει τον κρατικό προϋπολογισμό, λόγω της παροχής των επιδομάτων ανεργίας προς τους άνεργους, ενώ πέρα από τις οικονομικές συνέπειες, η ανεργία δημιουργεί σοβαρά κοινωνικά προβλήματα.



c) Δημοσία Οικονομικά (Έλλειμμα / Χρέος)

Από τα τέλη του 2009 και τις αρχές 2010, εξαιτίας της οικονομικής κρίσης και τοπικών παραγόντων η ελληνική οικονομία αντιμετωπίζει σοβαρά προβλήματα, καθώς έχει το δεύτερο μεγαλύτερο ετήσιο έλλειμμα κρατικού προϋπολογισμού και το δεύτερο μεγαλύτερο δημόσιο χρέος στην Ευρωπαϊκή Ένωση.

<i>Πίνακας 4.4: Εξέλιξη Ελλείμματος και Χρέους της Ελλάδας (2004-2010)</i>			
Στοιχεία Eurostat	Δημοσιονομικό Έλλειμμα Ως % του ΑΕΠ	Δημόσιο Χρέος ως % του ΑΕΠ	Δημόσιο Χρέος (σε δις €)
Κριτήρια	max 3%	max 60%	
2005	5,2 %	100,0 %	215,4 δις €
2006	5,7 %	106,1 %	226,2 δις €
2007	6,4 %	105,4 %	239,4 δις €
2008	9,8 %	110,7 %	262,3 δις €
2009	15,4 %	127,1 %	298,7 δις €
2010	19,5 %	142,8 %	328,6 δις €

πηγές: Έκθεση Eurostat 26 Απριλίου 2011, Eurostat Στατιστικά Χωρών

Στον πίνακα 4.4 παρατηρούμε ότι η δημοσιονομική κατάσταση της Ελλάδας σταδιακά χειροτερεύει με το χρέος και το έλλειμμα να αυξάνονται τα τελευταία χρόνια. Η απότομη επιδείνωση της ελληνικής οικονομίας το 2009 με το δημοσιονομικό έλλειμμα να ξεπερνά το 15% του ΑΕΠ είχε άμεση επίδραση στα οικονομικά μεγέθη του εταιρικού τομέα. Το 2010 έλαβε χώρα η μεγαλύτερη δημοσιονομική προσαρμογή που επιτεύχθηκε ποτέ στην Ελλάδα και η οποία ανέρχεται περίπου σε 6% του ΑΕΠ. Τα βασικά μεγέθη του κρατικού προϋπολογισμού χαρακτηρίστηκαν από σημαντική αύξηση δαπανών για τόκους επί του συσσωρευμένου δημοσίου χρέους, το οποίο διογκώθηκε τα τελευταία έτη. Οι δαπάνες για τους τόκους επί του χρέους της κεντρικής κυβέρνησης ως ποσοστό του ΑΕΠ διαμορφώθηκαν σε 5,7% το 2010 έναντι 4,3% το 2007, ενώ το δημόσιο χρέος το 2010 εκτινάχθηκε πάνω από 140% του ΑΕΠ.



d) Πληθωρισμός

Ένα από τα σοβαρότερα προβλήματα που αντιμετωπίζουν τα τελευταία χρόνια οι περισσότερες από τις ανεπτυγμένες οικονομίες, και το οποίο ορισμένες αντιμετωπίζουν ακόμη, είναι το πρόβλημα του πληθωρισμού⁵.

ΕΤΟΣ	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Μέσος ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού Ελλάδα (%)	3,5	3,3	2,9	4,2	1,3	4,7
Μέσος ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού (% Χώρες Ευρωζώνης)	2,2	2,2	2,1	3,3	1,5	0,3

Πηγή : Eurostat

Από τον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι κατά τα τελευταία χρόνια ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός στην χώρα μας κυμάνθηκε μεταξύ 3 – 4,2 %, σε επίπεδα σταθερά υψηλότερα από τα μέσα επίπεδα πληθωρισμού των χωρών της Ε.Ε. Ο πληθωρισμός έχει διαταράσσει την ομαλή λειτουργία της ελληνικής οικονομίας και ασκεί σημαντικές επιδράσεις σε όλους τους τομείς της, έχοντας δυσμενείς επιπτώσεις στη διανομή του εισοδήματος (βλ. Παράρτημα 1 – πίνακας 1 σελ 135). Κυρίως έχει πλήξει όλα τα άτομα⁶ που το χρηματικό τους εισόδημα είναι σταθερό ή αυξάνεται με ρυθμό μικρότερο από το ρυθμό του πληθωρισμού. Αυτό συμβαίνει γιατί μειώνεται το πραγματικό τους εισόδημα και, κατά συνέπεια, το βιοτικό τους επίπεδο. Επιπλέον, ο πληθωρισμός έχει μειώσει την αξία των αποταμιεύσεων πλήττοντας περισσότερο τους αποταμιευτές που δεν έχουν τη δυνατότητα έγκαιρης και ασφαλούς επένδυσης των χρημάτων τους.

⁵ Πληθωρισμός είναι η συνεχής αύξηση του γενικού επιπέδου των τιμών μιας οικονομίας μέσα σε μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο και προκύπτει από το ποσοστό μεταβολής του δείκτη τιμών καταναλωτή για μια ορισμένη χρονική περίοδο.

⁶ Τα άτομα αυτά είναι οι συνταξιούχοι, οι μισθωτοί και γενικά οι υπάλληλοι, που ο μισθός τους δεν αναπροσαρμόζεται συχνά.



4.4. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Όσον αφορά στην ανάλυση της οικονομίας συμπεραίνεται ότι την περίοδο 2006 έως 2010 η παγκόσμια οικονομία παρουσίασε σε γενικά πλαίσια καθοδική πορεία. Η οικονομία της Ελλάδας έχει εισέλθει σε φάση βαθιάς ύφεσης από την οποία προσπαθεί να ανακάμψει. Πέρα από την κρίση ελλείμματος και χρέους, η χώρα υπολείπεται των ευρωπαϊκών της εταίρων σε κρίσιμα μεγέθη, όπως οι άμεσες ξένες επενδύσεις, η παραγωγικότητα εργασίας και ο βαθμός συμμετοχής του πληθυσμού στο εργατικό δυναμικό. Οι ιδιωτικές, δημόσιες επενδύσεις οι εξαγωγές και οι εισαγωγές περιορίστηκαν σημαντικά (Βλ. παράρτημα1 – πίνακας 2, σελ.135). Το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ διογκώθηκε σημαντικά και η συνεχή αύξηση του **πληθωρισμού** και της **ανεργίας** έχουν σαν αποτέλεσμα τη μείωση του οικογενειακού εισοδήματος.

Σύμφωνα με τον Philip Kotler (2000) «Η διαθέσιμη αγοραστική δύναμη σε μια οικονομία εξαρτάται από το εισόδημα, τις τιμές, τις αποταμιεύσεις, το χρέος και την πιστοληπτική ικανότητα. Οι επιχειρήσεις πρέπει να προσέξουν ιδιαίτερα τις σημαντικότερες τάσεις στο εισόδημα και στον τρόπο με τον οποίο ο καταναλωτής δαπανά το εισόδημά του.»

Η οικονομική κρίση στην Ελλάδα επηρέασε αρνητικά όλους τους κλάδους της οικονομικής δραστηριότητας, γεγονός που αποτυπώθηκε και στα αποτελέσματα των εισηγμένων εταιρειών. Η καθοδική πορεία που ακολούθησαν τα αποτελέσματα των εταιρειών και η μείωση των τοποθετήσεων στην Ελλάδα από ξένους επενδυτές επέδρασαν αρνητικά στην ελληνική κεφαλαιαγορά. Το 2010 ο Γενικός Δείκτης Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών σημείωσε πτώση κατά 35,6% ενώ υποχώρησε σημαντικά και η συναλλακτική και εκδοτική δραστηριότητα. Τα αποτελέσματά των ελληνικών επιχειρήσεων επιδεινώθηκαν από το 2008 έως το 2010, καθώς σημειώθηκε μεγάλη μείωση της κερδοφορίας, η οποία συνοδεύτηκε και από σημαντική κάμψη του κύκλου εργασιών.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5⁰ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΛΑΔΟΥ



5.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η ανάλυση κλάδου είναι ιδιόμορφη, γιατί κάθε κλάδος έχει τα δικά του χαρακτηριστικά στοιχεία. Σε αυτό το κεφάλαιο ερευνούνται οι γενικές οικονομικές συνθήκες που επικρατούν στον κλάδο "Real Estate", στον οποίο δραστηριοποιούνται οι δύο εταιρίες. Ο κλάδος της Διαχείρισης Ακίνητης Περιουσίας αποτελεί έναν από τους παλαιότερους και πλέον σημαντικούς τομείς της ελληνικής οικονομίας. Παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον, καθώς διαδραματίζει σημαντικό οικονομικό και κοινωνικό ρόλο έχοντας αλληλεπίδραση με το γενικότερο οικονομικό περιβάλλον.

«Η οικονομία είναι ένα σύστημα ή σύνολο διαδικασιών και θεσμών, μέσω των οποίων η κοινωνία χρησιμοποιεί τους πόρους για να ικανοποιήσει τις ανθρώπινες ανάγκες και επιθυμίες. Το Real Estate είναι μία επιμέρους οικονομία της οποίας ο χαρακτήρας καθορίζεται από την ατομική και κοινωνική συμπεριφορά και στην οποία αναπτύσσονται οικονομικές δυνάμεις που χρησιμοποιούν τα οικονομικά άτομα» (Ζαντέλης, 2001).

Η αγορά ακίνητης περιουσίας συνδέεται την οικονομία μιας χώρας μέσω κυρίως του χρηματοπιστωτικού τομέα. Ο χρηματοπιστωτικός τομέας διοχετεύει κατάλληλα την ρευστότητα και το κράτος μέσω των δράσεων⁷ του διαμορφώνει ένα υγιές περιβάλλον της οικονομίας και της ακίνητης περιουσίας. Η υγιή ανάπτυξη της οικονομίας προκαλεί την υγιή ανάπτυξη της κτηματαγοράς, η οποία συντελεί στην περαιτέρω ανάπτυξη της οικονομίας και ο κύκλος συνεχίζεται. Βέβαια, όπως συμβαίνει σήμερα, η οικονομική ύφεση οδηγεί σε ύφεση της αγοράς ακινήτων και πτώση του συνολικού πλούτου των νοικοκυριών, των επιχειρήσεων και του κράτους δημιουργώντας ένα αρνητικό φαύλο κύκλο. Αποτέλεσμα όλων αυτών είναι ο κλάδος ανάπτυξης ακινήτων να είναι ένας από τους κλάδους που επλήγη και πλήττεται ιδιαίτερα από τη διεθνή και την εγχώρια οικονομική κρίση, τόσο στην Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό.

⁷ π.χ. μέσω του πολεοδομικού και χωροταξικού σχεδιασμού, της φορολογίας, της διοικητικής υποστήριξης, της αξιοποίησης δημοσίας περιουσίας



5.2 Ο ΚΛΑΔΟΣ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ ΣΕ ΔΙΕΘΝΕΣ ΕΠΙΠΕΔΟ - Ε.Ε.

Οι προοπτικές της αγοράς ακινήτων, σε διεθνές επίπεδο παρουσίασαν τάσεις σταθεροποίησης κατά το 2010, έπειτα από την εξαιρετικά δυσμενή περίοδο των ετών 2008 και 2009. Συγκεκριμένα, κατά το 2ο εξάμηνο του έτους εμφανίστηκαν σημάδια ανάκαμψης, τα οποία ωστόσο επισκιάστηκαν από την κακή εικόνα των δημόσιων ελλειμμάτων και τα μέτρα δημοσιονομικής εξυγίανσης τα οποία κρίθηκαν απαραίτητα για την διατήρηση των υφιστάμενων προοπτικών ανάπτυξης.

Σε διεθνές επίπεδο οι προβλέψεις για το μέλλον παρουσιάζονται σχετικά απαισιόδοξες, καθώς αναμένεται χαμηλός ρυθμός ανάπτυξης της τάξης του 4,0% σε διεθνές επίπεδο με την Ευρωζώνη να παρουσιάζει αύξηση του ΑΕΠ κατά περίπου 1,5%. Ωστόσο τα μέτρα δημοσιονομικής εξυγίανσης αναμένεται - τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα - να έχουν αρνητική επίδραση στην ανάπτυξη της αγοράς ακινήτων.

«Ο επιχειρηματικός τομέας του Real Estate στην Ευρωπαϊκή Ένωση αριθμεί περίπου 755.000 εταιρίες. Τα τελευταία χρόνια ο αριθμός τους έχει αυξηθεί σε όλα σχεδόν τα κράτη-μέλη. Περίπου 1,7 εκατομμύρια άνθρωποι εργάζονται στον τομέα αυτό, ποσοστό 1% επί του συνολικού εργατικού δυναμικού της Ε.Ε. Το ποσοστό εργαζομένων στον κλάδο ακίνητης περιουσίας είναι ιδιαίτερα υψηλό στη Σουηδία, τη Δανία και τη Βρετανία. Το Real Estate στην Ευρωπαϊκή Ένωση απαρτίζεται από ένα μεγάλο αριθμό μικρών εταιριών: περίπου τα τρία τέταρτα από αυτές διευθύνονται από ένα άτομο χωρίς επιπλέον υπαλλήλους. Υψηλότερη παραγωγικότητα εμφανίζουν η Ολλανδία, η Σουηδία και η Δανία.»⁸

5.3 Ο ΚΛΑΔΟΣ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Διανύουμε μία περίοδο βαθιών αλλαγών σε όλα τα επίπεδα πολιτικά, οικονομικά, πολιτιστικά, αξιών και πλέον δεν υπάρχει κλάδος ή τομέας που να μην έχει επηρεασθεί, είτε βραχυπρόθεσμα είτε μακροπρόθεσμα. Τη σημερινή εποχή - μία δεκαετία από την εποχή της μεγάλης ανόδου και πτώσης του χρηματιστηρίου - βλέπουμε σημαντικά γεγονότα να επηρεάζουν τον κλάδο Real Estate.

Ο κλάδος εξελίχθηκε σημαντικά από τις αρχές τις δεκαετίας του '90. Θα πρέπει να

⁸ Πηγή: <http://www.nekar.gr/constructions/>



σημειωθεί ότι η Ελλάδα, τα τέλη της δεκαετίας του 1990, είχε τον υψηλότερο δείκτη ιδιοκτησίας κατοικιών ανάμεσα στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Αυτό είναι ένα εξαιρετικά σημαντικό χαρακτηριστικό της Ελληνικής Οικονομίας, αφού τα ακίνητα αποτελούν ίσως το σημαντικότερο στοιχείο του πλούτου ενός μεγάλου μέρους των νοικοκυριών. Στη συνέχεια, το 2005 το REAL ESTATE βρέθηκε στο απόγειο του, έκτοτε όμως διανύει μια σταδιακή περίοδο ύφεσης που σε αυτήν προστέθηκε τα τελευταία χρόνια και η χρηματοπιστωτική κρίση.

Ο κλάδος Real Estate έχει επηρεαστεί άμεσα από το γενικότερο οικονομικό κλίμα που επικρατεί, καθώς η ζήτηση εξαρτάται από την πορεία της **οικοδομικής δραστηριότητας**. Στην Ελλάδα, η ιδιωτική οικοδομική δραστηριότητα σημείωσε πτώση το 2010 έναντι του προηγούμενου έτους, κατά 10,9% βάσει αριθμού αδειών, κατά 19,8% βάσει επιφάνειας και κατά 23,7% βάσει όγκου, σύμφωνα με την κλαδική μελέτη για τον κλάδο Διαχείρισης Ακίνητης Περιουσίας της ICAP (2010). Στο μέλλον, αναμένεται σημαντική μείωση του αριθμού των νέων κατοικιών και γενικότερα του όγκου των οικοδομών που θα κατασκευαστούν στο μέλλον.

Παράλληλα, αυτή την περίοδο που διανύουμε η **πώληση** και η **ενοικίαση ακινήτων** έχει μειωθεί αισθητά, με αποτέλεσμα την μείωση των τιμών των κατοικιών και των ενοικίων όπως φαίνεται στον στο γράφημα 5.1 και στον πίνακα 5.1



Πίνακας 5.1: Δείκτες Τιμών Κατοικιών και Ενοικίων (2004 – 2010)						
ΔΕΙΚΤΕΣ	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Δείκτες Τιμών Κατοικιών						
- Αστικές Περιοχές	10,9	12,4	5,1	1,7	-4,3	-3,9
- Αθήνα	8,6	11,7	6,2	0,9	-4,6	-2,8
- Λοιπές Αστικές Περιοχές	13,4	13	3,8	2,6	-2,9	-8,3
Δείκτης Τιμών Κατοικιών	4,2	4,4	4,5	3,9	3,6	2,4
<i>Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος</i>						
<i>Μέση Ετήσια Ποσοστιαία Μεταβολή (%)</i>						



5.4 ΓΕΝΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ

Η χρηματοπιστωτική κρίση και η οικονομική ύφεση επηρεάζουν άμεσα τον κλάδο, καθότι επιδρούν στη ρευστότητα και στη δυνατότητα άντλησης κεφαλαίων για επενδύσεις από τις επιχειρήσεις του κλάδου, ενώ εντείνουν και την αβεβαιότητα. Επιπλέον, η Ελληνική αγορά ακίνητων τα τελευταία χρόνια χαρακτηρίζεται από:

- ✓ Την παρουσία μεγάλου αριθμού εταιρειών, εργολάβων, μηχανικών, επιχειρηματιών και ιδιωτών.
- ✓ Την υπερβάλλουσα προσφορά ακίνητων με σημαντικό απόθεμα κατοικιών. Από το 2008 έχει αυξηθεί σημαντικά η προσφορά ακινήτων σε σχέση με τη ζήτηση. Το φαινόμενο είναι ιδιαίτερα έντονο στον οικιστικό τομέα και στον επαγγελματικό (κυρίως γραφεία – αποθήκες – βιομηχανικούς χώρους).
- ✓ Την επιφυλακτικότητα από την πλευρά της ζήτησης λόγω της αβεβαιότητας και της ανασφάλειας που επικρατεί στην ελληνική κοινωνία με συνεπεία να αυξάνονται οι επαναδιαπραγματεύσεις των συμβολαίων και οι ματαιώσεις των επενδυτικών σχεδίων.
- ✓ Την μείωση των αγοραπωλησιών σε σχέση με τα προηγούμενα έτη, η οποία αφορά όλα τα είδη ακινήτων (οικιστικά, εμπορικά, βιομηχανικά).
- ✓ Την μείωση τραπεζικής χρηματοδότησης και μείωση επενδύσεων σε κατοικίες.
- ✓ Την υποχώρηση των τιμών των ακινήτων και των ενοικίων.

5.5 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΟΝ ΚΛΑΔΟ

Ο κλάδος ακίνητης περιούσιας σχετίζεται με πολλούς παράγοντες όπως η γεωγραφική θέση του ακινήτου, η εμπορικότητά του, το είδος της χρήσης του ακινήτου και επηρεάζεται από τις μελλοντικές εξελίξεις και τάσεις για την εμπορική αναβάθμιση ή υποβάθμιση της συγκεκριμένης περιοχής του ακινήτου, η αξιοπιστία και η φερεγγυότητα των μισθωτών ή αγοραστών. Επομένως, η οικονομική ύφεση και τα δημοσιονομικά προβλήματα της χώρας έχουν άμεσες επιπτώσεις σε αυτόν.

Οι σημαντικοί παράγοντες που επηρέασαν τον κλάδο είναι οι εξής:

- **Η φορολογία** ακινήτων. Το ελληνικό φορολογικό πλαίσιο δεν ευνοεί την κτηματαγορά, ούτε τους έλληνες και ξένους επενδυτές. Η σταδιακή τροποποίηση του φορολογικού πλαισίου των ακινήτων για παράδειγμα η επιβολή έκτακτης φορολογίας, ασκούν πιέσεις στο ήδη επιβαρημένο κλίμα που επικρατεί στην αγορά.



- **Η χρηματοδότηση ακινήτων.** Οι τράπεζες έχουν περιορίσει σε μεγάλο βαθμό τη χορήγηση στεγαστικών και επαγγελματικών δανείων. Στους δύο παρακάτω πίνακες παρατηρούμε τις διακυμάνσεις στεγαστικών επιτοκίων και την εξέλιξη χορηγήσεων στεγαστικών δανείων στην Ελλάδα.

Έτος	Μέσο ετήσιο σταθερό επιτόκιο άνω των 5 και έως 10 έτη	Ετήσιος Ρυθμός μεταβολής
2004	6,09%	- 6,0%
2005	5,91%	-2,96%
2006	5,24%	-11,34%
2007	4,89%	-6,68%
2008	5,22%	- 6,75%
2009	4,84%	-7,28%
2010*	5,71%	8,1%

*Μηνιαία μεταβολή Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

Έτος	Υπόλοιπο Στεγαστικών Δανείων (σε εκατ. €)
2006	57.145
2007	69.363
2008	77.700
2009	80.559
2010	80.226

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

- **Η γραφειοκρατία,** δηλαδή το θεσμικό πολεοδομικό καθεστώς. Προβλήματα που αφορούν κυρίως τις γραφειοκρατικές διαδικασίες και τις καθυστερήσεις στην έγκριση των αδειών, με συνέπεια να αναβάλλεται ή και να ματαιώνεται η υλοποίηση επενδύσεων και να δημιουργείται κλίμα αβεβαιότητας για τους επενδυτές.

- οι μεταβολές στις αξίες των ακινήτων, οι οποίες εξαρτάται από τέσσερις ανεξάρτητους οικονομικούς παράγοντες⁹, έχουν αντίκτυπο στην κατάσταση αποτελεσμάτων και τον ισολογισμό των εταιριών που δραστηριοποιούνται στον κλάδο.

- η ανασφάλεια και η αβεβαιότητα για το μέλλον που επικρατούν στην ελληνική κοινωνία επηρεάζουν σε μεγάλο βαθμό την ψυχολογία των αγοραστών.

⁹ Βλ. παράρτημα 1, Παράγοντες που επηρεάζουν την Αξία των Ακινήτων σελ. 135



5.6 ΔΙΑΚΡΙΣΗ ΑΓΟΡΑΣ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ

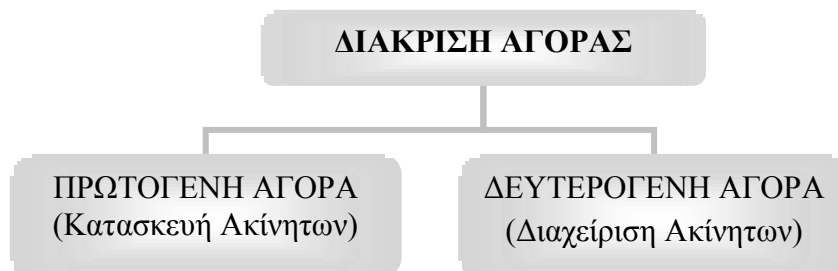
Ο κλάδος της κτηματαγοράς και ακίνητης περιουσίας διακρίνεται σε δύο μεγάλους υποτομείς:

✓ **την πρωτογενή αγορά.** Αφορά την ανάπτυξη και αξιοποίηση της ακίνητης περιουσίας, δηλαδή την κατασκευή κτιρίων, με όλες τις συναφείς διαδικασίες εξευρέσεως οικοπέδου, αξιολογήσεως, εκτιμήσεως της μελλοντικής ζήτησεως, διευθύνσεως έργου, κ.λ.π) και

✓ **τη δευτερογενή αγορά** αφορά τη διαχείριση ακινήτων και τη προσφορά υπηρεσιών, δηλαδή την μεταβίβαση ακινήτων από προϋπάρχοντα ιδιοκτήτη τελικής χρήσεως σε άλλον, ενώ συμπεριλαμβάνεται και η ενοικίαση ακινήτων, όπως και η διαχείριση ενοικιασμένων ακινήτων.

Η διάκριση αυτή είναι σημαντική διότι διαφορετικοί παράγοντες επιδρούν σε κάθε τομέα. Για παράδειγμα, στη δευτερογενή αγορά ο ιδιοκτήτης, ιδίως στον ελληνικό χώρο, μπορεί να περιμένει επί μακρόν ωσότου βρει κάποιο αγοραστή που να ικανοποιεί τις απαιτήσεις του, ενώ στην πρωτογενή ο κατασκευαστής επείγεται να πωλήσει γρήγορα προκειμένου να ανακυκλώσει το κεφάλαιο του.

Διάγραμμα 5.1 Διάκριση Αγοράς του Κλάδου Ακίνητης Περιουσίας



Πηγή : Διάλεξη, Παπαορφανός, 2005

Η εγχώρια αγορά ανάπτυξης και εκμετάλλευσης ακινήτων διακρίνεται σε πέντε βασικές αγορές:

✓ **Εμπορικά κέντρα και καταστήματα.** Τα εμπορικά κέντρα έχουν παρουσιάσει σημαντική ανάπτυξη τα τελευταία έτη. Αντίθετα, στην περίπτωση των καταστημάτων, παρατηρείτε πτώση των τιμών ενοικίασης τους και αύξηση του ποσοστού των αδιάθετων καταστημάτων.



✓ **Γραφεία.** Κύρια χαρακτηριστικά της αγοράς των γραφείων αποτελούν η ανάπτυξη κτιρίων για ίδια χρήση, ενώ τα τελευταία χρόνια παρατηρείται μείωση στις τιμές των ενοικίων των γραφείων.

✓ **Βιομηχανικοί και αποθηκευτικοί χώροι.** Η κατηγορία αυτή χαρακτηρίζεται από τη συγκέντρωση στα μεγάλα αστικά κέντρα και λιμάνια, την ανεπάρκεια χώρων υψηλής ποιότητας και την ανάπτυξη νέων εγκαταστάσεων για ίδια χρήση.

✓ **Κατοικία και παραθεριστική κατοικία.** Η αγορά της κατοικίας έχει πληγεί σημαντικά καθώς έχει αυξηθεί ο αριθμός των αδιάθετων κατοικιών. Κατά συνέπεια, οι τιμές πώλησης των κατοικιών έχουν μειωθεί, με τα μεγάλα διαμερίσματα να έχουν επηρεαστεί περισσότερο. Σχετικά με την εγχώρια αγορά της εξοχικής κατοικίας υπάρχουν πολλές δυσκολίες και καθυστερήσεις για την απόκτηση εξοχικής κατοικίας από ξένους αγοραστές, αλλά και προβλήματα κατά την έκδοση αδειών.

5.6.1 Επιχειρήσεις του κλάδου

Ο κλάδος Real Estate, περιλαμβάνει τις λειτουργίες της μεσιτείας, της εκτίμησης, της αγοραπωλησίας, της κατασκευής, της αξιοποίησης και της διαχείρισης ακινήτων και της εν γένει χρηματοδότησης αυτών. Οι εταιρείες που ασχολούνται με την ανάπτυξη και διαχείριση ακινήτων είναι πολυάριθμες, με τις μεγαλύτερες από αυτές να δραστηριοποιούνται στην ανάπτυξη έργων μεγάλης κλίμακας, ενώ οι μικρότερες - που αποτελούν και την πλειοψηφία σε αριθμό - να επικεντρώνουν στην ανέγερση κατοικιών.

Με βάση τη φύση των υπηρεσιών που προσφέρουν, οι εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον κλάδο Ακίνητης Περιουσίας κατατάσσονται στις εξής κατηγορίες:

1. Μεσίτες Ακινήτων. Βασική τους δραστηριότητα είναι η διαμεσολάβηση στην αγορά, τη πώληση και την εκμίσθωση ακινήτων. Ο τομέας των μεσιτών αποτελείται από ένα μεγάλο αριθμό επιχειρήσεων, η πλειοψηφία των οποίων είναι επιχειρήσεις μικρού μεγέθους, συνήθως ατομικής μορφής.

2. Σύμβουλοι Ακίνητης περιουσίας και διαχείρισης ακινήτων. Στην κατηγορία αυτή περιλαμβάνονται εκτιμητές, σύμβουλοι επενδύσεων, σύμβουλοι έργου και διαχειριστές. Οι σύμβουλοι ακινήτων είναι κυρίως θυγατρικές εταιρίες τραπεζών που δραστηριοποιούνται σε κτήρια ιδιοκτησίας τους. Ο αριθμός των εταιρειών συμβούλων



ακινήτων είναι σχετικά περιορισμένος, ενώ ορισμένες από αυτές αντιπροσωπεύουν στην εγχώρια αγορά μεγάλους οίκους του εξωτερικού με παγκόσμια παρουσία.

3. Επιχειρήσεις Ανάπτυξης Ακινήτων και επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία
Στον τομέα της ανάπτυξης ακινήτων δραστηριοποιούνται κυρίως τεχνικές ή κατασκευαστικές εταιρείες, είτε αυτόνομα είτε μέσω θυγατρικών, καθώς και θυγατρικές επιχειρήσεις μεγάλων οργανισμών, οι οποίες ασχολούνται κυρίως με την αξιοποίηση ακίνητης περιουσίας.

4. Επιχειρήσεις Εκμισθώσεων Ακινήτων

5.7 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ

Συμφώνα με την Κλαδική μελέτη της ICAP «40 κορυφαίοι κλάδοι της Ελληνικής οικονομίας», η απότομη επιδείνωση του οικονομικού περιβάλλοντος το 2009 είχε άμεση επίδραση στα οικονομικά μεγέθη του εταιρικού τομέα. Οι μεγάλες δυσχέρειες που αντιμετώπισαν οι ελληνικές επιχειρήσεις το 2009 επιδείνωσαν για δεύτερο συνεχές έτος τα αποτελέσματά τους. Τα προ φόρου κέρδη του συνόλου των εταιρειών μειώθηκαν σχεδόν κατά 30% το 2009 με την πτωτική εξέλιξη να είναι περισσότερο έντονη στο χρηματοπιστωτικό τομέα, η οποία συνοδεύτηκε και από σημαντική κάμψη του κύκλου εργασιών όπως φαίνεται στον παρακάτω πίνακα.

Πίνακας 5.4 Εξέλιξη Πωλήσεων των Επιχειρήσεων (2005 – 2009)						
Κατηγορία Επιχειρήσεων	2005	2006	2007	2008	2009	Μεταβολή 2009/2008
Σύμβουλοι Ακινήτων (δείγμα 34 επιχειρήσεων)	82,1	98,8	75,6	70,8	60,0	-15,3%
Επιχειρήσεις Ανάπτυξης–Επενδύσεων (δείγμα 47 επιχειρήσεων)	1.147,9	1.459,0	1.566,9	1.153	864,2	-25,1%
Επιχειρήσεις Εκμίσθωσης Ακινήτων (δείγμα 88 επιχειρήσεων)	140,8	139,0	201,6	198,7	169,8	-14,6%
Πηγή: ICAP Databank						(σε εκατ. €)



Από την επεξεργασία των βασικών χρηματοοικονομικών δεικτών του κλάδου επισημαίνονται τα εξής:

- Με κριτήριο το περιθώριο μικτού κέρδους ο κλάδος Ακίνητης Περιουσίας ανήκει στους κορυφαίους κλάδους με ποσοστό 61,89% το 2009.
- Με κριτήριο το περιθώριο καθαρού κέρδους EBITDA, ο κλάδος Real Estate - Ανάπτυξη ακινήτων έχει έναν από τους υψηλότερους δείκτες με ποσοστό 53,65% το 2009.
- Με κριτήριο τη σχέση ξένων προς ίδια κεφάλαια, ο κλάδος Real Estate εμφανίζει έναν από τους χαμηλότερους δείκτες (ενδεικτικούς μικρότερης δανειακής επιβάρυνσης) με ποσοστό 0,58% το 2009.

Επιπλέον, η εξέλιξη των οικονομικών μεγεθών στις διαφορές κατηγορίες επιχειρήσεων του κλάδου είχε ως εξής:

- Όπως προκύπτει από τον ομαδοποιημένο ισολογισμό ορισμένων εκ των κυριότερων επιχειρήσεων **συμβούλων ακινήτων**, οι συνολικές πωλήσεις των επιχειρήσεων του δείγματος παρουσίασαν το 2009 μείωση κατά 14,8% σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Τα EBITDA μειώθηκαν κατά 13,1%, ενώ τα κέρδη προ φόρου κατά 5% περίπου, την ίδια περίοδο.
- Όσον, αφορά τις **επιχειρήσεις ανάπτυξης ακινήτων**, οι συνολικές πωλήσεις των επιχειρήσεων του δείγματος ήταν μειωμένες κατά 20,2% το 2009 σε σχέση με το προηγούμενο έτος, ενώ τα EBITDA αυξήθηκαν κατά 10,94% το 2009. Παρά τα σημαντικά κέρδη EBITDA και τα αυξημένα λειτουργικά αποτελέσματα, τα προ φόρων κέρδη ήταν πολύ χαμηλά, λόγω των ιδιαίτερα υψηλών μη λειτουργικών εξόδων.
- Όσον, αφορά τις **επιχειρήσεις εκμίσθωσης ακινήτων**, αν και οι συνολικές πωλήσεις του δείγματος ήταν αυξημένες κατά 2,1% το 2009 σε σχέση με το προηγούμενο έτος και τα EBITDA αυξήθηκαν κατά 53,9% το ίδιο έτος, ενώ τα κέρδη προ φόρων περιορίστηκαν σημαντικά (μείωση 71,3%).

Συνολικά, η μελέτη της ICAP καταλήγει στο προφανές συμπέρασμα ότι η αγορά των ακινήτων αναμένεται να παρουσιάσει περαιτέρω απώλειες το προσεχές διάστημα.



5.8 ΤΑΣΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ

Η ανάλυση των τάσεων και των προοπτικών του κλάδου έχει πολύ μεγάλη σημασία για την πληρέστερη αξιολόγηση των μακροοικονομικών συνθηκών και προοπτικών της ελληνικής οικονομίας και την επίδραση τους στις δύο εταιρίες. Ως συνέπεια της οικονομικής κρίσης παρατηρήθηκαν οι εξής τάσεις όσον αφορά τον κλάδο Ακίνητης Περιούσιας:

✓ Στροφή των νοικοκυριών στη μεταχειρισμένη κατοικία και των αγοραστών σε παλαιότερες – μικρότερες κατοικίες.

✓ Παράλληλα, παρατηρείται στην αγορά η τάση επαναδιαπραγμάτευσης των όρων των συμβολαίων είτε στα γραφεία είτε στα καταστήματα, καθότι οι ιδιοκτήτες είναι πιο επιφυλακτικοί σε σχέση με το παρελθόν και δεν επιθυμούν την ανάληψη ρίσκου στο δυσμενές τρέχον οικονομικό περιβάλλον, όπως για παράδειγμα το να εγκατασταθεί σε άλλο ακίνητο ο μισθωτής τους.

✓ Οι τάσεις για την αγορά γραφείων – καταστημάτων – αποθηκευτικών χώρων στην Ελλάδα είναι μειωτικές όσον αφορά τα μισθώματα και το ρυθμό απορρόφησης χώρων, ενώ αναμένεται να αυξηθεί το ποσοστό αδιάθετων χώρων. Κύρια αιτία των τάσεων αυτών είναι ότι έχουν μειωθεί οι ανάγκες των επιχειρήσεων για γραφειακούς ή αποθηκευτικούς χώρους, όπως επίσης έχουν συγχωνευτεί τα σημεία λιανικών πωλήσεων με στόχο την περικοπή λειτουργικού κόστους.

✓ Η τάση υπέρ των μεγάλων εμπορικών χώρων έχει ισχυροποιηθεί κατά την διάρκεια της οικονομικής κρίσης, κάτι που αποδεικνύεται από την σχετικά σταθερή - αλλά και συνάμα εντυπωσιακή με βάση συγκρίσιμα μεγέθη - επισκεψιμότητα καθώς και το ικανοποιητικό μερίδιο αγοράς.

✓ Πτωτική τάση στις αξίες των ακινήτων.

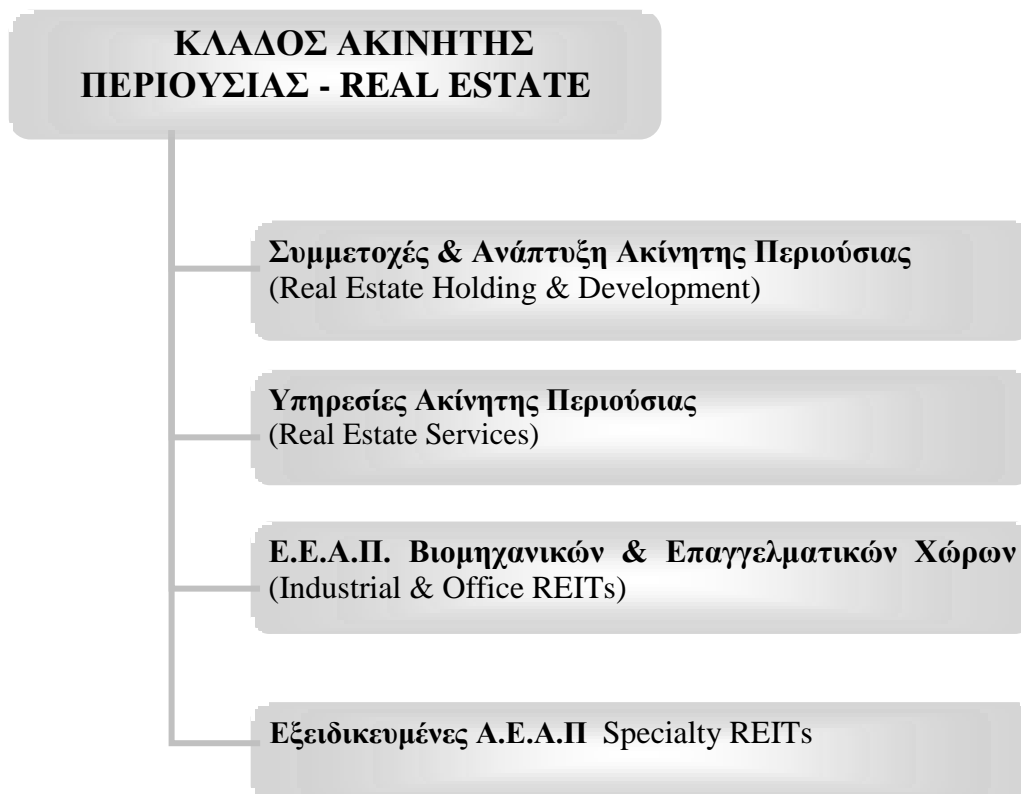
Λαμβάνοντας υπόψη τις συνθήκες που επικρατούν σήμερα στον κλάδο της ακίνητης περιουσίας, αναμένεται και στο μέλλον οι τάσεις να είναι πτωτικές. Οι προοπτικές για τον κλάδο της ακίνητης περιουσίας για τα επόμενα χρόνια εξαρτώνται από την πορεία της ελληνικής οικονομίας, η οποία δεν έχει ακόμα δείξει σημεία ανάκαμψης. Κατά συνέπεια, επιβάλλεται συντηρητική προσέγγιση στον σχεδιασμό και την ανάπτυξη των προς υλοποίηση έργων.



5.9 ΔΟΜΗ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ

Από το 2008 έχει τεθεί σε εφαρμογή η νέα δομή του μοντέλου κλαδικής κατάταξης των εταιριών FTSE Dow Jones Industry Classification Benchmark (ICB)¹⁰, το οποίο διευκολύνει τη σύγκριση των εταιριών και υιοθετήθηκε από Χρηματιστήριο Αθηνών το 2006. Ο κλάδος Real Estate έχει τέσσερις υπό κλάδους όπως βλέπουμε στο παρακάτω διάγραμμα.

Διάγραμμα 5.2 Υπό κλάδοι του Κλάδου Real Estate



Πηγή : www.ase.gr

Στο μέλλον αναμένεται να γίνει η προαγωγή του κλάδου «Real Estate» στο επίπεδο του υπερκλάδου. Επιπλέον, επτά νέοι υπό κλάδοι θα προστεθούν κάτω από το νέο υπερκλάδο, ώστε να είναι ευκολότερα ορατές οι αυξανόμενες διαφορές μεταξύ των εταιριών Ακίνητης Περιουσίας και Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών. Οι νέοι υπερκλάδοι θα παρέχουν ακριβέστερη κατάταξη των εταιριών Ακίνητης Περιουσίας και ειδικότερα των εταιριών Επενδύσεων Ακίνητης Περιουσίας (Ε.Ε.Α.Π.)

¹⁰ Το μοντέλο ICB είναι ένα αναλυτικό και περιεκτικό μοντέλο για την κατάταξη των εταιριών σε κλάδους οικονομικής δραστηριότητας.



5.9.1 Οι εισηγμένες εταιρείες του κλάδου

Οι εισηγμένες εταιρείες του Χρηματιστηρίου Αθηνών που δραστηριοποιούνται ευρύτερα στον χώρο των ακινήτων είναι οι εξής:

ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΚΛΑΔΟΥ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ

Υπό κλάδος : Συμμετοχές & Ανάπτυξη Ακίνητης Περιούσιας (Real Estate Holding & Development)

- ✓ REDS A.E. ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ & ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ (ΚΑΜΠ)
- ✓ ΒΑΛΚΑΝ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΗ ΑΚΙΝΗΤΩΝ Α.Ε. (ΒΑΛΚ)
- ✓ ΚΕΡΑΜΕΙΑ – ΑΛΛΑΤΙΝΗ Α.Ε. ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ ΚΑΙ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
- ✓ PASAL ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΕΩΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ (ΠΑΣΑΛ)
- ✓ ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ ΔΙΕΘΝΗΣ ΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε. (ΒΩΒΟΣ)
- ✓ ΕΛΒΙΕΜΕΚ ΑΞΙΟΠΟΙΗΣΗ ΑΚΙΝΗΤΩΝ – ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΙΚΑ ΚΕΝΤΡΑ – ΕΝΕΡΓΕΙΑ – ΑΝΑΚΥΚΛΩΣΗ Α.Ε. (ΕΛΒΙΟ)
- ✓ ΚΕΚΡΟΥ Α.Ε. (ΚΕΚΡ)
- ✓ LAMDA DEVELOPMENT A.E. (ΛΑΜΔΑ)

Υπό Κλάδος :Υπηρεσίες Ακίνητης Περιούσιας (Real Estate Services)

- ✓ ALPHA ΑΣΤΙΚΑ ΑΚΙΝΗΤΑ Α.Ε. (ΑΣΤΑΚ)

Υπό Κλάδος : Ε.Ε.Α.Π. Βιομηχανικών & Επαγγελματικών Χώρων (Industrial & Office REITs)

- ✓ MIG REAL ESTATE A.E.E.A.Π.
- ✓ TRASTOR A.E.E. ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ

Υπό Κλάδος : Εξειδικευμένες Ε.Ε.Α.Π. (Specialty REITs)

- ✓ EUROBANK PROPERTIES ΑΕΕΑΠ

Τέσσερις από τις 12 εισηγμένες εταιρείες του κλάδου των εταιρειών επενδύσεων και διαχείρισης ακίνητης περιουσίας είναι Α.Ε.Ε.Α.Π., δηλαδή έχουν αποκλειστικό σκοπό την επένδυση σε ακίνητα και η λειτουργία τους προβλέπεται από τον Ν. 2.778/1999.



5.9.2 Δείκτης Κλάδου «FTSE/X.A. Ακίνητης Περιουσίας»

Το 2009 δημιουργήθηκε ο Κλαδικός Δείκτης «FTSE/X.A. Ακίνητης Περιουσίας» στον οποίο συμμετέχουν οι εταιρείες που κατατάσσονται στον Υπέρ Κλάδο «8600 - Ακίνητη Περιουσία» του μοντέλου ICB και πληρούν τα κριτήρια καταλληλότητας των Δεικτών FTSE/X.A.

Τα βασικά χαρακτηριστικά του Κλαδικού Δείκτη είναι:

- ✓ **Όνομασία:** FTSE/X.A. Ακίνητης Περιουσίας (FTSE/X.A. Real Estate)
- ✓ **Σύμβολο:** ΔΑΠ (DAP)
- ✓ **Κωδικός ISIN:** GRI99146A003

Στη σύνθεση του Δείκτη συμμετέχουν οι ακόλουθες μετοχές:

Πίνακας 5.5 Σύνθεση Δείκτη Ακίνητης Περιουσίας	
Μετοχή	Συντελεστής Στάθμισης
ΒΩΒΟΣ ΜΠΑΜΠΗΣ	75%
EUROBANK PROPERTIES ΑΕΕΑΠ	30%
LAMDA DEVELOPMENT	30%
PASAL A.E.	30%
TRASTOR A.E.E.A.Π.	30%
REDS	30%
MIG REAL ESTATE	30%
Πηγή: www.capital.gr	

5.9.2.1 Σύγκριση του Δείκτη Ακίνητης Περιουσίας με τον Γενικό Δείκτη

Στο γράφημα 5.1 παρουσιάζεται η εξέλιξη του κλαδικού Δείκτη Ακίνητης Περιουσίας σε σχέση με τον Γενικό Δείκτη, με σκοπό να παρακολουθήσουμε τη πορεία των τιμών τους. Εφόσον, ο κλαδικός δείκτης δημιουργήθηκε στις 1/12/2009 τα δεδομένα που συγκεντρώθηκαν αφορούν ημερήσιες τιμές κλεισίματος των δύο Δεικτών και καλύπτουν ένα χρονικό εύρος από την 01/12/2009 έως και την 31/12/2010 με 173 ημερήσιες παρατηρήσεις. Τα στοιχεία αυτά αντλήθηκαν από την βάση δεδομένων της Stockwatch. Στο γράφημα παρατηρούμε ότι ο Δείκτης Ακίνητης Περιουσίας ακολουθεί την πορεία του Γενικού Δείκτη, όποτε οι εταιρίες Ακίνητης Περιουσίας επηρεάζονται σε μεγάλο βαθμό από την αγορά.



5.10 ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΥ

«Οι ανταγωνιστές είναι οργανισμοί που προσφέρουν το ίδιο η παρόμοιο προϊόν ή ακόμη και υποκατάστατα προϊόντα.» (Πετρίδου 2001).

Οι βασικοί ανταγωνιστές των εταιριών στην ελληνική αγορά είναι:

✓ **Lamda Development**, οι δραστηριότητές της οποίας επικεντρώνονται στην εκμετάλλευση ακινήτων. Διαχειρίζεται ακίνητα αξίας πάνω από 600 εκατ. Ευρώ, έχει στην κατοχή της τα επιτυχημένα εμπορικά The Mall, Golden Hall, Mediterranean Cosmos (μαζί με Sonae), ενώ έχει επενδύσει και σε ακίνητα τόσο στην Ελλάδα όσο και στα Βαλκάνια. Επιπλέον, κατέχει ποσοστό 14,76 % του μετοχικού κεφαλαίου της Eurobank Properties ΑΕΕΑΠ.

✓ **Pasal A.E.**, η οποία διαθέτει χαρτοφυλάκιο ακινήτων αξίας 185 εκατ. ευρώ, ενώ είναι και βασικός μέτοχος της Trastor ΑΕΕΑΠ.

Στους βασικούς ανταγωνιστές θα πρέπει να προσεχθούν και οι Ανώνυμες Εταιρείες Επενδύσεων Ακίνητης Περιουσίας (ΑΕΕΑΠ) του κλάδου των ακινήτων, οι οποίες είναι εταιρείες κλειστού τύπου. Οι εταιρείες αυτές επενδύουν κυρίως σε επαγγελματικά ακίνητα, αποβλέποντας ουσιαστικά στις εισπράξεις ενοικίων και στην απόδοση αυτών των ενοικίων με τη μορφή μερίσματος στους μετόχους τους. Τρία είναι τα σημαντικότερα ανταγωνιστικά πλεονεκτήματά τους σχέση με τις εταιρίες Ακίνητης Περιουσίας όπως είναι η REDS A.E και η Μπαμπής Βωβός A.E.:



α) οι ΑΕΕΑΠ έχουν ευνοϊκότερο φορολογικό πλαίσιο¹¹, το οποίο δίνει τη δυνατότητα για υψηλές αποδόσεις μέσω των μερισμάτων που διανέμονται (ανάλογα με τη μερισματική πολιτική που ακολουθεί η κάθε εταιρεία).

β) ο επενδυτικός κίνδυνος είναι μειωμένος λόγω της διασποράς¹² που υποχρεούται να έχει μία ΑΕΕΑΠ στο χαρτοφυλάκιο της.

γ) Δίνεται η δυνατότητα συμμετοχής στην ΑΕΕΑΠ ακόμα και σε επενδυτές με σχετικά μικρό διαθέσιμο κεφάλαιο το οποίο κάτω από άλλες συνθήκες δε θα ήταν επαρκές για επένδυση σε ακίνητα.

Τα επόμενα χρόνια ο θεσμός των ανώνυμων εταιρειών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία (ΑΕΕΑΠ) αναμένεται να αναπτυχθεί σημαντικά και να αποτελέσει μια ιδιαίτερα δημοφιλή μορφή επένδυσης.

Οι εταιρίες Α.Ε.Ε.Α.Π που είναι **εισηγμένες** στο Χρηματιστήριο είναι οι εξής :

✓ **Eurobank Properties ΑΕΕΑΠ**, η οποία ελέγχεται από την τράπεζα Eurobank και είναι η μεγαλύτερη Ανώνυμη Εταιρεία Επενδύσεων Ακίνητης Περιουσίας στην Ελλάδα. Το χαρτοφυλάκιο της ξεπερνά σε αξία τα 660 εκατ. ευρώ., έχει αξιόλογη ρευστότητα άνω των 160 εκατ. ευρώ, με την οποία αγοράζει συνεχώς ακίνητα σε Ελλάδα και Βαλκάνια.

✓ **Trastor ΑΕΕΑΠ** (πρώην Πειραιώς ΑΕΕΑΠ), με βασικό μέτοχο την Pasal διαθέτει ένα πακέτο ακινήτων αξίας περίπου 110 εκατ. ευρώ, ενώ ενισχύεται αγοράζοντας επιλεκτικά.

✓ **MIG Real Estate**. Η εταιρεία του ομίλου της MIG αποτελεί την πιο πρόσφατη εισαγωγή Α.Ε.Ε.Α.Π στο Χ.Α., έχει ένα χαρτοφυλάκιο ακινήτων αξίας άνω των 85 εκατ. ευρώ και αναζητά ευκαιρίες σε Ελλάδα και εξωτερικό

¹¹ Όπως για παράδειγμα πλήρη απαλλαγή από το φόρο μεταβίβασης κατά την αγορά ακινήτων από το φόρο μεγάλης ακίνητης περιουσίας, καθώς και εξάντληση κάθε λοιπής φορολογικής υποχρέωσης της εταιρείας προς το δημόσιο με την καταβολή ετήσιου φόρου 10% επί του εκάστοτε ισχύοντος επιτοκίου αναφοράς της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας προσαυξημένου κατά μία ποσοστιαία μονάδα επί του συνόλου των επενδύσεων σε ακίνητα, πλέον των διαθεσίμων τους

¹² Το νομοθετικό πλαίσιο ορίζει ότι η αξία κάθε ακινήτου (κατά το χρόνο της απόκτησης του) δεν μπορεί να υπερβαίνει το 25% της συνολικής αξίας των επενδύσεών της.



5.10.1 Αύξηση του Ανταγωνισμού

Ο κλάδος της ακίνητης περιουσίας στην Ελλάδα θα διευρυνθεί με την προσθήκη δύο ΑΕΕΑΠ στο χρηματιστήριο Αθηνών. Η είσοδος των νέων επιχειρήσεων αυξάνει τον ανταγωνισμό ανάμεσα στις νέες και τις υπάρχουσες επιχειρήσεις. Οι εταιρίες Α.Ε.Ε.Α.Π που αναμένεται να εισαχθούν σύντομα στο Χρηματιστήριο είναι οι εξής:

- ✓ Η «**Εθνική Παγγαία ΑΕΕΑΠ**», αποτελεί θυγατρική της Εθνικής Τράπεζας θα είναι η μεγαλύτερη στην Ελλάδα με χαρτοφυλάκιο ακινήτων αξίας 1,3 δις ευρώ, ενώ τα ακίνητα που θα φτιάξουν το χαρτοφυλάκιο της νέας ΑΑΕΑΠ θα είναι αρχικά 250.
- ✓ **ΟΤΕ Properties**, η οποία ως θυγατρική του ΟΤΕ ανέλαβε τη διαχείριση ενός τεράστιου χαρτοφυλακίου ακινήτων 75 ακινήτων, αξίας 850 εκατ. ευρώ. Η εμπορική αξία της περιουσίας αυτής ξεπερνά το 1,5 δις. ευρώ

Επιπλέον, αναμένεται να προχωρήσουν στη **σύσταση** επενδυτικής εταιρείας η ΔΕΗ, η οποία διαθέτει τουλάχιστον 6.000 ακίνητα με αξία άνω του 1,7 δις. ευρώ και ο ΟΣΕ, ο οποίος διαθέτει περιουσία με πολύ σημαντικά ακίνητα η αξία των οποίων υπερβαίνει τα 11,5 δις. ευρώ. Επίσης, θα προχωρήσουν σε σύσταση ΑΕΕΑΠ και άλλες τράπεζες όπως για παράδειγμα η Εμπορική και η Τράπεζα Αττικής. Τέλος, θεωρείται δεδομένη η κίνηση της κυβέρνησης για τη σύσταση κρατικής ΑΕΕΑΠ, ώστε να αξιοποιηθεί η δημόσια ακίνητη περιουσία. Μία πρώτη εκτίμηση κάνει λόγο για αξία ακινήτων πάνω από 40 δις. ευρώ.

Οι στόχοι που πρέπει να θέσουν οι η REDS Α.Ε και η Μπάμπης Βωβός Α.Ε. για να επικρατήσουν και να ισχυροποιήσουν τη θέση τους στην αγορά είναι η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας και η εκμετάλλευση της εμπειρίας και της τεχνογνωσίας που διαθέτουν.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6^ο

ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

6.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Μετά την ανάλυση της οικονομίας και του κλάδου που ανήκουν οι δύο εξεταζόμενες εταιρείες απαιτείται η λεπτομερής ανάλυση των ατομικών χαρακτηριστικών των εταιρειών. Στη συγκεκριμένη ενότητα θα εξεταστούν τόσο τα ποσοτικά όσο και τα ποιοτικά χαρακτηριστικά τους.

6.2 Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ REDS A.E.



6.2.1 Εταιρική ταυτότητα

Η REDS A.E. Ανάπτυξης Ακινήτων και Υπηρεσιών με τον διακριτικό τίτλο «REDS A.E.» ιδρύθηκε το 1918 και αποτελεί θυγατρική του Ομίλου ΕΛΛΑΚΤΩΡ. Οι μετοχές της εταιρίας είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών από το 1920, και κατατάσσονται στην κατηγορία «Μεσαίας και μικρής κεφαλαιοποίησης» στον κλάδο οικονομικής δραστηριότητας «ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ» (Real estate holding & Development). Οι κύριες δραστηριότητες της είναι η ανάπτυξη, πώληση και εκμετάλλευση ακινήτων ιδιόκτητων ή λειτουργικά μισθωμένων.

6.2.2 Σύντομο Ιστορικό

Αρχικός σκοπός της Εταιρείας ήταν η παραγωγή και εμπορία αμπελουργικών προϊόντων.

- ✓ Το 1932, ο έλεγχος της εταιρείας περιήλθε στην Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος.
- ✓ Το 1991, η Ι. ΜΠΟΥΤΑΡΗΣ & ΥΙΟΣ HOLDING A.E. απέκτησε το 67% των μετοχών της.
- ✓ Το 1997, η ΜΕΣΟΓΑΙΑ HOLDING A.E. εξαγόρασε ποσοστό 67% των μετοχών της εταιρείας από την Ι. ΜΠΟΥΤΑΡΗΣ & ΥΙΟΣ HOLDING A.E. και



εξόφλησε τις υποχρεώσεις της εταιρείας.

- ✓ Το 2000, η ΜΕΣΟΓΑΙΑ HOLDING A.E., συγχωνεύθηκε από την ΤΕΒ Α.Ε., η οποία και κατέστη βασική μέτοχος της εταιρείας.
- ✓ Μέσα στο 2002, η Εταιρεία προχώρησε στην εξαγορά του 100% των μετοχών της εταιρείας REDS A.E. ΕΤΑΙΡΙΑ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ.
- ✓ Σημειώνεται επίσης ότι, το 2002 πραγματοποιήθηκε η συγχώνευση των θυγατρικών ΤΕΧΝΟ Α.Τ.Ε. και REDS Α.Ε.
- ✓ Το 2003, η εταιρεία μετονομάστηκε τελικά σε REDS Ανώνυμη Εταιρεία Ανάπτυξης Ακινήτων και Υπηρεσιών με διακριτικό τίτλο «REDS Α.Ε.»
- ✓ Τον Ιούλιο του 2008 η Εταιρεία εξαγόρασε το πακέτο μειοψηφίας (33%) της θυγατρικής ΛΟΦΟΣ ΠΑΛΛΗΝΗ Α.Ε. από τον Ο.Τ.Ε.
- ✓ Τον Οκτώβριο του 2008 η Εταιρεία ανακοίνωσε τη συμμετοχή της με ποσοστό 19,5% στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας «ΜΗΤΡΟΠΟΛΙΤΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΠΕΙΡΑΙΑ Α.Ε.».

6.2.3 Δραστηριότητες

Οι τομείς δραστηριότητας της REDS Α.Ε. είναι :

- a. **Ανάπτυξη και πώληση ακινήτων.** Στα πλαίσια του τομέα ανάπτυξης ακινήτων η εταιρεία επικεντρώνει το επενδυτικό της ενδιαφέρον σε έργα μεσαίας και μεγάλης κλίμακας¹³
- b. **Εκμετάλλευση ακινήτων.**
- c. **Παροχή υπηρεσιών.** Η παροχή υπηρεσιών σε τρίτους αποτελεί σημαντική επαγγελματική δραστηριότητα για τη REDS Α.Ε.

Η REDS Α.Ε. δραστηριοποιείται στην Ελλάδα και τη Ρουμανία, ενώ παράλληλα σχεδιάζει τη διεύρυνση των δραστηριοτήτων της στην νοτιοανατολική Ευρώπη. Δεδομένων των οικονομικών συνθηκών, η REDS Α.Ε. έχει επικεντρωθεί στην προώθηση των υφιστάμενων ακινήτων της τόσο στην Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό. Στην παρούσα φάση προωθούνται κυρίως διαδικασίες έκδοσης αδειών.

¹³ Δηλαδή σε εμπορικά πάρκα - εμπορικά και ψυχαγωγικά κέντρα - οικιστικά συγκροτήματα -εκθεσιακά και συνεδριακά κέντρα - σε χώρους μεικτής χρήσης ή γραφείων και σε επαγγελματικούς χώρους.



6.2.4 Οργανωτική Δομή

Στο διάγραμμα που ακολουθεί παρουσιάζεται το οργανόγραμμα της εταιρίας:

Διάγραμμα 6.1 Οργανόγραμμα της REDS Α.Ε.



Στο οργανόγραμμα της εταιρείας REDS Α.Ε. παρατηρείται ότι πρώτο όργανο στην διοικητική ιεραρχία είναι το Διοικητικό Συμβούλιο. Το τμήμα Εσωτερικού ελέγχου σε συνεργασία με το Τμήμα Μετοχών επικοινωνεί με το Διοικητικό Συμβούλιο, ενώ το Νομικό Τμήμα επικοινωνεί με τον Γενικό Διευθυντή αλλά και με το Διευθύνων Σύμβουλο. Συνεχίζοντας υπάρχουν τρεις βασικές υποδιαιρέσεις, το Οικονομικό Τμήμα, το Τμήμα Ανάπτυξης και το Εμπορικό Τμήμα Διαχείρισης Ακίνητης Περιουσίας. Στο Οικονομικό Τμήμα υπάγεται το Λογιστήριο. Παρατηρείται ότι η εταιρεία δίνει βαρύτητα στην ανάπτυξη καθώς έχει τρία επιμέρους τμήματα στον συγκεκριμένο τομέα: την Ερευνά Γης, Κατασκευής Έργων και Προσπορισμός Έργων.



6.2.5 Διοικητικό Συμβούλιο

Το Διοικητικό Συμβούλιο της REDS Α.Ε. είναι εννεαμελές, εκλέχθηκε από τη Έκτακτη Γενική Συνέλευση των μετόχων της Εταιρείας στις 26/6/2009, έχει πενταετή θητεία η οποία λήγει το 2013 και έχει την ακόλουθη σύνθεση:

	Όνοματεπώνυμο	Θέση στο Δ.Σ.	Ιδιότητα
	Κούτρας Δημήτριος	Πρόεδρος Δ.Σ.	Εκτελεστικό Μέλος
	Καλλιτσάντσης Αναστάσιος	Διευθύνων Σύμβουλος	Εκτελεστικό Μέλος
	Καλλιτσάντσης Δημήτριος	Σύμβουλος	Εκτελεστικό Μέλος
	Μωραΐτης Ιωάννης	Σύμβουλος	Εκτελεστικό Μέλος
	Γιαννακούλης Λουκάς	Σύμβουλος	Εκτελεστικό Μέλος
	Μαλαμίτσης Παναγιώτης	Σύμβουλος	Μη Εκτελεστικό Μέλος
	Μπόμπολας Λεωνίδα	Σύμβουλος	Μη Εκτελεστικό Μέλος
	Μπεκιάρης Γεώργιος	Σύμβουλος	Ανεξάρτητο – Μη Εκτελεστικό Μέλος
	Μήλιος Αργύριος	Σύμβουλος	Ανεξάρτητο – Μη Εκτελεστικό Μέλος

6.2.6 Ανθρώπινο Δυναμικό

Στον πίνακα που ακολουθεί παρατίθεται η εξέλιξη του προσωπικού της Εταιρείας και η κατάταξη του σε κατηγορίες ανάλογα με την ειδικότητα για την περίοδο 2008 – 2010 σύμφωνα με τα Προσαρτήματα των οικονομικών καταστάσεων των αντίστοιχων χρήσεων.

Κατηγορία	2006	2007	2008	2009	2010
Διοικητικό / υπαλληλικό προσωπικό	24	25	28	14	8
Ημερομίσθιοι	-	20	42	3	-
Σύνολο	24	45	70	17	8

Στον πίνακα 6.2 παρατηρούμε ότι το ανθρώπινο δυναμικό της REDS Α.Ε. σταδιακά αυξάνεται από το 2006 μέχρι και το 2008 και στη συνέχεια μειώνεται από



χρόνο σε χρόνο. Χαρακτηριστικό είναι ότι το 2008 το απασχολούμενο προσωπικό της εταιρείας ήταν 70 άτομα, ενώ το 2010 απασχολήθηκαν μόνο 8 άτομα.

6.2.7 Διάρθρωση μετοχικού κεφαλαίου

Το μετοχικό κεφάλαιο της Εταιρίας έχει διαμορφωθεί στο ποσό των 75.239.698,04 € και διαιρείται σε 57.434.884 μετοχές, ονομαστικής αξίας 1,31 € εκάστη. Όλες οι μετοχές είναι κοινές ονομαστικές με δικαίωμα ψήφου, εισηγμένες προς διαπραγμάτευση στην αγορά Αξιών του Χρηματιστηρίου Αθηνών και συγκεκριμένα στην κατηγορία της «Μικρής & Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης».

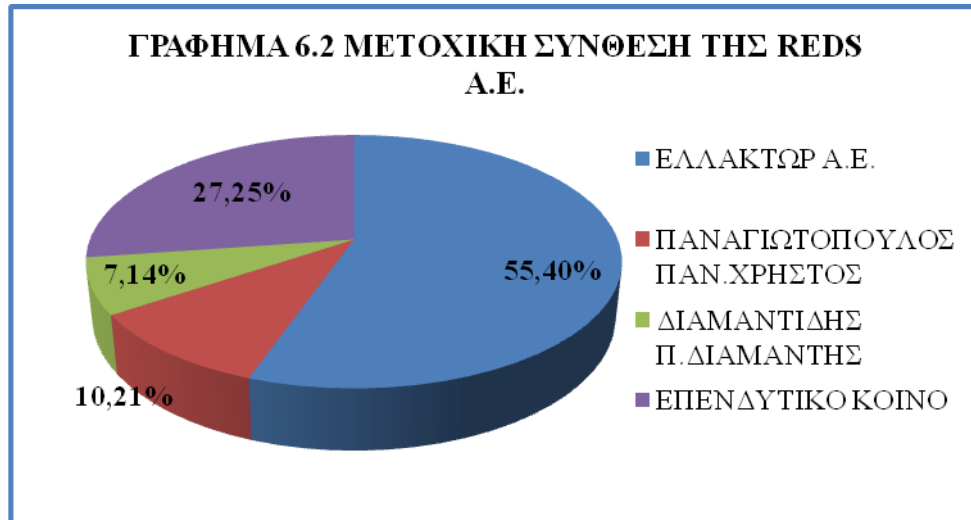
Αξίζει να σημειωθεί, ότι το 2009 ο όμιλος ΕΛΛΑΚΤΩΡ πραγματοποίησε στη REDS Α.Ε. αύξηση μετοχικού κεφαλαίου 24 εκ. €, από τα οποία τα 14 εκ. € χρησιμοποιήθηκαν για τη μείωση του τραπεζικού δανεισμού και τα υπόλοιπα θα χρησιμοποιηθούν για τη χρηματοδότηση του εμπορικού πάρκου.

6.2.8 Μετοχική σύνθεση

Η μετοχική σύνθεση της εταιρείας περιγράφεται στον πίνακα 6.3 και στο διάγραμμα 6.2

Πίνακας 6.3 Μετοχική Σύνθεση της REDS Α.Ε.				
	Μέτοχος	Αξία (€)	Αριθμός Μέτοχων	Ποσοστό Συμμετοχής
1	ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε.	23,2 εκ	31,8 εκ	55,40%
2	ΠΑΝΑΓΙΩΤΟΠΟΥΛΟΣ ΠΑΝ. ΧΡΗΣΤΟΣ	4,3 εκ	5,9 εκ	10,21%
3	ΔΙΑΜΑΝΤΙΔΗΣ Π. ΔΙΑΜΑΝΤΗΣ	3,0 εκ	4,1 εκ	7,14%
6	Επενδυτικό κοινό*	11,4 εκ	15,6 εκ	27,25%
	ΣΥΝΟΛΟ	41,8 εκ	57.434.884	100%

*Ως επενδυτικό κοινό νοούνται οι μέτοχοι οι οποίοι κατείχαν ποσοστό κάτω του 5% του μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρείας



6.2.9 θυγατρικές εταιρείες

Η συμμετοχή της REDS Α.Ε. σε άλλες εταιρείες αποτυπώνεται στον παρακάτω πίνακα.

	Εταιρείες	Ποσοστό	Έδρα
1	ΛΟΦΟΣ ΠΑΛΛΗΝΗ Α.Ε.	67%	ΕΛΛΑΔΑ
2	ΓΥΑΛΟΥ ΕΜΠΟΡΙΚΗ & ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗ Α.Ε.	100%	ΕΛΛΑΔΑ
3	ΚΑΝΤΖΑ ΕΜΠΟΡΙΚΗ Α.Ε.	100%	ΕΛΛΑΔΑ
4	3G Α.Ε.	50%	ΕΛΛΑΔΑ
5	P.M.S PARKING SYSTEMS Α.Ε.	100%	ΕΛΛΑΔΑ
6	KARTEREDA HOLDINGS LIMITED	100%	ΚΥΠΡΟΣ
7	CLH ESTATE S.R.L.	Έμμεσα 100%	ΡΟΥΜΑΝΙΑ
8	CORREA HOLDINGS LTD	100%	ΚΥΠΡΟΣ
9	PROFIT CONSTRUCT S.R.	Έμμεσα 100%	ΡΟΥΜΑΝΙΑ

Όσον αφορά την συμμετοχή της REDS Α.Ε. παρατηρείται ότι συμμετέχει 100% σε επτά εταιρείες. Επομένως, έχει την δυνατότητα να πραγματοποιήσει συμμαχίες και με άλλες επιχειρήσεις καθώς διαθέτει αυτοδυναμία σε αυτές.



6.2.10 Στόχοι και στρατηγική

Η στρατηγική της Εταιρείας επικεντρώνεται στην ανάπτυξη Κέντρων Πολλαπλών Δραστηριοτήτων (εμπορικών και ψυχαγωγικών) και Μεγάλων Οικιστικών Συγκροτημάτων. Όσον αφορά στη δημιουργία αξίας, η REDS A.E. βασίζεται στον εντοπισμό και την απόκτηση μεγάλων ακινήτων σε ελκυστικές τιμές και τη συνεργασία με εξειδικευμένους επαγγελματίες της ανάπτυξης ακινήτων για την υλοποίηση έργων. Η συνεργασία της εταιρίας με τον όμιλο ΕΛΛΑΚΤΩΡ αποτελεί σημαντικό παράγοντα για την εφαρμογή της στρατηγικής της.

Λαμβάνοντας υπόψη τις υπάρχουσες οικονομικές συνθήκες, η REDS A.E. θα επικεντρωθεί στην προώθηση των υφιστάμενων ακινήτων της, παρακολουθώντας την αγορά για τον εντοπισμό ευκαιριών που μπορεί να προκύψουν τόσο στην Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό. Συγκεκριμένα, στην Ελλάδα διερευνά τις επενδυτικές ευκαιρίες που παρουσιάζονται στην κατεύθυνση αξιοποίησης της ακίνητης περιούσιας του δημόσιου και της Εκκλησιαστικής περιούσιας.

Επιπλέον έχει επικεντρωθεί και στη ρευστοποίηση των ολοκληρωμένων επενδύσεων, με σκοπό τα κεφάλαια αυτά να χρηματοδοτήσουν:

- Την επέκταση της εταιρίας στο εξωτερικό με προτεραιότητα την Ρουμανία.
- Την ανάπτυξη οικιστικών συγκροτημάτων στην Ελλάδα και στο εξωτερικό.
- Την ανάπτυξη γραφειακών χώρων σε περιοχές νέου επιχειρηματικού ενδιαφέροντος
- Την έκδοση οικοδομικών αδειών και την ολοκλήρωση των μισθώσεων του ακινήτου της Γυαλού.
- Τη συμμετοχή σε διαγωνισμούς για εμπορικά, εκθεσιακά και συνεδριακά κέντρα.
- Την επίτευξη ενδιάμεσων στόχων της συμφωνίας με την LSGIE για το ακίνητο της Κάντζας.



6.3 Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ ΔΙΕΘΝΗΣ ΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε.

babis vonos

6.3.1 Εταιρική Ταυτότητα

Η εταιρεία Μπαμπής Βωβός Διεθνή Τεχνική Α.Ε. με τον διακριτικό τίτλο «ΜΒΔΤ» έχει έδρα το Δήμο Αθηναίων και η διάρκεια της έχει οριστεί μέχρι το 2024. Ιδρύθηκε το 1974, οι μετοχές της είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών από το 2001. και κατατάσσονται στον κλάδο οικονομικής δραστηριότητας «ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ» (Real estate holding & Development). Η «ΜΒΔΤ» είναι εταιρεία ανάπτυξης και εκμετάλλευσης ακινήτων, με έμφαση στην αγορά ακινήτων γραφείων.

6.3.2 Σύντομο Ιστορικό

✓ Η εταιρεία ιδρύθηκε το 1974 από τον ίδιο τον Χαράλαμπο Βωβό με την επωνυμία «Μπάμπης Βωβός Ελληνική Τουριστική Α.Ε.», ενώ το Νοέμβριο του ίδιου έτους τροποποιήθηκε η επωνυμία της Εταιρείας σε ΔΙΕΘΝΗΣ ΤΕΧΝΙΚΗ ΚΑΙ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗ Α.Ε.

✓ Το 1983, η Εταιρεία για λόγους φορολογικούς συνέστησε ομόρρυθμη εταιρεία, με σημερινή επωνυμία «ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ – ΔΙΕΘΝΗΣ ΤΕΧΝΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΚΑΙ ΣΙΑ Ο.Ε.», η οποία αγόραζε, κατασκεύαζε, πωλούσε ή/και εκμίσθωνε αστικά ακίνητα, με συμμετέχουσα την εταιρεία κατά 90% και κατά 10% ο κύριος μέτοχος αυτής ο Χαράλαμπος Αρμ. Βωβός.

✓ Το 1999, η επωνυμία της Εταιρείας αντικαταστάθηκε από την ισχύουσα σήμερα «Μπάμπης Βωβός - Διεθνής Τεχνική Α.Ε.».

✓ Το 2001, οι μετοχές της Εταιρείας εισήχθησαν προς διαπραγμάτευση στην Κύρια Αγορά του Χ.Α.Α.

6.3.3 Δραστηριότητες

Η «ΜΒΔΤ» συμμετέχει σε όλες τις φάσεις ανάπτυξης ακινήτων και της επένδυσης σε αυτά, από την αγορά της έκτασης και την κατασκευή του κτιρίου έως τη μίσθωση και την πώληση ή τη διακράτηση του κατασκευασμένου κτιρίου. Η «ΜΒΔΤ» δρα και



ως διαχειριστής των εγκαταστάσεων για όλα τα ακίνητα.

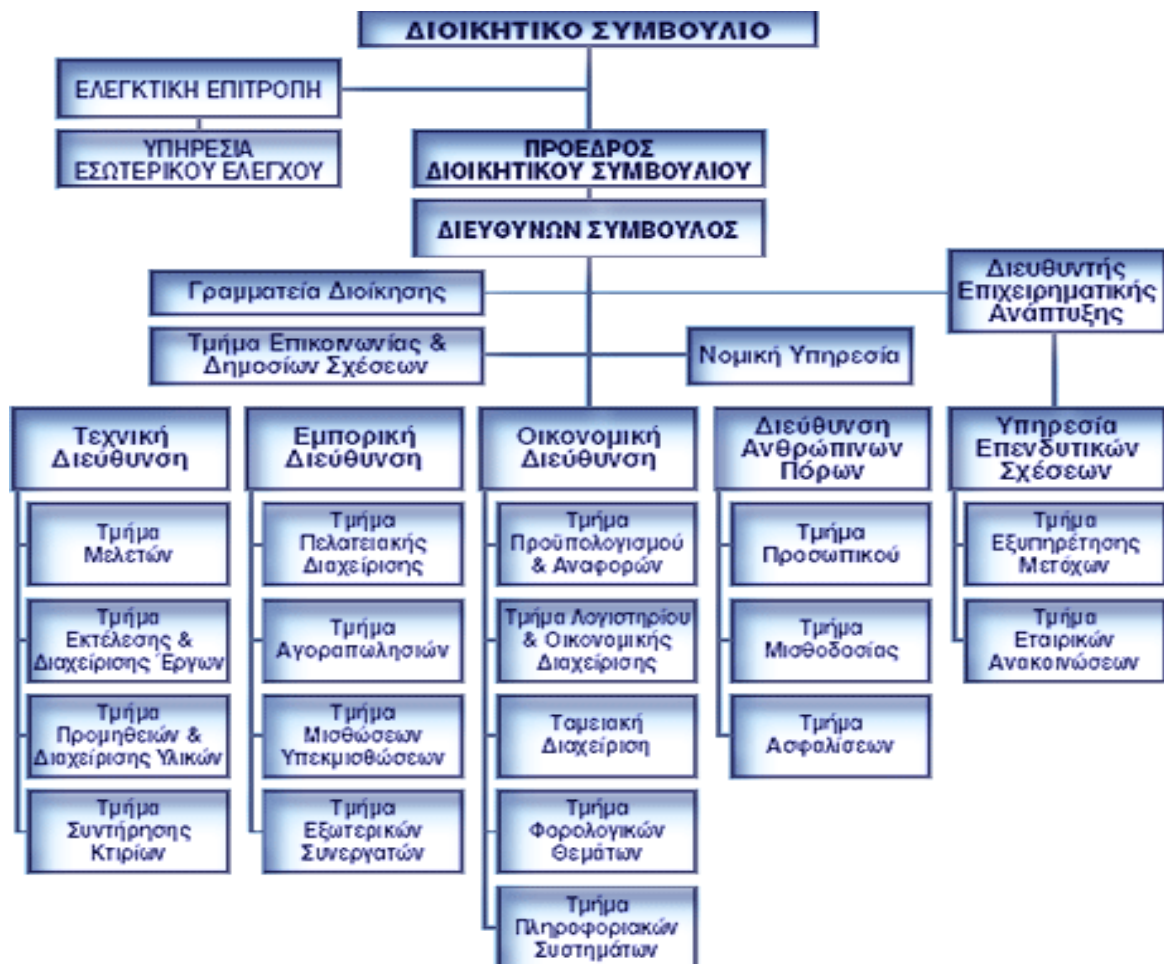
Η «ΜΒΔΤ» ασχολείται με τρεις κυρίως αγορές:

1. την αγορά γραφείων¹⁴,
2. την αγορά καταστημάτων.
3. την αγορά εξοχικής κατοικίας.

6.3.4 Οργανωτική Δομή

Η οργανωτική διάρθρωση της Μπάμπης Βωβός Α.Ε. παρουσιάζεται στο ακόλουθο οργανόγραμμα:

Διάγραμμα 6.3: Οργανόγραμμα της Μπάμπης Βωβός Διεθνής Τεχνική Α.Ε.



¹⁴ Από την ίδρυσή της το 1974, η «ΜΒΔΤ» επικεντρώθηκε στην αγορά ακινήτων και έχει κατασκευάσει περισσότερα από 30 συγκροτήματα γραφείων, συνολικής επιφάνειας 500.000 τ.μ.



Από την ανάλυση του οργανογράμματος μπορεί κανείς να αντιληφθεί και ποιος είναι ο προσανατολισμός της επιχείρησης ως προς τους αντικειμενικούς σκοπούς της. Στο οργανόγραμμα της εταιρείας Μπάμπης Βωβός Α.Ε. παρατηρείται ότι πρώτο όργανο στην διοικητική ιεραρχία είναι το Διοικητικό Συμβούλιο. Δεύτερο όργανο στην ιεραρχία είναι η **Ελεγκτική Επιτροπή**, η οποία συνεργάζεται με την **Υπηρεσία Εσωτερικού Ελέγχου**. Στην κορυφή βέβαια του Διοικητικού Συμβουλίου βρίσκεται ο Πρόεδρος. Ο διευθύνων σύμβουλος ελέγχει όλα τα τμήματα, ενώ ο Διευθυντής Επιχειρηματικής Ανάπτυξης συνεργάζεται με την Γραμματεία Διοίκησης και ελέγχει την Υπηρεσία Επενδυτικών Σχεδίων.

Στην βάση του οργανογράμματος βρίσκονται η Υπηρεσία Επενδυτικών Σχέσεων και οι τέσσερις διευθύνσεις, οι οποίες επιτελούν το κύριο έργο. Ειδικότερα, οι διευθύνσεις αυτές είναι η Τεχνική Διεύθυνση, η Εμπορική Διεύθυνση, η Οικονομική Διεύθυνση και η Διεύθυνση ανθρώπινων Πόρων. Η κάθε εξειδικευμένη διεύθυνση με τα τμήματα της υπάγεται στον Διευθύνοντα Σύμβουλο. Παρατηρείται ότι η εταιρεία διαθέτει πολλά επιμέρους τμήματα σε κάθε διεύθυνση.

6.3.5 Διοικητικό Συμβούλιο

Το Διοικητικό Συμβούλιο της Μπάμπης Βωβός Διεθνής Τεχνική Α.Ε. απαρτίζεται από 5 μέλη, εκλέχθηκε στις 29 Ιουνίου 2006, έχει πενταετή θητεία - η οποία λήγει το 2011 - και έχει την ακόλουθη σύνθεση:

Πίνακας 6.5: Διοικητικό Συμβούλιο της Μπάμπης Βωβός Διεθνής Τεχνική Α.Ε.			
	Όνοματεπώνυμο	Θέση στο Δ.Σ.	Ιδιότητα
1	ΒΩΒΟΣ ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΣ	Πρόεδρος Δ.Σ.	Εκτελεστικό Μέλος
2	ΒΩΒΟΣ ΑΡΜΟΔΙΟΣ	Αντιπρόεδρος & Διευθύνων Σύμβουλος	Εκτελεστικό Μέλος
3	ΒΩΒΟΥ ΤΡΙΑΔΑ	Μέλος Δ.Σ.	Μη Εκτελεστικό Μέλος
4	ΝΙΚΟΛΑΑΣ VAN OMMEN	Μέλος Δ.Σ.	Μη Εκτελεστικό Μέλος – Ανεξάρτητο
5	ΚΑΤΣΙΓΙΑΝΝΗΣ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ	Μέλος Δ.Σ.	Μη Εκτελεστικό Μέλος – Ανεξάρτητο



6.3.6 Ανθρώπινο Δυναμικό

Το προσωπικό της «ΜΒΔΤ» σύμφωνα με τα Προσαρτήματα των οικονομικών καταστάσεων, αρχικά αυξήθηκε από 386 άτομα το 2006 σε 521 το 2007, στη συνέχεια μειώθηκε από χρόνο σε χρόνο. Στην εταιρεία το 2008 απασχολήθηκαν 512 άτομα, 415 το 2009 και το 2010 μόλις 343 άτομα. Η μείωση του προσωπικού οφείλεται κυρίως στο μεγάλο πρόβλημα ρευστότητας που αντιμετωπίζει η Μπάμπης Βωβός Α.Ε.

6.3.7 Διάρθρωση Μετοχικού Κεφαλαίου

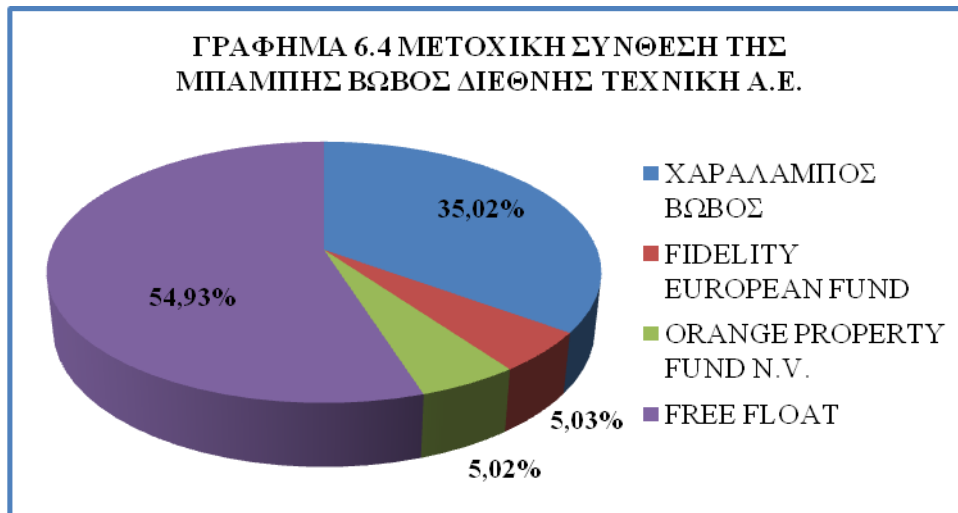
Το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας ανέρχεται σε 10.179.000 €, διαιρούμενο σε 33.930.000 κοινές ονομαστικές μετοχές με ονομαστική αξία 0,30 € η κάθε μία. Οι μετοχές της εταιρίας είναι εισηγμένες προς διαπραγμάτευση στο Χ.Α.Α από τις 30 Μαΐου 2001.

6.3.8 Μετοχική σύνθεση

Η μετοχική σύνθεση της εταιρίας περιγράφεται στον παρακάτω πίνακα και στο γράφημα 6.4

	Μέτοχος	Αριθμός Μέτοχων	Μετοχικό Κεφάλαιο	Ποσοστό Συμμετοχής
1	ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΣ ΒΩΒΟΣ	11,9 εκ	5,1 εκ	35,02%
2	FIDELITY EUROPEAN FUND	1,7 εκ	733,9 χιλ.	5,03%
3	ORANGE PROPERTY FUND N.V.	1,7 εκ	732,4 χιλ.	5,02%
4	Επενδυτικό κοινό	18,6 εκ	8,0 εκ	54,93%
	ΣΥΝΟΛΟ	33,9 εκ	24,6 εκ	100%

Πηγή : www.capital.gr



6.3.9 Θυγατρικές Εταιρίες

Η συμμετοχή της Μπάμπης Βωβός Α.Ε. σε άλλες εταιρίες αποτυπώνεται στον παρακάτω πίνακα.

Πίνακας 6.7 Θυγατρικές εταιρίες της Μπάμπης Βωβός Διεθνής Τεχνική Α.Ε.		
	Εταιρίες	Ποσοστό
1	Μπάμπης Βωβός Διεθνής Τεχνική Α.Ε.	Μητρική
2	Μπάμπης Βωβός Διεθνής Τεχνική Α.Ε. & ΣΙΑ Ο.Ε.	99,90%
3	Ανώνυμη Εταιρεία Τεχνικών Κτηματικών και Εμπορικών Εργασιών Δώμα Α.Ε.	98,98%
4	ALTECO Α.Ε. Ανώνυμος Εταιρεία Ηλεκτρονικών Συσκευών – Εταιρεία Διαχείρισης & Εκμ/σης Ακινήτων	99,01%
5	Εργοληπτική – Κτηματική – Τουριστική Α.Ε.	51%
6	Ελφινκο Ακινήτων Ανώνυμη Τεχνική και Εμπορική Εταιρεία	99%
7	ATRINA Ειδικού Σκοπού 1 Ανώνυμη Εταιρεία Αγοράς Ανάπτυξης και Εκμετάλλευσης Ακινήτων*	100%

* Η Μπάμπης Βωβός Α.Ε. το 2010 προχώρησε στη σύσταση της νέας αυτής θυγατρικής εταιρείας με διακριτικό τίτλο «ATRINA ΕΙΔΙΚΟΥ ΣΚΟΠΟΥ 1 Α.Ε.» και κατέχει το 100 % του μετοχικού κεφαλαίου της.

Επιπλέον, θυγατρική της Μπάμπης Βωβός Α.Ε. είναι η Ανώνυμος Ξενοδοχειακή Οικοδομική Εταιρεία «International Palace Hotel Α.Ε.», η οποία συμπεριλαμβάνεται στην ενοποίηση εμμέσως με ποσοστό 51% μέσω της εταιρείας Εργοληπτική – Κτηματική – Τουριστική Α.Ε., η οποία με τη σειρά της κατέχει ποσοστό 100% του μετοχικού κεφαλαίου. Θα πρέπει να αναφερθεί ότι όλες οι θυγατρικές της έχουν έδρα την Ελλάδα.



6.3.10 Στόχοι και στρατηγική

Βασική στρατηγική της εταιρίας είναι η συνεχής έρευνα αγοράς για την επιλογή των καλύτερων περιοχών, με γνώμονα τις αγοραστικές τάσεις και τις πολεοδομικές εξελίξεις. Κύριοι στόχοι της «ΜΒΔΤ» είναι:

- ✓ Η αύξηση των πωλήσεων και των περιουσιακών στοιχείων της με την ανάπτυξη νέων κτιρίων γραφείων
- ✓ Η ενίσχυση του χαρτοφυλακίου ακινήτων της με περιουσιακά στοιχεία που προσφέρουν υψηλότερες αποδόσεις
- ✓ Να εκμεταλλευτεί τις ευκαιρίες σε άλλες αναπτυσσόμενες αγορές ακινήτων, όπως είναι η αγορά του λιανικού εμπορίου και της εξοχικής κατοικίας
- ✓ Η επέκταση των δραστηριοτήτων της σε ξένες αγορές ακινήτων, με έμφαση στην Νότια Ευρώπη.
- ✓ Η Βελτιστοποίηση της χρήσης του εμπορικού κέντρου στην περιοχή του Βοτανικού. Πρέπει να σημειωθεί ότι οι εργασίες για την ολοκλήρωση αυτού του έχουν διακοπεί λόγω εξωτερικών παραγόντων. Ο βασικός παράγοντας που επηρεάζει την ολοκλήρωση του έργου είναι οι πολιτικές αποφάσεις σχετικά με το πρόγραμμα της Διπλής Ανάπλασης των περιοχών Βοτανικού – Λ. Αλεξάνδρας. Επιπλέον, είναι άγνωστο αν η διοίκηση της Π.Α.Ε. Παναθηναϊκός επιθυμεί να χρηματοδοτήσει την κατασκευή ή να μισθώσει το χώρο.
- ✓ Η κεφαλαιακή αναδιάρθρωση της εταιρίας, συμπεριλαμβανομένης της σημαντικής μείωσης των μακροπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της.

6.4 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΗΣ ΠΟΡΕΙΑΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΩΝ ΔΥΟ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

Στο γράφημα 6.1 συγκρίνουμε τις μεταβολές των τιμών κλεισίματος των μετόχων της REDS A.E. και της Μπάμπης Βωβός A.E. Τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν αφορούν ημερήσιες τιμές κλεισίματος της μετοχής ΚΑΜΠ και της μετοχής ΒΩΒΟΣ. Καλύπτουν ένα χρονικό εύρος από την 02/01/2006 έως και την 31/12/2010, δηλαδή μια πενταετία με 1245 ημερήσιες παρατηρήσεις. Τα στοιχεία αυτά αντλήθηκαν από την βάση δεδομένων της Ναυτεμπορικής.



Σύμφωνα με το γράφημα, η μετοχή ΚΑΜΠ σε γενικές γραμμές ακολουθεί μια σταθερή πορεία, ενώ η μετοχή ΒΩΒΟΣ χαρακτηρίζεται από έντονες διακυμάνσεις. Οι διακυμάνσεις γίνονται πιο έντονες από το τέλος του 2008 και μετά.

6.5 ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ [Dividend Policy]

«Οι μέτοχοι της επιχείρησης δικαιούνται αμοιβή με τη μορφή μερίσματος, η οποία υπολογίζεται επί της διαφοράς μεταξύ των κερδών της επιχείρησης μείον την αμοιβή των ομολογιούχων και των λοιπών πιστώσεων της επιχείρησης.» (Αρτίκης 2010) Η Μερισματική Πολιτική αναφέρεται στις αποφάσεις που παίρνει μια εταιρεία σχετικά με τη διαχείριση των κερδών της. «Η απόφαση για την πολιτική που θα υιοθετήσει τελικά μια επιχείρηση περιορίζεται από την αντίστοιχη απόφαση που είχε πάρει στο παρελθόν καθώς οι επιχειρήσεις στην πλειοψηφία τους αποφεύγουν να μεταβάλλουν συχνά τη μερισματική τους πολιτική.» (Βασιλείου Δ. – Ηρειώτης Ν. 2008). Στόχος των διοικήσεων των εταιρειών είναι να διατηρούν γενικά μία σταθερά αυξανόμενη μερισματική πολιτική, ώστε οι μετοχές της να αποτελούν μια ελκυστική επένδυση. Για να το πετύχει αυτό η κάθε διοίκηση προσπαθεί να ομαλοποιεί τα αποτελέσματα της εταιρείας και να διατηρεί σταθερό το ποσοστό των κερδών που διατίθεται ως μέρισμα στους μετόχους.

Στην περίπτωση μας, κατά τη διάρκεια της πενταετίας που εξετάζουμε μόνο η REDS Α.Ε. διανέμει μέρισμα το 2006 και το 2007. Ενώ για τις χρήσεις 2008 - 2009 - 2010 το Διοικητικό Συμβούλιο της REDS Α.Ε. και της Μπάμπης Βωβός Α.Ε. λαμβάνοντας υπόψη τόσο τη διεθνή όσο και την εγχώρια οικονομική κατάσταση αποφάσισαν να μην διανεμούν μέρισμα. Στους παρακάτω πίνακες παρατηρούμε ότι η REDS Α.Ε. είχε διανέμει μέρισμα τελευταία φορά για τη χρήση 2007, ενώ η Μπάμπης



Βωβός Α.Ε. για τη χρήση 2005. Το γεγονός αυτό αποτελεί μια ένδειξη ότι οι εταιρίες θα ακολουθήσουν την ίδια μερισματική πολιτική στο μέλλον.

Πίνακας 6.8 Μερίσματα REDS Α.Ε.		
	Χρονική περίοδος	Τιμή
1	2007	0,060
2	2006	0,010
3	1987	0,062
4	1986	0,053
5	1985	0,076
6	1984	0,044

Πηγή : www.capital.gr

Πίνακας 6.9 Μερίσματα ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ Α.Ε.		
	Χρονική περίοδος	Τιμή
1	2005	0,400
2	2004	0,360
3	2003	0,300
4	2002	0,240
5	2001	0,260
6	2000	0,235
7	1999	0,117
8	1998	1,280
9	1997	0,640

Πηγή : www.capital.gr



6.6 SWOT ΑΝΑΛΥΣΗ



Με την S.W.O.T.¹⁵ ανάλυση αναλύουμε τις δυνατότητες, αδυναμίες, ευκαιρίες και τις απειλές που δέχεται μια επιχείρηση κατά την λειτουργία της από το εσωτερικό και το εξωτερικό περιβάλλον της.

Στην συνέχεια, λαμβάνοντας υπόψη όλα όσα αναπτύχθηκαν για τις δύο εξεταζόμενες εταιρίες στις προηγούμενες ενότητες, ακολουθεί η ανάλυση S.W.O.T. εντοπίζοντας τα δυνατά και τα αδύνατα σημεία των εταιρειών όπως επίσης τις ευκαιρίες αλλά και τις απειλές που παρουσιάζονται για αυτές σε μακροοικονομικό επίπεδο.

a) S.W.O.T ΑΝΑΛΥΣΗ REDS A.E.

Πίνακας 6.10: SWOT Ανάλυση της REDS A.E.	
<p>ΔΥΝΑΤΟΤΗΤΕΣ (Strengths)</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Κορυφαία εταιρεία ανάπτυξης ακινήτων στην Ελλάδα. ✓ Εμπειρία 	<p>ΑΔΥΝΑΜΙΕΣ (Weaknesses)</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Χαμηλή κερδοφορία
<p>ΕΥΚΑΙΡΙΕΣ (Opportunities)</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Νέες αγορές στόχοι ✓ Αυξημένο διεθνές ενδιαφέρον για παραθεριστικές / εξοχικές κατοικίες ✓ Κινητοποίηση φορέων του δημοσίου για την αξιοποίηση της δημοσίας ακίνητης περιουσίας 	<p>ΑΠΕΙΛΕΣ (Threats)</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Διαρκώς μεταβαλλόμενη αγορά ✓ Οικονομική ύφεση της ελληνικής οικονομίας ✓ Οξύς ανταγωνισμός από χώρες της Ευρώπης, όσον αφορά την προσέλκυση ξένων επενδυτών, για την ανάπτυξη ακινήτων ✓ Η αύξηση των στεγαστικών επιτοκίων ✓ Είσοδος νέων εταιριών (ΑΕΕΑΠ)

¹⁵ Ανάλυση S.W.O.T. : Strengths / Weaknesses / Opportunities / Threats ή Δ.Α.Ε.Α. : Δυνάμεις / Αδυναμίες / Ευκαιρίες / Απειλές.



b) S.W.O.T ΑΝΑΛΥΣΗ ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ Α.Ε.

Πίνακας 6.11: SWOT Ανάλυση της Μπάμπης Βωβός Διεθνής Τεχνική Α.Ε.

ΔΥΝΑΤΟΤΗΤΕΣ (Strengths)	ΑΔΥΝΑΜΙΕΣ (Weaknesses)
<ul style="list-style-type: none">✓ εξαιρετική φήμη – ισχυρό όνομα✓ Εμπειρία.✓ Ευρύ φάσμα υπηρεσιών Real Estate.✓ Καινοτόμες δυνατότητες δόμησης✓ Αποδεδειγμένη διαχείριση	<ul style="list-style-type: none">✓ Χαμηλή κερδοφορία✓ Υψηλή δανειακή επιβάρυνση✓ Χαμηλά επίπεδα ρευστότητας
ΕΥΚΑΙΡΙΕΣ (Opportunities)	ΑΠΕΙΛΕΣ (Threats)
<ul style="list-style-type: none">✓ Νέες αγορές στόχοι✓ προοπτικές ανάπτυξης στο μέλλον στις αγορές της εξοχικής κατοικίας και στο Λιανικό εμπόριο.✓ Επέκταση στη Νοτιοανατολική Ευρώπη.	<ul style="list-style-type: none">✓ Διαρκώς μεταβαλλόμενη αγορά✓ Οικονομική ύφεση της ελληνικής οικονομίας✓ Οξύς ανταγωνισμός✓ Είσοδος στην αγορά ισχυρών ανταγωνιστών (ΑΕΕΑΠ)✓ Αύξηση επιτοκίων δανεισμού λόγω οικονομικής κρίσης

Όπως μπορούμε να παρατηρήσουμε από την ανάλυση S.W.O.T. και οι δύο εταιρείες έχουν ποικίλα κοινά σημεία, δυνατά, αδύναμα, ευκαιρίες και απειλές. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι και οι δύο εταιρείες ανήκουν στον ίδιο κλάδο και έχουν παρόμοιες δραστηριότητες.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7^Ο

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ



7.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Αντικείμενο αυτού του κεφαλαίου είναι η ανάλυση και η σύγκριση των λογιστικών καταστάσεων των δύο εταιριών. Η ανάλυση πραγματοποιείται με την βοήθεια των αριθμοδεικτών, οι οποίοι αποτελούν την πιο διαδεδομένη τεχνική που χρησιμοποιείται στην ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Οι μέχρι τώρα μέθοδοι αναλύσεως, όπως είναι και η Θεμελιώδη Ανάλυση, συμπληρώνονται με τη χρησιμοποίηση των αριθμοδεικτών.

Οι αριθμοδείκτες παρέχουν ενδείξεις για την πορεία της επιχείρησης, καθώς και για την ορθότητα και την αποτελεσματικότητα των πολιτικών που ακολουθούνται από την διοίκηση της.

Κατά τον Γκλεζάκο (2006) οι αριθμοδείκτες δύναται να χρησιμοποιηθούν προκειμένου να εκτιμήσουμε την βιωσιμότητα μιας μονάδας και την αποτελεσματικότητα ενός επενδυτικού σχεδίου (ή γενικότερα ενός προγράμματος δράσης), να προβούμε σε προβλέψεις χρεοκοπίας και να εκτιμήσουμε την αξία τη επιχείρησης.

7.2 ΟΡΙΣΜΟΣ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ

Γενικά, ως αριθμοδείκτης ορίζεται το πηλίκο ενός μεγέθους των λογιστικών καταστάσεων μιας επιχείρησης προς ένα άλλο μέγεθος των ίδιων καταστάσεων, και το αποτέλεσμα της διαίρεσης αυτής μας δίνει ένα ποσοστό το οποίο μπορεί να συγκριθεί με τα αντίστοιχα ποσοστά άλλων επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου.

«Ο αριθμοδείκτης εκφράζει τη σχέση ενός κονδυλίου του ισολογισμού ή της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης προς ένα άλλο. Η χρήση των αριθμοδεικτών αποτελεί μια από τις πλέον διαδεδομένες μεθόδους χρηματοοικονομικής ανάλυσης.» (Νιάρχος 1994)



7.3 ΤΑΞΙΝΟΜΗΣΗ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ

Οι αριθμοδείκτες, μπορούν να ομαδοποιηθούν στις ακόλουθες κατηγορίες ανάλογα με τις διάφορες πλευρές ή πτυχές της οικονομικής κατάστασης και της δραστηριότητας επιχείρησης:

1. **Αριθμοδείκτες Ρευστότητας [liquidity ratios].** Οι δείκτες αυτοί χρησιμοποιούνται για τον προσδιορισμό τόσο της βραχυχρόνιας οικονομικής κατάστασης μιας επιχειρήσεως, όσο και της ικανότητάς της να ανταποκριθεί στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

2. **Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας ή Κυκλοφοριακής Ταχύτητας [activity ratios].** Χρησιμοποιούνται προκειμένου να μετρηθεί ο βαθμός αποτελεσματικής αξιοποίησης των περιουσιακών της στοιχείων μιας επιχείρησης.

3. **Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας ή δείκτες αποτελέσματος [profitability ratios].** Οι συγκεκριμένοι δείκτες μετρούν την αποδοτικότητα μιας επιχείρησης, τη δυναμικότητα των κερδών της και την ικανότητα της διοικήσεώς της. Με άλλα λόγια οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας μετρούν το βαθμό επιτυχίας ή αποτυχίας μιας επιχειρήσεως σε δεδομένη χρονική περίοδο.

4. **Αριθμοδείκτες Διαρθρώσεως Κεφαλαίων και Βιωσιμότητας [leverage ratios and viability ratios].** Με τους δείκτες αυτούς εκτιμάται η ικανότητα μιας επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις υποχρεώσεις της, καθώς και ο βαθμός προστασίας που απολαμβάνουν οι πιστωτές της. Επιπλέον με τους δείκτες αυτούς μετράται η επιβάρυνση της εταιρείας από τη χρήση ξένων κεφαλαίων.

5. **Επενδυτικοί Αριθμοδείκτες ή Δείκτες αγοραίας αξίας ή δείκτες αποτίμησης ή Χρηματιστηριακοί Αριθμοδείκτες [investment ratios].** Οι αριθμοδείκτες αυτοί χρησιμοποιούνται από τους επενδύτες όταν πρόκειται για επενδύσεις σε μετοχικούς τίτλους μιας εισηγμένης μετοχής στο Χ.Α.Α.

Παρακάτω παρουσιάζονται οι σημαντικότεροι αριθμοδείκτες των εταιρειών REDS A.E. και Μπάμπης Βωβός A.E. για τη χρονική περίοδο 2008 – 2010. Ο υπολογισμός των αριθμοδεικτών έγινε στο Microsoft Excel και τα χρηματοοικονομικά στοιχεία των δύο εταιρειών αντλήθηκαν από τις ετήσιες οικονομικές εκθέσεις τους.



7.4 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ (liquidity ratios)

«Η έννοια της ρευστότητας αναφέρεται στη δυνατότητα μιας επιχείρησης να μπορεί να ικανοποιεί τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της χρησιμοποιώντας στοιχεία του ενεργητικού της που ρευστοποιούνται εύκολα.» (Γκίκας Δ. 2002)

Οι Αριθμοδείκτες Ρευστότητας χρησιμοποιούνται για τον προσδιορισμό τόσο της βραχυχρόνιας οικονομικής κατάστασης μιας εταιρείας όσο και της ικανότητας της να ανταποκριθεί στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Δείχνουν την ικανότητα βραχυχρόνιας επιβίωσης της εταιρείας. «Έτσι, οι αριθμοδείκτες ρευστότητας προορίζονται να δώσουν την εικόνα της τρέχουσας οικονομικής κατάστασης μιας επιχείρησης και μπορεί να θεωρηθεί καλή μόνο αν έχει επαρκή ρευστότητα.» (Νιάρχου Ν. 1997)

7.4.1 Αριθμοδείκτης Γενικής ρευστότητας (current ratio)

Ο αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας είναι γνωστός ως αριθμοδείκτης Έμμεσης ή Ονομαστικής ή Κυκλοφοριακής Ρευστότητας ή κεφαλαίου κίνησης (Current Ratio). Ο δείκτης αυτός αντανακλά την τρέχουσα ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στην πληρωμή των καθημερινών υποχρεώσεων της και αποτελεί ένα δείκτη φερεγγυότητας της επιχείρησης ως προς τους βραχυπρόθεσμους δανειστές ή πιστωτές. Εφόσον, συγκρίνει τα άμεσα ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας με τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της και μετράει την βραχυπρόθεσμη ρευστότητα μιας επιχείρησης.

«Ο παραπάνω αριθμοδείκτης δείχνει εκτός από το μέτρο της ρευστότητας και το περιθώριο ασφαλείας που διατηρεί η διοίκηση της επιχείρησης για την κάλυψη των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων σε περίπτωση που αντιμετωπίσει ανεπιθύμητη εξέλιξη στη ροή των κεφαλαίων κίνησης ή έκτακτες ανάγκες όπως απεργίες ή καταστροφές.» (Γκίκα Δ. 2002)

Υπολογίζεται από τον τύπο (7.1):

$$\text{Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Γενικά, όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας τόσο μεγαλύτερη είναι η βραχυπρόθεσμη ρευστότητα της επιχείρησης. Το ικανοποιητικό



επίπεδο ρευστότητας συνεπάγεται μεγαλύτερη φερεγγυότητα για μια επιχείρηση, καθώς την καθιστά ικανή να ανταπεξέλθει σε έκτακτα γεγονότα και κινδύνους με τους οποίους μπορεί να έρθει αντιμέτωπη. Σύμφωνα με τον Νιάρχο Ν. (1997), εάν ο δείκτης βρίσκεται γύρω στο 2 ή στο 200% για μία εμπορική ή βιομηχανική επιχείρηση θεωρείται επαρκής. Αντιθέτως, εάν είναι πολύ μεγαλύτερος από 2 ή 200% θεωρείται υπερεπαρκής, ενώ όταν είναι μικρότερος του 2 ή 200% είναι υποεπαρκής. Στις περιπτώσεις που ο δείκτης είναι πολύ μικρότερος του 2 ή 200% θεωρείται ανεπαρκής».

α) Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας της REDS Α.Ε.

Πίνακας 7.4.1.α Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας REDS Α.Ε.					
ΕΤΟΣ	2006	2007	2008	2009	2010
Κυκλοφορούν Ενεργητικό	13.460.623	26.104.352	13.447.159	20.623.190	11.772.444
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	24.308.359	5.110.583	19.855.127	8.714.313	8.241.684
Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας	0,55	5,11	0,68	2,37	1,43

Το 2006 και το 2008, ο δείκτης της εταιρείας ήταν μικρότερος της μονάδας - επομένως η εταιρία χαρακτηριζόταν από αφερεγγυότητα τις χρονιές αυτές και δεν ήταν σε θέση να εξοφλήσει τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της. Αντίθετα, το 2007 ο δείκτης ήταν ίσος με 5,11 όπου η εταιρεία διέθετε επαρκή βραχυπρόθεσμη ρευστότητα. Η αύξηση του δείκτη το 2007 οφείλεται κυρίως στην μείωση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων κατά 78%. Το 2009, ο αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας ήταν ικανοποιητικός και ίσος με 2,37. Κύριος λόγος της αύξησης του δείκτη είναι η μείωση του βραχυπρόθεσμου τραπεζικού δανεισμού της από 14.000.000€ (2008) σε 6.880.000€ (2009). Το επόμενο έτος παρατηρείτε μια μικρή μείωση του δείκτη κυρίως λόγω της μείωσης των ταμειακών διαθέσιμων από 13.484.518 (2009) σε 5.420.897€ (2010).



β) Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας Μπάμπης Βωβός Α.Ε.

Πίνακας 7.4.1.β Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας Μπάμπης Βωβός Α.Ε.					
ΕΤΟΣ	2006	2007	2008	2009	2010
Κυκλοφορούν Ενεργητικό	136.138.000	179.381.000	151.277.000	144.910.000	122.067.000
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	259.604.000	187.551.000	334.230.000	254.991.000	349.688.000
Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας	0,52	0,96	0,45	0,57	0,35

Ένας ικανοποιητικός αριθμοδείκτης πρέπει να κυμαίνεται περίπου στο δύο, όμως στην περίπτωση της ελεγχόμενης εταιρίας είναι πολύ πιο χαμηλός. Αυτό δείχνει ότι η εταιρία δεν είναι σε θέση να εξοφλεί τι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της και δεν είναι ικανή να αντεπεξέλθει σε έκτακτα γεγονότα και κινδύνους, με τα οποία μπορεί να έρθει αντιμέτωπη. Επιπλέον, οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις και τα πέντε έτη είναι περισσότερες από τα κυκλοφορούντα στοιχεία αφού ο δείκτης είναι μικρότερος της μονάδας.

7.4.2 Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας (Quick Ratio)

Ο αριθμοδείκτης Ειδικής ή Πραγματικής ή Άμεσης Ρευστότητας χρησιμοποιείται για να προσδιοριστεί αν μια εταιρεία έχει την ικανότητα να ανταποκρίνεται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της ρευστοποιώντας τα αμέσως ρευστοποιήσιμα στοιχεία χωρίς να προσφεύγει στα αποθέματα. Τα αποθέματα αφαιρούνται διότι παρουσιάζουν την μικρότερη ρευστότητα μεταξύ των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων, και γιατί από την ρευστοποίηση τους είναι πολύ πιθανό να προκύψει ζημιά.

Ο αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας υπολογίζεται από τον τύπο (7.2):

$$\text{Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό} - \text{Απόθεμα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Ο δείκτης Άμεσης Ρευστότητας θεωρείται ικανοποιητικός για μία εταιρία όταν είναι



μεγαλύτερος της μονάδας (1). Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης τόσο σε καλύτερη θέση από πλευράς ρευστότητας είναι η συγκεκριμένη εταιρεία.

α) Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας της REDS Α.Ε.

Πίνακας 7.4.2.α Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας REDS Α.Ε.					
ΕΤΟΣ	2006	2007	2008	2009	2010
Κυκλοφορούν Ενεργητικό – Αποθέματα	6.740.626	19.901.180	9.025.386	18.431.601	10.555.413
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	24.308.359	5.110.583	19.855.127	8.714.313	8.241.684
Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας	0,28	3,98	0,45	2,12	1,28

Όπως παρατηρούμε στον παραπάνω πίνακα, οι τιμές του δείκτη άμεσης ρευστότητας για τις χρήσεις του 2006 και το 2008 δεν είναι μεγαλύτερες της μονάδας, αντιθέτως διαμορφώθηκαν στις 0,28 και 0,45 μονάδες αντίστοιχα. Οπότε, το 2006 και το 2008 τα αμέσως ρευστοποιήσιμα στοιχεία της εταιρείας ήταν ανεπαρκή και δεν μπορούσαν να καλύψουν τις τρέχουσες υποχρεώσεις. Η τιμή του δείκτη τα έτη 2007, 2009, 2010 κρίνεται ικανοποιητική και μας δείχνει την άνεση που παρουσίασε η επιχείρηση στο να αντεπεξέρχεται στην κάλυψη του κεφαλαίου κίνησης της και την εξόφληση των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων της.

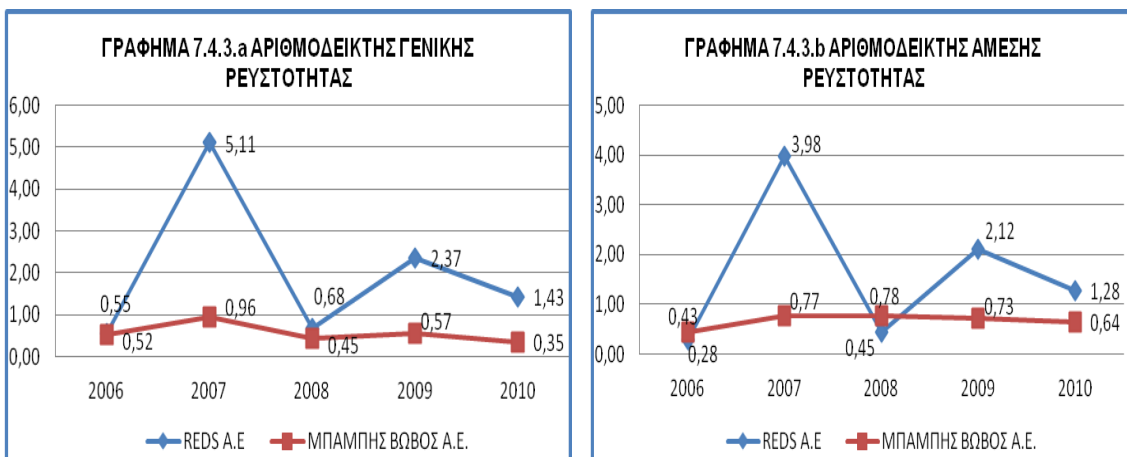
β) Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας της Μπάμπης Βωβός Α.Ε.

Πίνακας 7.4.2.β Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας Μπάμπης Βωβός Διεθνής Τεχνική Α.Ε.					
ΕΤΟΣ	2006	2007	2008	2009	2010
Κυκλοφορούν Ενεργητικό – Αποθέματα	110.784.000	144.296.000	117.685.000	105.395.000	77.749.000
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	259.604.000	187.551.000	151.277.000	144.910.000	122.067.000
Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας	0,43	0,77	0,78	0,73	0,64



Όσον αφορά την άμεση ρευστότητα της Μπάμπης Βωβός Α.Ε., ο δείκτης είναι μικρότερος της μονάδας και τα πέντε έτη έχοντας πτωτική τάση από το 2008 και μετά. Αρχικά, η τιμή του δείκτη αυξήθηκε από το 2006 μέχρι το 2008 κυρίως λόγω της μείωσης του τραπεζικού δανεισμού. Στη συνέχεια, ο δείκτης μειώθηκε κατά 7% και η τιμή του διαμορφώθηκε από 0,78 το 2008 σε 0,73 το 2009, ενώ το 2010 μειώθηκε κατά 12% κυρίως λόγω της μείωσης του κυκλοφορούντος ενεργητικού (χωρίς αποθέματα) κατά 26%. Επομένως, ο δείκτης αυτός δεν μπορεί να θεωρηθεί επαρκής και δείχνει ότι δεν επαρκούν τα αμέσως ρευστοποιήσιμα στοιχεία της εταιρείας για να καλύψουν τις τρέχουσες υποχρεώσεις της. Με αποτέλεσμα η εταιρεία να εξαρτάται από τις μελλοντικές της πωλήσεις προκειμένου να εξασφαλίσει επαρκή ρευστότητα.

7.4.3 Σύγκριση Αριθμοδεικτών Ρευστότητας



Στο γράφημα 7.4.3.a παρατηρούμε ότι σε γενικές γραμμές οι τιμές του δείκτη γενικής ρευστότητας της REDS A.E. είναι καλύτερες από της Μπάμπης Βωβός Α.Ε. Η REDS A.E. είναι εκείνη που θα αντιμετωπίσει λιγότερα προβλήματα σε περίπτωση εξόφλησης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της. Αντίθετα, η Μπάμπης Βωβός Α.Ε. παρουσιάζει σοβαρό πρόβλημα ρευστότητας, καθώς ο δείκτης γενικής ρευστότητας κυμαίνεται σε πολύ χαμηλά επίπεδα και είναι μικρότερος της μονάδας και τα πέντε έτη. Οπότε, η Μπάμπης Βωβός Α.Ε. δεν έχει την ικανότητα με την ρευστοποίησή τα κυκλοφορούντα στοιχεία της για να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

Στο γράφημα 7.4.3.b παρατηρούμε ότι και στον αριθμοδείκτη άμεσης ρευστότητας η εταιρεία REDS A.E. υπερτερεί της Μπάμπης Βωβός Α.Ε. Αξίζει να αναφερθεί ότι ο δείκτης της REDS A.E., εκτός από το 2006 και το 2008 όπου η τιμή του είναι



μικρότερη της μονάδας, κυμαίνεται σε ικανοποιητικά επίπεδα. Αντίθετα, ο δείκτης της Μπάμπης Βωβός Α.Ε. όπως βλέπουμε ακολουθεί πτωτική πορεία και είναι μικρότερος της μονάδας καθ' όλη τη διάρκεια της πενταετίας.

Από την ανάλυση της ρευστότητας συμπεραίνουμε ότι η ρευστότητα της REDS Α.Ε. είναι πολύ καλύτερη από της Μπάμπης Βωβός Α.Ε.

7.5 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ (activity ratios)

«Η έννοια της κυκλοφοριακής ταχύτητας αναφέρεται στο χρόνο μετατροπής ενός στοιχείου του κυκλοφορούντος ενεργητικού σε κάποιο άλλο το οποίο είτε είναι ευκολότερα ρευστοποιήσιμο (π.χ. ο χρόνος μετατροπή σε των αποθεμάτων σε απαιτήσει) είτε είναι ρευστό (π.χ. ο χρόνος μετατροπής των απαιτήσεων σε διαθέσιμα).» (Γκίκας, 2002)

Με τους Αριθμοδείκτες Κυκλοφοριακής Ταχύτητας ή Δραστηριότητας υπολογίζεται πόσο αποτελεσματικά χρησιμοποιεί μια εταιρεία τα περιουσιακά της στοιχεία. Επιπλέον, «οι αριθμοδείκτες δραστηριότητας βοηθούν να προσδιορισθεί ο βαθμός μετατροπής ορισμένων περιουσιακών στοιχείων (αποθεματικών απαιτήσεων) σε ρευστά» (Νιάρχος, 1997), αλλά και «καταγράφουν την αποτελεσματικότητα της οργάνωσης και διαχείρισης των περιουσιακών στοιχείων». (Γεωργόπουλος, Χ. 2005)

7.5.1 Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Απαιτήσεων (accounts receivable turnover ratio)

Ο αριθμοδείκτης αυτός αποτελεί ένα κριτήριο για την αποτελεσματική διαχείριση των απαιτήσεων μιας εταιρείας. «Μας δείχνει πόσες φορές κατά μέσο όρο εισπράττονται οι απαιτήσεις της επιχειρήσεως κατά τη διάρκεια της λογιστικής χρήσεως» (Νιάρχος Ν., 1997). Εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τον κλάδο στον οποίο ανήκει η εταιρεία καθώς και από τις συνθήκες που επικρατούν στην αγορά

Όσο πιο γρήγορα εισπράττονται οι απαιτήσεις της εταιρείας τόσο μικρότερο κεφάλαιο δεσμεύεται σε απαιτήσεις, το οποίο θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί αποδοτικότερα κάπου αλλού (π.χ. ανάπτυξη της εταιρείας).

Για να υπολογίσουμε την ταχύτητα εισπράξεως των απαιτήσεων της εταιρείας



υπολογίζουμε το λόγο που υπολογίζεται από τον τύπο (7.3):

$$\text{Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Απαιτήσεων} = \frac{\text{Κύκλος Εργασιών}}{\text{Μέσος Όρος Απαιτήσεων}}$$

Οπού : Μέσος Όρος Απαιτήσεων¹⁶ = (Απαιτήσεις αρχής + απαιτήσεις τέλους) / 2 (7.4)

Διαιρώντας τις ημέρες του έτους (365) με την τιμή του Αριθμοδείκτη Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Απαιτήσεων, προκύπτει ο μέσος χρόνος είσπραξης των απαιτήσεων, δηλαδή (7.5):

$$\text{Μέσος Χρόνος Είσπραξης Απαιτήσεων} = \frac{365}{\text{Αριθμ. Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Απαιτήσεων}}$$

Ο Μέσος Χρόνος Είσπραξης Απαιτήσεων μας δείχνει σε πόσες μέρες η εταιρεία περιμένει για να εισπράξει τις απαιτήσεις της. Όσο μικρότερη είναι η μέση περίοδος είσπραξης των απαιτήσεων, τόσο καλύτερη είναι η ρευστότητα και η κερδοφορία της επιχείρησης.

α) Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Απαιτήσεων της REDS ΑΕ

Πίνακας 7.5.1.α Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Απαιτήσεων REDS ΑΕ					
ΕΤΟΣ	2006	2007	2008	2009	2010
Κύκλος εργασιών	6.955.713	27.169.250	6.253.446	4.987.007	1.378.990
Μέσος όρος απαιτήσεων	4.350.083	3.971.717	5.452.538	6.106.807	5.040.787
Αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων	1,60	6,84	1,15	0,82	0,27
Μέσος χρόνος είσπραξης απαιτήσεων	228	53	318	447	1334

¹⁶ Στην περίπτωση των απαιτήσεων είναι προτιμότερο να πάρουμε το μέσο όρο των απαιτήσεων της αρχής και του τέλους της χρήσεως, διότι οι απαιτήσεις όπως εμφανίζονται στον ισολογισμό δεν δίνουν αντιπροσωπευτική εικόνα για το ύψος αυτών κατά τη διάρκεια της χρήσεως.



Όσον αφορά την κυκλοφοριακή ταχύτητα απαιτήσεων, οι τιμές που παίρνει ο δείκτης της REDS A.E. είναι πολύ χαμηλές, και μετά από το 2008 έως το 2010 έχουν μια καθοδική τάση, η μεταβολή αυτή οφείλεται κυρίως στην μείωση του κύκλου εργασιών από το 2008 μέχρι το 2010 κατά 78%. Εξαιρέση αποτελεί ο δείκτης της χρήσης του 2007, ο οποίος αυξήθηκε και σε 6,84 κυρίως λόγω του τετραπλασιασμού των πωλήσεων. Η εταιρεία κατά τη διάρκεια της χρήσης 2007 εισέπραξε τις απαιτήσεις της 4 φορές. Αντίθετα από το 2009 μέχρι το 2010 ο μέσος όρος των ημερών που απαιτούνται προκειμένου η επιχείρηση να εισπράξει τις απαιτήσεις της αυξάνεται και παρατηρούμε ότι σχεδόν τριπλασιάζετε. Χαρακτηριστικό είναι ότι το 2009 και το 2010 δεν εισέπραττε ούτε μία φορά τις απαιτήσεις της μέσα στο έτος. Οπότε συμπεραίνουμε ότι η REDS A.E διατηρεί υπερεπαρκείς απαιτήσεις, με αποτέλεσμα τα κεφάλαια που θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν κάπου αλλού να δεσμεύονται στις απαιτήσεις της. Επίσης, σταδιακά αυξάνεται και ο κίνδυνος απώλειας κάποιων απαιτήσεων της λόγω αφερεγγυότητας.

β) Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Απαιτήσεων της ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ ΔΙΕΘΝΗΣ ΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε

Πίνακας 7.5.1.b Αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων Μπάμπης Βωβός Διεθνής Τεχνική Α.Ε.					
ΕΤΟΣ	2006	2007	2008	2009	2010
Πωλήσεις	46.121.000	87.563.000	38.064.000	37.603.000	32.920.000
Μέσος όρος απαιτήσεων	78.051.500	66.011.500	86.893.500	103.845.500	89.196.500
Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων	0,59	1,33	0,44	0,36	0,37
Μέσος χρόνος είσπραξης απαιτήσεων	618	275	833	1008	989

Ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων της Μπάμπης Βωβός Α.Ε. και τα πέντε χρόνια έχει πολύ χαμηλές τιμές, γεγονός το οποίο αποτελεί ένδειξη κακής διαχείρισης. Ο μέσος όρος των ημερών που απαιτούνται προκειμένου η επιχείρηση να



εισπράξει τις απαιτήσεις της είναι σε πολύ υψηλά επίπεδα. Χαρακτηριστικό είναι ότι δεν εισέπραττε ούτε μία φορά μέσα σε κάθε έτος τις απαιτήσεις της, με εξαίρεση το 2007 όπου τις εισέπραξε μία φορά. Επομένως, η εταιρεία διατηρεί υπερεπαρκείς απαιτήσεις σε σχέση με τον κύκλο εργασιών, με αποτέλεσμα τα κεφάλαια που θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν κάπου αλλού δεσμεύονται στις απαιτήσεις της.

7.5.2 Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού (Asset turnover ratio)

Ο αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού εκφράζει το βαθμό χρησιμοποίησης του ενεργητικού σε σχέση με τις πωλήσεις. Αυτός ο αριθμοδείκτης μας δείχνει πόσο εντατικά χρησιμοποιούνται τα περιουσιακά στοιχεία (δηλ. ενεργητικό) μιας εταιρείας προκειμένου να πραγματοποιηθούν πωλήσεις και επομένως κέρδη.

Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται από τον τύπο (7.6):

$$\text{Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού} = \frac{\text{Κύκλος Εργασιών}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Οι καθαρές πωλήσεις που καταγράφονται στον αριθμητή του κλάσματος υπολογίζονται εάν από τις συνολικές πωλήσεις αφαιρεθούν οι εκπτώσεις και οι επιστροφές πωλήσεων. Ένα ικανοποιητικό αποτέλεσμα του δείκτη, μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι η εταιρεία χρησιμοποιεί εντατικά το ενεργητικό της για την πραγματοποίηση των πωλήσεων της.

α) Αριθμ. Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού της REDS AE

Πίνακας 7.5.2.α Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού					
REDS AE					
ΕΤΟΣ	2006	2007	2008	2009	2010
Κύκλος εργασιών	6.955.713	27.169.250	6.253.446	4.987.007	1.378.990
Σύνολο Ενεργητικού	99.812.090	82.786.934	74.882.680	91.851.627	90.702.383
Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού	0,07	0,33	0,08	0,05	0,02



Η τιμή του δείκτη στην περίπτωση της REDS A.E. το 2007 αυξήθηκε από 0,07 σε 0,33 λόγω της αύξησης των πωλήσεων. Αντίθετα, παρατηρείται ότι η τιμή του δείκτη μειώνεται διαχρονικά από 0,08 το 2008 σε 0,02 το 2010. Η μείωση αυτή δείχνει την αρνητική πορεία της εταιρίας, που οφείλεται κυρίως στην διαχρονική μείωση του κύκλου εργασιών. Τα αποτελέσματα του δείκτη είναι χαμηλά, οπότε η REDS A.E. δεν χρησιμοποιεί συχνά τα περιουσιακά της στοιχεία για την πραγματοποίηση των πωλήσεων της, με αποτέλεσμα να υπάρχει υπερεπένδυση κεφαλαίων στην εταιρεία σε σχέση με το ύψος των πωλήσεων της.

β) Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού της ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ ΔΙΕΘΝΗΣ ΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε.

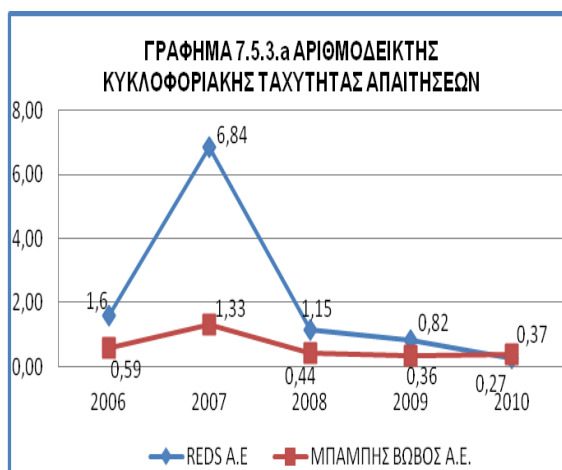
Πίνακας 7.5.2.β Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητα Ενεργητικού Μπάμπης Βωβός Διεθνής Τεχνική Α.Ε.					
ΕΤΟΣ	2006	2007	2008	2009	2010
Κύκλος Εργασιών	46.121.000	87.563.000	38.064.000	37.603.000	32.920.000
Σύνολο Ενεργητικού	1.000.644.000	1.073.404.000	1.043.706.000	992.108.000	762.106.000
Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού	0,05	0,08	0,04	0,04	0,04

Ο Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού της «ΜΒΔΤ» μόνο το 2007 παρουσιάζει μια μικρή αύξηση, ενώ παραμένει σταθερός και είναι ίσος με 0,04 από το 2008 μέχρι το 2010, λόγω της σταδιακή και ταυτόχρονης μείωσης του κύκλου εργασιών και ενεργητικού. Τα αποτελέσματα του δείκτη είναι χαμηλά, άρα η εταιρία δεν χρησιμοποιεί εντατικά το ενεργητικό της για την πραγματοποίηση πωλήσεων, με αποτέλεσμα να υπάρχει υπερεπένδυση κεφαλαίων στην εταιρεία σε σχέση με το ύψος των πωλήσεων της. Η υπερεπένδυση των κεφαλαίων της έχει δυσμενή αποτελέσματα, όπως για παράδειγμα την αύξηση των υποχρεώσεων της από τόκους ή από χρηματοδότηση.

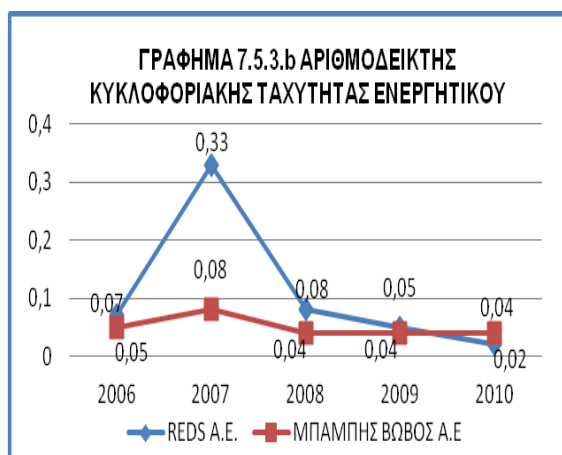


7.5.3 Σύγκριση Αριθμοδεικτών Κυκλοφοριακής Ταχύτητας

Σύμφωνα με το γράφημα 7.5.3.a οι τιμές του δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων των δυο εταιρειών είναι πολύ χαμηλές με εξαίρεση τον δείκτη της χρήσης του 2007 της REDS A.E., οι οποίες δεν αποτελούν ένδειξη καλής διαχείρισης. Και οι δύο εταιρίες διατηρούν υπερεπαρκείς απαιτήσεις, με αποτέλεσμα να αυξάνεται σταδιακά ο κίνδυνος απώλειας κάποιων απαιτήσεων.



Σύμφωνα με το γράφημα 7.5.3.b φαίνεται η μη αποτελεσματική εκμετάλλευση του ενεργητικού και από τις δύο εταιρείες καθώς οι τιμές του δείκτη κυκλοφορικής ταχύτητας ενεργητικού και τα πέντε έτη είναι μικρότερες από τη μονάδα. Άρα, οι εταιρείες πρέπει να βρουν τρόπους να αυξήσουν τις πωλήσεις τους ή να ρευστοποιήσουν μέρος του ενεργητικού τους, το οποίο μπορεί να είναι πάγια αποθέματα ή απαιτήσεις, προκειμένου να αποφύγουν υπερεπένδυση κεφαλαίων με δυσμενή αποτελέσματα.



7.6 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ (profitability ratios)

«Η έννοια της αποδοτικότητας εκφράζει την ικανότητα μιας επιχείρησης να δημιουργεί κέρδος και ενδιαφέρει τους μετόχους, τους πιστωτές, τη διοίκηση και τους εργαζόμενους, τον κάθε ένα για διαφορετικούς λόγους.» (Γκίκα Δ. 2002)

Οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας χρησιμοποιούνται για να προσδιορίσουν την αποδοτικότητα μιας εταιρείας, την δυναμικότητα των κερδών της και την ικανότητα της διοικήσεώς της. Με άλλα λόγια μετρούν τον βαθμό επιτυχίας ή αποτυχίας μιας επιχειρήσεως σε δεδομένη χρονική στιγμή.



7.6.1 Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (Return on Equity - ROE)

Ένας από τους πιο σημαντικούς αριθμοδείκτες είναι αυτός της Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων. «Ο δείκτης ROE μετρά τη χρηματοοικονομική κερδοφορία από την πλευρά των μετόχων και το επιτόκιο απόδοσής τους, ενώ, παράλληλα, υπολογίζει σε γενικές γραμμές το καθαρό κέρδος που αυτοί λαμβάνουν μέσα από την επένδυση των κεφαλαίων τους» (Viverita, 2008). Ο ROE μας δείχνει το βαθμό αξιοποίησης των ιδίων κεφαλαίων, δηλαδή την ικανότητα της εταιρείας να χρησιμοποιεί τα ίδια κεφάλαια με τρόπο τέτοιο ώστε να παράγει από αυτά καθαρά κέρδη.

Αυτός ο δείκτης είναι σημαντικός για τους μετόχους, δεδομένου ότι ο σκοπός μιας εταιρείας είναι να μεγιστοποιήσει τον πλούτο των μετόχων και όσο μεγαλύτερος είναι, τόσο καλύτερα για τους μετόχους της εταιρείας.

Υπολογίζεται από τον τύπο (7.7):

$$\text{Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων(ROE)} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη(Ζημιές) προ Φόρων}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης αυτός σε σχέση με τον δείκτη άλλων εταιρειών, τόσο αυξάνονται οι δυνατότητες της εταιρείας να αντλήσει κεφάλαια από την κεφαλαιαγορά, τα ένα κριθεί αναγκαίο θα τα εκμεταλλευτεί για την επέκταση και διατήρηση της ανταγωνιστικότητας.

α) Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων της REDS ΑΕ

Πίνακας 7.6.1.α Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων REDS ΑΕ					
ΕΤΟΣ	2006	2007	2008	2009	2010
Καθαρά Κέρδη (Ζημιές) προ Φόρων	2.242.934	8.738.220	-1.868.323	3.416.972	-1.309.383
Ίδια Κεφαλαία	53.379.338	59.262.137	54.923.977	83.020.042	81.174.856
Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων	4%	15%	-3%	4%	-2%



Στη χρήση 2007 έχουμε μια εντυπωσιακή βελτίωση του δείκτη, κυρίως λόγω της αύξησης των πωλήσεων από 6,9 εκ. € το 2006 σε 27 εκ. €. Αντίθετα, τα ζημιογόνα καθαρά αποτελέσματα το 2008 και το 2010, είχαν ως συνέπεια ο δείκτης αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων να διαμορφωθεί σε αρνητικά επίπεδα. Στη χρήση 2009 ο δείκτης βελτιώθηκε αφού η εταιρία παρουσίασε κέρδη προ φόρων 3,4 εκ. € έναντι ζημιών προ φόρων 18 εκ. € το προηγούμενο έτος και αύξησε τα Ιδία Κεφαλαία της κατά 51%. Η μεταβολή αυτή οφείλεται στην αύξηση της κερδοφορίας λόγω της αύξηση των εσόδων από συμμετοχές κατά 4,5 εκ. €.

b) Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων της ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ ΔΙΕΘΝΗΣ ΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε.

Πίνακας 7.6.1.b Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ ΔΙΕΘΝΗΣ ΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε.					
ΕΤΟΣ	2006	2007	2008	2009	2010
Καθαρά Κέρδη (Ζημιές) προ Φόρων	- 30.908.000	3.680.000	-143.825.000	- 46.037.000	-229.322.000
Ίδια Κεφαλαία	343.685.000	348.988.000	247.944.000	212.350.000	18.011.000
Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων	-9%	1%	-58%	-22%	-1273%

Δεδομένου ότι η Μπάμπης Βωβός Α.Ε. είναι κερδοφόρα μόνο το 2007, ο δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων είναι θετικός μόνο τη χρονιά αυτή. Παρατηρώντας τα αποτελέσματα που μας δίνει ο δείκτης διαχρονικά, διαπιστώνουμε ότι έχει μία μικρή αύξηση το 2007 λόγω της αύξησης των πωλήσεων κατά 90% και στη συνέχεια έχει πτωτική τάση από το 2008 προς το 2010. Χαρακτηριστική είναι η σημαντική μείωση του ROE το 2010, η οποία οφείλεται στο ότι μέσα στην πενταετία τα ίδια κεφαλαία μειώθηκαν κατά 95% και οι ζημιές αυξήθηκαν από 46 εκ € σε 229,3 εκ € κατά την διάρκεια της χρήσης. Επιπλέον, οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στο ξέσπασμα της οικονομικής κρίσης από τα μέσα του 2008, που είχε ως αποτέλεσμα τη μείωση της κερδοφορίας.



7.6.2 Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού (ROA – Return on Assets)

Ο δείκτης συνδέεται με τη δυναμικότητα κέρδους της εταιρείας και την αποτελεσματικότητα της Διοίκησης. «Ο Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού μετράει την απόδοση των συνολικών περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας, καθώς και των επί μέρους τμημάτων αυτής και αποτελεί ένα είδος αξιολογήσεως και ελέγχου της διοικήσεως της» (Νιάρχος Ν. 1997)

Υπολογίζεται από τον τύπο (7.8):

$$\text{Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη (Ζημιές) προ Φόρων}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Όσο υψηλότερη είναι η τιμή του δείκτη τόσο πιο ελκυστική είναι η μετοχή, καθώς αναμένεται από τους επενδύτες η αποκοπή μεγαλύτερου μερίσματος.

α) Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού της REDS ΑΕ

Πίνακας 7.6.2.α Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού REDS ΑΕ					
ΕΤΟΣ	2006	2007	2008	2009	2010
Καθαρά Κέρδη (Ζημιές) προ Φόρων	2.242.934	8.738.220	-1.868.323	3.416.972	-1.309.383
Σύνολο Ενεργητικού	99.812.090	82.786.934	74.882.680	91.851.627	90.702.383
Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού	2%	11%	-2%	4%	-1%

Το 2007 ο δείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού της REDS Α.Ε. αυξήθηκε κατά 4,5%, λόγω της αύξησης των πωλήσεων. Ενώ, την περίοδο 2008 - 2010 η οικονομική κρίση επηρέασε αρνητικά τον δείκτη, με αποτέλεσμα η εταιρεία να μην είναι σε θέση να παρέχει μεγάλη εξασφάλιση στους επενδύτες της. Οι τιμές του δείκτη το 2008 και το 2010 ήταν αρνητικές λόγω του ότι η εταιρεία αυτά τα δύο έτη ήταν ζημιογόνα. Αντίθετα, το 2009 το ενεργητικό της εταιρείας αυξήθηκε κατά 23% και η εταιρεία παρουσίασε κέρδη ύψους 34,1 εκ. € με αποτέλεσμα ο δείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού να βελτιωθεί σημαντικά σε σχέση με την προηγούμενη χρήση.



β) Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού της ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ ΔΙΕΘΝΗΣ ΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε.

Πίνακας 7.6.2.β Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ ΔΙΕΘΝΗΣ ΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε.					
ΕΤΟΣ	2006	2007	2008	2009	2010
Ζημιές προ Φόρων	-30.908.000	3.680.000	-143.825.000	-46.037.000	-229.322.000
Σύνολο Ενεργητικού	1.000.644.000	1.073.404.000	1.043.706.000	992.108.000	762.106.000
Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού	-3%	0,3%	-14%	-5%	-30%

Το 2006 και από το 2008 μέχρι το 2010 η Μπάμπης Βωβός Α.Ε. είναι ζημιογόνα, οπότε ο δείκτης της αποδοτικότητας ενεργητικού είναι αρνητικός. Το 2010 παρατηρείται σημαντική μείωση του δείκτη, ο οποίος διαμορφώθηκε σε (-30%). Η σημαντική μείωση του δείκτη οφείλεται στο ότι μέσα στην πενταετία το σύνολο του ενεργητικού μειώθηκε κατά 24% και οι ζημιές αυξήθηκαν και διαμορφώθηκαν σε 229,3 εκ € το 2010.

7.6.3 Αριθμοδείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους (Gross Profit Ratio)

Ο αριθμοδείκτης αυτός, γνωστός και ως μεικτό περιθώριο κέρδους, είναι πολύ σημαντικός διότι παρέχει ένα μέτρο αξιολόγησης της αποδοτικότητας των εταιρειών. Δείχνει το πόσο επικερδής είναι για την επιχείρηση η πώληση των προϊόντων της. Η συνεχής παρακολούθηση αυτού του δείκτη μας δείχνει την πορεία της εταιρείας και την πολιτική τιμών που ακολουθεί η επιχείρηση για τις τιμές των προϊόντων της.

Υπολογίζεται από τον τύπο (7.9):

$$\text{Αριθμοδείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους} = \frac{\text{Μικτά Κέρδη}}{\text{Κύκλος Εργασιών}}$$

Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης μεικτού κέρδους, τόσο καλύτερη από απόψεως κερδών είναι η θέση της επιχείρησης διότι μπορεί να αντιμετωπίσει, χωρίς δυσκολία, μια ενδεχόμενη αύξηση του κόστους των πωλούμενων προϊόντων της και των εξόδων της.



α. Αριθμοδείκτης Μικτού Κέρδους της REDS ΑΕ

Πίνακας 7.6.3.α Αριθμοδείκτης Μικτού Κέρδους REDS Α.Ε.					
ΕΤΟΣ	2006	2007	2008	2009	2010
Μικτά Κέρδη	2.834.265	12.218.787	602.354	1.197.919	194.382
Κύκλος Εργασιών	6.955.713	27.169.250	6.253.446	4.987.007	1.378.990
Αριθμοδείκτης Μικτού Κέρδους	41%	45%	10%	24%	14%

Ο Αριθμοδείκτης Μικτού Κέρδους της REDS Α.Ε. το 2006 και το 2007 κυμαίνεται στα ίδια επίπεδα, 41% και 45% αντίστοιχα. Το 2008 παρουσιάζει σημαντική πτώση κατά 78% λόγω της μείωσης των πωλήσεων από 27 εκ. € σε 6 εκ. €. Στη συνέχεια, το 2009 εμφανίζεται με μία μικρή άνοδο λόγω της αύξησης των μικτών κερδών κατά 99% και της μείωσης του κύκλου εργασιών κατά 20%. Αντίθετα στο τελευταίο έτος μειώνεται από 24% το 2009 σε 14% το 2010. Γενικά, από τις τιμές του δείκτη προκύπτει ότι η θέση της REDS Α.Ε., από απόψεως κερδών, είναι καλή, καθώς μπορεί να αντιμετωπίσει την αύξηση του κόστους των πωλούμενων προϊόντων της χωρίς δυσκολία.

β. Αριθμοδείκτης Μικτού Κέρδους της ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ Α.Ε.

Πίνακας 7.6.3.β Αριθμοδείκτης Μικτού Κέρδους ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ ΔΙΕΘΝΗΣ ΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε.					
ΕΤΟΣ	2006	2007	2008	2009	2010
Μικτά Κέρδη	12.309.000	18.938.000	1.015.000	15.046.000	12.930.000
Κύκλος Εργασιών	46.121.000	87.563.000	38.064.000	37.603.000	32.920.000
Αριθμοδείκτης Μικτού Κέρδους	27%	22%	3%	40%	39%

Κατά την διάρκεια της πενταετίας χαρακτηριστική είναι η μείωση του Αριθμοδείκτης Μικτού Κέρδους της Μπάμπης Βωβός Α.Ε. τη χρήση 2008 λόγω της μείωσης των πωλήσεων από 87 εκ. € σε 38 εκ. €. Το επόμενο έτος ο δείκτης



εμφανίζεται με μία μεγάλη άνοδο, η τιμή του αυξήθηκε από 3% το 2008 σε 40% το 2009, γεγονός που οφείλεται κυρίως στην αύξηση των μικτών κερδών. Αν και εμφανίζεται με μία μικρή κάμψη το 2010, προκύπτει ότι η θέση της επιχειρήσεώς μας, από απόψεως κερδών είναι καλή, καθώς μπορεί να αντιμετωπίσει την αύξηση του κόστους των πωλούμενων προϊόντων της χωρίς δυσκολία.

7.6.4 Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους (net profit margin on sales ratio)

Ο δείκτης Καθαρού Περιθωρίου ή Καθαρού Κέρδους δείχνει το ποσοστό του καθαρού κέρδους που επιτυγχάνει μια εταιρεία από τις πωλήσεις της, δηλαδή δείχνει το κέρδος από τις λειτουργικές δραστηριότητες.

Υπολογίζεται από τον τύπο (7.10):

$$\text{Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Κύκλος Εργασιών}}$$

Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης αυτός, τόσο πιο επικερδής η επιχείρηση. Εάν ο αριθμοδείκτης μικτού κέρδους δεν μεταβάλλεται διαχρονικά, ενώ κατά την ίδια περίοδο ο αριθμοδείκτης καθαρού κέρδους παρουσιάζει κάμψη, η εξέλιξη αυτή παρέχει ένδειξη μιας δυσανάλογης αυξήσεως των εξόδων λειτουργίας της επιχείρησης σε σχέση με τις πωλήσεις.

a. Αριθμοδείκτης Καθαρού Κέρδους της REDS ΑΕ

Πίνακας 7.6.4.a Αριθμοδείκτης Καθαρού Κέρδους					
REDS ΑΕ					
ΕΤΟΣ	2006	2007	2008	2009	2010
Καθαρά Κέρδη	800.838	6.278.902	-1.961.544	3.407.268	-1.845.186
Κύκλος Εργασιών	6.955.713	27.169.250	6.253.446	4.987.007	1.378.990
Αριθμοδείκτης Καθαρού Κέρδους	12%	23%	-31%	68%	-134%

Το 2007 το ποσοστό καθαρού κέρδους της REDS Α.Ε. σχεδόν διπλασιάστηκε, γεγονός που οφείλεται κυρίως στην αύξηση του κύκλου εργασιών από 6 εκ. € σε 27 εκ.



€. Το 2008 και το 2010 η οικονομική κατάσταση της REDS A.E. ήταν ζημιογόνα για αυτό τον λόγο και ο δείκτης είναι αρνητικός. Το ποσοστό του καθαρού κέρδους που επιτυγχάνει η επιχείρηση από τις πωλήσεις της, δηλαδή το κέρδος από τις λειτουργικές της δραστηριότητες αυξήθηκε το 2009. Όμως το 2010 ο δείκτης μειώθηκε σε σημαντικό βαθμό και διαμορφώθηκε σε (-134%). Η μείωση αυτή οφείλεται κυρίως στο γεγονός ότι μειώθηκαν οι πωλήσεις της REDS A.E. κατά 12% το 2010.

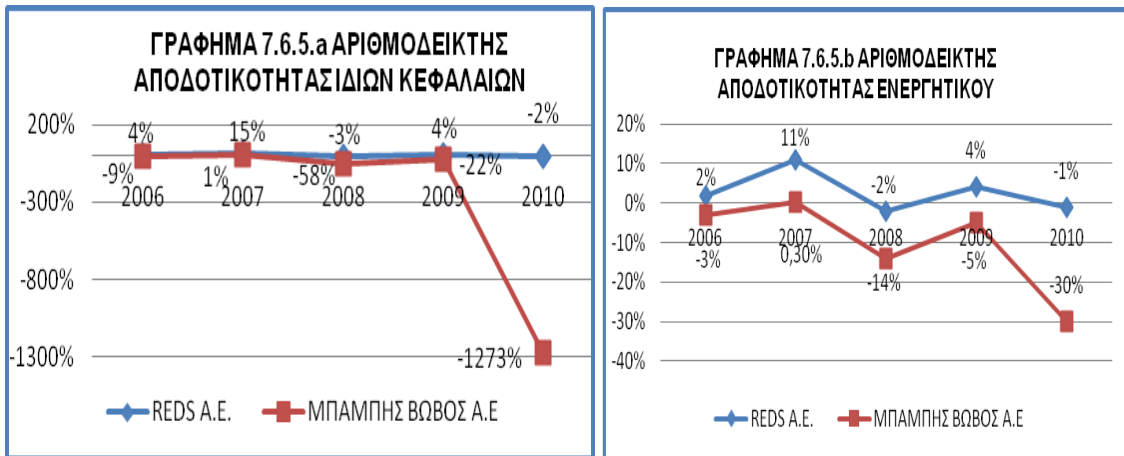
b. Αριθμοδείκτης Καθαρού Κέρδους της ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ Α.Ε.

Πίνακας 7.6.4.b Αριθμοδείκτης Καθαρού Κέρδους ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ Α.Ε.					
ΕΤΟΣ	2006	2007	2008	2009	2010
Καθαρά Κέρδη (Ζημιές)	- 33.556.000	5.303.000	-101.044.000	-35.594.000	-194.339.000
Κύκλος Εργασιών	46.121.000	87.563.000	38.064.000	37.603.000	32.920.000
Αριθμοδείκτης Καθαρού Κέρδους	-73%	6%	-265%	-95%	-590%

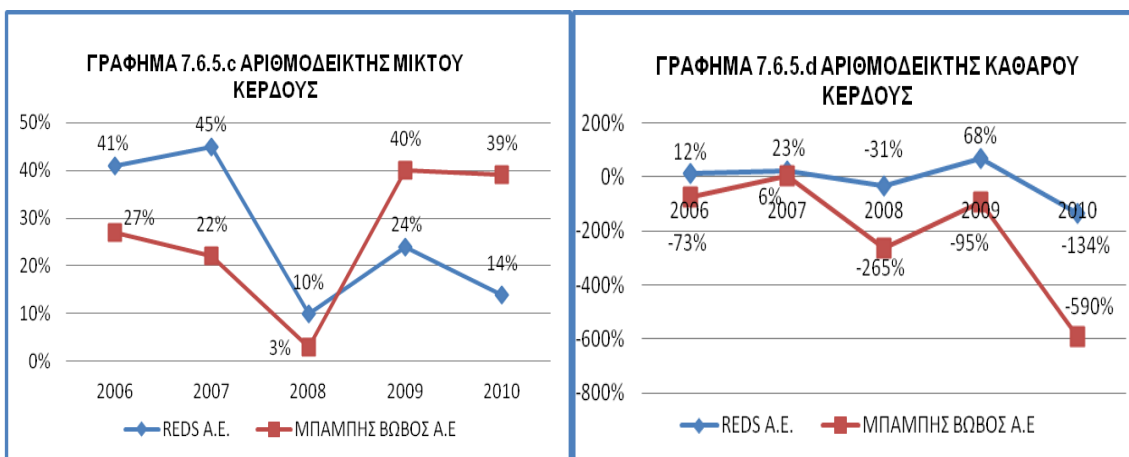
Δεδομένου ότι η «ΜΒΔΤ» είναι κερδοφόρα μόνο το 2007, το ποσοστό καθαρού κέρδους ήταν αρνητικό για τα υπόλοιπα έτη. Το ποσοστό του καθαρού κέρδους που επιτυγχάνει η εταιρεία από τις πωλήσεις της, το 2007 αυξήθηκε κυρίως λόγω της αύξησης των πωλήσεων από 46 εκ. € σε 87 εκ €. και το 2009 παρουσίασε μια μικρή αύξηση, λόγω της μείωσης των ζημιών της εταιρείας κατά 68%. Αντίθετα, το 2010 ο δείκτης μειώθηκε σε σημαντικό βαθμό και διαμορφώθηκε σε (-590%). Η μείωση αυτή οφείλεται κυρίως στο γεγονός ότι μειώθηκαν οι πωλήσεις της REDS A.E. κατά 12%. Σύμφωνα, λοιπόν με τον Αριθμοδείκτη Καθαρού Κέρδους η εταιρεία γίνεται ολοένα και πιο ζημιογόνα.



7.6.5 Σύγκριση Αριθμοδεικτών Αποδοτικότητας



Όπως βλέπουμε στο γράφημα 7.6.5.a, ο δείκτης Αποδοτικότητας Ίδιων Κεφαλαίων της Μπάμπης Βωβός Α.Ε. και πέντε έτη είναι σε πολύ χαμηλά επίπεδα. Χαρακτηριστική είναι η μεγάλη πτώση του δείκτη το 2010, οπότε η εταιρεία δεν έχει επιτύχει το σκοπό της και δεν έχει γίνει σωστή αξιοποίηση και χρήση των ιδίων κεφαλαίων της. Όσον αφορά τον δείκτη της REDS Α.Ε., έχει αρνητική τιμή μόνο το 2008 και το 2010. Φυσικά, οι τιμές αυτές οφείλονται και σε άλλους παράγοντες εκτός επιχείρησης, όπως η οικονομική κρίση και η αύξηση του πληθωρισμού. Και στο γράφημα 7.6.5.b παρατηρούμε ότι στο ίδιο μήκος κύματος κινείται και ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας Ενεργητικού των δύο εταιρειών.



Βάση του γραφήματος 7.6.5.c η Μπάμπης Βωβός Α.Ε. πραγματοποιεί υψηλότερα μικτά κέρδη σε σχέση με την REDS Α.Ε., μόνο τα έτη 2009 και 2010. Παρόλο όμως που η Μπάμπης Βωβός Α.Ε. είχε μεγαλύτερη αναλογία από μικτά κέρδη πραγματοποιεί τα μικρότερα ποσοστά καθαρού κέρδους όπως φαίνεται στο γράφημα 7.6.5.d., αυτό



σημαίνει ότι η Μπάμπης Βωβός Α.Ε. δεν ακολουθεί καλή πιστωτική κάλυψη των λειτουργικών της εξόδων. Επιπλέον αξίζει να σημειωθεί ότι ο δείκτης καθαρού κέρδους της Μπάμπης Βωβός Α.Ε. βρίσκεται σε πάρα πολύ χαμηλότερα επίπεδα από τον δείκτη της REDS Α.Ε.

Εκτός από τον δείκτη Μεικτού Κέρδους τα αποτελέσματα των υπόλοιπων δεικτών αποδοτικότητας και για τις δύο υπό εξέταση εταιρείες δεν είναι ικανοποιητικά. Παρόλα αυτά οι δείκτες αποδοτικότητας της REDS Α.Ε. σε γενικές γραμμές κυμαίνονται σε καλύτερα επίπεδα από την Μπάμπης Βωβός Α.Ε.

7.7 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ

Η ανάλυση της διάρθρωσης κεφαλαίου¹⁷ έχει βασικό σκοπό την εκτίμηση της ικανότητας μιας εταιρείας να επιβιώσει μακροχρόνια. Οι Αριθμοδείκτες Δομής Κεφαλαίων ή Αριθμοδείκτες Διάρθρωσης Κεφαλαίων και Βιωσιμότητας δείχνουν την μακροχρόνια ικανότητα μιας επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις υποχρεώσεις της, ενώ παράλληλα εκτιμάται και ο βαθμός προστασίας που απολαμβάνουν οι πιστωτές. Επιπλέον, παρουσιάζουν τον βαθμό ανεξαρτησίας της επιχείρησης από πλευράς χρηματοδότησεως και τον κίνδυνο τον οποίο αντιμετωπίζει μια επιχείρηση από την παρουσία ξένων κεφαλαίων

Το κεφάλαιο μιας επιχείρησης αποτελείται από το ίδιο και από το ξένο κεφάλαιο. Τα ίδια κεφάλαια αποτελούνται από το μετοχικό κεφάλαιο και τα αποθεματικά, ενώ τα ξένα κεφάλαια από τις βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις της εταιρείας. Είναι σημαντικό να γνωρίζουμε ποιο ποσοστό του συνολικού κεφαλαίου αποτελείται από ίδιο κεφάλαιο και ποιο ποσοστό από ξένο.

¹⁷ «Με τον όρο διάρθρωση κεφαλαίων (capital structure) εννοούμε το πόσον των βραχυπρόθεσμων ξένων κεφαλαίων, των μακροπρόθεσμων ξένων κεφαλαίων καθώς και του προνομιούχου και του κοινού μετοχικού κεφαλαίου το οποίο χρησιμοποιείται για τη χρηματοδότηση μίας επιχείρησης» (Αρτίκης Π., 2002)



7.7.1 Αριθμοδείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης

Είναι ο πιο ευρέως χρησιμοποιούμενος δείκτης για τον προσδιορισμό της διάρθρωσης των κεφαλαίων μιας εταιρείας. Από την ονομασία του δείκτη γίνεται ξεκάθαρο ότι η τιμή του προκύπτει αναλογικά με τα δάνεια και γενικότερα τα ξένα κεφάλαια της εταιρείας. Απεικονίζει τη συμμετοχή των ξένων κεφαλαίων στην κεφαλαιακή δομή της εταιρείας και μας δείχνει αν υπάρχει ή όχι υπερδανεισμός. Χρησιμοποιείται από τους επενδύτες για να εκτιμήσουν το βαθμό έκθεσης της εταιρείας σε βραχυπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο δανεισμό. Η τιμή του δείκτη υπολογίζεται από τον τύπο (7.11):

$$\text{Αριθμοδείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης} = \frac{\text{Ίδια Κεφάλαια}}{\text{Ξένα Κεφάλαια}}$$

Γενικά, όσο χαμηλότερος είναι ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης, τόσο περισσότερο χρεωμένη είναι η εταιρεία, γεγονός που αυξάνει την αβεβαιότητα σχετικά με την ικανότητα της να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της, ειδικά σε περιόδους οικονομικής ύφεσης όπως αυτή που διανύουμε. Επομένως, καλύτερα αξιολογείται η εταιρεία με τη μεγαλύτερη τιμή αυτού του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης επειδή δεν έχει πολλές υποχρεώσεις.

α. Αριθμοδείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης της REDS A.E.

Πίνακας 7.7.1.α Αριθμοδείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης REDS A.E.					
ΕΤΟΣ	2006	2007	2008	2009	2010
Ίδια Κεφάλαια	53.379.338	59.262.137	54.923.977	83.020.042	81.174.856
Ξένα Κεφάλαια	46.432.753	23.524.796	19.855.127	8.831.585	9.527.527
Αριθμοδείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης	1,1	2,5	2,8	9,4	8,5

Ο δείκτης της REDS A.E. είναι μεγαλύτερος της μονάδας και τα πέντε έτη, γεγονός το οποίο σημαίνει ότι τα ίδια κεφάλαια είναι μεγαλύτερα από τις υποχρεώσεις της, άρα η εταιρεία δεν εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από ξένα κεφάλαια. Από το 2009 και μετά παρατηρούμε ότι οι φορείς της εταιρείας συμμετέχουν σε αυτήν με περισσότερα



κεφάλαια από ότι οι πιστωτές της. Η μεγάλη αύξηση του δείκτη το 2009 οφείλεται κυρίως στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου της κατά 24 εκ. €, από τα οποία τα 14 εκ. € χρησιμοποιήθηκαν για τη μείωση του τραπεζικού δανεισμού.

b. Αριθμοδείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης της ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ ΔΙΕΘΝΗΣ ΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε.

Πίνακας 7.7.1.b Αριθμοδείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ ΔΙΕΘΝΗΣ ΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε.					
ΕΤΟΣ	2006	2007	2008	2009	2010
Ίδια Κεφάλαια	343.685.000	348.988.000	247.944.000	212.350.000	18.011.000
Ξένα Κεφάλαια	656.959.000	724.416.000	795.762.000	779.758.000	744.095.000
Αριθμοδείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης	0,52	0,48	0,31	0,27	0,02

Ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης της «ΜΒΔΤ» μειώνεται διαχρονικά και είναι μικρότερος της μονάδας και τα πέντε έτη, γεγονός το οποίο σημαίνει ότι τα ίδια κεφάλαια είναι μικρότερα από τις υποχρεώσεις της. Ο δείκτης είναι πολύ χαμηλός λόγω της μεγάλης εξάρτησης της εταιρείας στα ξένα κεφάλαια, αφού οι πιστωτές συμμετέχουν σε αυτήν με περισσότερα κεφάλαια από ότι οι φορείς της εταιρείας. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η μεγάλη πτώση του δείκτη από 0,27 το 2009 σε 0,02 το 2010 οφείλεται στη μείωση των ιδίων κεφαλαίων κατά 92%.

7.7.2 Αριθμοδείκτης Οικονομικής Αυτονομίας

Ο δείκτης οικονομικής αυτονομίας δείχνει το ποσοστό των περιουσιακών στοιχείων μιας εταιρείας, που έχει χρηματοδοτηθεί από τους φορείς της¹⁸. Όσο μεγαλύτερο είναι το ύψος των ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης σε σχέση με τις υποχρεώσεις της, τόσο μεγαλύτερη είναι η προστασία που παρέχεται στους δανειστές της, και τόσο μικρότερη είναι η πίεση που της ασκείται για την εξόφληση των υποχρεώσεων της.

¹⁸ οι πιο συνηθισμένες φορείς απ' όπου προέρχονται τα κεφάλαια της, είναι οι μέτοχοι, οι τράπεζες και οι διάφοροι πιστωτές της.



Ο αριθμοδείκτης αυτός υπολογίζεται από τον τύπο (7.12):

$$\text{Αριθμοδείκτης Οικονομικής Αυτονομίας} = \frac{\text{Ίδια Κεφάλαια}}{\text{Συνολικά Κεφάλαια}} \times 100$$

Ένας υψηλός αριθμοδείκτης Οικονομικής Αυτονομίας μας δείχνει ότι δεν υπάρχει πιθανότητα οικονομικής δυσκολίας για την εξόφληση των υποχρεώσεων της εταιρείας. Από την άλλη ένας χαμηλός αριθμοδείκτης, αποτελεί ένδειξη μιας πιο επικίνδυνης κατάστασης, εξαιτίας της πιθανότητας να προκύψουν μεγάλες ζημιές στην επιχείρηση, τις οποίες θα πρέπει να καλύψουν τα ίδια κεφάλαια, κάτι που γίνεται πιο εμφανές σε περιόδους χαμηλής κερδοφορίας. Έτσι όταν τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης είναι λίγα, σε σύγκριση με τις υποχρεώσεις της, τότε η μείωση των πωλήσεων σε συνδυασμό με μεγάλες ζημιές, μπορεί να μειώσει τα ίδια κεφάλαια σε πολύ επικίνδυνο σημείο.

a. Αριθμοδείκτης Οικονομικής Αυτονομίας της REDS A.E.

Πίνακας 7.7.2.a Αριθμοδείκτης Οικονομικής Αυτονομίας REDS A.E.					
ΕΤΟΣ	2006	2007	2008	2009	2010
Ίδια Κεφάλαια	53.379.338	59.262.137	54.923.977	83.020.042	81.174.856
Συνολικά Κεφάλαια	99.812.090	82.796.934	74.882.680	91.851.627	90.702.383
Αριθμοδείκτης Οικονομικής Αυτονομίας	53%	72%	73%	90%	89%

Ο αριθμοδείκτης οικονομικής αυτονομίας της REDS A.E. είναι πάνω από 50% και τα πέντε έτη, άρα η εταιρεία δεν αντιμετωπίζει καμία οικονομική δυσκολία για την κάλυψη των υποχρεώσεων της. Χαρακτηριστικό είναι ότι τη χρήση 2009 παρατηρείται αύξηση των ιδίων κεφαλαίων κατά 51% και των συνολικών κεφαλαίων κατά 23% σε σχέση με την προηγούμενη χρήση. Το ποσοστό αυτή τη χρονιά διαμορφώθηκε σε 90% από 73% το 2008.

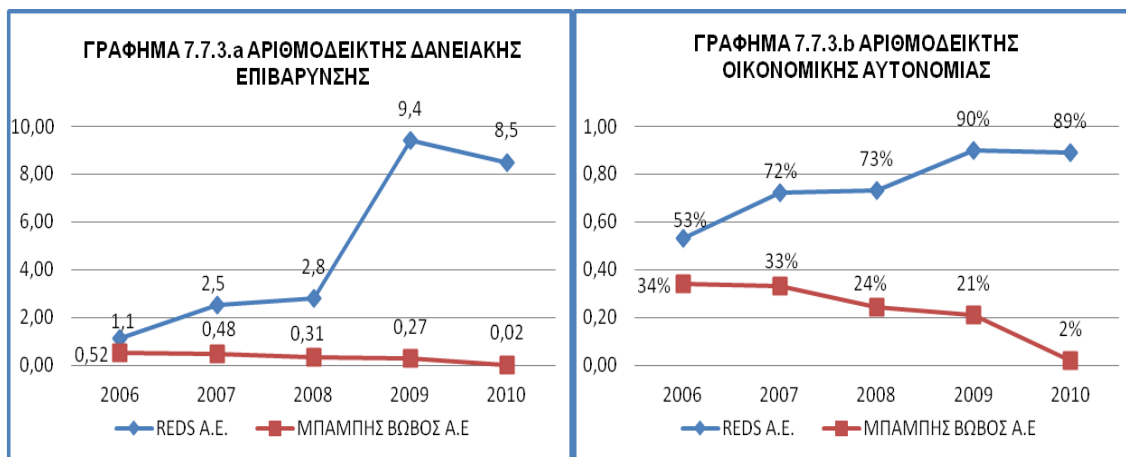


β. Αριθμ. Οικονομικής Αυτονομίας της ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ Α.Ε.

Πίνακας 7.7.2.β Αριθμοδείκτης Οικονομικής Αυτονομίας ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ Α.Ε.					
ΕΤΟΣ	2006	2007	2008	2009	2010
Ίδια Κεφάλαια	343.685.000	348.988.000	247.944.000	212.350.000	18.011.000
Συνολικά Κεφάλαια	1.000.644.000	1.073.404.000	1.043.706.000	992.108.000	762.106.000
Αριθμοδείκτης Οικονομικής Αυτονομίας	34%	33%	24%	21%	2%

Στην περίπτωση της Μπάμπης Βωβός Α.Ε. έχουμε έναν αριθμοδείκτη κάτω του 50% και τα πέντε έτη, ο οποίος ακολουθεί πτωτική πορεία, γεγονός που αποτελεί ένδειξη μιας επικίνδυνης κατάστασης. Η πιθανότητα να προκύψουν επιπλέον ζημιές στην επιχείρηση οι οποίες θα μειώσουν τα ίδια κεφάλαια είναι μεγάλη. Επιπλέον χαρακτηριστική είναι η μείωση της οικονομικής αυτονομίας από 21% σε 2% το 2010.

7.7.3 Σύγκριση Αριθμοδεικτών Κεφαλαιακής Διάρθρωσης



Στο γράφημα 7.7.3.α παρατηρούμε ότι οι τιμές του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης της Μπάμπης Βωβός Α.Ε. διαμορφώνεται σε χαμηλότερα επίπεδα από τον δείκτη της REDS Α.Ε. γεγονός που σημαίνει ότι η εταιρεία βασίζεται περισσότερο στα ξένα κεφάλαια από τη REDS Α.Ε. Αντίθετα, η απότομη αύξηση του δείκτη της REDS Α.Ε. μετά το 2008 μας δείχνει ότι οι φορείς της εταιρείας συμμετέχουν με περισσότερα κεφάλαια από ότι οι πιστωτές της.

Στο γράφημα 7.7.3.β παρατηρούμε ότι και τα πέντε έτη ο δείκτης οικονομικής



αυτονομίας της REDS A.E. είναι πάνω από 50%, ενώ ο δείκτης της «ΜΒΔΤ» είναι κάτω από 50%. Άρα η REDS A.E. δεν αντιμετωπίζει καμία οικονομική δυσκολία για την κάλυψη των υποχρεώσεων της. Αντίθετα, η Μπάμπης Βωβός Α.Ε. δεν είναι οικονομικά αυτοδύναμη και εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τους πιστωτές της.

7.8 ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ή ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ (Investment ratios)

Για να γίνει η επιλογή των μετοχών με την θεμελιώδη ανάλυση, οι αναλυτές χρησιμοποιούν διάφορους χρηματιστηριακούς δείκτες επενδύσεων. Μέσω των δεικτών αυτών οι αναλυτές είναι σε θέση να αποφανθούν εάν η μετοχή είναι υπερτιμημένη, σωστά τιμολογημένη ή υποτιμημένη αφού στην ουσία αυτοί οι δείκτες εκφράζουν τι αγοράζει η μετοχή σε όρους των παραπάνω μεγεθών που εκφράζουν την δημιουργία αξίας (για παράδειγμα κέρδη, πωλήσεις κτλ). *«Οι αριθμοδείκτες αποτίμησης υπολογίζουν στοιχεία τα οποία παίζουν σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση της χρηματιστηριακής τιμής μιας μετοχής (Γεωργόπουλος,2005).* Οι δείκτες αυτοί συγκρίνουν την αγοραία τιμή της μετοχής με τα κέρδη της επιχείρησης και με τη λογιστική αξία της μετοχής. Χρησιμοποιούνται και από τους επενδυτές όταν πρόκειται να αποφασίσουν αν θα πρέπει να αγοράσουν, να πουλήσουν ή να διατηρήσουν την επένδυση τους σε μετοχικούς τίτλους μιας εταιρείας. Βοηθούν τον επενδυτή στην επίτευξη του στόχου του, δηλαδή την εύρεση κάλων επενδυτικών ευκαιριών και την αποκόμιση κερδών.

Όμως, πρέπει να επισημανθεί ότι οι δείκτες αποτίμησης δεν εγγυώνται την σίγουρη επιτυχία για την επιλογή επένδυσης σε κάποια μετοχή, αλλά σίγουρα αποτελούν μια ένδειξη. Είναι προτιμότερο να συνδυάζονται πολλοί διαφορετικοί χρηματιστηριακοί δείκτες ώστε να δίνεται η ένδειξη για ενδεχόμενη επένδυση σε κάποιες μετοχές.

7.8.1 Δείκτης P/E (Price Earnings Ratio)

Ο δείκτης P/E ή Λόγος Τιμής Μετοχής προς Κέρδη ανά Μετοχή αποτελεί τον πιο γνωστό χρηματοοικονομικό δείκτη αποτίμησης. Πολλές φορές χρησιμοποιείται σαν κριτήριο για τον καθορισμό του βαθμού στον οποίο μια μετοχή είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη. Με τη σύγκριση των τιμών και των κερδών ανά μετοχή για μια επιχείρηση, μπορεί κανείς να αναλύσει την αποτίμηση της μετοχής μιας εταιρίας σε



σχέση με τα έσοδα τα οποία στην πραγματικότητα έχει.

Η τιμή του δείκτη P/E προκύπτει από την διαίρεση της τρέχουσας (αγοραίας) αξίας της μετοχής προς τα καθαρά κέρδη μετά από φόρους ανά μετοχή και υπολογίζεται από τη σχέση (7.14):

$$P/E = \frac{\text{Τιμή Μετοχής}}{\text{Κέρδη ανά Μετοχή (EPS)}}$$

Ο δείκτης αυτός μας δείχνει το ύψος των καθαρών κερδών που αντιστοιχεί σε κάθε μετοχή και αντιπροσωπεύει το ποσό των χρημάτων το οποίο είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν οι επενδυτές για την απόκτηση της μετοχής. Όπως είναι λογικό, ένας χαμηλός δείκτης P/E σε μια μετοχή είναι κατά κανόνα προτιμότερος και καθιστά πιο συμφέρουσα την επένδυση.

Ένα πρακτικό, όσο και θεωρητικό πρόβλημα με τον δείκτη αυτό, παρουσιάζεται όταν τα κέρδη της εταιρείας είναι αρνητικά, όταν δηλαδή η εταιρεία έχει **ζημιές**. Δημιουργούνται προβλήματα στον υπολογισμό του P/E μιας και προκύπτει αρνητικός.

Υπάρχουν πολλές διαφορετικές απόψεις για τον χειρισμό του δείκτη σε αυτή τη περίπτωση, με άλλους αναλυτές να ισχυρίζονται ότι το P/E μπορεί να πάρει τιμές μέχρι το μηδέν, άλλους να ισχυρίζονται ότι απλά η μετοχή έχει αρνητικό P/E, ενώ οι περισσότεροι ισχυρίζονται ότι απλά δεν υπάρχει ο δείκτης P/E για αυτή τη μετοχή. Είναι ένα βασικό **μειονέκτημα** του δείκτη καθώς τις περισσότερες φορές απορρίπτονται εταιρείες που είναι **ζημιογόνες** ή έχουν πολύ μικρά κέρδη συνήθως αντιμετωπίζονται σαν να έχουν απροσδιόριστη αναλογία P / E, (αν και ένα αρνητικό P/E μαθηματικά ευσταθεί.), χωρίς να λαμβάνονται υπόψη τα πάγια περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας ή άλλα χαρακτηριστικά της, όπως το επίπεδο τεχνογνωσίας.

Στην περίπτωση υπολογισμού του δείκτη P/E των εταιρειών REDS A.E. και Μπάμπης Βωβός A.E. αντιμετωπίσαμε ένα πρακτικό πρόβλημα. Στις περιπτώσεις όπου οι εταιρείες ήταν ζημιογόνες, ο δείκτης P/E προκύπτει αρνητικός. Παρ' όλα αυτά ο δείκτης υπολογίστηκε εφόσον μαθηματικά ευσταθεί.

Πίνακας 7.8.1 P/E					
ΕΤΟΣ	2006	2007	2008	2009	2010
REDS A.E.	119,70	20,63	- 33,12	17,47	-19,30
ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ A.E.	-29,53	130,27	- 3,01	- 4,18	-0,28



Η ανάλυση του δείκτη P/E θα περιοριστεί μονό για τις περιπτώσεις όπου οι τιμές του δείκτη είναι θετικές. Από τον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι τις χρήσεις 2006, 2007 και 2009 ο δείκτης P/E της REDS A.E. έχει θετική τιμή. Ενώ, στη περίπτωση της Μπαμπής Βωβός έχει θετική τιμή μόνο το 2007, η οποία διαμορφώθηκε σε 130,27 αυτό σημαίνει ότι η τιμή της μετοχής είναι 130,27 φορές μεγαλύτερη από τα κέρδη ανά μετοχή της εταιρείας αυτόν τον χρόνο.

Όλες οι θετικές τιμές του δείκτη P/E των δύο εταιρειών είναι πολύ υψηλές που υποδεικνύει ότι δεν έχουν πολύ καλές προοπτικές, ή τουλάχιστον οι επενδύτες πιστεύουν ότι η τιμή τους δεν πρόκειται να αυξηθεί. Επιπλέον εμπεριέχουν υψηλό κίνδυνο και μεγάλη πιθανότητα να είναι υπερτιμημένες.

7.8.2 Δείκτης P/BV

Ο Δείκτης P/BV ή Λόγος Χρηματιστηριακής Τιμής προς Εσωτερική Αξία είναι ένας ακόμη σημαντικός δείκτης αξιολόγησης της τιμής μιας μετοχής. Ο συγκεκριμένος δείκτης κυρίως χρησιμοποιείται για να προσδιορίσουμε το αν και κατά πόσο μια μετοχή είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη, μέσω της σύγκρισης της χρηματιστηριακής αξίας της μετοχής με την λογιστική της αξία. Ο δείκτης υπολογίζεται εύκολα, εφόσον υπολογιστεί πρώτα η λογιστική αξία της μετοχής που είναι ίση με το πηλίκο των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας προς τον αριθμό των μετοχών της. Στη συνέχεια διαιρώντας την τρέχουσα τιμή κλεισίματος της μετοχής με την λογιστική της αξία ανά μετοχή.

Υπολογίζεται από τον τύπο (7.14):

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

Γενικά όσο υψηλότερος είναι ο συγκεκριμένος λόγος, P/BV, τόσο ακριβότερη θεωρείται μια μετοχή. Όσο μικρότερη είναι η σχέση της χρηματιστηριακής προς την λογιστική τιμή μίας μετοχής η μετοχή θεωρείται υποτιμημένη και επομένως καλή επιλογή για το χαρτοφυλάκιο του επενδυτή. Συγκεκριμένα όταν ο δείκτης είναι μικρότερος της μονάδας, η μετοχή θεωρείται υποτιμημένη, ενώ αν είναι μεγαλύτερος της μονάδας θεωρείται υπερτιμημένη.



a) P/BV της REDS ΑΕ

Πίνακας 7.8.2.a					
P/BV της REDS ΑΕ					
ΕΤΟΣ	2006	2007	2008	2009	2010
Τρέχουσα Τιμή Μετοχής	2,42	3,27	1,64	1,25	0,62
Λογιστική Αξία Μετοχής	1,35	1,50	1,39	1,74	1,41
P/BV	1,80	2,19	1,18	0,72	0,44

Οι τιμές του δείκτη από το 2006 μέχρι το 2008 είναι μεγαλύτερες από τη μονάδα, άρα η μετοχή τα τρία αυτά έτη ήταν υπερτιμημένη σε σχέση με την λογιστική της αξία. Αντίθετα, το 2009 και το 2010 οι τιμές του δείκτη P/BV ήταν μικρότερες της μονάδας, άρα η μετοχή θεωρείται υποτιμημένη και αποτελεί επενδυτική ευκαιρία για τους επενδύτες.

b) P/BV της ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ ΔΙΕΘΝΗΣ ΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε.

Πίνακας 7.8.2.b					
P/BV της Μπάμπης Βωβός Α.Ε.					
ΕΤΟΣ	2006	2007	2008	2009	2010
Τρέχουσα Τιμή Μετοχής	29,20	20,36	8,96	4,39	1,59
Λογιστική Αξία Μετοχής	10,13	10,29	7,31	6,26	0,53
P/BV	2,88	1,98	1,23	0,70	3

Ο δείκτης P/BV είναι μικρότερος της μονάδας μόνο την χρήση 2009 όπου η μετοχή θεωρείται υποτιμημένη και αποτελεί επενδυτική ευκαιρία για τους επενδύτες. Τις υπόλοιπες τέσσερις χρήσεις ο δείκτης P/BV της Μπάμπης Βωβός Α.Ε είναι μεγαλύτερος της μονάδας οπότε η μετοχή στο χρηματιστήριο είναι υπερτιμημένη σε σχέση με την εσωτερική αξία της, άρα δεν αποτελεί επενδυτική ευκαιρία και δεν είναι ελκυστική μετοχή για τους επενδύτες.



7.8.3 Μερισματική Απόδοση (Dividend yield – DY)

Ένας ακόμα πολύ σημαντικός δείκτης αξιολόγησης μετοχών είναι η μερισματική απόδοση. Η μερισματική απόδοση είναι το μέρισμα ως ποσοστό της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής, για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Η τρέχουσα μερισματική απόδοση δείχνει την απόδοση που απολαμβάνουν οι επενδυτές από τα μερίσματα των μετοχών που έχουν επενδύσει τα κεφάλαια τους. Η υψηλή μερισματική απόδοση μιας μετοχής αποτελεί ένα σημαντικό κριτήριο προκειμένου η μετοχή να επιλεγεί και να συμπεριληφθεί στο χαρτοφυλάκιο του επενδυτή.

Η μερισματική απόδοση υπολογίζεται από τον τύπο (7.15):

$$\text{Μερισματική Απόδοση} = \frac{\text{Μέρισμα ανά Μετοχή}}{\text{Χρηματιστηριακή Αξία Μετοχής}} \times 100$$

Η **Μπάμπης Βωβός Α.Ε.**, τη χρονική περίοδο από το 2006 μέχρι το 2008, δεν διανέμισε μέρισμα επομένως δεν μπορούμε να υπολογίσουμε τον δείκτη. Αντίθετα, η **REDS Α.Ε.** διανέμει μέρισμα μόνο τα έτη 2006 και 2007 κατά τη διάρκεια της πενταετίας. Επομένως, θα η υπολογιστεί μόνο η μερισματική απόδοση της REDS Α.Ε. για τα έτη 2006 και 2007.

ΕΤΟΣ	2006	2007	2008	2009	2010
Μέρισμα ανά Μετοχή	0,010	0,060	-	-	-
Χρηματιστηριακή Αξία Μετοχής	2,42	3,27	1,64	1,25	0,62
Μερισματική Απόδοση	0,4%	1,8%	-	-	-

Σύμφωνα με τα δεδομένα του πίνακα 7.8.3, η μερισματική απόδοση αυξάνεται από το 0,4% το 2006 σε 1,8% το 2007, λόγω της αύξησης των καθαρών κερδών από 800 χιλ. € σε 6 εκ. € το 2007. Όπως έχει αναφερθεί κατά τη διάρκεια της πενταετίας μόνο η REDS Α.Ε. διανέμει μέρισμα τις χρήσεις 2006 και 2007. Επομένως, η μετοχή της REDS Α.Ε. είναι πιο ελκυστική προς τους επενδυτές. Παρ' όλα αυτά οι δύο εταιρίες δεν διανέμισαν μέρισμα κατά την διάρκεια τη τριετίας 2008 – 2010, το γεγονός αυτό αποτελεί μια ένδειξη ότι οι εταιρίες θα ακολουθήσουν την ίδια μερισματική πολιτική στο μέλλον.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8^ο

ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

8.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Στη λήψη επενδυτικών αποφάσεων δύο είναι οι σημαντικές παράμετροι που επηρεάζουν την επιλογή μιας επένδυσης, η μέση προβλεπόμενη **απόδοση** της μετοχής, και ο **κίνδυνος** που περικλείεται σε αυτήν. Η μέση προβλεπόμενη απόδοση μετρά τις μελλοντικές ταμειακές ροές μιας επένδυσης ενώ ο κίνδυνος μετρά την πιθανότητα αυτές οι ταμειακές ροές να αποκλίνουν των προβλέψεων. «Ο κίνδυνος θα πρέπει να συνδέεται με την απόδοση με μια σχέση ανάλογη, δηλαδή επενδύσεις με υψηλό κίνδυνο πρέπει να έχουν υψηλές αναμενόμενες αποδόσεις, ενώ επενδύσεις με χαμηλότερη απόδοση πρέπει να είναι ασφαλέστερες. Η σχέση αυτή δεν είναι αναγκαστική καθώς υπάρχουν επενδύσεις με χαμηλές αναμενόμενες αποδόσεις και εξαιρετική υψηλό κίνδυνο.» (Θεωδορόπουλος, 2000)

Με τον όρο επενδυτικός κίνδυνος, οι περισσότεροι επενδυτές εννοούν το κίνδυνο απώλειας του κεφαλαίου τους ή την πιθανότητα να πετύχουν αποδόσεις μικρότερες από τους στόχους τους. Στο κεφάλαιο αυτό γίνεται μια προσπάθεια ανάλυσης και εκτίμησης του κίνδυνου που αντιμετωπίζουν η REDS A.E. και η Μπάμπης Βωβός A.E. και κατ' επέκταση τον κίνδυνο των μετοχών τους. Θα πρέπει να τονιστεί ότι η ακριβής μέτρηση του δεν είναι εφικτή.

8.2 ΔΙΑΚΡΙΣΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Υπάρχουν πολλά και διάφορα είδη κινδύνων που αντιμετωπίζει μια μετοχή (επένδυση). Ο κίνδυνος προέρχεται από διαφορετικές πηγές, όπως για παράδειγμα το μικροοικονομικό περιβάλλον και την επιχείρηση στην οποία έχει πραγματοποιηθεί άμεσα ή έμμεσα η επένδυση, για αυτό το λόγο η κατηγοριοποίηση των κινδύνων γίνεται με διάφορα κριτήρια.

Ο συνολικός κίνδυνος μιας μετοχής (επένδυσης) σύμφωνα με τον Φίλιππας Ν. 2005 συνίσταται από τον συστηματικό και το μη συστηματικό κίνδυνο.



Διάγραμμα 8.1 Διάσπαση Επενδυτικού Κινδύνου



Πηγή : Φίλιππας Ν. 2005

8.2.1 Συστηματικός Κίνδυνος (Systematic Risk)

Σε αυτή την κατηγορία κινδύνων περιλαμβάνονται κίνδυνοι, οι οποίοι προέρχονται από γεγονότα του γενικότερου μακροοικονομικού περιβάλλοντος των εταιρειών. Οι κίνδυνοι αυτοί οφείλονται στις γενικότερες οικονομικές συνθήκες της αγοράς (πληθωρισμός, επιτόκια, πολιτικές εξελίξεις) και επηρεάζουν το σύνολο των εισηγμένων μετοχών του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Ο Συστηματικός κίνδυνος μιας μετοχής δεν είναι δυνατόν να προβλεφθεί με οποιοδήποτε τρόπο και συνεπώς είναι εξαιρετικά δύσκολη η διαχείριση και η μείωση του. Επιπλέον, ο συστηματικός κίνδυνος αντιπροσωπεύει τον κίνδυνο αγοράς των εταιρειών.

8.2.2 Μη Συστηματικός Κίνδυνος (Non systematic risk)

Ο μη συστηματικός κίνδυνος ή ειδικός κίνδυνος (Specific Risk) πηγάζει από το εσωτερικό περιβάλλον της κάθε εταιρείας. Οφείλεται αποκλειστικά από παράγοντες που αφορούν την εταιρεία ή τον κλάδο της και μπορούν να επηρεάσουν κατ' επέκταση την τιμή της μετοχής της βραχυχρόνια ή μακροχρόνια.

Οι μη-συστηματικοί κίνδυνοι μπορούν να προβλεφθούν και να μειωθούν μέσα από την εφαρμογή μιας σειράς τεχνικών διαφοροποίησης κινδύνου (risk diversification) και μέσα από την χρήση χρηματοοικονομικών επενδυτικών εργαλείων (για παράδειγμα αγορά παραγώγων προϊόντων). Οι επενδυτές είναι σε θέση να μειώσουν έως και να εξαλείψουν τον κίνδυνο αυτό διαφοροποιώντας τα χαρτοφυλάκιό τους, αγοράζοντας δηλαδή μετοχές από διαφορετικές εταιρείες.



8.3 Κίνδυνοι της REDS A.E. και της «ΜΒΔΤ»

Στο υφιστάμενο επιχειρηματικό περιβάλλον οι κίνδυνοι πολλαπλασιάζονται από την ύφεση που πλήττει την οικονομία. Οι σημαντικότεροι κίνδυνοι που αντιμετωπίζουν η REDS A.E. και η ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ – ΔΙΕΘΝΗΣ ΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε. και που επιδρούν στις μετοχές τους είναι οι εξής:

8.3.1 Πιστωτικός Κίνδυνός (Credit Risk ή Default Risk)

Ο πιστωτικός κίνδυνος θεωρείται ότι από τους πιο σημαντικούς κινδύνους. Είναι ο κίνδυνος ενδεχόμενης αδυναμίας του πελάτη να εκπληρώσει τις συμβατικές του υποχρεώσεις, με αποτέλεσμα να μην εξοφλήσει ή να καθυστερήσει να αποπληρώσει της υποχρεώσεις του.

Στην περίπτωση των δύο εταιριών ο κίνδυνος σε σχέση με τις απαιτήσεις προέρχεται κυρίως από πωλήσεις ακινήτων. Ο πιστωτικός κίνδυνος των δύο εταιριών υπάρχει και στα διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα, καθώς και στις επενδύσεις. Επιπλέον, ο πιστωτικός κίνδυνος των εταιριών προκύπτει από τις καταθέσεις, τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα (πιστωτικός κίνδυνος τραπεζών) και την πιστωτική διευκόλυνση στους πελάτες (πιστωτικός κίνδυνος πελατών).

a) Πιστωτικός κίνδυνος της REDS A.E.

Προκειμένου να αποφεύγονται καθυστερήσεις πληρωμών και επισφάλειες, η REDS A.E. έχει αναπτύξει πολιτικές αξιολόγησης. Με ένα κατάλληλο πλαίσιο αναφορών πραγματοποιεί συναλλαγές με πελάτες που έχουν επαρκή πιστοληπτική ικανότητα. Επίσης, όσον αφορά προϊόντα καταθέσεων, η εταιρία συναλλάσσεται μόνο με αναγνωρισμένα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα υψηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης και θέτει όρια στο βαθμό έκθεσης της σε κάθε μεμονωμένο χρηματοοικονομικό ίδρυμα.

b) Πιστωτικός κίνδυνος της ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ Α.Ε.

Η Μπάμπης Βωβός Α.Ε. για την αντιμετώπιση αυτού του κινδύνου έχει αναπτύξει πολιτικές, έτσι ώστε να διασφαλίζονται οι συμβάσεις μισθώσεων των ακινήτων που πραγματοποιούνται με πελάτες, οι οποίοι έχουν ενδέχεται να μην έχουν ικανοποιητική πιστοληπτική ικανότητα. Επίσης, όσον αφορά τις συναλλαγές που αφορούν τα



διαθέσιμα της η εταιρεία τις πραγματοποιεί με αξιόπιστα τραπεζικά ιδρύματα της ελληνικής αγοράς.

8.3.2 Κίνδυνος Ρευστότητας (Liquidity Risk)

Ένας από τους κινδύνους, ο οποίος έγινε πιο έντονος κατά τη διάρκεια της παρούσας οικονομικής κρίσης, είναι ο **κίνδυνος ρευστότητας**.

Ο κίνδυνος ρευστότητας είναι ένας πολύ σημαντικός κίνδυνος καθώς είναι δυνατό, σε μια ακραία εμφάνιση του, να οδηγήσει ακόμα και ακραίες συνέπειες όπως είναι η χρεοκοπία. Στην περίπτωση των δύο εταιρειών ο κίνδυνος ρευστότητας αναφέρεται σε πιθανή αδυναμία των εταιρειών να ανταποκριθούν στις χρηματοοικονομικές τους υποχρεώσεις όταν αυτές γίνονται απαιτητές.

a. Κίνδυνος Ρευστότητας της REDS A.E..

Η REDS A.E. εξασφαλίζει την ομαλή λειτουργία της, κυρίως με τη προσεκτική διαχείριση των διαθεσίμων της και τη παρακολούθηση της ρευστότητας από τη Διοίκηση της. Η εταιρία προϋπολογίζει και παρακολουθεί την ρευστότητα της και ενεργεί κατάλληλα ώστε να υπάρχουν ρευστά διαθέσιμα και με εξασφαλισμένη επάρκεια τραπεζικών πιστωτικών ορίων.

b) Κίνδυνος ρευστότητας της ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ Α.Ε.

Η Μπαμπής Βωβός Α.Ε. είναι σε μεγάλο βαθμό εκτεθειμένη σε αυτό τον κίνδυνο και οι αυξημένες ανάγκες χρηματοδότησης της εταιρείας καλύπτονται από δάνεια. Η οικονομική κρίση έχει επηρεάσει το κόστος και την ευχέρεια δανεισμού της εταιρίας. Επιπλέον, η διακοπή του μεγαλύτερου έως σήμερα έργου της εταιρείας στο Βοτάνικο και η αβεβαιότητα για τη επίλυση του θέματος δυσχεράνει ακόμη περισσότερο την οικονομική θέση της εταιρίας. Εξαιτίας των γεγονότων αυτών η εταιρία παρουσιάζει αρνητικό κεφάλαιο κίνησης κατά 212.936 χιλ. € και αύξηση του βραχυπρόθεσμου δανεισμού συνολικού ύψους 210.097 χιλ. €. Η διοίκηση της εταιρίας για να αντιμετωπίσει τον κίνδυνο έχει προχωρήσει σε επαναδιαπραγμάτευση του βραχυπρόθεσμου τραπεζικού δανεισμού με τις συνεργαζόμενες τράπεζες.



8.3.3 Κίνδυνος επιτοκίων

Κίνδυνο επιτοκίου, ονομάζουμε τη μεταβολή στις αποδόσεις που μπορεί να υποστεί κάθε είδους επένδυση, εξαιτίας της αλλαγής των επιτοκίων της αγοράς. Είναι προφανές ότι ο κίνδυνος επιτοκίου επηρεάζει χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία των οποίων η αξία είναι άμεσα συνδεδεμένη με το επίπεδο των επιτοκίων. Το ύψος του επιτοκίου μιας οικονομίας διαμορφώνεται από την εθνική κεντρική της τράπεζα και αποτελεί το πιο σημαντικό μέτρο σύγκρισης κάθε επένδυσης. Όταν τα επιτόκια ανεβαίνουν οι επενδύσεις γίνονται λιγότερο ελκυστικές καθώς αυξάνεται αυτό που ονομάζεται εναλλακτικό κόστος επένδυσης.

a) Κίνδυνος επιτοκίων της REDS A.E.

Ο REDS A.E. έχει στο ενεργητικό του σημαντικά έντοκα στοιχεία που περιλαμβάνουν καταθέσεις όψεως και βραχυπρόθεσμες τραπεζικές καταθέσεις οπότε είναι εκτεθειμένη σε διακυμάνσεις των επιτοκίων που επικρατούν στην αγορά. Η εταιρία εκτίθεται σε κίνδυνο επιτοκίου που προέρχεται κυρίως από τις μεταβολές των επιτοκίων του Ευρώ, αφού το σύνολο των δανείων της REDS A.E. αποτελείται από μακροπρόθεσμα δάνεια με κυμαινόμενα επιτόκια και όλο το μέρος του δανεισμού είναι σε Ευρώ.

Για την αντιμετώπιση του κίνδυνου η Διοίκηση της REDS A.E. παρακολουθεί και αξιολογεί σε συνεχή βάση τις διακυμάνσεις των επιτοκίων και σε περίπτωση που κριθεί αναγκαίο αντισταθμίζει τον κίνδυνο με την λήψη σχετικών αποφάσεων. Οι αποφάσεις για τη διάρκεια των δανείων αλλά και τη σχέση μεταξύ κυμαινόμενου και σταθερού επιτοκίου λαμβάνονται μόνο από τη διοίκηση της εταιρείας.

b) Κίνδυνος επιτοκίου της ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ Α.Ε.

Ένας από τους κινδύνους στον οποίο είναι εκτεθειμένη η Μπάμπης Βωβός Α.Ε., είναι ο κίνδυνος από ενδεχόμενη άνοδο των επιτοκίων λόγω του υψηλού δανεισμού της. Ο κίνδυνος επιτοκίου της εταιρείας λόγω της μεταβολής των επιτοκίων προέρχεται κυρίως από τα μακροπρόθεσμα δάνεια με μεταβλητό επιτόκιο αφού, το σύνολο του δανεισμού της εταιρείας είναι σε ευρώ και σε κυμαινόμενο επιτόκιο.



8.4 ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Το τελευταίο στάδιο της διαδικασίας ανάλυσης και εκτίμησης του κινδύνου των επενδύσεων είναι η εκτίμηση του επενδυτικού κινδύνου. Σε αυτό το κομμάτι του κεφαλαίου πρόκειται να εκτιμηθεί ο κίνδυνος που εμπεριέχουν οι δύο μετοχές των εταιρειών Μπάμπης Βωβός Α.Ε., εφαρμόζοντας δύο μεθοδολογίες οι οποίες βασίζονται σε ιστορικά δεδομένα.

Υπάρχουν διάφορες μεθοδολογίες εκτίμησης κινδύνου των περιουσιακών στοιχείων ανάλογα με το είδος του κινδύνου που εμπεριέχει κάθε περιουσιακό στοιχείο. Οι μετοχές, στο πλαίσιο του κινδύνου που εμπεριέχουν, χαρακτηρίζονται και από κίνδυνο αγοράς, ο οποίος μπορεί να εκτιμηθεί και με την εφαρμογή των :

1. Μεθόδων Περιγραφικής Στατιστικής
2. Μέθοδος εκτίμησης Συντελεστή βήτα

8.4.1 Μέθοδοι Περιγραφικής Στατιστικής

Η μεθοδολογία αυτή είναι απλή και βασίζεται σε απλές μεθόδους της περιγραφικής στατιστικής (Descriptive Statistics). Ο επενδυτικός κίνδυνος μπορεί να μετρηθεί με την μεταβλητότητα ή αλλιώς με την τυπική απόκλιση των μελλοντικών αποδόσεων μιας επένδυσης. Σε αυτή την ενότητα θα σχολιαστούν τα αποτελέσματα, όπου αποτυπώνεται η μεταβλητότητα των τιμών των μετοχών, άρα και του κινδύνου, αλλά και θα εκτιμηθούν και θα σχολιαστούν μέτρα μεταβλητότητας, όπως η **τυπική απόκλιση** και ο **συντελεστής μεταβλητότητας**.

8.4.1.1 Η τυπική απόκλιση ως μέτρο του κινδύνου

Ένας συνηθισμένος τρόπος για να υπολογίσουμε τον κίνδυνο που έχει μία μετοχή είναι να υπολογίσουμε την απόκλιση του από μία μέση ή αναμενόμενη απόδοση. Η διακύμανση (variance) θεωρείται ίσως το πιο αντιπροσωπευτικό μέγεθος μέτρησης του επενδυτικού κινδύνου μίας μετοχής. Για πρακτικούς όμως λόγους χρησιμοποιούμε την τυπική απόκλιση (standard deviation) των τιμών της μετοχής σαν μέγεθος μέτρησης του επενδυτικού κινδύνου. Η τυπική απόκλιση υπολογίζεται ως η τετραγωνική ρίζα της διακύμανσης των τιμών.



8.4.1.2 Ο συντελεστής μεταβλητότητας ως μέτρο του κινδύνου

Πιο συχνά όμως χρησιμοποιείται ο συντελεστής μεταβλητότητας (coefficient of variation) ή δείκτης αντισταθμίσεως κινδύνου / απόδοσης (risk/return trade-off ratio), ο οποίος μετρά τον επενδυτικό κίνδυνο μιας επένδυσης σε σχέση με την αναμενόμενη τιμή της. Υπολογίζεται αν διαιρέσουμε την τυπική απόκλιση με τη μέση αναμενόμενη απόδοση. Η υψηλή μεταβλητότητα δηλώνει μεγαλύτερη διασπορά, μεγαλύτερη αβεβαιότητα και άρα υψηλότερο επενδυτικό κίνδυνο. Οπότε όταν συγκρίνουμε τους συντελεστές μεταβλητότητας διαφόρων επενδύσεων, όσο πιο χαμηλός είναι ο συντελεστής μεταβλητότητας, τόσο καλύτερη είναι η επένδυση από την άποψη αντισταθμίσεως κινδύνου – απόδοσης.

8.4.2 Μέθοδος εκτίμησης Συντελεστής β

Η δεύτερη μεθοδολογία με την οποία πρόκειται να εκτιμηθεί ο κίνδυνος αγοράς των μετοχών, ο συντελεστής βήτα (Beta Coefficient) των δύο μετοχών, ο οποίος αναδεικνύεται από το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων.

8.4.2.1 Μοντέλο Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (CAPM)

Το Μοντέλο Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων – Capital Asset Pricing Model (CAPM) των Sharpe (1964), Lintner (1965) και Mossin (1966), είναι ένα κλασσικό υπόδειγμα που αναλύει τη συμπεριφορά των χρεογράφων και το οποίο εισήγαγε τις έννοιες του συστηματικού και του μη συστηματικού κινδύνου. Έχει καταξιωθεί για την εκτίμηση της σχέσης που έχει η απόδοση με τον κίνδυνο που χαρακτηρίζει ένα υποκείμενο κεφαλαιακό στοιχείο (asset) και κατ' επέκταση την αποτίμηση της αξίας του στοιχείου αυτού (valuation).

Το υπόδειγμα αυτό επιχειρεί να εκτιμήσει την απαιτούμενη απόδοση ενός μεμονωμένου αξιόγραφου λαμβάνοντας υπόψη τον συστηματικό κίνδυνο που έχει, την απόδοση χωρίς κίνδυνο μίας οικονομίας και την αναμενόμενη απόδοση του χρηματιστηρίου.

Αν εξετάσει κανείς τις δέκα υποθέσεις του CAPM (βλ. Παράρτημα 1, σελ.134) βλέπει ότι το Μοντέλο Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων περιορίζει την κατάσταση σε μια ακραία περίπτωση, όπου ο καθένας έχει τις ίδιες πληροφορίες και όλοι



συμφωνούν για τις μελλοντικές προοπτικές των μετοχών. Δηλαδή η αγορά είναι τέλεια και δεν υπάρχουν εμπόδια στις επενδύσεις. Προφανώς, οι παραπάνω παραδοχές δεν ισχύουν στην πραγματικότητα (τουλάχιστον για την περίπτωση μεμονωμένου επενδύτη).

Σύμφωνα με το υπόδειγμα CAPM η σχέση ανάμεσα στην αναμενόμενη απόδοση μίας μετοχής και την αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς, σε κατάσταση ισορροπίας, δίνεται από τον τύπο (8.1):

$$R_i = r_f + b^*(R_m - r_f)$$

Όπου :

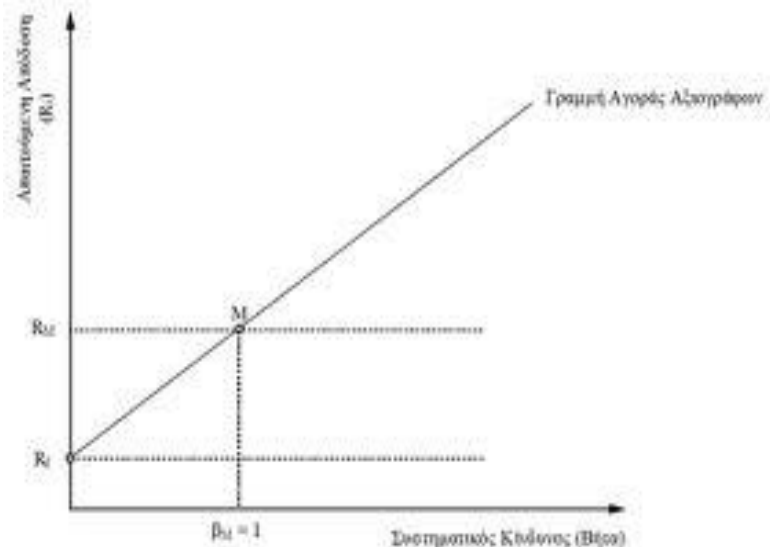
R_i: η μέση απαιτούμενη απόδοση της μετοχής *i*.

R_f: η αναμενόμενη απόδοση ενός περιουσιακού στοιχείου χωρίς κίνδυνο (επιτόκιο χωρίς κίνδυνο - risk free asset).

R_m: αναμενόμενη απόδοση της αγοράς (market return)

b: συντελεστής β (beta) της μετοχής (μη-συστηματικός κίνδυνος),

Η εξίσωση αυτή περιγράφει μία ευθεία στον χώρο, η οποία ονομάζεται *Γραμμή Αγοράς Αξιόγραφων* (security market line, SML). Από την εξίσωση της ευθείας παρατηρούμε ότι η αναμενόμενη απόδοση ενός χρεογράφου *i* εξαρτάται μόνο από την τιμή του συντελεστή β του χρεογράφου, θεωρώντας δεδομένη την



Γράφημα 8.1 Γραμμή Αγοράς Αξιόγραφων (SML)

αναμενόμενη απόδοση της αγοράς και την απόδοση του ακίνδυνου χρεογράφου. Στο γράφημα 8.1 απεικονίζεται η SML, τα σημεία της οποίας αντιστοιχούν στους διάφορους δυνατούς συνδυασμούς των χρεογράφων της αγοράς, όταν η αγορά βρίσκεται σε κατάσταση ισορροπίας.



8.4.2.2 Συντελεστής β

Ο **συντελεστής β** (beta – coefficient) αποτελεί τον πιο απλό τρόπο προσέγγισης του κινδύνου της αγοράς (market risk) μέσα σε μια εγχώρια χρηματιστηριακή αγορά. Είναι ένα σύγχρονο χρηματοοικονομικό εργαλείο που βοηθά στη μέτρηση του επενδυτικού κινδύνου. Προέρχεται από την τάση που έχουν οι μετοχές να κινούνται έως ένα σημείο ταυτόχρονα με τους γενικούς δείκτες. Μας δείχνει πόσο τις επί τοις εκατό θα μεταβληθεί η τιμή της μετοχής σε ενδεχόμενη μεταβολή μίας ποσοστιαίας μονάδας του Γενικού Δείκτη.

Ο συντελεστής β μιας συγκεκριμένης μετοχής υπολογίζεται με την διαίρεση της συνδιακύμανσης (covariance) των αποδόσεων της μετοχής και της χρηματιστηριακής αγοράς με τη διακύμανση (variance) της απόδοσης της χρηματιστηριακής αγοράς.

Ο τύπος με τον οποίο υπολογίζουμε τον συντελεστή β είναι ο εξής (8.2):

$$\text{Beta (i)} = \frac{\text{Cov (ri, rm)}}{\text{Var (rm)}}$$

όπου:

✓ **Cov (ri, rm)** είναι η συνδιακύμανση των αποδόσεων r_i της μετοχής i και των αποδόσεων της αγοράς r_m

✓ **Var (rm)** είναι η διακύμανση της απόδοσης της αγοράς r_m

Σημειώνεται ότι θεωρητικά μια μετοχή θα μπορούσε να έχει **αρνητικό** συντελεστή “beta” (μετοχές που κινούνται αντίθετα από την αγορά, counter – cyclical), αλλά ως επί το πλείστον η τιμή του συντελεστή των μετόχων είναι θετική. Ο συντελεστής βήτα της αγοράς « β_m » είναι ίσος με την μονάδα.

Σε περίπτωση που μια μετοχή έχει συστηματικό κίνδυνό «Βήτα» :

✓ **Beta = 1** Οι μετοχές που ανήκουν σε αυτήν την κατηγορία καλούνται **ουδέτερες**. Θεωρούνται μετοχές ίσου κινδύνου με την αγορά που σημαίνει ότι η απόδοσή τους μεταβάλλεται απολύτως ανάλογα με αυτή της αγοράς.

✓ **Beta < 1** οι μετοχές με συντελεστή βήτα μικρότερο της μονάδας χαρακτηρίζονται ως **αμυντικές μετοχές**. Θεωρούνται μετοχές χαμηλού κινδύνου και αποδίδουν λιγότερο σε σχέση με τις μεταβολές της αγοράς.

✓ **Beta > 1** Οι μετοχές που ανήκουν σε αυτήν την κατηγορία χαρακτηρίζονται ως **επιθετικές μετοχές**, θεωρούνται μετοχές υψηλού κινδύνου και ο βαθμός με τον οποίο



μεταβάλλονται οι αποδόσεις τους είναι μεγαλύτερος από αυτόν της αγοράς. Πιο συγκεκριμένα όταν μια μετοχή έχει συντελεστή βήτα μεγαλύτερο της μονάδας, σημαίνει ότι όταν η αγορά σημειώσει μια άνοδο(πτώση), η συγκεκριμένη μετοχή θα σημειώσει μεγαλύτερη ποσοστιαία απόδοση (αρνητική απόδοση - ζημία) κατά τον συντελεστή βήτα.

Επομένως, όσο μεγαλύτερος είναι ο συντελεστής β , τόσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος που θα εμπεριέχει πιθανή επένδυση σε αυτή τη μετοχή αλλά και τόσο μεγαλύτερη θα είναι και η απόδοση δηλαδή τα κέρδη του επενδυτή σε μια θετική μεταβολή της αγοράς.

Η εξαγωγή του συντελεστή “beta” μπορεί να γίνει είτε διαγραμματικά, είτε με στατιστικές παρατηρήσεις πάνω στην απόδοση (π.χ. ημερήσια ή σε βάση 5 συνεδριάσεων) ενός αξιόγραφου σε σχέση με την απόδοση (στην αντίστοιχη χρονική βάση) της αγοράς (δηλαδή του Γενικού Δείκτη) για μια συγκεκριμένη περίοδο. (www.iraj.gr, *Ο Συντελεστής “Beta” μιας Μετοχής*)

Η πιο συνηθισμένη μέθοδος *εκτίμησης του συντελεστής β* στηρίζεται στην παλινδρόμηση των ιστορικών αποδόσεων της μετοχής με τις αποδόσεις αντιπροσωπευτικού δείκτη αγοράς, για την ίδια περίοδο.

8.5 Πρακτική Εφαρμογή Εκτίμησης Κινδύνου των μετοχών της REDS A.E και της «ΜΒΔΤ»

8.5.1 Επιλογή Δεδομένων

Για την εφαρμογή των Μεθόδων της Περιγραφικής Στατιστικής και τον υπολογισμό του συντελεστή β ήταν απαραίτητο να συγκεντρωθούν κάποια δεδομένα. Τα αρχικά δεδομένα που συγκεντρώθηκαν αφορούν ημερήσιες τιμές κλεισίματος των μετοχών της REDS A.E. και της Μπάμπης Βωβός A.E., καλύπτουν ένα χρονικό εύρος από την 02/01/2008 έως και την 31/12/2010, δηλαδή μια τριετία με 747 ημερήσιες παρατηρήσεις. Επιπλέον, συγκεντρώθηκαν δεδομένα και για την πορεία του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (ο οποίος χρησιμοποιείται ως μέτρο προσέγγισης του χαρτοφυλακίου αγοράς) και του επιτοκίου Euribor για την ίδια περίοδο. Τα στοιχεία αυτά αντλήθηκαν από την βάση δεδομένων της Ναυτεμπορικής.



8.5.2 Εκτίμηση Περιγραφικών Στατιστικών

Στις επόμενες γραμμές παρουσιάζονται οι εκτιμήσεις των περιγραφικών στατιστικών των τιμών των δύο μετοχών. Με την χρήση του excel εκτιμήθηκαν η τυπική απόκλιση και ο συντελεστής μεταβλητότητας. Η ανάλυση αφορά 747 παρατηρήσεις, έχοντας χρησιμοποιήσει αντίστοιχα τις συναρτήσεις, MIN, MAX, AVERAGE, STDEV, και τέλος υπολογίζοντας την μεταβλητότητα διαιρώντας την τυπική απόκλιση με τον μέσο παραθέτουμε τον παρακάτω πίνακα.

Πίνακας 8.1 Περιγραφικά Στατιστικά των Τιμών των Μετοχών		
ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ	REDS A.E.	ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ Α.Ε.
Κατώτατη Τιμή	0	0
Ανώτατη Τιμή	3,30	22,04
Μέση τιμή	1,64	8,49
Τυπική Απόκλιση	0,78	7,30
Συντελεστής μεταβλητότητας	0,48	0,86

Σύμφωνα με τον παραπάνω πίνακα η τυπική απόκλιση της ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ Α.Ε. είναι ιδιαίτερα μεγάλη, κυμαίνεται γύρω στα 7,30, ενώ και ο συντελεστής μεταβλητότητας είναι μεγάλος δείχνοντας ότι οι τιμές κυμαίνονται 86% γύρω από τη μέση τιμή κλεισίματος. Παρατηρούμε ότι η μετοχή της «ΜΒΔΤ» έχει πολύ μεγαλύτερο επενδυτικό κίνδυνο μιας και έχει τυπική απόκλιση 7,30 έναντι 0,78 που έχει η μετοχή της REDS A.E. Από την μεταβλητότητα επίσης συμπεραίνουμε το ίδιο λόγω μεγαλύτερης τιμής. Θα μπορούσαμε να πούμε ότι ο κίνδυνος της μετοχής της ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ Α.Ε. είναι μεγαλύτερος σε επίπεδο ασυμμετρίας των τιμών, και σε επίπεδο τυπικής απόκλισης από τον κίνδυνο της μετοχής της REDS A.E.

8.5.3 Εκτίμηση συντελεστή β

Αρχικά, προκειμένου να ληφθούν οι πιο αξιόπιστες εκτιμήσεις του συντελεστή beta, χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό του οι αντίστοιχες ημερήσιες αποδόσεις των μετόχων και του Γενικού Δείκτη. Δεν χρησιμοποιήθηκε ένα μακρύτερο χρονικό διάστημα (π.χ μηνιαίο) για τον υπολογισμό των αποδόσεων, γιατί μπορούσε να οδηγήσει σε αλλαγές στις τιμές των beta κατά τη διάρκεια της εξετασμένης περιόδου.

Έτσι, τα αρχικά δεδομένα μετατράπηκαν από τιμές σε αποδόσεις. Η μετατροπή έγινε με



την εφαρμογή του απλού παρακάτω τύπου (8.3):

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_t}$$

Όπου, R_t = η ημερήσια απόδοση της μετοχής κατά την ημέρα t

P_t = η ημερήσια τιμή κλεισίματος της μετοχής κατά την ημέρα t

8.5.3.1 Υπολογισμός συντελεστή β (1ος Τρόπος)

Χρησιμοποιώντας το *excel* και τις ημερήσιες αποδόσεις των μετοχών, την απόδοση χωρίς κίνδυνο και τις αποδόσεις του Γενικού Δείκτη με την συνάρτηση COVAR υπολογίσαμε την συνδιακύμανση και με την συνάρτηση VAR υπολογίσαμε την διακύμανση. Τέλος, επιλύοντας την εξίσωση 8.2 υπολογίσαμε τον συντελεστή β των δύο μετοχών.

Πίνακας 8.2 Συντελεστή beta		
	REDS A.E.	ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ A.E.
Cov (r_i, r_m)	0,000413	0,00050997
Var (r_m)	0,000606	0,00060642
Beta	0,68	0,84

8.5.3.2 Υπολογισμός συντελεστή β (2ος τρόπος)

Τα αποτελέσματα αυτά μπορούν να επιβεβαιωθούν εάν τρέξουμε την παλινδρόμηση του Υποδείγματος Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (CAPM). Ο κίνδυνος β είναι η κλίση του υποδείγματος της παλινδρόμησης και εκφράζει την σχέση που υπάρχει μεταξύ αποδοτικότητας του χαρτοφυλακίου R_m της αγοράς και της αποδοτικότητας της μετοχής R_i . (Πηγή: Μαυράκης Ε., & Συλλιγάρδος Γ., 2005)

Προκειμένου να υπολογίσουμε τους συντελεστές βήτα των μετοχών, παλινδρομούμε τις αποδόσεις του Γενικού Δείκτη με τις αποδόσεις των μετοχών, και με τον τρόπο αυτό λαμβάνουμε εκτιμήσεις των συντελεστών βήτα. Τις παλινδρομήσεις αυτές μπορούμε να εκτελέσουμε με τη χρήση ενός οικονομετρικού λογισμικού, όπως το 'Econometric Views', ή το 'Regression Add-In' του Excel.



α) Μοντέλο CAPM για την REDS A.E.

Εισάγοντας τα στοιχεία που έχουμε των αποδόσεων της μετοχής της REDS A.E. (R_i) και των αποδόσεων του Γενικού Δείκτη (R_m) στο οικονομετρικό πρόγραμμα E-Views εκτελούμε την παλινδρόμηση και το αποτέλεσμα από την χρήση του είναι ο ακόλουθος πίνακας.

Πίνακας 8.3 Μοντέλο CAPM της μετοχής της REDS A.E				
Dependent Variable: R_i				
Method: Least Squares				
Date: 03/03/12 Time: 19:08				
Sample: 1 747				
Included observations: 747				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.001233	0.000753	-1.638168	0.1018
R_m	0.680686	0.021630	12.47261	0.0000
R-squared	0.172742	Mean dependent var		-0.001746
Adjusted R-squared	0.171632	S.D. dependent var		0.022569
S.E. of regression	0.020541	Akaike info criterion		-4.930100
Sum squared resid	0.314344	Schwarz criterion		-4.917741
Log likelihood	1843.392	Hannan-Quinn criter.		-4.925337
F-statistic	155.5659	Durbin-Watson stat		1.979780
Prob(F-statistic)	0.000000			

Παίρνοντας σαν X την απόδοση της αγοράς και σαν Y την απόδοση της μετοχής της REDS A.E. Η μεταβλητή X και Y συνδέονται με την εξής γραμμική σχέση: $Y = \alpha + \beta X + \varepsilon$ όπου α , β είναι άγνωστες σταθερές και το ε είναι τυχαία μεταβλητή. Η εξίσωση της ευθείας παλινδρόμησης είναι $Y = \alpha + \beta X$. Από τον πίνακα βλέπουμε πως το α είναι ίσο με -0,001233 και το β είναι ίσο με 0,680686.

Άρα η εξίσωση έχει ως εξής: $Y = -0,001233 + 0,680686X$

Παρατηρούμε ότι ο σταθερός παράγοντας α δεν είναι στατιστικά σημαντικός για την εξαρτημένη μεταβλητή, διότι ο συντελεστής του είναι αρνητικός. Αντίθετα ο σταθερός παράγοντας β είναι στατιστικά σημαντικός, διότι ο συντελεστής του είναι θετικός. Οπότε οι αποδόσεις του Γενικού Δείκτη είναι σημαντικές για τις αποδόσεις της μετοχής στο συγκεκριμένο μοντέλο.

Ο συντελεστής προσδιορισμού R-square (0,172742) μας δείχνει σε πόσο ποσοστό



καταφέραμε να ερμηνεύσουμε τις τιμές Y με βάση την απόδοση της αγοράς. Αυτό σημαίνει ότι το R_m ερμηνεύει μόνο το 17,27% του R_i , ενώ το υπόλοιπο 82,7% είναι ανερμήνευτο λόγω τυχαίων παραγόντων. Δεν φαίνεται να είναι ικανοποιητικός επειδή το υπόδειγμα CAMP ασχολείται μόνο με τον συστηματικό κίνδυνο, ενώ οι μετοχές όμως επηρεάζονται εκτός από τον συστηματικό κίνδυνο και από άλλους παράγοντες. Αν προσθέσουμε τους τυχαίους παράγοντες η συνάρτηση έχει ως εξής:

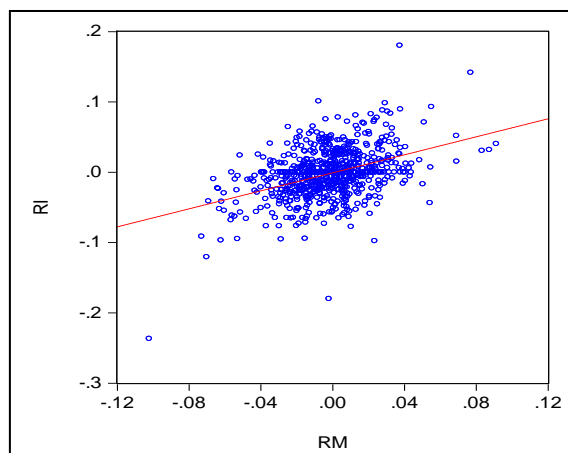
$$Y = -0,001233 + 0,680686X + \varepsilon.$$

Το Adjusted R-squared (προσαρμοσμένο R) είναι ίσο με 0,0171632 και έχει πολύ μικρές αποκλίσεις από το R-squared που είναι 0,172742. Το included observations (μέγεθος δείγματος) είναι 747, όπου είναι οι μέρες συναλλαγής της μετοχής μέσα στα τρία έτη.

Με βάση το F-statistic κάνουμε τον έλεγχο εάν το α και β είναι ταυτόχρονα μηδέν ή κάποιο από αυτά διάφορο του μηδενός. Στην περίπτωση μας το επίπεδο σημαντικότητας στατιστικού ελέγχου F μας δείχνει ότι τα α και β δεν είναι ταυτόχρονα μηδέν. (F-statistic=155,5659)

Με βάση το T-statistic εξετάζουμε αν το $\alpha=0$ και το $\beta=0$. Η τιμή του θα έπρεπε να είναι πάνω από 1,96 για να είναι στατιστικά σημαντικό. Εφόσον t-statistic (c) < 1,96 ο σταθερός όρος του υποδείγματος είναι στατιστικά ασήμαντος. Αντίθετα, αφού t-statistic (R_m) > 1,96 ο σταθερός όρος του υποδείγματος είναι στατιστικά σημαντικός.

Και παραθέτοντας στο οικονομετρικό πρόγραμμα E-Views τις ημερήσιες αποδόσεις (R_i) της μετοχής της REDS A.E και τις αποδόσεις του Γενικού Δείκτη (R_m) ακολουθεί το παρακάτω γράφημα.





b) Μοντέλο CAPM για την ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ Α.Ε.

Εισάγοντας τα στοιχεία των αποδόσεων της μετοχής της ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ Α.Ε. (R_i) και των αποδόσεων του Γενικού Δείκτη (R_m) στο οικονομετρικό πρόγραμμα E-Views εκτελούμε την παλινδρόμηση και το αποτέλεσμα από την χρήση του είναι ο ακόλουθος πίνακας.

Πίνακας 8.4 Μοντέλο CAPM της μετοχής της ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ Α.Ε.					
Dependent Variable: RI					
Method: Least Squares					
Date: 03/03/12 Time: 19:26					
Sample: 1 747					
Included observations: 747					
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	
C	-0.001543	0.001964	-0.785420	0.4325	
RM	0.837524	0.086830	9.645544	0.0000	
R-squared	0.111017	Mean dependent var		-0.003005	
Adjusted R-squared	0.109824	S.D. dependent var		0.056730	
S.E. of regression	0.053525	Akaike info criterion		-3.014678	
Sum squared resid	2.134335	Schwarz criterion		-3.002319	
Log likelihood	1127.982	Hannan-Quinn criter.		-3.009915	
F-statistic	93.03651	Durbin-Watson stat		2.046215	
Prob(F-statistic)	0.000000				

Παίρνοντας σαν X την απόδοση της αγοράς και σαν Y την απόδοση της μετοχής της REDS A.E. Η μεταβλητή X και Y συνδέονται με την εξής γραμμική σχέση: $Y = \alpha + \beta X + \varepsilon$ όπου α , β είναι άγνωστες σταθερές και το ε είναι τυχαία μεταβλητή. Η εξίσωση της ευθείας παλινδρόμησης είναι $Y = \alpha + \beta X$. Από τον πίνακα βλέπουμε πως το α είναι ίσο με $-0,001543$ και το β είναι ίσο με $0,837524$.

Άρα η εξίσωση έχει ως εξής: $Y = - 0,001543 + 0,837524X$

Ο συντελεστής προσδιορισμού R-square ($0,111017$) μας δείχνει σε πόσο ποσοστό καταφέραμε να ερμηνεύσουμε τις τιμές Y με βάση την απόδοση της αγοράς. Αυτό σημαίνει ότι το R_m ερμηνεύει μόνο το $11,10\%$ του R_i , ενώ το υπόλοιπο $88,89\%$ είναι ανερμήνευτο λόγω τυχαίων παραγόντων. Δεν φαίνεται να είναι ικανοποιητικός επειδή το υπόδειγμα CAMP ασχολείται μόνο με τον συστηματικό κίνδυνο ενώ οι μετοχές όμως επηρεάζονται εκτός από τον συστηματικό κίνδυνο και από άλλους παράγοντες.



Αν προσθέσουμε τους τυχαίους παράγοντες η συνάρτηση έχει ως εξής:

$$Y = - 0,001543 + 0,837524X + \varepsilon.$$

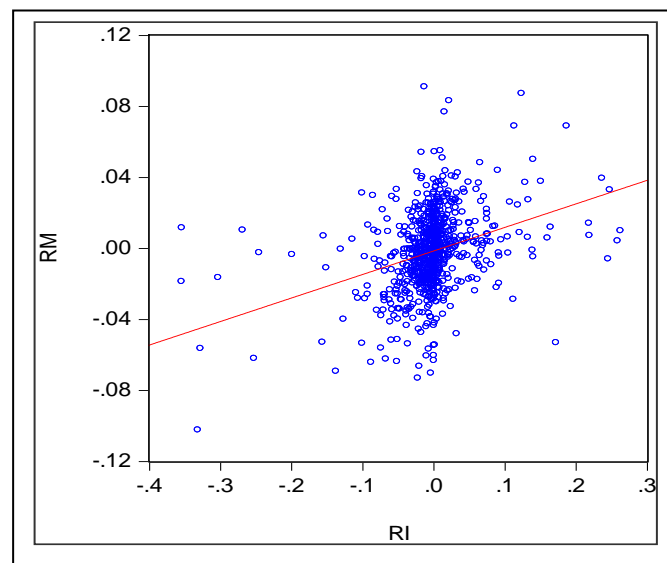
Το Adjusted R-squared (προσαρμοσμένο R) είναι ίσο με 0,109824 και έχει πάντοτε μικρές αποκλίσεις από το R-squared που είναι 0,111017. Το included observations (μέγεθος δείγματος) είναι 747, όπου είναι οι μέρες συναλλαγής της μετοχής μέσα στα τρία έτη.

Με βάση το F-statistic κάνουμε τον έλεγχο εάν το α και β είναι ταυτόχρονα μηδέν ή κάποιο από αυτά διάφορο του μηδενός. Στην περίπτωση μας το επίπεδο σημαντικότητας στατιστικού ελέγχου F μας δείχνει ότι τα α και β δεν είναι ταυτόχρονα μηδέν. (F-statistic=93,03651)

Με βάση το T-statistic εξετάζουμε αν το $\alpha=0$ και το $\beta=0$. Η τιμή του θα έπρεπε να είναι πάνω από 1,96 για να είναι στατιστικά σημαντικό. Εφόσον t-statistic (c) < 1,96 ο σταθερός όρος του υποδείγματος είναι στατιστικά ασήμαντος. Αντίθετα, αφού t-statistic (R_m) > 1,96 ο σταθερός όρος του υποδείγματος είναι στατιστικά σημαντικός.

Και παραθέτοντας στο οικονομετρικό πρόγραμμα E-Views τις ημερήσιες αποδόσεις (R_i) της μετοχής της REDS A.E και τις αποδόσεις του Γενικού Δείκτη (R_m) ακολουθεί το παρακάτω γράφημα.

Και παραθέτοντας στο οικονομετρικό πρόγραμμα E-Views τις ημερήσιες αποδόσεις (R_i) της μετοχής της ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ ΔΙΕΘΝΗΣ ΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε. και τις αποδόσεις του Γενικού Δείκτη (R_m) ακολουθεί το παρακάτω γράφημα.





8.5.3.3 Συμπεράσματα Εκτίμησης Συντελεστή β

Ο δεύτερος τρόπος εκτίμησης συντελεστή β επαληθεύει τους υπολογισμούς του πρώτου τρόπου. Αρά, ο συντελεστής β της μετοχής της REDS A.E. είναι 0,68 και ο συντελεστής β της μετοχής «ΜΒΔΤ» είναι 0,84. Οι συντελεστές β δείχνουν την ευαισθησία των μετοχών σε σχέση με την αγορά. Και οι δύο μετοχές έχουν συντελεστής β μικρότερος της μονάδας, άρα οι μετοχές είναι **αμυντικές**, χαμηλού κινδύνου και αποδίδουν λιγότερο σε σχέση με τις μεταβολές της αγοράς. Συγκεκριμένα, σε μία μεταβολή του Γενικού Δείκτη κατά 10% η μετοχή της REDS A.E. με συντελεστή beta 0,68 τείνει να μεταβάλλεται κατά μέσο όρο 6,8%, ενώ η μετοχή της εταιρίας ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ A.E. τείνει να μεταβάλλεται κατά μέσο όρο 8,4% είτε προς τα κάτω είτε προς τα πάνω.

Παρόλα αυτά, συγκρίνοντας της δύο μετοχές, η μετοχή της Μπάμπης Βωβός A.E. έχει υψηλότερο συντελεστή β σε σχέση με την μετοχή της REDS A.E. Οπότε, η μετοχή της Μπάμπης Βωβός A.E. έχει μεγαλύτερο επενδυτικό κίνδυνο και είναι πιο ευαίσθητη στις απότομες μεταβολές της αγοράς.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9^ο

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕΤΟΧΩΝ



9.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Στις μέρες μας, ο χώρος των διεθνών αγορών (χρηματιστηρίων) παρουσιάζει μεγάλο βαθμό αβεβαιότητας εξαιτίας των μεταβολών στο παγκόσμιο οικονομικό και επιχειρηματικό περιβάλλον. Η αποτίμηση (valuation), είτε των επιχειρήσεων (business valuation) είτε των αξιόγραφων (securities valuation) είναι ένας σχετικά νέος κλάδος της οικονομικής των επιχειρήσεων. Στα διεθνή χρηματιστήρια αποτελεί μια διαδεδομένη πρακτική, η οποία χρησιμοποιείται από τους επενδύτες για να εντοπίσουν τις ελκυστικότερες επενδυτικές επιλογές. Δεν υπάρχει ένα γενικά αποδεκτό μοντέλο αποτίμησης, οι ερευνητές και οι οικονομικοί αναλυτές για κάθε περίπτωση χρησιμοποιούν όποια μέθοδο κρίνουν πιο αποδοτική.

Σε αυτή την ενότητα επιχειρείται αρχικά μια επισκόπηση των βασικότερων μοντέλων αποτίμησης που έχουν αναπτυχθεί. Στη συνέχεια, μέσω της εφαρμογής μεθόδων αποτίμησης της μετοχής, θα εκτιμήσουμε την «δίκαιη τιμή» των μετοχών της REDS A.E. και της ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ ΔΙΕΘΝΗΣ ΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε. *«Η εύρεση των αναπτυξιακών μετόχων απαιτεί την εύρεση υποτιμημένων μετοχών, δηλαδή μετοχών των οποίων η δίκαιη αξία είναι υψηλότερη της υπάρχουσας.»* (Reilly & Norton, 2006)

9.2 ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Αποτίμηση (valuation) είναι η διαδικασία μετατροπής των μελλοντικών προβλέψεων σε μια εκτίμηση για την αξία μιας επιχειρηματικής μονάδας ή ενός συγκεκριμένου περιουσιακού στοιχείου αυτής. (Palepu Healy & Bernard 2004)

Η διαδικασία της αποτίμησης οδηγεί τους ενδιαφερόμενους σε εξαγωγή συμπερασμάτων για τις προσδοκίες της αγοράς όσον αφορά την μελλοντική προοπτική βιωσιμότητας και κερδοφορίας μιας επιχείρησης. Σκοπός της είναι να διακριθούν οι μετοχές σε υπερτιμημένες και υποτιμημένες ώστε να εντοπιστούν οι επενδυτικές ευκαιρίες.



9.3 ΚΑΤΗΓΟΡΙΟΠΟΙΗΣΗ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

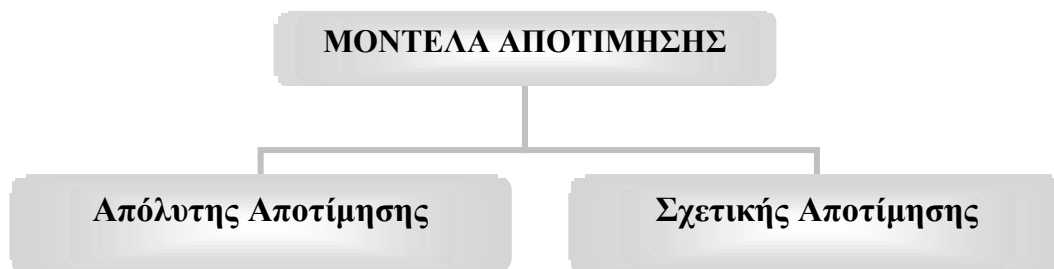
Μέσα από μια γενική επισκόπηση στην βιβλιογραφία που αναφέρεται στη διαδικασία της αποτίμησης, προκύπτει ότι υπάρχουν ποικίλες μέθοδοι – μοντέλα τα οποία χρησιμοποιούνται για την εύρεση της αξίας μιας μετοχής, ομολόγου ή ολόκληρης επιχείρησης.

Μια κατηγοριοποίηση των μεθόδων ανάλυσης εταιριών και αποτίμησης των μετοχών τους, αποτελούν η **Μέθοδος των προεξοφλημένων χρηματοροών** και η **Μέθοδος Σχετικής Αποτίμησης**. (Basu, 1977).

Μια άλλη κατηγοριοποίηση αποτελούν τα **Μοντέλα Απόλυτης Αποτίμησης** (absolute valuation models) και τα **Μοντέλα Σχετικής Αποτίμησης** (relative valuation models).

1. Τα **Μοντέλα Απόλυτης Αποτίμησης**, χρησιμοποιούνται για να αποτιμηθεί η εσωτερική αξία μιας μετοχής (intrinsic value), η οποία είναι πολύτιμη για την σύγκριση της με την αγοραία τιμή.
2. Τα **Μοντέλα Σχετικής Αποτίμησης**, δεν κάνουν άμεση αποτίμηση ενός περιουσιακού στοιχείου αλλά καταλήγουν στην εύρεση της αξίας του σε σύγκριση πάντα με την αξία ενός άλλου περιουσιακού στοιχείου.

Διάγραμμα 9.1 Μοντέλα Αποτίμησης



9.3.1 Μοντέλα Απόλυτης Αποτίμησης

Τα σημαντικότερα **μοντέλα απόλυτης αποτίμησης μετόχων** που χρησιμοποιούνται από τους αναλυτές είναι τα εξής:

1. Τα **μοντέλα προεξόφλησης μελλοντικών μερισμάτων** (Divident Discount Model (DDM)) είναι τα πιο ευρέως χρησιμοποιούμενα και διαδιδόμενα. Ο John Burr Williams (1938) ήταν από τους πρώτους που ανέπτυξε μια θεωρία βασισμένη στην προεξόφληση μιας σταθερούς ροής μερισμάτων.



Το ευρύτερα χρησιμοποιούμενο μοντέλο που ανήκει σε αυτή την κατηγορία είναι το Μοντέλο Σταθερής Ανάπτυξης (Gordon Model). Σύμφωνα με αυτό το μοντέλο, τα μελλοντικά μερίσματα αυξάνονται με μία σταθερή απόδοση g και η δίκαιη τιμή της μετοχής υπολογίζεται από τον τύπο:

$$P_0 = \frac{D_0 (1+g)}{r - g}$$

P_0 : η δίκαιη τιμή της μετοχής

D_0 : το μέρισμα ανά μετοχή

g : ο ρυθμός αύξησης των μερισμάτων

r : ο βαθμός απόδοσης - Υπόδειγμα CAPM $r = r_f + b^*(R_m - r_f)$ (Βλ. Ενότητα 8.4.2.1 σελ. 107)

Υπάρχουν εταιρείες, που δε συνηθίζουν να αποδίδουν μερίσματα. Προφανώς η αξία της μετοχής τους δεν είναι μηδέν αφού προβλέπεται ότι θα δώσουν μερίσματα στο μέλλον. Στην περίπτωση των μηδενικών μερισμάτων, το υπόδειγμα της προεξόφλησης μερισμάτων ισχύει. Απλά είναι δύσκολη η εφαρμογή του διότι θα πρέπει να εκτιμηθεί η χρονική στιγμή που η εταιρεία θα αρχίσει να πληρώνει μερίσματα καθώς και το μέγεθος των μερισμάτων.

2. Τα **μοντέλα προεξόφλησης μελλοντικών ταμειακών ροών** (Discounted Cash Flows Models) (DDF) αποτελούν συνέχεια και εξέλιξη των «DDM», χρησιμοποιούνται και για περιπτώσεις εταιρειών που δεν πληρώνουν μερίσματα και βασίζονται στην προεξόφληση μελλοντικών ταμειακών ροών. Σε αυτή την κατηγορία το επικρατέστερο μοντέλο που χρησιμοποιείται είναι το μοντέλο **προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών** (Discounted Free Cash Flows). Με αυτή τη μέθοδο μπορεί να προσεγγιστεί η αξία μιας επιχείρησης και επομένως της μετοχής της, με την προεξόφληση των ελευθέρων ταμειακών ροών της.

3. **μοντέλο προεξόφλησης μελλοντικού υπολειμματικού εισοδήματος**. Με βάση το μοντέλο του υπολειμματικού εισοδήματος (residual income model – RIM), η αξία μιας επιχείρησης ισούται με το ποσό του επενδυμένου κεφαλαίου (invested capital) πλέον την παρούσα αξία του αναμενόμενου υπολειμματικού εισοδήματος που δημιουργείται κάθε χρόνο (Koller et al., 2005)



9.3.2 Μοντέλα Σχετικής Αποτίμησης

Στην κατηγορία των **μοντέλων σχετικής αποτίμησης** ανήκουν τα μοντέλα που στηρίζονται στην αγοραία τιμή των περιουσιακών στοιχείων. Η αποτίμηση με τους πολλαπλασιαστές είναι μια μέθοδος συμφωνά με την οποία η αξία μιας επιχείρησης ή μιας μετοχής υπολογίζεται συγκρίνοντας την με κάποιους αριθμοδείκτες. Αυτή η κατηγορία μοντέλων αποτίμησης μετοχών είναι διαφορετική από τα υπόλοιπα μοντέλα γιατί δεν θεμελιώνεται πάνω στην ιδέα της προεξόφλησης των μελλοντικών ταμειακών ροών, είτε οι ροές αυτές αποτελούν μέρισμα, είτε υπολειμματικό εισόδημα, είτε ελεύθερη ταμειακή ροή. Είναι η πιο απλή μέθοδος και η πιο ευρύτατα χρησιμοποιούμενη μέθοδος αποτίμησης, αφού γίνεται κατανοητή και από άπειρους επενδυτές. Η ανάλυση, επεξήγηση και ο υπολογισμός των αριθμοδεικτών αποτίμησης έχει περιγραφεί λεπτομερώς σε προηγούμενο κεφάλαιο (Βλ. Κεφαλαίο 7.8 σελ. 96)

9.4 Επιλογή Μοντέλων Αποτίμησης

Όπως έχει αναφερθεί παραπάνω, υπάρχουν πάρα πολλά μοντέλα αποτίμησης μετοχών που χρησιμοποιούνται είτε από ακαδημαϊκούς είτε από πρακτικούς αναλυτές. Κάθε μοντέλο δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί για κάθε μετοχή, αφού έχει πλεονεκτήματα αλλά και αντίστοιχα μειονεκτήματα.

Οι αναλυτές πρέπει να είναι προσεκτικοί στην επιλογή του κατάλληλου μοντέλου. Θα πρέπει το μοντέλο που θα επιλέξουν να μπορεί να εφαρμοστεί στην περίπτωση της υπό εξέταση μετοχής καθώς είναι πιθανόν να υπάρχει πρόβλημα με την διαθεσιμότητα και την ποιότητα των δεδομένων που απαιτούνται για την ανάλυση.

Λαμβάνοντας υπόψη τη φύση των συγκεκριμένων μετοχών, τα μειονεκτήματα και πλεονεκτήματα τους ότι χρησιμοποιήθηκε το μοντέλο αποτίμησης μετοχών με βάση τους αριθμοδείκτες για τον προσδιορισμό της εύλογης αγοραίας αξίας των μετοχών της REDS A.E. και της Μπάμπης Βωβός A.E. Ο σημαντικότερος λόγος που επιλέχθηκε το συγκεκριμένο μοντέλο και όχι κάποιο από τα μοντέλα προεξόφλησης μελλοντικών μερισμάτων όπως είναι το Gordon Model είναι ότι οι εταιρίες δεν αποδώσανε μερίσματα σε όλες τις χρήσεις μέσα στην πενταετία, μόνο η REDS A.E. απόδωσε μέρισμα και μόνο για δύο έτη.



9.5 Αποτίμηση μετοχών της REDS A.E. και της Μπάμπης Βωβός A.E. με βάση τους αριθμοδείκτες

Υπάρχουν αρκετοί δείκτες που χρησιμοποιούνται για την αποτίμηση μετοχών τόσο στην εγχώρια όσο και στη διεθνή βιβλιογραφία.

Όμως, λόγω ότι η REDS A.E. και η Μπάμπης Βωβός A.E. ήταν ζημιογόνες τα περισσότερα έτη δεν μπορεί να γίνει η αποτίμηση των μέτοχων με τον δείκτη P/E αφού οι εταιρείες έχουν απροσδιόριστη αναλογία P/E τα περισσότερα έτη. Επιπλέον, οι εταιρίες δεν αποδώσανε μερίσματα σε όλες τις χρήσεις μέσα στην πενταετία, όποτε δεν μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε για την αποτίμηση των μετόχων δείκτες όπως είναι η μερισματική απόδοση. Όποτε η αποτίμηση των μετόχων θα γίνει μόνο με τον δείκτη P/BV. Σε αυτόν τον αριθμοδείκτη αναζητούμε τις μετοχές με το χαμηλότερο P/BV, μιας και οι μελέτες μας έχουν δείξει ότι μετοχές με υψηλό δείκτη είναι υπερτιμημένες και συνήθως δεν ανταμείβουν μακροχρόνια τον επενδύτη τους.

Πίνακας 9.1 Σύγκριση P/BV					
ΕΤΟΣ	2006	2007	2008	2009	2010
REDS A.E	1,80	2,19	1,18	0,72	0,44
ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ A.E.	2,88	1,98	1,23	0,70	3

Σύμφωνα με τον πίνακα 9.1 προκύπτει ότι η μετοχή της REDS A.E. διαχρονικά έχει χαμηλότερο δείκτη από τη μετοχή της Μπάμπης Βωβός A.E. έκτος από τις χρήσεις 2007 και 2009. Το 2010 με βάση τον δείκτη P/BV η μετοχή της Μπάμπης Βωβός A.E. είναι υπερτιμημένη, ενώ η μετοχή της REDS A.E. είναι υποτιμημένη. Συμπεραίνουμε λοιπόν ότι η μετοχή της REDS A.E. είναι μια μετοχή υποψήφια για αγορά και αποτελεί επενδυτική ευκαιρία για τους επενδυτές σε σχέση με την μετοχή Μπάμπης Βωβός A.E.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10^ο

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΠΡΟΤΑΣΗ

10.1 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στην παρούσα εργασία πραγματοποιήθηκε η εφαρμογή της θεμελιώδους Ανάλυσης και τα συμπεράσματα που προέκυψαν συνοψίζονται παρακάτω.

Δεδομένης της βαθιάς ύφεσης στην οποία έχει περιέλθει η ελληνική οικονομία ο κλάδος Ακίνητης Περιούσιας επλήγη σε μεγάλο βαθμό από την οικονομική κρίση. Στη διάρκεια της πενταετίας οι περισσότερες εταιρίες του κλάδου είναι ζημιογόνες και παρατηρείται γενική επιδείνωσή των δεικτών καθώς και αύξηση του ανταγωνισμού. Κάτω από αυτές τις συνθήκες οι εταιρείες είναι σε στάση αναμονής και προγραμματίζουν προσεκτικά τις επόμενες κινήσεις τους.

Από την ανάλυση και τη σύγκριση της REDS A.E. και της Μπάμπης Βωβός A.E. αρχικά διαπιστώνεται η διαφορετική πορεία που ακολουθεί η κάθε εταιρεία στον κλάδο ακίνητης περιούσιας. Η REDS A.E. είναι πολυμετοχική εταιρεία και θυγατρική εταιρεία του ομίλου Ελλακτωρ. Αντίθετα, η ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ A.E., διανύει το τριακοστό έκτο έτος δραστηριοποίησης της στο κλάδο, είναι πολυμετοχική εταιρεία και το μεγαλύτερο ποσοστό μετοχών της κατέχουν μικρομέτοχοι.

Χαρακτηριστικό των δυο εξεταζόμενων εταιρειών είναι ότι σε πολλές χρήσεις παρουσιάζουν ζημιές κατά τη διάρκεια της πενταετίας. Η REDS A.E. είναι ζημιογόνα το 2008 και το 2009, ενώ η Μπάμπης Βωβός είναι κερδοφόρα μόνο το 2007. Συγκεντρωτικά, από την ανάλυση και τη σύγκριση των λογιστικών τους καταστάσεων συμπεραίνεται ότι η ρευστότητας της REDS A.E. κινείται σε ικανοποιητικότερα επίπεδα από την ρευστότητα της «ΜΒΔΤ». Η REDS A.E. μπορεί να ανταποκριθεί στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της, ενώ η «ΜΒΔΤ» παρουσιάζει σοβαρό πρόβλημα ρευστότητας και δεν μπορεί να εξοφλήσει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

Από την ανάλυση των Αριθμοδεικτών Κυκλοφοριακής Ταχύτητας προκύπτει ότι και οι δύο εταιρείες δεν αξιοποιούν αποτελεσματικά τα περιουσιακά τους στοιχεία για την πραγματοποίηση πωλήσεων.



Οι εταιρείες δεν έχουν επιτύχει τον στόχο τους και δεν είναι σε θέση να παρέχουν μεγάλη εξασφάλιση στους επενδυτές τους καθώς οι δείκτες αποδοτικότητας δεν είναι σε ικανοποιητικά επίπεδα. Συγκρίνοντας τους δείκτες των δύο εταιρειών, οι δείκτες της REDS A.E. είναι σε καλύτερα επίπεδα από τους δείκτες της «ΜΒΔΤ».

Σύμφωνα με την ανάλυση της διαρθρώσεως κεφαλαίου η REDS A.E. δεν εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από ξένα κεφάλαια και δεν αντιμετωπίζει καμία οικονομική δυσκολία για την κάλυψη των υποχρεώσεων της. Σε αντίθεση η «ΜΒΔΤ» έχει μεγάλη δανειακή επιβάρυνση και χαμηλή οικονομική αυτοδυναμία.

Από την ανάλυση των αριθμοδεικτών αποτίμησης προκύπτει ότι οι εταιρείες ακολουθούν την ίδια μερισματική πολιτική. Οι δύο εταιρίες δεν έχουν αποδώσει μερίσματα κατά την διάρκεια της πενταετίας, με εξαίρεση την REDS A.E. όπου διανέμισε μέρισμα μόνο το 2006 και το 2007. Επιπλέον, από τον δείκτη P/BV διαπιστώνουμε ότι η μετοχή της REDS A.E. είναι υποτιμημένη και αποτελεί επενδυτική ευκαιρία, σε αντίθεση με τη μετοχή της «ΜΒΔΤ» η οποία είναι υπερτιμημένη.

Όσο αφορά τον επενδυτικό κίνδυνο που εμπεριέχουν οι δύο μετοχές, αν και οι δύο είναι αμυντικές, αναμφίβολα η μετοχή της «ΜΒΔΤ» έχει μεγαλύτερο κίνδυνο από την μετοχή της REDS A.E.

Με βάση τα παραπάνω παρατηρείται ότι η REDS A.E. έχοντας τις ελκυστικότερες τιμές αριθμοδεικτών εμφανίζει την πιο αξιόλογη πορεία και την πιο υγιή χρηματοοικονομική εικόνα σε σχέση με την Μπάμπης Βωβός A.E.

10.2 ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΠΡΟΤΑΣΗ

Σύμφωνα με ένα κοινά αποδεκτό ορισμό, "*Επένδυση είναι η δέσμευση ενός συγκεκριμένου ποσού κεφαλαίου στο τρέχον χρονικό διάστημα, η οποία πραγματοποιείται με κίνητρο την προσδοκία υψηλότερων απολαβών στο μέλλον*" (Ν. Φίλιππα, 2005)



Όσον αφορά την επένδυση, πολλές φορές χρησιμοποιείται ο πιο εξειδικευμένος ορισμός της *προσωπικής επένδυσης*. Συμφωνά με τον Χαράμη (1998) *προσωπική επένδυση είναι η χρήση ιδίων κεφαλαίων για να κερδίσει κάποιος οικονομικά οφέλη, ικανοποιώντας τους προσωπικούς του στόχους.*



Στις μέρες μας, οι επενδύτες έχουν επηρεαστεί από την κατάσταση που επικρατεί στην παγκόσμια και στην ελληνική οικονομία. *Η πορεία της οικονομίας ιδιαίτερα σε εθνικό επίπεδο επηρεάζει την συμπεριφορά του ατόμου απέναντι στις επενδύσεις. Εάν η οικονομία βρίσκεται σε άνθιση τότε επηρεάζεται θετικά, στηρίζει τις επενδύσεις του ή και τις επεκτείνει (Καραπιστόλης, 1999).* Αφού, η Ελληνική οικονομία είναι σε ύφεση οι επενδυτές επηρεάζονται αρνητικά δεν επεκτείνουν τις επενδύσεις τους ή παίρνουν βιαστικές αποφάσεις και λειτουργούν κερδοσκοπικά¹⁹ προσπαθώντας να αποκομίσουν βραχυπρόθεσμα οφέλη.

Η επένδυση σε μετοχές μπορεί να είναι περισσότερο κερδοφόρα από άλλες επενδύσεις (π.χ. καταθέσεις, έντοκα γραμμάτια) εμπεριέχει όμως υψηλότερο κίνδυνο. Οι επενδυτές για να ελαχιστοποιήσουν τον κίνδυνο της επένδυσης τους, επιλέγουν μετοχές των οποίων οι αριθμοδείκτες είναι σε ικανοποιητικά επίπεδα. Με βάση την διαχρονική ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων των δύο εταιρειών, τα αποτελέσματα των δεικτών της REDS Α.Ε. είναι σε ικανοποιητικότερα επίπεδα από των δεικτών της Μπάμπης Βωβός Α.Ε. Όμως, οι εταιρείες δεν μπορούν να χαρακτηριστούν κερδοφόρες και προσφέρουν ελάχιστες διασφαλίσεις στους επενδυτές.

Ο κάθε επενδύτης έχει ιδιαίτερα χαρακτηριστικά και η συμπεριφορά του έναντι στον κίνδυνο να είναι διαφορετική. Ανάλογα με την επενδυτική τους συμπεριφορά οι επενδύτες κατατάσσονται σε διάφορες κατηγορίες. Με βάση τον *θεοδωρόπουλο (2000)* οι επενδύτες κατατάσσονται στις εξής κατηγορίες ανάλογα με τον επενδυτική τους συμπεριφορά: ο πολύ συντηρητικός, ο συντηρητικός, ο μετρίως επιθετικός και ο επιθετικός.

1) Πολύ συντηρητικός

Αυτός ο επενδυτής δεν επιθυμεί να διακινδυνεύσει το κεφάλαιο του και στόχος του είναι η διατήρηση του κεφαλαίου. Είναι διατεθειμένος να αποδεχθεί την πιθανότητα μιας απόδοσης χαμηλότερης ίσως του μέσου όρου, ελαχιστοποιώντας όμως ταυτόχρονα την πιθανότητα απώλειας κεφαλαίου. Αυτή η προσέγγιση ταιριάζει σε ανθρώπους που δεν έχουν καθόλου ανοχή στον κίνδυνο.

Στην περίπτωση του πολύ συντηρητικού επενδυτή, το πρότυπο χαρτοφυλάκιο πρέπει να αποτελείται από υψηλότοκες καταθέσεις, ομόλογα και καταθέσεις συναλλάγματος

¹⁹ Η **κερδοσκοπία** θεωρείται η αγοραπωλησία αξίων με σκοπό την εξασφάλιση κέρδους που απορρέει αποκλειστικά από την μεταβολή της τιμής τους. (Θεοδωρόπουλος, 2000)



σε ποσοστό 85% του χαρτοφυλακίου, ενώ 15% να είναι επενδυμένο σε μετοχές.

2) Συντηρητικός

Ο συντηρητικός επενδυτής στοχεύει στην αύξηση του κεφαλαίου του πάντα στα πλαίσια μιας συντηρητικής στρατηγικής. Αυτό επιτυγχάνεται με την αύξηση ποσοστού των μετοχικών επενδύσεων σε σύγκριση με τον πολύ συντηρητικό επενδυτή. Έτσι, το συντηρητικό χαρτοφυλάκιο θα έχει μεγαλύτερη διακύμανση από το πολύ συντηρητικό χαρτοφυλάκιο, παρουσιάζοντας μεγαλύτερες αποδόσεις σε περιόδους ανόδου των χρηματιστηριακών αγορών και μικρότερες σε περιόδους πτώσεων.

Το πρότυπο χαρτοφυλάκιο ενός συντηρητικού επενδυτή είναι καταναμημένο κατά 65% μεταξύ υψηλότοκων καταθέσεων, μακροχρόνιων ομολόγων, καταθέσεων συναλλάγματος και 35% μεταξύ ελληνικών μετοχών και μετοχών εξωτερικού.

3) Μετρίως επιθετικός

Στόχος του μετρίως επιθετικού επενδυτή είναι η μακροχρόνια αύξηση του κεφαλαίου, με την αύξηση του ποσοστού των χρηματιστηριακών επενδύσεων και την ανάληψη του αντίστοιχου επενδυτικού κινδύνου.

Το πρότυπο χαρτοφυλάκιο του αποτελείται κατά 55% από μετοχικές επενδύσεις εσωτερικού και εξωτερικού και κατά 45% από υψηλότοκες καταθέσεις, ομόλογα και συναλλαγματικές καταθέσεις. Αυτός ο επενδυτής πιστεύει ότι οι μετοχές στο μακροχρόνιο διάστημα αποδίδουν περισσότερο από τις άλλες επενδύσεις.

4) Επιθετικός

Ο επιθετικός επενδυτής στοχεύει στην απόκτηση υψηλών κεφαλαιακών κερδών μέσω επενδύσεων κυρίως σε μετοχικά προϊόντα. Αυτός ο επενδυτής κινείται κυρίως μεταξύ ρευστών διαθεσίμων και μετοχών, έχει αυξημένη γνώση των αγορών και πολύχρονη εμπειρία. Επίσης, είναι διατεθειμένος να αποδεχτεί σημαντική διακύμανση της αξίας του χαρτοφυλακίου του, προκειμένου να επιτύχει αποδόσεις υψηλότερες του μέσου όρου σε διάστημα τριών ως πέντε χρόνων.

Το χαρτοφυλάκιο του επιθετικού επενδυτή μεταβάλλεται διαρκώς, ανάλογα με τις ευκαιρίες που παρουσιάζονται στις αγορές. Το πρότυπο χαρτοφυλάκιο περιλαμβάνει 70% μετοχικές επενδύσεις εσωτερικού και 30% μετοχικές επενδύσεις εσωτερικού εξωτερικού.

Για να πετύχω την καταλληλότερη επενδυτική πρόταση ανάμεσα στις μετοχές των



εταιριών REDS A.E. και ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ A.E. ανέλυσα τις δύο μετοχές με την μέθοδο της θεμελιώδης Ανάλυσης. Σε περίπτωση που κάποιος επενδύτης επιθυμεί να επενδύσει σε μία από τις δύο μετοχές, λαμβάνοντας υπόψη όλους τους παράγοντες και τα κριτήρια, επιλέγεται η μετοχή της εταιρείας REDS A.E. εφόσον είναι υποτιμημένη και αποτελεί επενδυτική ευκαιρία. Επιπλέον, αναλύοντας τη επενδυτική συμπεριφορά των επενδυτών κατέληξα σε τέσσερις διαφορετικές επενδυτικές προτάσεις.

1) Για τον **πολύ συντηρητικό επενδυτή**, ο οποίος δεν έχει διάθεση να διακινδυνεύσει καθόλου το κεφάλαιο προτείνω να μην επενδύσει σε καμία από τις δύο μετοχές. Επειδή οι οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών σύμφωνα με τους ισολογισμούς δεν είναι πολύ καλές.

2) Για τον **συντηρητικό επενδυτή**, προτείνω ένα χαρτοφυλάκιο που να αποτελείται μόνο από 10% από μετοχές της REDS A.E. διότι η εταιρεία βρίσκεται σε μέτρια οικονομική κατάσταση και κυρίως λόγω του ότι η μετοχή της είναι αμυντική και δεν εμπεριέχει μεγάλο κίνδυνο. (μόνο το 35% του χαρτοφυλακίου του αποτελείται από μετοχές.)

3) Για αυτόν τον **μετρίως επιθετικό επενδυτή**, προτείνω ένα χαρτοφυλάκιο που να αποτελείται μόνο το 25% από μετοχές της REDS A.E. διότι η εταιρεία βρίσκεται σε μέτρια οικονομική κατάσταση, αλλά εκτιμώ ότι στο μέλλον θα υπάρξει μικρή ανάκαμψη της αγοράς η οποία θα έχει μακροχρόνια και θετική επίπτωση στα αποτελέσματα της εταιρείας. Επιπλέον, η μετοχή της είναι υποτιμημένη και θεωρείται επενδυτική ευκαιρία. (Το 55% του χαρτοφυλακίου του αποτελείται από μετοχές)

4) Οι **επιθετικοί επενδυτές** προτιμούν επιθετικές μετοχές με προσδοκία μεγάλων κερδών από μία γενική άνοδο των τιμών και το χαρτοφυλάκιο τους αποτελείται από 70% μετοχές εσωτερικού. Για αυτούς τους επενδυτές προτείνω να μην επενδύσουν σε καμία από τις δύο εταιρίες αφού οι μετοχές τους είναι αμυντικές και δεν θα έχουν τις αναμενόμενες αποδόσεις που επιθυμούν από μία γενική αύξηση των τιμών.

Δεν πρότεινα την επένδυση στην εταιρεία Μπάμπης Βωβός A.E. κυρίως λόγω του ότι η μετοχή της είναι υπερτιμημένη, όποτε αυτή τη χρονική στιγμή η μετοχή δεν αποτελεί επενδυτική ευκαιρία και η οικονομική κατάσταση της δεν είναι ικανοποιητική. Σε αυτή τη μετοχή θα μπορούσαν να επενδύσουν μόνο οι επιθετικοί επενδυτές, αν και δεν προτείνεται καθώς η επιλογή της μετοχή της Μπάμπης Βωβός A.E. με μακροπρόθεσμες προοπτικές εμπεριέχει μεγάλο κίνδυνο, αφού επηρεάζεται σε



μεγάλο βαθμό από φήμες και πληροφορίες που αιωρούνται στην αγορά του χρηματιστηρίου. Για παράδειγμα υπάρχουν φήμες ότι θα γίνει επανέναρξη των εργασιών και ολοκλήρωση της κατασκευής του εμπορικού κέντρου στην περιοχή του Βοτανικού οι οποίες επηρεάζουν σε μεγάλο βαθμό και προκαλούν μεγάλες διακυμάνσεις στην πορεία της μετοχής.

10.3 ΠΡΟΤΑΣΗ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΑΝΑΛΥΣΗ

Τελειώνοντας την παρούσα πτυχιακή εργασία, θα κάνουμε μια προσπάθεια να παρατάξουμε ορισμένες προτάσεις μας, για το πώς θα μπορούσε ένας αναλυτής να ασχοληθεί με το θέμα της θεμελιώδης ανάλυσης και να βγάλει επιπλέον συμπεράσματα.

1. Θα μπορούσε να κάνει πρόβλεψη για τα αποτελέσματα του επόμενου έτους τόσο στον ισολογισμό όσο και στα αποτελέσματα χρήσεως.
2. Θα μπορούσε να αποτιμήσει τις μετοχές των δύο εταιρειών χρησιμοποιώντας κάποια άλλη μέθοδο αποτίμησης.
3. Να υπολογίσει επιπλέον αριθμοδείκτες, που θα φανούν χρήσιμοι για περαιτέρω ανάλυση και εξαγωγή συμπερασμάτων.



ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ - ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ



ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΛΛΗΝΙΚΗ

- ✓ **Αρτίκης Π. Γεώργιος** (2002) *Χρηματοοικονομική Διοίκηση - Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων*, Εκδόσεις INTERBOOKS
- ✓ **Αρτίκης Π. Γεώργιος** (2010) *Χρηματοοικονομική Διοίκηση - Ανάλυση και Προγραμματισμός*, Β' Έκδοση, Εκδόσεις INTERBOOKS
- ✓ **Βασιλείου Δημήτριος – Ηρειώτης Νικόλαος** (2008) *Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Θεωρία & Πράξη*. 1^η Έκδοση, Εκδοτικός Οίκος: Rosili Αθήνα.
- ✓ **Γεωργόπουλος, Χ.** (2005) *Χρηματοοικονομική Διοίκηση Επιχειρήσεων*. Ελληνική Ακαδημία Διοίκησης Επιχειρήσεων.
- ✓ **Γκίκα Δημητρίου Χ.** (2002) *Η ανάλυση και οι χρήσεις των λογιστικών καταστάσεων*, Εκδόσεις Γ. Μπένου, Αθήνα
- ✓ **Καραπιστόλης Δ.** (1999) Φερέγγυο χαρτοφυλάκιο (συνθετική προσέγγιση της εξέλιξης των χρηματικών τιμών των μετοχών), Εκδόσεις ΑΝΙΚΟΥΛΑ, Θεσσαλονίκη
- ✓ **Νιάρχος, Ν.** (1997) *Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων*. Εκδόσεις Σταμούλη Α.Ε, Αθήνα
- ✓ **Πετρίδου Ε.** (2001) *Διοίκηση μανάτζμεντ*, Εκδόσεις Ζυγός, Θεσσαλονίκη
- ✓ **Ζαντέλης Π.** (2001) *Real Estate*, Εκδόσεις Παπασωτηρίου, Αθήνα
- ✓ **Θεοδωρόπουλος Ε. Θεόδωρος** (2000) *Χρηματιστηριακές Επενδύσεις*. Γ' Έκδοση, Εκδόσεις Σταμούλης Α.Ε. Αθήνα
- ✓ **Φίλιππας Δ. Νικόλαος** (2005) *Επενδύσεις*, 4^η χιλιάδα, Εκδόσεις Κων/νος Β. Σμπίλιας, Αθήνα
- ✓ **Χαράμης Γ.** (1998) *Επενδυτικές Επιλογές του μέσου Έλληνα*. Εκδόσεις Nubis, Αθήνα 2001
- ✓ *Αρχές Οικονομικής Θεωρίας, Γ Τάξη ΕΠΑΛ, Οργανισμός Εκδόσεων Διδακτικών Βιβλίων*, Αθήνα



ΞΕΝΗ

- ✓ **Basu S.**, (1977). Investment Performance of Common Stocks in Relation to their Price Earnings Ratios: A test of the Efficient Market Hypothesis, *Journal of Finance*
- ✓ **John Burr Williams** (1938). *The Theory of Investment Value*. Harvard University Press
- ✓ **Kolb, R.**, (1996). *Investments*, Blacwell Publishers
- ✓ **Kotler Philip**, (2000), *Μάρκετινγκ Μάνατζμεντ, Ανάλυση, Σχεδιασμός, Υλοποίηση και έλεγχος* (Α και Β Τόμος) , Εκδόσεις Interbooks.
- ✓ **Koller T & Goedhart M & Wessels D.** (2005). *Measuring and Managing the Value of Companies*. 4^η Έκδοση Mc Kinsey & Company.
- ✓ **Montana P. & Charnov B.** (2004), *Μάνατζμεντ*, Εκδόσεις Κλειδάριθμος. Αθήνα
- ✓ **Palepu Healy & Bernard, V.** (2004) *Business Analysis & Valuation, Using Financial Statements: Text and Cases*. Εκδόσεις Thomson- Southwestern
- ✓ **Reilly N. & Norton E.** (2006). *Investments*. 7^η έκδοση. Εκδόσεις Thomson Southwestern
- ✓ **Viverita (2008)**, The Effect of Mergers on Bank Performance: Evidence From Bank Consolidation Policy In Indonesia, Proceedings of the Eighth International Business Research Conference, Dubai.



ΜΕΛΕΤΕΣ - ΕΚΘΕΣΕΙΣ

- ✓ Οικονομική Μελέτη Τράπεζα της Ελλάδος. *Αγορές Ακινήτων : Εξελίξεις και προοπτικές* (2009). Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξίων της Τράπεζας της Ελλάδος.
- ✓ Κλαδική μελέτη ICAP Group. (2010) 40 κορυφαίοι κλάδοι της Ελληνικής Οικονομίας: Κλάδος Ακίνητης Περιούσιας.
- ✓ Κλαδική Ανάλυση Hellastat. (2009) Ακίνητη Περιούσια
- ✓ *Έρευνα Εργατικού Δυναμικού : Δεκέμβριος 2010* (Δελτίο Τύπου, 9 Μαρτίου 2011). Τμήμα Ερευνάς Εργατικού Δυναμικού. Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛ. ΣΤΑΤ)
- ✓ Ευρωπαϊκή Στατιστική Υπηρεσία (Eurostat), Έκθεση Eurostat 26 Απριλίου 2011 Eurostat Στατιστικά Χωρών
- ✓ Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (Ν.Π.Δ.Δ.) ,(2011), *Ετήσια Έκθεση 2010*, Αθήνα



«ΘΕΜΕΛΙΩΔΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΥΟ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α.»

- ✓ Ετήσια Οικονομική Έκθεση REDS Α.Ε. (2006 & 2007 & 2008 & 2009 & 2010)
- ✓ Ετήσια Οικονομική Έκθεση ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ Α.Ε. (2006 & 2007 & 2008 & 2009 & 2010)
- ✓ Προετοιμασία και εφαρμογή πλαισίου για τη διαχείριση και αξιοποίηση της ακίνητης περιουσίας του τελικού Δικαιούχου (Υ.Υ.Κ.Α) και των φορέων υλοποίησης που εποπτεύει. ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΚΟΙΝΩΝΙΚΟ ΤΑΜΕΙΟ ΚΑΙ ΑΠΟ ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΔΗΜΟΣΙΟ, Ειδική υπηρεσία διαχείρισης Ε.Π. «Υγεία – Πρόνοια», 2000 – 2006



ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΕΣ ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ

- ✓ **Νούλας Α.** (2010). Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου, Πανεπιστημιακές Εκδόσεις.
- ✓ **Παπαορφανός, Α.,** (2005). Διάλεξη, ΤΕΙ Κρήτης – Παράρτημα Αγ. Νικολάου
- ✓ **Γκλεζάκος, Μ.,** (2006). *Εισαγωγή στην Ανάλυση της Οικονομικής Κατάσταση των Επιχειρήσεων*, Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Τμήμα Στατιστικής και Ασφαλιστικής Επιστήμης
- ✓ Μαυράκης Ε., & Συλιγάρδος Γ., (2005) « Ανάλυση και Διαχείριση Χαρτοφυλακίου και Χρηματιστηριακές Επενδύσεις». Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Ασφαλιστικής, Άγιος Νικόλαος



ΒΡΟΦΟΓΡΑΦΙΑ

- ✓ Οι μέθοδοι της θεμελιώδους και της Τεχνικής Ανάλυσης, Περιοδικό Χρήμα, Ιανουάριος 2007, Τεύχος 328
- ✓ Όι 10 σημαντικότεροι χρηματοοικονομικοί αριθμοδείκτες. Εφημερίδα Το Βήμα, 19/12/1999.



INTERNET – ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΠΗΓΕΣ

- ✓ www.ase.gr – Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε
- ✓ www.naftemporiki.gr
- ✓ www.economics.gr Χρηματιστηριακός Οδηγός - ICAP



- ✓ www.greekfinanceforum.com
- ✓ <http://el.wikipedia.org/> ΒΙΚΙΠΑΙΔΕΙΑ – Ελεύθερη Εγκυκλοπαίδεια
- ✓ www.iraj.gr Investment Research & Analysis Journal, Ο Συντελεστής “Beta” μιας Μετοχής, Νικόλαος Ηρ. Γεωργιάδης, 2005
- ✓ www.capital.gr , Δημιουργία νέου κλαδικού δείκτη "FTSE/X.A. Ακίνητης Περιουσίας" (2009)
- ✓ www.statistics.gr Ελληνική Στατιστική Αρχή
- ✓ www.stockwatch.com



ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

I. ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Έτος	Καθαρό Εθνικό Διαθέσιμο Εισόδημα	Ποσοστιαία Μεταβολή	Τελική καταναλωτική Δαπάνη	Διαφορά
2000	122.724	-	122.899	-174
2001	132.012	7,60%	131.720	293
2002	140.056	6,10%	142.895	-2.839
2003	150.056	7,80%	151.367	-438
2004	161.695	7,10%	162.201	-506
2005	167.570	3,60%	13.978	-6.407
2006	181.208	8,10%	190.518	-9.310
2007	191.685	5,80%	204.532	-12.847
2008	199.406	4,00%	218.739	-19.334
2009	194.056	-2,70%	222.388	-28.332
2010	184.149	-5,10%	216.141	-31.993

Ποσά: σε τρέχουσες τιμές και σε εκ. € Πηγή: ΕΛ.ΣΤΑΤ.

	2007	2008	2009	2010
Δημόσιες επενδύσεις (% ΑΕΠ)**	3.4 %	3.6 %	3.0 %	2.8%
Εξαγωγές (αγαθά- τρέχουσες τιμές)	21. 4*	22. 8*	18. 5*	20.7
Εισαγωγές (αγαθά- τρέχουσες τιμές)	65. 8*	71. 2*	56. 8*	53.4

Πηγή: Ελληνική Στατιστική Αρχή, 2011 *δισεκατομμύρια€



ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ CAMP

Το υπόδειγμα CAPM βασίζεται στις εξής δέκα **υποθέσεις**:

1. Δεν υπάρχουν **κόστη συναλλαγών** (transaction costs).
2. Τα περιουσιακά στοιχεία είναι απείρως διαιρετά δηλαδή ο επενδύτης μπορεί να επενδύσει οποιαδήποτε πόσο σε μία μετοχή, ακόμη και πόσα μικρότερα από την τιμή της).
3. Δεν υπάρχει φορολογία. Η απουσία της προσωπικής φορολογίας εισοδήματος, άρα ο επενδυτής είναι αδιάφορος ως προς τη μορφή (μερίσματα ή κέρδη κεφαλαίου) της απόδοσης μιας μετοχής.
4. Κανένας επενδυτής δεν μπορεί να επηρεάσει την αγορά και τις τιμές των μετοχών προς την κατεύθυνση που θα ήθελε, αγοράζοντας ή πουλώντας περιουσιακά στοιχεία.
5. Όλοι οι επενδυτές εκτιμούν και αναλύουν με τον ίδιο τρόπο και αποφασίζουν βασισμένοι μόνο σε αναμενόμενες τιμές και τυπικές αποκλίσεις των αποδόσεων των μετοχών τους.
6. επιτρέπονται ανοιχτές πωλήσεις.
7. Απεριόριστος δανεισμός με ακίνδυνο επιτόκιο. Υπάρχει ένα επιτόκιο δίχως κίνδυνο στην αγορά το οποίο είναι το ίδιο για όλους τους επενδυτές και με το οποίο κάθε επενδυτής μπορεί να δανειστεί ή να δανείσει χρήματα.
8. Υπάρχει ελεύθερη και ομοιόμορφη πρόσβαση στη διαθέσιμη πληροφόρηση χωρίς κόστος.
9. Ομοιογένεια προσδοκιών. Οι επενδυτές είναι ορθολογικοί και έχουν ομοιογενείς προσδοκίες όσον αφορά την απόδοση και τον κίνδυνο των διαθέσιμων περιουσιακών στοιχείων. Όλοι οι επενδυτές λαμβάνουν υπ' όψιν τον μέσο και την διασπορά των αποδόσεων που ορίζονται σε μία κοινή σχετική περίοδο.
10. όλα τα περιουσιακά στοιχεία είναι διαπραγματευσιμα.



Παράγοντες που επηρεάζουν την Αξία των Ακινήτων

Οι παράγοντες αυτοί είναι οι εξής:

- **Η χρησιμότητα** ή η ικανότητα του ακινήτου να ικανοποιεί στο παρόν (παρούσα αξία) ή στο μέλλον (μελλοντική αξία) τις διαμορφούμενες ανάγκες των ιδιοκτητών ή των χρηστών. Η επίδραση της χρησιμότητας στην αξία είναι σχετική με τα χαρακτηριστικά της ιδιοκτησίας. Η χρησιμότητα του μεγέθους, του σχεδιασμού, των εγκαταστάσεων και άλλες μορφές χρησιμότητας έχουν μεγάλη επίδραση στην αξία του ακινήτου.
- **Η σπανιότητα**, που καθορίζεται από τη σχέση ζήτησης-προσφοράς. Με σταθερή ζήτηση η σπανιότητα προσφοράς αυξάνει την αξία, της οποίας η τιμή καθορίζεται από το συνδυασμό της σπανιότητας με τη χρησιμότητα.
- **Η επιθυμία για κάλυψη αναγκών** αντικειμενικών ή και υποκειμενικών.
- **Η αγοραστική δύναμη** (effective purchasing power), που ευνοεί την ανάπτυξη επιθυμιών και τη συμμετοχή στη διαμορφούμενη αγορά ακινήτων» (Ζαντέλης, 2001).



II. ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ : ΤΥΠΟΙ

(7.1) Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας

$$\text{Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

(7.2) Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας

$$\text{Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό} - \text{Απόθεμα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

(7.3) Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Απαιτήσεων

$$\text{Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Απαιτήσεων} = \frac{\text{Κύκλος Εργασιών}}{\text{Μέσος Όρος Απαιτήσεων}}$$

(7.4) Μέσος Όρος Απαιτήσεων

$$\text{Μέσος Όρος Απαιτήσεων} = (\text{Απαιτήσεις αρχής} + \text{απαιτήσεις τέλους}) / 2$$

(7.5) Μέσος Χρόνος Είσπραξης Απαιτήσεων

$$\text{Μέσος Χρόνος Είσπραξης Απαιτήσεων} = \frac{365}{\text{Αριθμ. Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Απαιτήσεων}}$$

(7.6) Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού

$$\text{Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού} = \frac{\text{Κύκλος Εργασιών}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

(7.7) Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων(ROE)

$$\text{Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων(ROE)} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη (Ζημιές) προ Φόρων}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

(7.8) Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού

$$\text{Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη (Ζημιές) προ Φόρων}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

(7.9) Αριθμοδείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους

$$\text{Αριθμοδείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους} = \frac{\text{Μικτά Κέρδη}}{\text{Κύκλος Εργασιών}}$$



(7.10) Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους

$$\text{Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Κύκλος Εργασιών}}$$

(7.11) Αριθμοδείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης

$$\text{Αριθμοδείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης} = \frac{\text{Ίδια Κεφάλαια}}{\text{Ξένα Κεφάλαια}}$$

(7.12) Αριθμοδείκτης Οικονομικής Αυτονομίας

$$\text{Αριθμοδείκτης Οικονομικής Αυτονομίας} = \frac{\text{Ίδια Κεφάλαια}}{\text{Συνολικά Κεφάλαια}} \times 100$$

(7.13) Δείκτης P/E

$$P/E = \frac{\text{Τιμή Μετοχής}}{\text{Κέρδη ανά Μετοχή (EPS)}}$$

(7.14) Δείκτης P/BV

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

(7.15) Μερισματική Απόδοση

$$\text{Μερισματική Απόδοση} = \frac{\text{Μέρισμα ανά Μετοχή}}{\text{Χρηματιστηριακή Αξία Μετοχής}} \times 100$$

(8.1) $R_i = r_f + b \cdot (R_m - r_f)$

(8.2) Συντελεστής β

$$\text{Beta (i)} = \frac{\text{Cov (r}_i, r_m)}{\text{Var (r}_m)}$$

(8.3) Απόδοση μετοχών

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_t}$$