

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

**ΑΠΟΣΤΟΛΑΚΗ ΕΛΕΝΗ**

**ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ**  
**ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ & ΤΙΤΑΝ Α.Ε.**

**ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

Εισηγητής: Καράμπελας Εμμανουήλ

ΑΓΙΟΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ

Απρίλιος 2009

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

<b>ΠΕΡΙΛΗΨΗ</b> .....	<b>5</b>
<b>1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ</b> .....	<b>6</b>
1.1 Ο ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ .....	6
1.2 Η ΑΝΑΛΥΣΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ ΚΑΙ Η ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕΤΟΧΩΝ .....	7
1.2.1 <i>Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων</i> .....	8
1.2.2 <i>Αποτίμηση Μετοχών</i> .....	11
<b>2 ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΚΑΙ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ</b> .....	<b>12</b>
2.1 Ο ΚΛΑΔΟΣ ΤΣΙΜΕΝΤΟΥ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΣΤΗΝ ΑΛΛΟΔΑΠΗ .....	12
2.1.1 <i>Ο Κλάδος Τσιμέντου στην Ελλάδα</i> .....	12
2.1.2 <i>Ο Κλάδος Τσιμέντου στην Αλλοδαπή</i> .....	13
2.2 ΟΙ ΕΤΑΙΡΙΕΣ.....	14
2.2.1 <i>Τιτάν</i> .....	15
2.2.2 <i>Α.Γ.Ε.Τ.– ΗΡΑΚΛΗΣ</i> .....	18
<b>3 ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ</b> .....	<b>21</b>
3.1 ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑ.....	21
3.1.1 <i>Κυβερνητική Πολιτική</i> .....	22
3.1.2 <i>Πελάτες/Ανταγωνιστές</i> .....	23
3.1.3 <i>Τεχνολογία</i> .....	24
3.1.4 <i>Καιρικές Συνθήκες</i> .....	24
3.1.5 <i>Αλλαγές</i> .....	24
3.2 ΠΟΛΥΠΛΟΚΟΤΗΤΑ.....	25
3.3 ΠΟΙΚΙΛΟΜΟΡΦΙΑ ΑΓΟΡΑΣ .....	25
3.4 ΕΧΘΡΟΤΗΤΑ .....	25
<b>4 ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ</b> .....	<b>27</b>
ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΙΚΟΥ ΚΑΙ ΜΗ ΣΥΣΤΗΜΑΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ .....	28
4.1.1 <i>ΤΟ Υπόδειγμα Single-Index</i> .....	28
4.1.2 <i>Ο Συνολικός Κίνδυνος μιας Μετοχής</i> .....	30
ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ .....	32
<b>5 ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΤΑΙΡΙΩΝ</b> .....	<b>33</b>
5.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ .....	34
5.1.1 <i>Αριθμοδείκτες Κερδοφορίας</i> .....	34
5.1.2 <i>Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας</i> .....	37
5.1.3 <i>Αριθμοδείκτες Αποτίμησης Κινδύνου</i> .....	41
5.1.4 <i>Αριθμοδείκτες Ρευστότητας</i> .....	49

5.2	ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΤΑΙΡΙΩΝ .....	53
5.2.1	<i>Το Υπόδειγμα Αποτίμησης Gordon</i> .....	53
5.2.2	<i>Εμπειρικά Αποτελέσματα</i> .....	55
<b>6</b>	<b>ΣΥΝΟΨΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΠΡΟΤΑΣΗ</b> .....	<b>57</b>
6.1	ΣΥΝΟΨΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ .....	57
6.2	ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΠΡΟΤΑΣΗ .....	57
6.3	ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ .....	58
	<b>ΑΝΑΦΟΡΕΣ</b> .....	<b>60</b>
	<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ: ΟΙ ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ</b> .....	<b>62</b>

## Κατάλογος Σχημάτων

Σχήμα 2-1: Η Εξέλιξη της Παραγωγής Τσιμέντου στην Ελλάδα, 1913-2006 (σε εκατ. τόνους).....	12
Σχήμα 2-2: Η Κατανομή των Εργοστασίων του Τιτάνα ανά τον Κόσμο.....	16
Σχήμα 4-1: Ο Συστηματικός Και Ο Μη-Συστηματικός Κίνδυνος Μιας Μετοχής.....	27

## Κατάλογος Πινάκων

Πίνακας 1-1: Μέθοδοι Αποτίμησης Μετοχών.....	11
Πίνακας 2-1: Βασικά Στοιχεία των Εισηγμένων Εταιρικών του Κλάδου Μη Μεταλλικά Ορυκτά-Τσιμέντα (ποσά σε εκατ. ευρώ).....	14
Πίνακας 4-1: Συστηματικός και μη Συστηματικός Κίνδυνος της Α.Γ.Ε.Τ.-ΗΡΑΚΛΗΣ και του ΤΙΤΑΝΑ.....	32
Πίνακας 5-1: Δείκτες Κερδοφορίας του ΤΙΤΑΝΑ, 2004-2007 (ποσά σε χιλ. ευρώ).....	35
Πίνακας 5-2: Δείκτες Κερδοφορίας της Α.Γ.Ε.Τ.-ΗΡΑΚΛΗΣ, 2004-2007 (ποσά σε χιλ. ευρώ).....	35
Πίνακας 5-3: Δείκτες Αποδοτικότητας του ΤΙΤΑΝΑ, 2004-2007 (ποσά σε χιλ. ευρώ).....	38
Πίνακας 5-4: Δείκτες Αποδοτικότητας της Α.Γ.Ε.Τ. - ΗΡΑΚΛΗΣ, 2004-2007 (ποσά σε χιλ. ευρώ).....	39
Πίνακας 5-5: Δείκτες Αποτίμησης Κινδύνου ΑΓΕΤ, 2004-2006 (ποσά σε ευρώ).....	41
Πίνακας 5-6: Δείκτες Αποτίμησης Κινδύνου ΤΙΤΑΝΑ, 2004-2006 (ποσά σε ευρώ)....	42
Πίνακας 5-7: Δείκτες Ρευστότητας ΤΙΤΑΝΑ, 2004-2006 (ποσά σε ευρώ).....	49
Πίνακας 5-8: Δείκτες Ρευστότητας ΑΓΕΤ-ΗΡΑΚΛΗΣ, 2004-2006 (ποσά σε ευρώ)....	49
Πίνακας 5-9: Το Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων του ΤΙΤΑΝΑ, 2004-2007.....	55
Πίνακας 5-10: Το Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων της ΑΓΕΤ, 2004-2007.....	55

## Περίληψη

Στην παρούσα εργασία χρησιμοποιούμε ορισμένους αριθμοδείκτες προκειμένου να αξιολογήσουμε την χρηματοοικονομική κατάσταση δυο εισηγμένων τσιμεντοβιομηχανιών, του ΤΙΤΑΝΑ και της ΑΓΕΤ-ΗΡΑΚΛΗΣ. Ο μεν ΤΙΤΑΝ δραστηριοποιείται στο κλάδο τσιμέντου, έχοντας καθετοποιημένη παραγωγική και εμπορική δραστηριότητα σε 12 χώρες στον κόσμο. Η δε ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ, η οποία ελέγχεται σήμερα σε ποσοστό άνω του 86% από τον Γαλλικό Όμιλο *Lafrage*, δραστηριοποιείται στο κλάδο παραγωγής και εμπορίας τσιμέντου και άλλων δομικών στοιχείων και θερμομονωτικών υλικών.

## 1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

### 1.1 Ο ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ

Ο σκοπός της μελέτης είναι μέσω της ανάλυσης των αριθμοδεικτών, των εταιρικών στρατηγικών, των επενδυτικών σχεδίων, την παρουσίαση των προβλέψεων σχετικά με βασικούς οικονομικούς δείκτες, καθώς επίσης και μέσω της σύγκρισης των οικονομικών μεγεθών των επιχειρήσεων θα αξιολογήσουμε την παρούσα οικονομική κατάσταση και τις δυνατότητες εξέλιξης των εταιριών, ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ και ΤΙΤΑΝΑ, που δραστηριοποιούνται στον κλάδο της τσιμεντοβιομηχανίας. Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να τονίσουμε ότι δια της ανάλυσης των οικονομικών καταστάσεων των εταιριών αποβλέπουμε όχι τόσο στην απλή παράθεση αριθμών, όσο στην εξαγωγή συμπερασμάτων που προκύπτουν από τις συγκρίσεις διαφορετικών αριθμών των καταστάσεων αυτών.

Από την άλλη δια της εφαρμογής μεθόδων αποτίμησης της μετοχής θα αναζητήσουμε την δίκαιη αξία της μετοχής των 2 εταιριών. Μια από τις πιο δύσκολες αποφάσεις που καλούνται να λάβουν οι επενδυτές μετοχών είναι εάν προτιμούν τις μετοχές αξίας (value stocks), δηλαδή μετοχές με υψηλή μερισματική απόδοση, ή τις αναπτυξιακές μετοχές (growth stocks), δηλαδή μετοχές με χαμηλή μερισματική απόδοση ή καθόλου απόδοση αλλά αναπτυξιακές προοπτικές. Η εύρεση των αναπτυξιακών μετοχών απαιτεί την εύρεση υποτιμημένων μετοχών, δηλαδή μετοχών των οποίων η *δίκαιη αξία* είναι υψηλότερη της τρέχουσας (Reilly and Norton, 2006:482).

## 1.2 Η ΑΝΑΛΥΣΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ ΚΑΙ Η ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕΤΟΧΩΝ

Σύμφωνα με τους Σχινά και Λυρίδη (2002:6), μερικοί από τους στόχους μιας επιχείρησης αφορούν:

- στην μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων
- στην μεγιστοποίηση του κέρδους
- στην μεγιστοποίηση των απολαβών διοικητικών στελεχών
- σε λοιπούς σχετικούς στόχους, όπως η συμμετοχή και ο έλεγχος άλλων επιχειρήσεων

Συνήθως, ο κύριος στόχος των εταιριών είναι η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων, μεθερμηνευόμενος ως μεγιστοποίηση της τιμής της μετοχής (Γεωργόπουλος, 2005: 22).

Από την άλλη, η παραδοσιακή οικονομική θεώρηση της μεγιστοποίησης του κέρδους δεν υιοθετείται από πολλές επιχειρήσεις ως κύριος στόχος, καθώς αυτός συνιστά βραχυπρόθεσμο στόχο παραβλέποντας πιο μακροπρόθεσμες καταστάσεις και ευκαιρίες (Σχινάς και Λυρίδης, 2002:6). Επί παραδείγματι, η ανάληψη μιας δαπανηρής επένδυσης θα επιφέρει μεγάλες δαπάνες στα προσεχή έτη αλλά μεγάλα έσοδα στα επόμενα, ενώ η απόρριψη της θα οδηγήσει σε μεγιστοποίηση των κερδών στο βραχυχρόνιο διάστημα εις βάρος, όμως, της μακροχρόνιας πορείας της επιχείρησης.

Η επίτευξη λοιπόν του βασικού στόχου μιας εταιρίας, σε ένα δεδομένο χρονικό διάστημα, δύναται να κριθεί από τον χρηματοοικονομικό αναλυτή είτε *εκ των υστέρων*, καταγράφοντας την πορεία της τιμής της μετοχής κατά το αντίστοιχο διάστημα και εν συνεχεία εκτιμώντας τον αντίκτυπο που είχαν η κεφαλαιακή και η μερισματική απόδοση της μετοχής, είτε *εκ των προτέρων*, εξετάζοντας τις δημοσιευθείσες εταιρικές χρηματοοικονομικές καταστάσεις και υπολογίζοντας εκ των παρουσιαζομένων σε αυτές οικονομικών στοιχείων ορισμένους αριθμοδείκτες, οι οποίοι σχετίζονται με την πορεία της τιμής της μετοχής.

### 1.2.1 Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων

Οι οικονομικές καταστάσεις, τις οποίες δημοσιεύουν οι επιχειρήσεις, ενδιαφέρουν πολλούς συναλλασσόμενους με την επιχείρηση τόσο εντός αυτής όσο και εκτός. Πρωτίστως οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις απευθύνονται σε όσους λαμβάνουν επενδυτικές αποφάσεις ευρισκόμενοι εκτός της επιχείρησης, μιας και οι εντός της επιχείρησης έχουν πρόσβαση σε ολόκληρο το φάσμα των δεδομένων αυτής.

Σύμφωνα με τον Νιάρχο (1997:32) υπάρχουν τρεις τρόποι ανάλυσης των λογιστικών καταστάσεων μιας εταιρίας: (α) η κάθετη μέθοδος αναλύσεως, (β) η διαχρονική μέθοδος αναλύσεως, και (γ) μέθοδος αναλύσεως δια της χρήσης αριθμοδεικτών.

Όλοι οι παραπάνω τρόποι ανάλυσης των λογιστικών καταστάσεων μιας εταιρίας παρέχουν *χρηματοοικονομικές πληροφορίες* σε διαφορετικές ομάδες προσώπων, οι οποίες, κατά τον Γεωργόπουλο (2005:79-80), μπορεί να είναι:

- *Μέτοχοι*
- *Διοίκηση*
- *Επενδυτικοί Σύμβουλοι*
- *Απασχολούμενο Προσωπικό*
- *Προμηθευτές*
- *Πελάτες*
- *Το Κράτος*
- *Το Κοινωνικό Σύνολο*
- *Δανειστές*

Κατά τον Γκλεζάκο (2006: 67) οι αριθμοδείκτες δύνανται να χρησιμοποιηθούν προκειμένου να

- Εκτιμήσουμε την βιωσιμότητα μιας μονάδας
- Εκτιμήσουμε την αποτελεσματικότητα ενός επενδυτικού σχεδίου (ή γενικότερα, ενός προγράμματος δράσης).
- Προβούμε σε προβλέψεις χρεοκοπίας
- Εκτιμήσουμε την αξία μιας επιχείρησης.



Κατά τον υπολογισμό των αριθμοδεικτών είναι δυνατό να προκύψουν ορισμένα προβλήματα τα οποία, εάν δεν αντιμετωπιστούν κατάλληλα, ενδεχομένως να οδηγήσουν στον προσδιορισμό παραπλανητικών τιμών. Τα προβλήματα αυτά συνήθως οφείλονται στις πιο ακόλουθες αιτίες (Γκλεζάκος, 2006: 68):

- Ύπαρξη αρνητικών παρανομαστών ή αριθμητών.
- Ύπαρξη ακραίων τιμών, οφειλόμενων σε λανθασμένη καταχώρηση ή συγκυριακή επικράτηση ασυνήθιστων τιμών των αντίστοιχων παραμέτρων.
- Χρησιμοποίηση, ως παρανομαστών, μεταβλητών με τιμές που τείνουν στο μηδέν. Σε μια τέτοια περίπτωση, οι τιμές των αντίστοιχων δεικτών τείνουν στο άπειρο.
- Διαφοροποιήσεις μεταξύ επιχειρήσεων ή μεταξύ χρήσεων. Για παράδειγμα, η απόκτηση παγίων με χρηματοδοτική μίσθωση έχει ως αποτέλεσμα την παρουσίαση μειωμένων παγίων στο ενεργητικό. Έτσι, ο δείκτης παγιοποίησης της αντίστοιχης επιχείρησης θα είναι εξαιρετικά χαμηλός, συγκρινόμενος με τον ίδιο δείκτη μιας ομοειδούς επιχείρησης η οποία δεν έχει καταφύγει στη χρηματοδοτική μίσθωση.

Στις περιπτώσεις αυτές, το πρόβλημα αντιμετωπίζεται με χρήση εναλλακτικών δεικτών (οι οποίοι έχουν αντίστοιχο πληροφοριακό περιεχόμενο άλλα συσχετίζονται με παραμέτρους που δεν παρουσιάζουν ανάλογα προβλήματα) ή με απαλοιφή των ακραίων τιμών των παραμέτρων ή με απαλοιφή των δεικτών που παρουσιάζουν ακραίες τιμές

Η **κάθετη ή διαστρωματική ανάλυση** αναδεικνύει την σύνθεση των οικονομικών καταστάσεων και την σχετική βαρύτητα των επί μέρους τμημάτων στο σύνολο. Συγκεκριμένα, στην κάθετη ανάλυση κάθε στοιχείο του ισολογισμού και κάθε στοιχείο των αποτελεσμάτων χρήσεως παρουσιάζεται ως ποσοστό του συνολικού ενεργητικού και του κύκλου εργασιών, αντιστοίχως (Edmonds και Edmonds, 2000:535). Αντικειμενικός στόχος της κάθετης ανάλυσης είναι να καταστούν συγκρίσιμα τα μεγέθη των λογιστικών καταστάσεων εταιριών διαφορετικού μεγέθους, αλλά και να γίνει ανάλυση της εσωτερικής διάρθρωσης των λογιστικών καταστάσεων (Νιάρχος 1997: 33)

Η **οριζόντια ανάλυση** εκτιμά την μεταβολή των μεγεθών ανά περίοδο και μας δείχνει την σημαντικότητα των αποτελεσμάτων της εταιρίας στην διάρκεια μιας χρήσεως. Επί παραδείγματι, προ φόρων κέρδη ύψους €300.000 μπορεί να αποτελούν εξαιρετικό αποτέλεσμα αν τα αντίστοιχα κέρδη κατά την προηγούμενη χρήσης ήταν μόλις €300.000, σημείωσαν δηλαδή μεταβολή 300%. Η οριζόντια ανάλυση αποκτά μεγάλη σημασία όταν η επιχείρηση λειτουργεί επί σειρά ετών, οπότε και είναι δυνατός ο προσδιορισμός σχετικών τάσεων διαφόρων μεγεθών. Συνήθως, τα μεγέθη μιας λογιστικής κατάστασης στο έτος βάσης αποκτούν την θέση δείκτη (=100) και στα υπόλοιπα έτη υπολογίζονται οι μεταβολές των αντιστοίχων μεγεθών σε σχέση με το έτος βάσης (Davies and Paid, 2002: 210).

### 1.2.2 Αποτίμηση Μετοχών

Υπάρχουν δυο βασικές κατηγοριοποιήσεις των μεθόδων αποτίμησης. Κατ' αρχάς σύμφωνα με τον Penman (2003: 18) η κατηγοριοποίηση των διαφορετικών μεθόδων αποτίμησης λαμβάνει χώρα με βάση την ανάγκη πρόβλεψης κάποιου στοιχείου. Στον παρακάτω πίνακα παραθέτουμε τις κατά τον Penman διαφορετικές μεθόδους αποτίμησης.

**Πίνακας 1-1:** Μέθοδοι Αποτίμησης Μετοχών

<b>ΜΕΘΟΔΟΙ ΠΟΥ ΔΕΝ ΠΡΟΫΠΟΘΕΤΟΥΝ ΠΡΟΒΛΕΨΗ</b>	<b>ΜΕΘΟΔΟΙ ΠΟΥ ΠΡΟΫΠΟΘΕΤΟΥΝ ΠΡΟΒΛΕΨΗ</b>
1. Μέθοδος των Πολλαπλασίων	1. Μέθοδος Προεξόφλησης Μερισμάτων
2. Μέθοδος Πολλαπλού Ελέγχου	2. Μέθοδος Προεξόφλησης των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών
3. Μέθοδος Αποτίμησης Βάσει Περιουσιακών Στοιχείων	3. Ανάλυση Υπολειμματικού Εισοδήματος
	4. Ανάλυση Αύξησης Κερδών

Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να υπογραμμίσουμε ότι η επιτυχής χρήση των υποδειγμάτων αποτίμησης στηρίζεται στην παραδοχή ότι η κεφαλαιαγορά λειτουργεί αναποτελεσματικά και ως εκ τούτου καθίσταται δυνατή η εξεύρεση της δίκαιης τιμής μιας μετοχής. Σε αντίθετη περίπτωση, εάν δεχτούμε η αγορά λειτουργεί αποτελεσματικά τότε η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής αποτελεί και την καλλίτερη δυνατή εκτίμηση της δίκαιης αξίας της.

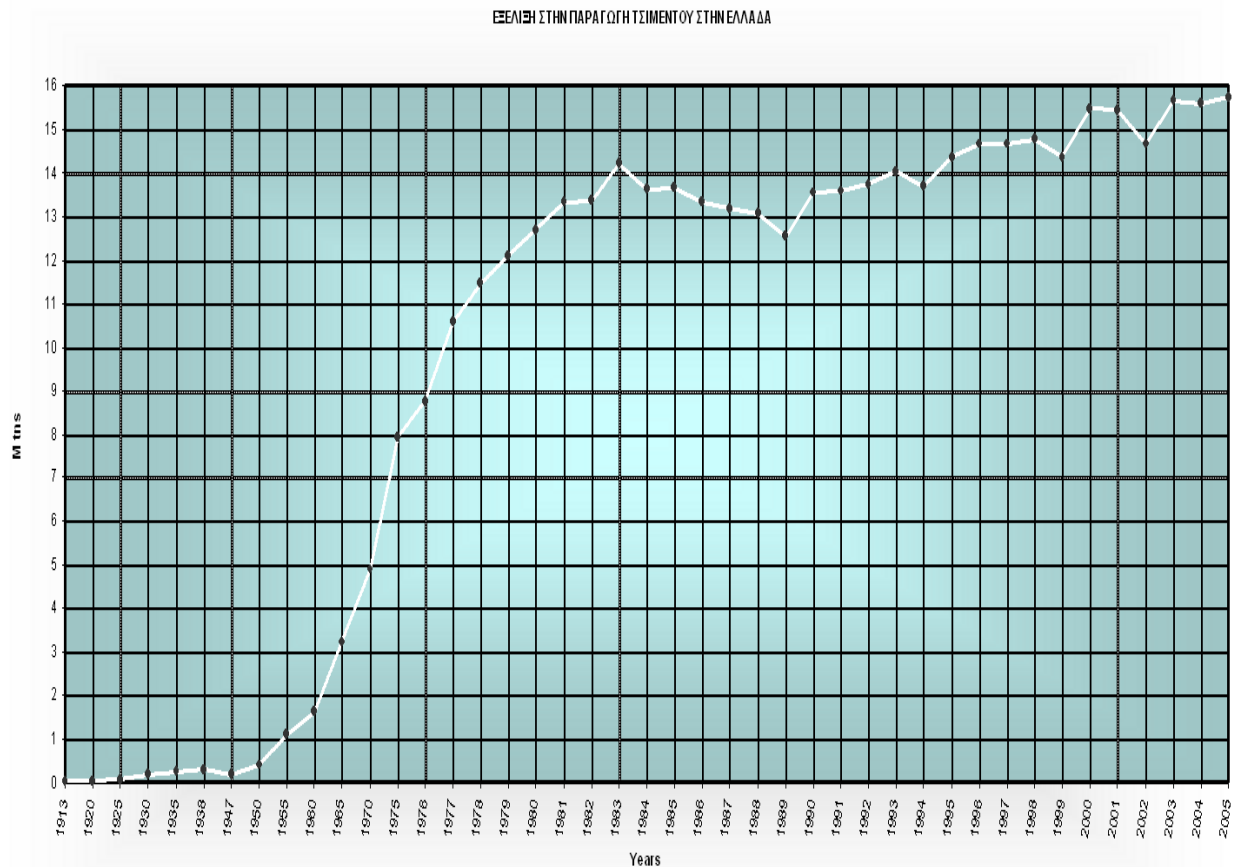
## 2 ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΚΑΙ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Σε αυτό το κεφάλαιο θα παραθέσουμε ορισμένα στοιχεία αναφορικά με τον κλάδο τσιμέντου στην Ελλάδα και την αλλοδαπή (Ενότητα 2.1), ενώ θα παρουσιάσουμε με συνοπτικό τρόπο τις εταιρίες ΤΙΤΑΝ και Α.Γ.Ε.Τ-ΗΡΑΚΛΗΣ (Ενότητα 2.2)

### 2.1 Ο ΚΛΑΔΟΣ ΤΣΙΜΕΝΤΟΥ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΣΤΗΝ ΑΛΛΟΔΑΠΗ

#### 2.1.1 Ο Κλάδος Τσιμέντου στην Ελλάδα

Η παραγωγή των ελληνικών τσιμεντοβιομηχανιών από το 1913 μέχρι και το 2005 παρουσιάζεται στο Σχήμα 2.1.



**Σχήμα 2-1:** Η Εξέλιξη της Παραγωγής Τσιμέντου στην Ελλάδα, 1913-2006 (σε εκατ. τόνους)

*Πηγή:* Ένωση Τσιμεντοβιομηχανιών Ελλάδος

Όπως βλέπουμε από το παραπάνω σχήμα, στην μεταπολεμική περίοδο και μέχρι το 1983 οι ρυθμοί ανάπτυξης της τσιμεντοβιομηχανίας ήσαν ραγδαίοι, κυρίως λόγω των αναγκών ανάπτυξης και ανοικοδόμησης της Ελλάδος. Επίσης, κατά το προαναφερθέν διάστημα, παρατηρήθηκε μια αυξανόμενη ζήτηση από τις αγορές του εξωτερικού, και κυρίως από τις πετρελαιοπαραγωγές χώρες του Περσικού Κόλπου, οι οποίες μετά την εκτίναξη των τιμών πετρελαίου το 1973 αποκόμισαν τεράστια οικονομικά οφέλη, με αποτέλεσμα να αυξήσουν την ζήτηση τους για το Ελληνικό τσιμέντο.

Ωστόσο η ίδρυση τσιμεντοβιομηχανιών στις προαναφερθείσες χώρες σε συνδυασμό με την οικονομική κρίση που έπληξε τις ανεπτυγμένες χώρες συνεπεία των δύο πετρελαϊκών κρίσεων οδήγησε τις διεθνείς τιμές πώλησης του τσιμέντου σε κατακόρυφη πτώση, με αποτέλεσμα οι τιμές του τσιμέντου το 1986 να φτάσουν να είναι έως και 50% χαμηλότερες από τις αντίστοιχες τιμές το 1979.

### **2.1.2 Ο Κλάδος Τσιμέντου στην Αλλοδαπή**

Το 2006, παγκόσμια παραγωγή τσιμέντου ανήλθε στις 2.532 εκατ. τόνους, εκ των οποίων η ευρωπαϊκή βιομηχανία τσιμέντου παρήγε 314 εκατ. τόνους (ποσοστό 12.4%) και η Κίνα 1.190 εκατ. τόνους, ποσοστό 47% της παγκόσμιας παραγωγής (Chandelle, 2007).

Η ευρωπαϊκή βιομηχανία τσιμέντου έχει μια πραγματικά παγκόσμια παρουσία με μερίδιο αγοράς 95% στην Ευρώπη και 70% στη Βόρεια Αμερική, με ισχυρή παρουσία στη Νότια Αμερική και αυξανόμενη παρουσία στην Ασία (Chandelle, 2007)

Η βιομηχανία χαρακτηρίζεται από ιδιαίτερα υψηλή ένταση ενέργειας (μεταξύ 60-130 Kg καυσίμου ανά τόνο τσιμέντου, ανάλογα με το επίπεδο τεχνολογίας κάθε μονάδας και τη διαφοροποίηση της απαιτούμενης διαδικασίας για "ξηρές" έναντι "υγρών" πρώτων υλών), υψηλό κόστος κεφαλαίου (150 εκατ. ευρώ ανά εκατομμύριο τόνων) και σχετικά χαμηλή ένταση εργασίας (80.000 εργαζόμενους) (Chandelle, 2007).

## 2.2 ΟΙ ΕΤΑΙΡΙΕΣ

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζουμε ορισμένα βασικά στοιχεία του κλάδου μη μεταλλικά ορυκτά-τσιμέντα, για την χρήση του 2007.

**Πίνακας 2-1:** Βασικά Στοιχεία των Εισηγμένων Εταιρικών του Κλάδου Μη Μεταλλικά Ορυκτά-Τσιμέντα (ποσά σε εκατ. ευρώ)

ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΒΡΑΧ. ΥΠΟΧΡ.	ΜΑΚ. ΥΠΟΧΡ.	ΣΥΝ. ΥΠΟΧΡ.	ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛ.	ΠΩΛ.	ΚΕΡΔΗ Π.Φ.	ΠΩΛ./ ΕΝΕΡ
ΜΑΘΙΟΣ ΠΥΡΙΜΑΧΑ	11,908	5,603	17,511	12,088	20,26	0,304	0,6845
ΗΡΑΚΛΗΣ ΑΓΕΤ	110,126	100,214	210,34	736,634	617,232	104,255	0,6518
ΤΙΤΑΝ	135,049	63,424	198,473	805,559	535,859	159,788	0,5337
ΙΚΤΙΝΟΣ ΕΛΛΑΣ	10,089	5,799	15,888	20,331	18,272	2,146	0,5045
S & B ΒΙΟΜΗΧ. ΟΡΥΚΤΑ	40,315	127,946	168,261	168,664	153,037	18,16	0,4542
MERMEREN F.H.L. (ΕΛΠ)	5,842	7,957	13,798	22,428	9,929	1,937	0,2741
ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ Η.- F.H.L.	43,845	41,671	85,516	50,323	36,164	2,007	0,2662
ΒΕΤΑΝΕΤ	35,547	21,911	57,458	46,856	25,173	2,423	0,2413

*Πηγή:* Capita.gr και υπολογισμοί της συγγραφέως

Η παρουσίαση των εταιριών έχει γίνει με βάση το λόγο πωλήσεις προς ενεργητικό. Όπως φαίνεται από τα στοιχεία του παραπάνω πίνακα οι εταιρίες Τιτάν και ΑΓΕΤ δεσπόζουν στον κλάδο.

### 2.2.1 Τιτάν

Η εταιρία τσιμέντων **TITAN**, μητρική Εταιρία του Ομίλου TITAN, ιδρυθείσα το 1902, μετετράπη σε Ανώνυμη Εταιρία το 1911 και από το 1912 εισήχθη στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Η πλειοψηφία των μετοχών της ελέγχεται από τους ιδρυτές της.

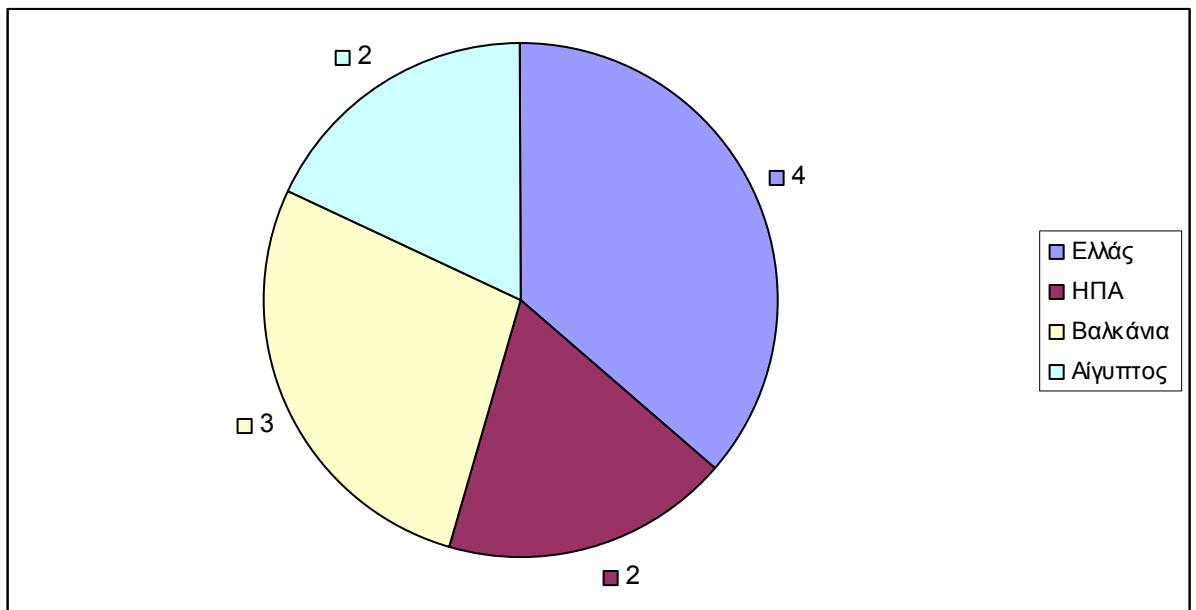
#### *Δραστηριότητες του Ομίλου*

Οι δραστηριότητες του Ομίλου TITAN, ο οποίος *απαρτίζεται* από περισσότερες των 40 Εταιριών, περιλαμβάνουν (α) την *παραγωγή τσιμέντου*, (β) την διανομή και διακίνηση τσιμέντου, (γ) την παραγωγή σκυροδέματος και ξηρών κονιαμάτων, και (δ) λοιπές λατομικές δραστηριότητες.

Το **τσιμέντο** είναι μία λεπτόκοκκη σκόνη με υδραυλικές ιδιότητες. Αποτελείται από οξειδία του ασβεστίου, πυριτίου, αργιλίου και σιδήρου που είναι ενωμένα μεταξύ τους και αποτελούν το 90% του βάρους του. Το υπόλοιπο μέρος είναι γύψος και μικρές ποσότητες αλάτων μαγνησίου, καλίου, νατρίου και άλλων στοιχείων. Όταν αναμιγνύεται με νερό έχει την ιδιότητα να πήζει και να σκληραίνει, είτε στον αέρα, είτε κάτω από το νερό.

Στα 4 εν Ελλάδι εργοστάσια του Ομίλου (Ελευσίνα, Ευκαρπία Θεσσαλονίκης, Δρέπανον Αχαΐας, και Καμάριον Βοιωτία), ο Όμιλος TITAN παράγει ετησίως 6 εκατ. τόνους τσιμέντο, ενώ από τα 28 εργοστάσια *ετοιμού σκυροδέματος* και από τα 13 Λατομεία και Ορυχεία, πραγματοποιεί ετησίως πωλήσεις περίπου 2,3 εκατ. κυβικών μέτρων και 11,5 εκατ. τόνων, αντίστοιχα. Τέλος ο Όμιλος διαθέτει 5 Ναυτιλιακές εταιρίες και στόλο 300 οχημάτων μεταφοράς τσιμέντου.

Το μεγαλύτερο όμως μέρος της συνολικής παραγωγής τσιμέντου του Ομίλου, περίπου 9 εκατομμύρια τόνοι, λαμβάνει χώρα στην αλλοδαπή, όπου ο Όμιλος διαθέτει 2 εργοστάσια στις ΗΠΑ (Βιρτζίνια και Φλόριντα), 3 στα Βαλκάνια (Βουλγαρία, Σερβία και FYROM), και 2 στην Αίγυπτο (Σχήμα 2-2).



**Σχήμα 2-2:** Η Κατανομή των Εργοστασίων του Τιτάνα ανά τον Κόσμο

### **Στρατηγική του Ομίλου**

Η στρατηγική του Ομίλου TITAN συνίσταται:

- Στην περαιτέρω καθετοποίηση δραστηριοτήτων όπου οι συνθήκες αγοράς και ανταγωνισμού την ευνοούν.
- Στην συνέχιση της διεθνούς επέκτασης στον κλάδο τσιμέντου με σκοπό την ενδυνάμωση της περιφερειακής παρουσίας στις 4 περιοχές που ήδη διατηρεί παραγωγική δραστηριότητα (Ελλάδα, ΗΠΑ, Βαλκάνια, Μέση Ανατολή).
- Στην συνεχή βελτίωση κόστους και παραγωγικότητας.
- Στην βέλτιστη αξιοποίηση του ανθρώπινου δυναμικού του και προσαρμογή του στην διεθνοποιημένη μορφή του

Κατά την δεκαετία του '90, η διοίκηση του Ομίλου αποφάσισε να καθετοποιήσει σημαντικά τις δραστηριότητες του επενδύοντας στους κλάδους ετοιμού σκυροδέματος, αδρανών υλικών και άλλων συναφών υλικών (κονιάματα, τσιμεντόλιθοι). Σήμερα, οι καθετοποιημένες δραστηριότητες αποφέρουν περίπου το 40% των ενοποιημένων πωλήσεων.

Η επεκτατική πορεία του TITANA είναι αποτέλεσμα συνεχούς προσπάθειας για άριστη ποιότητα προϊόντων και αξιόπιστη παροχή υπηρεσιών, μέσω εκσυγχρονισμών, υψηλής τεχνολογίας και έρευνας. Στην επιχειρηματική στρατηγική της Εταιρίας, σταθερή προϋπόθεση παραμένει ο σεβασμός προς τον άνθρωπο, το κοινωνικό και



φυσικό περιβάλλον.

### ***Ανταγωνισμός***

Ο κλάδος παραγωγής τσιμέντου παρουσιάζει σε παγκόσμια κλίμακα μια έντονη τάση συγκέντρωσης τα τελευταία χρόνια, με αποτέλεσμα σήμερα, το 43% της παγκόσμιας παραγωγής (πλην Κίνας) να βρίσκεται στην κατοχή των πέντε μεγαλύτερων ομίλων του κλάδου (Lafarge, Holcim, Cemex, Heidelberg, Italcementi). Ο Τιτάν βρίσκεται στη 15η θέση της παγκόσμιας κλίμακας

Ο κλάδος τσιμέντου χαρακτηρίζεται από:

- Δυσκολία εισόδου νέων παικτών λόγω α) δυσκολίας εύρεσης κατάλληλων πρώτων υλών, β) υψηλής απαίτησης κεφαλαίων και, γ) εξειδίκευσης παικτών.
- Τοπικό χαρακτήρα: δεν υπάρχουν παγκόσμιες οικονομίες κλίμακα ενώ το μεταφορικό κόστος είναι πολύ υψηλό (συγκρινόμενο με την αξία του προϊόντος).
- Έλλειψη ικανού ανταγωνιστικού υλικού (σε κόστος και ανθεκτικότητα).
- Υψηλό λειτουργικό cash flow.

### ***Επιχειρηματικοί Κίνδυνοι***

Οι επιχειρηματικοί κίνδυνοι που αντιμετωπίζει γενικώς μια εταιρία παραγωγής τσιμέντου εντοπίζονται κυρίως στην μεταβλητότητα της τιμής πώλησης του προϊόντος, η οποία με την σειρά της επηρεάζεται και από την ζήτηση αλλά και από την προσφορά.

Η ζήτηση τσιμέντου επηρεάζεται άμεσα από την πορεία των οικονομιών αλλά και από τα προγράμματα Δημοσίων Έργων. Είναι γεγονός ότι, στην περίοδο ύφεσης που περνούν οι οικονομίες, η ενδεχόμενη πτώση της ιδιωτικής οικοδομικής δραστηριότητας να αντισταθμιστεί από τις αυξημένες Δημόσιες επενδύσεις σε έργα υποδομής (κυρίως στην Ελλάδα και τις ΗΠΑ). Από την πλευρά της προσφοράς (παραγωγής) τσιμέντου τα δεδομένα δεν μεταβάλλονται σημαντικά καθώς χρειάζονται περίπου δύο χρόνια για να κτιστεί μια νέα γραμμή παραγωγής και υπάρχει αρκετός χρόνος για να προετοιμαστεί κανείς.

### 2.2.2 Α.Γ.Ε.Τ.– ΗΡΑΚΛΗΣ

Το 1911 ιδρύθηκε η εταιρία με Την επωνυμία **Ανώνυμος Βιομηχανική και Εμπορική Εταιρία «Γενική Εταιρία Τσιμέντων»** με έδρα την Αθήνα, ενώ το πρώτο εργοστάσιο με την ονομασία «ΗΡΑΚΛΗΣ» κατασκευάστηκε στη Δραπετσώνα, με ετήσια παραγωγική ικανότητα της τάξεως των 2.000 τόνων. Το 1977 έγινε αλλαγή επωνυμίας σε «**Ανώνυμος Γενική Εταιρία Τσιμέντων ΗΡΑΚΛΗΣ**», το 1983 υπαχθείσα η εταιρία στις ρυθμίσεις του Νόμου 1386/1983 ο έλεγχος της πέρασε στον ευρύτερο δημόσιο τομέα, και το 1996 η εταιρία εξαγόρασε τον Όμιλο ΤΣΙΜΕΝΤΑ ΧΑΛΚΙΔΟΣ.

Σήμερα, ο Όμιλος Α.Γ.Ε.Τ.-ΗΡΑΚΛΗΣ έχει παρουσία στους ακόλουθους κλάδους

- *Κλάδος Παραγωγής και Εμπορίας Σκυροδέματος:* σε αυτό τον κλάδο ο Όμιλος δραστηριοποιείται μέσω των εταιριών ΑΣΤΗΡ-ΛΑΤΟ Α.Β.Ε.Ε, HELLAMAT Α.Ε., BETON Α.Ε., ΣΚΥΡΟΔΕΜΑ Ε.Β.Α.Ε και ΡΟΜΠΟΚΑ-ΒΑΦΟΠΟΥΛΟΥ, οι οποίες πλέον ανήκουν κατά 100% στον Όμιλο ΗΡΑΚΛΗΣ.
- *Κατασκευές:* στον κλάδο των κατασκευών η Α.Γ.Ε.Τ.-ΗΡΑΚΛΗΣ δραστηριοποιείται μέσω της εταιρίας **ΕΒΙΕΣΚ ΑΕ**, η οποία είναι εξειδικευμένη στον κλάδο των μεταλλικών κατασκευών και βιομηχανικών έργων καθώς και στη μηχανολογική συντήρηση εξοπλισμού βιομηχανιών
- *Εξόρυξη και Λατομική Δραστηριότητα:* η παρουσία του Ομίλου στον κλάδο εξόρυξης και λατομικής δραστηριότητας γίνεται μέσω της εταιρίας **ΛΑΒΑ Μεταλλευτική & Λατομική ΑΕ**, η οποία είναι εταιρία που δραστηριοποιείται στην εξόρυξη και διάθεση των προϊόντων ελαφρόπετρας, γύψου, πουζολάνης, πυριτικού και αδρανών υλικών
- *Τεχνολογία Πληροφορικής:* φορέας της δραστηριότητας αυτής είναι η εταιρία **ΑΜΠΕΡ ΑΕ**, η οποία κατασκευάζει ολοκληρωμένα συστήματα βιομηχανικού αυτοματισμού και ελέγχου της παραγωγής και παρέχει υπηρεσίες σχεδιασμού ανάπτυξης, εφαρμογής και συντήρησης λογισμικού εμπορικών εφαρμογών

- *Έρευνα και Ανάπτυξη:* η εταιρία **ΕΚΕΤ ΕΠΕ** διεξάγει έρευνα και εκπονεί μελέτες που αφορούν τον σχεδιασμό, την ανάπτυξη, τον ποιοτικό έλεγχο και την τεχνική βελτίωση του τσιμέντου, σκυροδέματος, πρώτων υλών και δομικών προϊόντων. Παράλληλα αναπτύσσει νέα προϊόντα και υλικά δόμησης. Επίσης λειτουργεί ως σύμβουλος ελέγχου ποιότητας μεγάλων έργων και κατασκευών
- *Μεταφορές:* ο Όμιλος Α.Γ.Ε.Τ.-**ΗΡΑΚΛΗΣ** έχει την δυνατότητα, μέσω της εταιρία **Ανώνυμος Ναυτιλιακή Εταιρία Ηρακλής**, να διακινεί με ιδιότητα πλοία τσιμέντο χύδην, άνθρακα και πρώτες ύλες σε όλο τον κόσμο.

#### ***Δραστηριότητες του Ομίλου***

Ο Όμιλος της **Α.Γ.Ε.Τ. ΗΡΑΚΛΗΣ** διαθέτει 3 εργοστάσια παραγωγής τσιμέντου. Πρώτον, στο εργοστάσιο του **Βόλου**, ένα από τα μεγαλύτερα εργοστάσια τσιμέντου στην Ευρώπη και από τα μεγαλύτερα στο κόσμο, παράγονται ετησίως 4,3 εκατομμύρια τόνοι τσιμέντο. Δεύτερον, το εργοστάσιο **Μυλακίου**, ευρισκόμενο 5 χλμ. έξω από την πόλη του Αλιβερίου, έχει την δυνατότητα ετήσιας παραγωγής τσιμέντου της τάξεως των 1,7 εκατομμυρίων τόνων. Περισσότερο από το 90% της παραγωγής του εν λόγω εργοστασίου εξάγεται. Τέλος, στο εργοστάσιο της **Χαλκίδας** παράγονται περίπου 2,5 εκατομμύρια τόνοι τσιμέντου ετησίως.

Εν συνεχεία, το παραγόμενο προϊόν διανέμεται στους καταναλωτές μέσω **7 κέντρων διανομής**, στις ακόλουθες περιοχές

- *Δραπετσώνα:* καλύπτει την Αττικοβοιωτία, την Ανατολική Πελοπόννησο και νήσους Κυκλάδων με τσιμέντο χύμα τύπου Π35, Π45, Ι45, ΙV55.
- *Ηγουμενίτσα:* καλύπτει όλους τους νομούς της Ηπείρου και την νήσο Κέρκυρα με τσιμέντο χύμα τύπου Π35 και Π45.
- *Ηράκλειο:* καλύπτει όλους τους νομούς της νήσου με τσιμέντο χύμα τύπου Π35
- *Θεσσαλονίκη:* καλύπτει όλους τους νομούς της Κεντρικής Μακεδονίας με τσιμέντο χύμα τύπου Π35, Π45 και Ι45.

- *Καβάλα*: καλύπτει όλους τους νομούς της Ανατολικής Μακεδονίας και της Θράκης με τσιμέντο χύμα τύπου Π35 και Π45
- *Ρίο*: καλύπτει όλους τους νομούς της Δυτικής Πελοποννήσου και την Λευκάδα με τσιμέντο χύμα τύπου Π35 και Π45.
- *Ρόδος*: καλύπτει όλη την νήσο Ρόδο και την νήσο Κώ με τσιμέντο χύμα τύπου Π35

### **3 ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

Σε αυτή την ενότητα θα αναλύσουμε την στρατηγική θέση της εταιρείας ΤΙΤΑΝ, ήτοι θα προσπαθήσουμε ν' ορίσουμε το στρατηγικό πλαίσιο, εντός του οποίου λειτουργεί ο όμιλος. Επειδή η δράση του είναι διεθνής θα πρέπει να τονίσουμε ότι τα στοιχεία τα οποία θα παραθέσουμε σε σχέση μ' αυτό έχουν να κάνουν μόνο την Ελλάδα, ενώ οι αναφορές μας στις άλλες χώρες θα είναι απλά υποστηρικτικές και θα σχετίζονται με την επίδραση που έχουν στην κατασκευαστική αγορά της Ελλάδας, οπότε και συνειρμικά επηρεάζουν και το ΤΙΤΑΝΑ.

Το μοντέλο ανάλυσης που θα εφαρμόσουμε αναφέρεται στη σχολή του περιβάλλοντος την οποία παρουσιάζουν οι Mintzberg *et al.* (2004:331-351). Σύμφωνα λοιπόν με τη σχολή του περιβάλλοντος, το μοντέλο ανάλυσης του στρατηγικού πλαισίου γίνεται από τις ακόλουθες μεταβλητές τις οποίες και θα προσαρμόσουμε στο ΤΙΤΑΝΑ (Mintzberg, 1979):

1. Σταθερότητα.
2. Πολυπλοκότητα.
3. Ποικιλομορφία αγοράς.
4. Εχθρότητα.

#### **3.1 ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑ**

Το περιβάλλον μιας οργάνωσης μπορεί να κυμαίνεται από σταθερό ως δυναμικό. Στη περίπτωση μας το περιβάλλον στο οποίο δρα ο ΤΙΤΑΝ, είναι δυναμικό δηλαδή συνεχώς εναλλάσσεται, αλλάζει μεταβάλλεται. Προκειμένου να γίνει κατανοητή η δυναμικότητα του συγκεκριμένου στρατηγικού πλαισίου θα δώσουμε μια αναλυτική εικόνα του κατασκευαστικού κλάδου. Συγκεκριμένα η συγκεκριμένη μεταβλητή καθορίζεται και αναλύεται μέσα από τα' ακόλουθα δεδομένα:

### 3.1.1 Κυβερνητική Πολιτική

Η κυβερνητική πολιτική επηρεάζει σε μεγάλο βαθμό και την αγορά του τσιμέντου και την αγορά των κατασκευών. Γεγονότα τα οποία ορίζονται από την ελληνική πολιτεία μπορούν ν' αυξήσουν ή να μειώσουν τις δράσεις των εταιριών στους συγκεκριμένους κλάδους (οι οποίοι είναι άμεσα συνδεδεμένοι). Ως παράδειγμα μπορούμε ν' αναφερθούμε στους ολυμπιακούς αγώνες της Αθήνας, το συγκεκριμένο γεγονός έδωσε αντικείμενο σε πολλές κατασκευαστικές εταιρίες, άρα και στο ΤΙΤΑΝ, το πρόβλημα είναι ότι μετά το πέρας των αγώνων, η ελληνική πολιτεία είχε επενδύσει τεράστια κεφάλαια που δεν είναι σε θέση ν' αποσβέσει, αυτό περιορίσει τη πρόθεση της ν' επενδύσει σε νέα έργα υποδομής μετά την ολυμπιάδα, αυτό έχει σαν αποτέλεσμα τη κρίση του κλάδου των κατασκευών η οποία επηρεάζει και το κλάδο των πρώτων υλών, όπως το τσιμέντο.

Όσον αφορά στους κινδύνους που ενδεχομένως να αντιμετωπίσει ο Όμιλος τα επόμενα χρόνια δεν διαφέρουν από αυτούς του παρελθόντος. Λόγω της φύσης του κύριου προϊόντος (commodity), οι τιμές πώλησης (και επομένως και η κερδοφορία) επηρεάζονται σημαντικά από την κατεύθυνση της ζήτησης αλλά και της προσφοράς. Η ζήτηση γενικά επηρεάζεται άμεσα από την πορεία της ελληνικής οικονομίας, από τη κυβερνητική πολιτική και γενικά όπως αναφέραμε και παραπάνω από τα προγράμματα Δημοσίων Έργων της ελληνικής πολιτείας (αλλά και παγκοσμίως αφού έχει διεθνή παρουσία).

Η πολιτική της Ευρωπαϊκής Ένωσης αλλά και της Ελλάδας επηρεάζει μέσα από τις διατάξεις της σε σχέση με τη ποιότητα, τη φιλοσοφία και τη πολιτική του ομίλου. Συγκεκριμένα Από την 1η Απριλίου του 2001, με απόφαση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, οι ποιότητες τσιμέντου που κυκλοφορούν στις χώρες-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης μπορούν να είναι πιστοποιημένες, σύμφωνα με τα νέα ευρωπαϊκά πρότυπα και να φέρουν τη διακριτική σήμανση CE. Από την 1η Απριλίου του 2002 η σήμανση θα είναι υποχρεωτική. Ο Ελληνικός Οργανισμός Τυποποίησης (ΕΛΟΤ) και ειδικότερα η Επιτροπή "Τσιμέντο και Δομικοί Ασβεστοί" έχουν εκδώσει τα αντίστοιχα ελληνικά πρότυπα ήδη από τον Οκτώβριο του 2000<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Από το δικτυακό τόπο της Ευρωπαϊκής Ένωσης σε σχέση με τα πρότυπα ποιότητας-  
[www.europa.gr](http://www.europa.gr)

### 3.1.2 Πελάτες/Ανταγωνιστές

Στο συγκεκριμένο κλάδο οι απαιτήσεις των πελατών είναι υψηλές. Οι πελάτες αναφέρονται στο βιομηχανικό κλάδο και είναι είτε ιδιωτικοί είτε δημόσιοι φορείς. Στον ιδιωτικό τομέα οι πελάτες είναι είτε κατασκευαστές, είτε μηχανικοί, είτε ιδιωτικές εταιρίες που ασχολούνται με το σκληρόδερμα κ.λ.π. Από την άλλη στο δημόσιο τομέα είναι όλοι οι κρατικοί οργανισμοί, τα δημόσια έργα, ο στρατός, οι ευρωπαϊκοί φορείς κ.λ.π. Όλοι οι παραπάνω είναι αρκετά εξειδικευμένοι και απαιτητικοί. Ο όμιλος αναγκάζεται ν' επενδύει συνεχώς σ' ερευνητικό επίπεδο προκειμένου να μπορεί να παρέχει τη ποιότητα των προϊόντων η οποία απαιτείται από τους πελάτες της.

Στο συγκεκριμένο τομέα βασικό ρόλο παίζει κυρίως η ποιότητα, ενώ στις δημόσιες προσφορές σημαντικό ρόλο παίζουν και τα επίπεδα των προσφορών που κάνει η εταιρία. Από την άλλη το επίπεδο του ανταγωνισμού, είναι αρκετά υψηλό συγκεκριμένα, ο κλάδος παραγωγής τσιμέντου παρουσιάζει μια έντονη τάση συγκέντρωσης τα τελευταία χρόνια. Έτσι, σήμερα, το 43% της παγκόσμιας παραγωγής (πλην Κίνας) βρίσκεται στην κατοχή των πέντε μεγαλύτερων ομίλων του κλάδου (Lafarge, Holcim, Cemex, Heidelberger, Italcementi). Ο Τιτάν βρίσκεται στη 15η θέση και με τις εξαγορές του παίρνει μέρος κατά μικρότερο ποσοστό στην συγκέντρωση του κλάδου. Ο κλάδος τσιμέντου χαρακτηρίζεται από<sup>2</sup>:

1. Δυσκολία εισόδου νέων παικτών λόγω α) δυσκολίας εύρεσης κατάλληλων πρώτων υλών, β) υψηλής απαίτησης κεφαλαίων και, γ) εξειδίκευσης παικτών.
2. Τοπικό χαρακτήρα: δεν υπάρχουν παγκόσμιες οικονομίες κλίμακα ενώ το μεταφορικό κόστος είναι πολύ υψηλό (συγκρινόμενο με την αξία του προϊόντος).
3. Έλλειψη ικανού ανταγωνιστικού υλικού (σε κόστος και ανθεκτικότητα).
4. Υψηλό λειτουργικό cash flow.

---

<sup>2</sup> [www.icap.gr](http://www.icap.gr)

### **3.1.3 Τεχνολογία**

Η τεχνογνωσία για τις εμπλεκόμενες εταιρίες στο συγκεκριμένο κλάδο είναι απαραίτητη, τα είδη του τσιμέντου, το σκληρόδερμα, τα μηχανήματα κατασκευής, οι αποθηκευτικοί χώροι, τα ερευνητικά προγράμματα, τα πρότυπα ποιότητας κ.λ.π, είναι κάποια από τα τεχνολογικά δεδομένα που θα πρέπει να χαρακτηρίζουν τις εταιρίες του συγκεκριμένου κλάδου. Το τσιμέντο - όπως και άλλα δομικά υλικά - πρέπει να πληροί συγκεκριμένες προδιαγραφές και να ανταποκρίνεται στα νέα ευρωπαϊκά πρότυπα, όσον αφορά στις ιδιότητες και τη σταθερότητα της παραγωγής του, για να μπορεί να διακινείται ελεύθερα στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Η σήμανση CE, επάνω στο σακί και στα συνοδευτικά έγγραφα, επιβεβαιώνει ότι το τσιμέντο εναρμονίζεται με τις απαιτήσεις των ευρωπαϊκών προτύπων και τις οδηγίες υγιεινής και ασφάλειας που αφορούν στα δομικά προϊόντα. Πριν από τη σύνταξη των ευρωπαϊκών προτύπων, προηγήθηκε η κωδικοποίηση όλων των ποιοτήτων τσιμέντων κοινής αποδοχής και ευρείας χρήσεως που παράγονται στις χώρες-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης και, παράλληλα, δημιουργήθηκε κοινή ορολογία, που θα διευκολύνει τη συνεννόηση μεταξύ μελετητών, χρηστών και κατασκευαστών.

### **3.1.4 Καιρικές Συνθήκες**

Οι καιρικές συνθήκες μπορούν να επηρεάσουν τη λειτουργία του Ομίλου μια και πολλές εκ των παραγωγικών της μονάδων στην Ελλάδα και σ' άλλες χώρες είναι μακριά από τη βάση της, αυτό σημαίνει ότι μια αλλαγή του καιρού για παράδειγμα μια χιονόπτωση, η οποία θα καθυστερούσε τη μετακίνηση από και προς τις μονάδες παραγωγής αλλά και από τα κεντρικά της εταιρίας

### **3.1.5 Αλλαγές**

Το πραγματικό πρόβλημα για το κλάδο είναι οι συνεχείς και ραγδαίες αλλαγές οι οποίες προκύπτουν και συμβαίνουν ξαφνικά. Για παράδειγμα οι συνεχείς ανακατατάξεις σε παγκόσμια κλίμακα κυρίως σ' οικονομικό και πολιτικό επίπεδο, αλλαγές μη προβλέψιμες δυσκολεύουν την ανάπτυξη της εταιρίας αλλά και την εφαρμογή της στρατηγικής της.



### **3.2 ΠΟΛΥΠΛΟΚΟΤΗΤΑ**

Το περιβάλλον στο οποίο δρα ο όμιλος TITAN, χαρακτηρίζεται ως πολύπλοκο. Το χαρακτηρίζουμε έτσι διότι απαιτεί από τον οργανισμό, υψηλή εξειδίκευση, επενδύσεις σ' έρευνα και ανάπτυξη, συνεχή εκπαίδευση του προσωπικού προκειμένου να μπορεί ν' αντιμετωπίσει τις ανάγκες της αγοράς, οι οποίες είναι αρκετά υψηλές και οι απαιτήσεις των πελατών είναι μεγάλες. Οι πελάτες για ν' εμπιστευτούν τις εταιρίες του κλάδου επιζητούν τις ποιοτικές πιστοποιήσεις βάση ISO κ.λ.π. Η εταιρία προσπαθεί μέσα από τις επενδύσεις στη γνώση και την έρευνα ν' απλοποιήσει τη πολυπλοκότητα και να κάνει κατανοητή τη λειτουργία του περιβάλλοντος στο προσωπικό της.

### **3.3 ΠΟΙΚΙΛΟΜΟΡΦΙΑ ΑΓΟΡΑΣ**

Οι αγορές στις οποίες δραστηριοποιείται ο όμιλος TITAN, είναι διαφοροποιημένες μια και ο όμιλος TITAN λειτουργεί ως εμπορικός σύνδεσμος ο οποίος επιδιώκει να προωθεί βιομηχανικά προϊόντα σ' όλο τον κόσμο.

### **3.4 ΕΧΘΡΟΤΗΤΑ**

Είναι γεγονός ότι, στην περίοδο ύφεσης που περνούν οι βασικές οικονομίες, η ενδεχόμενη πτώση της ιδιωτικής οικοδομικής δραστηριότητας δε μπορεί να αντισταθμιστεί από τις αυξημένες Δημόσιες επενδύσεις σε έργα υποδομής (κυρίως στις ΗΠΑ-ειδικά και με την ύφεση που παρουσιάζεται στην Ελλάδα μετά την ολυμπιάδα). Το περιβάλλον του TITAN είναι εχθρικό. Η εχθρότητα επηρεάζεται από το επίπεδο του ανταγωνισμού, που όπως είδαμε σε προηγούμενη ενότητα κυμαίνεται σ' υψηλά επίπεδα.

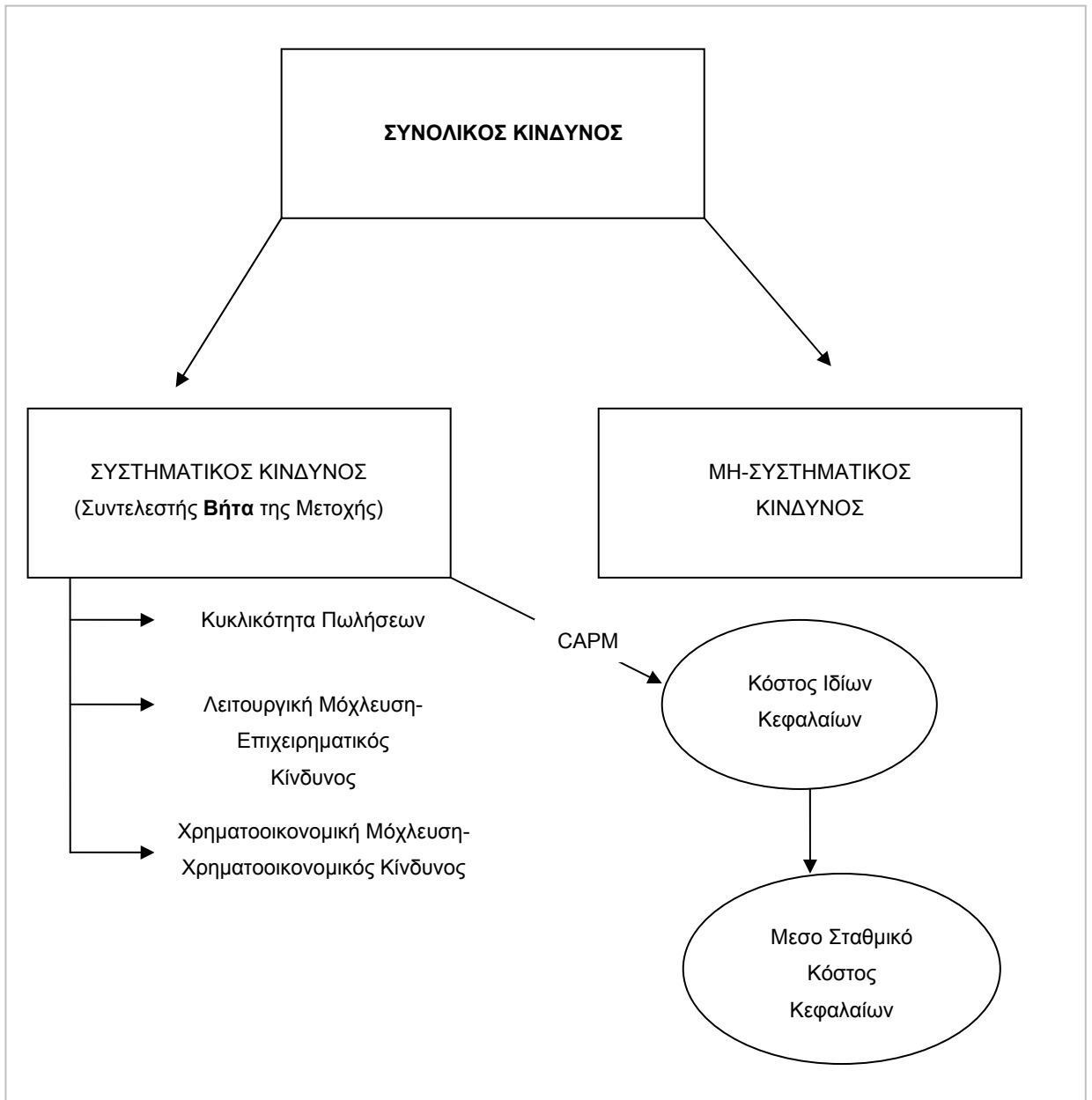
Η εχθρότητα πέρα από τον ανταγωνισμό έχει να κάνει με τις πιέσεις από τα εργατικά συνδικάτα, αλλά και από την πλευρά της προσφοράς (παραγωγής) τσιμέντου όπου τα δεδομένα δεν μεταβάλλονται σημαντικά, καθώς χρειάζονται περίπου δύο χρόνια για να κτιστεί μια νέα γραμμή παραγωγής και υπάρχει αρκετός χρόνος προκειμένου να προετοιμαστεί κάποιος. Συνεπώς, δεν υπάρχει το στοιχείο του αιφνιδιασμού για τις εμπλεκόμενες εταιρίες (Zu, 2003:29-34).

Εχθρότητα ακόμα υπάρχει λόγω του κινδύνου που προκύπτει όταν επιδεινώνεται γρήγορα η ισορροπία προσφοράς και ζήτησης σε μια δεδομένη οικονομία ή περιοχή. Σ' αυτή τη περίπτωση "περισσεύουν" σημαντικές ποσότητες τσιμέντου στην τοπική αγορά που αναζητούν διέξοδο στις διεθνείς αγορές. Μια τέτοια συμπεριφορά μπορεί να έχει αλυσιδωτές αντιδράσεις σε πολύ μακρινές αγορές. Η κρίση της Ασίας αποτελεί

παράδειγμα του κοντινού παρελθόντος και μια παρόμοια κατάσταση σε κάποιο άλλο μέρος του κόσμου δεν μπορεί να αποκλειστεί στο μέλλον (Rugh, 1970).

#### 4 ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Ο κίνδυνος επηρεάζεται από αρκετούς παράγοντες, όπως είναι οι διακυμάνσεις της τιμής της μετοχής και η μεταβλητότητα των κερδών (= λογιστική προσέγγιση του κινδύνου) (Γκλεζάκος, 2006). Σε αυτό το κεφάλαιο θα επικεντρωθούμε στην πρώτη προσέγγιση του κινδύνου, ο οποίος αναφέρεται στον συστηματικό και μη συστηματικό κίνδυνο μιας μετοχής (Σχήμα 4-1).



Σχήμα 4-1: Ο Συστηματικός Και Ο Μη-Συστηματικός Κίνδυνος Μιας Μετοχής

Βλέπουμε λοιπόν ότι ο *συστηματικός κίνδυνος* αποτυπώνεται στον συντελεστή βήτα της μετοχής, ο οποίος με την σειρά του επηρεάζει το *κόστος ιδίων κεφαλαίων* της εταιρίας (μέσω του υποδείγματος CAPM), το οποίο αποτελεί συστατικό μέρος του *μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίων*.

Ο επιχειρηματικός κίνδυνος, ο οποίος σχετίζεται με την λειτουργική μόχλευση, και ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος, ο οποίος σχετίζεται με την χρηματοοικονομική μόχλευση, αποτελούν τα μέρη στα οποία διακρίνεται ο συστηματικός κίνδυνος. Η αύξηση του επιχειρηματικού και χρηματοοικονομικού κινδύνου οδηγούν σε αύξηση του συντελεστή βήτα της εταιρίας, και συνακόλουθα σε αύξηση του κόστους ιδίων κεφαλαίων αυτής.

## ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΙΚΟΥ ΚΑΙ ΜΗ ΣΥΣΤΗΜΑΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

### 4.1.1 ΤΟ Υπόδειγμα Single-Index

Το **single-index model** (SIM), το οποίο παρέχει το θεωρητικό πλαίσιο για τον υπολογισμό του συστηματικού και μη συστηματικού κινδύνου μιας μετοχής, έχει την ακόλουθη μαθηματική μορφή (Elton and Gruber, 1995: 131):

$$r_{it} = \alpha_i + \beta_i r_{mt} + e_{it} \quad (4.1)$$

Για  $i = 1, \dots, N$  μετοχές παρατηρούμενες σε  $t = 1, 2, \dots, T$  χρονικές περιόδους

Όπου

$\alpha_i$  : η απόδοση της μετοχής  $i$ , η οποία είναι ανεξάρτητη από την απόδοση αγοράς

$r_{mt}$  : η απόδοση του γενικού δείκτη ( υποθέτουμε ότι είναι μια τυχαία μεταβλητή)

$\beta_i$  : ο συντελεστής βήτα της μετοχής, ο οποίος δείχνει την ευαισθησία της απόδοσης της μετοχής σε μια κατά 1% μεταβολή της απόδοσης της αγοράς

$e_{it}$  : μια τυχαία μεταβλητή με αναμενόμενη απόδοση μηδέν. Πρόκειται για τον διαταρακτικό όρο του υποδείγματος

Η τυχαία μεταβλητή  $e_{it}$  εξηγεί το κομμάτι της απόδοσης  $r_{it}$ , το οποίο οφείλεται σε άλλους παράγοντες πλην της επίδρασης της αγοράς. Εφ' όσον οι  $r_{mt}$  και  $e_{it}$  είναι τυχαίες μεταβλητές αυτό σημαίνει ότι κάθε μια εξ' αυτών έχει μια κατανομή πιθανότητας και ισχύει ότι  $\text{cov}(e_{it}, r_{mt}) = 0$ . Επίσης υποθέτουμε ότι οι διαταρακτικοί όροι  $e_{ij}$  και  $e_{ik}$ , στις χρονικές περιόδους  $t = j$  και  $t = k$  αντίστοιχα, δεν συσχετίζονται, δηλαδή  $\text{cov}(e_{ij}, e_{ik}) = 0$ . Πρακτικά αυτό σημαίνει ότι η επίδραση των τυχαίων παραγόντων  $e_{ij}$  στην διαμόρφωση της απόδοσης  $r_{ij}$  εξαντλείται στην περίοδο  $t = j$  και δεν διαχέεται στην μελλοντική περίοδο  $t = k$ . Συνεπώς, η μόνη αιτία συνδιακύμανσης των μετοχών είναι η πορεία της αγοράς.

Βάσει του παραπάνω οικονομετρικού υποδείγματος μπορούμε να υπολογίσουμε τη συνδιακύμανση μεταξύ της απόδοσης της μετοχής ( $r_i$ ) και της απόδοσης της αγοράς ( $r_m$ ), οπότε λαμβάνουμε

$$\text{cov}(r_i, r_m) = \text{cov}(\alpha_i + \beta_i r_m + e_i, r_m) \quad (4.2)$$

Εν συνεχεία, εφαρμόζοντας τους κανόνες συνδιακύμανσης στην σχέση (4.2) έχουμε τα εξής:

$$\begin{aligned} \text{cov}(r_i, r_m) &= \text{cov}(\alpha_i r_m) + \text{cov}(\beta_i r_m, r_m) + \text{cov}(e_i, r_m) = \\ &= \text{cov}(\beta_i r_m, r_m) = \beta_i \text{var}(r_m) \end{aligned} \quad (4.3)$$

Άρα

$$\beta_i = \frac{\text{cov}(r_i, r_m)}{\text{var}(r_m)} \quad (4.4)$$

Ο **συντελεστής βήτα** λοιπόν της μετοχής *i* εκφράζεται με το λόγο της συνδιακύμανσης της μετοχικής απόδοσης σε σχέση με την απόδοση της αγοράς [ $\text{cov}(r_i, r_m)$ ] προς τη μεταβλητότητα της τελευταίας [ $\text{var}(r_m)$ ]. Οι συντελεστές βήτα μπορούν να λάβουν είτε θετική είτε αρνητική τιμή, αλλά ως επί το πλείστον η τιμή τους είναι θετική. Το εύρος δε της διακύμανσής τους είναι τις περισσότερες φορές μεταξύ του 0,5 και του 2,0.

Μετοχές με υψηλό συντελεστή βήτα θεωρούνται ως πιο ευαίσθητες στις απότομες μεταβολές της αγοράς, και τούτο διότι όσο εύκολα μπορούν να αποκομίσουν κέρδη πολλαπλασιαστικά του Γενικού Δείκτη, τόσο εύκολα μπορούν να τα απολέσουν. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα οι εν λόγω μετοχές να λογίζονται ως μετοχές υψηλού κινδύνου, και ως εκ τούτου να θεωρούνται **επιθετικές μετοχές**. Από την άλλη, μια μετοχή θεωρείται **αμυντική** εάν έχει συντελεστή βήτα χαμηλότερο από τη μονάδα. Τέλος, μια μετοχή θεωρείται **ουδέτερη** εάν, κατά μέσο όρο, κινείται όπως ακριβώς και η αγορά.

#### 4.1.2 Ο Συνολικός Κίνδυνος μιας Μετοχής

Ο συνολικός **κίνδυνος** μιας μετοχής (ήτοι η διακύμανση των αποδόσεων της) δύναται να υπολογιστεί εάν εφαρμόσουμε τους κανόνες διακύμανσης στο υπόδειγμα single-index, οπότε έχουμε:

$$\sigma_i^2 = \beta_i^2 \sigma_m^2 + \sigma_{ei}^2 \quad (4.5)$$

όπου

$\sigma_i^2$  : η διακύμανση των αποδόσεων της μετοχής *i*.

$\sigma_m^2$  : η διακύμανση των αποδόσεων του χαρτοφυλακίου της αγοράς

Η παραπάνω εξίσωση μας λέει ότι η διακύμανση των αποδόσεων (κίνδυνος) της μετοχής *i* μπορεί να χωριστεί σε δύο συστατικά στοιχεία: α) στο συστηματικό κίνδυνο, και β) στο μη-συστηματικό κίνδυνο. Ο μεν **συστηματικός κίνδυνος**, ή **κίνδυνος αγοράς**, ή **μη-διαφοροποιήσιμος κίνδυνος** αντιπροσωπεύει ένα κομμάτι της συνολικής διακύμανσης των αποδόσεων της μετοχής, το οποίο αποδίδεται στη γενική αστάθεια αγοράς ( $\sigma_m^2$ ) και στον συντελεστή βήτα ( $\beta_i$ ) της μετοχής. Ο δε μη-συστηματικός

---

<sup>3</sup> Η μορφή της σχέσης (2) είναι ακριβής στην περίπτωση κατά την οποία οι μεταβλητές  $r_m$  και  $e_i$  είναι ανεξάρτητες

κίνδυνος, ή **διαφοροποιήσιμος κίνδυνος** ( $\sigma_{\epsilon_i}^2$ ) αποτελεί το κομμάτι της συνολικής διακύμανσης των αποδόσεων της μετοχής, το οποίο αποδίδεται σε παράγοντες που δεν έχουν να κάνουν με την αγοράς αλλά με την μετοχή την ίδια..

## ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Σε αυτή την ενότητα βάσει της σχέσεως (4.5) θα υπολογίσουμε τον συστηματικό και μη-συστηματικό κίνδυνο της ΑΓΕΤ-ΗΡΑΚΛΗΣ και του ΤΙΤΑΝΑ (Πίνακας 4-1)

**Πίνακας 4-1:** Συστηματικός και μη Συστηματικός Κίνδυνος της Α.Γ.Ε.Τ.-ΗΡΑΚΛΗΣ και του ΤΙΤΑΝΑ

ΕΤΟΣ	ΤΙΤΑΝ	ΑΓΕΤ- ΗΡΑΚΛΗΣ
Συνδιακύμανση Μετοχής-Αγοράς	0,0011	0,0015
Διακύμανση Αγοράς	0,0018	0,0018
Βήτα Μετοχής	0,6244	0,8359
Διακύμανση Μετοχής ( $\sigma_i^2 = \beta_i^2 \sigma_m^2 + \sigma_{ei}^2$ )	0,0034	0,0062
Συστηματικός Κίνδυνος ( $\beta_i^2 \sigma_m^2$ )	0,0007	0,0013
Μη-Συστηματικός Κίνδυνος ( $\sigma_{ei}^2$ )	0,0027	0,0049

*Πηγή:* Ναυτεμπορική και υπολογισμοί της συγγραφέως

Από τον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι, κατά την περίοδο 2004-2007, ο κίνδυνος (διακύμανση) της ΑΓΕΤ-ΗΡΑΚΛΗΣ (0,0062) ήταν μεγαλύτερος από τον κίνδυνο του Τιτάνα (0,0034), γεγονός που αποτυπώνεται και στον υψηλότερο συντελεστή βήτα της πρώτης (0,8359) σε σχέση με τον αντίστοιχο συντελεστή της δεύτερης (0,6244).

Ο συντελεστής βήτα της μετοχής αμφοτέρων των εταιριών εκτιμήθηκε βάσει μηνιαίων αποδόσεων της μετοχής και του Γενικού Δείκτη, οι οποίες κάλυπταν την χρονική περίοδο 2003:01 – 2007:12.



## 5 ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΤΑΙΡΙΩΝ

Στις ενότητες που ακολουθούν παρουσιάζουμε τον τρόπο υπολογισμού και ερμηνείας των αριθμοδεικτών αξιολόγησης της κερδοφορίας, της κερδοφορίας, της αποδοτικότητας, ρευστότητας, και των επενδύσεων μιας εταιρίας..

Η *αποδοτικότητα* της επιχείρησης επηρεάζει την τιμή της μετοχής της στη χρηματιστηριακή αγορά, ενώ η ρευστότητα συνδέεται με την ανάπτυξη της επιχείρησης, διότι προσδιορίζει τις δυνατότητές πραγματοποίησης νέων επενδύσεων. Επίσης μέσω των επενδύσεων και της διαμόρφωσης του κεφαλαίου κίνησης, η ρευστότητα συμβάλει και στη διαμόρφωση της αποδοτικότητας της επιχείρησης (Γκλεζάκος, 2006).

Όπως αναφέραμε στην εισαγωγή της μελέτης το δείγμα μας αποτελείται από 2 εταιρίες παραγωγής τσιμέντου, εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών εταιρίες, των οποίων θα αναλύσουμε, δια του υπολογισμού ορισμένων αριθμοδεικτών τις λογιστικές καταστάσεις. Τα απαραίτητα στοιχεία για την διεκπεραίωση της εργασίας θα αντληθούν από τα δημοσιευμένα ετήσια δελτία της εταιρίας, από την βάση δεδομένων της Ναυτεμπορικής και του διαδικτυακού τόπου *Capital.gr*. Τα εν λόγω στοιχεία αφορούν **δευτερεύοντα στοιχεία** (secondary data) τα οποία παίρνουμε έτοιμα και θα τα χρησιμοποιούμε απευθείας στη μελέτη μας.

## 5.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ

Ο σκοπός της μελέτης είναι μέσω της ανάλυσης αριθμοδεικτών να αξιολογήσουμε την χρηματοοικονομική πορεία των δυο εταιριών που δραστηριοποιούνται στην παραγωγή τσιμέντου, της ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ και του ΤΙΤΑΝΑ. Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να τονίσουμε ότι δια της ανάλυσης των οικονομικών καταστάσεων των εταιριών αποβλέπουμε όχι τόσο στην απλή παράθεση αριθμών, όσο στην εξαγωγή συμπερασμάτων που προκύπτουν από τις συγκρίσεις διαφορετικών αριθμών των καταστάσεων αυτών.

### 5.1.1 Αριθμοδείκτες Κερδοφορίας

Σε αυτή την ενότητα θα μελετήσουμε τρεις δείκτες κερδοφορίας. Το **μεικτό περιθώριο κέρδους** προκύπτει από την διαίρεση του μικτού αποτελέσματος (ήτοι πωλήσεις μείον κόστος πωλήσεων) με τον κύκλο εργασιών.

Ένας άλλος βασικός αριθμοδείκτης κερδοφορίας είναι ο αριθμοδείκτης του **λειτουργικού περιθωρίου κέρδους**, ο οποίος υπολογίζεται από τον λόγο του λειτουργικού κέρδους προς τον κύκλο εργασιών της εταιρίας (Γεωργόπουλος 2005: 200)

$$\text{Λειτουργικό Περιθώριο} = \frac{\text{Λειτουργικό Κέρδος}}{\text{Κυκλος Εργασιων}} \quad (5.1)$$

Το **λειτουργικό κέρδος** μιας εταιρίας προκύπτει από τις πωλήσεις αφαιρουμένου του άμεσου κόστους και των λειτουργικών εξόδων, τα οποία περιλαμβάνουν: (α) τα έξοδα διοίκησης, (β) τα έξοδα ερευνών, και (γ) τα έξοδα διάθεσης, (Davis and Pain, 2005: 82).

Ο αριθμοδείκτης του **καθαρού περιθωρίου κέρδους** δείχνει το ποσοστό του κέρδους που μένει στην επιχείρηση μετά από την αφαίρεση από τις καθαρές πωλήσεις του κόστους των πωληθέντων και των λοιπών εξόδων (Νιάρχος, 1997: 104).

$$\text{Καθαρο Περιθωριο} = \frac{\text{Κερδος Προ Φορων}}{\text{Κυκλος Εργασιων}} \quad (5.2)$$

Όταν το καθαρό κέρδος είναι υψηλό αυτό υποδηλώνει ότι η οργάνωση και η διοίκηση τόσο του άμεσου κόστους όσο και των σταθερών εξόδων (εξόδων διάθεσης και διοίκησης, χρηματοοικονομικών δαπανών) και των μη λειτουργικών εσόδων ή εξόδων είναι αποτελεσματική. Αντίθετα εάν το καθαρό κέρδος είναι χαμηλό αυτό υποδηλώνει ότι τα προϊόντα της εταιρείας είναι χαμηλών δυνατοτήτων και η προστιθέμενη αξία

τους είναι χαμηλή, ή ότι η διοίκηση της επιχείρησης έχει αδυναμία να ασκήσει αποτελεσματική πολιτική και διαχείριση τόσο του άμεσου κόστους όσο και των σταθερών εξόδων ή των μη λειτουργικών εσόδων ή εξόδων (Γεωργόπουλος, 2005: 202)

Στους Πίνακες (5.1) και (5.2) παραθέτουμε τα στοιχεία αναφορικά με τον υπολογισμό των τριών δεικτών κερδοφορίας της Α.Γ.Ε.Τ.-ΗΡΑΚΛΗΣ και του Τιτάνα, κατά τις χρήσεις της περιόδου 2004-2007. Οι δείκτες αυτοί είναι το μεικτό περιθώριο κέρδους, το λειτουργικό περιθώριο κέρδους, και το καθαρό περιθώριο κέρδους.

**Πίνακας 5-1:** Δείκτες Κερδοφορίας του ΤΙΤΑΝΑ, 2004-2007 (ποσά σε χιλ. ευρώ)

ΕΤΟΣ	2004	2005	2006	2007
ΠΩΛΗΣΕΙΣ	430.680	439.713	519.847	535.859
ΜΙΚΤΟ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ	178.508	174.646	219.363	213.080
Μικτό Περιθώριο Κέρδους	0,4145	0,3972	0,4220	0,3976
Λειτουργικό Κέρδος	144.769	142.914	173.133	168.900
Λειτουργικό Περιθώριο	0,3361	0,3250	0,3330	0,3152
Κέρδη Προ Φόρων	148.949	145.017	167.313	159.788
Καθαρό Περιθώριο	0,3458	0,3298	0,3219	0,2982

*Πηγή:* Ετήσια Έκθεση: Τιτάν (2007, 2005) και υπολογισμοί της συγγραφέως

**Πίνακας 5-2:** Δείκτες Κερδοφορίας της Α.Γ.Ε.Τ.-ΗΡΑΚΛΗΣ, 2004-2007 (ποσά σε χιλ. ευρώ)

ΕΤΟΣ	2004	2005	2006	2007
ΠΩΛΗΣΕΙΣ	520.031	544.177	615.736	617.232
ΜΙΚΤΟ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ	129.303	125.798	157.083	162.337
Μικτό Περιθώριο Κέρδους	0,2486	0,2312	0,2551	0,2630
Λειτουργικό Κέρδος	80.554	122.307	98.326	99.937
Λειτουργικό Περιθώριο	0,1549	0,2248	0,1597	0,1619
Κέρδη Προ Φόρων	78.976	123.387	100.789,00	104.255
Καθαρό Περιθώριο	0,1519	0,2267	0,1637	0,1689

*Πηγή:* Ετήσια Έκθεση: ΑΓΕΤ-ΗΡΑΚΛΗΣ (2007, 2005) και υπολογισμοί της συγγραφέως

Αναφορικά με τα στοιχεία των παραπάνω δυο πινάκων έχουμε να κάνουμε τις εξής επισημάνσεις.

Αρχικά, το *μικτό περιθώριο κέρδους* του ΤΙΤΑΝΑ μειώθηκε από 41,45% το 2004 στο 39,76% το 2007, καθώς η μέση ετήσια αύξηση στο κόστος πωληθέντων, κατά την διάρκεια της περιόδου 2004-2007, ήταν της τάξεως του 8,58% ενώ η αντίστοιχη αύξηση στις πωλήσεις ήταν 7,56%. Αντίθετα, το *μικτό περιθώριο κέρδους* της ΑΓΕΤ αυξήθηκε από 24,86% το 2004 στο 26,30% το 2007, καθώς η μέση ετήσια αύξηση στο κόστος πωληθέντων, κατά την διάρκεια της περιόδου 2004-2007, ήταν της τάξεως του 5,20% ενώ η αντίστοιχη αύξηση στις πωλήσεις 5,88%.

Εν συνεχεία, το *λειτουργικό περιθώριο κέρδους* του ΤΙΤΑΝΑ μειώθηκε από 33,61% το 2004 στο 31,52% το 2007, καθώς η μέση ετήσια αύξηση στο λειτουργικό κέρδος, κατά την διάρκεια της περιόδου 2004-2007, ήταν της τάξεως του 5,27% έναντι αντίστοιχης αύξηση στις πωλήσεις της τάξεως του 7,56%. Αντίθετα, το *λειτουργικό περιθώριο κέρδους* της ΑΓΕΤ αυξήθηκε από 15,49% το 2004 στο 16,19% το 2007, καθώς η μέση ετήσια αύξηση στο λειτουργικό κέρδος, κατά την διάρκεια της περιόδου 2004-2007, ήταν της τάξεως του 7,45% ενώ η αντίστοιχη αύξηση στις πωλήσεις 5,88%.

Τέλος, το *καθαρό περιθώριο κέρδους* του ΤΙΤΑΝΑ μειώθηκε από 34,58% το 2004 στο 28,82% το 2007, καθώς η μέση ετήσια αύξηση στα κέρδη προς φόρων, κατά την διάρκεια της περιόδου 2004-2007, ήταν της τάξεως του 2,37% έναντι αντίστοιχης αύξηση στις πωλήσεις της τάξεως του 7,56%. Αντίθετα, το *καθαρό περιθώριο κέρδους* της ΑΓΕΤ αυξήθηκε από 15,19% το 2004 στο 16,89% το 2007, καθώς η μέση ετήσια αύξηση στα κέρδη προ φόρων, κατά την διάρκεια της περιόδου 2004-2007, ήταν της τάξεως του 9,70% ενώ η αντίστοιχη αύξηση στις πωλήσεις 5,88%.

### 5.1.2 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας

Ο αριθμοδείκτης που μετρά την **απόδοση των ιδίων κεφαλαίων** (return on equity, ROE) προκύπτει από την διαίρεση των *κερδών προ φόρων* δια του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης (Γεωργόπουλος, 2005: 187).

$$ROE = \frac{\text{Κερδη προ Φορων}}{\text{Συνολο Ιδίων Κεφαλαίων}} \quad (5.3)$$

Ο εν λόγω αριθμοδείκτης μετρά την απόδοση του μέρους των κεφαλαίων της επιχείρησης που είτε έχουν καταβληθεί από τους μετόχους υπό μορφή μετοχικού κεφαλαίου, ή παραμένουν στην επιχείρηση υπό μορφή αποθεματικών ή αδιανέμητων κερδών.

Όπως θα δούμε στην συνέχεια, η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων εξαρτάται από τρεις παράγοντες.

Κατ' αρχάς, μπορούμε να γράψουμε την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων ως ακολούθως:

$$\begin{aligned} ROE &= \frac{\text{Συνολικο Ενεργητικο}}{\text{Ιδια Κεφαλαια}} \frac{\text{Κερδη προ Φορων}}{\text{Συνολικο Ενεργητικο}} = \\ &= EM \times ROA \end{aligned} \quad (5.4)$$

Όπου EM είναι ο **πολλαπλασιαστής ιδίων κεφαλαίων** (equity multiplier). Ο εν λόγω πολλαπλασιαστής δείχνει την σχέση ιδίων κεφαλαίων με το σύνολο του ενεργητικού. Μια υψηλή τιμή του εν λόγω πολλαπλασιαστή δείχνει υψηλές υποχρεώσεις της εταιρείας σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια, και ως εκ τούτου ο αυτός ο δείκτης μπορεί να χρησιμοποιηθεί τόσο ως μέτρο μόχλευσης, όσο και ως μέτρο κινδύνου.

Στη συνέχεια βλέπουμε ότι η *αποδοτικότητα στα συνολικά κεφάλαια* (return on assets, ROA) μπορεί να προκύψει ως το γινόμενο του *καθαρού περιθωρίου κέρδους* (net profit margin) και του *βαθμού χρησιμοποίησης του ενεργητικού* (AU - asset utilisation ratio):

$$ROA = \frac{\text{Κερδη προ Φορων}}{\text{Πωλησεις}} \frac{\text{Πωλησεις}}{\text{Συνολικο Ενεργητικο}} \quad (5.5)$$

Το **καθαρό περιθώριο κέρδους** αντικατοπτρίζει την αποτελεσματικότητα της διαχείρισης του κόστους και της τιμολόγησης προϊόντων. Ο **βαθμός χρησιμοποίησης του ενεργητικού** (AU) αντικατοπτρίζει την δυνατότητα των στοιχείων ενεργητικού να δημιουργούν πωλήσεις.

Τα αποτελέσματα αναφορικά με την αποτελεσματικότητα των δυο υπό εξέταση εταιριών παρουσιάζονται στους ακόλουθους δυο πίνακες

**Πίνακας 5-3:** Δείκτες Αποδοτικότητας του ΤΙΤΑΝΑ, 2004-2007 (ποσά σε χιλ. ευρώ)

<b>ΕΤΟΣ</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
Κέρδη Προ Φόρων	148.949	145.017	167.313	159.788
Ίδια Κεφάλαια	600.956	721.140	781.875	805.559
<b>Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων</b>				
Μέσος Όρος	0,2479	0,2011	0,2140	0,1984
<b>21,50%</b>				
<b>EM</b>				
Μέσος Όρος	1,5082	1,3395	1,2535	1,2464
<b>1,33</b>				
<b>Καθαρό Περιθώριο Κέρδους</b>				
Μέσος Όρος	0,3458	0,3298	0,3219	0,2982
<b>32,39%</b>				
<b>Βαθμός Χρησιμοποίησης Ενεργητικού</b>				
Μέσος Όρος	0,4752	0,4552	0,5304	0,5337
<b>49,86%</b>				

*Πηγή:* Carita.gr και υπολογισμοί της συγγραφέως

**Πίνακας 5-4:** Δείκτες Αποδοτικότητας της Α.Γ.Ε.Τ. - ΗΡΑΚΛΗΣ, 2004-2007 (ποσά σε χιλ. ευρώ)

<b>ΕΤΟΣ</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
Κέρδη Προ Φόρων	78.976	123.387	100.789	104.255
Ίδια Κεφάλαια	644.617	767.049	740.210	736.634
<b>Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων</b>				
Μέσος Όρος	0,1225	0,1609	0,1362	0,1415
<b>14,03%</b>				
<b>ΕΜ</b>				
Μέσος Όρος	1,3505	1,2376	1,2779	1,2855
<b>1,28</b>				
<b>Καθαρό Περιθώριο Κέρδους</b>				
Μέσος Όρος	0,1519	0,2267	0,1637	0,1689
<b>17,78%</b>				
<b>Βαθμός Χρησιμοποίησης Ενεργητικού</b>				
Μέσος Όρος	0,5974	0,5732	0,6510	0,6518
<b>61,83%</b>				

*Πηγή:* Capital.gr και υπολογισμοί της συγγραφέως

Από τους παραπάνω δυο πίνακες παρατηρούμε την πτώση της *αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων* (ROE) του ΤΙΤΑΝΑ από 24,79% κατά την χρήση του 2004 στο 19,84% κατά την χρήση του 2007, και την άνοδο της αντίστοιχης αποδοτικότητας της ΑΓΕΤ από 12,25% το 2004 στο 14,15% το 2007. Τι προκάλεσε όμως αυτή την μεταβολή στην αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων των εταιρών;

Προκειμένου να απαντήσουμε σε αυτό το ερώτημα θα πρέπει να έχουμε κατά νου ότι οι συνιστώσες του ROE είναι τρεις- ο πολλαπλασιαστής ιδίων κεφαλαίων, το καθαρό περιθώριο κέρδους, και ο βαθμός χρησιμοποίησης του ενεργητικού.

Κατά την υπό εξέταση περίοδο σημειώθηκε για τον ΤΙΤΑΝΑ μείωση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης, όπως αυτή καταγράφεται από την πτώση του πολλαπλασιαστή ιδίων κεφαλαίων από 1,50 φορές το 2004 στις 1,24 φορές στο 2007. Αυτό συνέβη και για την ΑΓΕΤ με την μείωση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης, καθώς ο πολλαπλασιαστής ιδίων κεφαλαίων έπεσε από το 1,35 το 2004 στο 1,28 το

2007. Επίσης, κατά την περίοδο 2004-2007, καταγράφηκε για τον μεν ΤΙΤΑΝΑ κάμψη του καθαρού περιθωρίου κέρδους από 34,58% το 2004 στο 29,82% το 2007, για την δε ΑΓΕΤ αύξηση του καθαρού περιθωρίου κέρδους από 15,19% το 2004 στο 16,89% το 2007.

Αναφορικά με τον *βαθμό χρησιμοποίησης του ενεργητικού*, στην περίπτωση του ΤΙΤΑΝΑ αυτός σημείωσε αύξηση κατά την περίοδο 2004-2007 λόγω της πολλαπλάσιας ανόδου των πωλήσεων (7,56%) σε σχέση με το την αύξηση του μεγέθους του ενεργητικού (3,47%). Με άλλα λόγια τα πρόσθετα στοιχεία του ενεργητικού ήσαν αποτελεσματικά, καθώς δημιούργησαν και τις ανάλογες πρόσθετες πωλήσεις. Αύξηση σημείωσε και για την ΑΓΕΤ ο βαθμός χρησιμοποίησης του ενεργητικού.

Επομένως, το πρόβλημα με την πτώση της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων του ΤΙΤΑΝΑ οφείλεται κατά κύριο λόγο στην πτώση της κερδοφορίας και την μείωση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης, οι αρνητικές επιπτώσεις των οποίων δεν μπόρεσαν να αντισταθμιστούν από την αύξηση του βαθμού χρησιμοποίησης του ενεργητικού. Αντίθετα, στην περίπτωση της ΑΓΕΤ, η αύξηση της κερδοφορίας και του βαθμού χρησιμοποίησης του ενεργητικού υπερκέρασαν τις πτωτικές πιέσεις επί της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων, τις οποίες ασκεί η πτώση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης.



### 5.1.3 Αριθμοδείκτες Αποτίμησης Κινδύνου

Οι αριθμοδείκτες αποτίμησης κινδύνου υπολογίζουν στοιχεία τα οποία παίζουν σημαντικό ρόλο στην διαμόρφωση της χρηματιστηριακής τιμής μιας μετοχής (Γεωργόπουλος 2005:259). Οι εν λόγω αριθμοδείκτες που θα εξετάσουμε στην εργασία μας είναι οι ακόλουθοι:

- Τιμή Μετοχής προς Κέρδη Ανά Μετοχή
- Αριθμοδείκτες σχετιζόμενοι με τη μερισματική πολιτική της εταιρίας

Τα στοιχεία που παρατίθενται στους Πίνακες (5-5) και (5-6) που ακολουθούν μας βοηθούν αφ' ενός μεν να εκτιμήσουμε, χρησιμοποιώντας τον δείκτη P/E, τις ευκαιρίες ανάπτυξης εκάστης εταιρίας, αφ' ετέρου δε να υπολογίσουμε, εξετάζοντας την μερισματική και κεφαλαιακή απόδοση, την επίδραση στον πλούτο των μετόχων από την διακράτηση της μετοχής της ΑΓΕΤ και του Τιτάνα, κατά την διάρκεια της περιόδου 2004-2006.

**Πίνακας 5-5:** Δείκτες Αποτίμησης Κινδύνου ΑΓΕΤ, 2004-2006 (ποσά σε ευρώ)

ΕΤΟΣ	2004	2005	2006
Κέρδη μετά από Φόρους [1]	73.620.000	96.284.000	54.265.000
Μετοχές [2]	71.082.707	71.082.707	71.362.707
<b>Κέρδη Ανά Μετοχή [1/2[</b>	1,04	1,35	0,76
Μέση Τιμή Μετοχής	8,09	9,36	14,32
<b>P/E</b>	7,81	6,91	18,83
Μέσος Όρος <b>11,18</b>			
Μερίσματα	28.433.000	67.529.000	71.092.707
<b>Μερισματική Απόδοση</b>	0,0495	0,1015	0,0696
Μέσος Όρος <b>7,35%</b>			
<b>Κεφαλαιακή Απόδοση</b>	21,61%	15,77%	52,97%
<b>Αξία €1</b> (αρχές 2004)	1,27	1,59	2,55

Πηγή: Ναυτεμπορική (2007) και υπολογισμοί της συγγραφέως

**Πίνακας 5-6:** Δείκτες Αποτίμησης Κινδύνου ΤΙΤΑΝΑ, 2004-2006 (ποσά σε ευρώ)

ΕΤΟΣ	2004	2005	2006
Κέρδη μετά από Φόρους [1]	104.349.000	105.810.000	105.118.000
Μετοχές [2]	83.941.006	84.137.595	84.330.169
<b>Κέρδη Ανά Μετοχή [1/2]</b>	1,24	1,26	1,25
Μέση Τιμή Μετοχής	19,39	27,40	39,26
<b>P/E</b>	15,59	21,79	31,50
Μέσος Όρος <b>22,96</b>			
Μερίσματα	43.747.196	50.598.074	63.353.403
<b>Μερισματική Απόδοση</b>	0,0269	0,0219	0,0191
Μέσος Όρος <b>2,27%</b>			
<b>Κεφαλαιακή Απόδοση</b>	18,11%	41,35%	43,28%
<b>Αξία €1</b> (αρχές 2004)	1,21	1,73	2,52

Πηγή: Ναυτεμπορική (2007β) και υπολογισμοί της συγγραφέως

#### ***Ο Δείκτης Τιμή προς Κέρδη Ανά Μετοχή (P/E)***

Όπως βλέπουμε από τους παραπάνω δυο πίνακες, το μέσο P/E της ΑΓΕΤ-ΗΡΑΚΛΗΣ, κατά την διάρκεια της περιόδου 2004-2006, διαμορφώθηκε στις 11,18 φορές, ενώ ο αντίστοιχος δείκτης για τον Τιτάνα στις 22,96 φορές.

Ο δείκτης **τιμή μετοχής προς κέρδη ανά μετοχή (P/E)** έχει διαφορετικές εκδοχές ανάλογα με τον τρόπο που ορίζονται τα δυο συστατικά στοιχεία του, δηλαδή η τιμή της μετοχής και τα κέρδη ανά μετοχή.

Έτσι από τη μία, η *τιμή ανά μετοχή* μπορεί να σημαίνει (Damodaran, 2005:143)

- Την τρέχουσα τιμή της μετοχής
- Τη μέση χρηματιστηριακή τιμή κατά τη διάρκεια του έτους

Ενώ από την άλλη, τα κέρδη ανά μετοχή δύνανται να υπολογιστούν με μια από τις παρακάτω μεθόδους:

- Τα κέρδη ανά μετοχή της πιο πρόσφατης χρήσης.
- Τα κέρδη ανά μετοχή των 12 προηγούμενων μηνών (trailing PE)
- Τα προσδοκώμενα κέρδη ανά μετοχή για το επόμενο έτος
- Τα προσδοκώμενα κέρδη ανά μετοχή για κάποιο μελλοντικό έτος

Σε αυτό το σημείο, θα προσπαθήσουμε να αποδείξουμε τη σχέση μεταξύ του δείκτη P/E και της καθαρής παρούσας αξίας των αναπτυξιακών ευκαιριών (growth opportunities).

Γενικά, δύο εταιρίες που παρουσιάζουν την ίδια κερδοφορία πρέπει να αποτιμηθούν διαφορετικά εάν κάποια εξ αυτών έχει περισσότερες ευκαιρίες ανάπτυξης από άλλη, δεδομένου ότι ο επενδυτής που τοποθετείται σε μια μετοχή αγοράζει και το τρέχον εισόδημα της εταιρίας αλλά και τις ευκαιρίες ανάπτυξης που ενδεχομένως αυτή να παρουσιάσει στο εγγύς ή στο μακρινό μέλλον. Ας λοιπόν φανταστούμε μια εταιρία με σταθερά κέρδη ανά μετοχή στο διηνεκές, η οποία έχει αποφασίσει να μην αναλάβει οποιεσδήποτε νέες ευκαιρίες επένδυσης. Επιπλέον, η εν λόγω εταιρία καταβάλλει όλα τα μετά τους φόρους κέρδη της ( $E$ ) στους μετόχους ως μερίσματα ( $D$ ):

$$E_t = D_t$$

Εάν η παραπάνω εταιρία έχει  $N$  μετοχές σε κυκλοφορία, τότε τα κέρδη της ανά μετοχή (EPS) θα πρέπει να είναι

$$\text{EPS}_t = \frac{E_t}{N} = \frac{D_t}{N}$$

Η αναμενόμενη απόδοση μιας τέτοιας μετοχής πρέπει να ισούται με την μερισματική της απόδοση

$$r = \frac{E_t}{P_t} = \frac{D_t}{P_t}$$

και σύμφωνα με τον τύπο για την αποτίμηση ενός περιουσιακού στοιχείου με σταθερά κέρδη στο διηνεκές, η δίκαιη αξία αυτής της μετοχής θα πρέπει να είναι:

$$P = \frac{\text{EPS}_t}{r} = \frac{\text{DPS}_t}{r}$$

Πολλές εταιρίες, ωστόσο, παρουσιάζουν ευκαιρίες για ανάπτυξη, δηλαδή ευκαιρίες για να αναλάβουν κερδοφόρα επενδυτικά προγράμματα, τα οποία αντιπροσωπεύουν ένα σημαντικό μέρος της εταιρικής αξίας. Ως εκ τούτου θα ήταν ανόητο να αφήνουν τα εν λόγω προγράμματα προκειμένου να διανεμηθούν όλα τα κέρδη τους ως μερίσματα στους μετόχους τους.

Συγκεκριμένα, ας υποθέσουμε ότι μια εταιρία έχει τη δυνατότητα να αναλάβει ένα επενδυτικό πρόγραμμα. Έτσι λοιπόν κατά την περίοδο  $t = 0$  η εταιρία αποφασίζει να διακρατήσει ολόκληρο μερίσμα της επόμενης περιόδου  $t = 1$ ,  $D_1 = E_1$ , προκειμένου να το επενδύσει στο εν λόγω επενδυτικό πρόγραμμα. Στην περίοδο  $t = 2$ , και σε κάθε επόμενη περίοδο, τα κέρδη θα αυξηθούν κατά  $g_E$ , δηλαδή θα ανέλθουν, στα  $E_t = E_1(1 + g_E)$  όπου  $t = 2, 3, \dots$  δηλαδή τα κέρδη της εταιρίας θα αυξηθούν, σε απόλυτους αριθμούς, κατά  $E_1 g_E$ .

Συνεπώς, η καθαρή παρούσα αξία, την περίοδο 1,  $NPV_1$ , την οποία δημιουργεί το επενδυτικό πρόγραμμα υπολογίζεται ως εξής:

$$NPV_1 = -E_1 + \frac{g_E E_1}{r}$$

Και επομένως η τρέχουσα αξία της εταιρίας, δηλαδή η αξία της εταιρίας την χρονική στιγμή 0, θα πρέπει να ισούται με την κεφαλαιοποιημένη αξία των, εν απουσία ευκαιριών ανάπτυξης, προσδοκώμενων κερδών,  $E_0 / r$ , και την παρούσα αξία των ευκαιριών ανάπτυξης:

$$\frac{E_0}{r} + \frac{NPV_1}{1+r}$$

άρα η τιμή της μετοχής κατά την χρονική στιγμή 0 θα πρέπει να διαμορφωθεί ως εξής (Ross *et al.* 1999: 112):

$$P_0 = \frac{EPS_0}{r} + \frac{NPV_1 / N}{1+r}$$

Κατά συνέπεια, η τιμή μιας μετοχής μπορεί να ιδωθεί ως η συνισταμένη δυο μεταβλητών. Η πρώτη στηρίζεται στην αξία της εταιρίας, η οποία απλά διανέμει όλα τα κέρδη της στους μετόχους, ενώ η δεύτερη μεταβλητή αντιπροσωπεύει την πρόσθετη αξία που δημιουργείται εάν η εταιρία διακρατεί μέρος των κερδών της προκειμένου χρηματοδοτήσει νέα επενδυτικά προγράμματα.

Τέλος, λύνοντας ως προς τον δείκτη P/E έχουμε:

$$\frac{P_0}{EPS_0} = \frac{1}{r} + \frac{\gamma}{EPS_0}$$

όπου

$$\gamma = \frac{NPV_1 / N}{1 + r}$$

Η παραπάνω σχέση να βοηθά να καταλάβουμε τον λόγο για τον οποίο οι μετοχές εταιριών υψηλής τεχνολογίας, για τις οποίες η αγορά εκτιμά ότι έχουν σημαντικότερες ευκαιρίες ανάπτυξης, (δηλαδή υψηλό  $NPV_1$  και κατ' επέκταση υψηλό  $\gamma$ ) διαπραγματεύονται συνήθως σε πολύ υψηλά P/E, ενώ οι εταιρίες με τις χαμηλές προοπτικές ανάπτυξης διαπραγματεύονται σε χαμηλότερα πολλαπλάσια.

Ωστόσο, με βάση πάντοτε τις προηγούμενες παρατηρήσεις, μπορούμε να ισχυριστούμε ότι για μια μετοχή με υψηλό P/E, εάν τα υψηλά ποσοστά ανάπτυξης δεν υλοποιηθούν τότε αυτό ενδέχεται να προκαλέσει μεγάλη πτώση στην τιμή της μετοχής. Από την άλλη, για μια μετοχή με χαμηλό P/E, η μη σωστή εκτίμηση του ρυθμού ανάπτυξης της εταιρίας μπορεί να δημιουργήσει τεράστιες περιουσίες.

Προκειμένου να συγκρίνουμε τα P/E των εταιριών χρησιμοποιούμε την σχέση ( ), σύμφωνα με την ο λόγος P/E ορίζεται ως το άθροισμα του αντιστρόφου του επιτοκίου κεφαλαιοποίησης και του λόγου των ευκαιριών ανάπτυξης προς τα κέρδη ανά μετοχή

$$\frac{P}{EPS} = \frac{1}{r} + \frac{\gamma}{EPS}$$

όπου

$$\gamma = \frac{NPV_1 / N}{1 + r}$$

Κατά την διάρκεια της περιόδου 2004-2006 τα κέρδη ανά μετοχή του Τιτάνα και της ΑΓΕΤ ήσαν €1,25 και €1,05, αντίστοιχα. Συνεπώς, εάν υποθέσουμε ότι ισχύει το αυτό επιτόκιο κεφαλαιοποίησης για αμφότερες της εταιρίας, τότε θα έχουμε

$$\mathbf{ΑΓΕΤ:} \quad 11,18 = \frac{1}{r} + \frac{\gamma_{ΑΓΕΤ}}{1,05}$$

$$\mathbf{Τιτάν:} \quad 22,96 = \frac{1}{r} + \frac{\gamma_{ΤΙΤΑΝ}}{1,25}$$

Με βάση τις παραπάνω σχέσεις, εάν  $r > 1,17\%$ , τότε  $\gamma_{ΤΙΤΑΝ} > \gamma_{ΑΓΕΤ}$ . Επειδή, όμως ένα επιτόκιο προεξοφλήσεως της τάξεως του 1,17% είναι αρκετά χαμηλό έπεται ότι η αγορά εκτιμά ότι το υψηλότερο P/E του Τιτάνα σημαίνει και σημαντικότερες ευκαιρίες ανάπτυξης για την εταιρία σε σχέση με την ΑΓΕΤ.

### ***Μερισματική Απόδοση***

Σε μια Ανώνυμη Εταιρία, η περιουσία της επιχείρησης ενσωματώνεται σε τίτλους, τις μετοχές, τις οποίες φέρουν οι κάτοχοί τους, οι μέτοχοι. Κάθε εταιρία επιθυμεί να βελτιώνει συνεχώς την περιουσιακή θέση των μετόχων της και να τους ικανοποιεί είτε μέσω της παροχής σε αυτών μερισμάτων (μερίδιο από τα καθαρά κέρδη), είτε μέσα από την παροχή κεφαλαιακών κερδών.

Συνεπώς, τα υπό των επιχειρήσεων διανεμόμενα μερίσματα για αρκετούς επενδυτές ίσως να αποτελούν βασικό κριτήριο για την αγορά μετοχών. Πράγματι, υπάρχουν αρκετοί μέτοχοι που επενδύουν σε μια μετοχή πρωταρχικά για να διασφαλίσουν την είσπραξη ενός τακτικού εισοδήματος από μερίσματα. Με άλλα λόγια, επειδή δεν διανέμονται όλα τα εταιρικά κέρδη προς τους μετόχους και αυτό που έχει σημασία είναι τι εισρέει στα χαρτοφυλάκια των τελευταίων, θα πρέπει να εξεταστεί (πέραν των κερδών ανά μετοχή) και η μερισματική πολιτική της εταιρίας.

Η **μερισματική πολιτική** μιας εταιρίας εν πολλοίς είναι δυνατόν να ιδωθεί ως ένα είδος πρόγνωσης για την πορεία της εταιρικής κερδοφορίας. Σε γενικές γραμμές η ανάλυση της *μερισματικής πολιτικής* μιας εταιρίας συνίσταται στην εξέταση δυο επί μέρους παραγόντων: (α) του ποσοστού αποπληρωμής μερίσματος και γ) της μερισματικής απόδοσης.

Το **ποσοστό αποπληρωμής του μερίσματος** (ΠΑΜ) εξετάζει τη σχέση του μερίσματος ανά μετοχή ως ποσοστό του κέρδους ανά μετοχή

$$\text{ΠΑΜ} = \frac{\text{Μερίσμα ανα Μετοχη}}{\text{Κέρδη ανα Μετοχη}} \quad (5.6)$$

Ο παραπάνω αριθμοδείκτης δείχνει την αναλογία του κέρδους από τακτικές δραστηριότητες που είναι διαθέσιμο για διανομή στους μετόχους, άρα και το ποσοστό του κέρδους που θα παραμείνει στην επιχείρηση για την χρηματοδότηση της ανάπτυξης της. Τα διακρατούμενα κέρδη αποτελούν μία σημαντική πηγή κεφαλαίου για τις περισσότερες επιχειρήσεις και γι' αυτό το ποσοστό αποπληρωμής τους μερίσματος μπορεί σε κάποιες περιπτώσεις να είναι αρκετά χαμηλό.

Σημαντική επίσης πληροφορία παρέχει η εξέταση της διαχρονικής μεταβολής του παραπάνω δείκτη. Για παράδειγμα εάν από τον ένα χρόνο στον άλλο η κάλυψη των μερισμάτων σημειώσει σοβαρή πτώση σημαίνει ότι τα κέρδη της επιχείρησης έχουν μειωθεί αλλά η διοίκηση επιθυμεί να πληρώσει τουλάχιστον το ίδιο με τον προηγούμενο χρόνο μέρισμα, προκειμένου να ικανοποιήσει τις προσδοκίες των μετόχων.

Η **μερισματική απόδοση** (dividend yield, DY) προκύπτει από την διαίρεση του μερίσματος ανά μετοχή με την χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής

$$\text{DY} = \frac{\text{Μερίσμα ανα Μετοχη}}{\text{Τιμη Μετοχης}} \quad (5.7)$$

Ελέχθη προηγουμένως, ότι μερικές εταιρείες μοιράζουν συγκριτικά μικρά μερίσματα και επενδύουν τα κέρδη ξανά στην επιχείρηση με σκοπό την ανάπτυξη. Αν η αγορά εμπιστεύεται τέτοιου είδους προοπτικές για την ανάπτυξη της εταιρείας, τότε οι μετοχές των εν λόγω εταιριών της θα διατηρήσουν μία σχετικά υψηλή τιμή αγοράς και επομένως θα περιμένουμε να δούμε μία χαμηλή μερισματική απόδοση και έναν υψηλό δείκτη τιμής προς κέρδη (P/E). Άλλες εταιρείες προτιμούν μία σταθερή μερισματική απόδοση με δείκτη μερίσματος ανά μετοχή στο ίδιο ή και καλύτερο επίπεδο σε σχέση με το προηγούμενο έτος ώστε να παρουσιάζουν σταθερό 3αθμό ανάπτυξης. Όταν τα κέρδη θα είναι χαμηλά αυτό θα έχει σαν αποτέλεσμα την χαμηλή μερισματική κάλυψη και αν η αγοραία τιμή επηρεάζεται από το χαμηλό κέρδος το αποτέλεσμα θα είναι μία

υψηλή μερισματική απόδοση.

Τέλος, ορισμένες εταιρείες ακολουθούν την τακτική, λιγότερα αδιανέμητα κέρδη, περισσότερα μερίσματα. Το γεγονός αυτό παρουσιάζει μια σταθερά χαμηλή μερισματική απόδοση από έτος σε έτος.

Με βάση τα προηγούμενα και τα στοιχεία των παραπάνω πινάκων μπορούμε να δούμε την εξέλιξη του πλούτου των μετόχων των δυο υπό εξέταση εταιριών, κατά την διάρκεια της περιόδου 2004-2006. Ως γνωστόν, ο πλούτος των μετόχων μιας εταιρίας συνίσταται στην κεφαλαιακή απόδοση και στην μερισματική απόδοση που επιτυγχάνει η μετοχή σε ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Έτσι, με βάση την ετήσια κεφαλαιακή και μερισματική απόδοση εκάστης μετοχής, κατά την διάρκεια της περιόδου 2004-2006, για κάθε ευρώ που τοποθέτησε ένας επενδυτής στην ΑΓΕΤ και στον Τιτάνα, στις αρχές του 2004, έλαβε, στο τέλος του 2006, €2,55 και €2,52 αντίστοιχα



#### 5.1.4 Αριθοδείκτες Ρευστότητας

Στους Πίνακες (5.7) και (5.8) παραθέτουμε στοιχεία αναφορικά με τον υπολογισμό των τεσσάρων δεικτών ρευστότητας της Α.Γ.Ε.Τ.-ΗΡΑΚΛΗΣ και του Τιτάνα, κατά τις χρήσεις της περιόδου 2004-2006.

**Πίνακας 5-7:** Δείκτες Ρευστότητας ΤΙΤΑΝΑ, 2004-2006 (ποσά σε ευρώ)

ΕΤΟΣ	2004	2005	2006
Κυκλοφορούν Ενεργητικό	148.491.000	197.119.000	200.253.000
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	164.566.000	119.001.000	105.008.000
<b>Γενικός Δείκτης Ρευστότητας</b>	<b>0,90</b>	<b>1,66</b>	<b>1,91</b>
Αποθέματα	57.933.000	64.685.000	68.404.000
<b>Ειδικός Δείκτης Ρευστότητας</b>	<b>0,55</b>	<b>1,11</b>	<b>1,26</b>
Κεφάλαιο Κίνησης	-16.075.000	78.118.000	95.245.000
<b>Δείκτης Κεφαλαίου Κίνησης προς Πωλήσεις</b>	<b>-0,04</b>	<b>0,18</b>	<b>0,18</b>
Κέρδη προ Φόρων και Τόκων	144.769.000	142.914.000	173.133.000
Χρεωστικοί Τόκοι	5.413.000	7.939.000	7.326.000
<b>Δείκτης Κάλυψης Τόκων</b>	<b>26,74</b>	<b>18,00</b>	<b>23,63</b>

*Πηγή:* Ετήσια Έκθεση: Τιτάν (2006, 2004) και υπολογισμοί της συγγραφέως

**Πίνακας 5-8:** Δείκτες Ρευστότητας ΑΓΕΤ-ΗΡΑΚΛΗΣ, 2004-2006 (ποσά σε ευρώ)

ΕΤΟΣ	2004	2005	2006
Κυκλοφορούν Ενεργητικό	227.154.000	330.624.000	316.200.000
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	82.446.000	108.909.000	109.979.000
<b>Γενικός Δείκτης Ρευστότητας</b>	<b>2,76</b>	<b>3,04</b>	<b>2,88</b>
Αποθέματα	59.126.000	73.450.000	63.290.000
<b>Ειδικός Δείκτης Ρευστότητας</b>	<b>2,04</b>	<b>2,36</b>	<b>2,30</b>
Κεφάλαιο Κίνησης	144.708.000	221.715.000	206.221.000
<b>Δείκτης Κεφαλαίου Κίνησης προς Πωλήσεις</b>	<b>0,28</b>	<b>0,41</b>	<b>0,33</b>
Κέρδη προ Φόρων και Τόκων	80.554.000	122.307.000	95.470.000
Χρεωστικοί Τόκοι	-1.578.000	1.080.000	2.480.000
<b>Δείκτης Κάλυψης Τόκων</b>	<b>-51,05</b>	<b>113,25</b>	<b>38,50</b>

*Πηγή:* Ετήσια Έκθεση: ΑΓΕΤ-ΗΡΑΚΛΗΣ (2006, 2004) και υπολογισμοί της συγγραφέως

Εκ των πινάκων (4-7) και (4-8) παρατηρούμε ότι ο δείκτης γενικής ρευστότητας, κατά την περίοδο 2004-2006 ήταν υψηλότερος για την ΑΓΕΤ-ΗΡΑΚΛΗΣ σε σχέση με τον αντίστοιχο δείκτη για τον ΤΙΤΑΝΑ διαμορφούμενος στις 2,88 φορές στο τέλος του 2006 (1,91 φορές για τον ΤΙΤΑΝΑ). Επίσης, βλέπουμε ότι ο δείκτης γενικής ρευστότητας για τον Τιτάνα έπεσε κάτω από την μονάδα το 204.

Ο **αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας** δείχνει κατά πόσον τα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού καλύπτουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Παρ' όλο που ο εν λόγω δείκτης χρησιμοποιείται συχνάκις από τους πιστωτικούς οργανισμούς, το βασικό μειονέκτημα του έγκειται στην στατική φύση του καθώς τα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού συνεχώς ανανεώνονται (π.χ. προϊόντα ή εμπορεύματα που πωλούνται ανανεώνονται με νέα και απαιτήσεις που εισπράττονται αντικαθίστανται με νέες) ενώ οι υποχρεώσεις εξοφλούνται και δημιουργούνται νέες (Γεωργόπουλος, 2005:206-207). Ένα έτερο μειονέκτημα του δείκτη, είναι ότι δεν κάνει διάκριση μεταξύ διαφορετικών τύπων κυκλοφορούντος ενεργητικού ορισμένοι εκ των οποίων έχουν μεγαλύτερη ρευστότητα σε σχέση με άλλους. Για παράδειγμα, μια εταιρεία μπορεί να παρουσιάσει ταμειακά προβλήματα και να εξακολουθεί να εμφανίζει υψηλό δείκτη γενικής ρευστότητας, γεγονός που μπορεί να οφείλεται στον τρόπο αποτίμησης των αποθεμάτων της.

Κατά την ερμηνεία του αριθμοδείκτη της γενικής ρευστότητας θα πρέπει να έχουμε κατά νου ότι ορισμένες επιχειρήσεις, σε αντίθεση με κάποιες άλλες, είναι αναγκασμένες να διατηρούν μεγάλα αποθέματα ή να παρέχουν μεγάλες πιστώσεις.

Προκειμένου λοιπόν να λάβουμε υπ' όψιν και την ύπαρξη των αποθεμάτων εκτιμήσαμε τον δείκτη ειδικής ρευστότητας. Ο **αριθμοδείκτης ειδικής ρευστότητας** μετρά την σχέση μεταξύ των ευκόλως ρευστοποιήσιμων στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού και των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Ως ευκόλως ρευστοποιήσιμα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού, δυνάμενα να μετατραπούν ευκολότερα σε μετρητά απ' ότι τα αποθέματα, νοούνται τα εξής στοιχεία: (α) οι απαιτήσεις, (β) τα διαθέσιμα, και (γ) τα χρεόγραφα..

$$\text{Ειδική Ρευστοτητα} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό - Αποθέματα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Ο παραπάνω αριθμοδείκτης θεωρείται ικανοποιητικός όταν παίρνει τιμές ίσες ή μεγαλύτερες της μονάδας που σημαίνει ότι τα αποθέματα χρηματοδοτούνται εξ ολοκλήρου από το κεφάλαιο κίνησης που δημιουργεί η επιχείρηση. Ενώ όταν παίρνει τιμές μικρότερες της μονάδας σημαίνει ότι η χρηματοδότηση των αποθεμάτων κατά ένα μέρος προέρχεται από βραχυπρόθεσμο δανεισμό.

Από τους πίνακες (4-7) και (4-8) βλέπουμε ότι εξ' ίσου ικανοποιητική υπήρξε και η πορεία του δείκτη της ειδικής ρευστότητας για την ΑΓΓΕ-ΗΡΑΚΛΗΣ, ο οποίος βρισκόταν πάνω από το 2 καθ' όλη την διάρκεια της περιόδου 2004-2006.

Τέλος εξετάζουμε ένα άκρως σημαντικό δείκτη για τους υποψήφιους πιστωτές μιας εταιρίας, οι οποίοι δεν πρέπει να δίνουν σημασία τόσο στο ύψος του δανεισμού της εταιρίας, όσο στη δυνατότητα εξυπηρέτησης των συμβατικών υποχρεώσεων αυτής, οι οποίες απορρέουν από το επίπεδο της εταιρικής δανειοδότησης, Για αυτό τον σκοπό εισάγουμε προς μελέτη και ανάλυση τον **δείκτη κάλυψης των τόκων**, ο οποίος ορίζεται ως ο λόγος των κερδών προ φόρων και τόκων προς το σύνολο των χρεωστικών τόκων που κατέβαλλε η εταιρία κατά την διάρκεια της χρήσης (Γεωργόπουλος, 2005: 255).

Από του παραπάνω δυο πίνακες βλέπουμε ότι κατά την διάρκεια της περιόδου 2004-2006, ο δείκτης κάλυψης τόκων αμοτέρων των εταιριών υπήρξε αρκετά υψηλός, διαμορφούμενος σε επίπεδα άνω του 15, αριθμός που μας δείχνει πόσες φορές καλύπτονται οι, συνεπεία σύναψης εταιρικού δανεισμού, χρεωστικοί τόκοι μίας επιχείρησης από τα (προ φόρων και τόκων) κέρδη της. Έτσι μια εταιρεία με πολύ υψηλή κερδοφορία μπορεί να έχει ικανοποιητική κάλυψη τόκων ακόμη και αν παρουσιάζεται υπερδανεισμένη. Και εφ' όσον το επίπεδο των επιτοκίων επηρεάζει σημαντικά το ύψος των χρεωστικών τόκων είναι σύνηθες σε οικονομίες με χαμηλά επιτόκια να γίνονται αποδεκτοί ισολογισμοί με υψηλή μόχλευση.

Γενικά, ο δείκτης κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών μας παρέχει σημαντική πληροφόρηση αναφορικά με την υφιστάμενη σχέση μεταξύ της δανειακής κατάστασης της εταιρείας, από τη μία, και της δυναμικότητας της κερδοφορίας, από την άλλη. Δηλαδή, ο εν λόγω δείκτης μας πληροφορεί για τη δυνατότητα της εταιρείας να εξοφλεί τους τόκους των δανειακών κεφαλαίων με τα κέρδη της, γεγονός που αποτελεί σημαντικότατο παράγοντα για την αποφυγή του ενδεχομένου πτώχευσης.

Τέλος, ο αριθμοδείκτης κάλυψης τόκων μας δείχνει το βαθμό μέχρι τον οποίο μπορούν να μειωθούν τα κέρδη χωρίς δυσάρεστα οικονομικά επακόλουθα για την επιχείρηση, λόγω της αδυναμίας της να αντιμετωπίσει τις ετήσιες χρηματοοικονομικές δαπάνες. Η αδυναμία αντιμετώπισης των υποχρεώσεων αυτών μπορεί να προκαλέσει τη λήψη δικαστικών μέτρων από τους πιστωτές, που πιθανόν να οδηγήσουν την επιχείρηση σε χρεοκοπία.

Κατά συμπέρασμα, η ρευστότητα και των δυο εταιριών είναι αρκετά σημαντική, γεγονός που προσδίδει σε αυτές μια εξαιρετικά σημαντική θέση στην αξιολόγηση των εκάστοτε πιστωτών.

## 5.2 ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΤΑΙΡΙΩΝ

Σε αυτή την ενότητα θα εκτιμήσουμε την δίκαιη τιμή των μετοχών του ΤΙΤΑΝΑ και της ΑΓΕΤ

### 5.2.1 Το Υπόδειγμα Αποτίμησης Gordon

Η μαθηματική μορφή του **υποδείγματος αποτίμησης Gordon** (Gordon valuation model) έχει ως εξής (Kolb, 1996: 299-300):

$$P_t^* = \frac{DPS_{t+1}}{r_s - g} \quad (5.8)$$

Όπου

$P_t^*$  : η δίκαιη τιμή της μετοχής.

$DPS_{t+1}$  : το (αναμενόμενο) μέρισμα ανά μετοχή για τη χρονιά  $t + 1$

$r_s$  : το κόστος των ιδίων κεφαλαίων

$g$  : ο (μακροχρόνιος) ρυθμός αύξησης των μερισμάτων, ή όπως αλλιώς είναι γνωστός, ο *θεμελιώδης ρυθμός ανάπτυξης* της εταιρίας

Στο παραπάνω υπόδειγμα υποθέτουμε ότι το μέρισμα ανά μετοχή αναμένεται να αυξάνει κατά  $g$  ετησίως, στο διηνεκές,

Θα πρέπει λοιπόν να δούμε τον τρόπο δια του οποίου υπολογίζονται το κόστος ιδίων κεφαλαίων και ο μακροχρόνιος ρυθμός αύξησης του μερίσματος. Κατ' αρχάς, λύνοντας την παραπάνω σχέση ως προς το κόστος των ιδίων κεφαλαίων λαμβάνουμε την ακόλουθη εκτίμηση για το αυτό:

$$r_s = \frac{DPS_{t+1}}{P_t} + g \quad (5.9)$$

Από την σχέση (5.9) παρατηρούμε ότι το κόστος ιδίων κεφαλαίων συνίσταται (α) στην (προσδοκώμενη) μερισματική απόδοση ( $DPS/P$ ) της μετοχής, και (β) στον θεμελιώδη ρυθμό αύξησης των μερισμάτων της, ο οποίος ισούται με το γινόμενο του ποσοστού επανεπένδυσης των κερδών και της απόδοσης της ιδίων κεφαλαίων της εταιρία.

Υπάρχουν δυο βασικές μέθοδοι για την εκτίμηση του ρυθμού ανάπτυξης μιας εταιρίας: (α) η ιστορική μέθοδος, και (β) η μέθοδος βασιζόμενη στα θεμελιώδη της εταιρίας.

Στην ανάλυση που θα ακολουθήσει θα επικεντρωθούμε μόνο στα θεμελιώδη της εταιρίας προκειμένου να προβλέψουμε τον (μακροχρόνιο) ρυθμό των μερισμάτων της εταιρίας. Σύμφωνα λοιπόν με τα θεμελιώδη της εταιρίας, ο μακροχρόνιος ρυθμός αύξησης των μερισμάτων  $g$  δύναται να εκτιμηθεί δια του γινομένου της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας και του ποσοστού των κερδών που επανεπενδύεται (Ross *et al.*, 1999: 106):

$$g = b \times \text{ROE} \quad (5.10)$$

όπου

$b$  : το ποσοστό επανεπένδυσης των κερδών μετά από φόρους (δηλαδή ο λόγος των παρακρατηθέντων κερδών προς το σύνολο των κερδών μετά από φόρους)

ROE : η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων

Το ποσοστό επανεπένδυσης των κερδών δύναται να υπολογιστεί ως ακολούθως

$$b = 1 - \left( \frac{P}{\text{EPS}} \frac{\text{DPS}}{P} \right) \quad (5.11)$$

όπου

EPS : τα κέρδη ανά μετοχή

$P$  : η τιμή της μετοχής

DPS : το μέρισμα ανά μετοχή

Όπως βλέπουμε λοιπόν από την παραπάνω σχέση, το ποσοστό επανεπένδυσης των κερδών εξαρτάται από τους εξής δυο παράγοντες: α) την τιμή προς κέρδη ανά μετοχή, και β) τον λόγο του μερίσματος ανά μετοχή προς την τιμή της μετοχής. Ο δεύτερος παράγοντας είναι αποτυπώνει την μερισματική πολιτική της εταιρίας.

### 5.2.2 Εμπειρικά Αποτελέσματα

Στους παρακάτω δυο πίνακες παραθέτουμε τα αποτελέσματα αποτίμησης για τον ΤΙΤΑΝΑ και την ΑΓΕΤ

**Πίνακας 5-9:** Το Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων του ΤΙΤΑΝΑ, 2004-2007

ΕΤΟΣ	2004	2005	2006	2007
Κέρδη ανά Μετοχή (σε €)	1,24	1,26	1,24	1,41
Μέρισμα ανά Μετοχή (σε €)	0,52	0,60	0,75	0,77
Μέση Τιμή Μετοχής (σε €)	19,39	27,40	39,26	38,42
<b>Ποσοστό Επανεπένδυσης</b>	0,58	0,52	0,40	0,45
<b>ROE</b>	0,2065	0,2413	0,2077	0,2044
<b>Μερισματική Απόδοση</b>	2,68%	2,19%	1,91%	2,00%

*Πηγή:* Ναυτεμπορική, Capital.gr και υπολογισμοί της συγγραφέως

**Πίνακας 5-10:** Το Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων της ΑΓΕΤ, 2004-2007

ΕΤΟΣ	2004	2005	2006	2007
Κέρδη ανά Μετοχή (σε €)	1,19	2,12	0,76	0,97
Μέρισμα ανά Μετοχή (σε €)	0,40	0,95	1,00	1,00
Μέση Τιμή Μετοχής (σε €)	8,09	9,36	14,32	17,40
<b>Ποσοστό Επανεπένδυσης</b>	0,66	0,55	-0,32	-0,03
<b>ROE</b>	0,1225	0,1609	0,1362	0,1415
<b>Μερισματική Απόδοση</b>	4,95%	10,15%	6,98%	5,75%

*Πηγή:* Ναυτεμπορική, Capital.gr και υπολογισμοί της συγγραφέως

Από τα στοιχεία των παραπάνω δυο πινάκων εκτιμάμε το μέσο ποσοστό επανεπένδυσης, κατά τις χρήσεις 2004-2007, για τον μεν ΤΙΤΑΝΑ στα **0,49** για την δε ΑΓΕΤ **0,22**. Η μέση αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων (**ROE**) διαμορφώθηκε στο **21,50%** για τον ΤΙΤΑΝΑ και 14,03% για την ΑΓΕΤ. Έχοντας επομένως προσεγγίσει το ποσοστό επανεπένδυσης και την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων, εκτιμούμε ότι ο μακροχρόνιος ρυθμός αύξησης των μερισμάτων θα είναι της τάξεως του **10,50%** ( $=0,49 \times 21,50\%$ ) για τον ΤΙΤΑΝΑ και 3,05% ( $=0,22 \times 14,03\%$ ) για την ΑΓΕΤ. Επίσης, κατά την περίοδο 2004-2007, η μέση μερισματική απόδοση του ΤΙΤΑΝΑ ήταν 2,20% και της ΑΓΕΤ 6,96%.

Ως εκ τούτου το **κόστος ιδίων κεφαλαίων** της εταιρίας βάσει του **υποδείγματος Gordon** εκτιμάται για τον μεν ΤΙΤΑΝΑ στο **12,70%** (=10,50% + 2,20%) για την δε ΑΓΕΤ στο **10,00%** (=3,05% + 6,96%). Δεδομένου λοιπόν ενός μέσου μερίσματος της τάξεως του €0,73 (το μέσο μέρισμα ανά μετοχή της περιόδου 2004-2007) για το ΤΙΤΑΝΑ και €0,84 για την ΑΓΕΤ βρίσκουμε ότι η δίκαιη τιμή της μετοχής του ΤΙΤΑΝΑ είναι **€33,2** [=€0,73 (1+10,50%)/(12,70% -10,50%)] και της ΑΓΕΤ είναι **€12,40**.



## 6 ΣΥΝΟΨΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΠΡΟΤΑΣΗ

### 6.1 ΣΥΝΟΨΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

Ένας από τους στόχους της εργασίας της η βάσει αριθμοδεικτών ανάλυση 2 εισηγμένων στο Ελληνικό χρηματιστήριο εταιριών. Στο πλαίσιο αυτής της ανάλυσης εξετάσαμε την κερδοφορία, την αποδοτικότητα, και την ρευστότητα εκάστης, εκ των υπό εξέταση, εταιριών.

Αναφορικά με την κερδοφορία των δυο εταιριών είδαμε ότι κατά την διάρκεια της περιόδου 2004-2007 οι βασικοί δείκτες κερδοφορίας (του μικτού περιθωρίου, του λειτουργικού περιθωρίου, και του καθαρού περιθωρίου) για την ΑΓΕΤ κατέγραψαν μια διαχρονική άνοδο, ενώ αντίθετα για τον ΤΙΤΑΝΑ μια κάθοδο. Ωστόσο τόσο το μικτό περιθώριο όσο και τα λειτουργικό και καθαρό περιθώριο του ΤΙΤΑΝΑ ήταν, κατά την προαναφερθείσα περίοδο, υψηλότερο των αντιστοίχων περιθωρίων της ΑΓΕΤ.

Επίσης, κατά την διάρκεια της περιόδου 2004-2007, και το μέσο *λειτουργικό περιθώριο* του Τιτάνα (33,14%) υπήρξε υψηλότερο του αντιστοίχου περιθωρίου της ΑΓΕΤ (17,53%). Ωστόσο για αμφότερες τις εταιρίες το λειτουργικό περιθώριο είναι αρκετά υψηλό. Εξ' ίσου υψηλό υπήρξε και το μέσο *καθαρό περιθώριο* των εταιριών (ΑΓΕΤ: 17,78%, Τιτάν: 33,39%).

Αρκετά υψηλότερη, κατά την διάρκεια της περιόδου 2004-2007, ήταν και η μέση *αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων* του Τιτάνα (21,50%) σε σχέση με την αντίστοιχη απόδοση της ΑΓΕΤ (14,03%). Ωστόσο αμφότερες οι εταιρίες πέτυχαν μια υψηλή απόδοση στα ίδια κεφάλαια τους, άνω του 10%.

### 6.2 ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΠΡΟΤΑΣΗ

Χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα αποτίμησης Gordon προσδιορίσαμε την δίκαιη τιμή της μετοχής του ΤΙΤΑΝΑ και της ΑΓΕΤ στα **€32,20** και **€12,40**, αντίστοιχα. Στις 31/12/2007 η μετοχή της πρώτης εταιρίας διαπραγματευόταν στα €31,20 και της δεύτερης στα €17,70. Ένα χρόνο αργότερα, συγκεκριμένα, στις 11/12/2008 η μετοχή του ΤΙΤΑΝΑ διαπραγματευόταν στα €13,48 και της ΑΓΕΤ στα €6,22.

### **6.3 ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ**

Προκειμένου να έχουμε και μια εικόνα, η οποία θα επικουρήσει την εύρεση της δίκαιης τιμής στην προσπάθεια ανάληψης μιας (επικερδούς) επενδυτικής πρότασης για μια εκ των δυο εταιριών, θα αναφερθούμε σε μερικά στοιχεία σχετικά με τις προοπτικές εκάστης εξ' αυτών.

#### ***ΑΓΕΤ***

Η ΑΓΕΤ-Ηρακλής, υπό τη διοίκηση της γαλλικής εταιρίας Lafarge, έχει μια μακρά ιστορία στον τομέα των εξαγωγών, ένα ισχυρό brand και μια καλή θέση.

Ένα σημαντικό περιουσιακό στοιχείο για την εταιρία αποτελεί το γεγονός ότι αυτή ακολουθεί το πρόγραμμα Advance, το οποίο εφαρμόζεται ταυτόχρονα σε όλες τις εταιρείες του ομίλου Lafarge. Το πρόγραμμα Advance είναι ένα καινοτόμο πρόγραμμα διαρκούς βελτίωσης της απόδοσης του Τομέα Τσιμέντου του ομίλου Lafarge που εφαρμόζεται σε παγκόσμιο επίπεδο. Έχει σχεδιαστεί ώστε να είναι επιχειρησιακά εφαρμόσιμο, να ελέγχει και να αξιολογεί διαρκώς κάθε στάδιο της διαδικασίας, ώστε να επιτυγχάνεται υψηλή αποδοτικότητα, ανταγωνιστικότητα και βελτίωση των αποτελεσμάτων.

Το εν λόγω πρόγραμμα είναι βασισμένο σε πέντε πυλώνες-περιοχές: στρατηγική, μάρκετινγκ και πωλήσεις, βιομηχανία, αειφορία (sustainability), κινητοποίηση των ατόμων (mobility), στις οποίες η διοίκηση της εταιρίας επιθυμεί να αριστεύσει. Επίσης, το Advance δεν είναι ένα θεωρητικό πρόγραμμα ποιότητας, με ημερομηνία λήξης το οποίο παράγεται από κάποιους τρίτους συμβούλους, ούτε ένα πρόγραμμα management. Είναι ένα διαρκές, πρακτικό, επιχειρησιακό πρόγραμμα, που ουσιαστικά οικοδομείται εκ των έδρων με βάση τα μοναδικά χαρακτηριστικά κάθε οργανισμού και με κριτήριο τη βελτίωση των υπηρεσιών που προσφέρει η εταιρεία.

#### ***TITAN***

Οι προοπτικές, για το υπόλοιπο του 2008, αναμένεται να επηρεαστούν από την επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομικής ανάπτυξης και την προφανή αποσύνδεση αναπτυσσόμενων και ώριμων αγορών. Η ζήτηση των προϊόντων του Ομίλου TITAN στην Ελλάδα αναμένεται να κινηθεί ελαφρώς χαμηλότερα σε σχέση με τα υψηλά επίπεδα του 2007, παρά την αναμενόμενη αύξηση της κατανάλωσης των έργων υποδομής, καθώς το υψηλό απόθεμα αδιάθετων κατοικιών συμπιέζει την κατασκευαστική δραστηριότητα.

Επίσης, εφ' όσον δεν έχει ανακοινωθεί μέχρι σήμερα από το ΥΠΕΧΩΔΕ η οριστική κατανομή των δικαιωμάτων εκπομπής διοξειδίου του άνθρακα για την 5ετία 2008-2012 δεν είναι εφικτός ο υπολογισμός των επιπτώσεων της. Ωστόσο είναι πιθανό μια τέτοια εξέλιξη να οδηγήσει μέσα στην 5ετία σε περιορισμό της παραγωγής του Ομίλου στην Ελλάδα.

Στη Νοτιοανατολική Ευρώπη, οι αγορές αναμένεται ότι θα συνεχίσουν την ανάπτυξή τους, εφ' όσον δεν υπάρξει πολιτική αστάθεια στα δυτικά Βαλκάνια.

Τέλος θα πρέπει να αναφέρουμε ότι ο Όμιλος TITAN καλύπτει τις ανάγκες του σε στερεά καύσιμα, ως επί το πλείστον, με συμβάσεις ορισμένου χρόνου. Το γεγονός αυτό συγκράτησε σε κάποιο βαθμό τις επιπτώσεις από την σημαντικότητα άνοδο της τιμής των καυσίμων μέχρι σήμερα, αλλά κατά το υπόλοιπο του έτους.

---

## ΑΝΑΦΟΡΕΣ

---

### Ελληνόγλωσσες

1. Chandelle, I., 2007. “Εξέλιξη και Κοινωνικοοικονομικές Πτυχές της Βιομηχανίας Τσιμέντου.” 26 Ιουνίου. Ευρωπαϊκή Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή. Συμβουλευτική Επιτροπή Βιομηχανικών Μεταλλαγών.
2. Mintzberg H, Brous, A. and Lambel, J., 2004. “Το Σαφάρι της Στρατηγικής.” Αθήνα: εκδόσεις Καστανιώτης
3. Zu, S., 2003. “Η Τέχνη του Πολέμου.” Αθήνα: εκδόσεις Περίπλους.
4. Γεωργιάδης, Ν., 2002. “Η “Ελαφρότητα” του EBITDA (Κέρδη προ Τόκων, Φόρων και Αποσβέσεων) και των Παραγώνων Δεικτών Αποτίμησης στην Ελληνική Αγορά Μετοχών.” Investment Research & Analysis Journal .
5. Γεωργόπουλος, Χ., 2005. “Χρηματοοικονομική Διοίκηση Επιχειρήσεων.” Ελληνική Ακαδημία Διοίκησης Επιχειρήσεων. Κεφάλαια 7, 8, 9, 13.
6. Γκλεζάκος, Μ., 2006. “Εισαγωγή στην Ανάλυση της Οικονομικής Κατάσταση των Επιχειρήσεων” Οκτώβριος. Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Τμήμα Στατιστικής και Ασφαλιστικής Επιστήμης
7. Ετήσια Έκθεση: Α.Γ.Ε.Τ.-ΗΡΑΚΛΗΣ (2006, 2004 )
8. Ετήσια Έκθεση: Τιτάν (2007, 2005)
9. Ναυτεμπορική, 2007. “Ηρακλής ΑΓΕΤ.” [online]. Διαθέσιμο από: <http://www.naftemporiki.gr/markets/quotereport.asp?id=HERr.AT>
10. Ναυτεμπορική, 2007β. “Τιτάν.” [online]. Διαθέσιμο από: <http://www.naftemporiki.gr/markets/quotereport.asp?id=TTNr.AT>
11. Νιάρχος, Ν., 1997. “Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων.” Εκδόσεις Σταμούλης. Κεφάλαιο: 2.
12. Σχινάς, Ο. και Λυρίδης , Δ., 2002. “Σημειώσεις Λογιστικής και Τεχνικής Ανάλυσης.” Εθνικό Μετσόβιο Πολυτεχνείο, Σχολή Ναυπηγών Μηχανολόγων Μηχανικών.

### Ξενόγλωσσες

13. Damodaran, A., 2005. *Valuation* [online]. Διαθέσιμο από: [www.damodaran.com](http://www.damodaran.com)
14. Davis, T and Pain, B., 2002. “Business Accounting and Finance.” McGraw-Hill Publishing Company.

15. Edmonds, T. and Edmonds, C., 2000. "Fundamental Managerial Accounting Concepts." Irwin McGraw-Hill
16. Elton, E. and Gruber, M., 1995. "Modern Portfolio Theory and Investment Analysis." John Wiley & Sons.
17. Kolb, R., 1996. "Investments." Blacwell Publishers.
18. Mintzberg, H., 1979. "The Structuring of Organizations: A Synthesis of the Research." Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall
19. Penman, S., 2003. "Financial Statement Analysis and Security Valuation." 2<sup>nd</sup> ed. McGraw Hill.
20. Pugh, D., 1970. "An Empirical Taxonomy of Structures of Work Organizational." *Administrative Science Quartetly*, 8: 289-315
21. Reilly, N. and Norton, E. 2006. "Investments." 7<sup>th</sup> ed. Thomson, South-Western.
22. Ross, S., Westerfield, R. and Jaffe, J., 1999. "Corporate Finance." Irwin/McGraw-Hill.

#### **Διαδίκτυο**

23. <http://www.titan-cement.com/>
  - Ο Όμιλος
  - Τα Προϊόντα μας
24. <http://www.aget.gr/aget/>
  - Εταιρίες Ομίλου
  - Ιστορικοί Σταθμοί
  - Κέντρα Διανομής
  - Στοιχεία για τις Μονάδες Παραγωγής
25. <http://www.hcia.gr/indexGR.html>
  - Ελληνική Τσιμεντοβιομηχανία

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ: ΟΙ ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ

Στους παρακάτω πίνακες παρουσιάζουμε τις λογιστικές καταστάσεις της ΑΓΕΤ και του ΤΙΤΑΝΑ, κατά την περίοδο 2004-2007.

### Αποτελέσματα Χρήσης: ΤΙΤΑΝ

(ποσά σε χιλιάδες €)

Σημ.	Όμιλος		Εταιρία		
	2007	2006	2007	2006	
Κύκλος εργασιών	3	1.496.915	1.568.109	535.859	519.847
Κόστος πωλήσεων		-936.825	-957.252	-322.779	-300.484
<b>Μικτά κέρδη προ αποσβέσεων</b>		<b>560.090</b>	<b>610.857</b>	<b>213.080</b>	<b>219.363</b>
Άλλα έσοδα εκμετάλλευσης	4	19.239	24.551	13.846	13.238
Συμμετοχή στα κέρδη συγγενών εταιριών	15	3.447	3.400	-	-
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας		-108.586	-98.525	-41.352	-38.521
Έξοδα λειτουργίας διαθέσεως		-24.199	-22.286	-4.553	-3.852
Άλλα έξοδα εκμετάλλευσης	4	-24.128	-37.326	-12.121	-17.095
<b>Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και αποσβέσεων</b>		<b>425.863</b>	<b>480.671</b>	<b>168.900</b>	<b>173.133</b>
Αποσβέσεις που αναλογούν στα κόστος πωλήσεων	5	-89.279	-75.487	-9.629	-9.623
Αποσβέσεις που αναλογούν στα έξοδα διοικητικής λειτουργίας και διάθεσης	5	-5.503	-5.244	-1.055	-987
<b>Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων</b>		<b>331.081</b>	<b>399.940</b>	<b>158.216</b>	<b>162.523</b>
Έσοδα Συμμετοχών και χρεογράφων		74	4.543	2.656	5.598
Έσοδα χρηματοοικονομικής λειτουργίας	6	12.712	12.706	3.560	6.518
Έξοδα χρηματοοικονομικής λειτουργίας	6	-43.521	-36.366	-4.644	-7.326
<b>Κέρδη προ φόρων</b>		<b>300.346</b>	<b>380.823</b>	<b>159.788</b>	<b>167.313</b>
Μείον: Φόρος εισοδήματος	8	-56.127	-118.513	-41.017	-62.195
<b>Κέρδη μετά από φόρους</b>		<b>244.219</b>	<b>262.310</b>	<b>118.771</b>	<b>105.118</b>
<b>Τα καθαρά κέρδη αναλογούν σε:</b>					
Μετόχους της Εταιρίας		239.739	259.185	118.771	105.118
Δικαιώματα Μειοψηφίας		4.480	3.125	-	-
		<b>244.219</b>	<b>262.310</b>	<b>118.771</b>	<b>105.118</b>
<b>Βασικά κέρδη ανά εκδοθείσα μετοχή (σε €)</b>	9	<b>2,85</b>	<b>3,07</b>	<b>1,41</b>	<b>1,25</b>
<b>Προσαρμοσμένα κέρδη ανά εκδοθείσα μετοχή (σε €)</b>	9	<b>2,84</b>	<b>3,06</b>	<b>1,41</b>	<b>1,24</b>

(ποσά σε χιλιάδες €)

Σημ.	Όμιλος		Εταιρία		
	Ποσά κλειόμενης χρήσεως 2005	Ποσά προηγούμενης χρήσεως 2004	Ποσά κλειόμενης χρήσεως 2005	Ποσά προηγούμενης χρήσεως 2004	
Κύκλος εργασιών	1	1.341.727	1.142.474	439.713	430.680
Κόστος πωλήσεων		-852.579	-726.190	-265.067	-252.172
<b>Μικτά κέρδη</b>		<b>489.148</b>	<b>416.284</b>	<b>174.646</b>	<b>178.508</b>
Άλλα έσοδα / (έξοδα) εκμετάλλευσης		-591	-3.814	4.516	-244
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας		-79.974	-74.686	-32.378	-29.874
Έξοδα λειτουργίας διαθέσεως		-19.410	-19.312	-3.870	-3.621
<b>Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και αποσβέσεων</b>		<b>389.173</b>	<b>318.472</b>	<b>142.914</b>	<b>144.769</b>
Αποσβέσεις		-72.015	-63.647	-10.672	-10.314
<b>Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων</b>	2	<b>317.158</b>	<b>254.825</b>	<b>132.242</b>	<b>134.455</b>
Έσοδα συμμετοχών και χρεογράφων		1.008	405	29.175	13.773
Έσοδα / (έξοδα) χρηματοοικονομικής λειτουργίας	3	-25.098	-12.625	-16.400	721
<b>Κέρδη προ φόρων</b>		<b>293.068</b>	<b>242.605</b>	<b>145.017</b>	<b>148.949</b>
Μείον φόροι	5	-80.018	-62.948	-39.207	-44.600
<b>Κέρδη μετά από φόρους</b>		<b>213.050</b>	<b>179.657</b>	<b>105.810</b>	<b>104.349</b>
<b>Τα καθαρά κέρδη αναλογούν σε:</b>					
Μετόχους της Εταιρίας		210.128	176.951	105.810	104.349
Δικαιώματα Μειοψηφίας		2.922	2.706	-	-
<b>Βασικά κέρδη ανά εκδοθείσα μετοχή (σε €)</b>	6	<b>2,50</b>	<b>2,11</b>	<b>1,26</b>	<b>1,24</b>
<b>Προσαρμοσμένα κέρδη ανά εκδοθείσα μετοχή (σε €)</b>	6	<b>2,49</b>	<b>2,10</b>	<b>1,25</b>	<b>1,24</b>

## Ισολογισμός: TITAN

(ποσά σε χιλιάδες €)

	Σημ.	'Ομιλος		Εταιρία	
		2007	2006	2007	2006
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>					
Ενσώματες ακινητοποιήσεις	11	1.303.924	1.174.541	262.214	256.561
Επενδυτικά ακίνητα	12	-	-	6.996	7.248
Ασώματες ακινητοποιήσεις	13	301.189	145.181	-	-
Συμμετοχές σε θυγατρικές	14	-	-	515.777	512.883
Συμμετοχές σε συγγενείς εταιρίες	15	4.136	3.880	-	-
Διαθέσιμα προς πώληση χρηματοοικονομικά στοιχεία	16	2.497	1.607	107	107
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	17	12.158	14.024	3.386	3.016
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	18	203	779	-	-
<b>Σύνολο παγίου ενεργητικού</b>		<b>1.624.107</b>	<b>1.340.012</b>	<b>788.480</b>	<b>779.815</b>
Αποθέματα	19	226.253	203.137	85.250	68.404
Απαιτήσεις και προπληρωμές	20	305.008	293.425	130.213	131.760
Παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα		657	-	15	-
Διαθέσιμα προς πώληση χρηματοοικονομικά στοιχεία	16	2.361	2.011	61	61
Διαθέσιμα και ταμιακά ισοδύναμα	21	167.478	138.027	13	28
<b>Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού</b>		<b>701.757</b>	<b>636.600</b>	<b>215.552</b>	<b>200.253</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>		<b>2.325.864</b>	<b>1.976.612</b>	<b>1.004.032</b>	<b>980.068</b>
<b>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>					
Μετοχικό κεφάλαιο (84.532.574 μετοχές των € 2,00)	22	169.065	168.970	169.065	168.970
Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο	22	22.826	22.724	22.826	22.724
Δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών	22	7.016	3.519	7.016	3.519
Ίδιες μετοχές	22	-35.945	-502	-35.945	-502
Λοιπά αποθεματικά	23	396.997	373.923	558.753	503.366
Κέρδη εις νέο		612.868	511.555	83.844	83.798
<b>Ίδια Κεφάλαια που αναλογούν σε μετόχους της Μητρικής Εταιρίας</b>		<b>1.172.827</b>	<b>1.080.189</b>	<b>805.559</b>	<b>781.875</b>
Δικαιώματα Μειοψηφίας		22.112	20.170	-	-
<b>Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων (α)</b>		<b>1.194.939</b>	<b>1.100.359</b>	<b>805.559</b>	<b>781.875</b>
Μακροπρόθεσμες τραπεζικές υποχρεώσεις	24	589.833	326.040	3.609	16.320
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	18	124.063	133.583	29.079	29.876
Υποχρεώσεις συνταξιοδοτικών παροχών	25	39.332	39.535	21.102	22.748
Προβλέψεις	26	20.934	37.977	2.887	17.178
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	27	16.510	11.182	6.747	7.063
<b>Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>		<b>790.672</b>	<b>548.317</b>	<b>63.424</b>	<b>93.185</b>
Βραχυπρόθεσμες τραπεζικές υποχρεώσεις	24	146.405	139.045	49.987	25.340
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	28	168.018	154.188	63.996	54.968
Παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα		87	989	87	-
Υποχρεώσεις από φόρο εισοδήματος		12.911	29.301	7.442	23.200
Προβλέψεις	26	12.832	4.413	13.537	1.500
<b>Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>		<b>340.253</b>	<b>327.936</b>	<b>135.049</b>	<b>105.008</b>
<b>Σύνολο υποχρεώσεων (β)</b>		<b>1.130.925</b>	<b>876.253</b>	<b>198.473</b>	<b>198.193</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ (α+β)</b>		<b>2.325.864</b>	<b>1.976.612</b>	<b>1.004.032</b>	<b>980.068</b>

## Κατάσταση Ισολογισμού

(ποσά σε χιλιάδες €)

### ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ

Ενσώματες ακινητοποιήσεις	8	1,149.845	972.375	248.293	233.471
Ασώματες ακινητοποιήσεις	9	94.990	102.213	-	-
Επενδυτικά ακίνητα	10	-	-	7.226	7.161
Συμμετοχές σε θυγατρικές	28	-	-	512.615	512.728
Διαθέσιμα προς πώληση χρηματοοικονομικά στοιχεία	11	4.277	1.421	107	107
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	13	8.146	5.415	1.603	2.420
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	19	746	2.988	3.761	2.005
<b>Σύνολο παγίου ενεργητικού</b>		<b>1.258.004</b>	<b>1.084.412</b>	<b>773.605</b>	<b>757.892</b>

Αποθέματα	14	175.954	136.193	64.685	57.933
Απαιτήσεις και προπληρωμές	15	272.418	231.374	131.475	89.396
Διαθέσιμα προς πώληση χρηματοοικονομικά στοιχεία	11	2.346	3.380	942	1.141
Διαθέσιμα και ταμιακά ισοδύναμα	16	95.142	78.408	17	21
<b>Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού</b>		<b>545.860</b>	<b>449.355</b>	<b>197.119</b>	<b>148.491</b>

### ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ

**1.803.864**      **1.533.767**      **970.724**      **906.383**

### ΠΑΘΗΤΙΚΟ

Μακροπρόθεσμες τραπεζικές υποχρεώσεις	18	425.025	408.083	62.203	62.378
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	19	143.509	120.696	34.219	44.410
Υποχρεώσεις συνταξιοδοτικών παροχών	20	38.937	39.642	23.293	24.114
Προβλέψεις	21	14.136	18.045	3.418	3.749
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	12	9.601	9.840	7.450	6.210
<b>Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>		<b>631.208</b>	<b>596.306</b>	<b>130.583</b>	<b>140.861</b>

Βραχυπρόθεσμες τραπεζικές υποχρεώσεις	18	64.538	85.029	48.996	56.643
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	17	136.259	114.257	51.805	56.276
Υποχρεώσεις από φόρο εισοδήματος		27.600	17.052	17.786	7.526
Προβλέψεις	21	4.477	1.016	-	-
Μερίσματα πληρωτέα		51.012	44.121	51.012	44.121
<b>Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>		<b>283.886</b>	<b>261.475</b>	<b>169.599</b>	<b>164.566</b>

### Σύνολο υποχρεώσεων (α)

**915.094**      **857.781**      **300.182**      **305.427**

Μετοχικό κεφάλαιο

Αποθεματικά	24	191.524	187.844	191.524	187.844
Κέρδη εις νέο	25	389.923	274.552	458.573	392.667
<b>Καθαρή Θέση Μετόχων Εταιρίας</b>		<b>872.390</b>	<b>650.519</b>	<b>670.542</b>	<b>600.956</b>
Δικαιώματα Μειοψηφίας	30	16.380	25.467	-	-

### Σύνολο Καθαρής Θέσης (β)

**888.770**      **675.986**      **670.542**      **600.956**

### ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ (α+β)

**1.803.864**      **1.533.767**      **970.724**      **906.383**



## Αποτελέσματα Χρήσης: ΑΓΕΤ

Ποσά σε χιλιάδες Ευρώ	ΣΗΜ.	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΙΑ	
		1/1-	1/1-	1/1-31/12/2007	1/1-
		31/12/2007	31/12/2006		31/12/2006
<b>Αποτελέσματα εκμεταλλεύσεως</b>					
Κύκλος εργασιών (πωλήσεις)	6,7	687.141	693.660	617.232	615.736
Κόστος πωληθέντων		(508.866)	(516.713)	(454.895)	(458.653)
<b>Μικτά αποτελέσματα</b>		<b>178.275</b>	<b>176.947</b>	<b>162.337</b>	<b>157.083</b>
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας & διάθεσης		(59.495)	(53.424)	(43.797)	(39.647)
Λοιπά λειτουργικά έσοδα/(έξοδα)	8	1.302	(5.651)	(4.189)	(687)
Κόστος ενίσχυσης προς τις προόπληκτες περιοχές	22	(3.000)	0	(3.000)	0
Κόστος προγράμματος εθελούσιας εξόδου προσωπικού	9	(10.764)	(13.038)	(10.764)	(13.038)
Απομείωση συμμετοχών σε θυγατρικές εταιρίες	10	(650)	0	(650)	(5.385)
Μερίδιο στα αποτελέσματα των συνδεδεμένων επιχειρήσεων		3	4	0	0
<b>Κέρδη εκμεταλλεύσεως</b>	11	<b>105.671</b>	<b>104.838</b>	<b>99.937</b>	<b>98.326</b>
Χρηματοοικονομικά έσοδα/(έξοδα)	12	938	1.432	4.318	2.463
<b>Κέρδη χρήσεως προ φόρων</b>		<b>106.609</b>	<b>106.270</b>	<b>104.255</b>	<b>100.789</b>
Φόρος εισοδήματος	13	(38.775)	(45.388)	(35.133)	(44.183)
<b>Καθαρά κέρδη χρήσεως μετά από φόρους</b>		<b>67.834</b>	<b>60.882</b>	<b>69.122</b>	<b>56.606</b>
<b>Αριθμός μετοχών</b>		<b>71.082.707</b>	<b>71.082.707</b>	<b>71.082.707</b>	<b>71.082.707</b>
<b>Κέρδη χρήσεως ανά μετοχή (σε Ευρώ)</b>	14	<b>0,95</b>	<b>0,86</b>	<b>0,97</b>	<b>0,80</b>

Ποσά σε χιλιάδες Ευρώ	ΣΗΜ.	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΙΑ	
		1/1/2005-	1/1/2004-	1/1/2005-	1/1/2004-
		31/12/2005	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2004
<b>Αποτελέσματα εκμεταλλεύσεως</b>					
Κύκλος εργασιών (πωλήσεις)	5	609.081	588.001	544.177	520.031
Κόστος πωληθέντων		(471.749)	(444.726)	(418.379)	(390.728)
<b>Μικτά αποτελέσματα</b>		<b>137.332</b>	<b>143.275</b>	<b>125.798</b>	<b>129.303</b>
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας & διάθεσης		(44.781)	(46.236)	(38.253)	(37.206)
Λοιπά λειτουργικά έσοδα/(έξοδα)	7	41.880	(201)	41.442	(74)
Ζημιά απομείωσης συμμετοχών σε θυγατρικές εταιρίες	8	0	0	(6.680)	(11.469)
Μερίδιο στα αποτελέσματα των συνδεδεμένων επιχειρήσεων		(34)	26	0	0
<b>Κέρδη εκμεταλλεύσεως</b>	9	<b>134.397</b>	<b>96.864</b>	<b>122.307</b>	<b>80.554</b>
Χρηματοοικονομικά έσοδα/(έξοδα)	10	(310)	(2.519)	1.080	(1.578)
<b>Κέρδη χρήσεως προ φόρων</b>		<b>134.087</b>	<b>94.345</b>	<b>123.387</b>	<b>78.976</b>
Φόρος εισοδήματος	11	24.606	1.955	27.103	5.356
<b>Καθαρά κέρδη χρήσεως μετά από φόρους</b>		<b>158.693</b>	<b>96.300</b>	<b>150.490</b>	<b>84.332</b>
<b>Κέρδη ανά μετοχή (σε Ευρώ)</b>	12	<b>2,23</b>	<b>1,35</b>	<b>2,12</b>	<b>1,19</b>
<b>Προτεινόμενο μέρισμα ανά μετοχή (σε Ευρώ)</b>	28			<b>0,95</b>	<b>0,40</b>

## Ισολογισμός: ΑΓΕΤ

Ποσά σε χιλιάδες Ευρώ	ΣΗΜ.	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΙΑ	
		31/12/2007	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2006
<b>Πάγιο ενεργητικό</b>					
Υπεραξία	15	19.199	7.013	0	0
Ασώματες ακινητοποιήσεις	16	796	601	341	44
Ενσώματες ακινητοποιήσεις	17	586.650	604.647	546.172	566.980
Συμμετοχές σε συνδεδεμένες και θυγατρικές εταιρίες	18	411	409	36.653	37.868
Λοιπές συμμετοχές	19	55	59	55	55
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	28.2	4.461	7.909	37.573	17.554
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	23	4.140	11.068	1.141	7.180
<b>Σύνολο παγίου ενεργητικού</b>		<b>615.712</b>	<b>631.706</b>	<b>621.935</b>	<b>629.681</b>
<b>Κυκλοφορούν ενεργητικό</b>					
Απαιτήσεις	20	60.804	68.362	55.358	63.290
Πελάτες και λοιπές βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις	28.3	162.289	172.216	137.121	144.146
Παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα	28.6	39	883	39	883
Διαθέσιμες προς πώληση μακροπρόθεσμες επενδύσεις	18	0	1.150	0	1.277
Ταμείο και ταμειακά ισοδύναμα	28.4	149.926	126.241	132.521	106.603
<b>Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού</b>		<b>373.058</b>	<b>368.852</b>	<b>325.039</b>	<b>316.199</b>
<b>Σύνολο ενεργητικού</b>		<b>988.770</b>	<b>1.000.558</b>	<b>946.974</b>	<b>945.880</b>
<b>Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>					
Προβλέψεις για αποζημιώσεις προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	21	93.785	101.798	80.629	87.088
Λοιπές μακροπρόθεσμες προβλέψεις	22	11.894	7.065	19.585	10.395
Υποχρεώσεις από χρηματοδοτικές μισθώσεις	28.7	120	252	0	0
<b>Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων</b>		<b>105.799</b>	<b>109.115</b>	<b>100.214</b>	<b>97.483</b>
<b>Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>					
Προβλέψεις για αποζημιώσεις προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	21	6.220	9.978	5.777	9.319
Προμηθευτές και λοιποί πιστωτές	28.5	92.223	85.179	79.628	73.947
Υποχρεώσεις φόρου εισοδήματος	13	2.851	11.410	3.265	10.445
Υποχρεώσεις από χρηματοδοτικές μισθώσεις	28.7	126	250	0	0
Λοιπές βραχυπρόθεσμες προβλέψεις	22	20.390	14.434	20.328	14.324
Παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα	28.6	1.128	152	1.128	152
Δάνεια τραπεζών	28.4	2.068	7.400	0	0
<b>Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων</b>		<b>125.006</b>	<b>128.803</b>	<b>110.126</b>	<b>108.187</b>
<b>Σύνολο υποχρεώσεων</b>		<b>230.805</b>	<b>237.918</b>	<b>210.340</b>	<b>205.670</b>
<b>Καθαρή θέση</b>					
Μετοχικό κεφάλαιο	25	142.165	142.165	142.165	142.165
Έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο	26	1.279	1.279	1.279	1.279
Απαιτητικά	27	204.245	219.601	181.796	197.232
Απαιτητικό αποτίμησης παραγώγων	28.6	(633)	489	(633)	489
Απαιτήσεις νέων		410.909	399.106	412.027	399.045
<b>Σύνολο καθαρής θέσης</b>		<b>757.965</b>	<b>762.640</b>	<b>736.634</b>	<b>740.210</b>
<b>Σύνολο υποχρεώσεων και καθαρής θέσης</b>		<b>988.770</b>	<b>1.000.558</b>	<b>946.974</b>	<b>945.880</b>

Ποσά σε χιλιάδες Ευρώ

	ΣΗΜ.	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΙΑ	
		31/12/2005	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2004
<b>Πάγιο ενεργητικό</b>					
Υπεραξία	13	2.666	0	0	0
Ασώματες ακινητοποιήσεις	14	840	1.046	89	169
Ενσώματες ακινητοποιήσεις	15	630.024	642.711	592.475	612.113
Συμμετοχές σε συνδεδεμένες και θυγατρικές εταιρίες	16	1.590	1.658	15.776	24.279
Λοιπές συμμετοχές	17	128	131	104	55
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	18	6.742	7.616	6.281	6.772
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	24	9.428	6.151	5.609	0
<b>Σύνολο παγίου ενεργητικού</b>		<b>651.418</b>	<b>659.313</b>	<b>620.334</b>	<b>643.388</b>
<b>Κυκλοφορούν ενεργητικό</b>					
Αποθέματα	19	78.027	63.372	73.450	59.126
Πελάτες και λοιπές βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις	20	165.559	148.841	129.433	117.256
Ταμείο και ταμειακά ισοδύναμα	21	140.096	63.691	127.741	50.772
<b>Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού</b>		<b>383.682</b>	<b>275.904</b>	<b>330.624</b>	<b>227.154</b>
<b>Σύνολο ενεργητικού</b>		<b>1.035.100</b>	<b>935.217</b>	<b>950.958</b>	<b>870.542</b>
<b>Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>					
Προβλέψεις για αποζημιώσεις προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	22	78.132	78.818	66.679	67.955
Λοιπές μακροπρόθεσμες προβλέψεις	23	7.447	8.513	8.321	5.981
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	24	1.597	69.543	0	69.543
Υποχρεώσεις από χρηματοδοτικές μισθώσεις	26	140	0	0	0
Δάνεια τραπεζών	21	0	0	0	0
<b>Σύνολο μακροπροθέσμων υποχρεώσεων</b>		<b>87.316</b>	<b>156.874</b>	<b>75.000</b>	<b>143.479</b>
<b>Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>					
Προβλέψεις για αποζημιώσεις προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	22	9.676	6.535	8.846	5.135
Προμηθευτές και λοιποί πιστωτές	25	84.711	68.226	72.092	57.998
Υποχρεώσεις φόρου εισοδήματος	11	25.576	21.211	24.777	18.647
Υποχρεώσεις από χρηματοδοτικές μισθώσεις	26	148	0	0	0
Λοιπές βραχυπρόθεσμες προβλέψεις	23	1.258	605	1.017	605
Παράγωγα Χρηματοοικονομικά μέσα	27	2.177	32	2.177	32
Μερίσματα πληρωτέα	28	0	29	0	29
Δάνεια τραπεζών	21	37.634	24.447	0	0
<b>Σύνολο βραχυπροθέσμων υποχρεώσεων</b>		<b>161.180</b>	<b>121.085</b>	<b>108.909</b>	<b>82.446</b>
<b>Σύνολο υποχρεώσεων</b>		<b>248.496</b>	<b>277.959</b>	<b>183.909</b>	<b>225.925</b>
<b>Καθαρή θέση</b>					
Μετοχικό κεφάλαιο	29	109.467	109.467	109.467	109.467
Έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο	30	1.279	1.279	1.279	1.279
Ίδιες μετοχές	31	431	(115)	0	0
Αποθεματικά	32	213.668	151.428	191.309	126.985
Αποθεματικό αποτίμησης παραγώγων	27	(1.482)	(22)	(1.482)	(22)
Αποτελέσματα εις νέο		463.241	395.221	466.476	406.908
<b>Σύνολο καθαρής θέσης</b>		<b>786.604</b>	<b>657.258</b>	<b>767.049</b>	<b>644.617</b>
<b>Σύνολο υποχρεώσεων και καθαρής θέσης</b>		<b>1.035.100</b>	<b>935.217</b>	<b>950.958</b>	<b>870.542</b>