



ΤΕΙ Κρήτης
Τεχνολογικό Εκπαιδευτικό Ίδρυμα Κρήτης

ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

με τίτλο:

**Η χρησιμότητα της λογιστικής πληροφόρηση στην αποτίμηση
μετοχών**

ΕΠΙΜΕΛΕΙΑ : ΝΙΚΟΛΕΤΑ ΣΑΒΒΟΓΛΟΥ ΑΜ 9800

ΚΑΛΛΙΟΠΗ ΤΑΜΒΑΚΛΗ ΑΜ 9997

ΠΑΠΑΔΟΠΕΤΡΑΚΗ ΠΑΝΑΓΙΩΤΑ ΑΜ9985

ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ: ΝΙΚΟΛΑΟΣ ΚΑΡΑΜΠΙΝΗΣ

ΗΡΑΚΛΕΙΟ, 2016

Περίληψη

Αντικειμενικός σκοπός της συγκεκριμένης πτυχιακής εργασίας είναι η διερεύνηση της χρησιμότητας της λογιστικής πληροφόρησης στην αποτίμηση των μετοχών μιας επιχείρησης. Στην εργασία περιγράφονται τα σύγχρονα και συχνότερα μοντέλα εκτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης . Θα μελετηθούν τα μοντέλα αποτίμησης καθώς και η εμπειρική συσχέτιση τόσο της πραγματικής τιμής των μετοχών με τις υπολογισθέντες αξίες των υποδειγμάτων που έχουν ληφθεί υπόψη ,όσο και της πραγματικής τιμής των μετοχών με τις παραμέτρους του εκάστοτε υποδείγματος . Για να επιτευχθούν όλα τα παραπάνω , θα πρέπει να σημειωθεί ότι χρησιμοποιείται η θεμελιώδης αποτίμηση, δηλαδή θα πρέπει η ιδιοκτησία του επενδυτή να παραμένει στον ίδιο για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα . Τέλος όσο αφορά το πρακτικό κομμάτι της παρούσας πτυχιακής εργασίας σκοπός είναι να βγάλουμε συμπεράσματα σχετικά με το μοντέλο των υπερκερδών και κατά πόσο καλά αυτό ανταποκρίνεται .Θα δούμε πόσο καλά λειτουργεί αυτό το μοντέλο αποτίμησης και θα συγκρίνουμε στο τέλος πότε η λειτουργία του ήταν καλύτερη πριν η μετά την εισαγωγή των διεθνή λογιστικών προτύπων.

Abstract

The objective of this thesis is to investigate the usefulness of accounting information in the valuation of a company's shares. There is a description of modern and most frequent valuation models a business. Valuation models will be studied and also there is a presentation of the empirical study witch correlates the actual value of the shares with the values calculated with the models which have been considered, and the actual value of the shares to the parameters of each model. To achieve all the above, it should be noted that the fundamental valuation is used which defines that the property of the investor remains the same for a long time. Finally, regarding the practical part of this work the main object is to draw conclusions about the model of super profits and how well they respond. It will be showed how well this valuation model works and also there is a compare of the performance before and after the introduction of international accounting standards.

Πίνακας περιεχομένων

Περίληψη.....	2
Abstract.....	3
ΕΝΟΤΗΤΑ Ι – ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ.....	8
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 : ΓΕΝΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ ΤΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ.....	6
1.1. Η αξία της επιχείρησης.....	9
1.2. Αξία μετοχικού κεφαλαίου.....	9
1.3. Η αξία της επιχείρησης και οι βασικοί εξωτερικοί παράγοντες που την επηρεάζουν.....	10
1.4. Έννοια και διαδικασία αποτίμησης.....	11
1.5. Βασικοί λόγοι που γίνεται αποτίμηση σε μια επιχείρηση.....	11
1.6. Πρόσωπα και ομάδες προσώπων που τους ενδιαφέρει η αποτίμηση...13	
1.7. Μύθοι για την αποτίμηση.....	14
1.8. Βασικοί μέθοδοι αποτίμησης.....	18
1.8.1. Μέθοδος της συγκρίσιμης επιχείρησης.....	18
1.8.2. Μέθοδος του πολλαπλασιαστή των κερδών-πωλήσεων.....	19
1.8.3. Μέθοδος της καθαρής περιουσιακής θέσης.....	19
1.8.4. Μέθοδος της αξίας ρευστοποίησης της επιχείρησης.....	20
1.8.5. Μέθοδοι που βασίζονται στις ταμειακές ροές της επιχείρησης	20
1.8.6. Μέθοδος προεξοφλημένων ταμειακών ροών.....	21
1.9. Προκαταλήψεις της αποτίμησης – μια συμπεριφοριστική προσέγγιση....	23
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ – ΜΕΘΟΔΟΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ.....	25
2.1. Υπόδειγμα Προεξόφλησης Μερισμάτων (Dividend Discount Model).....	25
2.2. Το υπόδειγμα του GORDON.....	25

2.3	Εκτιμώντας τις εισροές του Υποδείγματος Προεξόφλησης Μερισμάτων....	27
2.3.1.	Διάρκεια της Περιόδου Υψηλής Ανάπτυξης.....	28
2.3.2.	Αναμενόμενα Μερίσματα κατά τη διάρκεια της Περιόδου Υψηλής Ανάπτυξης.....	26
2.3.3.	Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων.....	29
2.3.4.	Τελική αξία.....	29
2.4.	Το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων δύο σταδίων (Two – Stage Dividend Discount Mode).....	30
2.5.	Συντελεστής Βήτα (Beta coefficient).....	32
2.5.1.	Συντελεστής Beta των Μετοχών.....	34
2.6.	Συμπεράσματα ενότητας.....	35
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ – ΜΕΘΟΔΟΣ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ.....		36
3.1.	Υπόδειγμα Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (Discounted Free Cash Flow Method).....	33
3.2.	Εκτίμηση ροών του Υποδείγματος Ελεύθερων ταμειακών ροών.....	38
3.2.1.	Εκτίμηση των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών κατά την διάρκεια της Περιόδου Υψηλής Ανάπτυξης.....	39
3.2.2.	Εκτίμηση της Τελικής Αξίας.....	40
3.3.	Συμβιβάζοντας τα Υποδείγματα Αποτίμησης Προεξόφλησης Μερισμάτων και Ελεύθερων Ταμειακών Ροών προς τους Μετόχους.....	41
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 : ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ – ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΩΝ ΥΠΕΡΚΕΡΔΩΝ.....		44
4.1.	Τα υπερκέρδη των ιδίων κεφαλαίων.....	44
4.1.1.	Καθοριστικοί παράγοντες των υπερκερδών.....	45
4.1.2.	Τα υπερκέρδη των συνολικών κεφαλαίων.....	47
4.2.	ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΟΥ OHLSON.....	50

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΔΙΕΘΝΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΑ ΠΡΟΤΥΠΑ ΚΑΙ Η ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΤΟΥΣ.....	54
5.1 . Έννοια των ΔΛΠ και ο βασικός σκοπός τους.....	54
5.2. Ιστορική αναδρομή των ΔΛΠ.....	55
ΕΝΟΤΗΤΑ ΙΙ - ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ.....	58
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ.....	59
6.1. Στοιχεία και μεθοδολογία.....	59
6.2. Οικονομετρικά αποτελέσματα -Διαστρωματική Παλινδρόμηση.....	60
6.2.1. Ανάλυση αποτελεσμάτων παλινδρόμησης για τα έτη 2000-2004.....	61
6.2.2. Ανάλυση αποτελεσμάτων παλινδρόμησης για τα έτη 2005-2014.....	62
6.3. Συμπεράσματα Έρευνας.....	63
Συμπεράσματα.....	64
Βιβλιογραφία.....	68
Παραρτήματα.....	69

Ευρετήριο Εικόνων

Εικόνα 1:.....	31
----------------	----

Ευρετήριο Πινάκων

Πίνακας 1: Παράγοντες που επηρεάζουν την αξία των μετοχών και των επιχειρήσεων	11
--	----

Παραρτήματα

Παραρτήματα	69
-------------------	----

ΕΝΟΤΗΤΑ Ι – ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 : ΓΕΝΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ ΤΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

1.1. Η αξία της επιχείρησης

Η αξία της επιχείρησης δεν έχει καθοριστεί με κάποιο γενικό αποδεκτό τρόπο. Οι μελετητές(θεωρητικοί και πρακτικοί) έχουνε αντίθετη άποψη για την προσέγγιση θεώρησης της μεθόδου, τόσο με τις τεχνικές που ακολουθούνται όσο και με το τρόπο που ανακοινώνονται τα αποτελέσματα.

Επίσης, θα πρέπει να διευκρινίσουμε δυο βασικές έννοιες που χρησιμοποιεί μια μελέτη αποτίμησης.

α) της αξίας της επιχείρησης και

β) την αξία του μετοχικού κεφαλαίου

Επομένως, η αξία της επιχείρησης είναι, το σύνολο της αξίας ολόκληρης της οικονομικής μονάδας σύμφωνα με τις προσδοκίες της είτε αυτό σημαίνει κέρδη, είτε ταμιακές ροές και σχετίζεται άμεσα με την λειτουργία αλλά και τις μελλοντικές αποδόσεις της επιχείρησης.

1.2. Αξία μετοχικού κεφαλαίου

Η δεύτερη σημαντική έννοια που θα πρέπει να λάβουμε υπόψη είναι η αξία του μετοχικού κεφαλαίου η οποία εξαρτάται από το ποσό που πρέπει να καταβάλλει ο αγοραστής για να εξαγοράσει το μετοχικό κεφάλαιο μιας επιχείρησης. Το ποσό αυτό δημιουργείται με τρεις διαφορετικούς τρόπους:

1) με την μέθοδο της καθαρής περιουσιακής θέσης της επιχείρησης,

2) με την προσαρμογή της αξίας της

3) εκτελώντας συγκεκριμένες χρηματιστηριακές μεθόδους.

Επομένως, η αξία του μετοχικού κεφαλαίου ισούται με :

(+)Αγοραία αξία μη λειτουργικών κεφαλαίων

(-)Αγοραία αξία μη λειτουργικών υποχρεώσεων

(+)Παρούσα αξία συμμετοχών που δεν ενοποιούνται στις προβλέψεις

(-)Αγοραία αξία των δανειακών κεφαλαίων

(=)Αξία μετοχικού κεφαλαίου

Για την αποφυγή λανθασμένης εκτίμησης ή υπολογισμού της αξίας της επιχείρησης ή του μετοχικού κεφαλαίου πραγματοποιείται χρήση σεναρίων ή ανάλυσης ευαισθησίας ή άλλων μεθόδων μείωσης του κινδύνου. Εφαρμόζοντας μια σειρά εύλογων ελέγχων εξασφαλίζεται η μείωση του κάθε σφάλματος αλλά και επίγνωση των αποτελεσμάτων κατά την αποτίμηση.

1.3. Η αξία της επιχείρησης και οι βασικοί εξωτερικοί παράγοντες που την επηρεάζουν

Οι εξωτερικοί παράγοντες που επηρεάζουν με άμεσο τρόπο την αξία μιας επιχείρησης είναι οι εξής:

α) ο πληθωρισμός

β) η ρευστότητα της αγοράς και ιδιαίτερα της μετοχής της επιχείρησης και

γ) τα επιτόκια

Παρόλο που ο πληθωρισμός και τα επιτόκια εμφανίζουν μεταξύ τους ιδιαίτερη συσχέτιση, στην περίπτωση της αποτίμησης αναφέρονται ξεχωριστά γιατί επιδρούν με διαφορετικό τρόπο στην αξία της επιχείρησης. Ένα επιπλέον χαρακτηριστικό που είναι κοινό και για τους τρεις παράγοντες είναι ότι εξαρτώνται άμεσα και σε μεγάλο ποσοστό «δημιουργούν» τις προσδοκίες των ενδιαφερομένων μερών είτε αυτοί είναι επενδυτές, μέτοχοι είτε τράπεζες κ.α. Επίσης πρέπει να αναφέρουμε ότι σημαντικό ρόλο έχουν οι εισηγμένες

επιχειρήσεις στην κεφαλαιαγορά επειδή η αποτίμηση γίνεται επί καθημερινής βάσεως, με άμεση επίδραση των παραγόντων. Αν έχουμε για παράδειγμα μία ανακοίνωση για αύξηση των επιτοκίων από την κεντρική τράπεζα ή του πληθωρισμού ή μία ανακοίνωση που μεταβάλλει το ελεύθερα διαπραγματευόμενο ποσοστό μετοχών στην κεφαλαιαγορά θα μεταβάλλει την τιμή της μετοχής και οπότε την αξία της επιχείρησης .

Με τον παρακάτω πίνακα θα παρουσιάσουμε αναλυτικά τις μεταβολές των παραγόντων στην οικονομία και πως επηρεάζουν την πορεία της αξίας των μετοχών και των επιχειρήσεων.

Πίνακας 1: Παράγοντες που επηρεάζουν την αξία των μετοχών και των επιχειρήσεων

ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ	ΠΟΡΕΙΑ ΠΑΡΑΓΟΝΤΑ	ΠΟΡΕΙΑ ΤΙΜΩΝ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ-ΑΞΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ
ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ	↑	↓
	↓	↑
ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ	↑	↑
	↓	↓
ΕΠΙΤΟΚΙΑ	↑	↓
	↓	↑

1.4. Έννοια και διαδικασία αποτίμησης

Η αποτίμηση είναι μια διαδικασία κατά την οποία ο επενδυτής με τις κατάλληλες διαδικασίες, δηλαδή με τις αποφάσεις που θα εφαρμόσει και τις αντίστοιχες επιχειρηματικές κινήσεις που θα πραγματοποιήσει θα μετατρέψει

τις προβλέψεις σε μια εκτίμηση για την αξία της επιχείρησης ή ενός χρεογράφου. Η διαδικασία αυτή περιλαμβάνει την επιλογή της άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης της επιχείρησης, τις επενδυτικές προτάσεις αναλυτών, τη διαμόρφωση στρατηγικής, τις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις καθώς και σημαντική πληροφόρηση (π.χ. για την πιστοληπτική ικανότητα της επιχείρησης). Αυτή η επίσημη διαδικασία μπορεί να εφαρμοστεί σε κάθε περιουσιακό στοιχείο που παράγει μια σειρά ταμειακών εισροών και εκροών είτε αυτό είναι μετοχή, ομολογία, τεμάχιο ακίνητης περιουσίας είτε πετρελαιοπηγή. Στην συγκεκριμένη εργασία θα ασχοληθούμε με την αποτίμηση μετοχών .

Όσο αφορά τις κοινές μετοχές η ουσία της αποτίμησης είναι ο καθορισμός της αξίας που θα έπρεπε να είχε η μετοχή σύμφωνα με τις προβλεπόμενες αποδόσεις στους μετόχους. Για αυτόν τον λόγο εφαρμόζουμε διάφορους τύπους μοντέλων αποτίμησης μετοχών, το τελικό αποτέλεσμα των οποίων αντιπροσωπεύει την ακαθόριστη εσωτερική αξία την οποία αναζητάμε. Δηλαδή η αποτίμηση καθορίζει το αναμενόμενο ποσό απόδοσης το οποίο ουσιαστικά αντιπροσωπεύει την τιμή της μετοχής . Με αυτόν τον τρόπο αποκτούμε γνώση, πληροφόρηση η οποία είναι πολύτιμη για πολλούς λόγους όπως:(α) προσδιορισμός της σχέσης ανταλλαγής μετοχών μεταξύ δύο εταιρειών οι οποίες συγχωνεύονται, (β) προσδιορισμός της τιμής πώλησης μιας επιχείρησης , (γ) αξιολόγησης της συμβουλής του management στη διαμόρφωση του πλούτου των μετοχών, (δ) εκτίμηση της αξίας των μετόχων της που ενδιαφέρει τους επενδυτές, τις τράπεζες, τους προμηθευτές της χρηματοπιστωτικής εταιρείας , (ε) προσδιορισμός της τιμής της μετοχής μια επιχείρησης για την οποία πραγματοποιείται δημόσια πρόταση εξαγοράς.

1.5. Βασικοί λόγοι που γίνεται αποτίμηση σε μια επιχείρηση

Αρκετοί λόγοι υπάρχουν για να γίνει αποτίμηση σε μια επιχείρηση, αλλά οι πιο σημαντικοί είναι οι εξής :

- Για τις επιχειρήσεις που δεν είναι εισηγμένες δεν υφίσταται η έννοια της αποτελεσματικότητας της αγοράς για αυτό είναι δύσκολο να υπολογιστεί η αξία τους.
- Στην περίπτωση που ένας επιχειρηματίας επιχειρεί να πουλήσει την επιχείρησή του, για συγχώνευση-εξαγορά, θα χρειαστεί να υπολογιστεί η αξία της επιχείρησης προκειμένου να καθοριστεί ότι η τιμή πώλησης θα είναι τελείως αντιπροσωπευτική της αξίας και ωφέλιμη.
- Για την διευκόλυνση του επιχειρησιακού σχεδιασμού.
- Για τον προσδιορισμό των αμοιβών των στελεχών και των μελών της επιχείρησης που εξαρτούνται από την αύξηση της αξίας της επιχείρησης.
- Σημαντικός παράγοντας για την προσέλκυση κεφαλαίου

1.6. Πρόσωπα και ομάδες προσώπων που τους ενδιαφέρει η αποτίμηση

Βλέπουμε πως η αξία της πληροφορίας μπορεί να μην είναι ίδια για όλους δηλαδή άλλη σημασία έχει για τον επιχειρηματία ,άλλη για τους προμηθευτές και τους πελάτες. Για τον καθένα όμως είναι εξίσου σημαντική για την λήψη των αποφάσεων τους όπως ο επιχειρηματίας πρέπει να γνωρίζει την πορεία της εταιρείας του και βάση αυτή να λάβει στρατηγικές αποφάσεις για την ανάπτυξη της η όχι. Οι δανειστές πρέπει να γνωρίζουν για τον προσδιορισμό του επιτοκίου και των άλλων όρων δανεισμού ενώ οι προμηθευτές για την διαμόρφωση στρατηγικής πίστωσης. Από την άλλη μεριά οι εργαζόμενοι για τον προσδιορισμό των επιπέδων αύξησης των μισθών, των επιδομάτων . Οι μέτοχοι για την επένδυση η όχι στην εταιρεία. Επιπλέον οι υποψήφιοι εργαζόμενοι για την εργασία η όχι στην εταιρεία. Τα στελέχη εταιρείας – διευθυντές για τον προσδιορισμό των επιπέδων των μισθών – μπόνους, λήψη στρατηγικών αποφάσεων. Για τους εσωτερικούς και εξωτερικούς ελεγκτές για τον προσδιορισμό των στόχων του κάθε τμήματος, για την τυποποίηση των αποτελεσμάτων και των προϋπολογισθέντων στόχων. Τέλος για την εφορία για

τον προσδιορισμό της φορολογητέας ύλης και της αξίας εκκαθάρισης, για την ευρύτερη κοινωνία και για τον προσδιορισμό της κοινωνικής ευθύνης της επιχείρησης .

1.7. Μύθοι για την αποτίμηση

Μια διαδεδομένη πρακτική για την αναζήτηση των ελκυστικότερων επενδυτικών επιλογών από θεσμικούς και ιδιώτες επενδυτές ανά τον κόσμο αποτελεί η αποτίμηση εταιρειών και κυρίως μετοχών. Πολλές φορές έχουν ακουστεί διάφορα για την θεωρητική αξία μιας μετοχής όσον αφορά στην καταλληλότερη μεθοδολογία και τις ρεαλιστικές υποθέσεις αποτίμησης που πρέπει να υιοθετούνται για την εξαγωγή του τελικού αποτελέσματος . Στο παρελθόν στην πράξη έχουν δημιουργηθεί ορισμένοι μύθοι γύρω από τον ορισμό της αποτίμησης και για την ακρίβεια των αποτελεσμάτων της , τα πεδία εφαρμογής της αποτίμησης και τη φύση των χρηματοοικονομικών μοντέλων που δημιουργούνται από τους εκάστοτε αναλυτές για τον σκοπό αυτό. Θα γίνει παρακάτω μια αναφορά τεσσάρων βασικών μύθων γύρω από την αποτίμηση.

1) Η αποτίμηση αποτελεί μια αντικειμενική εκτίμηση της εταιρικής αξίας

Αυτός ο μύθος δημιουργείται από την εντύπωση ότι η αποτίμηση μπορεί να γίνει με προκαθορισμένο τρόπο, χωρίς δηλαδή να διαφέρει από αναλυτή σε αναλυτή. Επίσης με την ύπαρξη αυτού του μύθου παραβλέπονται τα έξοδα που πραγματοποιεί ο φορέας για την κάθε αποτίμηση ή ανάλυση μιας εταιρίας. Στην πράξη δεν μπορεί να υπάρξει αντικειμενική αποτίμηση. Για παράδειγμα, μπορεί κάποιος να εκτιμήσει αντικειμενικά τον ετήσιο ρυθμό ανάπτυξης (προ τόκων και φόρων) ή τα μελλοντικά μερίσματα μιας επιχείρησης. Είναι λοιπόν λογικό να υπεισέρχεται σε κάθε περίπτωση αποτίμησης ο υποκειμενικός παράγοντας του εκτιμητή, που μεταξύ των άλλων βασίζεται και στις παρακάτω συνιστάμενες:

α) Το πόσο “πιστεύει” κάποιος στην εταιρία την οποία αποτιμά

β) Πόσο εξοικειωμένος είναι με τον συγκεκριμένο κλάδο

γ) Τι βιώματα έχει ο εκτιμητής με αποτιμήσεις εταιριών

Συνεπώς, η αποτίμηση αποτελεί μια υποκειμενική προσέγγιση της εταιρικής αξίας, καθώς εξαρτάται από τις υποθέσεις του εκάστοτε εκτιμητή/αναλυτή.

Σημαντικό ρόλο επίσης παίζει, αν η υπό μελέτη εταιρία πρόκειται να εισαχθεί στο χρηματιστήριο ή αν εξετάζεται για την εξαγορά της από άλλη εταιρία. Στην πρώτη περίπτωση η αποτίμηση τείνει να είναι πιο ευνοϊκή, αντιθέτως με την δεύτερη η οποία αδικείται σε σχέση με την πρώτη.

2) Η αποτίμηση προσφέρει ακριβή εκτίμηση της εταιρικής αξίας- Ο παράγοντας της μόχλευσης

Μια ακόμη εσφαλμένη αντίληψη είναι ότι η αποτίμηση είναι μια διαδικασία η οποία εξάγει με ακρίβεια την δίκαιη αξία μιας εταιρίας. Η εκπόνηση ενός χρηματοοικονομικού μοντέλου προϋποθέτει την εισαγωγή πλήθους παραμέτρων όπως π.χ. του διατηρήσιμου κόστους δανεισμού, του συντελεστή κινδύνου beta ή ακόμη και του φορολογικού συντελεστή ή του διατηρήσιμου ρυθμού ανάπτυξης των πωλήσεων. Σε περίπτωση λοιπόν, που οποιαδήποτε από τους παραμέτρους διαφοροποιηθεί έστω και μηδαμινά, μπορεί να προκαλέσει μια σημαντική μεταβολή στην δίκαιη αξία της επιχείρησης.

Με άλλα λόγια, η διαδικασία αποτίμησης τείνει να παρουσιάζει υψηλή μόχλευση, γεγονός το οποίο σημαίνει ότι μεταβάλλοντας σε μικρό βαθμό μία υπόθεση του αντίστοιχου μοντέλου, ο αναλυτής ή εκτιμητής της εταιρικής αξίας μπορεί να φθάσει σχετικά εύκολα στο οποιοδήποτε επιθυμητό αποτέλεσμα.

Επίσης αρκετά συχνά διαφεύγει από την προσοχή μας ότι η αποτίμηση δεν αποτελεί μια “μαθηματική εξίσωση” με προδιαγραφμένο αποτέλεσμα, οπότε απλώς αναζητούμε τις υποθέσεις τις οποίες πρέπει να εισάγουμε στο

χρηματοοικονομικό μοντέλο, προκειμένου να φθάσουμε στο γνωστό εκ των προτέρων αποτέλεσμα.

Η δίκαιη αξία μιας εταιρίας συχνά μεταβάλλεται από εκτιμητή σε εκτιμητή λόγω της ευκολίας του αποτελέσματος να μεταβάλλεται ακόμα και με μικρές αλλαγές, έτσι θα ήταν προτιμότερο μια εταιρία να εκτιμηθεί σε ευρείες τιμές-όπως για παράδειγμα, αντί να αποτιμήσουμε μια εταιρία με συγκεκριμένο ποσό (120 εκ. ευρώ), να της δώσουμε ένα εύρος τιμών στην αξία της (115-125 εκ. ευρώ).

3) Τα πολύπλοκα μοντέλα αποτίμησης είναι ανώτερα των απλών μοντέλων

Όσο μικρότερος αλλά όχι περιορισμένος είναι ο αριθμός των παραμέτρων που εισάγονται σε ένα χρηματοοικονομικό μοντέλο αποτίμησης, τόσο πιο πρακτικό, πιο κατανοητό και αποτελεσματικότερο γίνεται το μοντέλο. Ο ακριβής αριθμός των παραμέτρων αποτελεί μια λεπτή υπόθεση. Για μια ακριβή τοποθέτηση των παραμέτρων στα μοντέλα αποτίμησης, σημαντική προϋπόθεση είναι, οι υποθέσεις να γίνονται μόνο για παραμέτρους τις οποίες ο αναλυτής κατέχει σε ικανοποιητικό βαθμό και τις οποίες μπορεί να προβλέψει. Όσο περισσότερες υποθέσεις πρέπει να προβλέψει ένας αναλυτής στο μοντέλο του, τόσο μικρότερη είναι η πιθανότητα επαλήθευσης αυτών των πολλών, αριθμητικά, παραμέτρων που πρέπει να εισαχθούν, και τόσο πιο αναποτελεσματικό γίνεται το ίδιο το μοντέλο.

4) Η αποτίμηση εφαρμόζεται μόνο σε εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρίες

Η πλειοψηφία των χρηματοοικονομικών μοντέλων αποτίμησης εφαρμόζεται τόσο σε εισηγμένες στο Χρηματιστήριο επιχειρήσεις όσο και σε μη εισηγμένες εταιρίες. Το γεγονός ότι η απαιτούμενη πληροφόρηση – η οποία είναι κάθε φορά αναγκαία για τη δημιουργία ενός εξειδικευμένου μοντέλου – προσφέρεται ευκολότερα και πιο οργανωμένα από τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο εταιρίες σε σύγκριση με τις μη εισηγμένες, είναι φυσικό να

καθιστά τις αντίστοιχες αποτιμήσεις εισηγμένων εταιριών ρεαλιστικότερες και φαινομενικά πιο αξιόπιστες. Όμως στην πράξη, αποτιμήσεις βάσει τέτοιων μοντέλων γίνονται και για μη εισηγμένες επιχειρήσεις και μάλιστα με αρκετά μεγάλη συχνότητα, ιδιαίτερα σε χρονικές περιόδους όπου παρατηρείται σημαντική ζύμωση ή κινητικότητα σε επίπεδο εξαγορών και συγχωνεύσεων

1.8. Βασικοί μέθοδοι αποτίμησης

Μια επιχείρηση έχει στην κατοχή της διάφορα περιουσιακά στοιχεία (Πάγια στοιχεία ενεργητικού), όπως κτίρια, εξοπλισμό, εμπορεύματα, διαθέσιμα. Εάν η επιχείρηση αυτή λειτουργεί και επιφέρει σημαντικά κέρδη, τότε η αξία της είναι μεγαλύτερη από την αξία του συνόλου των περιουσιακών της στοιχείων. Υπάρχουν περιπτώσεις, όπου επιχειρήσεις έχουν μικρή σχετικά περιουσία και παρόλα αυτά μεγάλη αξία. Τέτοιες επιχειρήσεις είναι οι επιτυχημένες εμπορικές επιχειρήσεις (π.χ. γνωστή αντιπροσωπεία καλλυντικών), οι ιδιωτικές τράπεζες (π.χ. κερδοφόρα τράπεζα που λειτουργεί σε νοικιασμένα καταστήματα)κ.α.

Συμπερασματικά λοιπόν διαπιστώνουμε ότι, η περιουσία μιας εταιρείας δεν εκφράζει την αξία της. Στην αξία μιας επιχείρησης πρέπει να λαμβάνονται υπόψη τα κέρδη της, και των παρελθόντων ετών και τα αναμενόμενα. Εξάλλου τα κέρδη μιας επιχείρησης είναι το μέτρο για την φήμη και την πελατεία της. Έτσι για να υπολογίζεται αντικειμενικότερα η αξία μιας επιχείρησης, η οικονομική επιστήμη ανέπτυξε διάφορες μεθόδους αποτίμησης που βασίζονται στην κερδοφορία των επιχειρήσεων.

Παρακάτω παρουσιάζονται ορισμένοι μέθοδοι αποτίμησης.

1.8.1. Μέθοδος της συγκρίσιμης επιχείρησης

Θα ξεκινήσουμε με την βασική μέθοδο αποτίμησης μιας επιχείρησης, η οποία βασίζεται στη χρηματιστηριακή αξία της συγκρίσιμης επιχείρησης.

Για την πραγματοποίηση της μεθόδου αυτής πρέπει να τηρούνται τα εξής στάδια:

- Αναζήτηση μιας συγκρίσιμης επιχείρησης που δραστηριοποιείται σε παρόμοιο κλάδο, δηλαδή να διατρέχει τον ίδιο λειτουργικό κίνδυνο, με την επιχείρηση που έχει σκοπό να αποτιμηθεί, δηλαδή να εκτιμήσει κάποιος την οικονομική της αξία.
- Από την συγκρίσιμη επιχείρηση, αναζήτηση συγκεκριμένων λογιστικών μεγεθών από τις οικονομικές καταστάσεις της, όπως καθαρών κερδών, πωλήσεων, ταμειακών ροών, ιδίων κεφαλαίων, για να υπολογιστούν οι πολλαπλασιαστές (αριθμοδείκτες) με αριθμητή τη χρηματιστηριακή τιμή και παρονομαστή το καθένα από τα παραπάνω μεγέθη. Οι συγκεκριμένοι αριθμοδείκτες δείχνουν πόσες φορές τα κέρδη ή οι πωλήσεις ή οι ταμειακές ροές ή τα ίδια κεφάλαια δίνουν την χρηματιστηριακή τιμή.
- Πολλαπλασιασμός του αριθμοδείκτη της συγκρίσιμης επιχείρησης με το ανάλογο λογιστικό κονδύλι της επιχείρησης η όποια πρόκειται να αποτιμηθεί. Η επίλυση αυτής της πράξης είναι η οικονομική αξία της επιχείρησης.

Η μέθοδος της συγκρίσιμης επιχείρησης αντιμετωπίζει μια αλυσίδα προβλημάτων που ορίζουν δύσκολη την εφαρμογή της όπως:

- Διαφορετικοί αριθμοδείκτες παράγουν διαφορετικές οικονομικές αξίες
- Αρνητικοί παρονομαστές ορίζουν αδύνατο τον υπολογισμό του αριθμοδείκτη
- Δυσκολία στην αναζήτηση συγκρίσιμης επιχείρησης

Με την μέθοδο αυτή πάντα θα δημιουργούνται αμφιβολίες για την αξία της μεθόδου επειδή στηρίζεται σε τιμές που δεν έχουν οριστεί σε αποτελεσματικές

αγορές και είναι αναμενόμενο ότι θα δώσει οικονομικές αξίες που θα είναι λανθασμένες.

1.8.2. Μέθοδος του πολλαπλασιαστή των κερδών-πωλήσεων

Με την μέθοδο αυτή, η αξία της επιχείρησης ισούται με ένα πολλαπλάσιο των καθαρών κερδών ή των λειτουργικών κερδών ή των πωλήσεων η κάποιου άλλου μεγέθους της επιχείρησης ,για παράδειγμα ο αριθμός δωματίων όταν πρόκειται για ξενοδοχειακές μονάδες ή ο αριθμός θέσεων στάθμευσης για τις επιχειρήσεις parking.

Οι πολλαπλασιαστές προσδιορίζονται βάση των διαθέσιμων στοιχείων από ανάλογες αποτιμήσεις ομοειδών επιχειρήσεων, συμπεριλαμβάνοντας και τις αυθαίρετες εκτιμήσεις.

Πρέπει να σημειωθεί ότι ειδικά οι πολλαπλασιαστές των πωλήσεων, αλλάζουν από κλάδο σε κλάδο, επειδή παρατηρούνται κλαδικές διαφορές στα περιθώρια μεικτού κέρδους. Λόγου χάρη, τα περιθώρια μεικτού κέρδους των επιχειρήσεων που χρησιμοποιούνται στο software είναι υψηλότερα από τα ανάλογα περιθώρια/ των supermarkets.

1.8.3. Μέθοδος της καθαρής περιουσιακής θέσης

Με την μέθοδο της καθαρής περιουσιακής θέσης, η αξία της επιχείρησης ισούται με τα ίδια κεφάλαια της όπως παρουσιάζονται στον ισολογισμό.

Από τον λογιστικό κανόνα ότι το ενεργητικό ισούται με το παθητικό, είναι φανερό ότι τα Ιδία Κεφάλαια μιας επιχείρησης ισούνται με το σύνολο του ενεργητικού μείον τις προβλέψεις μείον τις υποχρεώσεις μείον τους μεταβατικούς λογαριασμούς του παθητικού και το αποτέλεσμα θα πρέπει να δίνει την εικόνα της περιουσιακής θέσης μιας επιχείρησης.

Η μέθοδος αυτή ενδείκνυται σε περιπτώσεις που η εταιρία είναι υπό εκκαθάριση και τα κέρδη της είναι πολύ μικρά σε σχέση με τα περιουσιακά της στοιχεία.

Τα στοιχεία του ενεργητικού, συγκεκριμένα τα αποθέματα, οι απαιτήσεις, τα εισπρακτέα γραμμάτια και οι επιταγές της επιχείρησης ,όπως και οι υποχρεώσεις της θα αποτιμώνται σε πραγματικές τρέχουσες τιμές .

1.8.4. Μέθοδος της αξίας ρευστοποίησης της επιχείρησης

Η μέθοδος αυτή είναι μια επέκταση της μεθόδου της προσαρμογής της καθαρής θέσης, και διαφέρει στα παρακάτω:

- Η άξιος του ενεργητικού και παθητικού λογαριάζονται σε όρους ρευστοποίησης τους
- Υπολογίζοντας την αξία ρευστοποίησης ενεργητικού μείον την αξία ρευστοποίησης παθητικού, προκύπτει η διάφορα από την οποία αφαιρούνται οι δαπάνες εκκαθάρισης της επιχείρησης

Η μέθοδος της αξίας ρευστοποίησης εφαρμόζεται μόνο όταν η επιχείρηση πρέπει να διακόψει την δραστηριότητα της

1.8.5. Μέθοδοι που βασίζονται στις ταμειακές ροές της επιχείρησης

Οι μέθοδοι αυτοί έχουν ως κοινό στοιχείο ότι καθιστούν την αξία της επιχείρησης ίση με την παρούσα αξία των μελλοντικών καθαρών ταμειακών ροών. Παρατηρείται ότι οι μεθοδολογίες (Discounted Cash Flow Methods) είναι πιο διαδεδομένες στη χρήση τους επειδή θεωρούνται πιο ρεαλιστικές από τις μεθόδους που αναφέρθηκαν πιο πάνω. Παρατηρούμε ότι με την μέθοδο αυτή μακροχρόνια, οι καρποί της επιχείρησης συνοψίζονται στις ταμειακές ροές της που θα πρέπει να παρθούν υπόψη για την της αξίας της.

Τα υποδείγματα προεξόφλησης χωρίζονται στις εξής κατηγορίες:

- I. Υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων
- II. Υπόδειγμα προεξόφλησης αδειασμάτων ταμειακών ροών
- III. Προεξόφληση κερδών όπου ειδικότερη περίπτωση αποτελεί το υπόδειγμα υπερκερδών.

1.8.6. Μέθοδος προεξοφλημένων ταμειακών ροών

Με την μέθοδο αυτή, παρατηρούμε ότι ο επενδυτής δεν ενδιαφέρεται τόσο για τα λογιστικά κέρδη της επιχείρησης, όσο για τα ταμιακά πλεονάσματά της που μας ενδιαφέρουν κατόπιν της πληρωμής των φόρων δηλαδή σαν καθαρό κέρδος, που μπορούμε να τα εισπράξουμε ή να τα επανεπενδύσουμε και ως αποτέλεσμα να αυξηθεί η αξία της επιχείρησης.

Βάση της μεθόδου των προεξοφλημένων ταμιακών ροών, η αξία μιας επιχείρησης είναι ίση με την παρούσα αξία των ταμειακών πλεονασμάτων που σε συγκεκριμένο αριθμό ετών πρόκειται να πραγματοποιηθούν, συμπεριλαμβανομένης της παρούσας αξίας της υπολειμματικής αξίας της επιχείρησης στο τέλος του ορισμένου χρόνου.

Από την στιγμή που η επιχείρηση κατέχει περιουσιακά στοιχεία που δεν χρησιμοποιεί στη συνηθισμένη παραγωγική διαδικασία, στα ταμιακά προεξοφλημένα πλεονάσματα προστίθενται η αξία των περιουσιακών αυτών στοιχείων.

Η μετατροπή των μελλοντικών πλεονασμάτων στο παρόν πραγματοποιείται από έναν συντελεστή, που αναλόγως από το πόσο θέτει σε κίνδυνο τη συγκεκριμένη επιχείρηση εξαρτάται και το ύψος του.

Ακολουθώντας αυτή τη μέθοδο, μια ολόκληρη επιχείρηση παρουσιάζεται με μια ομολογία που για κάποια συγκεκριμένα έτη προσφέρει ορισμένο ετήσιο κέρδος και στο τέλος εξαργυρώνεται στην ονομαστική της αξία.

Όμως η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών για μια επιχείρηση εμφανίζει σημαντικά προβλήματα όπως:

-

- Ο υπολογισμός των ταμιακών πλεονασμάτων, διότι δεν μπορεί να υπολογιστεί με ακρίβεια η μελλοντική εκτίμηση τους επειδή υπάρχει αβεβαιότητα για τις συνθήκες που θα επικρατήσουν τα επόμενα χρόνια στην επιχείρηση.
- Το τραπεζικό επιτόκιο δεν είναι πλέον ο κατάλληλος συντελεστής προεξόφλησης των μελλοντικών ταμειακών πλεονασμάτων διότι η αβεβαιότητα των μελλοντικών συνθηκών επιφέρει κινδύνους στον επενδυτή, οι οποίοι μειώνουν την αξία των προβλεπόμενων κερδών.
- Φορολογία των ετησίων αποτελεσμάτων. Καθώς κατά κανόνα οι τόκοι των ομολόγων είναι αφορολόγητοι, όμως στα κέρδη των επιχειρήσεων υπάρχουν συντελεστές οι οποίοι τα φορολογούν. Κατά συνέπεια, το καθαρό όφελος του επενδυτή είναι το ταμιακό πλεόνασμα που προκύπτει μετά τη φορολογία.

Σύμφωνα με τη μέθοδο προεξόφλησης των ταμειακών ροών, η αξία του κάθε περιουσιακού στοιχείου της εταιρείας ισούται με την παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών ταμειακών ροών που προέρχονται από το στοιχείο αυτό με ένα προεξοφλητικό επιτόκιο το οποίο αντικατοπτρίζει τον κίνδυνο αυτής της μεθόδου.

Όπου N = Διάρκεια ζωής του περιουσιακού στοιχείου

Όπου r = Προεξοφλητικό επιτόκιο

Αν χαρακτηρίσουμε μια επιχείρηση ως ένα χαρτοφυλάκιο περιουσιακών στοιχείων, που χρησιμοποιεί τις ταμειακές ροές της επιχείρησης στη διάρκεια

ζωής της μαζί με ένα προεξοφλητικό επιτόκιο, η εξίσωση αυτή έχει τη δυνατότητα να χρησιμοποιηθεί και στην αποτίμηση επιχειρήσεων.

Το γεγονός ότι ορισμένα στοιχεία του ενεργητικού επειδή αποτελούν τρέχοντα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης, επομένως δεν πρέπει να υπολογίζουμε μονό τις ταμιακές ροές από τις αναμενόμενες επενδύσεις αλλά και να εκτιμήσουμε τις αναμενόμενες αξίες των μελλοντικών επενδύσεων μιας επιχείρησης έχουν αποκτηθεί περιπλέκει τη διαδικασία αυτή.

1.9. Προκαταλήψεις της αποτίμησης – μια συμπεριφοριστική προσέγγιση
Συνήθως, θεωρητικά αρχίζουμε με τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη και κινούμαστε «αντικειμενικά» από τους αριθμούς στην αξία της επιχείρησης, πραγματοποιώντας λογικές υποθέσεις στην πορεία. Στην εφαρμογή, όμως, οι αποτιμήσεις δεν είναι πάντα υποκειμενικές αλλά αλλοιώνονται και από τον μεροληπτικό χαρακτήρα των αναλυτών κατά την διαδικασία.

Στην ουσία, έχουμε τουλάχιστον τρεις πηγές μεροληψίας που είναι οι εξής :

1) Μεροληψία Προσκόλλησης: κατά την αποτίμηση μιας επιχείρησης, ψάχνουμε έναν αριθμό τον οποίο θα χρησιμοποιήσουμε ως μέτρο σύγκρισης που θα επιδρά αργότερα στην αποτίμηση. Για τις επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες, η τιμή αγοράς τους αποτελεί μια λογική τιμή αναφοράς με την οποία συγκρίνουμε τις εκτιμήσεις που έχουν γίνει για την αξία της επιχείρησης. Οι αναλυτές συνήθως αλλάζουν τις υποθέσεις που έχουν κάνει για να φέρουν τις αποτιμήσεις τους πλησιέστερα στην τιμή της μετοχής.

2) Μεροληψία στάθμισης πρόσφατων δεδομένων: Όταν τα δεδομένα εμφανίζονται διαδοχικά, έχουμε ενδείξεις ότι τα πιο πρόσφατα σταθμίζονται υπερβολικά, παρόλο που δεν είναι πολύ σπουδαία και τα λιγότερα πρόσφατα δεδομένα σταθμίζονται λιγότερο. Στο στάδιο της αποτίμησης των επιχειρήσεων, αυτό συνήθως αποδεικνύει ότι το αποτέλεσμα εξαρτάται πολύ από την αποδοτικότητα των επιχειρήσεων στο πρόσφατο παρελθόν παρά τα

ιστορικά δεδομένα και αυτό έχει σαν συνέπεια συνήθως να αποτιμούμε υπερβολικά υψηλά τις επιχειρήσεις μετά από καλές χρονιές και σε άσχημες χρονιές να τις υποτιμάμε.

3) Μεροληψία επιβεβαίωσης: Κάποιες ενδείξεις που υπάρχουν αποδεικνύουν ότι οι αναλυτές διαρρυθμίζουν μια αντίληψη για την σωστή αξία της επιχείρησης στο πρώτο στάδιο της διαδικασίας τείνοντας να προσαρμόζουν τα δεδομένα του υποδείγματος για να επαληθεύσουν αυτήν την αντίληψη.

Ως συνέπεια αυτών των προκαταλήψεων, θα ισχυριζόμασταν ότι σε αρκετές αποτιμήσεις προσδιορίζεται πρώτα η αξία της επιχείρησης και μετά εφαρμόζουμε την αποτίμηση.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ – ΜΕΘΟΔΟΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ

2.1. Υπόδειγμα Προεξόφλησης Μερισμάτων (Dividend Discount Model)

Οι επενδυτές όταν πρόκειται να αγοράσουν μετοχές, αναμένουν γενικά να λάβουν δύο τύπους ταμειακών ροών – τα μερίσματα κατά την περίοδο διατήρησης και μια αναμενόμενη τιμή μετοχής στο τέλος της περιόδου. Ενώ η ίδια η αναμενόμενη τιμή προσδιορίζεται από τα μελλοντικά μερίσματα η αξία μιας μετοχής αποτελεί την παρούσα αξία των αναμενόμενων μερισμάτων. Το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων αποτελεί συνεπώς, τον πιο άμεσο, τον πιο συντηρητικό τρόπο αποτίμησης μιας μετοχής επειδή μετρά μόνο αυτές τις ταμειακές ροές που διανέμονται στην πραγματικότητα στους μετόχους.

Στην γενική της μορφή, η αξία μιας μετοχής σύμφωνα με το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων είναι η παρούσα αξία των αναμενόμενων μερισμάτων της μετοχής στο διηνεκές.

$$\text{Αξία ανά μετοχή} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{\text{Αναμενόμενα μερίσματα περιόδου } t}{(1 + \text{Κόστος ιδίων κεφαλαίων})}$$

2.2. Το υπόδειγμα του GORDON

Το υπόδειγμα ανάπτυξης μερισμάτων, το οποίο είναι ως γνωστό και ως υπόδειγμα ανάπτυξης Gordon, χρησιμοποιείται για την αποτίμηση των

μετοχών μιας επιχείρησης, η οποία διανέμει μερίσματα που αυξάνονται με ένα ρυθμό ο οποίος μπορεί να διατηρηθεί διηλεκώς.

Ορίζουμε γενικά μια περίοδο κατά την οποία τα μερίσματα μπορούν να αυξηθούν με ασυνήθιστους ρυθμούς (πολύ υψηλότερους η χαμηλότερους από το ρυθμό σταθερής ανάπτυξης) παρόλο αυτά επιτρέπουμε την ύπαρξη ενός σημείου φραγής στο υπόδειγμα υποθέτοντας ότι ο ρυθμός ανάπτυξης θα πάει σε ένα επίπεδο το οποίο μπορεί να διατηρηθεί για πάντα μελλοντικά από ένα σημείο και μετά. Υποθέτοντας τώρα ότι σε ένα μελλοντικό χρονικό σημείο και μετά έχουμε σταθερή ανάπτυξη , μπορούμε να σταματήσουμε να εκτιμάμε τα ετήσια μερίσματα και να εκτιμήσουμε την αξία που θεωρούμε ότι θα έχει η μετοχή στο τέλος της περιόδου της εξαιρετικά υψηλής ανάπτυξης.

$$\text{Αξία}_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{E(\text{Μερίσματα})_t}{(1+r)^t} + \frac{\text{Τελική αξία } n}{(1+r)^n}$$

$$\text{όπου } \text{Τελική Αξία } n = \frac{E(\text{Μερίσματα})_{n+1}}{(r_n - g_n)}$$

Όπου, r = το κόστος ιδίων κεφαλαίων

g_n = ο ρυθμός αναμενόμενης αύξησης των μερισμάτων στο διηλεκές έπειτα από το έτος n .

Είναι πιθανό για μια επιχείρηση να βρίσκεται ήδη σε περίοδο σταθερής ανάπτυξης στην οποία περίπτωση το υπόδειγμα παίρνει την απλούστερη μορφή του:

Αξία μιας μετοχής σε σταθερή ανάπτυξη = Αναμενόμενα μερίσματα επόμενου έτους / $(r_n - g_n)$

Είναι πιθανό για μια επιχείρηση να βρίσκεται ήδη σε περίοδο σταθερής ανάπτυξης στην οποία περίπτωση το υπόδειγμα παίρνει την απλούστερη μορφή του :

Αξία μιας μετοχής σε σταθερή ανάπτυξη = Αναμενόμενα μερίσματα επόμενου έτους / $(r_n - g_n)$

Το υπόδειγμα του Gordon αποτελεί ειδική περίπτωση του υποδείγματος προεξόφλησης μερισμάτων το οποίο μπορεί να χρησιμοποιηθεί μόνο για επιχειρήσεις που βρίσκονται ήδη σε σταθερή ανάπτυξη.

Όταν χρησιμοποιείται το υπόδειγμα αποτίμησης του Gordon για την αποτίμηση επιχειρήσεων υψηλής ανάπτυξης είναι πιθανόν να ισχύει ότι $g > r$ και ως εκ τούτου το υπόδειγμα θα αποδώσει αρνητική αξία. Αν συμβεί αυτό , το πρόβλημα δεν έγκειται στο υπόδειγμα αλλά στην λανθασμένη εφαρμογή του για μια επιχείρηση υψηλής ανάπτυξης .

2.3 Εκτιμώντας τις εισροές του Υποδείγματος Προεξόφλησης Μερισμάτων.

Διασπώντας τη γενική εκδοχή του υποδείγματος προεξόφλησης μερισμάτων , παρατηρούμε τέσσερα βασικά συστατικά .

- Το πρώτο είναι η διάρκεια της περιόδου υψηλής ανάπτυξης κατά την οποία μια επιχείρηση μπορεί να διατηρήσει ασυνήθιστα υψηλή ανάπτυξη.
- Το δεύτερο είναι τα αναμενόμενα μερίσματα κάθε έτους κατά τη διάρκεια της περιόδου υψηλής ανάπτυξης.
- Το τρίτο είναι το κόστος των ιδίων κεφαλαίων που απαιτούν οι μέτοχοι για να διατηρήσουν στην κατοχή τους τη μετοχή με βάση τις αξιολογήσεις τους για τον κίνδυνο των ιδίων κεφαλαίων.
- Ενώ η τελευταία εισροή που πρέπει να εκτιμηθεί είναι η αναμενόμενη τιμή στο τέλος της περιόδου υψηλής ανάπτυξης η **τελική αξία**.

2.3.1. Διάρκεια της Περιόδου Υψηλής Ανάπτυξης

Δηλαδή για πόσο διάστημα θα είναι σε θέση η επιχείρηση να διατηρήσει υψηλό ρυθμό ανάπτυξης . Αυτό το ερώτημα ίσως είναι το πιο δύσκολο να απαντήσουμε σε μια αποτίμηση αλλά αξίζει να λάβουμε υπ όψη μας δύο σημεία. Το πρώτο είναι τότε – στο τέλος όλες οι επιχειρήσεις θα μετατραπούν σε επιχείρησης σταθερής ανάπτυξης καθώς η υψηλή ανάπτυξη αυξάνει το μέγεθος των επιχειρήσεων και αυτό θα αποτελέσει στο τέλος εμπόδιο στην επιπρόσθετη υψηλή ανάπτυξη . Το δεύτερο είναι ότι η υψηλή ανάπτυξη στην αποτίμηση, τουλάχιστον η υψηλή ανάπτυξη που δημιουργεί αξία η οποία προέρχεται από επιχειρήσεις που επιτυγχάνουν υπερβάλλουσες αποδόσεις επί των οριακών επενδύσεων τους . Η υψηλή ανάπτυξη τώρα εμφανίζεται σε επιχειρήσεις που έχουν απόδοση ιδίων κεφαλαίων η οποία υπερβαίνει κατά πολύ το κόστος ιδίων κεφαλαίων . Συνεπώς όταν υποθέσουμε ότι μια επιχείρηση θα βιώσει υψηλή ανάπτυξη για τα επόμενα πέντε ή δέκα έτη υποθέτουμε έμμεσα ότι θα επιτύχει υπερβάλλουσες αποδόσεις πάνω και πέρα από το κόστος ιδίων κεφαλαίων ή το κόστος κεφαλαίου κατά την διάρκεια αυτής της περιόδου. Αυτές οι πλεονάζουσες αποδόσεις σε μια ανταγωνιστική αγορά θα προσελκύσουν νέους ανταγωνιστές και τελικά θα εξαφανιστούν.

Βλέπουμε ότι η ευαισθησία της αξίας στις μεταβολές της διάρκειας της περιόδου υψηλής ανάπτυξης μπορεί πάντα να εκτιμηθεί . Ορισμένοι αναλυτές χρησιμοποιούν περιόδους υψηλής ανάπτυξης μεγαλύτερες από δέκα έτη αλλά ο συνδυασμός ρυθμών υψηλής ανάπτυξης και μεγάλων χρονικών περιόδων δημιουργεί ένα πολύ ισχυρό μίγμα σε όρους αύξησης του μέγεθος της επιχείρησης πολλές φορές πέρα από τα λογικά όρια.

2.3.2. Αναμενόμενα Μερισμάτα κατά τη διάρκεια της Περιόδου Υψηλής Ανάπτυξης

Πρώτα απ' όλα για την εκτίμηση των μερισμάτων κατά την διάρκεια της περιόδου υψηλής ανάπτυξης είναι η εκτίμηση των αναμενόμενων κερδών κάθε

έτους . Με δύο τρόπους μπορεί να επιτευχθεί αυτό είτε μέσω της εφαρμογής ενός αναμενόμενου ρυθμού αύξησης στα τρέχοντα κέρδη ή μέσω της εκτίμησης των μελλοντικών εσόδων και στην συνέχεια των καθαρών περιθωρίων κέρδους κάθε έτους . Αν και ο πρώτος τρόπος είναι ευκολότερος ο δεύτερος παρέχει μεγαλύτερη ευελιξία καθώς τα περιθώρια κέρδους μπορούν να μεταβληθούν από χρόνο σε χρόνο . Τα αναμενόμενα κέρδη που προκύπτουν αντιστοιχούνται με τα εκτιμώμενα ποσοστά διανομής μερίσματος κάθε περιόδου τα οποία ενδέχεται να μεταβληθούν κατά τη διάρκεια της περιόδου υψηλής ανάπτυξης .

2.3.3. Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων

Για να καταλήξουμε στην τρέχουσα αξία τα μερίσματα και η τελική αξία θα πρέπει να προεξοφλούνται με ένα επιτόκιο τον κίνδυνο της επένδυσης για τους μετόχους . Ο μόνος κίνδυνος που αντιλαμβάνονται οι επενδυτές σε μια μετοχή είναι ο κίνδυνος αγοράς ο οποίος μπορεί να μετρηθεί με τον συντελεστή βήτα ή πολλαπλούς συντελεστές βήτα. Η ίδια λογική βρίσκει εφαρμογή εδώ . Δηλαδή στην πραγματικότητα τα κόστη ιδίων κεφαλαίων που εκτιμήσαμε για την εταιρεία θα είναι τα κόστη ιδίων κεφαλαίων που θα χρησιμοποιούσαμε αν αποτιμούσαμε τις μετοχές αυτής της επιχείρησης χρησιμοποιώντας ένα υπόδειγμα μερισμάτων . Το μόνο σημείο το οποίο σχετίζεται ειδικά με την αποτίμηση είναι ότι οι επιχειρήσεις υψηλής ανάπτυξης τείνουν να έχουν υψηλότερους συντελεστές βήτα από τις επιχειρήσεις χαμηλής ανάπτυξης . Με αυτή την προϋπόθεση καθώς μεταβάλλουμε τους ρυθμούς ανάπτυξης πρέπει διαχρονικά να προσαρμόζουμε με τον ίδιο τρόπο και τον κίνδυνο. Συνεπώς όταν μια επιχείρηση μεταβαίνει από υψηλή ανάπτυξη σε χαμηλή ανάπτυξη, ο συντελεστής βήτα της πρέπει να μετατοπίζεται επίσης για να αντικατοπτρίσει την χαμηλότερη ανάπτυξη .

2.3.4. Τελική αξία

Το τελευταίο συστατικό του υποδείγματος είναι η αξία που αποδίδεται στα ίδια κεφάλαια στο τέλος της περιόδου της υψηλής ανάπτυξης . Αυτή η αξία εκτιμάται από τα αναμενόμενα μερίσματα της πρώτης περιόδου που ακολουθεί την περίοδο υψηλής ανάπτυξης , το κόστος ιδίων κεφαλαίων της σταθερής φάσης και τον αναμενόμενο σταθερό ρυθμό αύξησης των μερισμάτων .

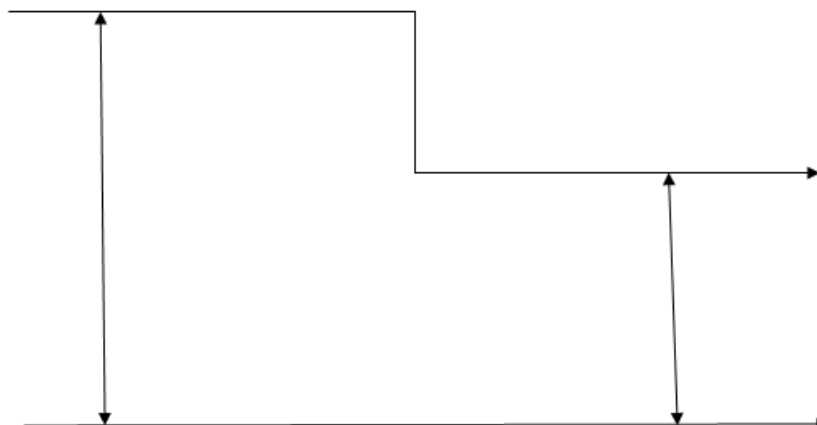
$$\text{Αξία ιδίων κεφαλαίων έτους } n = \frac{\text{Αναμενόμενα μερίσματα } n + 1}{(r_n - g_n)}$$

Όπου r_n είναι το κόστος ιδίων κεφαλαίων κατά τη διάρκεια της περιόδου σταθερής ανάπτυξης g_n είναι ο αναμενόμενος ρυθμός αύξησης .

2.4. Το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων δύο σταδίων (Two – Stage Dividend Discount Mode)

Πριν από την εκτίμηση της τελική αξίας πρέπει να συντάξουμε μια πορεία για την αύξηση των κερδών κατά την διάρκεια της φάσης υψηλής ανάπτυξης έτσι ώστε να μετακινηθεί προς το επιτόκιο σταθερής ανάπτυξης . Υποθέτουμε λοιπόν ότι ο ρυθμός αύξησης των κερδών μας είναι σταθερός κατά τη διάρκεια υψηλής ανάπτυξης έπειτα από την οποία αυτός μειώνεται σε σταθερό επίπεδο όπως θα δούμε στην παρακάτω εικόνα (1). Αυτό αποτελεί ένα υπόδειγμα δύο σταδίων.

Εικόνα 1:



Περίοδος Υψηλής Ανάπτυξης

Περίοδος Σταθερής Ανάπτυξης

Βλέπουμε ότι ο ρυθμός ανάπτυξης είναι υψηλός κατά την αρχική περίοδο και ότι αλλάζει μέσα σε μια «νύχτα» σε έναν χαμηλότερο, σταθερό ρυθμό στο τέλος της περιόδου. Παρ' όλο που αυτές οι απότομες μεταβολές στο ρυθμό ανάπτυξης μπορούν να συμβούν, είναι πολύ πιο ρεαλιστικό να υποθέσουμε ότι η μετατόπιση από υψηλή ανάπτυξη σε σταθερή συμβαίνει διαχρονικά. Η υπόθεση ότι ο ρυθμός ανάπτυξης μειώνεται απότομα από το επίπεδο της αρχικής φάσης σε σταθερό ρυθμό μας δείχνει ότι το υπόδειγμα αυτό είναι περισσότερο κατάλληλο για επιχειρήσεις με μέτριους ρυθμούς ανάπτυξης στην αρχική φάση.

Αν ο ρυθμός ανάπτυξης (g), το κόστος ιδίων κεφαλαίων (r) και το ποσοστό διανομής μερισμάτων παραμένουν σταθερά κατά την διάρκεια της περιόδου υψηλής ανάπτυξης, η παρούσα αξία των μερισμάτων κατά τη διάρκεια της περιόδου υψηλής ανάπτυξης μπορεί να εκτιμηθεί ως εξής:

$$PV \text{ μερισμάτων περιόδου υψηλής ανάπτυξης}_0 =$$

$$\frac{\text{Μερίσματα}_0 * (1 + g) * \left(1 - \frac{1 + g^n}{1 + g^n}\right)}{r - g}$$

2.5. Συντελεστής Βήτα (Beta coefficient)

Ο συντελεστής βήτα (beta coefficient) είναι ένας δείκτης που περιγράφει τη σχέση μεταξύ της μεταβλητότητας μιας επένδυσης , ενός χρεογράφου, ενός χαρτοφυλακίου και της μεταβλητότητας της αγοράς. Συγκεκριμένα εδώ θα αναφερθούμε στις μετοχές .

Υψηλός συντελεστής βήτα συνεπάγεται ότι η τιμή , και κατ' επέκταση απόδοση, μιας μετοχής επηρεάζεται σημαντικά από τις κινήσεις της αγοράς. Στον υπολογισμό του beta οι κινήσεις της αγοράς αντιπροσωπεύονται συνήθως από το χρηματιστηρίου κι άλλοι πιο συγκεκριμένοι δείκτες ανάλογα με τις ανάγκες των επενδυτών. Μικρές τιμές του συντελεστή beta σημαίνει ότι η απόδοση της επένδυσης μένει σχετικά ανεπηρέαστη από τις διακυμάνσεις της απόδοσης της αγοράς. Ενώ αρνητικό beta σημαίνει ότι όταν οι αποδόσεις της αγοράς είναι θετικές η απόδοση της υποκείμενης επένδυσης θα είναι αρνητικές και το ανάποδο.

Τέλος είναι δυνατόν μία επένδυση να έχει θετικό beta και αρνητική απόδοση ή αντίθετα , θετική απόδοση και αρνητικό beta .

Σε δύο σημαντικούς παράγοντες στηρίζεται ο συντελεστής beta-βήτα :

- Τη σχετική μεταβλητότητα των αποδόσεων μιας συγκεκριμένης επένδυσης σε σχέση με τις αποδόσεις της αγοράς
- Τη συσχέτιση μεταξύ της απόδοσης της επένδυσης και της απόδοσης της αγοράς

Αυτό σημαίνει ότι ο συντελεστής βήτα είναι το γινόμενο της σχετικής μεταβλητότητας των αποδόσεων επί τη συσχέτιση αυτών των αποδόσεων με την απόδοση της αγοράς .

- Beta = 1

Συντελεστής beta ίσος με τη μονάδα δεν σημαίνει απαραίτητα ότι η απόδοση μιας επένδυσης θα έχει την ίδια μεταβλητότητα με τις αποδόσεις της αγοράς . Μπορεί η απόδοση της επένδυσης να μεταβάλλεται στο διπλάσιο σε σχέση με την αγορά beta =2 αλλά η συσχέτιση με αυτή να είναι +0,5 ($2*0,5=1$) .

- Beta < 1

Συντελεστής beta μικρότερος της μονάδας σημαίνει είτε ότι η απόδοση της επένδυσης είναι μικρής μεταβλητότητας δηλαδή λιγότερο μεταβλητή από την απόδοση της αγοράς είτε ότι οι αποδόσεις των δύο έχουν πολύ μικρή συσχέτιση μεταξύ τους.

- Beta > 1

Συντελεστής beta μεγαλύτερος της μονάδας σημαίνει ότι η απόδοση της επένδυσης είναι περισσότερο μεταβλητή από αυτή της αγοράς και ότι η συσχέτιση τους είναι θετική . Αυτές οι επενδύσεις είναι στενά συνδεδεμένες με την αγορά και επηρεάζονται έντονα από αυτή.

- Beta = 0

Η συσχέτιση των αποδόσεων είναι μηδέν , συνεπώς κινούνται ανεξάρτητα . Σε περιβάλλον μηδενικού πληθωρισμού και θετικής απόδοσης , στην ουσία ο επενδυτής έχει θετικές ταμειακές ροές ανεξαρτήτως κίνησης της αγοράς.

- Beta < 0

Αρνητικός συντελεστής βήτα σημαίνει ότι η απόδοση κινείται αντίθετα από αυτή της αγοράς δηλαδή η συσχέτιση των αποδόσεων είναι αρνητική.

Συνήθως όσο υψηλότερος είναι ο συντελεστής βήτα ,τόσο μεγαλύτερο κίνδυνο ενσωματώνει η επένδυση.

2.5.1. Συντελεστής Beta των Μετοχών

Ο συντελεστής βήτα $-beta$ μιας μετοχής μετρά την ευαισθησία την μεταβλητότητα της εν λόγω μετοχής σε σχέση με την διακύμανση του γενικού δείκτη της χρηματιστηριακής αγοράς .Υπολογίζεται διαιρώντας την μεταβολή μιας μετοχής με την μεταβολή του δείκτη για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο.

Μετοχή με συντελεστή βήτα $beta=1$ θεωρείται ότι έχει την ίδια μεταβλητότητα με τον γενικό δείκτη του χρηματιστηρίου. "Όταν ο συντελεστής βήτα είναι μεγαλύτερος της μονάδας σημαίνει ότι αν ο δείκτης αυξηθεί κατά 10 % , η μετοχή θα αυξηθεί ακόμα περισσότερο. Από την άλλη οι μετοχές με χαμηλό συντελεστή βήτα αποκαλούνται αμυντικές μετοχές διότι οι επενδυτές επενδύουν σε αυτές όταν η αγορά κινείται πτωτικά ή είναι ιδιαίτερα ασταθής . Αντίθετα οι μετοχές με υψηλό βήτα αποκαλούνται επιθετικές μετοχές καθώς προτιμώνται από τους επενδυτές όταν ο δείκτης του χρηματιστηρίου κινείται σταθερά ανοδικά γιατί έτσι με αυτόν τον τρόπο απολαμβάνουν υψηλότερες από το μέσο όρο απόδοσης στα κεφάλαια τους .

Δηλαδή συμπεραίνουμε ότι ένας επενδυτής που απλά θέλει να συντηρήσει το κεφάλαιο του θα πρέπει να προτιμάει μετοχές με χαμηλό συντελεστή βήτα , ενώ αντίθετα κάποιος που θέλει υψηλότερες αποδόσεις και διατίθεται να ρισκάρει περισσότερο θα πρέπει να επενδύσει σε μετοχές με υψηλό συντελεστή βήτα.

2.6. Συμπεράσματα ενότητας

Αν και πολλοί αναλυτές θεωρούν το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων ξεπερασμένο στην πραγματικότητα όμως είναι ένα χρήσιμο σημείο εκκίνησης για την αποτίμηση όλων των επιχειρήσεων και ενδέχεται να είναι η μόνη επιλογή για την αποτίμηση επιχειρήσεων για τις οποίες δεν είναι εφικτή η εκτίμηση των ταμειακών ροών. Ακόμα και για τις επιχειρήσεις τις οποίες μπορούμε να εκτιμήσουμε τις ελεύθερες ταμειακές ροές προς τους μετόχους με αρκετή ακρίβεια , το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων μας επιτρέπει να εκτιμήσουμε μια κατώτατη αξία . Τις περισσότερες φορές οι επιχειρήσεις τείνουν να διανέμουν λιγότερα σε μερίσματα σε σχέση με αυτά που έχουν διαθέσιμα υπό τη μορφή ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους . Υποστηρίζεται συχνά ότι το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την αποτίμηση επιχειρήσεων υψηλής ανάπτυξης που δεν διανέμουν καθόλου μερίσματα . Αυτό θα ισχύει μόνο αν χρησιμοποιούμε την ευέλικτη μορφή αυτού του υποδείγματος σύμφωνα με την οποία τα μελλοντικά μερίσματα εκτιμώνται μέσα από την αύξηση των τρεχόντων μερισμάτων. Τέλος ένα σημείο που αξίζει να τονίσουμε είναι ότι μπορούμε να εκτιμήσουμε την αξία των ιδίων κεφαλαίων ανά μετοχή μέσω της χρήσης των μερισμάτων ανά μετοχή ή μπορούμε να υπολογίσουμε την συνολική αξία των ιδίων κεφαλαίων χρησιμοποιώντας τα συνολικά μερίσματα που διανέμονται. Και οι δύο προσεγγίσεις θα παράγουν τα ίδια αποτελέσματα .

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ – ΜΕΘΟΔΟΣ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

3.1. Υπόδειγμα Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (Discounted Free Cash Flow Method)

Όπως είδαμε το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων δεν μπορεί να αποδώσει την πραγματική ικανότητα να παράγει ταμειακές ροές για τους μετόχους . Έτσι ένα πιο κατάλληλο υπόδειγμα για αυτήν την περίπτωση είναι το Υπόδειγμα των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών προς τους Μετόχους (FCFE model).

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές είναι οι ταμειακές ροές που απομένουν αφού έχουν καλυφθεί πρώτα οι πληρωμές τόκων και οι αποπληρωμές των δανειακών κεφαλαίων καθώς και οι επανεπενδύσεις για την διατήρηση των τρεχόντων στοιχείων του ενεργητικού ,για την δημιουργία νέων περιουσιακών στοιχείων για τη μελλοντική ανάπτυξη .

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές μετριοούνται ως εξής :

$$FCFE =$$

$$\begin{aligned} & \text{Καθαρά κέρδη} + \text{Αποσβέσεις} - \text{Κεφαλαικές δαπάνες} \\ & - \Delta \text{Κεφάλαιο Κίνησης} - \text{Αποπληρωμές κεφαλαίου} \\ & + \text{Νέες εκδόσεις δανειακών κεφαλαίων} \end{aligned}$$

Όπου το Δ Κεφάλαιο Κίνησης είναι η μεταβολή του μη ταμειακού κεφαλαίου κίνησης

Στην περίπτωση τώρα κατά την οποία οι κεφαλαιακές δαπάνες και το κεφάλαιο κίνησης χρηματοδοτούνται ,ε βάση το δείκτη –στόχο δανειακής επιβάρυνσης δ (Ο δείκτης αυτός δείχνει την σχέση των δανείων προς το σύνολο των κεφαλαίων κάθε μορφής που χρησιμοποιούνται με οποιονδήποτε τρόπο από

την επιχείρηση. Χρησιμεύει στην εκτίμηση της δανειακής επιβάρυνσης της επιχείρησης) και οι αποπληρωμές κεφαλαίου πραγματοποιούνται μέσα από έκδοση νέων δανειακών κεφαλαίων , οι ελεύθερες ταμειακές ροές υπολογίζονται ως εξής :

$$FCFE = \text{Καθαρά κέρδη} - (1 - \delta) * (\text{Κεφαλαιακές δαπάνες} - \text{Αποσβέσεις}) - (1 - \delta) \Delta \text{Κεφάλαιο Κίνησης}$$

Ένας ακόμα τρόπος με τον οποίο μπορούμε να παρουσιάσουμε τις ελεύθερες ταμειακές ροές προς τους μετόχους είναι αν ορίσουμε το μέρος των καθαρών κερδών που επανεπενδύουν οι μετοχικοί επενδυτές στην επιχείρηση ως το ποσοστό επανεπένδυσης ιδίων κεφαλαίων . Τις ελεύθερες ταμειακές ροές προς τους μετόχους μπορούμε να τις εκφράσουμε ως συνάρτηση αυτού του ποσοστού.

Ποσοστό επανεπένδυσης ιδίων κεφαλαίων =

$$\text{Κεφαλαιακές Δαπάνες} - \text{Αποσβέσεις} + \Delta \text{Κεφάλαιο κίνησης} (1 - \delta)$$

$$FCFE = \frac{\text{Καθαρά κέρδη} * (1 - \text{Ποσοστό επανεπένδυσης ιδίων κεφαλαίων})}{\text{Καθαρά Κέρδη}}$$

$$FCFE = \text{Καθαρά κέρδη} * (1 - \text{Ποσοστό επανεπένδυσης ιδίων κεφαλαίων})$$

Η γενική έκδοση τώρα του υποδείγματος των ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους είναι :

$$Αξία_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{E(FCFE^t)}{(1+r)^t} + \frac{\text{Τελική Αξία}^n}{(1+r)^n}$$

$$\text{Τελική αξία}_n = \frac{E(FCFE)^{n+1}}{(r_n - g_n)}$$

Όπου οι αναμενόμενες ταμειακές ροές προς τους μετόχους εκτιμώνται κάθε χρόνο κατά τη διάρκεια της περιόδου υψηλής ανάπτυξης , το r είναι το κόστος ιδίων κεφαλαίων και g_n είναι ο ρυθμός σταθερής ανάπτυξης .

Στην πραγματικότητα , οι αναμενόμενες ελεύθερες ταμειακές ροές προς τα ίδια κεφάλαια για πολλές μικρές , επιχειρήσεις υψηλής ανάπτυξης θα είναι αρνητικές τουλάχιστον κατά τα πρώτα χρόνια , κατά τα οποία είναι υψηλές οι ανάγκες επανεπένδυσης αλλά θα γίνουν θετικές καθώς μειώνονται οι ρυθμοί ανάπτυξης και οι ανάγκες επανεπένδυσης .

3.2. Εκτίμηση ροών του Υποδείγματος Ελεύθερων ταμειακών ροών

Όπως και στο προηγούμενο υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων έτσι και σε αυτό υπάρχουν τέσσερις βασικές εισροές που απαιτούνται για να μπορέσει να χρησιμοποιηθεί το υπόδειγμα αυτό.

1. Ορίζεται η διάρκεια της περιόδου υψηλής ανάπτυξης (length of the high – growth period)
2. Υπολογίζονται οι ταμειακές ροές προς τους μετόχους για κάθε περίοδο. Αυτό σημαίνει ότι εκτιμώνται για την περίοδο υψηλής ανάπτυξης οι καθαρές κεφαλαιακές δαπάνες , οι μεταβολές του μη ταμειακού κεφαλαίου κίνησης καθώς και το μίγμα δανειακής χρηματοδότησης.
3. Εκτιμάται η ποσοστιαία απόδοση (rate of return) που απαιτούν οι μέτοχοι για να διακρατήσουν τη μετοχή.
4. Υπολογίζεται η τελική αξία των ιδίων κεφαλαίων στο τέλος της περιόδου υψηλής ανάπτυξης με βάση εκτιμήσεις σχετικά με τη σταθερή ανάπτυξη, τις ελεύθερες ταμειακές ροές προς τους μετόχους και την απαιτούμενη απόδοση έπειτα από το τέλος της περιόδου υψηλής ανάπτυξης .

Παρακάτω θα δούμε αναλυτικότερα την εκτίμηση των ελεύθερων ταμειακών ροών κατά την διάρκεια της περιόδου υψηλής ανάπτυξης και την εκτίμηση της τελικής αξίας.

3.2.1. Εκτίμηση των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών κατά την διάρκεια της Περιόδου Υψηλής Ανάπτυξης

Όπως και στο υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων έτσι και δω ξεκινούμε με τα κέρδη ανά μετοχή και εκτιμούμε την αναμενόμενη αύξηση αυτών . Η μόνη διαφορά είναι η εκτίμηση της θεμελιώδους ανάπτυξης . Δηλαδή όταν εκτιμούμε τη θεμελιώδη αύξηση κερδών είναι περισσότερο συνεπές να χρησιμοποιήσουμε το ποσοστό επανεπένδυσης κερδών που ορίσαμε και την απόδοση κεφαλαίων για να εκτιμήσουμε την αναμενόμενη αύξηση κερδών.

Αναμενόμενη αύξηση των καθαρών κερδών =

*Ποσοστό επανεπένδυσης ιδίων κεφαλαίων * Απόδοση ιδίων κεφαλαίων*

Σε αντίθεση με το ποσοστό παρακράτησης κερδών το οποίο δεν μπορεί να υπερβεί το 100% ή να μειωθεί κάτω από 0 % , το ποσοστό επανεπένδυσης των ιδίων κεφαλαίων μπορεί να είναι και αρνητικό εφόσον οι κεφαλαιακές δαπάνες μειωθούν κάτω από το επίπεδο αποσβέσεων η υψηλότερο από 100 % .

Αν το ποσοστό επανεπένδυσης ιδίων κεφαλαίων είναι αρνητικό και αναμένεται να παραμείνει έτσι και στο μέλλον , η αναμενόμενη αύξηση των κερδών μπορεί να είναι αρνητική.

Αν το ποσοστό επανεπένδυσης ιδίων κεφαλαίων είναι υψηλότερο από 100 % τα καθαρά κέρδη μπορούν να αναπτυχθούν με ρυθμό υψηλότερο από την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων παρ' όλο που η επιχείρηση θα πρέπει να εκδώσει νέες μετοχές για να χρηματοδοτήσει την επανεπένδυση .

Στην συνέχεια αφού εκτιμηθούν τα κέρδη , πρέπει να καθοριστούν οι καθαρές κεφαλαιακές δαπάνες, οι ανάγκες σε κεφάλαιο κίνησης και οι ανάγκες

χρηματοδότησης μέσω δανειακών κεφαλαίων για να καταλήξουμε στις ελεύθερες ταμειακές ροές προς τους μετόχους. Βλέπουμε ότι οι επιχειρήσεις υψηλής ανάπτυξης θα έχουν σχετικά υψηλότερες καθαρές κεφαλαιακές δαπάνες και ανάγκες κίνησης . Δηλαδή το ποσοστό επανεπένδυσης των ιδίων κεφαλαίων θα είναι υψηλό κατά την περίοδο υψηλής ανάπτυξης και θα μειώνεται καθώς μειώνεται ο ρυθμός ανάπτυξης .

Ένα σημείο που αξίζει να επισημάνουμε σχετικά με τις αποτιμήσεις των ιδίων κεφαλαίων είναι ότι τα καθαρά κέρδη περιλαμβάνουν τόσο τα λειτουργικά κέρδη όσο και τα κέρδη από μετρητά και διαπραγματεύσιμα χρεόγραφα.

3.2.2. Εκτίμηση της Τελικής Αξίας

Όπως και στο προηγούμενο υπόδειγμα έτσι και στο υπόδειγμα ελεύθερων ταμειακών ροών, η τελική αξία προσδιορίζεται από το ρυθμό σταθερής και το κόστος ιδίων κεφαλαίων . Η διαφορά του υποδείγματος αυτού με το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων είναι οι ταμειακές ροές που χρησιμοποιούνται για υπολογιστεί η τελική αξία.

$$\text{Τελική αξία κεφαλαίων}_n = \frac{FCFN_{n+1}}{r - g_n}$$

Για την εκτίμηση αυτών των ταμειακών ροών, η μεταβολή των καθαρών κεφαλαιακών δαπανών του μη ταμειακού κεφαλαίου κίνησης πρέπει να είναι συνεπής με τον ορισμό της σταθερότητας. Ένας απλός τρόπος για να το διασφαλίσουμε αυτό είναι να εκτιμήσουμε ένα ποσοστό επανεπένδυσης ιδίων κεφαλαίων από την απόδοση ιδίων κεφαλαίων της σταθερής περιόδου:

$$\text{Ποσοστό επανεπένδυσης ιδίων κεφαλαίων} =$$

$$\frac{1 - g \text{ σταθερής περιόδου κατά την περίοδο σταθερής ανάπτυξης}}{ROE \text{ σταθερής περιόδου}}$$

Ορισμένοι αναλυτές υποθέτουν ότι οι επιχειρήσεις που βρίσκονται σε φάση σταθερής ανάπτυξης έχουν κεφαλαιακές δαπάνες οι οποίες αντισταθμίζουν τις αποσβέσεις καθώς και μηδενικές ανάγκες σε κεφάλαιο κίνησης . Αυτό θα παράγει ένα ποσοστό επανεπένδυσης ιδίων κεφαλαίων ίσο με 0 , το οποίο είναι συνεπές με το μηδενικό ρυθμό ανάπτυξης που ισχύει κατά την περίοδο σταθερής ανάπτυξης. Χρησιμοποιώντας ένα ρυθμό ρυθμός σταθερής ανάπτυξης 3% ή 4 % και παράλληλα αποκλείοντας τη δυνατότητα επανεπένδυσης ,επιτρέπουμε σε μια επιχείρηση να αναπτυχθεί και υπολογίζουμε μια πολύ υψηλή αξία για την επιχείρηση .

3.3. Συμβιβάζοντας τα Υποδείγματα Αποτίμησης Προεξόφλησης Μερισμάτων και Ελεύθερων Ταμειακών Ροών προς τους Μετόχους.

Το υπόδειγμα προεξόφλησης των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών προς τους Μετόχους θεωρείται ως μια εναλλακτική επιλογή έναντι του υποδείγματος προεξόφλησης μερισμάτων. Οι δύο προσεγγίσεις παρέχουν ορισμένες φορές διαφορετικές εκτιμήσεις της αξίας . Παρακάτω θα εξετάσουμε τους λόγους για τους οποίους συμβαίνει αυτό . Υπάρχουν δύο συνθήκες υπό τις οποίες η αξία που προκύπτει από τη χρήση της αποτίμησης ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους θα ισούται με την αξία που προκύπτει από τη χρήση του υποδείγματος του προεξόφλησης μερισμάτων.

Η πρώτη όταν τα μερίσματα ισούνται με τις ελεύθερες ταμειακές ροές προς τους μετόχους η αξία θα είναι ίδια. Η δεύτερη είναι όταν οι ελεύθερες ταμειακές ροές προς τους μετόχους είναι μεγαλύτερες από τα μερίσματα αλλά τα πλεονάζοντα μετρητά επενδύονται σε επενδυτικά σχέδια με μηδενική καθαρή παρούσα αξία, οι αξίες θα είναι ίσες.

Συχνά τα δύο υποδείγματα θα παράγουν διαφορετικές εκτιμήσεις για την αξία . Αυτό συμβαίνει όταν οι ελεύθερες ταμειακές ροές είναι μεγαλύτερες από τα μερίσματα και τα πλεονάζοντα μετρητά είτε επιτυγχάνουν αποδόσεις χαμηλότερες από την αγορά είτε επενδύονται σε επενδυτικά σχέδια αρνητικής

ΚΠΑ. Η αξία που θα προκύψει από το υπόδειγμα των ελεύθερων ταμειακών ροών θα είναι υψηλότερη από την αξία που θα προκύψει από το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων. Αρκετές μελέτες έχουν δείξει ότι δεν είναι ασυνήθιστο φαινόμενο αυτό καθώς επιχειρήσεις που συσσωρεύουν μεγάλα ταμειακά διαθέσιμα καταβάλλοντας χαμηλά ποσά σε μερίσματα σε σχέση με τις ελεύθερες ταμειακές ροές οι οποίες έχουν επιλέξει να χρησιμοποιήσουν αυτά τα μετρητά για να χρηματοδοτήσουν μη συνετές εξαγορές. Επιπλέον η πληρωμή μικρότερων μερισμάτων σε σχέση με αυτό που έχει δυνατότητα να διανέμει η επιχείρηση μειώνει τους δείκτες δανειακών προς τα ίδια κεφάλαια .

Σε περιπτώσεις όπου τα μερίσματα είναι υψηλότερα από τις ελεύθερες ταμειακές ροές , η επιχείρηση θα πρέπει να εκδώσει νέες μετοχές ή να δανειστεί χρήματα για να διανέμει αυτά τα μερίσματα , γεγονός που θα οδηγήσει σε τουλάχιστον μια από τρεις πιθανές αρνητικές συνέπειες .

1. Το κόστος έκδοσης αυτών των αξιόγραφων το οποίο ενδέχεται να είναι σημαντικό στην περίπτωση της έκδοσης ιδίων κεφαλαίων.
2. Αν η επιχείρηση δανειστεί χρήματα για να διανέμει μερίσματα ενδέχεται να αυξήσει υπερβολικά τη μόχλευση της σε σχέση με το βέλτιστο επίπεδο, κάτι που θα οδηγήσει σε απώλειες αξίας.
3. Η διανομή υπερβολικά υψηλών μερισμάτων μπορεί να οδηγήσει σε περιορισμούς κεφαλαίου οι οποίοι θα οδηγήσουν στην απόρριψη καλών επενδυτικών σχεδίων και απώλεια πλούτου .

Όταν τα δύο υποδείγματα παράγουν διαφορετικές αξίες , προκύπτουν δύο ερωτήματα . Πρώτον πως ερμηνεύεται η διαφορά μεταξύ των αποτελεσμάτων των δύο υποδειγμάτων και δεύτερον ποιο από τα δύο υποδείγματα είναι περισσότερο κατάλληλο προς χρήση για την αποτίμηση της τιμής της αγοράς . Η αξία από το υπόδειγμα ελεύθερων ταμειακών ροών τις περισσότερες φορές υπερβαίνει την αξία από το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων. Η διαφορά αυτή μπορεί να θεωρηθεί ένα συστατικό στοιχείο της αξίας ελέγχου μιας

επιχείρησης δηλαδή μετρά την αξία ελέγχου της μερισματικής πολιτικής. Σε μια εχθρική εξαγορά ο υποψήφιος αγοραστής μπορεί να αναμένει να ελέγξει την επιχείρηση και να μεταβάλλει τη μερισματική πολιτική, καταγράφοντας κατ' αυτόν τον τρόπο την υψηλότερη αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών. Στην λιγότερη συχνή περίπτωση που η αξία από το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων είναι μεγαλύτερη από την αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών η διαφορά έχει μικρότερη οικονομική σημασία αλλά μπορεί να εκληφθεί ως προειδοποίηση σχετικά με την βιωσιμότητα των αναμενόμενων μερισμάτων. Όσο αφορά το ερώτημα τώρα ποια από τις δύο αξίες είναι περισσότερο κατάλληλη για την αποτίμηση της τιμής αγοράς η απάντηση βρίσκεται στο βαθμό που η αγορά μπορεί να ασκήσει έλεγχο στην εταιρεία. Σε περίπτωση που υπάρχει πιθανότητα εξαγοράς μιας επιχείρησης ή μεταβολής της διεύθυνσης της, η τιμή αγοράς θα αντικατοπτρίζει αυτήν την πιθανότητα. Στην περίπτωση αυτή η αξία από το υπόδειγμα ελεύθερων ταμειακών ροών θα είναι καταλληλότερο μέτρο σύγκρισης σε αντίθεση με το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων η αξία του οποίου θα είναι καταλληλότερο μέτρο σύγκρισης όταν οι μεταβολές του εταιρικού ελέγχου θα είναι δύσκολες, είτε λόγω του μεγέθους μια επιχείρησης είτε λόγω των νομικών ή αγοραίων περιορισμών σχετικά με τις εξαγορές.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 : ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ – ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΩΝ ΥΠΕΡΚΕΡΔΩΝ

4.1. Τα υπερκέρδη των ιδίων κεφαλαίων

Τα υπερκέρδη (ab normal earnings, ab normal income) ή αλλιώς τα υπολειπόμενα κέρδη(residual earnings or residual income or economic income or economic value added) υπολογίζονται μετά την αφαίρεση από τα καθαρά κέρδη του κόστους των κεφαλαίων.

$$\text{Υπερκέρδη}_t = \text{Καθαρά Κέρδη}_t - (\text{Απαιτούμενη απόδοση} * \text{Επένδυση}_{t-1})$$

Βασικό γνώρισμα των υπερκερδών ή των υπολειπόμενων κερδών είναι ότι προσφέρουν μια μέτρηση της προστιθέμενης αξίας στην επιχείρηση από την επένδυση. Επομένως, το υπόδειγμα των υπερκερδών υπολογίζει την αξία ως εξής.

Οικονομική αξία =

Λογιστική αξία επένδυσης + Παρούσα αξία αναμενόμενων υπερκερδών

Η λογιστική αξία δείχνει την αρχική αξία της επένδυσης, η παρούσα αξία των αναμενόμενων υπερκερδών δείχνει την προστιθέμενη αξία λόγω της επένδυσης και με το άθροισμα των δύο υπολογίζεται η οικονομική αξία. Επομένως, η οικονομική αξία των ιδίων κεφαλαίων ενδέχεται να αναλυθεί ως ακολούθως:

$$V_0^E = \Delta A_0^E + \frac{YK_1}{(1+r_e)^1} + \frac{YK_1}{(1+r_e)^2} + \dots + \frac{YK_1}{(1+r_e)^t}$$

V_0^E : Η οικονομική αξία των ιδίων κεφαλαίων τη χρονική στιγμή μηδέν, κατά την οποία πραγματοποιείται η αποτίμηση.

ΛA_0 : Η λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων κατά τη χρονική στιγμή μηδέν, κατά την οποία πραγματοποιείται η αποτίμηση.

YK_t : Προβλεπόμενα υπερκέρδη για την περίοδο t .

r_e : Το κόστος των ιδίων κεφαλαίων.

ΣA_t : Η συνεχιζόμενη οικονομική αξία (continuing value) έπειτα το τέλος της περιόδου t .

Σχετικά με τη συνεχιζόμενη αξία μπορούν να πραγματοποιηθούν οι παρακάτω υποθέσεις:

$\Sigma A_t = 0$, δηλαδή έπειτα την περίοδο t σταματούν να υπάρχουν υπερκέρδη.

2)	$\Sigma A_t = \frac{YK_{t+1}}{r_e}$, δηλαδή τα υπερκέρδη από την περίοδο $t+1$ είναι μία ράντα που εξακολουθεί να είναι σταθερή στο διηνεκές.					
3)	$\Sigma A_t = \frac{YK_{t+1}}{r_e - g}$, δηλαδή τα υπερκέρδη από την περίοδο $t+1$ πρόκειται για μία ράντα με πρώτο όρο τα υπερκέρδη της περιόδου $t+1$ και ρυθμό αύξησης των υπερκερδών g .					

4.1.1. Καθοριστικοί παράγοντες των υπερκερδών

Ο τύπος των υπερκερδών (ΥΚ) μπορεί να υπολογιστεί και να διαμορφωθεί ως εξής:

$$YK_t = K K_t - r_e \Lambda A_{t-1} = [K K_t / \Lambda A_{t-1} - r_e] \Lambda A_{t-1} = [AIK_t - r_e] \Lambda A_{t-1} \quad (3)$$

Όπου:

$ΥΚt$: Υπερκέρδη της περιόδου t .

$ΚΚt$: Καθαρά κέρδη της περιόδου t .

$ΛΑt-1$: Λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων της περιόδου $t-1$.

r_e : Κόστος ιδίων κεφαλαίων.

$ΑΙΚt$: Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων περιόδου t .

Από την παραπάνω εξίσωση, τεκμηριώνεται ότι οι καθοριστικοί παράγοντες των υπερκερδών είναι η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων ($ΑΙΚt$) όπως και η λογιστική αξία των ιδίων (επενδυμένων) κεφαλαίων στην αρχή της περιόδου t ($ΛΑt-1$). Μια οικονομική μονάδα ενδέχεται να αυξήσει τα υπερκέρδη της περιόδου t ($ΥΚt$) πετυχαίνοντας απόδοση των ιδίων κεφαλαίων ($ΑΙΚt$) υψηλότερες από το κόστος των κεφαλαίων (r_e) και ως αποτέλεσμα να αυξήσει την οικονομική αξία της πάνω από την λογιστική αξία. Όποτε η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων ($ΑΙΚt$) είναι ίση με το κόστος (r_e), τα υπερκέρδη είναι μηδέν και η οικονομική αξία της οικονομικής μονάδας ισούται με τη λογιστική αξία. Εντούτοις, μια οικονομική μονάδα μπορεί να αυξήσει την οικονομική αξία της αυξάνοντας τις επενδύσεις σε ίδια κεφάλαια στα οποία πάντα πετυχαίνει αποδόσεις υψηλότερες του κόστους αυτών των κεφαλαίων. Η διοίκηση μιας οικονομικής μονάδας μπορεί να επηρεάσει την οικονομική αξία της οικονομικής μονάδας επηρεάζοντας τα συστατικά στοιχεία της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων .

Επομένως, η οικονομική αξία της οικονομικής μονάδας μπορεί να διατυπωθεί ως εξής:

$V_0^E = \Lambda A_0^E + \sum_{t=1}^n \frac{(AIK_t - re) \Lambda A_{t-1}}{(1+re)^t}$							
και διαιρώντας με την λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων (ΛA_0^E),							
υπολογίζεται ο δείκτης χρηματιστηριακής αξίας προς λογιστική αξία ως εξής :							
$\frac{V_0^E}{\Lambda A_0^E} = 1 + \sum_{t=1}^n \frac{(AIK_t - re) (\Lambda A_{t-1} / \Lambda A_0^E)}{(1+re)^t}$							

Από την παραπάνω σχέση συμπεραίνεται ότι ο δείκτης χρηματιστηριακής τιμής προς λογιστική αξία αυξάνεται όταν: 1) η $AIK_t > re$ και 2) η $\Lambda A_{t-1} / \Lambda A_0$ ξεπερνάει τη μονάδα, δηλαδή υπάρχει μία συσσωρευμένη αύξηση των ιδίων κεφαλαίων από την περίοδο μηδέν έως την περίοδο t-1. Συνεπώς υψηλές αποτιμήσεις εμφανίζονται σε οικονομικές μονάδες με υψηλές αποδόσεις των ιδίων κεφαλαίων καθώς επίσης και σε υψηλούς ρυθμούς αύξησης των ιδίων κεφαλαίων. Επίσης, οι οικονομικές μονάδες οι οποίες παρουσιάζουν χρηματιστηριακή αξία με ένα premium έναντι της λογιστικής αξίας δείχνει ότι αναμένουν μελλοντικά υπερκέρδη. Αυτή η δυνατότητα δημιουργίας υπερκερδών δεν εμφανίζεται από τον ισολογισμό.

4.1.2. Τα υπερκέρδη των συνολικών κεφαλαίων

Εφ' όσον τα λειτουργικά υπερκέρδη διατυπωθούν ως ακολούθως:

$\Lambda YK_t =$ Λειτουργικά κέρδη – Απαιτούμενη απόδοση από τα λειτουργικά στοιχεία του ενεργητικού = $\Lambda K_t - r_f * \Lambda \Sigma E_{t-1}$

Η οικονομική αξία των καθαρών λειτουργικών στοιχείων του ενεργητικού ή των λειτουργικών δραστηριοτήτων υπολογίζεται ως ακολούθως:

$V_0^{K\Lambda\Sigma E} = K\Lambda\Sigma E_0 + \frac{\Lambda YK_1}{(1+r_f)} + \frac{\Lambda YK_2}{(1+r_f)^2} + \frac{\Lambda YK_3}{(1+r_f)^3} + \dots + \frac{\Lambda YK_t}{(1+r_f)^t} + \frac{\Sigma A_t}{(1+r_f)^t} \quad (5)$							
Συνεπώς:							
$V_0^{KXY} = \text{καθαρές Χρηματοοικονομικές Υποχρεώσεις (ΚΧΥ)}$							
$V_0^{K\Lambda\Sigma E} = V_0^E + V_0^{KXY}$							
Καθώς και:							
$\Lambda A_0^E = K\Lambda\Sigma E - KXY$							
$V_0^E = \Lambda A_0^E + \frac{\Lambda YK_1}{(1+rf)} + \frac{\Lambda YK_2}{(1+rf)^2} + \frac{\Lambda YK_3}{(1+rf)^3} + \dots + \frac{\Lambda YK_t}{(1+rf)^t} + \frac{\Sigma A_t}{(1+rf)^t} \quad (6)$							

Καθώς r_f είναι το μέσο σταθμικό κόστος των ξένων και των ιδίων κεφαλαίων.

Το Υπόδειγμα της Αύξησης των Υπερκερδών

Το υπόδειγμα του ρυθμού αύξησης των υπερκερδών είναι το εξής:

$V_0^E = \frac{KK_1}{r_e} + \frac{1}{r_e} * \left[\frac{KK_2 + reM_1 - (1+re)KK_1}{1+re} + \frac{KK_3 + reM_2 - (1+re)KK_2}{(1+re)^2} + \dots \right] \quad (7)$							

Καθώς:

KK_t : Τα καθαρά κέρδη της περιόδου t .

M_t : Το μέρισμα της περιόδου t .

r_e : Το κόστος των ιδίων κεφαλαίων.

Ο αριθμητής σε οποιοδήποτε από τα κλάσματα που περιλαμβάνεται μεταξύ στις αγκύλες αντιπροσωπεύει την αύξηση των υπερκερδών της οποιασδήποτε περιόδου, η οποία και ορίζεται ως ακολούθως:

Αύξηση των Υπερκερδών =

$$= (KK_{t+1} - re\Lambda AtE) - (KK_t - re\Lambda At-1E) =$$

$$= (KK_{t+1} - re(KK_t + \Lambda At-1E - Mt)) - (KK_t - re\Lambda AtE) =$$

$$= KK_{t+1} + reMt - (1 + re) KK_t = \text{Καθαρά κέρδη} + \text{Απόδοση επί}$$

των Μερισμάτων –Κανονικά Κέρδη.

Το προτέρημα του υποδείγματος αύξησης των υπερκερδών είναι ότι προκειμένου να εκτιμήσει την οικονομική αξία μιας επιχείρησης, προεξοφλεί τα κέρδη της ακόλουθης περιόδου, μια μεταβλητή για την πρόβλεψη της οποίας ξοδεύονται σημαντικοί πόροι από τους αναλυτές. Επίσης για τον υπολογισμό της οικονομικής αξίας πρέπει να προεξοφληθούν οι αναμενόμενες αυξήσεις των υπερκερδών από περιόδους του μέλλοντος.

Από το παραπάνω υπόδειγμα (6) αύξησης των υπερκερδών, εφόσον δεν αναμένεται αύξηση των υπερκερδών, διαμορφώνεται έως εξής:

		$V_0^E = \frac{KK_1}{r_e}$	

Επίσης και ο γνωστός ως δείκτης P/E, δίχως ένα premium για ανάπτυξη υπολογίζεται ως ακολούθως:

$\frac{V_0^E}{KK_1} = \frac{1}{r_e} \quad (8)$			

4.2. ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΟΥ OHLSON

Ο αντικειμενικός σκοπός του ohlson (1995) μέσα από το υπόδειγμα αποτίμησης ήταν να συνδυάσει την αγοραία αξία της επιχείρησης μαζί με τα λογιστικά δεδομένα και τις προβλέψεις. Το σημαντικό είναι ότι το καθένα υπολογίζει τον ρυθμό μεγέθυνσης της εταιρίας ώστε να εξηγεί την αγοραία αξία της επιχείρησης.

Το μοντέλο του ohlson με τον προσδιορισμό μιας γραμμικής σχέσης αποδίδει την τιμή της μετοχής σε συνάρτηση με την λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων, την τρέχουσα και την μελλοντική κερδοφορία.

Η κύρια ιδέα του υποδείγματος βασίζεται στην μελέτη του ohlson το 1991 σχετικά με την αποτίμηση μιας μετοχής και περιγράφεται από την ακόλουθη εξίσωση :

$$P_t = EPS * \phi - DPS$$

Οπού :

ϕ : το πολλαπλάσιο των κερδών (earnings capitalization multiple).

DPS: μέρισμα ανά μετοχή.

EPS : τα κέρδη ανά μετοχή.

Ισχύει δε ότι η τιμή της μετοχής είναι αναγκαίο να ισούται με την παρούσα αξία των αναμενόμενων μερισμάτων ανά μετοχή τα οποία θα αποδώσει η εταιρία στους μετόχους σύμφωνα με την αρχική υπόθεση του ohlson (1991).

Επομένως:

$$P_t = \sum [E(DPS) / 1 + r_f]$$

Όπου :

r_f : επιτόκιο μηδενικού κίνδυνου.

$E(DPS)$: το προσδοκώμενο μέρισμα ανά μετοχή.

Επίσης ο ohlson θεωρεί ότι η μεταβολή της λογιστικής αξίας των ιδίων κεφαλαίων(Δs) επιδράται από τα διακρατηθέντα κέρδη (retained earnings), δηλαδή τη διαφορά των κερδών και των μερισμάτων. Η δεύτερη υπόθεση του υποδείγματος του ohlson(1995), δίνεται από την ακόλουθη σχέση :

$$S_t = S_{t-1} + E_t - D_t$$

Όπου:

S_t = η καθαρή θέση (net worth) της εταιρίας κατά την περίοδο t.

E_t = τα κέρδη μετά φόρων ή κέρδη προς διάθεση την περίοδο t.

D_t =τα μερίσματα της περιόδου t.

Τέλος, η τρίτη υπόθεση του ohlson(1995) αφορά την στοχαστική διαδικασία για τον προσδιορισμό των υπερκερδών. Στο τέλος της χρήσης τα υπερκέρδη μιας εταιρίας αποτελούν την διαφορά ανάμεσα των λογιστικών κερδών (EAT) της χρήσης και των φυσιολογικών κερδών της. Τα φυσιολογικά κέρδη αποτελούν την ελάχιστη απόδοση των κεφαλαίων που επένδυσαν στην εταιρία οι μέτοχοί της. Επομένως :

$$EAT_n = ROE * S_{t-1}$$

ROE = απόδοση των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης.

EAT_n = φυσιολογικά κέρδη την περίοδο.

Συνεπώς τα υπερκέρδη ή τα υπολειμματικά κέρδη της εταιρίας την περίοδο t είναι ως εξής :

$$EAT_a = EAT - EAT_n$$

Επομένως με την τρίτη υπόθεση του Ohlson, τα υπερκέρδη μιας εταιρίας μεταβάλλονται μέσω ενός δυναμικού γραμμικού υποδείγματος:

$$EAT_a(t+1) = w * EAT_a(t) + v + \varepsilon_1(t+1) \text{ και}$$

$$v(t+1) = \gamma v_t + \varepsilon_2(t+1)$$

όπου v = οι μη λογιστικές πληροφορίες σε σχέση με το προσδοκώμενο επίπεδο των μη κανονικών κερδών την περίοδο t, που σύμφωνα με τον Ohlson θεωρείται μυστηριώδη μεταβλητή.

$\varepsilon_1, \varepsilon_2$ = τυχαίες μεταβλητές που ακολουθούν την κανονική κατανομή με μέσο μηδέν.

W = ο συντελεστής διατήρησης των υπερκερδών. Καθορίζεται ως τα υπερκέρδη την τρέχουσα περίοδο προς τα υπερκέρδη την αμέσως προηγούμενη περίοδο.

Επομένως ορίζεται ως εξής :

$$W = EAT_{a,t} / EAT_{a,t-1}$$

Και η τιμή του πρέπει να κυμαίνεται μεταξύ του μηδενός και της μονάδας.

γ : ο συντελεστής διατήρησης της επίδρασης των μελλοντικών εξελίξεων οι οποίες δεν αντανακλώνται στο τρέχον επίπεδο των υπερκερδών και ο συντελεστής ορίζεται ως εξής :

$$\gamma = v(t)/v(t+1)$$

Και η τιμή του πρέπει να κυμαίνεται μεταξύ του μηδενός και της μονάδας.

Τα υπερκέρδη της επόμενης περιόδου EAT_{t+1} εξαρτούνται από τα υπερκέρδη της τρέχουσας περιόδου EAT_t , τις μη λογιστικές πληροφορίες της τρέχουσας περιόδου $v(t)$ και του μελλοντικού διατακτικού ορού $\varepsilon(1,t+1)$. Εντούτοις παρατηρούμε ότι οι μη λογιστικές πληροφορίες της τρέχουσας περιόδου, αποτελούν μια διαταραχή για τα υπερκέρδη της επόμενης περιόδου. Η διαφορά ανάμεσα της μεταβλητής $v(t)$ και της $\varepsilon(1,t+1)$ είναι στο ότι η πρώτη είναι εν μέρει προβλέψιμη, ενώ η δεύτερη είναι εντελώς απρόβλεπτη.

Συμφωνά με τις υποθέσεις προκύπτει ότι η τιμή της μετοχής υπολογίζεται ως εξής :

$$P_t = S_t + a_1 E_{a,t} + a_2 v_t$$

$$a_1 = [w / (1+rf - w)]$$

$$a_2 = [1+rf / (1+rf-w) * (1+rf-\gamma)]$$

Διαπιστώνουμε από την παραπάνω σχέση ότι η αξία μιας εταιρίας εξαρτάται από την λογιστική της αξία προσαρμοσμένη από την τρέχουσα κερδοφορία της, μετρούμενη δια της μεταβλητής $E_{a,t}$ και από την μελλοντική κερδοφορία της, μετρούμενης δια της μεταβλητής v_t , δεν απαιτείται η πρόβλεψη του μελλοντικού μερίσματος (υπόδειγμα Gordon) ή η πρόβλεψη της μελλοντικής υπολειμματικής αξίας της εταιρίας (υπόδειγμα προεξόφλησης ταμειακών ροών).

Στην προκειμένη περίπτωση οι παράμετροι προσδιορισμού της δίκαιης τιμής μιας μετοχής, κατά το υπόδειγμα Ohlson, είναι οι εξής :

1. Η μεταβλητή S_t για το ύψος των ιδίων κεφαλαίων

2. Η μεταβλητή Ea,t για τα μη κανονικά κέρδη
3. Η μεταβλητή vt για τις λογιστικές πληροφορίες
4. Ο συντελεστής w
5. Ο συντελεστής γ
6. Το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΔΙΕΘΝΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΑ ΠΡΟΤΥΠΑ ΚΑΙ Η ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΤΟΥΣ

5.1 . Έννοια των ΔΛΠ και ο βασικός σκοπός τους

Σύμφωνα με το άρθρο 2 του κανονισμού υπ' αριθμών 1606/2002 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 19ης Ιουλίου 2002: «ως Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα νοούνται τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (ΔΛΠ), τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (ΔΠΧΠ) και οι συναφείς ερμηνείες (ερμηνείες της SIC-ΔΠΧΠ), οι μεταγενέστερες τροποποιήσεις των εν λόγω προτύπων και συναφών ερμηνειών, καθώς και τα μελλοντικά πρότυπα και οι συναφείς ερμηνείες που θα εκδώσει ή θα δημοσιεύσει στο μέλλον ο Οργανισμός Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (ΟΔΛΠ)».

Ο βασικός σκοπός των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων αναφέρεται στην παράγραφο 4 του κανονισμού 1606/2002 «Ο παρών κανονισμός ενισχύει την ελεύθερη κυκλοφορία των κεφαλαίων στην εσωτερική αγορά και βοήθα τις κοινοτικές εταιρίες να ανταγωνίζονται σε ισότιμη βάση για την εξεύρεση διαθέσιμων χρηματοοικονομικών πόρων, τόσο στις κοινοτικές, όσο και στις Διεθνείς κεφαλαιαγορές».

«Επιπλέον πρέπει να επισημανθεί ότι τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα στοχεύουν στην περιφρούρηση της ανταγωνιστικότητας των κοινοτικών κεφαλαιαγορών. Η επίτευξη αυτού του στόχου, απαιτεί την σύγκλιση των προτύπων που χρησιμοποιούνται στην Ευρώπη και στην κατάρτιση των οικονομικών καταστάσεων, με διάφορα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα, που θα μπορούν να χρησιμοποιηθούν παγκοσμίως για τις διασυνοριακές συναλλαγές ή την εισαγωγή σε χρηματιστηριακή αγορά οπουδήποτε στον κόσμο».

Συμπερασματικά, θα μπορούσαμε να πούμε ότι η ουσία της αποστολής των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων είναι η καθοριστική και ουσιαστική συμβολή τους σε μια πραγματική και αμερόληπτη απεικόνιση της χρηματοοικονομικής κατάστασης, και των αποτελεσμάτων μιας επιχείρησης κατά την εφαρμογή τους.

5.2. Ιστορική αναδρομή των ΔΛΠ

- 1973: Πρώτη προσπάθεια κοινής σύγκλισης οργανισμών λογιστικής της Αυστραλίας, των ΗΠΑ, του Ηνωμένου Βασιλείου, της Ιρλανδίας, των Κάτω Χωρών, της Γαλλίας, του Καναδά, της Ιαπωνίας, της Γερμανίας και του Μεξικό και είχε σαν αποτέλεσμα την ίδρυση της Διεθνούς Επιτροπής Προτύπων Λογιστικής (International Accounting Standard Committee).
- 1975 : Έκδοση πρώτου Διεθνή Λογιστικού Προτύπου.
- 1977: Οργάνωση διεθνών επαγγελματικών δραστηριοτήτων των οργανισμών λογιστικής, κάτω από τη Διεθνή Ομοσπονδία των Λογιστών (International Financial Accounting Committee).
- 1981: Διεθνής Επιτροπή Προτύπων Λογιστικής (IASC) , και οι Διεθνείς Ομοσπονδία των Λογιστών (IFAC), συμφώνησαν ότι η πρώτη θα είχε τον πλήρη έλεγχο στο κανονισμό των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων και στην έκδοση των έγγραφων συζητήσεων.
- 1989: Η Ευρωπαϊκή Ένωση Λογιστικής υποστηρίζει τη Διεθνή εναρμόνιση της λογιστικής και την μεγαλύτερη ανάμειξη της IASC.

- 1990: Προσπάθεια αναβάθμισης προτύπων και τυποποίησης.
- 1995: Επανεμφάνιση των Διεθνή Λογιστικών Προτύπων, κατόπιν συμφωνίας ανάμεσα στην Επιτροπή Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (IASB) και το Διεθνή Οργανισμό Προμηθειών Μετοχών (IOSCO). Βασικός σκοπός της επιτροπής ήταν η δημιουργία ενιαίων λογιστικών προτύπων, τα οποία θα ήταν αποδεκτά από την Διεθνή Κοινότητα.
- 1998: Ολοκλήρωση συμφωνημένου αριθμού προτύπων σύμφωνα με το πλάνο, από την IASB.
- Στο ίδιο έτος οι Υπουργοί Οικονομικών και οι Διοικητές των Κεντρικών Τραπεζών του G7, ζήτησαν από το IOSCO (International organization of securities commissions), την IAIS (International Association of insurance supervisors) και την Basel Committee να καταρτίσουν μια ανασκόπηση των προτύπων που έθεσε η IASB.
- 2000: Εκδόθηκε ανακοίνωση της επιτροπής με τίτλο <<Στρατηγική Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης της ΕΕ: Μελλοντική Πορεία>>, όπου υποχρεώνει τις εισηγμένες επιχειρήσεις σε χρηματιστήριο της ΕΕ να καταρτίζουν Ενοποιημένες Καταστάσεις σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα από το 2005.
- 2001: Αποφασίστηκε ότι τα πρότυπα που θα εκδίδονται από το Σώμα Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (IASB), θα ονομάζονται ΔΠΧΠ, ενώ τα υπόλοιπα που θα εκδίδονται από την Επιτροπή Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (IASB), θα ονομάζονται ΔΛΠ.
- 2002: Εκδίδεται ο κανονισμός 1606/2002 του Ευρωπαϊκού κοινοβουλίου και συμβουλίου για τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα. Πρόκειται για εάν πολύ σημαντικό κανονισμό, ο οποίος διασαφηνίζει πολλά ζητήματα γύρω από τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα.
- 2003: Δημοσιεύεται ο κανονισμός 1725/2003 από την ευρωπαϊκή Επιτροπή, για την υιοθέτηση ορισμένων Διεθνών Λογιστικών Προτύπων σύμφωνα με τον κανονισμό 1606/2002. Επίσης εμφανίζεται και το

ΔΠΧΠ1 όπου έχει αναδρομική ισχύ στους περισσότερους τομείς της Λογιστικής.

- 2004: η ευρωπαϊκή επιτροπή δημοσίευσε τον κανονισμό 707/200, ο οποίος τροποποιεί τον κανονισμό 1725/2003 για την υιοθέτηση των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων. Επίσης υπογράφει μνημόνιο συνεργασίας με την Αμερικανική Αρχή Εποπτείας των Αποταμιευτικών Συνεταιριστικών Τραπεζών. Με αυτήν την συμφωνία η Αμερικανική Αρχή καθίσταται συμβαλλόμενο μέρος της αρχικής συμφωνίας του 1999 για την ανταλλαγή πληροφοριών και τη συνεργασία μεταξύ των εποπτικών αρχών και κρατών μελών της Ε.Ε και των ΗΠΑ.
- 2006: Το Σώμα Διεθνών Λογιστικών Προτύπων, υπογράφει Μνημόνιο Συνεννόησης με το αντίστοιχο Συμβούλιο Λογιστικών Προτύπων των ΗΠΑ (FASB), με σκοπό την σύγκλιση των δύο πλαισίων Λογιστικών Προτύπων σε καίρια ζητήματα. Επίσης ανακοίνωσε πως δεν θα απαιτήσει την εφαρμογή των υπό ανάπτυξη νέων ΔΠΧΠ ή σημαντικών τροποποιήσεων πριν από την 1η Ιανουαρίου του 2009.
- 2007: Δημιουργήθηκε ο κανονισμός (ΕΚ) αριθ. 1358/2007, για την τροποποίηση του κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 1725/2003 περί της υιοθέτησης ορισμένων Διεθνών Λογιστικών Προτύπων σύμφωνα με τον κανονισμό (ΕΚ) αριθ.1606/2002, όσον αφορά το Διεθνές Πρότυπο Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (ΔΠΧΠ)8.
- 2009: Δημιουργήθηκε ο κανονισμός (ΕΚ) αριθ. 1164/2009 της Επιτροπής της για την τροποποίηση του κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 1126/2008 περί της υιοθέτησης ορισμένων Διεθνών Λογιστικών Προτύπων σύμφωνα με τον κανονισμό (ΕΚ) αριθ.1606/2002 του ευρωπαϊκού κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, όσον αφορά τη Διερμηνεία 18 της Επιτροπής Διερμηνειών των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (ΕΔΔΠΧΠ).

ΕΝΟΤΗΤΑ ΙΙ - ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

6.1. Στοιχεία και μεθοδολογία

Ο σκοπός της εργασίας είναι η παροχή αποδείξεων της συσχέτισης της λογιστικής πληροφόρησης με την αγοραία αξία των εταιρειών όπως αποτυπώνεται στην μεταβλητότητα των τιμών των μετοχών που δημόσια διαπραγματεύεται στο χρηματιστήριο αξιών. Ο σχεδιασμός της μελέτης βασίστηκε σε στοιχεία της αγοράς, όπως είναι οι δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών. Τα δεδομένα προήλθαν από το διαδίκτυο. Το δείγμα που επιλέχθηκε και χρησιμοποιείται για να εφαρμοστεί το μοντέλο των υπερκερδών , αφορά εισηγμένες εταιρίες στο χρηματιστήριο αξιών για την περίοδο 2000-2005 και 2006-2014. Συγκεκριμένα οι δύο περίοδοι αντιπροσωπεύουν την εποχή 2000-2005 που οι ελληνικές επιχειρήσεις χρησιμοποιούσαν τα ελληνικά πρότυπα και 2006-2014 που οι ελληνικές επιχειρήσεις υποχρεούνται πλέον να τηρούν και να εφαρμόζουν τα Διεθνή λογιστικά πρότυπα . Το τονίζουμε αυτό γιατί παρακάτω θα τεθούν και θα απαντηθούν τα εξής ερωτήματα : α) κατά πόσο το μοντέλο των υπερκερδών ανταποκρίνεται σωστά στην αποτίμηση μετοχών και β) πότε το μοντέλο των υπερκερδών λειτουργεί καλύτερα προ η μετά ΔΛΠ(Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα).

Κατόπιν έγινε η επεξεργασία των δεδομένων και η ανάλυση τους με τα πρόσθετα οικονομετρικά πακέτα Data analysis TalkPak του Microsoft Excel 2010 και κάναμε ανάλυση της διαστρωματικής παλινδρόμησης. Πιο

συγκεκριμένα , το προς εκτίμηση αλγεβρικό υπόδειγμα βάση του μοντέλου υπερκερδών έχει τη μορφή:

$$\text{Price } 30/6/2000 = a_0 + a_1 n_{ips} + a_2 b_{nps}$$

Όπου, $\text{Price } 30/6/2000$ = χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής 30/6/2000

n_{ips} = κέρδη από μετοχή

b_{nps} = ίδια κεφάλαια ανά μετοχή

6.2. Οικονομετρικά αποτελέσματα -Διαστρωματική Παλινδρόμηση

Αρχικά βάση του μοντέλου των υπερκερδών για τα έτη 2000-2004,2005-2014 τρέξαμε δύο παλινδρόμησης. Τοποθετήθηκαν βάση του μοντέλου $\text{Price } 30/6/2000 = a_0 + a_1 n_{ips} + a_2 b_{nps}$ όλες οι τιμές των μετοχών ανά έτος η μία κάτω από την άλλη και με τον ίδιο τρόπο έγινε και για τις ανεξάρτητες μεταβλητές n_{ips} και b_{nps} διαφορετικά για της δύο χρονικές περιόδους.

Πριν προχωρήσουμε στα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων ας δούμε αναλυτικά τις μεταβλητές του μοντέλου.

$$\text{Price } 30/6/2000 = a_0 + a_1 n_{ips} + a_2 b_{nps}$$

$\text{Price } 30/6$ =εξαρτημένη μεταβλητή

$n_{ips} 2000, b_{nps} 2000$ = ανεξάρτητες μεταβλητές

a_0 = σημείο τομής με τον Ου

$\text{price } 30/6 = a_0$ όταν $n_{ips} 2000$ και $b_{nps} 2000$ είναι 0

a_1 = συντελεστής της $n_{ips} 2000$

a_2 = συντελεστής του $b_{nps} 2000$

a_1 = είναι η μέση αύξηση του price 30/6/2001 όταν το nhrs 2000 αυξάνεται κατά μία μονάδα και το hnrps2000 παραμένει σταθερό

6.2.1. Ανάλυση αποτελεσμάτων παλινδρόμησης για τα έτη 2000-2004

Αποτελέσματα Παλινδρόμησης

Πολλαπλό R^2
R^2
Προσαρμοσμένο R^2
Τυπική απόκλιση σφάλματος
Αριθμός παρατηρήσεων

Βλέπουμε διάφορες εκδοχές του R^2 δηλαδή της μέτρησης ως προς το πόσο καλά η ανεξάρτητη μεταβλητή εξηγεί τις μεταβολές στην εξαρτημένη μεταβλητή. Η καλύτερη από τις εναλλακτικές μετρήσεις είναι αυτή του προσαρμοσμένου R^2 όπου λαμβάνεται υπόψη ο αριθμός των παρατηρήσεων που χρησιμοποιούνται στην παλινδρόμηση . Το προσαρμοσμένο R^2 είναι 73% που σημαίνει ότι η παλινδρόμηση είναι σημαντική κατά 73% δηλαδή το 73% της διακύμανσης της εξαρτημένης μεταβλητής εξηγείται από το μοντέλο .

Στην συνέχεια βλέπουμε στο τελευταίο τμήμα των αποτελεσμάτων παρουσιάζεται ο συντελεστής της παλινδρόμησης με τη στατιστική του σημαντικότητα . Δηλαδή την εκτίμηση για το a_0 και για το a_1 και a_2 . Για την αποδοχή των a_0, a_1, a_2 ως αξιόπιστων εκτιμήσεων , σημασία έχει η στήλη Στατιστική $-t$ και η στήλη Πιθανότητα (τιμή) . Η Στατιστική $-t$ θα πρέπει να

υπερβαίνει το 1,96 ή να είναι μικρότερη του -1,96 . Η με άλλα λόγια η πιθανότητα να μην υπερβαίνει το 5%. Στατιστική $-t = 7,87 > 1,96$ και στήλη Πιθανότητα (τιμή)= 1,42. Συνεπώς η παλινδρόμηση είναι στατιστικά σημαντική. Τέλος, να σημειωθεί ότι η σχέση της εξαρτημένης μεταβλητής με τις ανεξάρτητες μεταβλητές είναι θετική .

Τελευταίες παρατηρήσεις από τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης είναι ότι βλέπουμε πως ο επενδυτής δίνει μεγαλύτερη βαρύτητα στα κέρδη και όχι τόσο στα ίδια κεφάλαια .

6.2.2. Ανάλυση αποτελεσμάτων παλινδρόμησης για τα έτη 2005-2014

Με τον ίδιο ακριβώς τρόπο που έγινε η ανάλυση της παλινδρόμησης για τα έτη 2000-2004 θα γίνει και για τα έτη 2005-2014 .

Το προσαρμοσμένο R^2 είναι 78% που σημαίνει ότι η παλινδρόμηση είναι σημαντική κατά 78% δηλαδή το 78% της διακύμανσης της εξαρτημένης μεταβλητής εξηγείται από το μοντέλο .

Στην συνέχεια βλέπουμε στο τελευταίο τμήμα των αποτελεσμάτων παρουσιάζεται ο συντελεστής της παλινδρόμησης με τη στατιστική του σημαντικότητα . Δηλαδή την εκτίμηση για το α_0 και για το α_1 και α_2 . Για την αποδοχή των $\alpha_0, \alpha_1, \alpha_2$ ως αξιόπιστων εκτιμήσεων , σημασία έχει η στήλη Στατιστική $-t$ και η στήλη Πιθανότητα (τιμή) . Η Στατιστική $-t$ θα πρέπει να υπερβαίνει το 1,96 ή να είναι μικρότερη του -1,96 . Η με άλλα λόγια η πιθανότητα να μην υπερβαίνει το 5%. Στατιστική $-t = 4,21 > 1,96$ και στήλη Πιθανότητα (τιμή)= 2,71. Συνεπώς η παλινδρόμηση είναι στατιστικά σημαντική. Τέλος, να σημειωθεί ότι η σχέση της εξαρτημένης μεταβλητής με τις ανεξάρτητες μεταβλητές είναι θετική . Και εδώ βλέπουμε πως ο επενδυτής δίνει μεγαλύτερη βαρύτητα στα κέρδη και λιγότερο στα ίδια κεφάλαια.

6.3. Συμπεράσματα Έρευνας

Μετά από την ανάλυση και παρατήρηση των αποτελεσμάτων των παλινδρομήσεων που κάναμε διαπιστώνουμε πως το μοντέλο των υπερκερδών παρουσιάζει μεγάλη ερμηνευτική ικανότητα σε σχέση με την πραγματική αξία της μετοχής δηλαδή θα μπορούσαμε να πούμε ότι το μοντέλο των υπερκερδών είναι εκείνο που προσεγγίζει περισσότερο και τη δίκαιη τιμή της μετοχής. Μια σημαντική παρατήρηση που διακρίνουμε είναι εκείνη πως το μοντέλο των υπερκερδών βλέπουμε να λειτουργεί καλύτερα τα έτη 2006-2014 , έτη που οι ελληνικές επιχειρήσεις χρησιμοποιούν πλέον τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα . Αυτό οφείλεται στο ότι τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα εισάγουν νέες μορφές λογιστικών καταστάσεων που έχουν ως στόχο την πληρέστερη ενημέρωση των επενδυτών.

Συμπεράσματα

Όπως είδαμε έχουν αναπτυχθεί διάφορες μέθοδοι αποτίμησης. Η κάθε εταιρεία έχει αναπτύξει και διαμορφώσει το δικό της μοντέλο αποτίμησης. Κάποια από αυτά τα μοντέλα είναι περίπλοκα, ενώ κάποια άλλα απλά. Δεν θα πρέπει, ωστόσο να ξεχνάμε το γεγονός ότι έχουν διατυπωθεί και πολλές παραλλαγές των βασικών μοντέλων αξιολόγησης, που έχει ως αποτέλεσμα να διαφέρουν μεταξύ τους τα αποτελέσματα και οι αναλύσεις. Σε κάθε περίπτωση η διαδικασία της αποτίμησης αποτελεί ένα από τα επιτεύγματα της επιστήμης των χρηματοοικονομικών. Επιπλέον, όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, οι μέθοδοι αποτίμησης μπορούν να κατηγοριοποιηθούν, γεγονός που έχει σημαντική σημασία, καθώς, από την μία βοηθά ιδιαίτερα τον αναλυτή να διακρίνει τυχόν αδυναμίες και ανεπάρκειες των διάφορων μεθόδων και

από την άλλη του δίνεται η δυνατότητα επιλογής εκείνου το μοντέλου που ταιριάζει πιο πολύ στα χαρακτηριστικά του προς αξιολόγηση αντικειμένου.

Άλλωστε, όλες οι μέθοδοι δεν έχουν δημιουργηθεί για να παράγουν κοινά αποτελέσματα (Goedhart, Koller, Wessels, 1990). Στην παρούσα εργασία έχει γίνει αναφορά στις εξής τρεις κατηγορίες μοντέλων αποτίμησης:

1. Στο υπόδειγμα ανάπτυξης μερισμάτων
2. Στο υπόδειγμα υπολειμματικών ταμιακών ροών προς τους μετόχους

3. Στο υπόδειγμα των υπερκερδών – Ohlson

Προχωρώντας στην ανάλυση του πρώτου υποδείγματος, δηλαδή της ανάπτυξης

μερισμάτων, έχουν να γίνουν αρχικά οι εξής παρατηρήσεις:

Το παραπάνω υπόδειγμα είναι παρόμοιο με το υπόδειγμα σταθερής ανάπτυξης FCFE, επειδή έχει τις ίδιες υποθέσεις και λειτουργεί κάτω από τους ίδιους σχεδόν

περιορισμούς.

Το υπόδειγμα ανάπτυξης μερισμάτων, όπως και το υπόδειγμα FCFE, ταιριάζει σε επιχειρήσεις που αναπτύσσονται με ένα ρυθμό συγκρίσιμο με ή χαμηλότερο από την ονομαστική ανάπτυξη της οικονομίας. Διαφέρει στο γεγονός ότι το υπόδειγμα FCFE προεξοφλεί την FCFE, ενώ το υπόδειγμα ανάπτυξης μερισμάτων τα μερίσματα. Να τονιστεί, ότι το υπόδειγμα FCFE παρέχει καλύτερα αποτελέσματα από το υπόδειγμα ανάπτυξης μερισμάτων, όταν οι επιχειρήσεις που αποτιμώνται έχουν μερίσματα μεγαλύτερα ή μικρότερα από τη FCFE.

Το υπόδειγμα ανάπτυξης μερισμάτων περιορίζεται σε επιχειρήσεις που αναπτύσσονται με σταθερό ρυθμό. Αν μια εταιρεία δεν διανείμει, για παράδειγμα μέρισμα, τότε δεν μπορεί να υπολογιστεί η αξία της μετοχής, καθώς μηδενίζει το κλάσμα.

Το υπόδειγμα ανάπτυξης μερισμάτων είναι ιδιαίτερα ευαίσθητο στο ρυθμό ανάπτυξης. Αν χρησιμοποιηθεί λανθασμένα, τότε μπορεί να οδηγήσει σε παραπλανητικά ή ακόμα και σε παράλογα αποτελέσματα, αφού όσο ο ρυθμός ανάπτυξης συγκλίνει με το συντελεστή προεξόφλησης, τόσο η αξία των μετοχών θα τείνει προς το άπειρο.

Αν ο ρυθμός ανάπτυξης προσεγγίζει το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου, η αξία της μετοχής θα προσεγγίζει και εκείνη το άπειρο. Αν, όμως, ο ρυθμός ανάπτυξης υπερβαίνει το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου, τότε η αξία της μετοχής θα πάρει αρνητικές τιμές.

Όπως, γίνεται αντιληπτό, το υπόδειγμα ανάπτυξης μερισμάτων παρουσιάζει καλύτερη εφαρμογή σε εταιρείες με ρυθμό ανάπτυξης χαμηλότερο από ή ίσο με αυτόν της οικονομίας και οι οποίες έχουν καθιερωμένες πολιτικές διανομής μερίσματος, οι οποίες θα συνεχίσουν να εφαρμόζονται και στο μέλλον. Το υπόδειγμα θα υποτιμήσει την αξία της μετοχής μια εταιρείας που πληρώνει συνεχώς λιγότερο μέρισμα από ό,τι πραγματικά μπορεί και ως, εκ, τούτου συσσωρεύει μετρητά.

Όσον αφορά το υπόδειγμα των υπολειμματικών ταμιακών ροών προς τους μετόχους (FCFE), αρχικά λαμβάνονται υπόψη οι εξής δύο υποθέσεις:

α) Η επιχείρηση δεν θα είναι σε θέση να συσσωρεύσει μετρητά στο μέλλον, αφού το σύνολο της υπολειμματικής ταμιακής ροής κάθε περιόδου διανέμεται στους μετόχους.

β) Η αύξηση της FCFE θα προέρχεται αποκλειστικά από μελλοντικά κέρδη που θα δημιουργήσουν τα λειτουργικά ενεργητικά στοιχεία της επιχείρησης και όχι από μη λειτουργικά έσοδα.

Θα πρέπει να τονιστεί ότι το υπόδειγμα FCFE ταιριάζει σε επιχειρήσεις που αναπτύσσονται με ένα ρυθμό συγκρίσιμο με ή χαμηλότερο από την ονομαστική ανάπτυξη της οικονομίας. Το υπόδειγμα, όμως, θεωρείται καλύτερο για σταθερές επιχειρήσεις που διανέμουν μερίσματα τα οποία είναι ασυνεχώς υψηλά ή σημαντικά χαμηλότερα από την FCFE.

Τέλος, όπως συμπεραίνεται από το υπόδειγμα του Ohlson, η τιμή της μετοχής προσδιορίζεται από τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων, τα κέρδη ανά μετοχή και το προεξοφλημένο υπολειμματικό εισόδημα. Ένα από τα βασικά πλεονεκτήματα αυτού του υποδείγματος είναι η μεγάλη έμφαση που δίνεται στο ρόλο της λογιστικής αξίας για τον προσδιορισμό της τιμής της μετοχής. Ένα δεύτερο βασικό πλεονέκτημα της μεθόδου αφορά τον τρόπο αντιμετώπισης των επενδύσεων, τις οποίες θεωρεί ως ένα βασικό παράγοντα του ισολογισμού και όχι ως ένα παράγοντα που μειώνει τις ταμειακές ροές.

Θα μπορούσαμε να πούμε ότι η μέθοδος του Ohlson και οι άλλες δύο, δηλαδή αυτή των υπολειμματικών ταμιακών ροών προς τους μετόχους και αυτής της ανάπτυξης μερισμάτων θεωρούνται ισοδύναμες, διότι τα αποτελέσματά τους δεν διαφοροποιούνται όταν αυτά εφαρμόζονται για μεγάλες χρονικές περιόδους. Όταν, όμως, εφαρμόζονται για μικρές χρονικές περιόδους διαπιστώνεται ότι το υπόδειγμα του Ohlson εξηγεί μεγαλύτερο ποσοστό της διακύμανσης της τιμής της μετοχής σε σχέση με τα παραδοσιακά υποδείγματα αποτίμησης. Η προσέγγιση του Ohlson, όπως προαναφέρθηκε βασίζεται στη λογιστική αξία, που εκφράζει μια μεταβλητή που εύκολα μπορεί να προσδιοριστεί. Γι' αυτό το λόγο, το υπόδειγμα του Ohlson, είναι προτιμότερο να εκτιμάται για μικρές χρονικές περιόδους, μιας και φέρει τότε καλύτερα και ακριβέστερα αποτελέσματα.

Βιβλιογραφία

- Analysis, I. R. (2016, January 17). <http://iraj.gr/>. Ανάκτηση από <http://iraj.gr/>.
- Aswath, D. (2014). Εφαρμοσμένη χρηματοοικονομική για επιχειρήσεις. Αθήνα: Ιατρικές εκδόσεις Π.Χ. Πασχαλίδης.
- Euetirio, .. (2016). Συντελεστής Βήτα (beta) (Beta coefficient). Ανάκτηση από <http://www.euretirio.com/>: <http://www.euretirio.com/syntelestis-beta-coefficien/>
- Joehnk, D. M., & Lawrence, J. G. (2001). Επενδύσεις Ι. Αθήνα: Ελλήν-Γ.Παρίκος & ΣΙΑ Ε.Ε.
- Γκίκα, Χ. Δ., Παπαδάλη, Ι. Α., & Σιουγλέ, Σ. (2010). Ανάλυση και Αποτίμηση Επιχειρήσεων. Αθήνα: Μπένος.
- Γκλεζάκος, Μ. (2010). Αξιολόγηση Επιχειρήσεων. Πειραιάς: Δεύτερη Έκδοση.
- Λαζαρίδης, Θ. (2005). Αποτίμηση Επιχειρήσεων. Αθήνα: Αδελφοί Κυριακίδη.
- Μυλωνάς, Ν. (2012). Χρηματοοικονομικά Υποδείγματα για επιχειρηματικές αποφάσεις. Αθήνα: Τυπωθήτω/Δαρδάνος.
- Σφαρνάς, Α. (1993). Αποτίμηση Επιχειρήσεων. Αθήνα: Εκδόσεις Γαλαίος.
- Γεώργιος Σ Π. Αρτίκης, 2002, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Επενδύσεων»
- Εμμανουήλ Ι. Σακκέλης, 2001, «Συγχωνεύσεις – Διασπάσεις – Εξαγορές – Μετατροπές Εταιριών και Εκτίμηση Αξίας Επιχειρήσεως»

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ

ΕΞΟΔΟΣ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΟΣ								
Στατιστικά παλινδρόμησης								
Πολλαπλό R	0,855352807							
R Τετράγωνο	0,731628424							
Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	0,730785813							
Τυπικό σφάλμα	3,77800171							
Μέγεθος δείγματος	640							
ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ								
	βαθμοί ελευθερίας	SS	MS	F	Σημαντικότητα F			
Παλινδρόμηση	2	24786,64726	12393,32363	868,2873828	1,1287E-182			
Υπόλοιπο	637	9092,090141	14,27329692					
Σύνολο	639	33878,7374						
	Συντελεστές	Τυπικό σφάλμα	t	τιμή-P	Κατώτερο 95%	Υψηλότερο 95%	Κατώτερο 95,0%	Υψηλότερο 95,0%
Τεταγμένη επί την αρχή	1,396704482	0,17726352	7,879255047	1,42836E-14	1,048612987	1,744795976	1,048612987	1,744795976
Μεταβλητή X 1	8,144706337	0,328337852	24,80587079	1,40652E-95	7,499950925	8,789461749	7,499950925	8,789461749
Μεταβλητή X 2	0,401216652	0,036112699	11,11012649	2,46161E-26	0,330302324	0,47213098	0,330302324	0,47213098

ΕΞΟΔΟΣ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΟΣ								
Στατιστικά παλινδρόμησης								
Πολλαπλό R	0,885240295							
R Τετράγωνο	0,78365038							
Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	0,783230692							
Τυπικό σφάλμα	5,469821822							
Μέγεθος δείγματος	1034							
ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ								
	βαθμοί ελευθερίας	SS	MS	F	Σημαντικότητα F			
Παλινδρόμηση	2	111730,3701	55865,18505	1867,217387	0			
Υπόλοιπο	1031	30846,43823	29,91895076					
Σύνολο	1033	142576,8083						
	Συντελεστές	Τυπικό σφάλμα	t	τιμή-P	Κατώτερο 95%	Υψηλότερο 95%	Κατώτερο 95,0%	Υψηλότερο 95,0%
Τεταγμένη επί την αρχή	0,80299902	0,190519443	4,214787777	2,7193E-05	0,429148901	1,176849138	0,429148901	1,176849138
Μεταβλητή X 1	5,628481728	0,280252375	20,08361833	5,60367E-76	5,078551591	6,178411866	5,078551591	6,178411866
Μεταβλητή X 2	0,517856145	0,039330579	13,16675609	1,04221E-36	0,440679026	0,595033264	0,440679026	0,595033264

Στήλη1	price	nips	bnps
	2001	2000	2000
AEGEK CR (2001)	34,65	1,58	37,737
AKRITAS	3,44	0,23	4,665
ALAPIS	41,27	1,03	35,267
ALCO HELLAS SUSP - 26/08/15	11,94	0,5	8,8
ALLATINI DEAD - 31/12/08	1,27	0	2,746
ATH.WT.SUPPLY & SEWAGE	7,44	0,47	5,17
ATHENA	4,77	0,26	1,79
ATHENS MEDICAL CENTRE	4,14	0,58	1,368
ATTICA HOLDINGS	2,25	0,16	1,497
ATTICA PUBLICATIONS	8	0,17	3,814
ATTI-KAT SUSP - 26/08/15	5,74	0,12	0,333
AUTOHELLAS	8,71	0,28	3,956
AXON HOLDINGS	6,47	0,92	7,583
BENRUBI DEAD - 07/09/10	6,65	0,24	1,668
BITROS HOLDING CR	2,29	0,11	2,447
BLUE STAR MARITIME DEAD - MERGER 308895	1,83	0,08	2,399
C CDSL.& SONS CARDICO SUSP - 01/12/10	5,88	0,12	0,591
C ROKAS CR DEAD - MERGER 16/02/09	8,18	0,25	4,286
CHATZIKRANIOTIS MILLS	3,92	0,06	2,065
CORINTH PIPE WORKS	3,44	0,16	1,741
CRETE PLASTICS	2,62	0,14	1,16
CROWN HELLAS CAN DEAD - 27/09/11	5,04	0,42	3,503
CYCLON HELLAS	2,66	0,07	0,418
DAIOS PLASTICS	4,02	0,11	1,206
DROMEAS OFFICE FURNITURE INDUSTRY	2,35	0,06	0,972
DRUCKFARBEN HELLAS	7,4	0,49	4,017
E PAIRIS	4,88	0,16	1,664
EDRASIS PSALLIDAS	9,88	0,27	6,179

EKTER	2,53	0,06	2,408
EL D MOUZAKIS	2,96	0,14	1,577
ELAIS-UNILEVER DEAD - 14/01/08	19,66	0,81	3,964
ELASTRON	2	0,08	2,231
ELBISCO HOLDING DEAD - 30/11/12	1,85	0,02	1,633
ELFICO DEAD - 21/02/13	4,62	0,38	2,292
ELGEKA CR	1,49	0,13	1,303
ELLAKTOR	5,43	0,33	2,312
ELMEC SPORT DEAD - 31/12/10	1,8	0,17	0,808
ELTON CR	1,36	0,06	0,773
ELTRAK PROPERTY	2,71	0,16	1,271
ELVAL-HELLENIC ALUM.IND.	4,24	0,34	2,321
ELVE	1,55	0,08	0,903
EMPORIKOS DESMOS CR SUSP - 01/06/10	0,88	0,09	-0,071
EURODRIP DEAD - 12/07/13	1,95	0,08	1,377
EUROHOLDINGS CAP.&INV. DEAD - 21/02/13	7,97	0,3	0,431
EVROFARMA	4,48	0,07	0,971
FG EUROPE	4,95	0	0,554
FHL H KRKD.MRBL.GRANITE	1,96	0,05	1,211
FIERATEX	2,69	0,31	1,802
FINTEXPOR	2,69	0,04	1,081
FLEXOPACK	4,7	0,06	1,625
FLR MLS C SARANTOPOULOS	3,5	0,35	1,084
FOLLI-FOLLIE DEAD - 31/12/10	22,14	0,19	2,847
FOURLIS HOLDING	4,94	0,15	1,716
FRIGOGLASS	2,3	0,04	2,749
G E DIMITRIOU	3,8	0,03	4,854
GEK TERNA HLDG.RLST.CON.	4,36	0,18	2,878
GEKE	1,51	0,06	0,629
GENERAL COML.& INDL.	3,26	0,36	2,773
GR SARANTIS	4,45	0,06	0,774

GREGORY'S FAST FOOD DEAD - 23/06/09	4,25	0,21	3,366
HAIDEMENOS	4,3	0,4	1,302
HALCOR	3,34	0,2	1,134
HELLAS ONLINE DEAD - 17/07/15	1,96	0,08	1,805
HELLATEX SYNTHETIC YARNS DEAD - 13/02/09	3,8	0,23	2,249
HELLENIC CABLES	4,46	0,08	4,403
HELLENIC FABRICS	2,01	0,09	0,951
HELLENIC FISH FARMING	6,46	0,48	4,805
HELLENIC PETROLEUM	15,44	1,19	7,046
HELLENIC TELECOM.ORG.	11,75	0	5,261
HIPPOTOUR DEAD - 12/02/13	33,56	1,17	4,426
IASO	4,46	0,08	2,147
IDEAL GROUP CR	15,22	0,26	8,689
IKTINOS HELLAS	0,95	0,03	0,344
INTRACOM HOLDINGS	17,18	0,52	3,179
INTRALOT INTGRTD.SYSV.	3,22	0,04	0,293
IONIAN HOTEL	6,9	0,2	4,065
J & P AVAX	5,2	0,21	2,481
J BOUTARIS & SON HLDG. ORDINARY	1,77	0	1,023
KARATZIS	2,98	0,46	3,492
KARELIA TOBACCO	53,36	3,6	22,101
KARMOLEGOS	2,84	0,12	2,312
KATHIMERINI	5,79	0,3	4,708
KEGO DEAD - MERGER 152042	2,04	0,08	0,66
KERAMIA ALLATINI S A RLST.MAN.& HLDCO.	4,66	0,02	1,176
KLEEMAN HELLAS	2,94	0,16	1,646
KLONATEX GROUP OF COS. SUSP - 20/05/11	8,4	2,87	-2,648
KNIT.FAC.MAXIM CM PTDS.	1,76	0,04	2,938
KORDELLOS CH BROS	0,96	0,05	0,59
KTIMA KOSTAS LAZARIDIS	4,58	0,07	0,581
LAMBRAKIS PRESS DEAD - 29/07/13	22,28	0,68	11,999

LAMPSA HOTEL	5,34	0	1,185
LANAKAM CB	2,82	0,13	1,573
LAVIPHARM CR	2,85	0,1	2,416
LIBERIS PUBLICATIONS DEAD - 01/10/10	8,42	0,12	1,162
M J MAILLIS	7,18	0,23	2,763
MATHIOS	2,71	0,09	1,022
METKA	4,18	0,08	1,542
MEVACO METALLURGICAL	2,03	0,09	1,329
MICHANIKI CR	2,1	0,15	3,118
MICROLAND COMPUTERS SUSP - 15/07/09	2,23	0,12	1,644
MINERVA KNITWEAR	2,6	0,14	2,095
MINOAN LINES	3,54	0,58	5,382
PC SYSTEMS	3,19	0,05	0,795
PEGASUS PUBLISHING	13,15	1,87	12,989
PETROS PETROPOULOS	5,08	0,15	1,987
PETZETAKIS SUSP - 31/01/11	6,1	0,14	3,871
PG NIKAS	2,32	0,24	3,119
SATO OFFE.& HUW.SUPS.	1,66	0,12	1,195
SELONDA AQUACULTURE	2,63	0,21	3,327
SFAKIANAKIS CB	4,15	0,61	4,287
SHELMAN PROPERTY	2,52	0,21	3,439
SIDENOR DEAD - 23/07/15	4,26	0,37	2,095
SINGULAR LOGIC INFO.SYS. & APPS.	15,75	0,49	2,471
SPIDER SUSP - 26/08/15	2,07	0,07	0,647
THRACE PLASTICS	2,41	0,23	1,263
TITAN CEMENT CR	19,27	0,93	4,156
TRIA ALPHA CR	19,31	0,11	3,587
UNIBIOS HOLDINGS	5,75	0	4,546
UNISYSTEMS INFO.SYSTEMS DEAD - 04/11/08	3,92	0,18	0,843
UNITED TEXTILES SUSP - 26/06/10	9,27	1,97	3,431
VARANGIS	4,46	0,31	3,277

VARVARESSOS EUR SPNMILS.	7,16	0,12	2,647
VIOHALCO CB DEAD - 03/12/13	10,98	1,04	2,915
VIS-CONTAINER CR	4,56	0	3,25
VIVARTIA HOLDING DEAD - 24/01/11	5,87	0,71	3,753
XK TEGOPOULOS EDTS.	0,79	0,1	2,007
YALCO-CONSTANTINOU	2,85	0,05	1,258
ZAMPA DEAD - 14/06/13	40	3,24	14,64
AEGEK CR (2002)	31,68	0,88	38,848
AKRITAS	3,36	0,14	4,748
ALAPIS	42,92	1,01	35,995
ALCO HELLAS SUSP - 26/08/15	10,31	0,27	10,056
ALLATINI DEAD - 31/12/08	1,72	0	2,608
ATH.WT.SUPPLY & SEWAGE	5,3	0,64	5,597
ATHENA	4,02	0,24	1,88
ATHENS MEDICAL CENTRE	3,02	0,28	1,669
ATTICA HOLDINGS	1,45	0,12	1,549
ATTICA PUBLICATIONS	3,58	0,05	3,362
ATTI-KAT SUSP - 26/08/15	5,14	0,19	0,242
AUTOHELLAS	8,38	0,43	4,027
AXON HOLDINGS	6,43	0,73	8,204
BENRUBI DEAD - 07/09/10	7,5	0,14	2,515
BITROS HOLDING CR	2,68	0,15	1,969
BLUE STAR MARITIME DEAD - MERGER 308895	1,26	0,01	2,417
C CDSL.& SONS CARDICO SUSP - 01/12/10	3,84	0,15	0,561
C ROKAS CR DEAD - MERGER 16/02/09	7,02	0,37	3,511
CHATZIKRANIOTIS MILLS	2,83	0,02	1,687
CORINTH PIPE WORKS	2,76	0,06	1,768
CRETE PLASTICS	3,08	0,18	2,267
CROWN HELLAS CAN DEAD - 27/09/11	4,77	0,24	2,183
CYCLON HELLAS	1,55	0	0,541
DAIOS PLASTICS	3,28	0,18	1,268

DROMEAS OFFICE FURNITURE INDUSTRY	1,24	0,08	0,921
DRUCKFARBEN HELLAS	8,76	0,27	4,108
E PAIRIS	3,18	0,11	1,67
EDRASIS PSALLIDAS	8,11	0,4	5,517
EKTER	2,58	0,09	2,185
EL D MOUZAKIS	3,22	0,08	1,548
ELAIS-UNILEVER DEAD - 14/01/08	14,54	1,12	4,012
ELASTRON	1,93	0,15	2,259
ELBISCO HOLDING DEAD - 30/11/12	3,4	0,04	1,685
ELFICO DEAD - 21/02/13	3,14	0,38	2,319
ELGEKA CR	1,47	0,13	1,218
ELLAKTOR	5,47	0,22	2,372
ELMEC SPORT DEAD - 31/12/10	1,58	0,13	0,878
ELTON CR	1,42	0,07	0,418
ELTRAK PROPERTY	2,06	0,11	0,98
ELVAL-HELLENIC ALUM.IND.	2,75	0,25	2,472
ELVE	1,4	0,05	0,887
EMPORIKOS DESMOS CR SUSP - 01/06/10	0,78	0	-0,468
EURODRIP DEAD - 12/07/13	1,39	0,08	1,354
EUROHOLDINGS CAP.&INV. DEAD - 21/02/13	3,9	0	-0,555
EVROFARMA	2,35	0,06	1,051
FG EUROPE	4,77	0	0,41
FHL H KRKD.MRBL.GRANITE	2,54	0,12	1,047
FIERATEX	2,9	0	1,59
FINTEXPOR	2,27	0,11	1,059
FLEXOPACK	2,24	0,09	1,606
FLR MLS C SARANTOPOULOS	3,24	0	0,252
FOLLI-FOLLIE DEAD - 31/12/10	19,3	0,44	3,226
FOURLIS HOLDING	1,81	0,22	1,666
FRIGOGLASS	1,94	0,15	2,594
G E DIMITRIOU	3,26	0,13	5,305

GEK TERNA HLDG.RLST.CON.	4,18	0,18	2,895
GEKE	1,47	0,1	0,642
GENERAL COML.& INDL.	2,65	0,24	2,433
GR SARANTIS	4,57	0,08	0,721
GREGORY'S FAST FOOD DEAD - 23/06/09	3	0,18	3,364
HAIDEMENOS	3,3	0,16	1,234
HALCOR	1,73	0,2	1,197
HELLAS ONLINE DEAD - 17/07/15	1,61	0,07	1,804
HELLATEX SYNTHETIC YARNS DEAD - 13/02/09	3,08	0,23	2,379
HELLENIC CABLES	7,04	0,34	4,5
HELLENIC FABRICS	1,29	0,1	0,898
HELLENIC FISH FARMING	6,18	0,67	5,186
HELLENIC PETROLEUM	16	1,26	7,194
HELLENIC TELECOM.ORG.	14,3	0	4,759
HIPPOTOUR DEAD - 12/02/13	17,64	1,28	4,511
IASO	3,71	0,14	2,118
IDEAL GROUP CR	12,7	0,1	5,808
IKTINOS HELLAS	1,72	0,04	0,408
INTRACOM HOLDINGS	9,16	0,88	6,535
INTRALOT INTGRTD.SYSV.	4,98	0,11	0,381
IONIAN HOTEL	9,36	0,16	4,047
J & P AVAX	7,49	0,24	2,734
J BOUTARIS & SON HLDG. ORDINARY	1,98	0	0,964
KARATZIS	2,04	0,09	3,501
KARELIA TOBACCO	50	3,99	24,197
KARMOLEGOS	2,11	0,12	2,262
KATHIMERINI	4,18	0,15	5,162
KEGO DEAD - MERGER 152042	2,09	0,1	0,704
KERAMIA ALLATINI S A RLST.MAN.& HLDCO.	3,32	0,01	1,331
KLEEMAN HELLAS	2,11	0,18	1,674
KLONATEX GROUP OF COS. SUSP - 20/05/11	7,64	0	-0,89

KNIT.FAC.MAXIM CM PTDS.	1,42	0,03	2,92
KORDELLOS CH BROS	0,68	0,04	0,59
KTIMA KOSTAS LAZARIDIS	2,72	0,09	0,651
LAMBRAKIS PRESS DEAD - 29/07/13	9,35	1,54	8,08
LAMPSA HOTEL	5,88	0	1,18
LANAKAM CB	2,99	0,12	1,476
LAVIPHARM CR	1,89	0,06	2,384
LIBERIS PUBLICATIONS DEAD - 01/10/10	1,86	0,16	0,784
M J MAILLIS	5,88	0,27	1,953
MATHIOS	2,12	0,11	1,206
METKA	5	0,19	1,622
MEVACO METALLURGICAL	1,82	0,08	1,243
MICHANIKI CR	2,02	0,02	3,263
MICROLAND COMPUTERS SUSP - 15/07/09	1,41	0,14	1,476
MINERVA KNITWEAR	2,39	0,08	2,104
MINOAN LINES	2	0,02	4,514
PC SYSTEMS	2,8	0,1	0,726
PEGASUS PUBLISHING	11,2	0,94	12,249
PETROS PETROPOULOS	4,44	0,3	2,145
PETZETAKIS SUSP - 31/01/11	4,16	0,18	1,603
PG NIKAS	2,94	0,09	2,845
SATO OFFE.& HUW.SUPS.	1,09	0,1	1,138
SELONDA AQUACULTURE	1,41	0,17	3,288
SFAKIANAKIS CB	3,57	0,11	3,466
SHELMAN PROPERTY	2,69	0,14	3,417
SIDENOR DEAD - 23/07/15	3,7	0,13	1,869
SINGULAR LOGIC INFO.SYS. & APPS.	10,31	0,41	3,226
SPIDER SUSP - 26/08/15	1,91	0,09	0,672
THRACE PLASTICS	1,68	0,1	1,594
TITAN CEMENT CR	19,83	1,13	5,023
TRIA ALPHA CR	20,47	0,65	4,15

UNIBIOS HOLDINGS	3,31	0	2,636
UNISYSTEMS INFO.SYSTEMS DEAD - 04/11/08	4,6	0,4	0,794
UNITED TEXTILES SUSP - 26/06/10	5,52	0,3	8,529
VARANGIS	3,94	0,2	3,32
VARVARESSOS EUR SPNMILS.	7,78	0,14	2,697
VIOHALCO CB DEAD - 03/12/13	7,24	0,53	2,404
VIS-CONTAINER CR	4	0,04	3,309
VIVARTIA HOLDING DEAD - 24/01/11	5,94	0,58	2,791
XK TEGOPOULOS EDTS.	0,46	0,01	1,882
YALCO-CONSTANTINOU	3,04	0,16	1,129
ZAMPA DEAD - 14/06/13	20,68	2,58	15,106
AEGEK CR (2003)	14,95	2,4	36,759
AKRITAS	1,76	0,16	4,622
ALAPIS	16,14	1,39	35,356
ALCO HELLAS SUSP - 26/08/15	8,32	0,23	9,881
ALLATINI DEAD - 31/12/08	1,6	0	2,209
ATH.WT.SUPPLY & SEWAGE	4,26	1,22	5,776
ATHENA	2,36	0,24	2,278
ATHENS MEDICAL CENTRE	1,79	0,09	1,378
ATTICA HOLDINGS	0,81	0,15	1,583
ATTICA PUBLICATIONS	2,1	0,06	3,361
ATTI-KAT SUSP - 26/08/15	3,56	0,19	0,135
AUTOHELLAS	7,82	0,81	4,344
AXON HOLDINGS	6,32	0,73	6,036
BENRUBI DEAD - 07/09/10	5,6	0,25	2,247
BITROS HOLDING CR	2,22	0	1,804
BLUE STAR MARITIME DEAD - MERGER 308895	0,98	0,02	2,411
C CDSL.& SONS CARDICO SUSP - 01/12/10	2,93	0,12	0,664
C ROKAS CR DEAD - MERGER 16/02/09	3,98	0,39	4,005
CHATZIKRANIOTIS MILLS	2,37	0	1,919
CORINTH PIPE WORKS	1,46	0	0,931

CRETE PLASTICS	2,69	0,31	1,675
CROWN HELLAS CAN DEAD - 27/09/11	5,4	0,1	2,309
CYCLON HELLAS	1,08	0,04	0,497
DAIOS PLASTICS	3,04	0,08	1,292
DROMEAS OFFICE FURNITURE INDUSTRY	0,7	0,08	0,899
DRUCKFARBEN HELLAS	6,24	0,25	4,264
E PAIRIS	2,48	0	1,278
EDRASIS PSALLIDAS	4,87	0,37	6,395
EKTER	1,89	0,08	2,11
EL D MOUZAKIS	1,72	0,02	1,58
ELAIS-UNILEVER DEAD - 14/01/08	14,96	0,81	3,849
ELASTRON	2,12	0,1	2,431
ELBISCO HOLDING DEAD - 30/11/12	4,67	0	1,53
ELFICO DEAD - 21/02/13	2,62	0,11	2,347
ELGEKA CR	2,77	0,04	1,151
ELLAKTOR	4,08	0,4	2,783
ELMEC SPORT DEAD - 31/12/10	1,52	0,16	0,983
ELTON CR	2,89	0,05	0,429
ELTRAK PROPERTY	2,02	0,13	1,133
ELVAL-HELLENIC ALUM.IND.	1,7	0,26	2,523
ELVE	0,71	0,03	0,815
EMPORIKOS DESMOS CR SUSP - 01/06/10	0,41	0	0,126
EURODRIP DEAD - 12/07/13	1,22	0	1,247
EUROHOLDINGS CAP.&INV. DEAD - 21/02/13	2,47	0	-0,14
EVROFARMA	1,96	0,06	1,01
FG EUROPE	3,68	0	0,965
FHL H KRKD.MRBL.GRANITE	1,47	0,13	1,028
FIERATEX	2,07	0	2,437
FINTEXPOT	3,24	0,02	0,998
FLEXOPACK	1,57	0,02	1,615
FLR MLS C SARANTOPOULOS	3,72	0	-0,22

FOLLI-FOLLIE DEAD - 31/12/10	13,3	0,71	3,633
FOURLIS HOLDING	1,59	0,03	0,746
FRIGOGLASS	2,07	0,06	2,377
G E DIMITRIOU	4	0,29	5,124
GEK TERNA HLDG.RLST.CON.	4,18	0,2	2,904
GEKE	0,99	0,08	0,648
GENERAL COML.& INDL.	2,39	0,14	2,113
GR SARANTIS	2,15	0,08	0,529
GREGORY'S FAST FOOD DEAD - 23/06/09	1,52	0	3,359
HAIDEMENOS	1,66	0,24	1,163
HALCOR	1,57	0,1	1,333
HELLAS ONLINE DEAD - 17/07/15	0,81	0	1,394
HELLATEX SYNTHETIC YARNS DEAD - 13/02/09	1,29	0,2	2,223
HELLENIC CABLES	3,2	0,27	4,803
HELLENIC FABRICS	0,76	0,03	0,97
HELLENIC FISH FARMING	5,86	0,11	4,896
HELLENIC PETROLEUM	10,3	0,7	7,126
HELLENIC TELECOM.ORG.	8,35	0	4,632
HIPPOTOUR DEAD - 12/02/13	26,34	1,27	4,767
IASO	3,82	0,17	2,197
IDEAL GROUP CR	2,92	0	1,901
IKTINOS HELLAS	1,18	0,04	0,413
INTRACOM HOLDINGS	5,76	0,82	5,231
INTRALOT INTGRTD.SYSV.	3,25	0,21	0,514
IONIAN HOTEL	9,58	0	3,708
J & P AVAX	5,26	0,42	2,766
J BOUTARIS & SON HLDG. ORDINARY	1,29	0	0,856
KARATZIS	1,74	0,09	3,412
KARELIA TOBACCO	59,7	4,32	28,095
KARMOLEGOS	1,58	0,05	2,16
KATHIMERINI	3,56	0,19	4,707

KEGO DEAD - MERGER 152042	3,14	0,12	0,675
KERAMIA ALLATINI S A RLST.MAN.& HLDCO.	2,07	0,02	1,228
KLEEMAN HELLAS	1,73	0,15	1,701
KLONATEX GROUP OF COS. SUSP - 20/05/11	4,02	0	1,248
KNIT.FAC.MAXIM CM PTDS.	0,85	0,04	2,865
KORDELLOS CH BROS	2,85	0,01	0,655
KTIMA KOSTAS LAZARIDIS	2,25	0,09	0,735
LAMBRAKIS PRESS DEAD - 29/07/13	19,02	0	7,221
LAMPSA HOTEL	6,18	0	0,986
LANAKAM CB	1,83	0,06	1,405
LAVIPHARM CR	1,38	0,11	2,028
LIBERIS PUBLICATIONS DEAD - 01/10/10	1,13	0	0,865
M J MAILLIS	2,98	0,29	1,497
MATHIOS	2,26	0,1	0,602
METKA	3,56	0,4	1,499
MEVACO METALLURGICAL	3,33	0,08	1,272
MICHANIKI CR	1,95	0,08	3,239
MICROLAND COMPUTERS SUSP - 15/07/09	0,49	0	1,041
MINERVA KNITWEAR	2,54	0,04	2,074
MINOAN LINES	1,46	0,07	3,213
PC SYSTEMS	1,46	0,1	0,866
PEGASUS PUBLISHING	9,85	0	12,153
PETROS PETROPOULOS	3,89	0,29	2,245
PETZETAKIS SUSP - 31/01/11	1,27	0	1,818
PG NIKAS	3,3	0,18	2,906
SATO OFFE.& HUW.SUPS.	0,78	0,02	0,97
SELONDA AQUACULTURE	0,93	0,03	3,155
SFAKIANAKIS CB	4,67	0	3,659
SHELMAN PROPERTY	1,3	0,05	3,131
SIDENOR DEAD - 23/07/15	3,02	0,24	1,793
SINGULAR LOGIC INFO.SYS. & APPS.	4,93	0	1,813

SPIDER SUSP - 26/08/15	1,91	0,04	0,575
THRACE PLASTICS	1,38	0,04	1,609
TITAN CEMENT CR	15,76	1,48	5,114
TRIA ALPHA CR	10,96	0,73	4,271
UNIBIOS HOLDINGS	2,13	0	2,33
UNISYSTEMS INFO.SYSTEMS DEAD - 04/11/08	2,14	0,28	0,826
UNITED TEXTILES SUSP - 26/06/10	3,05	0	4,518
VARANGIS	2,94	0,21	2,499
VARVARESSOS EUR SPNMILS.	2,36	0	2,528
VIOHALCO CB DEAD - 03/12/13	4,34	0,16	2,781
VIS-CONTAINER CR	3,12	0,04	3,2
VIVARTIA HOLDING DEAD - 24/01/11	5,64	0,63	2,943
XK TEGOPOULOS EDTS.	0,69	0	1,862
YALCO-CONSTANTINOU	1,53	0,03	1,224
ZAMPA DEAD - 14/06/13	11,18	1,1	15,43
AEGEK CR (2004)	8,32	0,56	34,937
AKRITAS	1,23	0	4,524
ALAPIS	15,68	0,59	36,185
ALCO HELLAS SUSP - 26/08/15	9,24	0,3	10,539
ALLATINI DEAD - 31/12/08	0,88	0	2,495
ATH.WT.SUPPLY & SEWAGE	5,26	0,31	5,995
ATHENA	0,99	0,12	2,2
ATHENS MEDICAL CENTRE	1,25	0	1,342
ATTICA HOLDINGS	0,54	0,06	1,602
ATTICA PUBLICATIONS	2,84	0	3,244
ATTI-KAT SUSP - 26/08/15	4,64	0,21	0,332
AUTOHELLAS	7,82	0,84	4,8
AXON HOLDINGS	3,95	0,95	-0,299
BENRUBI DEAD - 07/09/10	13,28	0,32	2,165
BITROS HOLDING CR	2,74	0	1,782
BLUE STAR MARITIME DEAD - MERGER 308895	0,99	0,03	1,722

C CDSL.& SONS CARDICO SUSP - 01/12/10	3,94	0,16	0,94
C ROKAS CR DEAD - MERGER 16/02/09	4,56	0,24	4,064
CHATZIKRANIOTIS MILLS	3,3	0,27	1,949
CORINTH PIPE WORKS	0,75	0	1,031
CRETE PLASTICS	2,06	0,24	1,739
CROWN HELLAS CAN DEAD - 27/09/11	8,16	0,22	3,943
CYCLON HELLAS	0,94	0	0,481
DAIOS PLASTICS	5,28	0,05	1,277
DROMEAS OFFICE FURNITURE INDUSTRY	0,72	0,01	0,903
DRUCKFARBEN HELLAS	7,12	0,38	4,272
E PAIRIS	1,38	0	1,476
EDRASIS PSALLIDAS	3,05	0,43	6,45
EKTER	1,59	0,16	2,619
EL D MOUZAKIS	1,07	0,03	1,581
ELAIS-UNILEVER DEAD - 14/01/08	16,5	0,99	4,106
ELASTRON	1,87	0,22	2,507
ELBISCO HOLDING DEAD - 30/11/12	3,58	0,03	1,544
ELFICO DEAD - 21/02/13	1,31	0,06	2,346
ELGEKA CR	2,12	0,1	1,193
ELLAKTOR	2,92	0,62	3,628
ELMEC SPORT DEAD - 31/12/10	2,47	0,23	1,178
ELTON CR	3,79	0,07	0,465
ELTRAK PROPERTY	2,08	0,29	1,357
ELVAL-HELLENIC ALUM.IND.	1,94	0,04	2,512
ELVE	0,78	0,02	0,911
EMPORIKOS DESMOS CR SUSP - 01/06/10	0,47	0,01	0,236
EURODRIP DEAD - 12/07/13	2,43	0	1,165
EUROHOLDINGS CAP.&INV. DEAD - 21/02/13	0,8	0,1	0,541
EVROFARMA	1,48	0,04	1,027
FG EUROPE	3,86	0	0,32
FHL H KRKD.MRBL.GRANITE	1,04	0,16	1,367

FIERATEX	1,42	0,09	2,373
FINTEXPOR	1	0	0,928
FLEXOPACK	3,37	0,07	1,859
FLR MLS C SARANTOPOULOS	2,17	0	-0,11
FOLLI-FOLLIE DEAD - 31/12/10	26,22	0,64	1,732
FOURLIS HOLDING	4,8	0	0,864
FRIGOGLASS	2,31	0,2	1,538
G E DIMITRIOU	2,7	0,31	5,492
GEK TERNA HLDG.RLST.CON.	4,39	0,16	2,968
GEKE	0,75	0,07	0,672
GENERAL COML.& INDL.	4,2	0,25	1,875
GR SARANTIS	0,77	0	0,44
GREGORY'S FAST FOOD DEAD - 23/06/09	1,16	0	3,219
HAIDEMENOS	1,84	0	1,21
HALCOR	2,06	0,13	1,226
HELLAS ONLINE DEAD - 17/07/15	0,41	0	1,353
HELLATEX SYNTHETIC YARNS DEAD - 13/02/09	1,03	0	2,616
HELLENIC CABLES	1,89	0,35	4,932
HELLENIC FABRICS	0,41	0,02	0,986
HELLENIC FISH FARMING	6,86	0,59	5,599
HELLENIC PETROLEUM	10,68	1	7,325
HELLENIC TELECOM.ORG.	5,83	0,05	4,851
HIPPOTOUR DEAD - 12/02/13	37,44	2,23	5,613
IASO	2,5	0,24	1,552
IDEAL GROUP CR	1,21	0	-1,718
IKTINOS HELLAS	0,78	0,03	0,24
INTRACOM HOLDINGS	3,58	0,39	5,519
INTRALOT INTGRTD.SYSV.	3,27	0,48	0,556
IONIAN HOTEL	9,36	0	8,107
J & P AVAX	3,8	0,44	2,82
J BOUTARIS & SON HLDG. ORDINARY	1,01	0	0,792

KARATZIS	1,18	0	3,377
KARELIA TOBACCO	60	5,68	33,398
KARMOLEGOS	1,26	0,06	2,207
KATHIMERINI	4,3	0,31	5,431
KEGO DEAD - MERGER 152042	1,22	0,1	0,718
KERAMIA ALLATINI S A RLST.MAN.& HLDCO.	0,6	0	1,105
KLEEMAN HELLAS	1,97	0,17	1,871
KLONATEX GROUP OF COS. SUSP - 20/05/11	1,38	0,58	1,266
KNIT.FAC.MAXIM CM PTDS.	0,5	0	2,861
KORDELLOS CH BROS	0,85	0,05	0,648
KTIMA KOSTAS LAZARIDIS	1,57	0,07	0,805
LAMBRAKIS PRESS DEAD - 29/07/13	9,65	0	6,801
LAMPSA HOTEL	5,86	0	0,658
LANAKAM CB	1,55	0,02	1,414
LAVIPHARM CR	1,22	0	2,016
LIBERIS PUBLICATIONS DEAD - 01/10/10	1,09	0	0,705
M J MAILLIS	2,85	0,26	1,605
MATHIOS	1,55	0,04	0,67
METKA	4,26	0,24	1,646
MEVACO METALLURGICAL	1,73	0,08	1,762
MICHANIKI CR	1,73	0,12	3,148
MICROLAND COMPUTERS SUSP - 15/07/09	0,17	0	0,167
MINERVA KNITWEAR	2,84	0	2,192
MINOAN LINES	2,11	0	3,254
PC SYSTEMS	0,63	0,01	0,734
PEGASUS PUBLISHING	8,25	0,4	12,289
PETROS PETROPOULOS	4,11	0,23	2,565
PETZETAKIS SUSP - 31/01/11	1,84	0	2,34
PG NIKAS	4,86	0,25	2,869
SATO OFFE.& HUW.SUPS.	0,61	0	0,82
SELONDA AQUACULTURE	0,61	0,01	3,051

SFAKIANAKIS CB	5,3	0	4,825
SHELMAN PROPERTY	0,94	0	3,142
SIDENOR DEAD - 23/07/15	2,68	0,19	1,511
SINGULAR LOGIC INFO.SYS. & APPS.	2,55	0	0,698
SPIDER SUSP - 26/08/15	1,44	0	0,595
THRACE PLASTICS	1,16	0,06	1,574
TITAN CEMENT CR	19,34	1,28	5,298
TRIA ALPHA CR	7,22	0,15	4,262
UNIBIOS HOLDINGS	2,04	0	2,019
UNISYSTEMS INFO.SYSTEMS DEAD - 04/11/08	1,61	0,07	0,835
UNITED TEXTILES SUSP - 26/06/10	0,97	0,04	4,16
VARANGIS	2,72	0,07	3,443
VARVARESSOS EUR SPNMILS.	1,11	0	2,253
VIOHALCO CB DEAD - 03/12/13	5,9	0,1	2,673
VIS-CONTAINER CR	2,97	0	3,115
VIVARTIA HOLDING DEAD - 24/01/11	4,79	0,2	2,985
XK TEGOPOULOS EDTS.	0,82	0,01	1,912
YALCO-CONSTANTINOU	1,9	0	1,228
ZAMPA DEAD - 14/06/13	10,1	0,62	15,288
AEGEK CR (2005)	4,26	0,66	35,149
AKRITAS	0,98	0	4,57
ALAPIS	7,61	0	20,599
ALCO HELLAS SUSP - 26/08/15	8,53	0,47	11,418
ALLATINI DEAD - 31/12/08	1,31	0,29	2,776
ATH.WT.SUPPLY & SEWAGE	5,96	0,2	7,477
ATHENA	0,85	0,14	2,149
ATHENS MEDICAL CENTRE	1,71	0,04	1,41
ATTICA HOLDINGS	0,43	0	1,492
ATTICA PUBLICATIONS	2,73	0,53	3,481
ATTI-KAT SUSP - 26/08/15	3,08	0,22	0,404
AUTOHELLAS	9,43	0,98	5,158

AXON HOLDINGS	2,63	0,79	5,311
BENRUBI DEAD - 07/09/10	3,82	0,31	4,815
BITROS HOLDING CR	2,07	0	2,098
BLUE STAR MARITIME DEAD - MERGER 308895	0,94	0,05	1,764
C CDSL.& SONS CARDICO SUSP - 01/12/10	3,88	0,21	1,251
C ROKAS CR DEAD - MERGER 16/02/09	7,9	0,33	2,42
CHATZIKRANIOTIS MILLS	1,9	0,03	2,08
CORINTH PIPE WORKS	0,7	0	0,458
CRETE PLASTICS	1,96	0,22	1,958
CROWN HELLAS CAN DEAD - 27/09/11	7,24	0,63	4,65
CYCLON HELLAS	0,52	0,01	0,527
DAIOS PLASTICS	5,92	0,05	1,346
DROMEAS OFFICE FURNITURE INDUSTRY	0,67	0,01	0,927
DRUCKFARBEN HELLAS	6,28	0,41	5,753
E PAIRIS	0,78	0,03	2,133
EDRASIS PSALLIDAS	2,36	0,36	6,976
EKTER	1,54	0,43	3,013
EL D MOUZAKIS	0,53	0	2,582
ELAIS-UNILEVER DEAD - 14/01/08	20,06	1,08	4,645
ELASTRON	2,27	0,14	3,815
ELBISCO HOLDING DEAD - 30/11/12	5,48	0	1,639
ELFICO DEAD - 21/02/13	0,79	0,02	2,379
ELGEKA CR	0,95	0,13	1,559
ELLAKTOR	4,16	0,44	3,75
ELMEC SPORT DEAD - 31/12/10	1,7	0,27	1,364
ELTON CR	0,61	0,07	0,858
ELTRAK PROPERTY	1,96	0,37	1,651
ELVAL-HELLENIC ALUM.IND.	1,7	0,06	2,656
ELVE	0,57	0,06	1,158
EMPORIKOS DESMOS CR SUSP - 01/06/10	0,31	0,02	0,39
EURODRIP DEAD - 12/07/13	0,79	0	1,226

EUROHOLDINGS CAP.&INV. DEAD - 21/02/13	0,29	0	0,514
EVROFARMA	1	0,06	1,572
FG EUROPE	3,22	0,89	0,362
FHL H KRKD.MRBL.GRANITE	1,03	0,08	1,488
FIERATEX	0,55	0,13	2,242
FINTEXPOR	0,64	0	1,056
FLEXOPACK	3,8	0,06	1,916
FLR MLS C SARANTOPOULOS	1,36	0	0,358
FOLLI-FOLLIE DEAD - 31/12/10	24,22	2,18	2,653
FOURLIS HOLDING	6,9	0,33	1,337
FRIGOGLOSS	2,97	0,17	1,854
G E DIMITRIOU	3,58	0,2	3,825
GEK TERNA HLDG.RLST.CON.	5,08	0,18	3,321
GEKE	0,69	0,07	0,711
GENERAL COML.& INDL.	5,94	0,28	1,858
GR SARANTIS	0,68	0	0,435
GREGORY'S FAST FOOD DEAD - 23/06/09	0,93	0	3,252
HAIDEMENOS	1,48	0,07	1,292
HALCOR	0,62	0,16	1,095
HELLAS ONLINE DEAD - 17/07/15	0,14	0	1,089
HELLATEX SYNTHETIC YARNS DEAD - 13/02/09	0,8	0	2,707
HELLENIC CABLES	1,99	0,24	5,103
HELLENIC FABRICS	0,37	0,02	1,01
HELLENIC FISH FARMING	8,84	0,58	5,631
HELLENIC PETROLEUM	16,04	0,36	6,983
HELLENIC TELECOM.ORG.	5,25	0	4,712
HIPPOTOUR DEAD - 12/02/13	34,38	1,27	5,844
IASO	2,11	0	0,937
IDEAL GROUP CR	0,76	0	-4,119
IKTINOS HELLAS	0,4	0,04	0,431
INTRACOM HOLDINGS	4,2	0,19	5,96

INTRALOT INTGRTD.SYSV.	6,34	0,34	0,505
IONIAN HOTEL	9,66	0	7,846
J & P AVAX	3,7	0,62	2,977
J BOUTARIS & SON HLDG. ORDINARY	0,61	0	0,895
KARATZIS	1,05	0	3,493
KARELIA TOBACCO	63,3	7,5	40,232
KARMOLEGOS	0,85	0,08	2,344
KATHIMERINI	5,2	0,5	6,997
KEGO DEAD - MERGER 152042	0,96	0,12	0,744
KERAMIA ALLATINI S A RLST.MAN.& HLDCO.	0,72	0	1,003
KLEEMAN HELLAS	2,11	0,23	2,095
KLONATEX GROUP OF COS. SUSP - 20/05/11	0,58	0	2,015
KNIT.FAC.MAXIM CM PTDS.	0,25	0	2,871
KORDELLOS CH BROS	1,01	0,03	1,13
KTIMA KOSTAS LAZARIDIS	1,06	0,07	1,477
LAMBRAKIS PRESS DEAD - 29/07/13	9,06	0,25	6,804
LAMPSA HOTEL	6,32	0	3,063
LANAKAM CB	1,4	0	1,441
LAVIPHARM CR	0,72	0,17	2,139
LIBERIS PUBLICATIONS DEAD - 01/10/10	0,78	0	0,769
M J MAILLIS	3,52	0,33	3,441
MATHIOS	1,32	0,03	1,361
METKA	7,38	0,25	2,127
MEVACO METALLURGICAL	1,53	0,04	1,835
MICHANIKI CR	1,73	0,13	3,522
MICROLAND COMPUTERS SUSP - 15/07/09	0,2	0	-0,235
MINERVA KNITWEAR	1	0,19	2,387
MINOAN LINES	2,71	0,16	3,315
PC SYSTEMS	0,27	0,02	0,754
PEGASUS PUBLISHING	8,2	0	12,825
PETROS PETROPOULOS	4,24	0,38	4,472

PETZETAKIS SUSP - 31/01/11	1,02	0,14	2,496
PG NIKAS	4,6	0,35	0,908
SATO OFFE.& HUW.SUPS.	0,65	0	0,652
SELONDA AQUACULTURE	0,58	0	1,662
SFAKIANAKIS CB	7,17	0,74	8,639
SHELMAN PROPERTY	0,91	0	3,11
SIDENOR DEAD - 23/07/15	2,64	0,27	1,731
SINGULAR LOGIC INFO.SYS. & APPS.	1,8	0	0,228
SPIDER SUSP - 26/08/15	1,25	0	0,83
THRACE PLASTICS	1,09	0,09	1,733
TITAN CEMENT CR	25,52	1,96	6,043
TRIA ALPHA CR	4,2	0,14	4,477
UNIBIOS HOLDINGS	1,7	0	1,982
UNISYSTEMS INFO.SYSTEMS DEAD - 04/11/08	1,37	0,07	0,865
UNITED TEXTILES SUSP - 26/06/10	0,12	0	2,241
VARANGIS	1,54	0,08	2,78
VARVARESSOS EUR SPNMILS.	0,37	0	3,062
VIOHALCO CB DEAD - 03/12/13	5,32	0,26	2,869
VIS-CONTAINER CR	2,24	0	3,545
VIVARTIA HOLDING DEAD - 24/01/11	5,84	0,19	5,611
XK TEGOPOULOS EDTS.	0,68	0,03	1,846
YALCO-CONSTANTINOU	0,7	0,08	1,285
ZAMPA DEAD - 14/06/13	9,84	0	15,398

ΈΞΟΔΟΣ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΟΣ								
Στατιστικά παλινδρόμησης								
Πολλαπλό R	0,885240295							
R Τετράγωνο	0,78365038							
Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	0,783230692							
Τυπικό σφάλμα	5,469821822							
Μέγεθος δείγματος	1034							
ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ								
	βαθμοί ελευθερίας	SS	MS	F	Σημαντικότητα F			
Παλινδρόμηση	2	111730,3701	55865,18505	1867,217387	0			
Υπόλοιπο	1031	30846,43823	29,91895076					
Σύνολο	1033	142576,8083						
	Συντελεστές	Τυπικό σφάλμα	t	τιμή-P	Κατώτερο 95%	Υψηλότερο 95%	Κατώτερο 95,0%	Υψηλότερο 95,0%
Τεταγμένη επί την αρχή	0,80299902	0,190519443	4,214787777	2,7193E-05	0,429148901	1,176849138	0,429148901	1,176849138
Μεταβλητή X 1	5,628481728	0,280252375	20,08361833	5,60367E-76	5,078551591	6,178411866	5,078551591	6,178411866
Μεταβλητή X 2	0,517856145	0,039330579	13,16675609	1,04221E-36	0,440679026	0,595033264	0,440679026	0,595033264

2006-2014

	price	nips	bnps
	2006	2005	2005
AEGEK CR (2006)	11,68	0	13,185
EDRASIS PSALLIDAS	0,15	0	-13,292
EDRASIS PSALLIDAS	0,15	0	-9,632
ALAPIS	0,04	0	-9,568
IDEAL GROUP CR	0,76	0	-6,458
AXON HOLDINGS	0,07	0	-5,907
EDRASIS PSALLIDAS	0,06	0	-5,63
HELLENIC TELECOM.ORG.	0,79	0	-5,265
AXON HOLDINGS	0,11	0	-4,335
HELLENIC TELECOM.ORG.	1,08	0	-4,039
SFAKIANAKIS CB	0,99	0	-3,598
PEGASUS PUBLISHING	0,28	0	-3,53
PEGASUS PUBLISHING	0,1	0	-3,276
PETZETAKIS SUSP - 31/01/11	0,26	0	-3,253
HELLENIC TELECOM.ORG.	2,22	0	-2,651
LAMBRAKIS PRESS DEAD - 29/07/13	0,64	0	-2,339
EDRASIS PSALLIDAS	0,16	0	-2,134

MICROLAND COMPUTERS SUSP - 15/07/09	0,64	0	-2,053
MICROLAND COMPUTERS SUSP - 15/07/09	0,64	0	-2,052
AXON HOLDINGS	0,1	0	-2,048
MICROLAND COMPUTERS SUSP - 15/07/09	0,64	0	-1,767
MICROLAND COMPUTERS SUSP - 15/07/09	0,64	0	-1,721
EUROHOLDINGS CAP.&.INV. DEAD - 21/02/13	0,06	0	-1,707
HELLENIC CABLES	0,12	0	-1,703
MICROLAND COMPUTERS SUSP - 15/07/09	0,64	0	-1,7
EUROHOLDINGS CAP.&.INV. DEAD - 21/02/13	0,11	0	-1,694
HELLENIC TELECOM.ORG.	3,12	0	-1,663
SELONDA AQUACULTURE	0,1	1,14	-1,597
PETZETAKIS SUSP - 31/01/11	0,38	0	-1,386
EUROHOLDINGS CAP.&.INV. DEAD - 21/02/13	0,17	0	-1,366
UNITED TEXTILES SUSP - 26/06/10	0,05	0	-1,229
EUROHOLDINGS CAP.&.INV. DEAD - 21/02/13	0,82	0	-1,036
MICROLAND COMPUTERS SUSP - 15/07/09	0,8	0,13	-1,011
SATO OFFE.& HUW.SUPS.	0,1	0	-0,925
EUROHOLDINGS CAP.&.INV. DEAD - 21/02/13	0,31	1,61	-0,871
PETZETAKIS SUSP - 31/01/11	0,47	0	-0,825
HELLAS ONLINE DEAD - 17/07/15	0,4	0	-0,812
YALCO-CONSTANTINOU	0,17	0	-0,794
HELLAS ONLINE DEAD - 17/07/15	0,4	0	-0,774
VARANGIS	0,6	0	-0,755
LAMBRAKIS PRESS DEAD - 29/07/13	0,64	0	-0,743
PG NIKAS	0,19	0	-0,66
EUROHOLDINGS CAP.&.INV. DEAD - 21/02/13	0,4	0	-0,655
EUROHOLDINGS CAP.&.INV. DEAD - 21/02/13	0,53	0,3	-0,59
SINGULAR LOGIC INFO.SYS. & APPS.	2,42	0	-0,569
HELLENIC TELECOM.ORG.	5,4	0	-0,563
UNITED TEXTILES SUSP - 26/06/10	0,1	0	-0,528
SPIDER SUSP - 26/08/15	0,05	0	-0,527

YALCO-CONSTANTINOU	0,21	0	-0,437
PC SYSTEMS	0,12	0	-0,406
M J MAILLIS	0,15	0	-0,337
ATTICA HOLDINGS	0,02	0	-0,297
SATO OFFE.& HUW.SUPS.	0,1	0	-0,279
HALCOR	1,83	0,01	-0,258
PETZETAKIS SUSP - 31/01/11	0,54	0	-0,256
M J MAILLIS	0,11	0	-0,244
SHELMAN PROPERTY	0,08	0	-0,223
KLONATEX GROUP OF COS. SUSP - 20/05/11	0,04	0,28	-0,193
SPIDER SUSP - 26/08/15	0,02	0	-0,191
VARVARESSOS EUR SPNMILS.	0,15	0	-0,168
KLONATEX GROUP OF COS. SUSP - 20/05/11	0,07	0	-0,167
PG NIKAS	0,27	0	-0,16
HELLENIC FABRICS	0,08	0	-0,136
SATO OFFE.& HUW.SUPS.	0,13	0	-0,134
M J MAILLIS	0,07	0,08	-0,126
AEGEK CR (2014)	0,08	0	-0,103
PC SYSTEMS	0,1	0	-0,089
HELLENIC TELECOM.ORG.	0,43	0	-0,073
HALCOR	0,33	0	-0,069
HELLENIC CABLES	0,25	0	-0,067
EMPORIKOS DESMOS CR SUSP - 01/06/10	0,08	0	-0,059
HALCOR	0,53	0	-0,059
KLONATEX GROUP OF COS. SUSP - 20/05/11	0,17	0	-0,058
KLONATEX GROUP OF COS. SUSP - 20/05/11	0,54	0	-0,054
GR SARANTIS	0,88	0,04	-0,053
LAVIPHARM CR	0,13	0	-0,03
ATTICA HOLDINGS	0,04	0	-0,02
HALCOR	0,8	0,01	-0,018
PC SYSTEMS	0,09	0	0,011

HALCOR	0,2	0	0,017
M J MAILLIS	0,07	0	0,021
PC SYSTEMS	0,35	0	0,038
YALCO-CONSTANTINOU	0,22	0	0,047
UNITED TEXTILES SUSP - 26/06/10	0,07	0	0,051
KLONATEX GROUP OF COS. SUSP - 20/05/11	0,15	0	0,065
SFAKIANAKIS CB	0,63	0	0,067
J BOUTARIS & SON HLDG. ORDINARY	0,08	0	0,07
HELLENIC FABRICS	0,09	0	0,075
EMPORIKOS DESMOS CR SUSP - 01/06/10	0,08	0	0,082
KLONATEX GROUP OF COS. SUSP - 20/05/11	0,46	0,14	0,106
ATTI-KAT SUSP - 26/08/15	0,64	0	0,127
EMPORIKOS DESMOS CR SUSP - 01/06/10	0,16	0	0,134
HELLENIC FABRICS	0,08	0,14	0,134
ATTI-KAT SUSP - 26/08/15	0,41	0	0,136
GR SARANTIS	1,07	0	0,137
HELLENIC FABRICS	0,06	0	0,142
HALCOR	0,54	0,01	0,143
HELLENIC FABRICS	0,07	0	0,154
LAVIPHARM CR	1,4	0	0,177
PC SYSTEMS	0,35	0	0,181
PG NIKAS	0,59	0	0,187
ATTI-KAT SUSP - 26/08/15	1,59	0,03	0,19
LAVIPHARM CR	0,12	0	0,191
J BOUTARIS & SON HLDG. ORDINARY	0,06	0	0,2
PC SYSTEMS	0,62	0	0,204
EMPORIKOS DESMOS CR SUSP - 01/06/10	0,18	0	0,208
LAVIPHARM CR	5,13	0,14	0,211
PC SYSTEMS	0,12	0	0,211
ATTICA HOLDINGS	0,04	0	0,22
SHELMAN PROPERTY	0,15	0	0,223

VARVARESSOS EUR SPNMILS.	0,25	0	0,253
EMPORIKOS DESMOS CR SUSP - 01/06/10	0,4	0	0,261
PC SYSTEMS	0,25	0	0,263
EMPORIKOS DESMOS CR SUSP - 01/06/10	0,29	0,15	0,274
GR SARANTIS	1,13	0,08	0,283
HELLENIC FABRICS	0,2	0,13	0,283
KERAMIA ALLATINI S A RLST.MAN.& HLDCO.	0,8	0	0,305
SATO OFFE.& HUW.SUPS.	0,06	0	0,307
PC SYSTEMS	0,35	0	0,313
SPIDER SUSP - 26/08/15	0,08	0	0,326
C CDSL.& SONS CARDICO SUSP - 01/12/10	0,14	0	0,342
LAVIPHARM CR	0,16	0	0,342
KERAMIA ALLATINI S A RLST.MAN.& HLDCO.	0,28	0	0,345
J BOUTARIS & SON HLDG. ORDINARY	0,1	0	0,348
ATTI-KAT SUSP - 26/08/15	5,9	0,37	0,349
LAVIPHARM CR	1,36	0	0,349
KERAMIA ALLATINI S A RLST.MAN.& HLDCO.	0,16	0,26	0,353
VARANGIS	0,8	0	0,356
KERAMIA ALLATINI S A RLST.MAN.& HLDCO.	0,8	0	0,359
MICHANIKI CR	0,1	0	0,36
GR SARANTIS	1,05	0,06	0,366
FG EUROPE	2,62	0,08	0,382
VARANGIS	0,82	0	0,382
ATTI-KAT SUSP - 26/08/15	0,36	0	0,403
CORINTH PIPE WORKS	1,68	0	0,415
LIBERIS PUBLICATIONS DEAD - 01/10/10	0,6	0	0,417
LAVIPHARM CR	0,68	0	0,421
FG EUROPE	2,6	0,02	0,437
J BOUTARIS & SON HLDG. ORDINARY	0,11	0	0,44
ALCO HELLAS SUSP - 26/08/15	1,01	0,29	0,444
TRIA ALPHA CR	4,38	0	0,462

UNITED TEXTILES SUSP - 26/06/10	0,44	0	0,463
ATTI-KAT SUSP - 26/08/15	2,76	0,19	0,479
YALCO-CONSTANTINOU	0,25	0	0,484
UNITED TEXTILES SUSP - 26/06/10	0,22	0	0,489
KERAMIA ALLATINI S A RLST.MAN.& HLDCO.	1,24	0	0,491
M J MAILLIS	0,23	0	0,5
KERAMIA ALLATINI S A RLST.MAN.& HLDCO.	0,76	0	0,502
MICROLAND COMPUTERS SUSP - 15/07/09	7,46	0	0,504
HAIDEMENOS	0,56	0	0,508
ATTI-KAT SUSP - 26/08/15	1,42	0	0,537
LIBERIS PUBLICATIONS DEAD - 01/10/10	2,05	0	0,538
FG EUROPE	0,58	0,01	0,541
ELGEKA CR	0,39	0	0,545
LIBERIS PUBLICATIONS DEAD - 01/10/10	0,62	0,05	0,551
XK TEGOPOULOS EDTS.	0,3	0	0,552
J BOUTARIS & SON HLDG. ORDINARY	0,8	0,02	0,558
J BOUTARIS & SON HLDG. ORDINARY	0,46	0	0,562
LIBERIS PUBLICATIONS DEAD - 01/10/10	1,36	0	0,562
LAVIPHARM CR	0,43	0	0,565
SELONDA AQUACULTURE	0,12	0	0,568
HALCOR	2,49	0,05	0,57
ATTI-KAT SUSP - 26/08/15	3,92	0	0,576
J BOUTARIS & SON HLDG. ORDINARY	0,12	0	0,577
FG EUROPE	1,52	0,07	0,584
VARVARESSOS EUR SPNMILS.	0,16	0,91	0,589
FG EUROPE	0,54	0,09	0,59
VARVARESSOS EUR SPNMILS.	0,15	0	0,597
J BOUTARIS & SON HLDG. ORDINARY	0,25	0	0,606
FG EUROPE	1,45	0,34	0,618
ELFICO DEAD - 21/02/13	0,03	0	0,62
ATTICA HOLDINGS	0,04	0	0,623

FG EUROPE	0,83	0,18	0,625
HELLENIC TELECOM.ORG.	4,98	0	0,628
SPIDER SUSP - 26/08/15	0,14	0	0,632
ATTI-KAT SUSP - 26/08/15	2,14	0,23	0,638
MICROLAND COMPUTERS SUSP - 15/07/09	6,1	0,03	0,663
FG EUROPE	2,24	0,24	0,667
FG EUROPE	0,52	0,09	0,667
J BOUTARIS & SON HLDG. ORDINARY	0,64	0	0,678
PG NIKAS	1,01	0	0,695
LAVIPHARM CR	1,51	0	0,7
C CDSL.& SONS CARDICO SUSP - 01/12/10	0,7	0	0,704
PETZETAKIS SUSP - 31/01/11	0,99	0,08	0,705
EVROFARMA	0,33	0	0,705
MICHANIKI CR	0,14	0	0,714
KERAMIA ALLATINI S A RLST.MAN.& HLDCO.	0,65	0	0,722
SHELMAN PROPERTY	0,08	0	0,724
EVROFARMA	0,27	0	0,734
UNIBIOS HOLDINGS	0,26	0	0,738
CORINTH PIPE WORKS	6,2	0,09	0,742
GEKE	0,72	0,09	0,745
LIBERIS PUBLICATIONS DEAD - 01/10/10	0,95	0,07	0,756
IDEAL GROUP CR	2,74	0,15	0,767
ELBISCO HOLDING DEAD - 30/11/12	0,11	0	0,77
MICHANIKI CR	0,16	0	0,776
GEKE	1,98	0,05	0,78
MICROLAND COMPUTERS SUSP - 15/07/09	4,3	0,16	0,788
IKTINOS HELLAS	0,65	0,04	0,789
ELBISCO HOLDING DEAD - 30/11/12	0,59	0	0,801
SPIDER SUSP - 26/08/15	0,38	0	0,802
SELONDA AQUACULTURE	0,23	0	0,814
SPIDER SUSP - 26/08/15	0,17	0	0,818

C CDSL.& SONS CARDICO SUSP - 01/12/10	0,85	0	0,819
HELLAS ONLINE DEAD - 17/07/15	0,3	0	0,823
CYCLON HELLAS	0,96	0,02	0,824
GEKE	0,81	0,08	0,828
ELBISCO HOLDING DEAD - 30/11/12	0,46	0,02	0,83
ELBISCO HOLDING DEAD - 30/11/12	2,87	0	0,832
ELBISCO HOLDING DEAD - 30/11/12	0,75	0	0,832
PG NIKAS	0,98	0	0,833
AEGEK CR (2013)	0,11	0	0,834
SATO OFFE.& HUW.SUPS.	0,2	0	0,841
CHATZIKRANIOTIS MILLS	0,21	0	0,853
C CDSL.& SONS CARDICO SUSP - 01/12/10	4,6	0,27	0,856
IKTINOS HELLAS	1,15	0,03	0,862
SPIDER SUSP - 26/08/15	0,44	0,05	0,863
C CDSL.& SONS CARDICO SUSP - 01/12/10	3,06	0,36	0,875
IDEAL GROUP CR	0,96	0,2	0,877
CYCLON HELLAS	2,17	0,01	0,88
E PAIRIS	0,24	0	0,885
DROMEAS OFFICE FURNITURE INDUSTRY	0,26	0	0,888
IKTINOS HELLAS	0,67	0,11	0,89
GEKE	0,5	0,09	0,89
EURODRIP DEAD - 12/07/13	1,04	0,05	0,892
GEKE	0,22	0	0,892
ELTON CR	0,89	0	0,901
IKTINOS HELLAS	0,57	0	0,901
IKTINOS HELLAS	0,9	0,03	0,901
EURODRIP DEAD - 12/07/13	1,39	0	0,903
GEKE	0,25	0,05	0,903
IKTINOS HELLAS	0,65	0,08	0,904
DROMEAS OFFICE FURNITURE INDUSTRY	0,57	0	0,905
GEKE	0,34	0	0,911

EURODRIP DEAD - 12/07/13	0,82	0,04	0,919
IKTINOS HELLAS	1,51	0,06	0,923
SPIDER SUSP - 26/08/15	1,03	0	0,93
EVROFARMA	0,34	0	0,931
IKTINOS HELLAS	0,59	0,06	0,933
GEKE	0,32	0,05	0,934
HELLENIC FABRICS	1,07	0,06	0,936
GEKE	0,39	0	0,937
EURODRIP DEAD - 12/07/13	1,08	0,1	0,938
PG NIKAS	1,48	0	0,945
ELTON CR	1,54	0,03	0,946
E PAIRIS	0,43	0	0,949
MATHIOS	0,38	0	0,95
LAMBRAKIS PRESS DEAD - 29/07/13	0,99	0	0,955
EURODRIP DEAD - 12/07/13	0,58	0,05	0,958
DROMEAS OFFICE FURNITURE INDUSTRY	0,21	0	0,959
SPIDER SUSP - 26/08/15	1,2	0	0,967
AEGEK CR (2009)	2,75	0	0,967
KORDELLOS CH BROS	0,24	0	0,972
XK TEGOPOULOS EDTS.	0,36	0,72	0,975
KEGO DEAD - MERGER 152042	1,74	0,12	0,976
CYCLON HELLAS	1,02	0,06	0,982
ELTON CR	0,82	0,07	0,991
INTRALOT INTGRTD.SYSV.	10,5	0,39	0,993
KEGO DEAD - MERGER 152042	3,6	0,16	0,993
CORINTH PIPE WORKS	4	0,43	0,995
VARVARESSOS EUR SPNMILS.	0,13	0	0,997
MATHIOS	0,27	0	0,999
CORINTH PIPE WORKS	2,1	0,13	1,004
HELLENIC FABRICS	1,65	0,04	1,007
DROMEAS OFFICE FURNITURE INDUSTRY	0,25	0	1,011

ELVE	0,97	0,11	1,017
DROMEAS OFFICE FURNITURE INDUSTRY	0,6	0,07	1,027
KORDELLOS CH BROS	0,21	0	1,03
IKTINOS HELLAS	1,54	0,12	1,039
DROMEAS OFFICE FURNITURE INDUSTRY	0,82	0,03	1,041
DAIOS PLASTICS	2,2	0	1,041
ELFICO DEAD - 21/02/13	0,24	0	1,042
AEGEK CR (2012)	0,11	0	1,045
TRIA ALPHA CR	1,7	0	1,045
ELBISCO HOLDING DEAD - 30/11/12	0,69	0	1,05
DROMEAS OFFICE FURNITURE INDUSTRY	0,39	0	1,051
DROMEAS OFFICE FURNITURE INDUSTRY	1,49	0,03	1,054
EURODRIP DEAD - 12/07/13	1	0,06	1,059
MATHIOS	0,15	0	1,06
CYCLON HELLAS	0,82	0,1	1,061
ATHENS MEDICAL CENTRE	0,78	0	1,069
DROMEAS OFFICE FURNITURE INDUSTRY	0,68	0,02	1,073
SATO OFFE.& HUW.SUPS.	0,59	0,02	1,075
ELMEC SPORT DEAD - 31/12/10	2,04	0,35	1,076
HAIDEMENOS	0,8	0	1,078
CHATZIKRANIOTIS MILLS	0,17	0	1,082
ELBISCO HOLDING DEAD - 30/11/12	1,93	0	1,089
AEGEK CR (2011)	0,22	0,78	1,093
ELVE	2,14	0,09	1,096
EURODRIP DEAD - 12/07/13	1,01	0,05	1,097
CYCLON HELLAS	0,51	0,02	1,1
AEGEK CR (2010)	0,41	0	1,106
HELLENIC FABRICS	0,86	0,08	1,111
CYCLON HELLAS	0,53	0	1,119
KORDELLOS CH BROS	0,97	0,3	1,124
ELTON CR	0,63	0,09	1,125

CYCLON HELLAS	0,7	0	1,132
SATO OFFE.& HUW.SUPS.	2,06	0	1,133
KORDELLOS CH BROS	0,31	0	1,139
EVROFARMA	0,49	0	1,143
EVROFARMA	0,51	0,01	1,144
ATHENA	0,11	0	1,145
SHELMAN PROPERTY	0,25	0	1,147
CYCLON HELLAS	0,3	0,01	1,147
EVROFARMA	2,15	0	1,15
EURODRIP DEAD - 12/07/13	1,53	0,07	1,151
ELMEC SPORT DEAD - 31/12/10	0,72	0	1,155
CYCLON HELLAS	0,48	0,05	1,157
TRIA ALPHA CR	2,29	0	1,159
SATO OFFE.& HUW.SUPS.	1,29	0,18	1,162
EVROFARMA	1,04	0	1,167
EVROFARMA	1,37	0	1,168
KNIT.FAC.MAXIM CM PTDS.	0,13	0	1,174
E PAIRIS	0,37	0	1,18
SATO OFFE.& HUW.SUPS.	3,02	0,23	1,181
ELTON CR	0,43	0,08	1,181
SINGULAR LOGIC INFO.SYS. & APPS.	3,9	0	1,186
FHL H KRKD.MRBL.GRANITE	0,38	0	1,194
CORINTH PIPE WORKS	1,06	0,05	1,196
PG NIKAS	3,9	0	1,2
ELVE	1,09	0,09	1,201
CORINTH PIPE WORKS	0,82	0,14	1,204
KORDELLOS CH BROS	0,26	0	1,206
MATHIOS	0,76	0	1,207
ELVE	0,49	0	1,207
FHL H KRKD.MRBL.GRANITE	0,33	0	1,21
UNIBIOS HOLDINGS	0,24	0	1,211

MATHIOS	0,33	0	1,217
CORINTH PIPE WORKS	0,74	0	1,219
EVROFARMA	2,13	0,08	1,22
SINGULAR LOGIC INFO.SYS. & APPS.	2,86	0	1,222
XK TEGOPOULOS EDTS.	0,7	0	1,224
ELVE	0,4	0	1,226
FINTEXPOR	0,33	0	1,227
XK TEGOPOULOS EDTS.	0,6	0	1,228
ATTICA HOLDINGS	0,2	0	1,228
YALCO-CONSTANTINOU	0,39	0	1,229
KEGO DEAD - MERGER 152042	2,14	0,11	1,236
KORDELLOS CH BROS	0,35	0,1	1,238
ELVE	0,41	0	1,241
ELTON CR	0,6	0,1	1,247
MATHIOS	0,43	0,06	1,253
ELVE	0,43	0	1,257
CORINTH PIPE WORKS	1,55	0	1,259
FHL H KRKD.MRBL.GRANITE	0,39	0,11	1,263
MATHIOS	0,95	0	1,264
M J MAILLIS	0,33	0	1,264
KORDELLOS CH BROS	1,71	0,03	1,272
UNISYSTEMS INFO.SYSTEMS DEAD - 04/11/08	2,11	0,12	1,278
XK TEGOPOULOS EDTS.	0,51	0	1,283
XK TEGOPOULOS EDTS.	0,65	0,03	1,284
ELVE	1	0,12	1,289
FLR MLS C SARANTOPOULOS	1,03	0	1,293
INTRALOT INTGRD.SYSV.	11,91	0,61	1,294
E PAIRIS	0,26	0	1,295
DAIOS PLASTICS	4,25	0	1,296
MATHIOS	1,58	0	1,299
YALCO-CONSTANTINOU	0,78	0,05	1,303

UNISYSTEMS INFO.SYSTEMS DEAD - 04/11/08	1,9	0,12	1,304
PG NIKAS	4,28	0,3	1,309
EL D MOUZAKIS	0,29	0	1,309
VARANGIS	0,96	0	1,311
KORDELLOS CH BROS	0,9	0,07	1,314
MATHIOS	1,35	0,06	1,315
HELLENIC CABLES	0,26	0	1,318
ELVE	0,56	0,05	1,319
CORINTH PIPE WORKS	2,44	0,09	1,327
ELGEKA CR	0,74	0	1,333
FLR MLS C SARANTOPOULOS	0,91	0,09	1,337
HAIDEMENOS	0,38	0	1,345
ELTON CR	0,54	0,12	1,358
YALCO-CONSTANTINOU	1,73	0,05	1,361
KORDELLOS CH BROS	0,83	0,07	1,379
ATHENA	0,1	0	1,392
CHATZIKRANIOTIS MILLS	0,64	0	1,394
FHL H KRKD.MRBL.GRANITE	0,55	0,07	1,401
SINGULAR LOGIC INFO.SYS. & APPS.	2,29	0,03	1,408
DAIOS PLASTICS	5,69	0	1,408
HAIDEMENOS	0,82	0	1,418
IASO	1,05	0,17	1,428
FIERATEX	0,37	0	1,433
FHL H KRKD.MRBL.GRANITE	0,62	0,11	1,436
UNISYSTEMS INFO.SYSTEMS DEAD - 04/11/08	2,1	0,02	1,444
ATHENA	0,2	0	1,444
YALCO-CONSTANTINOU	0,61	0,11	1,456
EL D MOUZAKIS	0,17	0	1,459
EL D MOUZAKIS	0,27	0	1,462
ELTON CR	1,13	0,12	1,464
IASO	0,79	0,01	1,478

KNIT.FAC.MAXIM CM PTDS.	0,27	0	1,489
ATHENS MEDICAL CENTRE	0,64	0,05	1,503
MICHANIKI CR	0,26	0	1,512
E PAIRIS	0,84	0,04	1,515
UNIBIOS HOLDINGS	0,23	0	1,52
BITROS HOLDING CR	0,62	0	1,534
YALCO-CONSTANTINOU	1,76	0,26	1,54
VARVARESSOS EUR SPNMILS.	0,29	0	1,546
KNIT.FAC.MAXIM CM PTDS.	0,81	0	1,548
DAIOS PLASTICS	5,44	0	1,549
FLR MLS C SARANTOPOULOS	1,48	0	1,57
HALCOR	2,17	0,04	1,579
MINERVA KNITWEAR	0,46	0	1,58
HAIDEMENOS	0,69	0	1,583
ATTICA HOLDINGS	0,47	0,03	1,584
KTIMA KOSTAS LAZARIDIS	0,57	0	1,586
ATHENS MEDICAL CENTRE	0,35	0	1,588
ELTON CR	1,16	0,14	1,592
KTIMA KOSTAS LAZARIDIS	1,23	0,07	1,594
GENERAL COML.& INDL.	8,38	0,7	1,597
PG NIKAS	4,42	0,29	1,601
KTIMA KOSTAS LAZARIDIS	1,57	0,09	1,612
FHL H KRKD.MRBL.GRANITE	0,49	0,1	1,63
ATTICA HOLDINGS	1,85	0,02	1,638
ATHENA	0,97	0	1,638
EL D MOUZAKIS	0,27	0	1,638
ATTICA HOLDINGS	1,21	0,02	1,641
KTIMA KOSTAS LAZARIDIS	0,89	0,05	1,645
KTIMA KOSTAS LAZARIDIS	0,34	0	1,646
FIERATEX	0,24	0	1,65
INTRALOT INTGRTD.SYSV.	4,35	0,65	1,652

METKA	7,04	0,65	1,655
ATTICA HOLDINGS	0,55	0	1,662
E PAIRIS	0,41	0	1,663
IDEAL GROUP CR	0,47	0,11	1,68
INTRALOT INTGRTD.SYSV.	2,02	0,03	1,682
KTIMA KOSTAS LAZARIDIS	0,65	0,06	1,685
DAIOS PLASTICS	5,4	0,06	1,688
THRACE PLASTICS	2,11	0,23	1,691
FHL H KRKD.MRBL.GRANITE	2,22	0,18	1,691
KNIT.FAC.MAXIM CM PTDS.	0,5	0	1,692
UNIBIOS HOLDINGS	2,88	0	1,7
IASO	5,4	0,21	1,701
E PAIRIS	2,05	0	1,703
FRIGOGLASS	3,72	0	1,704
KTIMA KOSTAS LAZARIDIS	0,22	0	1,705
ELGEKA CR	0,23	0	1,71
INTRALOT INTGRTD.SYSV.	2,62	0,19	1,716
E PAIRIS	0,64	0	1,717
UNIBIOS HOLDINGS	0,5	0	1,717
INTRALOT INTGRTD.SYSV.	10,9	0,68	1,735
E PAIRIS	1,76	0	1,739
IDEAL GROUP CR	0,39	0,05	1,746
UNIBIOS HOLDINGS	4,9	0	1,748
FHL H KRKD.MRBL.GRANITE	0,88	0,09	1,75
KTIMA KOSTAS LAZARIDIS	0,38	0,04	1,75
TRIA ALPHA CR	8,55	0	1,751
KTIMA KOSTAS LAZARIDIS	0,61	0,09	1,752
ELMEC SPORT DEAD - 31/12/10	3,92	0,3	1,754
IDEAL GROUP CR	0,74	0,16	1,755
FINTEXPOR	0,27	0	1,763
ELMEC SPORT DEAD - 31/12/10	1,96	0,27	1,765

ATHENA	1,67	0	1,767
ATTICA PUBLICATIONS	0,65	0	1,774
CHATZIKRANIOTIS MILLS	0,77	0	1,778
ELGEKA CR	1,41	0,23	1,782
ELFICO DEAD - 21/02/13	0,54	0	1,784
INTRALOT INTGRD.SYSV.	1,47	0,18	1,787
ATHENS MEDICAL CENTRE	0,46	0	1,809
ATHENS MEDICAL CENTRE	6,1	0,18	1,812
ELMEC SPORT DEAD - 31/12/10	3,82	0,07	1,817
EL D MOUZAKIS	0,35	0	1,821
EKTER	0,32	0	1,823
ATTICA PUBLICATIONS	0,34	0	1,828
INTRACOM HOLDINGS	0,69	0	1,831
AKRITAS	0,3	0	1,834
IDEAL GROUP CR	0,31	0,08	1,841
LANAKAM CB	1,29	0	1,841
IASO	3,59	0,4	1,842
FOURLIS HOLDING	11,1	0,43	1,844
HAIDEMENOS	1,47	0	1,855
IASO	1,73	0,23	1,863
ATHENS MEDICAL CENTRE	3,58	0,13	1,871
LANAKAM CB	0,63	0	1,874
INTRALOT INTGRD.SYSV.	0,89	0,07	1,883
FLR MLS C SARANTOPOULOS	3,8	0,06	1,9
M J MAILLIS	0,67	0	1,902
INTRALOT INTGRD.SYSV.	1,8	0,05	1,908
EKTER	0,4	0	1,91
BLUE STAR MARITIME DEAD - MERGER 308895	2,89	0,23	1,911
HAIDEMENOS	3,36	0,11	1,912
DAIOS PLASTICS	11,58	0,09	1,929
ATHENS MEDICAL CENTRE	2,33	0,2	1,929

MICHANIKI CR	0,56	0	1,94
LANAKAM CB	0,66	0	1,948
EKTER	0,58	0,24	1,95
DAIOS PLASTICS	9,58	0,25	1,964
ELGEKA CR	2,16	0,17	1,965
ATHENS MEDICAL CENTRE	0,7	0	1,965
IASO	0,47	0,01	1,973
THRACE PLASTICS	2,21	0,25	1,975
ELGEKA CR	0,53	0	1,975
FINTEXPOR	0,26	0	1,978
IASO	1,02	0	1,978
TRIA ALPHA CR	12,41	0	1,98
ELGEKA CR	1,25	0,18	1,981
FIERATEX	0,36	0	1,985
IDEAL GROUP CR	0,77	0,1	1,99
ATHENS MEDICAL CENTRE	1,65	0,19	1,994
UNIBIOS HOLDINGS	1,1	0	1,997
FRIGOGLASS	7,14	0	1,999
CHATZIKRANIOTIS MILLS	0,94	0	2,006
DAIOS PLASTICS	4,7	0,05	2,008
DAIOS PLASTICS	5,89	0,02	2,009
GENERAL COML.& INDL.	9,88	0,58	2,029
BITROS HOLDING CR	0,32	0	2,03
ELGEKA CR	0,81	0,04	2,038
UNIBIOS HOLDINGS	1,95	0	2,042
BLUE STAR MARITIME DEAD - MERGER 308895	4,2	0,2	2,048
ATHENA	1,01	0,04	2,05
FLR MLS C SARANTOPOULOS	3,2	0,17	2,076
LANAKAM CB	0,62	0	2,079
SELONDA AQUACULTURE	2,24	0,05	2,083
EL D MOUZAKIS	0,69	0	2,083

EL D MOUZAKIS	1,43	0,03	2,085
THRACE PLASTICS	0,79	0,16	2,1
MINERVA KNITWEAR	0,78	0	2,104
EL D MOUZAKIS	2,51	0	2,11
LANAKAM CB	2,08	0	2,111
ATTICA PUBLICATIONS	0,24	0	2,119
EDRASIS PSALLIDAS	0,56	0	2,123
FHL H KRKD.MRBL.GRANITE	1,31	0,1	2,133
METKA	14,54	0,74	2,137
LANAKAM CB	0,45	0	2,139
UNIBIOS HOLDINGS	2,6	0	2,141
EL D MOUZAKIS	0,81	0	2,142
ELGEKA CR	1,13	0,11	2,148
FRIGOGLASS	4,63	0,63	2,148
THRACE PLASTICS	0,52	0	2,149
FLR MLS C SARANTOPOULOS	5,4	0	2,15
EKTER	0,87	0,73	2,151
MICHANIKI CR	2,94	0,13	2,17
VARVARESSOS EUR SPNMILS.	0,35	0	2,175
BLUE STAR MARITIME DEAD - MERGER 308895	2,72	0,24	2,177
ATHENA	0,37	0	2,178
IDEAL GROUP CR	0,28	0,22	2,181
IASO	3,47	0	2,188
BITROS HOLDING CR	0,28	0	2,202
THRACE PLASTICS	0,54	0,12	2,203
EKTER	1,96	0,08	2,207
MEVACO METALLURGICAL	1,74	0,07	2,209
SELONDA AQUACULTURE	0,71	0	2,222
TRIA ALPHA CR	8,23	0	2,232
EKTER	0,45	0,02	2,235
FOURLIS HOLDING	22	0,7	2,239

SELONDA AQUACULTURE	4,82	0,15	2,24
HELLENIC PETROLEUM	6,43	0,21	2,243
LANAKAM CB	2,38	0	2,244
FLEXOPACK	5,74	0,06	2,261
IASO	7,61	0,09	2,262
SELONDA AQUACULTURE	0,55	0,04	2,266
ATHENA	0,44	0	2,269
EKTER	0,95	0,1	2,304
LANAKAM CB	2,52	0,01	2,306
THRACE PLASTICS	1,08	0,17	2,323
KATHIMERINI	0,48	0	2,331
INTRACOM HOLDINGS	0,46	0	2,333
SELONDA AQUACULTURE	0,81	0	2,338
PETZETAKIS SUSP - 31/01/11	1,38	0	2,341
MICHANIKI CR	8,36	0,31	2,342
FINTEXPOR	0,34	0	2,343
THRACE PLASTICS	0,51	0,07	2,345
ATHENA	0,47	0,02	2,346
FIERATEX	0,13	0	2,346
HAIDEMENOS	1,77	0,27	2,349
FRIGOGLASS	7,12	0,37	2,35
SELONDA AQUACULTURE	1,76	0,23	2,353
HAIDEMENOS	5,32	0,26	2,357
CHATZIKRANIOTIS MILLS	0,96	0	2,357
CHATZIKRANIOTIS MILLS	1,23	0	2,358
EKTER	0,7	0,05	2,368
EKTER	0,91	0,14	2,376
LANAKAM CB	1,93	0	2,38
FLR MLS C SARANTOPOULOS	2,5	0,21	2,389
THRACE PLASTICS	1,25	0,12	2,43
FLR MLS C SARANTOPOULOS	1,12	0,06	2,433

FIERATEX	0,15	0	2,435
J & P AVAX	5,2	0,41	2,437
FRIGOGLASS	7,58	0,32	2,439
MEVACO METALLURGICAL	3,16	0,13	2,44
FRIGOGLASS	5,05	0,14	2,44
METKA	13,54	0,79	2,446
KLEEMAN HELLAS	2,62	0,33	2,451
ALLATINI DEAD - 31/12/08	1,57	0,05	2,461
FLEXOPACK	6,93	0,14	2,482
MINOAN LINES	2	0	2,486
VARVARESSOS EUR SPNMILS.	0,97	0	2,488
CHATZIKRANIOTIS MILLS	1,59	0,07	2,489
THRACE PLASTICS	1,16	0,09	2,489
CHATZIKRANIOTIS MILLS	2,68	0	2,491
HELLENIC PETROLEUM	6,2	1,09	2,493
M J MAILLIS	2,82	0,19	2,496
GEK TERNA HLDG.RLST.CON.	5,41	0,51	2,525
CRETE PLASTICS	3,29	0,16	2,527
FINTEXPOR	0,68	0	2,531
ALLATINI DEAD - 31/12/08	1,64	0,7	2,553
FINTEXPOR	1,4	0,01	2,558
J & P AVAX	8,12	0,17	2,579
FINTEXPOR	0,96	0	2,6
M J MAILLIS	2,49	0,41	2,603
MICHANIKI CR	1,73	0,3	2,61
MINERVA KNITWEAR	0,76	0	2,635
GENERAL COML.& INDL.	11,3	0,61	2,648
MEVACO METALLURGICAL	0,67	0	2,651
INTRACOM HOLDINGS	0,18	0	2,656
MEVACO METALLURGICAL	0,94	0	2,66
BITROS HOLDING CR	0,57	0	2,663

FIERATEX	0,69	0,08	2,668
MICHANIKI CR	3,74	0,62	2,674
HELLENIC PETROLEUM	10,9	1,49	2,677
FIERATEX	1,06	0	2,682
MEVACO METALLURGICAL	2,18	0,26	2,683
FLEXOPACK	6,75	0,22	2,688
CRETE PLASTICS	6,4	0,33	2,711
MEVACO METALLURGICAL	1,22	0,16	2,726
METKA	8,57	0,74	2,743
ELTRAK PROPERTY	2,19	0,33	2,769
HELLENIC CABLES	0,29	0	2,777
HELLATEX SYNTHETIC YARNS DEAD - 13/02/09	1,5	0	2,779
KLEEMAN HELLAS	4,79	0,31	2,793
FRIGOGLASS	4,24	0,39	2,807
GENERAL COML.& INDL.	3,6	0,97	2,815
HELLENIC PETROLEUM	2	0,21	2,823
FIERATEX	1,98	0,11	2,841
FRIGOGLASS	15,2	0,63	2,848
VARVARESSOS EUR SPNMILS.	0,55	0	2,875
FLEXOPACK	6,42	0,33	2,898
ATTICA PUBLICATIONS	0,36	0	2,9
FIERATEX	0,73	0,15	2,902
GREGORY'S FAST FOOD DEAD - 23/06/09	0,58	0	2,92
ELFICO DEAD - 21/02/13	0,71	0	2,922
AKRITAS	0,22	0	2,931
GREGORY'S FAST FOOD DEAD - 23/06/09	1,29	0,05	2,942
VIS-CONTAINER CR	2,12	0	2,954
FOURLIS HOLDING	18,6	0,79	2,955
MEVACO METALLURGICAL	1,2	0,07	2,973
VIS-CONTAINER CR	0,74	0	2,977
MINOAN LINES	1,5	0	2,984

PEGASUS PUBLISHING	1	0	2,985
BITROS HOLDING CR	0,58	0	2,988
MINERVA KNITWEAR	1,55	0,17	3,008
KARMOLEGOS	1,42	0,03	3,01
J & P AVAX	1,6	0	3,013
METKA	8,2	0,6	3,022
KARMOLEGOS	2,69	0,11	3,025
MEVACO METALLURGICAL	0,87	0,12	3,036
KARMOLEGOS	1,66	0,04	3,037
GREGORY'S FAST FOOD DEAD - 23/06/09	2,88	0,07	3,039
VIS-CONTAINER CR	2,03	0,18	3,045
KATHIMERINI	0,38	0	3,045
VARANGIS	1,34	0	3,052
KARMOLEGOS	0,99	0,04	3,054
SHELMAN PROPERTY	0,37	0	3,06
LAMBRAKIS PRESS DEAD - 29/07/13	4,17	0	3,077
GREGORY'S FAST FOOD DEAD - 23/06/09	0,42	0	3,077
MINERVA KNITWEAR	1,18	0	3,088
MEVACO METALLURGICAL	1,33	0,02	3,093
INTRACOM HOLDINGS	0,48	0	3,098
J & P AVAX	4,32	0,31	3,1
LAMPSA HOTEL	8,9	0,11	3,109
VIS-CONTAINER CR	0,63	0	3,113
FLEXOPACK	6,75	0,27	3,117
J & P AVAX	3,45	0,3	3,129
SHELMAN PROPERTY	0,72	0	3,133
VIS-CONTAINER CR	1,95	0	3,133
VIS-CONTAINER CR	2,79	0	3,136
KARMOLEGOS	0,68	0,11	3,136
ALCO HELLAS SUSP - 26/08/15	1,36	0	3,147
SIDENOR DEAD - 23/07/15	1,55	0	3,151

GREGORY'S FAST FOOD DEAD - 23/06/09	1,65	0,14	3,164
MINERVA KNITWEAR	3,68	0,1	3,174
ELTRAK PROPERTY	7,38	0,47	3,178
KLEEMAN HELLAS	3,22	0,42	3,193
HELLATEX SYNTHETIC YARNS DEAD - 13/02/09	3,42	0	3,198
GENERAL COML.& INDL.	4,4	0,4	3,199
MINOAN LINES	2,05	0	3,21
TRIA ALPHA CR	10,96	0	3,232
CRETE PLASTICS	4,4	0,27	3,239
GREGORY'S FAST FOOD DEAD - 23/06/09	0,69	0	3,251
C ROKAS CR DEAD - MERGER 16/02/09	17	0,32	3,259
FLEXOPACK	7,4	0,16	3,266
VIS-CONTAINER CR	0,89	0,18	3,269
INTRACOM HOLDINGS	1,54	0	3,294
KARMOLEGOS	0,68	0,12	3,296
FLR MLS C SARANTOPOULOS	1,15	0,28	3,297
ATTICA PUBLICATIONS	5,56	0,23	3,305
HELLENIC PETROLEUM	6	0,9	3,313
FOURLIS HOLDING	5,33	0	3,314
LAMPSA HOTEL	17,08	0,28	3,326
ATTICA PUBLICATIONS	1,46	0,02	3,326
G E DIMITRIOU	2,18	0	3,334
VIS-CONTAINER CR	0,89	0,08	3,339
GREGORY'S FAST FOOD DEAD - 23/06/09	1,45	0,16	3,344
INTRACOM HOLDINGS	0,64	0	3,359
ALLATINI DEAD - 31/12/08	3,58	0,01	3,362
TRIA ALPHA CR	18,06	0	3,362
VIS-CONTAINER CR	0,68	0,05	3,372
J & P AVAX	1,27	0,35	3,373
MINERVA KNITWEAR	2,03	0,2	3,378
BITROS HOLDING CR	2,08	0,37	3,381

SHELMAN PROPERTY	2,14	0	3,381
KLEEMAN HELLAS	0,55	0,05	3,385
KLEEMAN HELLAS	1,31	0	3,385
KLEEMAN HELLAS	2,03	0,1	3,398
MINERVA KNITWEAR	1,3	0,11	3,399
GREGORY'S FAST FOOD DEAD - 23/06/09	0,8	0,19	3,402
GREGORY'S FAST FOOD DEAD - 23/06/09	1,04	0,03	3,417
KLEEMAN HELLAS	1,7	0,4	3,427
FLEXOPACK	1,57	0,24	3,437
ELFICO DEAD - 21/02/13	1,08	0	3,45
MINERVA KNITWEAR	1,8	0,28	3,455
GENERAL COML.& INDL.	2,87	0,27	3,458
TRIA ALPHA CR	8,11	0,02	3,491
HELLATEX SYNTHETIC YARNS DEAD - 13/02/09	1,56	0	3,492
KARMOLEGOS	0,72	0,2	3,494
FOURLIS HOLDING	2,51	0	3,506
CRETE PLASTICS	3,4	0,42	3,517
FRIGOGLASS	10,2	0,75	3,529
MINOAN LINES	3,44	0,26	3,539
KLEEMAN HELLAS	0,96	0,08	3,542
ATTICA PUBLICATIONS	2,21	0,11	3,551
GENERAL COML.& INDL.	1,6	0,31	3,555
KLEEMAN HELLAS	1,52	0,29	3,562
ELFICO DEAD - 21/02/13	2,65	0	3,596
KARMOLEGOS	1,56	0,02	3,647
FLEXOPACK	3,28	0,24	3,648
ELTRAK PROPERTY	4,8	0,59	3,689
AKRITAS	0,27	0	3,7
G E DIMITRIOU	3,7	0	3,701
LAMPSA HOTEL	20	0,42	3,704
KARMOLEGOS	1,38	0,26	3,711

FOURLIS HOLDING	1,03	0,19	3,716
ELFICO DEAD - 21/02/13	1,6	0	3,719
LAMPSA HOTEL	16,8	0	3,719
ATTICA PUBLICATIONS	3,12	0,29	3,735
ATTICA PUBLICATIONS	4,6	0,52	3,735
AXON HOLDINGS	5,24	0,25	3,742
ELASTRON	0,85	0	3,744
FLEXOPACK	2,78	0,21	3,753
ELVAL-HELLENIC ALUM.IND.	1,45	0,03	3,772
C ROKAS CR DEAD - MERGER 16/02/09	19,76	0,39	3,775
CRETE PLASTICS	3,04	0,21	3,8
HELLATEX SYNTHETIC YARNS DEAD - 13/02/09	1,04	0	3,814
HELLATEX SYNTHETIC YARNS DEAD - 13/02/09	1,21	0,06	3,818
HELLATEX SYNTHETIC YARNS DEAD - 13/02/09	6,22	0,11	3,828
J & P AVAX	1,56	0	3,829
SHELMAN PROPERTY	1,48	0	3,832
HELLENIC CABLES	0,38	0	3,832
BITROS HOLDING CR	4,18	0,09	3,834
AXON HOLDINGS	8,44	0,15	3,836
BITROS HOLDING CR	1,24	0,23	3,85
INTRACOM HOLDINGS	2,08	0	3,866
MINOAN LINES	2,67	0	3,869
HELLATEX SYNTHETIC YARNS DEAD - 13/02/09	1,96	0,37	3,88
SHELMAN PROPERTY	0,47	0	3,882
LAMPSA HOTEL	18,7	0,14	3,897
AXON HOLDINGS	0,86	0,09	3,912
ELASTRON	0,66	0	3,913
ELTRAK PROPERTY	1,63	0	3,924
MINOAN LINES	3,35	0,23	3,925
HELLENIC PETROLEUM	10,8	0,94	3,927
MINOAN LINES	6,06	0,23	3,928

SIDENOR DEAD - 23/07/15	1,76	0	3,932
LAMPSA HOTEL	17,29	0	3,938
BENRUBI DEAD - 07/09/10	3,44	0,81	3,955
FOURLIS HOLDING	9,25	0,92	3,96
LAMBRAKIS PRESS DEAD - 29/07/13	7,2	0	3,967
MINOAN LINES	4,2	0,3	3,985
J & P AVAX	0,73	0	3,991
BENRUBI DEAD - 07/09/10	3,36	0,1	4,04
VARANGIS	1,7	0,04	4,046
G E DIMITRIOU	6,5	0,33	4,051
LAMPSA HOTEL	19,77	0,5	4,055
C ROKAS CR DEAD - MERGER 16/02/09	13	0,67	4,077
ELVAL-HELLENIC ALUM.IND.	2,56	0,11	4,081
LAMPSA HOTEL	18,46	0,28	4,088
LAMPSA HOTEL	18,8	0,02	4,093
GENERAL COML.& INDL.	4,7	0,3	4,101
ELTRAK PROPERTY	2,23	0,46	4,108
ELASTRON	1,83	0,48	4,109
ELVAL-HELLENIC ALUM.IND.	1,11	0	4,109
CRETE PLASTICS	3,35	0,3	4,11
ELTRAK PROPERTY	2,67	0,61	4,117
ELTRAK PROPERTY	1,8	0,19	4,121
HELLATEX SYNTHETIC YARNS DEAD - 13/02/09	1,11	0,13	4,123
ELASTRON	0,47	0	4,133
ELTRAK PROPERTY	2	0	4,134
HELLENIC PETROLEUM	16	1,15	4,145
ELTRAK PROPERTY	1,99	0,07	4,155
SIDENOR DEAD - 23/07/15	5,34	0,22	4,162
BITROS HOLDING CR	2,61	0,39	4,166
ELVAL-HELLENIC ALUM.IND.	1,26	0,06	4,172
BENRUBI DEAD - 07/09/10	4,12	0,18	4,18

VARANGIS	3,2	0,02	4,186
BENRUBI DEAD - 07/09/10	4,2	0,22	4,191
VARANGIS	1,84	0	4,192
ELVAL-HELLENIC ALUM.IND.	4,22	0,08	4,196
ELVAL-HELLENIC ALUM.IND.	1,71	0,19	4,201
VARANGIS	2,64	0	4,201
FOURLIS HOLDING	7,25	0,61	4,209
J & P AVAX	1	0,18	4,219
HELLATEX SYNTHETIC YARNS DEAD - 13/02/09	2,97	0,64	4,223
BENRUBI DEAD - 07/09/10	3,48	0	4,24
FOURLIS HOLDING	4,14	0,3	4,259
INTRACOM HOLDINGS	3,92	0	4,264
PETROS PETROPOULOS	7,04	0,41	4,289
AXON HOLDINGS	0,34	0	4,312
ELVAL-HELLENIC ALUM.IND.	0,98	0,16	4,326
ELASTRON	0,72	0	4,332
ELLAKTOR	7,52	0,35	4,34
ELASTRON	0,76	0	4,376
MINOAN LINES	3,39	0,6	4,382
PETROS PETROPOULOS	1,59	0	4,386
AKRITAS	0,61	0	4,39
ELASTRON	5,59	0,1	4,405
PETROS PETROPOULOS	2	0	4,412
G E DIMITRIOU	12,2	0,29	4,43
GENERAL COML.& INDL.	7,47	0,26	4,442
CRETE PLASTICS	3,67	0,43	4,459
ELLAKTOR	9,7	0,45	4,485
ELVAL-HELLENIC ALUM.IND.	1,77	0,05	4,487
METKA	7,9	1,64	4,49
ELVAL-HELLENIC ALUM.IND.	2,04	0,14	4,505
SIDENOR DEAD - 23/07/15	0,63	0	4,595

KARATZIS	1,38	0	4,61
KARATZIS	2,16	0,04	4,65
AEGEK CR (2008)	3,3	0	4,673
PETROS PETROPOULOS	4,17	0,42	4,693
ELASTRON	1,44	0,59	4,718
FOLLI-FOLLIE DEAD - 31/12/10	18,28	1,55	4,739
AKRITAS	1,49	0,14	4,773
KARATZIS	2,09	0,03	4,786
ELASTRON	3,1	0,33	4,788
ALCO HELLAS SUSP - 26/08/15	0,96	0	4,789
INTRACOM HOLDINGS	5,2	0,07	4,799
AKRITAS	0,55	0	4,81
AKRITAS	0,83	0	4,839
LAMBRAKIS PRESS DEAD - 29/07/13	11,78	0	4,88
VIOHALCO CB DEAD - 03/12/13	7,16	0,41	4,881
KARATZIS	2,85	0,15	4,885
KARATZIS	1,25	0,12	4,906
HELLENIC CABLES	0,51	0	4,928
CROWN HELLAS CAN DEAD - 27/09/11	7,06	0,74	4,994
CRETE PLASTICS	4,97	0,47	5
KATHIMERINI	0,36	0	5,009
AKRITAS	1,25	0	5,021
FOLLI-FOLLIE DEAD - 31/12/10	30	1,99	5,027
SIDENOR DEAD - 23/07/15	15,74	0,75	5,098
SIDENOR DEAD - 23/07/15	2,69	0	5,121
DRUCKFARBEN HELLAS	1	0	5,121
KARATZIS	1,92	0,27	5,144
G E DIMITRIOU	2,01	0	5,173
ELLAKTOR	4,12	0	5,174
AKRITAS	2,81	0,05	5,211
CROWN HELLAS CAN DEAD - 27/09/11	5,52	0,6	5,283

LAMBRAKIS PRESS DEAD - 29/07/13	10,2	0	5,287
HIPPOTOUR DEAD - 12/02/13	27,68	1,82	5,304
CRETE PLASTICS	5,03	0,53	5,306
VIVARTIA HOLDING DEAD - 24/01/11	12,56	0	5,31
VIOHALCO CB DEAD - 03/12/13	4,34	0	5,31
SIDENOR DEAD - 23/07/15	2,12	0	5,358
ELAIS-UNILEVER DEAD - 14/01/08	19,5	2,65	5,39
ELLAKTOR	5,33	0,53	5,398
ELLAKTOR	8,1	0,68	5,414
PETROS PETROPOULOS	5,31	0,78	5,423
VIOHALCO CB DEAD - 03/12/13	11,5	0,4	5,46
ELLAKTOR	2,2	0,68	5,464
KARATZIS	1,89	0,32	5,477
DRUCKFARBEN HELLAS	0,96	0	5,487
DRUCKFARBEN HELLAS	10,8	0,47	5,534
VIOHALCO CB DEAD - 03/12/13	2,3	0	5,534
ELLAKTOR	2,47	0	5,555
HELLENIC CABLES	0,93	0	5,601
HIPPOTOUR DEAD - 12/02/13	33,66	1,86	5,604
PETROS PETROPOULOS	3,74	0,57	5,616
SFAKIANAKIS CB	0,63	0	5,645
DRUCKFARBEN HELLAS	0,95	0,23	5,647
LAMBRAKIS PRESS DEAD - 29/07/13	10,53	0,11	5,673
AXON HOLDINGS	2,1	0	5,69
VIOHALCO CB DEAD - 03/12/13	4	0	5,691
AEGEK CR (2007)	8,47	0	5,697
PETROS PETROPOULOS	1,1	0	5,704
ELLAKTOR	2,76	0,56	5,71
PETROS PETROPOULOS	2,72	0,29	5,718
KATHIMERINI	2,32	0	5,729
VIOHALCO CB DEAD - 03/12/13	3,35	0	5,735

G E DIMITRIOU	5,16	0,57	5,758
CROWN HELLAS CAN DEAD - 27/09/11	9,52	0,41	5,765
KATHIMERINI	4,43	0	5,795
ELAIS-UNILEVER DEAD - 14/01/08	24,5	1,73	5,852
VIOHALCO CB DEAD - 03/12/13	4,64	0,31	5,857
KARATZIS	4,23	0,5	5,858
HIPPOTOUR DEAD - 12/02/13	17,07	1,62	5,888
G E DIMITRIOU	7,6	0,31	5,922
SIDENOR DEAD - 23/07/15	9,68	1,38	5,977
HELLENIC CABLES	2,7	0,16	5,988
HELLENIC CABLES	2,93	0,31	5,999
PETROS PETROPOULOS	2,08	0,51	6,062
CROWN HELLAS CAN DEAD - 27/09/11	9	0,61	6,069
GEK TERNA HLDG.RLST.CON.	5,51	0,03	6,072
SIDENOR DEAD - 23/07/15	5,36	1,05	6,078
ELLAKTOR	1,1	0	6,109
VIOHALCO CB DEAD - 03/12/13	5,32	0,56	6,159
KARATZIS	3,42	0,38	6,169
DRUCKFARBEN HELLAS	1,28	0	6,175
METKA	6,85	1,86	6,196
VIVARTIA HOLDING DEAD - 24/01/11	9,39	0,34	6,268
HIPPOTOUR DEAD - 12/02/13	11,19	2,03	6,291
EDRASIS PSALLIDAS	3,75	0,29	6,292
EDRASIS PSALLIDAS	5,49	0,2	6,315
AXON HOLDINGS	3,76	0,23	6,525
DRUCKFARBEN HELLAS	1,76	0	6,586
DRUCKFARBEN HELLAS	14,16	0,76	6,601
FOLLI-FOLLIE DEAD - 31/12/10	14,8	2,24	6,656
G E DIMITRIOU	3,92	1	6,666
GEK TERNA HLDG.RLST.CON.	6,72	0,55	6,679
KATHIMERINI	4,17	0	6,695

HELLENIC PETROLEUM	17,22	0	6,756
HIPPOTOUR DEAD - 12/02/13	25,72	1,89	6,784
METKA	9,9	1,66	6,792
ALCO HELLAS SUSP - 26/08/15	1,86	0,22	6,806
HELLENIC FISH FARMING	5,78	0	6,868
DRUCKFARBEN HELLAS	7,96	1,12	6,914
ALCO HELLAS SUSP - 26/08/15	0,72	0	7,001
HELLENIC FISH FARMING	10,4	0,85	7,05
PEGASUS PUBLISHING	0,75	0	7,075
ATH.WT.SUPPLY & SEWAGE	6,68	1,47	7,091
EDRASIS PSALLIDAS	1,72	0,21	7,175
ELAIS-UNILEVER DEAD - 14/01/08	25	1,73	7,179
DRUCKFARBEN HELLAS	2,64	0,64	7,231
VIVARTIA HOLDING DEAD - 24/01/11	23,75	0	7,253
VIVARTIA HOLDING DEAD - 24/01/11	20,56	0,18	7,258
GEK TERNA HLDG.RLST.CON.	6,09	0,08	7,314
ATH.WT.SUPPLY & SEWAGE	7,5	0,21	7,336
CROWN HELLAS CAN DEAD - 27/09/11	8	0,68	7,386
ALCO HELLAS SUSP - 26/08/15	11,88	0,28	7,392
GEK TERNA HLDG.RLST.CON.	5,64	0,25	7,43
HELLENIC FISH FARMING	11,92	0,84	7,476
HELLENIC PETROLEUM	22,9	1,12	7,477
KATHIMERINI	5,12	0,49	7,579
HELLENIC FISH FARMING	6,89	0,78	7,607
IONIAN HOTEL	10	0	7,62
KATHIMERINI	5,88	0,19	7,625
ATH.WT.SUPPLY & SEWAGE	9,7	0,38	7,64
ATH.WT.SUPPLY & SEWAGE	4,98	0,25	7,714
IONIAN HOTEL	11,58	0	7,736
HELLENIC FISH FARMING	5,85	0,23	7,745
HELLENIC FISH FARMING	7,03	0,21	7,766

ALCO HELLAS SUSP - 26/08/15	9,1	0,4	7,768
KATHIMERINI	5,15	0	7,776
ATH.WT.SUPPLY & SEWAGE	6,92	0,31	7,789
VIVARTIA HOLDING DEAD - 24/01/11	23,55	0	7,795
ATH.WT.SUPPLY & SEWAGE	4,6	0,02	7,798
HELLENIC FISH FARMING	6,51	0,34	7,81
HELLENIC FISH FARMING	4,72	0,69	7,845
GEK TERNA HLDG.RLST.CON.	5,53	0,63	7,954
IONIAN HOTEL	15,9	0,12	7,96
FOLLI-FOLLIE DEAD - 31/12/10	14,73	2,31	7,974
ATH.WT.SUPPLY & SEWAGE	3	0,22	8,001
HELLENIC FISH FARMING	8,72	1,09	8,029
GEK TERNA HLDG.RLST.CON.	5,93	0,64	8,041
ALCO HELLAS SUSP - 26/08/15	4,64	0,7	8,18
GEK TERNA HLDG.RLST.CON.	6,16	0,51	8,253
ATH.WT.SUPPLY & SEWAGE	6	0,41	8,277
CROWN HELLAS CAN DEAD - 27/09/11	13,5	0,78	8,295
IONIAN HOTEL	10,5	0	8,302
GEK TERNA HLDG.RLST.CON.	5,51	0,26	8,31
METKA	12,9	1,47	8,335
IONIAN HOTEL	7	0,03	8,372
ALCO HELLAS SUSP - 26/08/15	8,26	0,31	8,441
IONIAN HOTEL	15,8	0,3	8,572
IONIAN HOTEL	14,5	0,07	8,602
AUTOHELLAS	4,97	1,07	8,619
IONIAN HOTEL	14	0,55	8,632
FOLLI-FOLLIE DEAD - 31/12/10	18,39	2,38	8,734
IONIAN HOTEL	14	0,14	8,764
HIPPOTOUR DEAD - 12/02/13	9,58	1,45	8,786
ATH.WT.SUPPLY & SEWAGE	9,4	0,73	8,926
AUTOHELLAS	9,6	1,21	9,077

ALAPIS	69,88	0	9,202
EDRASIS PSALLIDAS	2,8	0,15	9,291
AUTOHELLAS	21,19	1,91	9,627
FOLLI-FOLLIE DEAD - 31/12/10	17,4	2,99	9,861
AUTOHELLAS	4,3	1,4	9,925
SFAKIANAKIS CB	1,45	0	10,344
TITAN CEMENT CR	36,68	2,32	10,345
PEGASUS PUBLISHING	6,8	0	10,415
SFAKIANAKIS CB	10	2,87	10,566
AUTOHELLAS	4,24	1,11	10,827
PEGASUS PUBLISHING	12,1	0	11,26
AUTOHELLAS	5,33	0,47	11,307
AUTOHELLAS	3,41	1,14	11,503
PEGASUS PUBLISHING	12,75	0	11,861
HIPPOTOUR DEAD - 12/02/13	15,16	1,29	12,019
AUTOHELLAS	6,82	1,47	12,054
HIPPOTOUR DEAD - 12/02/13	5,46	2	12,092
PEGASUS PUBLISHING	12,05	0	12,199
AUTOHELLAS	9,43	0,3	12,527
PEGASUS PUBLISHING	10,65	0,1	12,645
TITAN CEMENT CR	42,8	3,18	12,788
SFAKIANAKIS CB	38,63	0,42	12,889
VIVARTIA HOLDING DEAD - 24/01/11	17,23	0,7	12,895
TITAN CEMENT CR	25,2	2,83	14,055
SFAKIANAKIS CB	7,5	3,4	14,159
SFAKIANAKIS CB	3,1	0	14,192
ZAMPA DEAD - 14/06/13	5,2	0	14,732
ZAMPA DEAD - 14/06/13	4,5	0,22	14,939
SFAKIANAKIS CB	32	3,23	15,072
ZAMPA DEAD - 14/06/13	5,99	0	15,119
ZAMPA DEAD - 14/06/13	10,5	0,29	15,503

ZAMPA DEAD - 14/06/13	12,2	0	15,507
ZAMPA DEAD - 14/06/13	11,5	0	15,517
ZAMPA DEAD - 14/06/13	8,38	0,39	15,568
ZAMPA DEAD - 14/06/13	9,34	0,5	15,641
TITAN CEMENT CR	18,8	2,54	17,16
HIPPOTOUR DEAD - 12/02/13	28,1	4,23	17,329
TITAN CEMENT CR	15,42	1,83	17,801
ALAPIS	14,21	0	18,002
TITAN CEMENT CR	13,36	0	18,824
TITAN CEMENT CR	13,9	0,7	19,107
TITAN CEMENT CR	23,68	0	19,136
TITAN CEMENT CR	16,6	1,45	19,293
ALAPIS	0,48	0	21,286
ALAPIS	10,4	2,9	41,239
ALAPIS	58,34	0	55,083
KARELIA TOBACCO	85,95	8,51	55,778
ALAPIS	33,86	0	56,791
KARELIA TOBACCO	78	11,56	62,07
KARELIA TOBACCO	58,6	9,23	67,799
KARELIA TOBACCO	62	9,19	74,991
KARELIA TOBACCO	60,7	8,21	75,609
KARELIA TOBACCO	63,8	7,02	79,043
KARELIA TOBACCO	93	11,47	86,342
KARELIA TOBACCO	145	18,36	96,034
KARELIA TOBACCO	235	16,24	101,94
HALCOR	1,03	0	NA
ALLATINI DEAD - 31/12/08	0,85	0	NA
BLUE STAR MARITIME DEAD - MERGER 308895	2,62	0,16	NA
C ROKAS CR DEAD - MERGER 16/02/09	16	0,51	NA
ELAIS-UNILEVER DEAD - 14/01/08	25	1,73	NA
HELLAS ONLINE DEAD - 17/07/15	0,4	0	NA

KEGO DEAD - MERGER 152042	0,62	0,31	NA
UNISYSTEMS INFO.SYSTEMS DEAD - 04/11/08	2,1	0,07	NA
ALLATINI DEAD - 31/12/08	0,85	0	NA
BLUE STAR MARITIME DEAD - MERGER 308895	2,62	0,16	NA
C ROKAS CR DEAD - MERGER 16/02/09	16	0,51	NA
ELAIS-UNILEVER DEAD - 14/01/08	25	1,73	NA
GR SARANTIS	1,05	0,08	NA
HELLAS ONLINE DEAD - 17/07/15	0,4	0	NA
KEGO DEAD - MERGER 152042	0,62	0,31	NA
KNIT.FAC.MAXIM CM PTDS.	0,1	0	NA
SINGULAR LOGIC INFO.SYS. & APPS.	3,08	0,23	NA
UNISYSTEMS INFO.SYSTEMS DEAD - 04/11/08	2,1	0,07	NA
ALLATINI DEAD - 31/12/08	0,85	0	NA
BENRUBI DEAD - 07/09/10	3,48	0	NA
BLUE STAR MARITIME DEAD - MERGER 308895	2,62	0,16	NA
C CDSL.& SONS CARDICO SUSP - 01/12/10	0,14	0	NA
C ROKAS CR DEAD - MERGER 16/02/09	16	0,51	NA
ELAIS-UNILEVER DEAD - 14/01/08	25	1,73	NA
ELMEC SPORT DEAD - 31/12/10	0,62	0,04	NA
GR SARANTIS	1,05	0,08	NA
HELLAS ONLINE DEAD - 17/07/15	0,4	0	NA
KEGO DEAD - MERGER 152042	0,62	0,31	NA
KNIT.FAC.MAXIM CM PTDS.	0,1	0	NA
LIBERIS PUBLICATIONS DEAD - 01/10/10	0,6	0	NA
SINGULAR LOGIC INFO.SYS. & APPS.	3,08	0,23	NA
UNISYSTEMS INFO.SYSTEMS DEAD - 04/11/08	2,1	0,07	NA
UNITED TEXTILES SUSP - 26/06/10	0,05	0	NA
ALLATINI DEAD - 31/12/08	0,85	0	NA
BENRUBI DEAD - 07/09/10	3,48	0	NA
BLUE STAR MARITIME DEAD - MERGER 308895	2,62	0,16	NA
C CDSL.& SONS CARDICO SUSP - 01/12/10	0,14	0	NA

C ROKAS CR DEAD - MERGER 16/02/09	16	0,51	NA
CROWN HELLAS CAN DEAD - 27/09/11	13,5	0,87	NA
ELAIS-UNILEVER DEAD - 14/01/08	25	1,73	NA
ELMEC SPORT DEAD - 31/12/10	0,62	0,04	NA
EMPORIKOS DESMOS CR SUSP - 01/06/10	0,08	0	NA
FOLLI-FOLLIE DEAD - 31/12/10	18,39	2,38	NA
G E DIMITRIOU	0,91	0	NA
GR SARANTIS	1,05	0,08	NA
HELLAS ONLINE DEAD - 17/07/15	0,4	0	NA
KEGO DEAD - MERGER 152042	0,62	0,31	NA
KLONATEX GROUP OF COS. SUSP - 20/05/11	0,04	0,09	NA
KNIT.FAC.MAXIM CM PTDS.	0,1	0	NA
LIBERIS PUBLICATIONS DEAD - 01/10/10	0,6	0	NA
PETZETAKIS SUSP - 31/01/11	0,26	0	NA
SINGULAR LOGIC INFO.SYS. & APPS.	3,08	0,23	NA
UNISYSTEMS INFO.SYSTEMS DEAD - 04/11/08	2,1	0,07	NA
UNITED TEXTILES SUSP - 26/06/10	0,05	0	NA
VIVARTIA HOLDING DEAD - 24/01/11	12,56	0	NA
XK TEGOPOULOS EDTS.	0,04	0	NA
ALAPIS	0,04	0	NA
ALLATINI DEAD - 31/12/08	0,85	0	NA
BENRUBI DEAD - 07/09/10	3,48	0	NA
BLUE STAR MARITIME DEAD - MERGER 308895	2,62	0,16	NA
C CDSL.& SONS CARDICO SUSP - 01/12/10	0,14	0	NA
C ROKAS CR DEAD - MERGER 16/02/09	16	0,51	NA
CROWN HELLAS CAN DEAD - 27/09/11	13,5	0,87	NA
ELAIS-UNILEVER DEAD - 14/01/08	25	1,73	NA
ELBISCO HOLDING DEAD - 30/11/12	0,06	0	NA
ELFICO DEAD - 21/02/13	0,04	0	NA
ELMEC SPORT DEAD - 31/12/10	0,62	0,04	NA
EMPORIKOS DESMOS CR SUSP - 01/06/10	0,08	0	NA

EUROHOLDINGS CAP.&.INV. DEAD - 21/02/13	0,11	0	NA
FINTEXPORT	0,33	0	NA
FOLLI-FOLLIE DEAD - 31/12/10	18,39	2,38	NA
GR SARANTIS	1,05	0,08	NA
HELLAS ONLINE DEAD - 17/07/15	0,4	0	NA
HELLENIC TELECOM.ORG.	0,43	0	NA
KEGO DEAD - MERGER 152042	0,62	0,31	NA
KERAMIA ALLATINI S A RLST.MAN.& HLDCO.	0,09	0	NA
KLONATEX GROUP OF COS. SUSP - 20/05/11	0,04	0,09	NA
KNIT.FAC.MAXIM CM PTDS.	0,1	0	NA
LIBERIS PUBLICATIONS DEAD - 01/10/10	0,6	0	NA
PETZETAKIS SUSP - 31/01/11	0,26	0	NA
SINGULAR LOGIC INFO.SYS. & APPS.	3,08	0,23	NA
UNISYSTEMS INFO.SYSTEMS DEAD - 04/11/08	2,1	0,07	NA
UNITED TEXTILES SUSP - 26/06/10	0,05	0	NA
VIVARTIA HOLDING DEAD - 24/01/11	12,56	0	NA
XK TEGOPOULOS EDTS.	0,04	0	NA
ALAPIS	0,04	0	NA
ALLATINI DEAD - 31/12/08	0,85	0	NA
BENRUBI DEAD - 07/09/10	3,48	0	NA
BLUE STAR MARITIME DEAD - MERGER 308895	2,62	0,16	NA
C CDSL.& SONS CARDICO SUSP - 01/12/10	0,14	0	NA
C ROKAS CR DEAD - MERGER 16/02/09	16	0,51	NA
CROWN HELLAS CAN DEAD - 27/09/11	13,5	0,87	NA
ELAIS-UNILEVER DEAD - 14/01/08	25	1,73	NA
ELBISCO HOLDING DEAD - 30/11/12	0,06	0	NA
ELFICO DEAD - 21/02/13	0,04	0	NA
ELMEC SPORT DEAD - 31/12/10	0,62	0,04	NA
EMPORIKOS DESMOS CR SUSP - 01/06/10	0,08	0	NA
EURODRIP DEAD - 12/07/13	1,53	0,07	NA
EUROHOLDINGS CAP.&.INV. DEAD - 21/02/13	0,11	0	NA

FINTEXPOR	0,33	0	NA
FOLLI-FOLLIE DEAD - 31/12/10	18,39	2,38	NA
GR SARANTIS	1,05	0,08	NA
HELLAS ONLINE DEAD - 17/07/15	0,4	0	NA
HELLENIC TELECOM.ORG.	0,43	0	NA
KEGO DEAD - MERGER 152042	0,62	0,31	NA
KERAMIA ALLATINI S A RLST.MAN.& HLDCO.	0,09	0	NA
KLONATEX GROUP OF COS. SUSP - 20/05/11	0,04	0,09	NA
KNIT.FAC.MAXIM CM PTDS.	0,1	0	NA
LAMBRAKIS PRESS DEAD - 29/07/13	0,64	0	NA
LIBERIS PUBLICATIONS DEAD - 01/10/10	0,6	0	NA
PETZETAKIS SUSP - 31/01/11	0,26	0	NA
SINGULAR LOGIC INFO.SYS. & APPS.	3,08	0,23	NA
UNISYSTEMS INFO.SYSTEMS DEAD - 04/11/08	2,1	0,07	NA
UNITED TEXTILES SUSP - 26/06/10	0,05	0	NA
VIOHALCO CB DEAD - 03/12/13	4,19	0	NA
VIVARTIA HOLDING DEAD - 24/01/11	12,56	0	NA
XK TEGOPOULOS EDTS.	0,04	0	NA
ZAMPA DEAD - 14/06/13	5,2	0,06	NA