



ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ ΚΑΙ
ΕΦΑΡΜΟΣΜΕΝΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ**

Διπλωματική Εργασία

**ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΟΛΘ Α.Ε. (ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ
ΛΙΜΕΝΟΣ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ)**

ΒΑΣΕΙ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ



του

ΖΗΚΟΥ ΘΩΜΑ

Επιβλέπων Καθηγητής: **κ. Συμεών Παπαδόπουλος**

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού Διπλώματος στην

Ελεγκτική και Εφαρμοσμένη Λογιστική

Θεσσαλονίκη Νοέμβριος 2018

Στους γονείς μου.

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ήθελα να ευχαριστήσω καταρχάς την οικογένεια μου που με στηρίζει αδιάκοπα όλα αυτά τα χρόνια σε κάθε βήμα, παρέχοντας μου στήριξη ηθική και οικονομική.

Ιδιαίτερος ευχαριστώ τον κ. Συμεών Παπαδόπουλο , ο οποίος ως επιβλέπων καθηγητής, μου προσέφερε πολύτιμες γνώσεις, βοήθεια και αμέριστη συμπαράσταση στην εκπόνηση της παρούσας εργασίας.

Τέλος, ευχαριστώ από καρδιάς τους καθηγητές του Προγράμματος Μεταπτυχιακών Σπουδών «Ελεγκτική και Εφαρμοσμένη Λογιστική» που συνέβαλαν στην επιμόρφωση μας.

Περίληψη

Η παρούσα διπλωματική εργασία συντάχθηκε με σκοπό την ανάλυση και εξέταση ενός από τα μεγαλύτερα λιμάνια της Μεσογείου που αποτελεί τον σημαντικότερο λιμένα της Μακεδονίας και έναν από τους σημαντικότερους λιμένες της νοτιοανατολικής Ευρώπης. Λόγω της πλεονεκτικής γεωγραφικής του θέσης και των εξαιρετικών οδικών και σιδηροδρομικών συνδέσεων του, είναι ο μεγαλύτερος λιμένας διαμετακομιστικού εμπορίου της χώρας και εξυπηρετεί τις ανάγκες των 15 περίπου εκατομμυρίων κατοίκων της διεθνούς ενδοχώρας του. Συγκεκριμένα, έγινε αποτίμηση της αξίας της εταιρίας και συνεπώς της τιμής της μετοχής της. Να επισημάνουμε εδώ πως ο ΟΛΘ έχει καλές ταμειακές ροές, τα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα εμφανίζονται μειωμένα λόγω λογιστικής.

Ο ΟΛΘ είναι μια εισηγμένη εταιρία που πρόσφατα πέρασε σε ιδιώτες, ύστερα από την ολοκλήρωση της συμφωνίας για την πώληση του 67% των μετοχών την 21/12/2017 του ΟΛΘ από το Ταμείο Αξιοποίησης Ιδιωτικής Περιουσίας του Δημοσίου (ΤΑΙΠΕΔ). Στις 22/03/2018 καταβλήθηκε το ποσό 231,9 εκατ. ευρώ για την πώληση του 67% του Οργανισμού Λιμένος Θεσσαλονίκης στο ΤΑΙΠΕΔ από την κοινοπραξία South Europe Gateway Thessaloniki, μετά την έγκριση της σύμβασης παραχώρησης μεταξύ του ΟΛΘ και του Δημοσίου από τη Βουλή. Λόγω της ταραχόδους για την χώρα μας οικονομικής κατάστασης είναι εξίσου δύσκολο να αποτιμηθεί η αξία μιας επιχείρησης. Εντούτοις, με την χρήση των ελεύθερων και λειτουργικών ταμειακών ροών έγινε μία προσπάθεια εκτίμησης μιας δίκαιης τιμής της μετοχής του ΟΛΘ.

Επομένως, ο σκοπός της ανάλυσης με βάση την προεξόφληση ταμειακών ροών (discounted cash flow) είναι να υπολογίσει την παρούσα αξία των οικονομικών αποδόσεων που θα επιτευχθούν στο μέλλον. Αν οι επενδυτές γνωρίζουν την τωρινή αξία των μελλοντικών αποδόσεων, μπορούν να βοηθηθούν στον προσδιορισμό του κατά πόσο η τρέχουσα τιμή μιας μετοχής- ή άλλου περιουσιακού στοιχείου- είναι φτηνή, δίκαιη ή ακριβή.

Λέξεις κλειδιά: Αποτίμηση, Δίκαιη τιμή, Ταμειακές Ροές, Προεξόφληση, Μέσο σταθμικό κόστος

Abstract

This thesis was written for the purpose of analysis and for the examination of one of the largest ports in Mediterranean and the 2nd largest in Greece, the Thessaloniki Port Authority S.A. The TH.P.A is a development tool of international trade, of local and national economy.

Moreover, there has been done valuation of the company's value, therefore of the share price. The TH.P.A is a publicly traded company that passed to individuals recently, upon completion of the agreement for the sale of 67% of the TH.PA's shares from the Hellenic Republic Asset Development Fund of the State (HRADF). The first stage of the transfer of shares, was completed on 23/03/2018, with the payment of € 231,926 million by South Europe Gateway Thessaloniki (SEGT) Ltd to HRADF, for acquire of 67% of shares of TH.P.A.

Because of the economic crisis of our country, it is quite difficult to assess the value of a company. However, with the use of free and operating cash flow, it became an attempt to estimate the fair value of TH.P.A's share.

In conclusion, the purpose of the analysis, based on the discounted cash flows- is to calculate the value of the economic performance, which will be achieved in the future. If investors know the current value of future performance, it can be feasible to determine the current value of a stock -or other property element- is underestimated, fair or overvalued.

Key words: Valuation, fair value, cash flow, discounted, WACC

Πίνακας περιεχομένων

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ	iii
Περίληψη	iv
Abstract.....	v
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ	viii
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ	ix
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	9
1.1 Σκοπός της παρούσας εργασίας	11
1.2 Ερευνητικά Ερωτήματα.....	11
1.3 Μεθοδολογία.....	12
1.4 Δομή Διπλωματικής Εργασίας.....	12
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ	13
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΑΞΙΑΣ	17
3.1 Γενικά	17
3.2 Μέθοδος Προεξόφλημένων Ταμειακών Ροών.....	18
3.3 Κατηγοριοποίηση της Μεθόδου Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών	19
3.4 Μοντέλα Αποτίμησης Εταιρειών με την μέθοδο της προεξόφλησης των Ταμειακών Ροών	22
3.4.1 Μέθοδος Προεξόφλησης Μερισμάτων (Discount Dividend Method).....	22
3.4.2 Μέθοδος Προεξόφλησης Υπερκερδών (Discounted Abnormal Earnings Valuation Method)	24
3.4.3 Μέθοδος Προσαρμοσμένης Παρούσας Αξίας (Adjusted Present Value Method - APV).....	26
3.4.4 Μέθοδος Προεξόφλησης των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (Discounted Free Cash Flow Method - DFCF).	27
3.5 EVA (Economic Value Added - μέθοδος προστιθέμενης οικονομικής αξίας).34	
3.5.1 Αδυναμίες της EVA - μεθόδου Προστιθέμενης Οικονομικής Αξίας.....	35

3.6 Συγκριτική Αποτίμηση (Μέθοδος των Πολλαπλασιαστών)	35
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΟΥ ΟΛΘ Α.Ε.....	39
4.1 Περιγραφή της εταιρίας	39
4.2 Οικονομική Κατάσταση ΟΛΘ	41
4.3 Σχέδια ανάπτυξης – Επενδυτικό πρόγραμμα ΟΛΘ.....	44
4.4 Περιβαλλοντική και Κοινωνική Υπευθυνότητα ΟΛΘ	45
4.5 Διαχείριση χρηματοοικονομικών κινδύνων.....	47
4.6 Περιγραφή του ναυτιλιακού κλάδου	48
4.7 Πορεία Μετοχής.....	49
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΟΛΘ Α.Ε.	52
5.1 Γενικά.....	52
5.2 Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίων (WACC)	52
5.3 Προβλεπόμενες Ταμειακές Ροές	54
5.4 Αποτίμηση βάσει Λειτουργικών Ταμειακών Ροών	55
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	57
Βιβλιογραφία.....	59
Ελληνική.....	59
Ξενόγλωσση.....	59
Ηλεκτρονική.....	61
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	62
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ	
Πίνακας 1: Σημαντικοί Αριθμοδείκτες	43
Πίνακας 2: Ανάλυση ως προς τον κίνδυνο επιτοκίου.....	48
Πίνακας 3: Χρηματοοικονομικές Υποχρεώσεις την 31 ^η Δεκεμβρίου 2017	48
Πίνακας 4: Μετοχική σύνθεση ΟΛΘ.....	50
Πίνακας 5: Υποθέσεις για προβλεπόμενες ταμειακές ροές.....	54
Πίνακας 6: Υπολογισμός Λειτουργικών και Ελεύθερων ταμειακών ροών	55

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Διάγραμμα 1: Κατανομή εσόδων ΟΛΘ την περίοδο 2016-2025 λόγω ιδιωτικοποίησης.....41

Διάγραμμα 2: Εικόνα μετοχής ΟΛΘ την τελευταία πενταετία.....51

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η Ανώνυμη Εταιρεία «Οργανισμός Λιμένος Θεσσαλονίκης» (ΟΛΘ ΑΕ) ιδρύθηκε το 1999 με σκοπό τη διοίκηση και εκμετάλλευση του λιμένος της Θεσσαλονίκης. Στις 27 Ιουνίου 2001, παραχωρείται, για περίοδο 40 ετών, από το Ελληνικό Δημόσιο στην ΟΛΘ ΑΕ, το αποκλειστικό δικαίωμα χρήσης κι εκμετάλλευσης των γηπέδων, κτιρίων και εγκαταστάσεων της χερσαίας λιμενικής ζώνης του Λιμένος Θεσσαλονίκης, (τα οποία ανήκουν κατά κυριότητα στο Ελληνικό Δημόσιο). Το 2009 η περίοδος παραχώρησης επεκτάθηκε για επιπλέον 10 έτη λήγουσα την αντίστοιχη ημερομηνία του έτους 2051.

Οι μετοχές της εταιρείας διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αθηνών από τις 27 Αυγούστου 2001, ημερομηνία εισαγωγής τους. Σύνθεση μετοχικού κεφαλαίου (27-8-2001):75%: Ελληνικό Δημόσιο (7.560.000 μετοχές) 25%: Ευρύ επενδυτικό κοινό (2.520.000 μετοχές), οι οποίες διατέθηκαν ως ακολούθως:

1. 110.970 διατέθηκαν σε επενδυτές με ανταλλαγή ΠΡΟΜΕΤΟΧΩΝ.
2. 120.000 διατέθηκαν με Ιδιωτική Τοποθέτηση στην τιμή των 5,39€
3. 2.289.030 διατέθηκαν με καταβολή μετρητών στην τιμή των 6,74€

Η συνολική αξία των μετοχών που διατέθηκαν (εκτός των 110.970 με ανταλλαγή ΠΡΟΜΕΤΟΧΩΝ) ανήλθε σε Δρχ. 5.477.509.295 (16.074.862,20€) Οι συνολικές προμήθειες των Αναδόχων και της Χρηματιστηριακής Εταιρείας που διενήργησε τη χρηματιστηριακή συναλλαγή, ανήλθαν στο ποσό των Δρχ. 266.078.535 (780.861,44€). Τα λοιπά έξοδα της χρηματιστηριακής πράξης ανέρχονται στο ποσό των Δρχ. 26.839.798 (78.766,83€).

Το καθαρό προϊόν από την πώληση των υφιστάμενων μετοχών ανήλθε σε Δρχ. 5.184.590.962 (15.215.233,93€), το οποίο εισπράχθηκε από το Ελληνικό Δημόσιο. Δεν υπήρξαν αποκλίσεις από τα προβλεπόμενα βάσει του εγκεκριμένου Ενημερωτικού Δελτίου.

Η ΟΛΘ ΑΕ, κυρίως με δικά της μέσα και προσωπικό, παρέχει υπηρεσίες ελλιμενισμού των πλοίων, διακίνησης όλων των ειδών των φορτίων και εξυπηρέτησης της επιβατικής κίνησης στο λιμάνι της Θεσσαλονίκης. Η εταιρεία αναλαμβάνει επίσης την κατασκευή νέων και τη βελτίωση και συντήρηση των υφισταμένων εγκαταστάσεων υποδομής και ανωδομής του λιμένος, καθώς επίσης και την αγορά ή συντήρηση του απαραίτητου ηλεκτρομηχανολογικού και τηλεπληροφορικού εξοπλισμού. Ο ΟΛΘ εφαρμόζει τις αυστηρότερες προδιαγραφές ασφάλειας και έχει πλήρως συμμορφωθεί με τις απαιτήσεις του κώδικα [ISPS](#) (International Ship and Port Facility Security Code) για την ασφάλεια των λιμενικών εγκαταστάσεων του λιμένος της Θεσσαλονίκης.

Το προσωπικό του Οργανισμού είναι εκπαιδευμένο σύμφωνα με το Port Development Program του Διεθνούς Γραφείου Εργασίας (ILO), www.ilo.org και παρακολουθεί διαρκώς στοχευμένα προγράμματα εκπαίδευσης. Η ΟΛΘ ΑΕ είναι πιστοποιημένη κατά ISO 9001:2008 για τη Διαχείριση του Σταθμού Εμπορευματοκιβωτίων, κατά ISO 9001:2008 για τη Διαχείριση Στερεών Φορτίων Χύδην εξαιρουμένων των σιτηρών, Εξυπηρέτησης Επιβατικών Πλοίων και Πλοίων Κρουαζιέρας, κατά ISO 9001:2008 για τις Φορτοεκφορτωτικές, Κομιστικές και Καβοδετικές Υπηρεσίες και κατά ΕΛΟΤ 1429:2008 για τον Σχεδιασμό, Ωρίμανση και Υλοποίηση Δημόσιων Τεχνικών Έργων και Δημόσιων Συμβάσεων Προμηθειών και Υπηρεσιών.

Στο λιμάνι επίσης λειτουργούν συμπληρωματικά με τον ΟΛΘ οι ακόλουθες υπηρεσίες:

- Κεντρικό Λιμεναρχείο Θεσσαλονίκης
- Τελωνείο
- Σταθμός Υγειονομικού Κτηνιατρικού Ελέγχου
- Γενικό Χημείο του Κράτους
- Κλιμάκιο και Γραφείο του Οργανισμού Σιδηρόδρομων Ελλάδος
- Πυροσβεστική Υπηρεσία με Πυροσβεστικό Σταθμό
- Πλοηγική Υπηρεσία (Επικοινωνία VHF Κανάλι 12, Εμβέλεια 16-24 χιλιόμετρα)
- Εταιρίες Ρυμουλκών (Επικοινωνία με ραδιοτηλέφωνα και VHF Κανάλι 8)

<https://www.thpa.gr/index.php/el/azitita/102-company>(προσπελάστηκεστις 06/06/2018)

Ο ΟΛΘ περνάει στην εποχή της διεθνούς πλέον παγκοσμιοποιημένης οικονομίας το 2001 όταν μετατρέπεται σε Ανώνυμη Εταιρία με κύριο μέτοχο το δημόσιο. Ενώ, το 2003 η εταιρία εισέρχεται στο Χ.Α.Α. διαθέτοντας το 26% των μετοχών του στο επενδυτικό κοινό. Η πορεία του ΟΛΘ είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με την παροχή υπηρεσιών, ελλιμενισμού των πλοίων, φορτοεκφόρτωσης, χειρισμού και αποθήκευσης των φορτίων, η παροχή λοιπών λιμενικών υπηρεσιών (νερού, ηλεκτρικού ρεύματος, τηλεφωνικών συνδέσεων, αποκομιδής απορριμμάτων κ.τ.λ.), η εξυπηρέτηση της επιβατικής κίνησης (ακτοπλοΐας και κρουαζιερόπλοιων) και η εκμετάλλευση χώρων για πολιτιστικές και άλλες χρήσεις. Η Εταιρεία δραστηριοποιείται στον κλάδο των βοηθητικών και συναφών προς τις μεταφορές δραστηριοτήτων (ΣΤΑΚΟΔ '08, κωδικός 52). Η Εταιρεία δραστηριοποιείται μόνο στον Ελλαδικό χώρο, ανεξάρτητα από το γεγονός ότι στο πελατολόγιο της βρίσκονται και διεθνείς εταιρείες, ενώ επιπρόσθετα η Εταιρεία δεν διαθέτει άλλες εμπορικές ή βιομηχανικές δραστηριότητες πέραν της παροχής υπηρεσιών, οι οποίες παρέχονται στην περιοχή του λιμένα Θεσσαλονίκης.

1.1 Σκοπός της παρούσας εργασίας

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η ανάλυση και αποτίμηση μιας δίκαιης τιμής της μετοχής του ΟΛΘ. Χρησιμοποιώντας τις δημοσιευμένες Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις, θα εφαρμόσουμε συγκεκριμένα υποδείγματα αποτίμησης μετοχών προκειμένου να εκτιμήσουμε μία δίκαιη αξία. Η σωστή αξιολόγηση μίας εν δυνάμει επένδυσης προϋποθέτει την χρησιμοποίηση ορθολογικών μεθόδων αξιολόγησης, που θα λαμβάνουν υπόψη το απαιτούμενο κεφάλαιο επένδυσης, το κόστος ευκαιρίας αυτού και την διάρθρωση των Καθαρών Ταμειακών Ροών της επένδυσης διαχρονικά.

1.2 Ερευνητικά Ερωτήματα

Τα ερωτήματα που καλείται να απαντήσει η εν λόγω εργασία είναι σχετικά με την σημασία της θεμελιώδους ανάλυσης, πώς μπορεί να επηρεάσει μία επικείμενη επένδυση, πώς οι διαθέσιμες δημοσίως πληροφορίες μπορούν να επηρεάσουν επιχειρηματικές αποφάσεις. Επιπλέον, απαντώνται ερωτήματα για την σημαντικότητα της διαδικασίας αποτίμησης της δίκαιης αξίας μετοχών στην ενεργή διαχείριση χαρτοφυλακίου. Συμβάλλει στο να βελτιώνεται η ανταλλακτική σχέση απόδοσης – κινδύνου μέσω του εντοπισμού υπερτιμημένων ή υποτιμημένων μετοχών;

1.3 Μεθοδολογία

Στην παρούσα διπλωματική γίνεται θεωρητική αναφορά στην αποτίμηση αξίας μίας εταιρίας με διάφορες μεθόδους και εκτενέστερα βάσει ταμειακών ροών, ιδιαίτερα αναλύονται έννοιες, μέθοδοι και λόγοι για τους οποίους θεωρείται αναγκαία αποτίμηση. Εν συνεχεία, αποτιμάται η δίκαιη αξία της μετοχής της μελέτης περίπτωσης μας, δηλαδή του ΟΛΘ. Η συλλογή πληροφοριών και η συγγραφή της εργασίας βασίστηκε στην πλούσια ελληνική, ξένη και ηλεκτρονική βιβλιογραφία.

1.4 Δομή Διπλωματικής Εργασίας

Η εργασία αποτελείται συνολικά από έξι Κεφάλαια και στην υποενότητα αυτή θα παρουσιαστεί το περιεχόμενο του καθενός κεφαλαίου.

Το 2^ο Κεφάλαιο αναφέρεται στην ανασκόπηση της βιβλιογραφίας πάνω στο θέμα της αποτίμησης εταιρικής αξίας, βάσει των κυριότερων άρθρων, πλαισίων και συγγραμμάτων που χρησιμοποιήθηκαν ως πηγές.

Το 3^ο Κεφάλαιο παρουσιάζει μία σύνοψη των κυριότερων μεθόδων αποτίμησης και εστιάζει στην αποτίμηση βάσει προεξόφλησης ροών που είναι το εργαλείο το οποίο θα χρησιμοποιήσουμε στην ανάλυση μας.

Το 4^ο Κεφάλαιο αναφέρεται στην τωρινή κατάσταση που βρίσκεται ο ΟΛΘ. Ποια είναι η οικονομική του πορεία, τα σχέδια ανάπτυξης του, οι κίνδυνοι που τον απειλούν, η περιγραφή του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται και η πορεία της μετοχής του.

Το 5^ο Κεφάλαιο εξετάζει την αποτίμηση της ΟΛΘ Α.Ε., υπολογίζουμε το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου, το κόστος Ιδίων και Δανειακών Κεφαλαίων, τις προβλεπόμενες ταμειακές ροές και την αποτίμηση βάση λειτουργικών ροών.

Το 6^ο και τελευταίο Κεφάλαιο περιέχει τα συμπεράσματα της μελέτης μας και τις προοπτικές του ΟΛΘ.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

Τις τελευταίες δεκαετίες είναι γεγονός η αυξανόμενη ανάγκη για αποτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης, διότι πραγματοποιούνται όλο και περισσότερες εξαγορές και συγχωνεύσεις. Ταυτόχρονα, αναπτύσσονται και οι κατάλληλες τεχνικές προκειμένου να γίνει η αποτίμηση αντικειμενική, ακριβής και σύμφωνα με την τρέχουσα αξία της επιχείρησης. Οι κυριότερες μέθοδοι αποτίμησης που χρησιμοποιούν οι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης είναι οι μέθοδοι των πολλαπλασιαστών και κυρίως του P/E, των προεξοφλημένων Καθαρών Ταμειακών Ροών και της αποτίμησης με τη χρήση χρηματοοικονομικών δικαιωμάτων.

Οι Miller και Modigliani (1961²,1963³) πρωτοπόροι, ήταν αυτοί οι οποίοι αρχικά μίλησαν για αποτίμηση εταιριών και δημιούργησαν δύο μεθόδους. Η πρώτη μέθοδος χρησιμοποιεί το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC) για την προεξόφληση των μελλοντικών ταμειακών ροών που προβλέπεται ότι θα δημιουργηθούν, δίνοντας όμως έμφαση στις συσσωρευμένες αποδόσεις των επενδύσεων της εταιρίας και σε ένα κανονικό ρυθμό ανάπτυξης των επενδύσεων από τα καθαρά λειτουργικά κέρδη της εταιρίας μετά την αφαίρεση των φόρων. Η δεύτερη μέθοδος αποτίμησης που ανέπτυξαν, κεφαλαιοποιεί τις μελλοντικές ταμειακές ροές μετά φόρων με το κόστος κεφαλαίου μιας εταιρίας χωρίς χρέος, χωρίς δηλαδή ξένα κεφάλαια, δηλαδή δίχως χρηματοοικονομική μόχλευση και στην οποία έχουν προστεθεί ορισμένα οφέλη όπως είναι τα πλεονεκτήματα που προκύπτουν από την εξοικονόμηση φόρων. Η μέθοδος αυτή ονομάστηκε προσαρμοσμένης παρούσας αξίας. Οι Miller και Modigliani προεξόφλησαν τις προσαρμογές που προαναφέραμε με το μετά φόρων κόστος κεφαλαίου της εταιρίας. Πολύ αργότερα οι Kaplan και Ruback (1995)⁴, στην εμπειρική τους μελέτη για το θέμα των αποτιμήσεων εταιριών, προεξόφλησαν τις ίδιες προσαρμογές των Miller και Modigliani με το κόστος κεφαλαίου εταιριών χωρίς χρηματοοικονομική μόχλευση. Για το λόγο αυτό, τη μέθοδο που χρησιμοποίησαν την ονόμασαν συμπίεσμένη μέθοδος προσαρμοσμένης παρούσας αξίας

² Miller, Merton H. and Modigliani F., "Dividend Policy, Growth and The Valuation of Shares", Journal of Business, Vol. 34, pages 411-433, 1961.

³ Modigliani F. and Miller, Merton H., "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", American Economic Review, Vol. 53, No.3, pages 433-442,1963.

⁴ Kaplan S.N. and Ruback R.S., "The Valuation of Cash Flow Forecasts: An Empirical Analysis", Journal of Finance, Vol. 50, No 4, pages 1059-1093, 1995.

Οι Kaplan και Ruback έκαναν προβλέψεις για την πραγματική αξία μελλοντικών συναλλαγών της εταιρίας από ένα δείγμα συναλλαγών υψηλής μόχλευσης. Το αποτέλεσμα της έρευνάς τους ήταν ότι το 60% των προβλέψεων που είχαν κάνει βρισκόταν μέσα στο 15% της πραγματικής αξίας των συναλλαγών με ένα συνολικό μέσο στατιστικό σφάλμα της τάξεως του 15%.

Οι Gibson, Hotchkiss και Ruback (2000)⁵, πέντε χρόνια αργότερα χρησιμοποίησαν το ίδιο υπόδειγμα και τη μέθοδο των πολλαπλασιαστών και βρήκαν ότι το στατιστικό σφάλμα που προέκυπτε ήταν μεγαλύτερο από αυτό των Kaplan και Ruback, ενώ η μέθοδος των προεξοφλημένων καθαρών ταμειακών ροών αποδεικνυόταν περισσότερο ακριβής από αυτή των πολλαπλασιαστών.

Την ίδια περίοδο, οι Martin και Petty (2000)⁶ κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι όλοι είχαν κάνει μεγάλα σφάλματα πρόβλεψης, αλλά η χρησιμοποίησή των μεθόδων τους στην πράξη βοηθάει τις επιχειρήσεις να βελτιώσουν την αποδοτικότητά τους. Οι διακυμάνσεις στην οικονομία και οι αντιδράσεις των ανταγωνιστικών επιχειρήσεων προκαλούν σφάλματα στις εκτιμήσεις των αποτιμήσεων. Ωστόσο, η αναγνώριση των προσδιοριστικών παραγόντων της αξίας (valuedrivers) καθίσταται χρήσιμη στις επιχειρήσεις προκειμένου να αναθεωρήσουν και να βελτιστοποιήσουν έγκαιρα πολιτικές και πρακτικές.

Παράλληλα οι Francis, Olsson και Oswald (2000)⁷ επισήμαναν ότι οι μέθοδοι αποτίμησης μέσω των μερισμάτων (divide and discount model), ελεύθερων ταμειακών ροών (free cash flow) και μη κανονικών κερδών (abnormal earnings) είναι πιο ακριβείς και παρέχουν καλύτερη εξήγηση στις μεταβολές των αγοραίων τιμών των επιχειρήσεων.

⁵ Gilson, Stuart C., Hotchkiss E.S. and Ruback R.S., "Valuation of Bankrupt Firms", Review of Financial Studies, Vol.13, No 1, pages 43-74, 2000.

⁶ Martin J.D. and Petty J.W., Value Based Management: The Corporate Response to the Shareholder Revolution, Boston MA, Harvard Business School Press, 2000.

⁷ Francis J., Olsson P., and Oswald D., "Comparing the accuracy and explainability of dividend, free cash flow and abnormal earnings equity value estimates", Journal of accounting research, pages 45-70, 2000.

Ο Lamdin (2000)⁸ σε μελέτη του ανέφερε ότι η προεξόφληση των μελλοντικών μερισμάτων μιας εταιρίας για τον προσδιορισμό της αξίας της, ως υπόδειγμα απαιτεί τροποποίηση αναφορικά με την επαναγορά μετοχών.

Ο Damodaran (2000)⁹ κάνοντας αποτίμηση της τεχνολογικής εταιρίας Amazon, χρησιμοποιεί την μέθοδο των προεξοφλημένων Καθαρών Ταμειακών Ροών. Η αξία μιας επιχείρησης ισοδυναμεί με την παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών ταμειακών ροών κατά τη διάρκεια της ζωής της. Ιδιαίτερη προσοχή δίδεται σε θέματα μεταχείρισης αναφορικά με την αποτίμηση, μισθωμάτων, ομολογιακών δανείων, χρηματοοικονομικών δικαιωμάτων, τραπεζικών δανείων και προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου.

Είναι γεγονός ότι ανατρέχοντας στη βιβλιογραφία σύμφωνα με τον Damodaran (2000)¹⁰ διαπιστώνει κανείς την ύπαρξη κυριολεκτικά χιλιάδων μοντέλων προεξόφλησης ταμειακών ροών, αφού σχεδόν κάθε επενδυτική τράπεζα ή εταιρεία συμβούλων επιχειρήσεων έχει αναπτύξει και ένα δικό της εκλεπτυσμένο μοντέλο DCF. Στην πραγματικότητα όμως τα μοντέλα αυτά μπορούν να διαφέρουν μεταξύ τους μόνο ως προς κάποιες συγκεκριμένες παραμέτρους.

Οι Karathanassis και Spilioti (2003)¹¹ σύγκριναν κατά πόσο είναι αποτελεσματικές οι παλαιότερες μέθοδοι αποτίμησης – στις οποίες ανήκει και η αποτίμηση βάσει ταμειακών ροών- σε σχέση με τις νεότερες που βασίζονται στην λογιστική αξία και στην εκτίμηση έκτακτων κερδών. Το δείγμα τους αποτελούνταν από εταιρίες εισηγμένες στον Χρηματιστήριο Αθηνών και τα αποτελέσματα τους έδειξαν ότι οι νεότερες μέθοδοι υπερτερούν στην ακρίβεια αποτίμησης.

Ο Κουσενίδης (2006)¹² για τον τρόπο υπολογισμού των επενδυτικών και λειτουργικών δραστηριοτήτων παρέπεμψε στην χρήση ενός εναλλακτικού τρόπου μέσω των ροών που λαμβάνουν οι μέτοχοι και οι κάτοχοι ομολογιών.

⁸Lamdin D.J., “Valuation with the Discounted Dividend Model when Corporations Repurchase” Financial Practice and Education, Vol. 10, No. 1, pages 252-255, 2000.

⁹Damodaran Aswath, “Firms With no Earnings, no History and no Comparables, Can Amazon.com be Valued?”, Stern School of Business, 44 West Fourth Street, New York, NY 10012, March 2000.

¹⁰Damodaran Aswath, “Investment Valuation”, John Wiley & Sons Inc., 2nd Edition, 2002.

¹¹Karathanassis G.A and Spilioti S.N., “An empirical investigation of the traditional and the clean surplus valuation models”, Managerial Finance, pages 55-66, 2003.

¹²Kousenidis D. V., “A free cash flow version of the cash flow statement: a note”, Managerial Finance, pages 645-653, 2006.

Ο Fernandez (2007)¹³ συγκρίνοντας δέκα διαφορετικά υποδείγματα αποτίμησης αξίας εταιριών κατέληξε στο ότι όλα τα μοντέλα υπολογίζουν παρόμοιες αξίες. Η διαφορά εντοπίζονταν μόνο στο διαφορετικό υπολογισμό της αξίας της φορολογικής ασπίδας, η οποία επηρεάζει με την σειρά της την τελική αξία της επιχείρησης.

Ο Steiger (2008)¹⁴ εφαρμόζοντας την μέθοδο αποτίμησης αξίας βάσει ταμειακών ροών συμπέρανε ότι παρέχει αξιόπιστες προσεγγίσεις στην πραγματική αξία των επιχειρήσεων. Σημείωσε όμως ότι η παραμικρή απόκλιση από τις υποθέσεις αναφορικά με τις μελλοντικές ροές και τα επιτόκια προεξόφλησης, θα οδηγήσουν σε μεγάλες αλλαγές στις υπολογιζόμενες αξίες.

Τέλος, οι Dimitropoulos, Asteriou και Koumanakos (2010)¹⁵ εξετάζοντας τη συσχέτιση της χρηματιστηριακής τιμής με τα κέρδη ή τις ταμειακές ροές υποστήριξαν κάτι διαφορετικό απ' ότι έχουμε αναφέρει μέχρι τώρα. Η αξία των επιχειρήσεων φαίνεται να επηρεάζεται από τις μεταβολές στα κέρδη, παρά στις ταμειακές ροές, υποβαθμίζοντας έτσι την σημασία τους στον καθορισμό της αξίας των επιχειρήσεων.

¹³ Fernandez P., "Valuing companies by cash flow discounting: ten methods and nine theories", *Manegerial Finance*, pages 853-876, 2007.

¹⁴ Steiger F., "The validity of company valuation using Discounted Cash Flow methods, 2008.

¹⁵ Dimitropoulos P. E., Asteriou D. and Koumanakos E., "The relevance of earnings and cash flows in a heavily regulated industry", *Evidence from the Greek banking sector, Advances in Accounting*, pages 290-303, 2010.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΑΞΙΑΣ

3.1 Γενικά

Η μελέτη αποτίμησης προσδιορίζει την αξία μιας επιχείρησης, μέσω επιστημονικών μεθόδων. Σήμερα, υπάρχουν αρκετές μέθοδοι αποτίμησης, από τις οποίες επιλέγονται κάθε φορά οι καταλληλότερες ανάλογα με τα χαρακτηριστικά της αποτιμώμενης επιχείρησης. Δηλαδή, διαφορετική μέθοδος θα πρέπει να εφαρμοστεί για μία εταιρεία που είναι κερδοφόρος και διαφορετική για εταιρεία η οποία πραγματοποιεί ζημιές. Σημειώνεται ότι θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη κατά την αποτίμηση ο κλάδος και οι προοπτικές του.

Οι μέθοδοι αποτίμησης οι οποίες θα χρησιμοποιηθούν για να προσδιοριστεί η αξία μιας εταιρείας θα πρέπει να είναι περισσότερες από μία: ενδεχομένως 2, 3, ή και 4 ανάλογα με την περίπτωση. Η χρήση εναλλακτικών μεθόδων αποτίμησης μας οδηγεί σε περισσότερο ασφαλή συμπεράσματα. Ωστόσο, οι διαφορετικές μέθοδοι θα μας δώσουν διαφορετικά αποτελέσματα για την αξία της ίδιας εταιρείας. Επομένως, είναι απίθανο να υπάρξει μια αποτίμηση που θα είναι «ιδανική».

Για τους παραπάνω λόγους χρησιμοποιούμε διαφορετικές μεθόδους αποτίμησης, οι οποίες μας προσδιορίζουν ένα εύρος τιμών εντός του οποίου θα μπορούσε να βρεθεί μία τιμή για να υποστηριχθεί μία συναλλαγή.

Επίσης, υπάρχουν μέθοδοι πέραν αυτών που στηρίζονται σε χρηματοοικονομικά δεδομένα, που αποτιμούν το brand name ενός προϊόντος ή μιας εταιρικής επωνυμίας. Σε αρκετές περιπτώσεις η αξία μιας επιχείρησης που προσεγγίζεται βάσει χρηματοοικονομικών δεδομένων είναι μικρότερη από την αξία του brand name του προϊόντος ή της επωνυμίας μιας επιχείρησης.

Σήμερα, στην πλειονότητα τους και ανάλογα πάντα με τα χαρακτηριστικά και τα χρηματοοικονομικά δεδομένα των επιχειρήσεων χρησιμοποιούνται κυρίως: η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών (discounted cash flows - DCF), η μέθοδος της προσαρμοσμένης παρούσας αξίας και η μέθοδος προεξόφλησης των υπερκερδών των τελευταίων ή των επομένων 5 ετών. Εκτός αυτών χρησιμοποιούνται και άλλες μέθοδοι, δευτερεύουσας σημασίας, όπως η EVA (Economic Value Added - μέθοδος προστιθέμενης οικονομικής αξίας) και η συγκριτική αποτίμηση.

3.2 Μέθοδος Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών

Το μοντέλο εκτίμησης των Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών αποτελεί την πιο διαδεδομένη μέθοδο εκτίμησης αξίας εισηγμένων και μη εισηγμένων εταιριών. Εξετάζει την επιχείρηση δυναμικά, αναλύοντας την απόδοσή της κατά την διάρκεια των χρόνων και εξετάζοντας τη δυνατότητά της να δημιουργεί ταμειακά διαθέσιμα. Έτσι, η μέθοδος της προεξόφλησης των ταμειακών ροών ορίζει την αξία μιας επιχείρησης ως την αξία των προεξοφλημένων μελλοντικών ταμειακών ροών της (Kaplan S.N. and Ruback R.S, 1995)¹⁶.

Αναλυτικότερα, η μέθοδος προεξόφλησης ταμειακών ροών υπολογίζει το σύνολο των στοιχείων του Ενεργητικού (assets) μιας εταιρίας προεξοφλώντας τις μελλοντικές ταμειακές ροές που αναμένονται από αυτά (Grinblatt and Titman (2002)¹⁷. Για τον υπολογισμό των ταμειακών ροών εκπονείται επιχειρηματικό πλάνο, με ορίζοντα πενταετίας συνήθως, και εξάγονται οι σχετικές προβλέψεις πωλήσεων και κερδοφορίας. Η προεξόφληση των ταμειακών ροών της επιχείρησης γίνεται βάσει ενός κατάλληλου προεξοφλητικού επιτοκίου το οποίο ικανοποιεί τις απαιτήσεις των επενδυτών.

Η μέθοδος της προεξόφλησης των ταμειακών ροών έχει την βάση της στις αρχές της Παρούσας Αξίας, σύμφωνα με την οποία η αξία οποιουδήποτε περιουσιακού στοιχείου ισούται με την παρούσα αξία των προσδοκώμενων μελλοντικών ταμειακών ροών που δημιουργούνται από αυτό.

Όπου:

$$Value = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{Cf_t}{(1+k)^t} [3.1]$$

n= διάρκεια ωφέλιμης ζωής του παγίου

CF_t = οι ταμειακές ροές της περιόδου t

k = το προεξοφλητικό επιτόκιο που αντανακλά την επικινδυνότητα των εκτιμώμενων ταμειακών ροών

¹⁶ Kaplan S.N. and Ruback R.S., "The Valuation of Cash Flow Forecasts: An Empirical Analysis", Journal of Finance, Vol. 50, No 4, pages 1059-1093, 1995.

¹⁷ Grinblatt, M. and S. Titman, "Financial Markets and Corporate Strategy", 2nd Edition, New York, NY, McGraw-Hill, 2002.

Για τον υπολογισμό του DCF value μιας επιχείρησης θα πρέπει να υπολογιστούν οι προσδοκώμενες ταμειακές ροές που θα προκύψουν από το Ενεργητικό (assets) της εταιρείας, το ποσοστό με το οποίο οι ταμειακές ροές των παγίων στοιχείων θα προεξοφληθούν στο παρόν, η παρούσα αξία των προσδοκώμενων ταμειακών ροών που προκύπτουν από τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας και τέλος η εκτιμώμενη αξία της επιχείρησης (DCF value) αφού πρώτα αφαιρεθεί το όποιο χρέος ή δανεισμός υπάρχει.

$$V = \frac{Cf_1}{1+k} + \frac{Cf_2}{(1+k)^2} + \frac{Cf_2}{(1+k)^3} + \dots + \frac{Cf_n+VR_n}{(1+k)^n} \quad [3.2]$$

Όπου:

Cf_i = οι συνολικές εκτιμώμενες ταμειακές ροές για την περίοδο i

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

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

Θεωρητικά οι ταμειακές ροές μπορούν να έχουν μία διάρκεια στο διηνεκές, όμως έχει αποδειχθεί ότι η Παρούσα Αξία τους μειώνεται προοδευτικά σε βάθος χρόνου. Επιπλέον, σύμφωνα με τον Fernandez (2001)¹⁸ το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα των περισσότερων επιχειρήσεων τείνει να εξαφανίζεται μετά την πάροδο ορισμένων χρόνων.

3.3 Κατηγοριοποίηση της Μεθόδου Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών

Ανατρέχοντας στη βιβλιογραφία διαπιστώνει κανείς την ύπαρξη εκατοντάδων μοντέλων προεξόφλησης ταμειακών ροών, αφού σχεδόν κάθε επενδυτική τράπεζα ή εταιρεία συμβούλων επιχειρήσεων έχει αναπτύξει και ένα δικό της εκλεπτυσμένο μοντέλο DCF. Στην πραγματικότητα όμως τα μοντέλα αυτά μπορούν να διαφέρουν μεταξύ τους μόνο ως προς κάποιες συγκεκριμένες παραμέτρους κατά τον Damodaran (2002)¹⁹.

18.Fernandez P., “Valuation using Multiples. How do analysts reach their conclusions”, SSRN Working Paper, IESE Business School, 2001.

20.DamodaranA., “Investment Valuation”, John Wiley & Sons Inc., 2ndEdition, 2002.

Υπάρχουν τρεις βασικοί τρόποι οι οποίοι ακολουθούνται για την αποτίμηση μιας εταιρίας με τη μέθοδο των προεξοφλητικών ταμειακών ροών, οι παραλλαγές και εξελίξεις των οποίων δημιουργούν τα πολυάριθμα μοντέλα αποτίμησης αυτής της κατηγορίας κατά τον Barker (1999)²⁰. Οι σχετικές ταμειακές ροές και τα προεξοφλητικά επιτόκια (discount rates) είναι διαφορετικά σε κάθε περίπτωση. Συγκεκριμένα:

- μπορεί να αποτιμηθεί μόνο η καθαρή θέση (equity valuation) της εταιρείας. Η εκτιμώμενη αξία της καθαρής θέσης (equity) της εταιρείας σύμφωνα με τον Ruback, (2002)²¹ προκύπτει αν από την εκτιμώμενη αξία των περιουσιακών της στοιχείων αφαιρέσουμε την αξία των υποχρεώσεων της (debts). Με άλλα λόγια, η αξία της καθαρής θέσης της εταιρείας υπολογίζεται από την προεξόφληση των αναμενόμενων ταμειακών ροών προς την καθαρή θέση (cash flows to equity), δηλαδή της προεξόφλησης του υπολοίπου των ταμειακών ροών μετά την κάλυψη όλων των εξόδων, των αναγκών επανεπένδυσης, των υποχρεώσεων από φόρους και των καταβολών σε δάνεια (όπως τόκοι, αποπληρωμή κεφαλαίου), στο κόστος της καθαρής θέσης (ή του απαιτούμενου ποσοστού απόδοσης από τους επενδυτές της επιχείρησης).

$$Value\ of\ Equity = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_{to\ Equity}}{(1+k_e)^t} \quad [3.3]$$

Όπου:

CF to Equity_t = οι ταμειακές ροές προς την καθαρή θέση στην περίοδο t

k_e = το κόστος της καθαρής θέσης (cost of equity).

Μια ειδική περίπτωση της αποτίμησης της καθαρής θέσης αποτελεί το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων (Dividend Discount Model), όπου η αξία της καθαρής θέσης της εταιρείας ισούται με την παρούσα αξία των προσδοκώμενων μελλοντικών μερισμάτων. Ο λόγος είναι ότι τα μερίσματα αποτελούν τις κύριες ταμειακές ροές που αναμένουν οι μέτοχοι από την εταιρία.

²⁰ Barker, R. "The role of dividends in valuation models used by analysts and fund managers". The European Accounting Review 8 (2): 195-218, 1999.

²¹ Ruback, R., "Capital Cash Flows: A Simple Approach to Valuing Risky Cash Flows," Financial Management 31 (No. 2, Summer), 5-30, 2002.

- ο δεύτερος τρόπος είναι να αποτιμηθεί η εταιρία ως σύνολο (firm valuation), δηλαδή πέραν της καθαρής θέσης να συνεκτιμηθούν και οι απαιτήσεις των υπολοίπων ενδιαφερομένων μερών. Η αξία της εταιρίας προκύπτει από την προεξόφληση των μελλοντικών ελεύθερων ταμειακών ροών (free cash flow), δηλαδή των υπολειμματικών ταμειακών ροών μετά την αφαίρεση όλων των εξόδων, των αναγκών επανεπένδυσης και των φόρων και προ οποιασδήποτε πληρωμής στους μετόχους και στους δανειστές της εταιρίας. Η καθαρή παρούσα αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών υπολογίζεται για μια προβλεπόμενη περίοδο και βασίζεται στο αντιλαμβανόμενο ρίσκο που ενέχει η επίτευξη των ταμειακών ροών. Η προεξόφληση των ελεύθερων ταμειακών ροών της επιχείρησης γίνεται βάσει του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (WACC), όπου οι συντελεστές στάθμισης βασίζονται στην αναλογία της κεφαλαιακής δομής της επιχείρησης που υπολογίζεται για κάθε πηγή κεφαλαίου (Oded and Michel, 2007)²². Το WACC αποτελεί τον ελάχιστο συντελεστή απόδοσης, τον οποίο πρέπει να εξασφαλίζει η επιχείρηση από την τοποθέτηση των στοιχείων του Ενεργητικού της ανάμεσα σε εναλλακτικές επενδύσεις, ώστε να ικανοποιεί τις απαιτήσεις των επενδυτών της. Η αξία προσδιορίζεται από την παρακάτω σχέση:

$$Value\ of\ Firm = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_{to\ Firm_t}}{(1 + WACC)^t} \quad [3.4]$$

Όπου:

CF to Firm_t = οι ελεύθερες ταμειακές ροές της εταιρίας στην περίοδο t

WACC = Weighted Average Cost of Capital.

- ο τρίτος τρόπος αφορά στην τμηματική αποτίμηση της εταιρείας ξεκινώντας από την αξία των βασικών της λειτουργιών και προσθέτοντας την επίδραση του δανεισμού και των υπολοίπων απαιτήσεων στην εκτιμώμενη αξία σύμφωνα με τον Luehrman (1997)²³. Αυτό το μοντέλο αποτίμησης είναι γνωστό και ως Αναπροσαρμοσμένη Παρούσα Αξία (Adjusted Present Value – APV). Η αποτίμηση με βάση τη μέθοδο αυτή ξεκινά με την αποτίμηση της

²² Oded J. and Michel A., “Reconciling DCF Valuation Methodologies”, Journal of Applied Finance, 2007.

²³ Luehrman TA, “Using APV (adjusted present value): a better tool for valuing operations.”, Harvard Business Review, 75(3):145-6, 148, 150-4, 1997.

καθαρής θέσης της εταιρείας στηριζόμενη στην υπόθεση ότι η χρηματοδότηση της επιχείρησης στηρίζεται αποκλειστικά σε ίδια κεφάλαια. Στη συνέχεια προσδιορίζεται η προστιθέμενη ή αφαιρούμενη αξία του δανεισμού μέσω της παρούσας αξίας του φορολογικού οφέλους (tax benefit) που προέρχεται από το δανεισμό.

3.4 Μοντέλα Αποτίμησης Εταιρειών με την μέθοδο της προεξόφλησης των Ταμειακών Ροών

3.4.1 Μέθοδος Προεξόφλησης Μερισμάτων (Discount Dividend Method)

Οι μέτοχοι μιας επιχείρησης λαμβάνουν οικονομικές αποζημιώσεις με τη μορφή των μερισμάτων. Συνεπώς η αξία των ιδίων κεφαλαίων θα ισούται με την παρούσα αξία των μελλοντικών καταβληθέντων μερισμάτων, όπως φαίνεται και από τη σχέση:

$$\text{Equity value} = \text{PV of expected future dividends} \quad [3.5]$$

Συμβολίζοντας με DIV το μέρισμα ενός δεδομένου χρόνου και με k_e το σχετικό προεξοφλητικό επιτόκιο (ή το κόστος της καθαρής θέσης), τότε η παραπάνω σχέση [3.5] μπορεί να γραφτεί:

$$\text{Equity Value} = \frac{DIV_1}{1 + k_e} + \frac{DIV_2}{(1 + k_e)^2} + \frac{DIV_3}{(1 + k_e)^3} + \dots \quad [3.6]$$

Παρατηρούμε ότι επιλέγοντας αυτόν το τύπο αποτίμησης η λειτουργία της επιχείρησης φαίνεται να εκτείνεται στο διηνεκές. Στην πραγματικότητα ωστόσο οι εταιρίες είτε εξαγοράζονται είτε χρεοκοπούν. Στις περιπτώσεις αυτές οι μέτοχοι μιας επιχείρησης θα λάβουν ένα υπολειμματικό μέρισμα (terminal dividend) επί των μετοχών τους.

Η απαιτούμενη απόδοση k_e επί της καθαρής θέσης μπορεί να εκτιμηθεί με μια από τις παρακάτω μεθόδους:

- Πρώτη μέθοδος το μοντέλο σταθερής ανάπτυξης Gordon & Shapiro (Gordon and Shapiro's constant growth valuation model), βάσει του οποίου:

$$k_e = \frac{DIV_1}{P_0} + g \quad [3.7]$$

όπου:

g = το ποσοστό σταθερής αύξησης των μερισμάτων

DIV_1 = τα μερίσματα που πρόκειται να καταβληθούν το επόμενο χρόνο, τα οποία ισούνται με:

$$DIV_1 = DIV_0 \cdot (1+g) \quad [3.8]$$

P_0 = η τρέχουσα τιμή της μετοχής

- Δεύτερη μέθοδος το Μοντέλο Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model – CAPM). Σύμφωνα με το CAPM, η προσδοκώμενη απόδοση από τους επενδυτές είναι ίση με το άθροισμα της απαλλαγμένης κινδύνου απόδοσης (risk free rate), δηλαδή η απόδοση που θα είχαν επενδύοντας σε ένα κρατικό ομόλογο χωρίς κίνδυνο και μιας απόδοσης ανάλογης του κινδύνου που αναλαμβάνουν από την τοποθέτηση των κεφαλαίων τους σε μετοχές της επιχείρησης ως αποζημίωση (αμοιβή κινδύνου – risk premium). Αυτή η αμοιβή κινδύνου (risk premium) υπολογίζεται πολλαπλασιάζοντας το συντελεστή beta (β) της μετοχής της εταιρείας με την αμοιβή κινδύνου της αγοράς (market risk premium) για μια μέση επένδυση.²⁴ Άρα, η απαιτούμενη απόδοση της μετοχής της επιχείρησης θα δίνεται από τη σχέση:

$$k_e = R_F + \beta (R_M - R_F) \quad [3.9]$$

Όπου:

R_F = η απόδοση χωρίς κίνδυνο (κρατικού ομολόγου)

R_M = η αναμενόμενη απόδοση της αγοράς

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

β = το beta της μετοχής

²⁴ Αρτίκης Γ., «Χρηματοοικονομική Διοίκηση-Αποφάσεις Επενδύσεων», Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα, 2002.

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

Αν μια επιχείρηση έχει σταθερό ποσοστό αύξησης μερισμάτων g στο διηνεκές, η αξία της βάσει του τύπου [3.6] γίνεται:

$$EquityValue = \frac{DIV_1}{(k_e + g)} \quad [3.10]$$

Ο τύπος αυτός αποτίμησης είναι γνωστός ως Μοντέλο Προεξοφλητικών Μερισμάτων (Dividend Discount Model). Αποτελεί την βάση των πλέον δημοφιλών μεθόδων αποτίμησης, μεταξύ των οποίων συγκαταλέγονται η Μέθοδος προεξόφλησης Υπερκερδών (Discounted Abnormal Earnings Valuation Method) και η Μέθοδος Προεξόφλησης των Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flow Valuation Method). Πολλοί αναλυτές υποστηρίζουν ότι η αποτίμηση μιας επιχείρησης βάσει του μοντέλου προεξοφλητικών μερισμάτων παρέχει μια πιο συντηρητική εκτίμηση της αξίας της εταιρείας, αφού με βάση την μερισματική πολιτική που ακολουθείται από τις περισσότερες εταιρείες, τα μερίσματα που καταβάλλονται είναι χαμηλότερα εκείνων που πραγματικά θα μπορούσαν να καταβληθούν στους μετόχους.

3.4.2 Μέθοδος Προεξόφλησης Υπερκερδών (Discounted Abnormal Earnings Valuation Method)

Αν υποθεθεί ότι όλες οι κινήσεις των ιδίων κεφαλαίων (ή της καθαρής θέσης) αποτυπώνονται στον Ισολογισμό μιας επιχείρησης, τότε η αναμενόμενη λογιστική τους αξία για τους μετόχους της εταιρείας στο τέλος του έτους 1 ($BVE_1 = \text{Book value of equity at the end of year 1}$) υπολογίζεται από το άθροισμα της λογιστικής τους αξίας στην αρχή του έτους ($BVE_0 = \text{Book value of equity at the beginning of the year}$) και του αναμενόμενου καθαρού εισοδήματος ($NI_1 = \text{Net Income at the end of year 1}$), μείον τα αναμενόμενα μερίσματα ($DIV_1 = \text{Dividends at the end of year 1}$). Δηλαδή:

$$BVE_1 = BVE_0 + NI_1 - DIV_1 \quad [3.11]$$

Από την παραπάνω σχέση προκύπτει ότι:

$$DIV_1 = BVE_0 + NI_1 - BVE_1 \quad [3.12]$$

Συνδυάζοντας τους μαθηματικούς τύπους από το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων και την σχέση [3.6] η αξία μιας εταιρείας μπορεί να προσδιοριστεί από τη σχέση:

Equity value = Book value of equity + PV of expected future abnormal earnings [3.13]

Τα υπερκέρδη (abnormal earnings) μιας επιχείρησης ορίζονται ως το καθαρό εισόδημα (net income) προσαρμοσμένο σε μια κεφαλαιακή χρέωση (capital charge), η οποία υπολογίζεται πολλαπλασιάζοντας το προεξοφλητικό επιτόκιο k_e (το κόστος της καθαρής θέσης) με την αρχική λογιστική αξία της καθαρής θέσης.

Ο τύπος προσδιορισμού της αξίας μιας εταιρείας βάσει του μοντέλου προεξόφλησης υπερκερδών είναι ο εξής:

$$Equity Value = BVE_0 + \frac{NI_1 - K_e * BVE_0}{(1 + k_e)} + \frac{NI_2 - K_e * BVE_1}{(1 + k_e)^2} + \dots \quad [3.14]$$

Όπως έχει προαναφερθεί, η αξία της καθαρής θέσης μιας επιχείρησης μπορεί να υπολογιστεί αποτιμώντας τα πάγια περιουσιακά της στοιχεία (asset value) και στη συνέχεια αφαιρώντας το καθαρό χρέος. Η αξία των παγίων στοιχείων της εταιρείας δίδεται από τη σχέση:

$$AssetValue = BVA_0 + \frac{NOPAT_1 - WACC * BVA_0}{(1 + WACC)} + \frac{NOPAT_2 - WACC * BVA_1}{(1 + WACC)^2} + \dots \quad [3.15]$$

Όπου:

BVA = η λογιστική αξία των παγίων στοιχείων (book value of assets)

NOPAT = Καθαρό λειτουργικό κέρδος μετά φόρων και προ τόκων (net operating profit after tax).

Αν από τη σχέση [3.15] αφαιρεθεί η τρέχουσα αξία (market value) του καθαρού δανεισμού της εταιρείας προκύπτει η εκτιμώμενη αξία της.

Το συμπέρασμα είναι ότι το μοντέλο αποτίμησης με βάση την προεξόφληση των υπερκερδών υποδηλώνει ότι αν μια επιχείρηση μπορεί να επιτύχει ένα κανονικό ποσοστό απόδοσης επί της λογιστικής της αξίας, τότε οι επενδυτές θα πρέπει να είναι πρόθυμοι να πληρώσουν όχι παραπάνω από τη λογιστική αξία της μετοχής της. Με τον τρόπο αυτό ερμηνεύεται και η απόκλιση της λογιστικής αξίας της εταιρείας από την τρέχουσα αξία της, η οποία οφείλεται τελικά στην ικανότητα της να δημιουργεί υπερκέρδη.

Έχει καταδειχθεί ότι για σχετικά περιορισμένα χρονικά διαστήματα προβλέψεων (δέκα ετών ή και λιγότερα) τα αποτελέσματα της αποτίμησης με βάση τη

μέθοδο αυτή είναι πιο ακριβή συγκριτικά με εκείνα της μεθόδου προεξόφλησης των ταμειακών ροών ή των μερισμάτων.²⁵

Τέλος, πρέπει να σημειωθεί ότι η μέθοδος στηρίζεται σε λογιστικά δεδομένα γι' αυτό θα πρέπει να δίδεται ιδιαίτερη προσοχή στην ερμηνεία των δεδομένων των οικονομικών καταστάσεων που χρησιμοποιούνται κατά την αποτίμηση. Γίνεται αντιληπτό ότι η οικονομική και στρατηγική ανάλυση της εταιρείας είναι βαρύνουσας σημασίας για την αποφυγή στρεβλώσεων των αποτελεσμάτων της μεθόδου αυτής, αφού θα βοηθήσουν τον εκτιμητή να αναγνωρίσει για παράδειγμα, κατά πόσο τα υπερκέρδη που εμφανίζει η εταιρεία οφείλονται σε κάποιο διατηρήσιμο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα ή σε λογιστικούς χειρισμούς που εξυπηρετούν τους σκοπούς της διοίκησης.

3.4.3 Μέθοδος Προσαρμοσμένης Παρούσας Αξίας (Adjusted Present Value Method - APV)

Κατά τη μέθοδο της Προσαρμοσμένης Παρούσας Αξίας η εκτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης ξεκινά από τον προσδιορισμό της αξίας των βασικών της λειτουργιών προσθέτοντας στη συνέχεια την επίδραση του δανεισμού και των υπολοίπων απαιτήσεων στην εκτιμώμενη αξία. Γίνεται κατανοητό ότι το μοντέλο APV αποτιμά την εταιρεία προσθέτοντας δύο αξίες: από την μια πλευρά την εκτιμώμενη αξία της επιχείρησης με βάση την υπόθεση ότι η χρηματοδότησή της στηρίζεται αποκλειστικά σε ίδια κεφάλαια και από την άλλη την αξία της φορολογικής ωφέλειας που προκύπτει από την χρηματοδότηση με δανειακά κεφάλαια.

Πιο συγκεκριμένα, η αξία της επιχείρησης χωρίς δανεισμό υπολογίζεται αν προεξοφλήσουμε τις ελεύθερες ταμειακές ροές με το προεξοφλητικό επιτόκιο της

²⁵ Francis J., Olsson P., and Oswald D., “Comparing the accuracy and explainability of dividend, free cash flow and abnormal earnings equity value estimates”, Journal of accounting research, pages 45-70, 2000.

απαιτούμενης απόδοσης της καθαρής θέσης (required return to equity), το οποίο μπορεί να εφαρμοστεί στην περίπτωση αυτή εφόσον υποθέτουμε ότι δεν υπάρχει δανειακή επιβάρυνση. Το ποσοστό αυτό k_u είναι γνωστό ως απαιτούμενη απόδοση παγίων στοιχείων (required return to assets) και είναι ελεύθερο δανεισμού (unlevered rate). Το ποσοστό αυτό είναι μικρότερο από το κόστος της καθαρής θέσης εάν στην κεφαλαιακή δομή της εταιρείας συμπεριλαμβάνονται και δανειακά κεφάλαια. Ο λόγος είναι ότι στην περίπτωση αυτή οι μέτοχοι θα φέρουν τον οικονομικό κίνδυνο (financial risk) της ύπαρξης δανεισμού, οπότε και θα απαιτήσουν ένα υψηλότερο ποσοστό απόδοσης (equity risk premium). Είναι φανερό ότι στις περιπτώσεις εκείνες όπου δεν υφίσταται δανεισμός ($k_e = k_u$) η απαιτούμενη απόδοση καθαρής θέσης θα ισούται με το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου WACC, αφού η κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης αποτελείται αποκλειστικά από ίδια κεφάλαια.

Η φορολογική ωφέλεια του δανεισμού για μια επιχείρηση προέρχεται από το γεγονός ότι η απασχόληση δανειακών κεφαλαίων έχει ως αποτέλεσμα την καταβολή χαμηλότερου φόρου ετησίως, εξαιτίας των τόκων που αφαιρούνται από το φορολογητέο της εισόδημα στο τέλος κάθε οικονομικής χρήσης. Για τον προσδιορισμό της παρούσας αξίας αυτής της φορολογικής ωφέλειας, θα πρέπει πρώτα να υπολογιστεί το ετήσιο όφελος, το οποίο προκύπτει αν πολλαπλασιάσουμε το ετήσιο ποσό τόκων με τον φορολογικό συντελεστή. Στη συνέχεια θα πρέπει να προεξοφληθούν οι χρηματοροές αυτές με το κατάλληλο ποσοστό προεξόφλησης. Αν και γενικά το ποσοστό προεξόφλησης που μπορεί να χρησιμοποιηθεί σε αυτό το μοντέλο αποτίμησης είναι αμφιλεγόμενο, οι περισσότεροι αναλυτές συμφωνούν στη χρήση του κόστους δανεισμού που προβλέπεται από την αγορά (debt's market cost).

Η μέθοδος της Προσαρμοσμένης Παρούσας Αξίας καταλήγει στα ίδια αποτελέσματα με τη μέθοδο Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών, υπό την προϋπόθεση ότι στο WACC έχουν γίνει οι απαραίτητες προσαρμογές ώστε να λαμβάνονται υπόψη οι όποιες αλλαγές στη κεφαλαιακή διάρθρωση.

3.4.4 Μέθοδος Προεξόφλησης των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (Discounted Free Cash Flow Method - DFCF)

Η μέθοδος προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών εντάσσεται στο ευρύτερο μοντέλο προεξόφλησης ταμειακών ροών (DCF). Αποτελεί την πιο δημοφιλή μέθοδο παγκοσμίως για την αποτίμηση εταιριών στην περίπτωση

συγκρισιμών και εξαγορών, τα αποτελέσματα της οποίας ελέγχονται συνδυαστικά με άλλες μεθόδους αποτίμησης. Η συγκεκριμένη μέθοδος επιχειρεί να καθορίσει την αξία μιας εταιρείας υπολογίζοντας την παρούσα αξία των μελλοντικών ελεύθερων ταμειακών ροών κατά τη διάρκεια ζωής της εταιρείας. Αφού ένας οργανισμός υποθετικά μπορεί να εκτείνει την λειτουργία του στο διηνεκές, η ανάλυση χωρίζεται σε δύο τμήματα: στη χρονική περίοδο των προβλέψεων και στην υπολειμματική αξία (terminal value).

Για τον υπολογισμό της αξίας μιας επιχείρησης σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή θα πρέπει να υπολογιστούν: οι προσδοκώμενες ελεύθερες ταμειακές ροές της εταιρείας, το ποσοστό με το οποίο αυτές οι ταμειακές ροές θα προεξοφληθούν στο παρόν (όπως ήδη έχει αναφερθεί το ποσοστό προεξόφλησης είναι το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου - WACC), η παρούσα αξία των προσδοκώμενων ταμειακών ροών, η υπολειμματική αξία της εταιρείας και τέλος η εκτιμώμενη αξία της επιχείρησης, αφού πρώτα αφαιρεθεί το όποιο χρέος ή δανεισμός υπάρχει.

Το μοντέλο αποτίμησης DFCF ξεκινά με τον προσδιορισμό ενός χρονικού διαστήματος εντός του οποίου αφορά η πρόβλεψη των μελλοντικών ταμειακών ροών της εταιρείας. Ο ορισμός ενός συγκεκριμένου χρονικού διαστήματος δεν σημαίνει πως υιοθετείται η υπόθεση ότι η επιχείρηση θα σταματήσει τη λειτουργία της μετά τη λήξη του διαστήματος που έχει τεθεί. Το κριτήριο που ακολουθείται για την επιλογή της χρονικής διάρκειας σχετίζεται με τον αριθμό των ετών που θεωρεί ο αναλυτής ότι χρειάζεται η επιχείρηση για να βρεθεί σε μια σταθεροποιημένη κατάσταση, πέραν της οποίας θα αναπτύσσεται με σταθερό ρυθμό.

Κατά τη χρονική διάρκεια των προβλέψεων, ο εκτιμητής θα πρέπει να κάνει εκτεταμένες και λεπτομερείς προβλέψεις για τα οικονομικά κόστη και τα οφέλη που προκύπτουν. Σύμφωνα με τους αναλυτές, η περίοδος αυτή θα έπρεπε να ισούται ιδανικά με το χρονικό διάστημα εντός του οποίου η εταιρεία απολαμβάνει το ανταγωνιστικό της πλεονέκτημα, δηλαδή τις συνθήκες εκείνες εντός των οποίων οι αποδόσεις υπερβαίνουν τις αναμενόμενες. Γι' αυτό και κατά τη στρατηγική ανάλυση της εταιρείας έχει μεγάλη σημασία η αναγνώριση της θέσης της στην αγορά σε σχέση με τους ανταγωνιστές της. Η εμπειρία έχει δείξει όμως ότι στη πληθώρα των περιπτώσεων χρησιμοποιείται μια περίοδος πέντε έως δέκα ετών.

Έχοντας προσδιορίσει το χρονικό εύρος των προβλέψεων, θα πρέπει να γίνει πρόβλεψη των πωλήσεων και των υπολοίπων στοιχείων που σχετίζονται με τις ταμειακές ροές, βάσει ενός ρυθμού αύξησης. Η συνήθης πρακτική είναι ως ρυθμός ανάπτυξης να λαμβάνεται η αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ της οικονομίας, δηλαδή η αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ μείον τον πληθωρισμό. Στη συνέχεια, οι προβλέψεις αυτές εξετάζονται σε σχέση με τα ιστορικά στοιχεία της εταιρείας και ελέγχονται ως προς την ορθότητα και τη συνέπειά τους.

Η πρόβλεψη των μελλοντικών εσόδων μιας επιχείρησης είναι ίσως από τις πλέον σημαντικές αν όχι και τις πλέον δυσκολότερες υποθέσεις που απαιτείται να κάνει ένας εκτιμητής αναφορικά με τις αναμενόμενες ταμειακές ροές. Επειδή πρόκειται για το μέλλον, πάντοτε οι εκτιμήσεις αυτές ενέχουν μεγάλο βαθμό αβεβαιότητας. Για τον περιορισμό της αβεβαιότητας αυτής θα πρέπει κατά την πρόβλεψη του ρυθμού αύξησης των πωλήσεων της εταιρείας να συνεκτιμηθούν μια σειρά παραγόντων. Αυτό που θα πρέπει να ακολουθείται ως πρακτικός κανόνας είναι ότι οι μεταβολές του ρυθμού ανάπτυξης επηρεάζουν τόσο τις μελλοντικές ταμειακές ροές όσο και τον κίνδυνο μιας επιχείρησης. Σύμφωνα με τον Damodaran (2002)²⁶ καθώς η επιχείρηση πλησιάζει προς ένα σταθερό ρυθμό ανάπτυξης, οι ανάγκες επανεπένδυσης μειώνονται ενώ ο κίνδυνος πλησιάζει τον μέσο όρο. Οι ταμειακές ροές αποτελούν σήμερα για πάρα πολλούς αναλυτές ένα από τα σημαντικότερα κριτήρια αξιολόγησης της ελκυστικότητας της αγοράς μιας μετοχής.

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

²⁶Damodaran A., "Investment Valuation", John Wiley & Sons Inc., 2nd Edition, 2002.

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

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

όπου:

T = ο φορολογικός συντελεστής (tax rate)

CAPEX = τα έξοδα για επενδύσεις (capital expenditure)

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

Το κεφάλαιο κίνησης υπολογίζεται ως εξής:

Operating Cash

(+) Accounts Receivable

(+) Inventories

(-) Accounts Payable

= Working Capital

Κάνοντας την υπόθεση ότι η χρηματοδότηση μιας επιχείρησης γίνεται αποκλειστικά με ίδια κεφάλαια, τότε οι ελεύθερες ταμειακές ροές θα ισούνται με τις ταμειακές ροές προς την καθαρή θέση (cash flow to equity). Αυτές οι ταμειακές ροές αντικατοπτρίζουν τα ταμειακά διαθέσιμα που απομένουν μετά την κάλυψη όλων των επενδυτικών αναγκών και των δανειακών υποχρεώσεων της εταιρείας, τα οποία μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την καταβολή των μερισμάτων. Η επιλογή προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών ή ταμειακών ροών καθαρής θέσης σχετίζεται αποκλειστικά με το αν σκοπός της αποτίμησης είναι η εκτίμηση της αξίας της καθαρής θέσης ή της εταιρείας ως σύνολο.

Πρέπει να επισημανθεί ότι η προεξόφληση των ταμειακών ροών καθαρής θέσης παρέχει ελάχιστη πληροφόρηση ως προς τις πηγές δημιουργίας αξίας. Επιπρόσθετα, επειδή στον προσδιορισμό των ταμειακών ροών καθαρής θέσης υπεισέρχονται οι πληρωμές δανειακών υποχρεώσεων, ο υπολογισμός γίνεται εξαιρετικά δυσχερής στις περιπτώσεις όπου σημειώνονται μεταβολές στην οικονομική μόχλευση της εταιρείας κατά την πάροδο των χρόνων. Σε αντιδιαστολή, οι ελεύθερες ταμειακές ροές δεν επηρεάζονται από τα εκάστοτε επίπεδα δανεισμού της επιχείρησης, αφού από τους υπολογισμούς εξαιρούνται οι τόκοι, και για το λόγο αυτό προτιμώνται από τους εκτιμητές.

Η αξία της επιχείρησης η οποία προσδιορίζεται από τις ταμειακές ροές και την κερδοφορία της πέραν του οριζόμενου χρονικού διαστήματος των προβλέψεων καθώς η λειτουργία της επιχείρησης συνεχίζεται- αποτυπώνεται στην υπολειμματική αξία. Η υπολειμματική αξία ισούται με την παρούσα αξία όλων των μελλοντικών ταμειακών ροών μετά το τέλος της εξεταζόμενης χρονικής περιόδου, με βάση την υπόθεση ότι αυξάνονται με ένα σταθερό ρυθμό, καθώς δεν προσφέρονται πλέον στην επιχείρηση ευκαιρίες για υψηλότερο ρυθμό ανάπτυξης, ή διαφορετικά, ότι πλέον οι αναμενόμενες αποδόσεις είναι ίσες με κόστος κεφαλαίων της εταιρείας. Η υπολειμματική αξία της επιχείρησης είναι η αξία της στο διηνεκές.

Με δεδομένο ότι η υπολειμματική αξία ενσωματώνει τις μακροπρόθεσμες προοπτικές ανάπτυξης της εταιρείας, γίνεται αντιληπτός ο λόγος που αποτελεί ένα τόσο σημαντικό μέρος της εκτιμώμενης αξίας και γι' αυτό απαιτείται ιδιαίτερη προσοχή.

Για τον υπολογισμό της υπολειμματικής αξίας χρησιμοποιείται η μέθοδος κεφαλαιοποίησης της ταμειακής ροής της τελευταίας περιόδου πρόβλεψης στο διηνεκές. Μια βασική παραδοχή για τον υπολογισμό της αξίας της εταιρείας είναι ότι οι επενδύσεις σε κεφαλαιουχικό εξοπλισμό μετά την περίοδο πρόβλεψης γίνονται μόνο για να διατηρηθεί η υπάρχουσα δυναμικότητα κατά το τελευταίο έτος πρόβλεψης. Ο τύπος υπολογισμού της υπολειμματικής αξίας στο τέλος της περιόδου t είναι:

$$Terminal Value = \frac{FCF_t * (1 + g)}{(WACC - g)} \quad [3.17]$$

όπου:

FCF_t = ελεύθερες ταμειακές ροές στη λήξη της χρονικής περιόδου

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

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

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

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

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

$$WACC = \frac{Equity}{Equity + Debt} \times k_e + \frac{Debt}{Equity + Debt} \times k_d(1 - Tax Rate) \quad [3.18]$$

Όπου:

k_e = κόστος Ιδίων Κεφαλαίων

k_d = κόστος Δανειακών Κεφαλαίων

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

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

Τέλος έχοντας καθορίσει όλες τις παραμέτρους του μοντέλου αποτίμησης με προεξόφληση των ελεύθερων ταμειακών ροών η εκτιμώμενη αξία της επιχείρησης (corporate value) προκύπτει ως το άθροισμα του συνόλου των παρούσων αξιών των ελεύθερων ταμειακών ροών και της παρούσας αξίας της υπολειμματικής της αξίας. Πιο συγκεκριμένα, η αξία της επιχείρησης δίνεται από τη σχέση:

$$\text{Corporate Value} = [PV(FCF)] + PV(\text{Terminal Value}) \quad [3.19]$$

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

Η [3.20] και [3.21]

$$PV_{FCF} = \frac{FCF}{(1 + WACC)^t} \quad [3.20]$$

$$PV_{\text{TERMINAL}} = \frac{\text{Terminal Value}}{(1 + WACC)^t} \quad [3.21]$$

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

Αφαιρώντας από την σχέση [3.19] τυχόν δανεισμό της επιχείρησης θα προκύψει η αξία της Καθαρής Θέσης (Equity) της εταιρείας:

$$\text{Equity} = \text{Corporate Value} - \text{Debt} \quad [3.22]$$

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

της μετοχής στο χρηματιστήριο θα καταδειχθεί κατά πόσο η μετοχή είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη.

3.5 EVA (Economic Value Added - μέθοδος προστιθέμενης οικονομικής αξίας)

Η EVA είναι άλλη μέθοδος που χρησιμοποιείται για την αποτίμηση μίας επιχείρησης. Η EVA μετρά τον πλούτο που δημιουργεί μία εταιρία κάθε έτος και καθορίζεται ως η ποσότητα που απομένει, αφαιρώντας το κόστος κεφαλαίου από το λειτουργικό κέρδος σύμφωνα με τον Stewart (1990)²⁷. Παρόλα αυτά, η EVA είναι κάτι παραπάνω από έναν εναλλακτικό τρόπο μέτρησης των κερδών. Στόχος όλων των επιχειρήσεων είναι να δημιουργήσουν αξία για τους μετόχους τους, ο Evanomics (2011)²⁸ ανέφερε ότι όταν μεγιστοποιείται η μακροπρόθεσμη EVA, η επιχείρηση μεγιστοποιεί και την δική της αξία. Σύμφωνα με τον Macelainen (1998)²⁹ η EVA μπορεί να θεωρηθεί μέτρο ανάπτυξης, μέτρο απόδοσης και μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την αξιολόγηση της απόδοσης, τον καθορισμό των bonus, την επικοινωνία με τους επενδυτές και τον προϋπολογισμό για τις κεφαλαιουχικές δαπάνες.

Το μοντέλο EVA υπολογίζει την αξία που μία επιχείρηση έχει δημιουργήσει σε συγκεκριμένο χρονικό διάστημα, αφαιρώντας από το καθαρό λειτουργικό κέρδος μετά φόρων και προ τόκων (NOPAT) τις απαραίτητες χρεώσεις που πρέπει να γίνουν στο κεφάλαιο που έχει χρησιμοποιήσει η εταιρία προκειμένου να καλύψει τις δραστηριότητες της. Επομένως:

$$EVA = NOPAT - (\text{Capital Charges}) \quad [3.23]$$

Στην ουσία αποτελεί μία εκτίμηση του υπολειμματικού εισοδήματος που δημιουργεί μία επιχείρηση, λαμβάνοντας υπόψη το NOPAT και τις κεφαλαιακές επιβαρύνσεις που παράγει για να έχει κέρδη. Επειδή οι επιβαρύνσεις αυτές είναι προϊόν των επενδεδυμένων κεφαλαίων η EVA μπορεί να γραφτεί ως:

$$EVA = NOPAT - (\text{Invested Capital} \times \text{WACC}) \quad [3.24]$$

²⁷ Stewart G. B., “The Quest for Value: the EVA management guide”, Harper Business, 1990.

²⁸ Evanomics, “Introduction to Economic Value Added” 2011.

²⁹ Makelainen, E., “Economic Value Added as a Management Tool”, 1998.

Το NOPAT αποτελεί μία συνάρτηση κερδών προ τόκων και φόρων και τον φορολογικό συντελεστή της επιχείρησης

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} \times (1 - \text{Tax Rate}) \quad [3.25]$$

Ορίζοντας ξανά την απόδοση του επενδεδυμένου κεφαλαίου (ROIC) ως δείκτη του NOPAT, τότε η EVA γίνεται:

$$\text{EVA} = \text{Invested Capital} \times (\text{ROIC} - \text{WACC}) \quad [3.26]$$

Όπου:

$$\text{Invested Capital} = (\text{Cash} + \text{Accounts Receivable} + \text{Inventories} + \text{Operating Long Term Assets}) - (\text{Accounts Payable} - \text{Accruals})$$

3.5.1 Αδυναμίες της EVA - μεθόδου Προστιθέμενης Οικονομικής Αξίας

Η EVA δεν χρησιμοποιείται αρκετά ως μέθοδος αποτίμησης διότι έχει κάποια μειονεκτήματα, τα οποία παραθέτουμε:

- Οι συνεισφορές σε προστιθέμενη οικονομική αξία είναι δύσκολο να συνδεθούν με μία συγκεκριμένη επένδυση, γιατί ενώ μπορεί να μετρήσει την συσσώρευση χρημάτων από μία αποεπένδυση δεν λαμβάνει υπόψη την επιρροή της επένδυσης σε μη μετρήσιμους δείκτες όπως για παράδειγμα η ικανοποίηση των πελατών.
- Είναι δύσκολος ο υπολογισμός του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου γιατί χρειάζονται μη δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία της εκάστοτε επιχείρησης.
- Δεν είναι δυνατή η εφαρμογή της σε επιχειρήσεις που διαθέτουν πολλά τμήματα.
- Δεν καταφέρνει να δώσει κίνητρα στους ιθύνοντες (διευθυντές) για νέες επενδύσεις.
- Η εφαρμογή της προϋποθέτει νεωτεριστικές αλλαγές στο περιβάλλον μιας επιχείρησης κάτι που προκαλεί πρόβλημα σε παλαιότερες εταιρίες.

3.6 Συγκριτική Αποτίμηση (Μέθοδος των Πολλαπλασιαστών)

Η μέθοδος αυτή είναι απλή και εύκολη στην κατανόησή της ενώ ταυτόχρονα αντανακλά και την τάση της αγοράς καθώς δεν αναφέρεται σε προβλέψεις για το μέλλον αλλά στην τρέχουσα αξία. Ο δείκτης P/E χρησιμοποιείται πολλές φορές από

τους επενδυτές ως μία ένδειξη για το εάν μία μετοχή είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη σύμφωνα με τον Νούλα (2016)³⁰.

Άλλοι δείκτες είναι η τιμή της μετοχής προς τις πωλήσεις της εταιρίας ή προς τη λογιστική αξία του μετοχικού κεφαλαίου, η αξία της επιχείρησης προς τα κέρδη προ φόρων, τόκων, αποσβέσεων και απαξιώσεων. Στη μέθοδο των πολλαπλασιαστών, ο στόχος ήταν να υπολογιστεί η αξία της επιχείρησης αφού πρώτα έχουν προσδιοριστεί ή έχουν γίνει οι απαραίτητες υποθέσεις για τις ταμειακές ροές, το ρυθμό ανάπτυξης της επιχείρησης και ο σχετικός κίνδυνος. Η συγκριτική αποτίμηση βασίζεται πάνω στο πώς αποτιμούνται παρόμοιες επενδύσεις στην αγορά. Ας σημειωθεί όμως ότι παρόμοιες επενδύσεις ακόμα και όταν ανήκουν στον ίδιο κλάδο ενδέχεται να έχουν διαφορετικό ρίσκο και δυνατότητα ανάπτυξης. Βέβαια, από αυτό απορρέει ότι η επιχείρηση ή επένδυση προς εξέταση θα είναι υπερτιμημένη όταν η αγορά είναι υπερτιμημένη και υποτιμημένη όταν η αγορά είναι υποτιμημένη.

Οι πολλαπλασιαστές που μπορούν να χρησιμοποιηθούν διακρίνονται σε πολλαπλασιαστές εσόδων (κεφαλαιοποίησης), λογιστικής αξίας, κερδών και ειδικών για κάθε κλάδο ξεχωριστά σύμφωνα με τον Fernandez (2001)³¹. Η διαδικασία αποτίμησης χρησιμοποιώντας πολλαπλασιαστές χωρίζεται σε τέσσερα στάδια.

Το πρώτο στάδιο ο καθορισμός του πολλαπλασιαστή αναφέρεται στο ότι ο αριθμητής και ο παρονομαστής του πρέπει να είναι συγκρίσιμα. Για παράδειγμα, στον πολλαπλασιαστή P/E, τόσο ο αριθμητής όσο και παρονομαστής αναφέρονται σε στοιχεία της αξίας του μετοχικού κεφαλαίου μιας επιχείρησης. Αυτό γίνεται για τη σωστή σχετική αξιολόγηση. Επίσης, οι πολλαπλασιαστές πρέπει να είναι υπολογισμένοι για το ίδιο χρονικό διάστημα έτσι ώστε να είναι και συγκρίσιμοι. Επιπλέον, οι λογιστικές πρακτικές που χρησιμοποιούν οι επιχειρήσεις πρέπει και αυτές να είναι ίδιες γιατί σε άλλη περίπτωση θα καταλήγαμε σε διαφορετικό προσδιορισμό των εσόδων ανά μερίδιο μεταξύ των επιχειρήσεων.

Δεύτερο στάδιο είναι η περιγραφή της κατανομής του πολλαπλασιαστή ανάμεσα στους διάφορους κλάδους για να διαπιστωθεί ποιος κλάδος είναι

³⁰Νούλας Αθ., «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», Β' έκδοση, Θεσσαλονίκη, 2016.

³¹Fernandez P., "Valuation using Multiples. How do analysts reach their conclusions", SSRN Working Paper, IESE Business School, 2001.

υπερτιμημένος και ποιος υποτιμημένος αλλά και για την αποφυγή χρησιμοποίησης ακραίων μη φυσιολογικών τιμών. Γι' αυτό, βρίσκουμε το μέσο και την τυπική απόκλιση. Όλοι οι πολλαπλασιαστές από μόνοι τους δε μας δίνουν μεγάλη πληροφόρηση, έτσι πρέπει να εξετάζονται στα πλαίσια της αγοράς, του κλάδου και του ιστορικού της ίδιας της επιχείρησης.

Στο τρίτο στάδιο τον προσδιορισμό των παραγόντων που επηρεάζουν τον πολλαπλασιαστή συναντώνται οι ίδιοι παράγοντες με αυτούς που χρησιμοποιήσαμε στη μέθοδο των προεξοφλημένων καθαρών ταμειακών ροών, δηλαδή, το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης, τον κίνδυνο, το ρυθμό ανάπτυξης και τις ταμειακές ροές που αναμένεται να έχει μία επιχείρηση μελλοντικά. Για μια εταιρία με σταθερή ανάπτυξη, η αξία των ιδίων κεφαλαίων υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{Value of Equity} = P_0 = \frac{DIV_1}{(k_e - g)} \quad [3.27]$$

Όπου:

DIV₁: τα μερίσματα που πρόκειται να καταβληθούν το επόμενο χρόνο

k_e: το κόστος καθαρής θέσης (cost of equity)

g: ποσοστό σταθερής ανάπτυξης μερισμάτων

Είναι σύνηθες να συγκρίνεται ο ρυθμός ανάπτυξης με το P/E προκειμένου να εξακριβωθεί κάποια υποτίμηση ή κάποια υπερτίμηση μιας μετοχής. Αυτό όμως, ελλοχεύει κίνδυνο καθώς εάν το P/E είναι χαμηλότερο από τον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης τότε το συμπέρασμα ότι η μετοχή είναι υποτιμημένη ίσως να είναι λάθος για εταιρίες με μεγάλο συντελεστή βήτα ή όταν τα επιτόκια είναι υψηλά. Γενικά πάντως, επικρατεί θετική σχέση μεταξύ P/E και ρυθμού ανάπτυξης και αρνητική σχέση μεταξύ P/E και επιτοκίων, βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων.

Τέταρτο και τελευταίο στάδιο της μεθόδου των πολλαπλασιαστών είναι να βρεθεί μία συγκρίσιμη επιχείρηση για να γίνει η αποτίμηση. Ψάχνουμε δηλαδή για μία επιχείρηση με τα ίδια χαρακτηριστικά κόστους κεφαλαίου, αναμενόμενων ταμειακών ροών και ρυθμό ανάπτυξης. Πολλές φορές για απλοποίηση χρησιμοποιούνται επιχειρήσεις με το ίδιο μέγεθος, από τον ίδιο κλάδο υποθέτοντας ότι αφού μιλάμε για επιχειρήσεις με το ίδιο μέγεθος οι παραπάνω υποθέσεις

πληρούνται. Επιπλέον, υπάρχουν και εναλλακτικοί τρόποι προσδιορισμού συγκρίσιμης επιχείρησης χρησιμοποιώντας στοιχεία όπως ο συντελεστής βήτα, η απόδοση των κεφαλαίων και ο αναμενόμενος ρυθμός αύξησης των εσόδων. Πρέπει να σημειωθεί ότι ο λόγος P/E αν και είναι ο πιο εύχρηστος είναι και ο πιο εύκολα διαστρεβλωμένος.

Δεν ενδείκνυται η σύγκριση επιχειρήσεων μεταξύ χωρών καθώς είναι αρκετά δύσκολο να γίνουν οι απαραίτητες προσαρμογές στα επιτόκια, τον πληθωρισμό και το risk premium της κάθε χώρας. Δεύτερον, όταν υπολογίζουμε τα διάφορα συστατικά του τύπου για να βρούμε το P/E πρέπει να λαμβάνουμε υπόψη τα ίδια χρονικά διαστήματα για όλες τις μεταβλητές και τη διαθέσιμη πληροφόρηση, προβλέψεις και αποδόσεις που υπάρχει για το καθένα εκείνη τη χρονική στιγμή που γίνεται η ανάλυση. Τρίτον, πρέπει η επιλογή της συγκρίσιμης επιχείρησης να γίνει με πολύ προσοχή για να μη καταλήξουμε σε λανθασμένα συμπεράσματα.

Στην πράξη έχει παρατηρηθεί ότι το μοντέλο αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (CAPM) δεν επιτυγχάνει ακριβή εκτίμηση του κινδύνου με αποτέλεσμα να παρατηρείται το γεγονός μετοχές με χαμηλό P/E να “νικάνε” την αγορά ενώ μετοχές με υψηλό P/E να “νικιούνται” από την αγορά. Αυτό σημαίνει ότι ο συντελεστής βήτα είναι υποεκτιμημένος για μετοχές με χαμηλό P/E και υπερεκτιμημένος για μετοχές με υψηλό P/E. Αυτό όμως φαίνεται να μην υφίσταται γιατί συνήθως οι επιχειρήσεις με χαμηλό P/E είναι οι μεγάλες οι οποίες γενικά προσφέρουν και μεγάλα μερίσματα. Επίσης, το μοντέλο CAPM επικεντρώνεται στα κέρδη προ φόρων επικαλύπτοντας με αυτόν τον τρόπο τις φορολογικές υποχρεώσεις που προκύπτουν από μετοχές με μικρό P/E αλλά μεγάλα μερίσματα. Αυτό συμβαίνει όταν τα έσοδα από μερίσματα είναι μεγαλύτερα από αυτά που προέρχονται από τα κεφαλαιακά κέρδη γιατί διαφορετικά ο επενδυτής επωμίζεται μικρότερο κόστος και ενδεχομένως και κέρδος σύμφωνα με τον Fama και French (1999)³².

³²Fama E. F. and French K. R., “The corporate cost of capital and the return on corporate investment”, The journal of Finance, Vol. LIV, No. 6, 1999.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΗΣ ΟΛΘ Α.Ε.

4.1 Περιγραφή της εταιρίας

Λόγω της πολυνησιακής επικράτειας της Ελλάδας, τα 800 περίπου λιμάνια της διαδραματίζουν καθοριστικό ρόλο για την οικονομία της χώρας. Το λιμάνι της Θεσσαλονίκης ανήκει στο Κεντρικό Δίκτυο των Διευρωπαϊκών Δικτύων μεταφοράς, ενώ έχει χαρακτηριστεί ως Λιμένας Διεθνούς Ενδιαφέροντος στην κατάταξη λιμένων της χώρας(ΦΕΚ 202B/16.2.07) και πυλώνας στήριξης του ελληνικού λιμενικού συστήματος λόγω της στρατηγικής του θέσης και των υποδομών του.

Κύριες δραστηριότητες του ΟΛΘ κυρίως με δικά του μέσα και προσωπικό, παρέχει υπηρεσίες ελλιμενισμού των πλοίων, διακίνησης όλων των ειδών των φορτίων και εξυπηρέτησης της επιβατικής κίνησης στο λιμάνι της Θεσσαλονίκης. Η εταιρεία αναλαμβάνει επίσης την κατασκευή νέων και τη βελτίωση και συντήρηση των υφισταμένων εγκαταστάσεων υποδομής και ανωδομής του λιμένος, καθώς επίσης και την αγορά ή συντήρηση του απαραίτητου ηλεκτρομηχανολογικού και τηλεπληροφορικού εξοπλισμού.

Στο λιμάνι επίσης λειτουργούν συμπληρωματικά με τον ΟΛΘ οι ακόλουθες υπηρεσίες:

- Κεντρικό Λιμεναρχείο Θεσσαλονίκης
- Τελωνείο
- Σταθμός Υγειονομικού Κτηνιατρικού Ελέγχου
- Γενικό Χημείο του Κράτους
- Κλιμάκιο και Γραφείο του Οργανισμού Σιδηρόδρομων Ελλάδος
- Πυροσβεστική Υπηρεσία με Πυροσβεστικό Σταθμό
- Πλοηγική Υπηρεσία (Επικοινωνία VHF Κανάλι 12, Εμβέλεια 16-24 χιλιόμετρα)
- Εταιρίες Ρυμουλκών (Επικοινωνία με ραδιοτηλέφωνα και VHF Κανάλι 8)
- Εταιρίες Lashing / Unlashing³³

Στο βαθμό που οι υποδομές του λιμένα εξελιχθούν κατάλληλα και αξιοποιηθούν ανάλογα μπορεί να αποτελέσει μοχλό ανάπτυξης της ναυτιλίας, των θαλάσσιων μεταφορών, της κρουαζιέρας, της συνολικής λιμενικής βιομηχανίας, αλλά και πολλών άλλων οικονομικών δραστηριοτήτων. Σε αυτό το πλαίσιο η βιώσιμη και ολοκληρωμένη ανάπτυξη των λιμενικών εγκαταστάσεων της Θεσσαλονίκης αλλά και της ευρύτερης περιοχής της Μακεδονίας έχει τη δυνατότητα να συμβάλει δραστικά στην ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας και της κοινωνικής ευημερίας στην Ελλάδα.

Στις 5/3/2014 το ΤΑΙΠΕΔ³⁴ προκήρυξε διεθνή διαγωνισμό για την πώληση του 67% των μετοχών της εταιρίας ΟΛΘ και στις 24 Απριλίου του 2017 ανακοίνωσε ως πλειοδότη στο διαγωνισμό την ένωση των εταιρειών Deutsche Invest Equity Partners GmbH, Belterra Investments Ltd και Terminal Link SAS, έχοντας παραλάβει βελτιωμένες οικονομικές προσφορές από τρία επενδυτικά σχήματα.

Στις 19/6/2017, το Διοικητικό Συμβούλιο του ΤΑΙΠΕΔ ανακήρυξε ομόφωνα την ένωση των εταιρειών «Deutsche Invest Equity Partners GmbH», «Belterra Investments Ltd.» και «Terminal Link SAS» Προτιμώμενο Επενδυτή για την απόκτηση του 67% των μετοχών της εταιρείας Οργανισμός Λιμένος Θεσσαλονίκης ΑΕ. Η σύμβαση αγοραπωλησίας μετοχών και η συμφωνία μετόχων υπεγράφησαν στις 21/12/2017 και στις 23/3/2018 ολοκληρώθηκε η χρηματιστηριακή μεταβίβαση του ανωτέρω ποσοστού στην South Europe Gateway Thessaloniki Limited, την εταιρεία ειδικού σκοπού του Προτιμώμενου Επενδυτή. Το ΤΑΙΠΕΔ εξακολουθεί να κατέχει το 7,27% των μετοχών του ΟΛΘ.

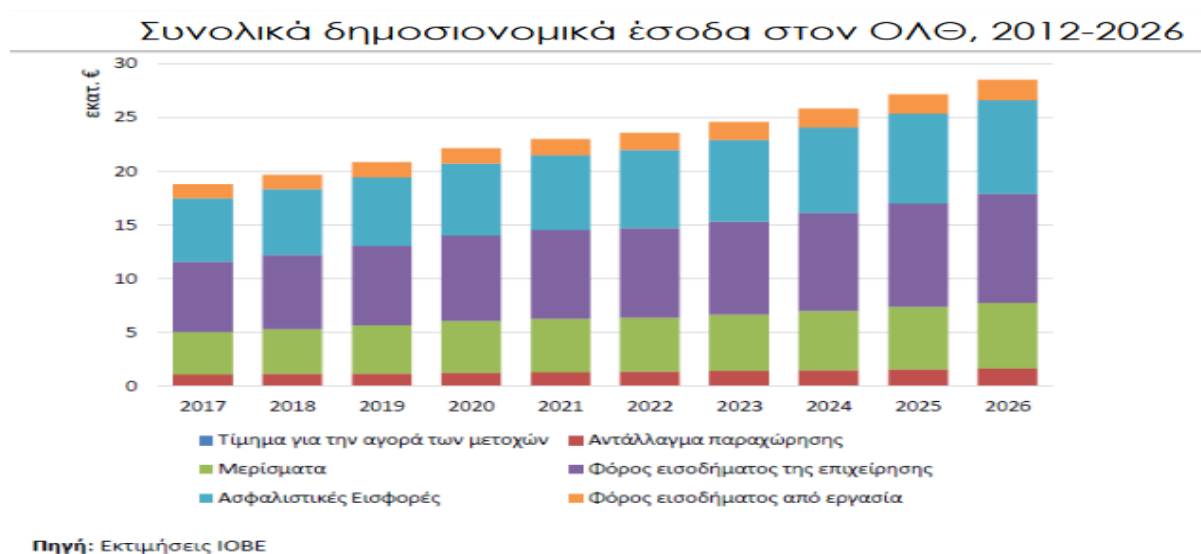
Πέρα όμως από το απτό όφελος της εισροής εσόδων στα δημόσια ταμεία και μια Αύξηση του ΑΕΠ ως και κατά 1,6 δισεκ. ευρώ στο σύνολο της επόμενης δεκαετίας υπολογίζεται ότι προκύπτει από την ιδιωτικοποίηση του Οργανισμού Λιμένος Θεσσαλονίκης (ΟΛΘ), καθώς η ολοκλήρωση της συμφωνίας πώλησης των μετοχών της ΟΛΘ ΑΕ αναμένεται να οδηγήσει στην υλοποίηση επενδύσεων ύψους 257 εκατ. ευρώ την επόμενη δεκαετία. Από αυτές τις επενδύσεις, 180 εκατ. ευρώ προβλέπονται ως υποχρεωτικές στην αναθεωρημένη σύμβαση παραχώρησης μεταξύ του ΟΛΘ και της Ελληνικής Δημοκρατίας. Το ύψος των επενδύσεων ενδέχεται να ενισχυθεί σημαντικά σε περίπτωση βελτίωσης των συνθηκών στο ευρύτερο οικονομικό περιβάλλον. Σε αυτή την περίπτωση οι επενδύσεις ενδέχεται να ξεπεράσουν τα 442 εκατ. ευρώ την περίοδο 2017-2026. Σε αυτή την εκτίμηση δεν λαμβάνονται υπόψη επενδύσεις άλλων εταιρειών που ενδέχεται να δραστηριοποιηθούν στην ευρύτερη περιοχή της Θεσσαλονίκης ως αποτέλεσμα της αυξημένης δραστηριότητας στον λιμένα³⁵.

33 <https://www.thpa.gr/index.php/el/olth/about> (προσπελάστηκε στις 06/07/2018)

34 http://iobe.gr/docs/research/RES_03_22062017_REP_GR.pdf (προσπελάστηκε στις 06/07/2018)

35 <https://www.tovima.gr/2017/06/22/finance/iobe-ti-ependyseis-fernei-i-idiwtikopoiisi-toy-olth/> (προσπελάστηκε στις 06/07/2018)

Οι οικονομικές επιδράσεις, ωστόσο, δεν περιορίζονται στο άμεσο δημοσιονομικό αποτέλεσμα και τις επενδύσεις. Η βελτίωση των υποδομών αναμένεται να δημιουργήσει επιπλέον οικονομική δραστηριότητα τόσο στο λιμάνι όσο και ευρύτερα όπως χερσαίες μεταφορές και logistics. Οι λοιπές επιδράσεις ενδέχεται να επεκταθούν ακόμα και σε δραστηριότητες μεταποίησης, όπως η συναρμολόγηση προϊόντων, εφόσον βελτιωθούν οι υποδομές.



Διάγραμμα 1: Κατανομή εσόδων ΟΛΘ την περίοδο 2016-2026 λόγω ιδιωτικοποίησης

Πηγή: ΤΑΙΠΕΔ Επεξεργασία στοιχείων :IOBE

4.2 Οικονομική Κατάσταση ΟΛΘ

Σύμφωνα με τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις του ΟΛΘ για την χρήση από 1.1.2017-31.12.2017 τα βασικά μεγέθη του είχαν την παρακάτω εικόνα³⁷.

- Ο κύκλος εργασιών της εταιρείας για το 2017 ανήλθε σε 54.231.941€ έναντι των 48.061.529€ του 2016, σημειώνοντας αύξηση πωλήσεων κατά 12,84% και συγκεκριμένα: αύξηση των πωλήσεων του ΣΕΜΠΟ κατά 15,66% (35.395.034€ έναντι των 30.602.483€ του 2016), αύξηση στο Συμβατικό Λιμάνι κατά 8,36% (16.936.831€ έναντι των 15.629.672€ του 2016), αύξηση στην Εκμετάλλευση Χώρων κατά 8,01% (1.690.208€ έναντι των 1.564.914€ του 2016) και μείωση στο Επιβατικό Λιμάνι κατά 20,64% (209.868€ έναντι των 264.461€ του 2016).

³⁷ Ετήσια Οικονομική Έκθεση για την Οικονομική Χρήση από 1ης Ιανουαρίου έως 31ης Δεκεμβρίου 2017 (Σύμφωνα με το Ν. 3556/2007)

- Το 2017 σημειώθηκε αύξηση της τάξεως του 16,74% στη διακίνηση εμπορευματοκιβωτίων, καθώς διακινήθηκαν 401.947 TEUs έναντι 344.316 του 2016. Η αύξηση της διακίνησης εμπορευματοκιβωτίων υπό διαμετακόμιση ανήλθε σε 19,73% και των ελληνικών εξαγωγών σε εμπορευματοκιβώτια σε 14,46%.
- Στο Συμβατικό Λιμένα διακινήθηκαν συνολικά 3.598.371 τόνοι συμβατικού φορτίου έναντι 3.312.527 το 2016 (αύξηση 8,63%).
- Την ίδια περίοδο αυξήθηκε κατά 12,28% ο αριθμός των πλοίων που κατέπλευσαν στον Λιμένα Θεσσαλονίκης, όπου εξυπηρετήθηκαν συνολικά 1.417 πλοία το 2017 έναντι 1.262 το 2016. Από αυτά, τα 523 ήταν πλοία μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων έναντι 440 το 2016 (αύξηση 18,86%), τα 726 ήταν φορτηγά πλοία συμβατικού φορτίου έναντι 674 το 2016 (αύξηση 7,72%) και τα 168 ήταν επιβατικά έναντι 148 το 2016 (αύξηση 13,51%).
- Τα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα και τα λοιπά χρηματοοικονομικά στοιχεία ανέρχονται σε 90.324.984€ έναντι των 75.566.103€ του 2016 σημειώνοντας αύξηση 19,53%.
- Το 2017 οι αποσβέσεις αυξήθηκαν κατά 94,18% σε σχέση με το 2016, λόγω της επανεκτίμησης της ωφέλιμης ζωής μηχανολογικού εξοπλισμού, όπως προβλέπεται από τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς.
- Το μικτό κέρδος διαμορφώθηκε σε 21.809.468€ έναντι των 22.171.088€ του 2016 σημειώνοντας μείωση 1,63% και με το ποσοστό επί του κύκλου εργασιών να ανέρχεται στο 40,22%.
- Το 2017 η εταιρεία προέβη σε απομείωση αξίας περιουσιακών στοιχείων, ύψους 2.318.919,38€ σύμφωνα με το ΔΛΠ 36, εφόσον υπήρχαν ενδείξεις ότι η λογιστική τους αξία, υπερβαίνει το ανακτήσιμο ποσό τους. Η ζημία της απομείωσης αυτής καταχωρείται στα αποτελέσματα της χρήσης. Επιπλέον το 2017, η εταιρεία σχημάτισε πρόβλεψη ύψους 3.526.110,96€ για την κάλυψη του ενδεχόμενου κινδύνου μη επιστροφής της απαίτησης φόρων και δασμών από το Β΄ Τελωνείο Θεσσαλονίκης. Επιπροσθέτως, η εταιρεία σχημάτισε πρόσθετες προβλέψεις ύψους 1.310.411,32€.

Τα αποτελέσματα της χρήσης του 2017 διαμορφώθηκαν ως εξής:

Τα λειτουργικά κέρδη (EBITDA) διαμορφώθηκαν στα **18.849.985€** έναντι των **23.877.735€** του 2016 σημειώνοντας μείωση **21,06%** και με το ποσοστό επί του κύκλου εργασιών να ανέρχεται στο **34,76%**.

Τα αποτελέσματα προ φόρων διαμορφώθηκαν σε **12.474.042€** έναντι των **21.081.797€** του 2016 σημειώνοντας μείωση **40,83%** και με το ποσοστό επί του κύκλου εργασιών να ανέρχεται στο **23,00%**, ενώ μετά από φόρους τα αποτελέσματα διαμορφώθηκαν στα **7.242.955€** έναντι των **14.084.474€** του 2016 σημειώνοντας μείωση **48,57%** και με το ποσοστό επί του κύκλου εργασιών να ανέρχεται στο **13,36%**.

Πίνακας 1: Σημαντικοί Αριθμοδείκτες

	2017	2016
ΓΕΝΙΚΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ (Κυκλοφορούν Ενεργητικό/ Βραχ-μες Υποχρεώσεις)	8	7.97
ΕΙΔΙΚΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ [(Κυκλ/ρούν Ενεργητικό – Αποθέματα) / Βραχ-μες Υπ/σεις]	7.16	6.94
ΔΑΝΕΙΑΚΗΣ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗΣ (Τραπεζικές Υποχρεώσεις /Ιδια Κεφάλαια)	0.12	0.11

Πηγή: Ετήσια Οικονομική Έκθεση (ποσά σε €)

Ο δείκτης Γενικής Ρευστότητας υπολογίζεται από το λόγο του Συνόλου Κυκλοφορούντων Περιουσιακών Στοιχείων προς το Σύνολο των Βραχυπροθέσμων Υποχρεώσεων. Ο δείκτης αυτός μετράει το υπόλοιπο των ρευστών κεφαλαίων πάνω από τις τρέχουσες υποχρεώσεις. Το πλεόνασμα των Κυκλοφορούντων Περιουσιακών Στοιχείων πάνω από τις Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις, παρέχει ένα περιθώριο ασφαλείας για τους επενδυτές και τους αναγνώστες των Οικονομικών Καταστάσεων. Ο δείκτης Γενικής Ρευστότητας διαμορφώνεται σε 8 κατά την 30.06.2017 έναντι 7,97 στις 31.12.2016.

Ο αριθμοδείκτης αυτός πρέπει να είναι μεγαλύτερος από 2 για να θεωρείται επαρκής. Μικρότερος το 2 αντιμετωπίζονται προβλήματα ρευστότητας και μεγαλύτερος του 2 υπάρχουν υπεραρκετά μετρητά. Στην περίπτωση του ΟΛΘ παρατηρούμε ότι κινείται σε άριστα επίπεδα αν και ο αριθμοδείκτης είναι μειωμένος από την προηγούμενη χρήση. Ο δείκτης υπολογίζεται εάν διαιρέσουμε τα Λοιπά Χρηματοοικονομικά Στοιχεία και τα Χρηματικά Διαθέσιμα και Ισοδύναμα με το Σύνολο των Βραχυπροθέσμων υποχρεώσεων.

Ο Δείκτης αυτός δείχνει πόσες φορές τα διαθέσιμα περιουσιακά στοιχεία της Εταιρίας καλύπτουν τις τρέχουσες και ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Ο δείκτης Άμεσης Ταμειακής) Ρευστότητας διαμορφώνεται σε 7,16 κατά την 30.06.2017, έναντι 6,94 στις 31.12.2016. Αν η τιμή του δείκτη είναι μικρότερη από 1 σημαίνει ότι τα αμέσως ρευστοποιήσιμα κυκλοφοριακά στοιχεία δεν είναι σε θέση να καλύψουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

Ο ΟΛΘ έχει την ικανότητα να καλύψει άμεσα βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, συνεπώς βρίσκεται σε καλή οικονομική κατάσταση. Τέλος ο αριθμοδείκτης δανειακής επιβάρυνσης υπολογίζεται από το λόγο των Συνολικών Υποχρεώσεων προς Σύνολο των Ιδίων Κεφαλαίων. Δείχνει την σχέση των ιδίων κεφαλαίων προς τα ξένα κεφάλαια της επιχείρησης. Χρησιμοποιείται από τους δανειστές της επιχείρησης για να εκτιμήσουν τον βαθμό ασφάλειας που τους εξασφαλίζουν τα ίδια κεφάλαια, αλλά και από την διοίκηση και τους μετόχους της επιχείρησης για να διαπιστώσουν το επίπεδο στο οποίο έχει φθάσει η χρήση κεφαλαιακής μόχλευσης. Ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης ξένων προς ιδίων κεφαλαίων κατά την 30.06.2017 ανήλθε σε 0,12 έναντι 0,11 στις 31.12.2016. Ο ΟΛΘ δεν αντιμετωπίζει σοβαρά προβλήματα δανεισμού σύμφωνα με τον δείκτη.

4.3 Σχέδια ανάπτυξης – Επενδυτικό πρόγραμμα ΟΛΘ

Κύριος στόχος της σύνταξης του Προγραμματικού Σχεδίου Ανάπτυξης για την Ο.Λ.Θ. Α.Ε., με ορίζοντα εικοσιπενταετίας (έτος 2040), είναι ο ολοκληρωμένος σχεδιασμός των διαφόρων τομέων-εγκαταστάσεων κατά μέγεθος και θέση, έτσι ώστε στο διατιθέμενο χώρο της χερσαίας ζώνης λιμένα να επιτευχθεί η βέλτιστη λειτουργικότητα και η μέγιστη δυναμικότητα εξυπηρέτησης.

Η στρατηγική της Ο.Λ.Θ. Α.Ε. έχει στόχο τη βιώσιμη ανάπτυξη των λιμενικών λειτουργιών με την προσφορά νέας χωρητικότητας (capacity), την βελτίωση της ποιότητας των παρεχόμενων υπηρεσιών με φιλικό προς το περιβάλλον τρόπο, την εξέλιξη του σε smartport, καθώς και την αξιοποίηση των πλεονεκτημάτων της γεωγραφικής θέσης του Λιμένα, με σκοπό ο Λιμένας Θεσσαλονίκης να κατέχει στρατηγική θέση, για τα εμπορεύματα προέλευσης/προορισμού, στο σύστημα των θαλασσιών και συνδυασμένων μεταφορών της Ανατολικής Μεσογείου και της ΝΑ Ευρώπης.

Οι στρατηγικοί στόχοι της Ο.Λ.Θ. Α.Ε. είναι οι παρακάτω:

- Ενίσχυση της ανταγωνιστικής θέσης του Λιμένας Θεσσαλονίκης όσον αφορά στη διακίνηση εμπορευματοκιβωτίων (Ε/Κ), ώστε να καταστεί ο Σταθμός Εμπορευματοκιβωτίων (ΣΕΜΠΟ) σημαντικός κόμβος συνδυασμένων μεταφορών για τα Ε/Κ transit στην ευρύτερη περιοχή της ΝΑ Ευρώπης και τα εγχώρια Ε/Κ. Για την επίτευξη αυτού του στόχου ο ΣΕΜΠΟ σχεδιάζεται να επεκταθεί σε βαθύτερα κρηπιδώματα βάθους -16m, ώστε να εξυπηρετεί τα μεγάλα πλοία τακτικών γραμμών.

- Ενίσχυση της ανταγωνιστικής του θέσης στην ευρύτερη περιοχή της ΝΑ Ευρώπης ως λιμένα διακίνησης συμβατικού φορτίου transit και στον ελληνικό χώρο ως κύριο λιμένα διακίνησης συμβατικού φορτίου. Για την επίτευξη αυτού του στόχου σχεδιάζεται να επεκταθεί το ανατολικό μέρος του προβλήτα 6 σε βαθύτερα κρηπιδώματα βάθους -16m, για την εξυπηρέτηση πλοίων μεταφοράς ξηρού χύδην φορτίου μεταφορικής ικανότητας μεγαλύτερης των 100.000 τόνων.
- Αύξηση της δραστηριότητας διερχόμενης κρουαζιέρας (transit) και ανάπτυξη μεσοπρόθεσμα της κρουαζιέρας αφετηρίας (homeport).
- Προσέλκυση διακίνησης Ro-Ro από τουρκικούς λιμένες του Αιγαίου προς την Κεντρική Ευρώπη και τα Βαλκάνια.
- Αξιοποίηση και ανάπλαση των χώρων και διαθέσιμων κτιριακών υποδομών του λιμένα για σύγχρονες λιμενικές δραστηριότητες, καθώς και για επιχειρηματικές και πολιτιστικές – κοινωνικές δραστηριότητες που συνδέουν την πόλη με το λιμένα.
- Ανάπτυξη της ακτοπολιτικής λειτουργίας από/προς νησιά του Αιγαίου.³⁸

4.4 Περιβαλλοντική και Κοινωνική Υπευθυνότητα ΟΛΘ

Το λιμάνι Θεσσαλονίκης ήταν το πρώτο στην Ελλάδα και στη Μεσόγειο που πιστοποιήθηκε κατά το σύστημα PERS(Port Environmental Review System) το 2002 ενώ παράλληλα είναι μέλος του Ευρωπαϊκού δικτύου λιμένων ECOPORTS, η συμμετοχή στο οποίο γίνεται με κριτήριο την περιβαλλοντική επίδοση των λιμένων. Από το 2015 εφαρμόζει σύστημα περιβαλλοντικής διαχείρισης σύμφωνα με ISO14001: 2004. Η Ο.Λ.Θ. Α.Ε. δίνει ιδιαίτερη βαρύτητα στην προστασία του περιβάλλοντος. Για το λόγο αυτό διαθέτει εγκεκριμένο σχέδιο διαχείρισης αποβλήτων πλοίων που καταπλέουν στο λιμάνι της Θεσσαλονίκης καθώς και σχέδια έκτακτης ανάγκης για την αντιμετώπιση περιστατικών ρύπανσης της θάλασσας από πετρέλαιο και επικίνδυνες ουσίες.

Επίσης ανακυκλώνει το σύνολο των αποβλήτων που παράγονται από τις εγκαταστάσεις της όπως, ελαστικά στο τέλος του κύκλου ζωής, απόβλητα λιπαντικών ελαίων, ξύλινη συσκευασία (τακαρία), μεταλλική συσκευασία (τσέρκια), αδρανή από εκσκαφές και κατεδαφίσεις, σιδηρούχα μέταλλα (scrap), φίλτρα λαδιού και πετρελαίου, λιπασμένα ροκανίδια και υφάσματα. Παράλληλα πραγματοποιεί μετρήσεις ποιότητας θαλασσίου περιβάλλοντος και διαθέτει μονάδα μέτρησης ατμοσφαιρικής ρύπανσης και πρόγραμμα μετρήσεων θορύβου για το σύνολο των εγκαταστάσεων και του μηχανολογικού εξοπλισμού.

38. <https://www.thpa.gr/index.php/el/olth/investors/info/101-company/growth>(προσπελάστηκε στις 10/07/2018)

Στο πλαίσιο εφαρμογής του συστήματος περιβαλλοντικής διαχείρισης PERS, η ΟΛΘ Α.Ε. έχει αναπτύξει και εφαρμόζει:

- Σχέδιο παραλαβής και διαχείρισης αποβλήτων πλοίων και καταλοίπων φορτίου σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Οδηγία 2000/59 σχετικά με τις λιμενικές εγκαταστάσεις παραλαβής αποβλήτων. σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Οδηγία 2000/59 σχετικά με τις λιμενικές εγκαταστάσεις παραλαβής αποβλήτων πλοίου και καταλοίπων φορτίου, όπως αυτή ενσωματώθηκε στην Ελληνική Νομοθεσία, αλλά και τα προβλεπόμενα στη Διεθνή Σύμβαση για τη Θαλάσσια Ρύπανση MARPOL 73/78 και παρέχει ολοκληρωμένες υπηρεσίες παραλαβής και διαχείρισης αποβλήτων πλοίων στα πλοία.
- Σχέδιο Αντιμετώπισης Εκτάκτων Περιστατικών Θαλάσσιας & Χερσαίας Ρύπανσης για την αντιμετώπιση περιστατικών ρύπανσης από πετρέλαιο και άλλες επιβλαβείς ουσίες, εντός της λιμενικής ζώνης του ΟΛΘ.
- Η ανώτατη επιτρεπόμενη στάθμη θορύβου που ορίζεται στους εγκεκριμένους περιβαλλοντικούς όρους για την λειτουργία του λιμένα Θεσσαλονίκης (Απόφαση Υπουργού Περιβάλλοντος Ενέργειας & Κλιματικής Αλλαγής Α.Π.οικ. 203978) είναι η τιμή 70 dB(A) για τον δείκτη LDEN.
- Σύστημα ολοκληρωμένης διαχείρισης αποβλήτων που παράγονται στις χερσαίες εγκαταστάσεις με σκοπό την ενίσχυση της ανακύκλωσης και τη μείωση των ποσοτήτων που καταλήγουν προς τελική διάθεση στους χώρους υγειονομικής ταφής. Η ελαχιστοποίηση των επιπτώσεων της λειτουργίας του λιμανιού της Θεσσαλονίκης στο περιβάλλον αποτελεί τα τελευταία χρόνια βασικό μέλημα της διοίκησης της ΟΛΘ ΑΕ.

Τα θετικά αποτελέσματα αυτής της πολιτικής αποτυπώνονται απολύτως στα αποτελέσματα του προγράμματος ανακύκλωσης της εταιρίας για το 2012, που είναι εξίσου εντυπωσιακά με αυτά των προηγούμενων χρόνων και δίκαια την αναδεικνύουν σε πρωταθλήτρια. Άλλωστε την περασμένη χρονιά η ΟΛΘ ΑΕ απέσπασε τρία βραβεία στα «Environmental Awards». Το ολοκληρωμένο πρόγραμμα ανακύκλωσης, η εγκατάσταση φυσικού αερίου στα κτίρια του Α' προβλήτα και η εκτεταμένη δενδροφύτευση στην λιμενική περιοχή αξιολογήθηκαν και βραβεύτηκαν από ειδική επιτροπή. Την τριετία 2010 – 2012 η ΟΛΘ ΑΕ σε συνεργασία με πιστοποιημένους φορείς παρέδωσε προς ανακύκλωση συνολικά 1.835,9 τόνους διαφόρων υλικών.³⁹

39. <http://www.voria.gr/article/i-perivallontikes-protereotites-sto-limani-tis-thessalonikis>(προσπελάστηκε στις 10/07/2018)

4.5 Διαχείριση χρηματοοικονομικών κινδύνων

Η Εταιρεία δεν εκτίθεται σε σημαντικούς χρηματοοικονομικούς κινδύνους όπως κίνδυνο αγοράς, μεταβολές σε συναλλαγματικές ισοτιμίες, τιμές αγοράς, πιστωτικό κίνδυνο και κίνδυνο ρευστότητας. Τα χρηματοοικονομικά μέσα της Εταιρείας αποτελούνται από καταθέσεις σε τράπεζες (όψεως, προθεσμιακές), εμπορικούς και λοιπούς χρεώστες και πιστωτές καθώς και λοιπά χρηματοοικονομικά στοιχεία, σύμφωνα με την ετήσια οικονομική έκθεση του 2017.⁴⁰

Η έκθεση της Εταιρείας όσον αφορά τον πιστωτικό κίνδυνο περιορίζεται στα χρηματοοικονομικά της στοιχεία. Ο πιστωτικός κίνδυνος στον οποίο εκτίθεται η Εταιρεία έναντι των πελατών της αφ' ενός, λόγω της μεγάλης διασποράς του πελατολογίου της, αφετέρου δε επειδή κατά πάγια τακτική λαμβάνει προκαταβολές πριν την έναρξη των εργασιών ή εγγυητικές επιστολές είναι περιορισμένος.

Επίσης όσον αφορά τα χρηματοοικονομικά στοιχεία του ενεργητικού καθώς και τα χρηματικά διαθέσιμα και ισοδύναμα η διοίκηση της Εταιρείας εφαρμόζει πολιτική διασποράς του αριθμού των τραπεζών που συναλλάσσεται καθώς και πολιτική αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας αυτών..

Η Εταιρεία συναλλάσσεται με εγχώριους και ξένους πελάτες και το νόμισμα συναλλαγής είναι το Ευρώ. Συνεπώς δεν προκύπτει συναλλαγματικός κίνδυνος. Η Εταιρεία κατέχει ορισμένα χρεόγραφα των οποίων οι ταμειακές ροές προσδιορίζονται από κυμαινόμενο επιτόκιο συνδεδεμένο με το διατραπεζικό επιτόκιο (EURIBOR). Η Εταιρεία κατέχει προθεσμιακές καταθέσεις και έντοκα γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου βραχυπρόθεσμης διάρκειας, οι οποίες είναι υψηλής ρευστοποίησης. Μία αύξηση (μείωση) του επιτοκίου της τάξεως του + 1% ή -1% θα επέφερε αύξηση (μείωση) στα αποτελέσματα της χρήσης κατά περίπου € 858 χιλ. (μεταβολή ποσού € 752 χιλ. στα αποτελέσματα χρήσης του 2016).

Η Εταιρεία δεν έχει δανειακές υποχρεώσεις. Ο πιστωτικός κίνδυνος στον οποίο εκτίθεται η Εταιρεία έναντι των πελατών της αφ' ενός, λόγω της μεγάλης διασποράς του πελατολογίου της, αφετέρου δε επειδή κατά πάγια τακτική λαμβάνει προκαταβολές πριν την έναρξη των εργασιών ή εγγυητικές επιστολές είναι περιορισμένος. Επίσης όσον αφορά τα χρηματοοικονομικά στοιχεία του ενεργητικού καθώς και τα χρηματικά διαθέσιμα και ισοδύναμα η διοίκηση της Εταιρείας εφαρμόζει πολιτική διασποράς του αριθμού των τραπεζών που συναλλάσσεται καθώς και πολιτική αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας αυτών.

40. Ετήσια Οικονομική Έκθεση για την Οικονομική Χρήση από 1ης Ιανουαρίου έως 31ης Δεκεμβρίου 2017 (Σύμφωνα με το Ν. 3556/2007

Πίνακας 2: Ανάλυση ως προς τον κίνδυνο επιτοκίου
Πίνακας 2: Ανάλυση ως προς τον κίνδυνο επιτοκίου
Πηγή: Ετήσια Οικονομική Έκθεση (ποσά σε €)

Ποσά σε χιλ. €		31/12/2017	31/12/2016
Κατηγορίες χρηματοοικονομικών στοιχείων			
Χρηματοοικονομικά Στοιχεία Διαθέσιμα προς πώληση		0	424,5
Μακροπρόθεσμες απαιτήσεις		27,5	27,5
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις		0	3526
Απαιτήσεις από πελάτες		3663	4504
Προκαταβολές και λοιπές απαιτήσεις		4677	4859
Λοιπά χρηματοοικονομικά στοιχεία		9436	27108
Χρηματικά Διαθέσιμα και Ισοδύναμα		80889	48458
Σύνολο		98692,5	88907

Πηγή: Ετήσια Οικονομική Έκθεση (ποσά σε €)

Για την Εταιρεία δεν υπάρχει κίνδυνος ρευστότητας καθώς οι λειτουργικές της δαπάνες καλύπτονται από τα ταμειακά ισοδύναμα και τα λοιπά χρηματοοικονομικά στοιχεία που καταλαμβάνουν συνολικά το 89,90% και 87,05% του κυκλοφορούντος ενεργητικού για τις χρήσεις 2017 και 2016 αντίστοιχα.

Η ληκτότητα των χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων της 31.12.2017 και της 31.12.2016 αναλύεται ως εξής : Ο παρακάτω πίνακας συνοψίζει τις ημερομηνίες λήξης των χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων της 31ης Δεκεμβρίου 2016 που απορρέουν από τις σχετικές συμβάσεις σε μη προεξοφλημένες τιμές.

Πίνακας 3: Χρηματοοικονομικές Υποχρεώσεις την 31^η Δεκεμβρίου 2017

Ποσά σε χιλ. €	2017				
	<u>εντός 6 μηνών</u>	<u>6 έως 12 μήνες</u>	<u>1 έως 5 έτη</u>	<u>μετά από 5 έτη</u>	
Υποχρεώσεις σε προμηθευτές	2.396	0	0	0	0
Προκαταβολές Πελατών	2995	0	0	0	0
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	0	0	124	0	0
Σύνολο	5.391	0	124	0	0
Ποσά σε χιλ. €	2016				
	<u>εντός 6 μηνών</u>	<u>6 έως 12 μήνες</u>	<u>1 έως 5 έτη</u>	<u>μετά από 5 έτη</u>	
Υποχρεώσεις σε προμηθευτές	2.680	0	0	0	0
Προκαταβολές Πελατών	3882	0	0	0	0
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	0	0	115	0	0
Σύνολο	6.562	0	115	0	0

4.6 Περιγραφή του ναυτιλιακού κλάδου

Ο ναυτιλιακός κλάδος αντιμετωπίζει δυσκολίες τόσο εξαιτίας της συνεχιζόμενης χαμηλής ναυλαγοράς όσο και εξαιτίας της δυστοκίας των τραπεζών να δανειοδοτήσουν τον κλάδο. Όμως η ναυτιλία, ως άκρως κυκλική αγορά, έχει βιώσει στο παρελθόν παρόμοιες καταστάσεις, οι οποίες ξεπεράστηκαν και υπάρχει αισιοδοξία ότι το 2017 θα έρθει η ανάπτυξη, η βελτίωση των συνθηκών αγοράς και η χρηματοδότηση του κλάδου. Τεράστιες αλλαγές συμβαίνουν στο χώρο της ναυτιλίας.

Η πρόσφατη αποχώρηση της RBS, της οποίας το χαρτοφυλάκιο ήταν για πολλά χρόνια το μεγαλύτερο στην Ελληνική ναυτιλία, καθώς, επίσης, και η σταδιακή εξασθένιση των κύριων χρηματοδοτών των Ελληνικών ναυτιλιακών εταιριών, που είναι οι Γερμανικές τράπεζες, ήταν γεγονότα της περασμένης χρονιάς που επηρέασαν την αγορά χρηματοδότησης και βέβαια τα μέλη της Ένωσης. Παράλληλα ένα, γεγονός αρνητικό παραμένει η συνεχιζόμενη επιβολή των περιορισμών κεφαλαίων που ουσιαστικά κρατά μεγάλο όγκο ναυτιλιακών συναλλαγών μακριά από την Ελλάδα αλλά καθιστούν αδύνατη την πιθανή εγκατάσταση ξένης τράπεζας στην χώρα. Η συνεχιζόμενη αύξηση της ανεργίας στον κλάδο έχει δημιουργήσει, επίσης, ένα αρνητικό κλίμα.

4.7 Πορεία Μετοχής

Οι μετοχές της εταιρείας διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αθηνών από τις 27 Αυγούστου 2001, ημερομηνία εισαγωγής τους. Τον Μάρτιο του 2018 ολοκληρώθηκε η χρηματιστηριακή μεταβίβαση του 67% του μετοχικού κεφαλαίου της Ο.Λ.Θ. Α.Ε. στην εταιρεία "South Europe Gateway Thessaloniki (SEGT) Ltd", στην οποία μετέχουν η "Deutsche Invest Equity Partners GmbH" (47%), η "Terminal Link SAS" (33%) και η "Belterra Investments Ltd" (20%) μετά την καταβολή του τιμήματος των 231,926 εκατ. €. Την 23 Μαρτίου 2018 εξελέγη το νέο Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρείας που έχει εγκρίνει τις οικονομικές καταστάσεις. Το μετοχικό κεφάλαιο της ΟΛΘ Α.Ε. σε τριάντα εκατομμύρια διακόσιες σαράντα χιλιάδες Ευρώ (30.240.000) και διαιρείται σε 10.080.000 κοινές ονομαστικές μετοχές, ονομαστικής αξίας € 3,00 εκάστη. Το μετοχικό κεφάλαιο στις 31/12/2017 ήταν ολοσχερώς καταβεβλημένο. Δεν υπήρξε καμία μεταβολή κατά την διάρκεια της χρήσεως. Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζεται η μετοχική σύνθεση του ΟΛΘ ύστερα από την πώληση των μετοχών του ΟΛΘ από το Ταμείο Αξιοποίησης Ιδιωτικής Περιουσίας του Δημοσίου (ΤΑΙΠΕΔ) στις 23/03/2018.

Πίνακας 4 Σύνθεση Μετοχικού Κεφαλαίου ΟΛΘ⁴¹

Σύνθεση μετοχικού κεφαλαίου 23/03/2018

South Europe Gateway Thessaloniki (SEGT) Ltd (6.753.600 μετοχές)	67%
Ευρύ Επενδυτικό Κοινό (2.593.806 μετοχές)	25,73%
Ταμείο Αξιοποίησης Ιδιωτικής περιουσίας του Δημοσίου ΑΕ (ΤΑΙΠΕΔ) (732.594 μετοχές)	7,27%

Η μετοχή του ΟΛΘ θεωρείται σήμερα από τις καλύτερες επενδυτικές επιλογές στην χώρα μας και αποτελεί αντικείμενο ανάλυσης διεθνών επενδυτικών και χρηματιστηριακών οίκων. Η τιμή της κινείται γύρω στα 24€. Επιπλέον, συμπεριλαμβάνεται στους δείκτες FTSE, FTSEA, ΓΔ, HELMSI, ΔΒΠ και ΣΑΓΔ.⁴²

Τα μερίσματα λογίζονται όταν οριστικοποιείται το δικαίωμα είσπραξης από τους μετόχους με απόφαση της Γενικής Συνέλευσης των Μετόχων. Με βάση την Ελληνική νομοθεσία, οι εταιρίες υποχρεούνται κάθε χρήση να διανέμουν στους μετόχους τους, το 35% των κερδών μετά από φόρους και μετά την κράτηση για τακτικό αποθεματικό. Η Τακτική Γενική Συνέλευση της 07/07/2017 αποφάσισε τη διανομή μερίσματος ύψους € 4.939.200,00 το οποίο ανέρχεται σε 0,49 €/μετοχή. Σε εφαρμογή του άρθρου 64 του ν.4172/2013 παρακρατήθηκε ο αναλογούν στο μέρισμα φόρος, ποσοστού 15% μόνο στους μετόχους πλην του ευρύτερου δημόσιου τομέα ύψους € 162.254,41.

Συνεπώς το καθαρό καταβαλλόμενο ποσό του μερίσματος ανήλθε σε € 4.776.944,18 και καταβλήθηκε τον Αύγουστο του 2017.

Η Τακτική Γενική Συνέλευση της 28/06/2016 αποφάσισε τη διανομή μερίσματος ύψους € 5.846.400,00 το οποίο ανέρχεται σε 0,58 €/μετοχή. Σε εφαρμογή του άρθρου 64 του ν.4172/2013 παρακρατήθηκε ο αναλογούν στο μέρισμα φόρος, ποσοστού 10% μόνο στους μετόχους πλην του ευρύτερου δημόσιου τομέα ύψους € 125.020,70. Συνεπώς το καθαρό καταβαλλόμενο ποσό του μερίσματος ανήλθε σε € 5.721.379,30 και καταβλήθηκε τον Ιούλιο του 2016. Την 30.04.2018 το Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρείας πρότεινε τη διανομή μερίσματος από τα κέρδη του 2017 ύψους € 1.612.800,00 το οποίο ανέρχεται σε 0,16 €/μετοχή. Η πρόταση τελεί υπό την έγκριση της Ετήσιας Τακτικής Γενικής Συνέλευσης των Μετόχων.

41. <https://www.thpa.gr/index.php/el/olth/investors/share> (προσπελάστηκε στις 15/07/2018)

42. <https://www.euro2day.gr/QuotesDetail.aspx?q=294> (προσπελάστηκε στις 15/07/2018)

Διάγραμμα 2: Εικόνα μετοχής ΟΛΘ την τελευταία πενταετία



Τέλος, τα κέρδη ανά μετοχή υπολογίζονται διαιρώντας το καθαρό κέρδος της χρήσης που αναλογεί στους κοινούς μετόχους με το μέσο σταθμισμένο αριθμό των κοινών μετοχών σε κυκλοφορία κατά τη διάρκεια της χρήσης.

Τα βασικά κέρδη ανά μετοχή για το 2017 ήταν 0,7185€. Δεν υπήρξαν ομολογίες μετατρέψιμες σε μετοχές ή άλλοι δυνητικοί τίτλοι μετατρέψιμοι σε μετοχές που είναι μειωτικοί των κερδών κατά τις περιόδους στις οποίες αναφέρονται οι συνημμένες οικονομικές καταστάσεις και συνεπώς δεν έχουν υπολογιστεί απομειωμένα κέρδη ανά μετοχή.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΟΛΘ Α.Ε.

5.1 Γενικά

Για την αποτίμηση του ΟΛΘ θα πρέπει αρχικά να υπολογίσουμε το κόστος των Ιδίων Κεφαλαίων και το κόστος των Δανειακών Κεφαλαίων ώστε να υπολογιστεί το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίων (WACC). Στην συνέχεια, θα υπολογίσουμε τις προβλεπόμενες ταμειακές ροές και εν τέλει θα γίνει η αποτίμηση βάσει ταμειακών ροών.

5.2 Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίων (WACC)

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

$$r_e = R_F + \beta (R_M - R_F) \quad [5.1]$$

Όπου: R_F = η απόδοση χωρίς κίνδυνο

R_M = η αναμενόμενη απόδοση της αγοράς

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

β = το beta της μετοχής

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

Για να υπολογίσουμε το CAPM βρίσκουμε το μέσο επιτόκιο χωρίς κίνδυνο $R_F = 4.3\%$ ⁴³.

Η αμοιβή κινδύνου της αγοράς ή αλλιώς ασφάλιστρο κινδύνου είναι $(R_M - R_F) = 10.2\%$ ⁴⁴. Τέλος ο συντελεστής β ή το beta της μετοχής είναι $b = 0.97$ ⁴⁵ και η αμοιβή κινδύνου της μετοχής $\beta(R_M - R_F) = 9.89\%$.

Το κόστος των Ιδίων Κεφαλαίων με βάση τα προαναφερθέντα είναι $r_e = 13.89\%$

Για τον υπολογισμό του κόστους των δανειακών κεφαλαίων του ΟΛΘ υπολογίζουμε τον παρακάτω τύπο

$$r_d = \frac{\text{Τόκοι}}{\text{Βραχυπρόθεσμος} + \text{Μακροπρόθεσμος Δανεισμός}} \quad [5.2]$$

Το κόστος των Δανειακών Κεφαλαίων είναι $r_d = 2.7334\%$

Για τον υπολογισμό του WACC θα επιλέξουμε ως συστατικά στοιχεία το μέσο ποσοστό ιδίων και ξένων κεφαλαίων από τους ισολογισμούς των τελευταίων πέντε χρήσεων 2013-2017. Το μέσο ποσοστό φόρων των ιδίων χρήσεων είναι 29%.

$$\text{Μέσο Ποσοστό Ιδίων Κεφαλαίων} = \frac{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}{\text{Σύνολο ΙΚ} + \text{Σύνολο Υπ.}} \quad [5.3]$$

Από τα στοιχεία του ισολογισμού υπολογίζοντας τον παραπάνω τύπο συμπεραίνουμε ότι το $\text{Μ.Π.Ι.Κ} = 88.77\%$

$$\text{Μέσο Ποσοστό Δανειακών Κεφαλαίων} = \frac{\text{Σύνολο Υποχρεώσεων}}{\text{Σύνολο ΙΚ} + \text{Σύνολο Υπ.}} \quad [5.4]$$

Κάνοντας τους υπολογισμούς βρίσκουμε ότι το $\text{Μ.Π.Δ.Κ} = 11,23\%$ αν και το 2017-2018 με την ιδιωτικοποίηση του ΟΛΘ βελτιώνεται η εικόνα της επιχείρησης.

Το WACC αποτελεί το ελάχιστο ποσοστό απόδοσης (rate of return) που απαιτείται για την προεξόφληση των ταμειακών ροών που θα δημιουργηθούν από τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης, και το οποίο θα πρέπει να είναι τουλάχιστον ίσο με το κόστος χρηματοδότησής τους. Κάνοντας αντικατάσταση στον παρακάτω τύπο βρίσκουμε ότι $\text{WACC} = 12.55\%$.

Σύμφωνα με το φορολογικό νόμο Ν. 4334/2015, ο φορολογικός συντελεστής της χρήσης 2017 είναι 29%.

$$\text{WACC} = \frac{\text{Equity}}{\text{Equity} + \text{Debt}} \times k_e + \frac{\text{Debt}}{\text{Equity} + \text{Debt}} \times k_d (1 - \text{Tax Rate}) \quad [5.5]$$

41. <https://www.statista.com/statistics/885838/average-risk-free-rate-greece/> (προσπελάστηκε στις 21/07/2018)

42. <http://www.market-risk-premia.com/gr> (προσπελάστηκε στις 21/07/2018)

43. <https://finance.yahoo.com/quote/OLTH.AT?p=OLTH.AT&tsrc=fin-srch> (προσπελάστηκε στις 21/07/2017)

5.3 Προβλεπόμενες Ταμειακές Ροές

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

Θα υποθέσουμε ότι η προσδοκώμενη σταθερή αύξηση των FCF στα επόμενα έτη είναι 5%. Σύμφωνα με την οικονομική έκθεση το 2017 οι πωλήσεις αυξήθηκαν κατά 11,37% σε σχέση με το 2016 και η διοίκηση πιστεύει πως οι ταμειακές της ροές θα αυξηθούν με ένα σταθερό ρυθμό για τα επόμενα 5 χρόνια. Έτσι μπορούμε να υποθέσουμε πως η χρηματοροές της θα αυξηθούν με ένα ρυθμό 5% για τα 5 πρώτα χρόνια ενώ για τον υπολογισμό της υπολειμματικής αξίας πέραν της 5ετίας υποθέτουμε 1.5% μακροπρόθεσμο ρυθμό αύξησης των χρηματοροών της εταιρίας δεδομένης της γενικότερης οικονομικής κατάστασης της χώρας. Με βάση τη σταθερά αυτή θα υπολογίσουμε τα ΚΠΦΤ, τις αποσβέσεις, τη ΔNWC, το CAPEX και θα παρατηρήσουμε κατά πόσο επηρεάζει τα στοιχεία αυτά. Εν αντιθέσει, ο φορολογικός συντελεστής δεν επηρεάζεται από τον ρυθμό ανάπτυξης και θα θεωρήσουμε ότι θα παραμείνει στο 29%.

Πίνακας 5: Υποθέσεις για προβλεπόμενες ταμειακές ροές

	2018	2019	2020	2021	2022
ΚΠΦΤ	5%	5%	5%	5%	5%
Φορολογικός Συντελεστής	29%	29%	29%	29%	29%
Αποσβέσεις	5%	5%	5%	5%	5%
ΔNWC	5%	5%	5%	5%	1.5%
CAPEX	5%	5%	5%	5%	5%
WACC	12.55%	12.55%	12.55%	12.55%	12.55%

Πλέον με έτοιμο τον πίνακα υποθέσεων θα υπολογίσουμε τις προβλεπόμενες ταμειακές ροές. Παίρνοντας τα ΚΠΦΤ για την χρήση 2017 από την ετήσια οικονομική έκθεση, αφαιρούμε από αυτά τον φόρο πολλαπλασιάζοντας τα με το φορολογικό συντελεστή 29%.

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

	2018	2019	2020	2021	2022
ΚΠΤΦ	5% <i>18.849.984,45 €</i>	5% <i>19.792.483,67 €</i>	5% <i>20.782.107,86 €</i>	5% <i>21.821.213,25 €</i>	5% <i>22.912.273,91 €</i>
Φορολογικός Συντελεστής (-) Φόρος	29% <i>5.466.495,49 €</i>	29% <i>5.739.820,27 €</i>	29% <i>6.026.811,28 €</i>	29% <i>6.328.151,84 €</i>	29% <i>6.644.559,43 €</i>
Συντελεστής Αποσβέσεων (+)Αποσβέσεις	5% <i>7.319.572,55 €</i>	5% <i>7.685.551,18 €</i>	5% <i>8.069.828,74 €</i>	5% <i>8.473.320,17 €</i>	5% <i>8.896.986,18 €</i>
ΔNWC (-)	5% <i>2.002.789,52 €</i>	5% <i>2.102.929,00 €</i>	5% <i>2.208.075,45 €</i>	5% <i>2.318.479,22 €</i>	1.5% <i>2.353.256,41 €</i>
Λειτουργικές Ταμειακές Ροές	<i>18.700.271,99 €</i>	<i>19.635.285,59 €</i>	<i>20.617.049,87 €</i>	<i>21.647.902,36 €</i>	<i>22.811.444,25 €</i>
CAPEX (-)	5% <i>2.397.147,36</i>	5% <i>2.517.004,73 €</i>	5% <i>2.642.854,96 €</i>	5% <i>2.774.997,71 €</i>	5% <i>2.913.747,60 €</i>
Ελεύθερες Ταμειακές Ροές	<i>16.303.124,63</i>	<i>17.118.280,86</i>	<i>17.974.194,90</i>	<i>18.872.904,65</i>	<i>19.897.696,65 €</i>
WACC	<i>12.55%</i>	<i>12.55%</i>	<i>12.55%</i>	<i>12.55%</i>	<i>12.55%</i>

Για τον υπολογισμό των ελεύθερων ταμειακών ροών αφαιρούμε από τις λειτουργικές ροές τα έξοδα επένδυσης. Στον πίνακα παρακάτω βλέπουμε τις προβλεπόμενες ταμειακές ροές του 2018 και της επόμενης πενταετίας.

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

5.4 Αποτίμηση βάσει Λειτουργικών Ταμειακών Ροών

Για τον υπολογισμό την υπολειμματικής αξίας θα χρησιμοποιήσουμε τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Υπολειμματική Αξία} = \frac{CF_{t+1}}{r-g} \quad [5.6]$$

Όπου CF : η χρηματοροή στο χρόνο 2022, για r θα χρησιμοποιήσουμε το WACC και g αυτό που ειπώθηκε άρα έχουμε

$$\text{Υπολειμματική Αξία} = \frac{19.897.696,65 \cdot 1.015}{0.1255 - 0.015} = 182.770.697,74 \text{ €}$$

Τώρα για να βρούμε την αξία της εταιρία θα κάνουμε χρήση του παρόντα τύπου:

$$\text{Firm Value} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} \quad [5.7]$$

$$\text{Firm Value} = \frac{16.303.124,63}{(1+0,1255)^1} + \frac{17.118.280,86}{(1+0,1255)^2} + \frac{17.974.194,90}{(1+0,1255)^3} + \frac{18.872.904,65}{(1+0,1255)^4} + \frac{19.897.696,65}{(1+0,1255)^5} + \frac{182.770.697,74}{(1+0,1255)^6} = 153.299.740,63 \text{ €}$$

Στη συνέχεια θα υπολογιστεί η αξία του μετοχικού κεφαλαίου του ΟΛΘ με τη χρήση του τύπου:

$$\text{Equity Value} = \text{Firm Value} + \text{Γαμείο} - \text{Debt} \quad [5.8]$$

$$\text{Equity Value} = 153.299.740,63 + 80.888.940,39 - 17.431.005,31 = 216.757.675,71 \text{ €}$$

Άρα η αξία του Μετοχικού Κεφαλαίου = 216.757.675,71 €.

Αξία της μετοχής βάσει λειτουργικών ροών = 216.757.675,71 / 10.080.000 = 21,50 €

Διαιρώντας την αξία του μετοχικού κεφαλαίου με το σύνολο των μετοχών δηλαδή 10.080.000 θα βρούμε την αξία της μετοχής βάσει λειτουργικών ροών το 2017, η οποία είναι € 21,50. Η προσδοκώμενη τιμή της μετοχής βάσει της αποτίμησης είναι μικρότερη από την τρέχουσα τιμή της, η οποία είναι € 25⁴⁷ άρα η μετοχή του ΟΛΘ είναι υπερτιμημένη.

⁴⁷ <http://www.capital.gr/finance/chart/history/%ce%9f%ce%9b%ce%98?interval=6m> (προσπελάστηκε στις 20/07/2018)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η συμμετοχή της South Europe Gateway Thessaloniki Ltd. στο μετοχικό κεφάλαιο του ΟΛΘ αναμένεται να συμβάλλει στην ενίσχυση των αναπτυξιακών ρυθμών ανόδου της ελληνικής οικονομίας. Στον σχεδιασμό αυτόν, η ένταξη της Θεσσαλονίκης -ως δέκατου τρίτου λιμένος- στην ομάδα των τερματικών σταθμών, που λειτουργούν υπό τη σκέπη της Terminal Link, εκτιμάται ότι μπορεί να ενισχύσει τη δυναμική του ομίλου στην περιοχή. Επιπλέον θα έχει και μια θετική συμβολή, αν και σε μικρότερη έκταση, στην προσπάθεια δημοσιονομικής προσαρμογής και τη μείωση του δημόσιου χρέους.

Πέρα όμως από το απτό όφελος της εισροής εσόδων στα δημόσια ταμεία και μια Αύξηση του ΑΕΠ ως και κατά 1,6 δισεκ. ευρώ στο σύνολο της επόμενης δεκαετίας υπολογίζεται ότι προκύπτει από την ιδιωτικοποίηση του Οργανισμού Λιμένος Θεσσαλονίκης (ΟΛΘ), καθώς η ολοκλήρωση της συμφωνίας πώλησης των μετοχών της ΟΛΘ ΑΕ αναμένεται να οδηγήσει στην υλοποίηση επενδύσεων ύψους 257 εκατ. ευρώ την επόμενη δεκαετία. Σε αυτή την εκτίμηση δεν λαμβάνονται υπόψη επενδύσεις άλλων εταιρειών που ενδέχεται να δραστηριοποιηθούν στην ευρύτερη περιοχή της Θεσσαλονίκης ως αποτέλεσμα της αυξημένης δραστηριότητας στον λιμένα.

Θα πρέπει να τονίσουμε πως η ΟΛΘ Α.Ε κατάφερε την τελευταία διετία να κρατήσει τους δείκτες γενικής και άμεσης ρευστότητας γενικά σταθερούς. Όλα τα παραπάνω είχαν και άμεση επίπτωση στην ίδια την τιμή της μετοχής. Κατά την διάρκεια ενός έτους η μετοχή σημείωσε μια σημαντική άνοδο της τάξεως του 41.03%, με την τιμή στην αρχή της περιόδου (29/12/2016) να είναι 17.52 € ενώ στις 29/12/2017 να έχει φτάσει στα 24.71 €. Έχοντας επιλέξει την μέθοδο των ελεύθερων ταμειακών ροών για την αποτίμηση της εταιρίας καταλήξαμε πως η δίκαιη τιμή της μετοχής ανέρχεται στα 21.50 €. Αυτή η τιμή είναι μεγαλύτερη από την χρηματιστηριακή τιμή που είναι 24.5€⁴⁸ έτσι οδηγούμαστε στο συμπέρασμα πως η μετοχή είναι υπερτιμημένη.

Η παραχώρηση του 67% των μετοχών του ΟΛΘ στην South Europe Gateway Thessaloniki Ltd. και στη συνέχεια η ανάπτυξη του λιμένος Θεσσαλονίκης μπορεί να παίξει καταλυτικό ρόλο προς αυτή την κατεύθυνση στέλνοντας ένα ισχυρό σήμα στις διεθνείς αγορές ότι η Ελλάδα είναι ένας ασφαλής και ελκυστικός επενδυτικός πόλος.

48. <http://www.capital.gr/finance/chart/history/%ce%9f%ce%9b%ce%98?interval=6m> (προσπελάστηκε 20/09/2018)

Μόνο με τη βελτίωση των συνδέσεων του λιμανιού με τον «έξω κόσμο» θα έχουν μεγάλο θετικό αναπτυξιακό αντίκτυπο τα 180 εκατ. ευρώ των υποχρεωτικών επενδύσεων των νέων ιδιοκτητών της ΟΛΘ και αναμένεται να έχει πολλαπλές θετικές επιδράσεις στην εγχώρια οικονομία και κοινωνία μέσω των αμέσων επενδυτικών επιδράσεων αλλά και των συνεργειών και των λοιπών καθετοποιημένων επιχειρηματικών δραστηριοτήτων που θα αναπτυχθούν.

Η αποτίμηση της αξίας του Οργανισμού Λιμένος Θεσσαλονίκης βάσει της μελέτης που προηγήθηκε μας έδειξε ότι η μετοχή του είναι υπερτιμημένη. Η δυναμική αυτού το λιμανιού είναι καίριας σημασίας για την εθνική οικονομία και τα οφέλη θα φανούν τα επόμενα χρόνια. Είναι βέβαιο ότι αν κάναμε την ίδια μελέτη σε μία πενταετία, τα αποτελέσματα θα ήταν εντελώς διαφορετικά διότι τώρα ο ΟΛΘ βρίσκεται σε μεταβατικό στάδιο και οι Γερμανοί και Γάλλοι επενδυτές των Deutsche Invest Equity Partners GmbH και Terminal Link SAS αντίστοιχα δείχνουν αποφασισμένοι να μεγαλοουργήσουν στον Ελληνικό λιμενικό χώρο.

Βιβλιογραφία

Ελληνική

- ✚ Αρτίκης Γ., «Χρηματοοικονομική Διοίκηση-Αποφάσεις Επενδύσεων», Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα, 2002.
- ✚ Λαζαρίδης Γ. και Παπαδόπουλος ., «Επιχειρηματική Ανάλυση και Προσδιορισμός Αξίας», Θεσσαλονίκη, 2010.
- ✚ Νιάρχος Ν., «Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων», Εκδόσεις Αθ. Σταμούλη, Αθήνα, 1997.
- ✚ Νούλας Αθ., «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», Β' έκδοση, Θεσσαλονίκη, 2016.

Ξενόγλωσση

- ✚ Barker, R. "The role of dividends in valuation models used by analysts and fund managers". The European Accounting Review 8 (2): 195-218, 1999.
- ✚ Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F., "Principles of Corporate Finance", 8th Edition ed., McGraw-Hill, 2006.
- ✚ Copeland, T. E., T. Koller, y J. Murrin, "Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies", 3rd edition. New York: Wiley, 2000.
- ✚ Damodaran A., "Firms With no Earnings, no History and no Comparables, Can Amazon.com be Valued?", Stern School of Business, 44 West Fourth Street, New York, NY 10012, March 2000.
- ✚ Damodaran A., "Investment Valuation", John Wiley & Sons Inc., 2nd Edition, 2002.
- ✚ Damodaran, A., "Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence", 2006.
- ✚ Dimitropoulos P. E., Asteriou D. and Koumanakos E., "The relevance of earnings and cash flows in a heavily regulated industry", Evidence from the Greek banking sector, Advances in Accounting, pages 290-303, 2010.
- ✚ Evonomics, "Introduction to Economic Value Added" 2011.
- ✚ Fama E. F. and French K. R., "The corporate cost of capital and the return on corporate investment", The journal of Finance, Vol. LIV, No. 6, 1999.
- ✚ Fernandez P., "Valuing companies by cash flow discounting: ten methods and nine theories", Managerial Finance, pages 853-876, 2007.
- ✚ Fernandez P., "Valuation using Multiples. How do analysts reach their conclusions", SSRN Working Paper, IESE Business School, 2001.
- ✚ Francis J., Olsson P., and Oswald D., "Comparing the accuracy and explainability of dividend, free cash flow and abnormal earnings equity value estimates", Journal of accounting research, pages 45-70, 2000.
- ✚ Gilson, Stuart C., Hotchkiss E.S. and Ruback R.S., "Valuation of Bankrupt Firms", Review of Financial Studies, Vol.13, No 1, pages 43-74, 2000.
- ✚ Grinblatt, M. and S. Titman, "Financial Markets and Corporate Strategy", 2nd Edition, New York, NY, McGraw-Hill, 2002.

- ✚ Kaplan S.N. and Ruback R.S., "The Valuation of Cash Flow Forecasts: An Empirical Analysis", Journal of Finance, Vol. 50, No 4, pages 1059-1093, 1995.
- ✚ Karathanassis G.A and Spilioti S.N., "An empirical investigation of the traditional and the clean surplus valuation models", Managerial Finance, pages 55-66, 2003.
- ✚ Kousenidis D. V., " A free cash flow version of the cash flow statement: a note", Managerial Finance, pages 645-653, 2006.
- ✚ Lamdin D.J., "Valuation with the Discounted Dividend Model when Corporations Repurchase" Financial Practice and Education, Vol. 10, No. 1, pages 252-255, 2000.
- ✚ Luehrman T.A., "Using APV (adjusted present value): a better tool for valuing operations.", Harvard Business Review, 75(3):145-6, 148, 150-4, 1997.
- ✚ Makelainen, E., "Economic Value Added as a Management Tool", 1998.
- ✚ Martin J.D. and Petty J.W., Value Based Management: The Corporate Response to the Shareholder Revolution, Boston MA, Harvard Business School Press, 2000.
- ✚ Miller, Merton H. and Modigliani F., "Dividend Policy, Growth and The Valuation of Shares", Journal of Business, Vol. 34, pages 411-433, 1961.
- ✚ Modigliani F. and Miller, Merton H., "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", American Economic Review, Vol. 53, No.3, pages 433-442, 1963.
- ✚ Oded J. and Michel A., "Reconciling DCF Valuation Methodologies", Journal of Applied Finance, 2007.
- ✚ Ruback, R., "Capital Cash Flows: A Simple Approach to Valuing Risky Cash Flows," Financial Management 31 (No. 2, Summer), 5-30, 2002.
- ✚ Steiger F., "The validity of company valuation using Discounted Cash Flow methods, 2008.
- ✚ Stewart G. B., "The Quest for Value: the EVA management guide", Harper Business, 1990.

Ηλεκτρονική

- ✚ <https://countryeconomy.com/countries/greece> (προσπελάστηκε στις 06/06/2018)
- ✚ <https://www.thpa.gr/index.php/el> (προσπελάστηκε στις 06/06/2018)
- ✚ <http://www.thessnews.gr/article/78692/analambanoun-to-limani-oi-neoi-idioktites-tou-istoriki-anaptyxiaki-metaboli-ston-olth>(προσπελάστηκε στις 01/07/2018)
- ✚ <http://www.capital.gr/finance/quote/%CE%9F%CE%9B%CE%98>(προσπελάστηκε στις 01/07/2018)
- ✚ <http://www.ellinikiaktoploia.net>(προσπελάστηκε στις 15/06/2017)
- ✚ <https://www.hradf.com/search?q=%CE%9F%CE%9B%CE%98>(προσπελάστηκε στις 15/6/2017)
- ✚ <http://www.market-risk-premia.com/gr>(προσπελάστηκε στις 21/07/2017)

- ✚ <https://www.thpa.gr/index.php/el/1-2> (προσπελάστηκε στις 06/07/2018)
- ✚ <https://www.thpa.gr/index.php/el/olth/investors/share>(προσπελάστηκε στις 10/07/2018)
- ✚ <https://www.thpa.gr/index.php/el/104-company/social-responsibility>(προσπελάστηκε στις 15/07/2018)
- ✚ <https://www.bloomberg.com/quote/OLTH:G>(προσπελάστηκε στις 01/07/2017)
- ✚ <https://news.gtp.gr/tag/south-europe-gateway-thessaloniki-segt-limited/>(προσπελάστηκε στις 01/07/2017)
- ✚ http://iobe.gr/docs/research/RES_03_22062017_REP_GR.pdf
(προσπελάστηκε στις 06/07/2018)
- ✚ <https://www.tovima.gr/2017/06/22/finance/iobe-ti-ependyseis-fernei-i-idiwtikoroïisi-toy-olth/> (προσπελάστηκε στις 06/07/2018)
- ✚ <http://www.capital.gr/finance/chart/history/%ce%9f%ce%9b%ce%98?interval=6m> (προσπελάστηκε στις 20/07/2018)
- ✚ <https://www.statista.com/statistics/885838/average-risk-free-rate-greece/>
(προσπελάστηκε στις 21/07/2018)

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Δ. Ετήσιες Οικονομικές Καταστάσεις

Κατάσταση Οικονομικής Θέσης

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ

	Σημ.	31.12.2017	31.12.2016
Μη Κυκλοφορούντα Περιουσιακά Στοιχεία			
Επενδύσεις σε ακίνητα	8.1	3.037.444,02	3.219.704,12
Ενσώματες ακινητοποιήσεις	8.2	45.196.747,75	52.836.496,81
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	8.3	754.309,94	804.421,96
Χρηματοοικονομικά Στοιχεία Διαθέσιμα προς πώληση	8.4	0,00	424.560,00
Μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	8.5	27.534,32	27.534,32
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	8.27.1	0,00	3.526.110,96
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	8.24	5.794.801,83	3.182.563,42
Σύνολο μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων		54.810.837,86	64.021.391,59
Κυκλοφορούντα Περιουσιακά Στοιχεία			
Αποθέματα	8.6	1.806.154,64	1.881.756,15
Απαιτήσεις από πελάτες	8.7	3.663.460,30	4.503.836,24
Προκαταβολές και λοιπές απαιτήσεις	8.8	4.677.070,97	4.858.994,62
Λοιπά χρηματοοικονομικά στοιχεία	8.9	9.436.043,13	27.107.626,76
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	8.9	80.888.940,39	48.458.476,62
Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων		100.471.669,43	86.810.690,39
Σύνολο Ενεργητικού		155.282.507,29	150.832.081,98

ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Ιδια Κεφάλαια			
Μετοχικό κεφάλαιο	8.10	30.240.000,00	30.240.000,00
Αποθεματικά	8.10	65.350.317,79	65.044.887,16
Κέρδη εις νέο		42.261.184,19	40.170.234,96
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων		137.851.501,98	135.455.122,12

ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ

Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις			
Προβλέψεις για υποχρεώσεις στους εργαζομένους	8.11	4.192.390,31	4.215.460,97
Λοιπές προβλέψεις	8.12	1.456.119,72	152.816,58
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	8.13	124.305,76	114.582,20
Σύνολο Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων		5.772.815,79	4.482.859,75

Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις			
Υποχρεώσεις σε προμηθευτές	8.14	2.396.148,20	2.679.620,94
Προκαταβολές πελατών	8.14	2.994.534,02	3.881.768,44
Φόροι εισοδήματος πληρωτέοι	8.15	1.326.800,99	0,00
Λοιπές υποχρεώσεις και δεδουλευμένα έξοδα	8.14	4.940.706,31	4.332.710,73
Σύνολο Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων		11.658.189,52	10.894.100,11
Σύνολο Υποχρεώσεων		17.431.005,31	15.376.959,86
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων και Υποχρεώσεων		155.282.507,29	150.832.081,98

Οι συνημμένες επεξηγηματικές σημειώσεις αποτελούν αναπόσπαστο μέρος αυτών των οικονομικών καταστάσεων.

ΕΤΗΣΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΚΘΕΣΗ για τη χρήση που έληξε την 31η Δεκεμβρίου 2017

(ποσά σε € εκτός αν ορίζεται διαφορετικά)

Κατάσταση Ταμειακών Ροών

	Σημ.	31/12/2017	31/12/2016
Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες			
Κέρδη προ φόρων		12.474.041,86	21.081.796,50
Πλέον / μείον προσαρμογές για:			
Αποσβέσεις ενσώματων πάγιων και άυλων στοιχείων	8.2, 8.3	7.543.903,00	3.884.961,97
	8.17, 8.19,		
	8.20, 8.22	5.571.775,19	1.551.172,88
Προβλέψεις	8.7, 8.8, 8.12,		
	8.18	-6.083,42	-363.715,33
Έσοδα από αχρησιμοποίητες προβλέψεις			
Ζημία από αναπροσαρμογή επενδυτικών ακινήτων σε εύλογες αξίες	8.1, 8.22	182.260,10	126.376,35
Ζημία καταστροφής/απομείωσης παγίων	8.2, 8.22	2.543.105,44	95.743,42
Πιστωτικοί τόκοι και συναφή έσοδα	8.23	-1.166.042,65	-1.085.019,92
Αποσβέσεις επιχορηγούμενων παγίων	8.13	-4.347,73	-6.492,60
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	8.23	2.429,97	2.488,98
<i>Πλέον/ μείον προσαρμογές για μεταβολές λογαριασμών κεφαλαίου κίνησης ή που σχετίζονται με τις λειτουργικές δραστηριότητες:</i>			
Αύξηση αποθεμάτων		-40.409,28	-340.170,48
Μείωση/(αύξηση) απαιτήσεων		521.760,47	-3.996.940,75
(Μείωση) / Αύξηση υποχρεώσεων (πλην τραπεζών)		-548.640,29	2.257.561,91
Πληρωμές για αποζημίωση προσωπικού	8.11	-163.980,00	-39.711,82
<i>Μείον:</i>			
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα καταβεβλημένα	8.23	-2.429,97	-2.488,98
Καταβλημένοι φόροι		-6.307.428,23	-6.494.292,91
Καθαρές ταμειακές εισροές από λειτουργικές δραστηριότητες (α)		20.599.914,46	16.671.269,22
Ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες			
Αγορά ενσώματων παγίων και άυλων περιουσιακών στοιχείων	8.2, 8.3	-2.397.147,36	-2.303.292,83
Πώληση χρηματοοικονομικών στοιχείων διαθέσιμων προς πώληση	8.4	488.000,00	0,00
Πώληση/ (Αγορά) λοιπών χρηματοοικονομικών στοιχείων	8.9	17.671.583,63	-27.107.626,76
Τόκοι και συναφή έσοδα εισπραχθέντα		1.007.313,04	920.439,38
Καθαρές ταμειακές εισροές/(εκροές) από επενδυτικές δραστηριότητες (β)		16.769.749,31	-28.490.480,21
Ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες			
Μερίσματα πληρωθέντα	8.25	-4.939.200,00	-5.846.400,00
Καθαρές ταμειακές εκροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες (γ)		-4.939.200,00	-5.846.400,00
Καθαρή αύξηση/(μείωση) στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα χρήσης (α) + (β) + (γ)		32.430.463,77	-17.665.610,99
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα έναρξης χρήσης		48.458.476,62	66.124.087,61
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα λήξης χρήσης		80.888.940,39	48.458.476,62

Οι συννημμένες επεξηγηματικές σημειώσεις αποτελούν αναπόσπαστο μέρος αυτών των οικονομικών καταστάσεων.

ΕΤΗΣΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΚΘΕΣΗ για τη χρήση που έληξε την **31η** Δεκεμβρίου **2017**

(ποσά σε € εκτός αν ορίζεται διαφορετικά)

Δ. Ετήσιες Οικονομικές Καταστάσεις

Κατάσταση Οικονομικής Θέσης

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ

	Σημ.	31.12.2016	31.12.2015
Μη Κυκλοφορούντα Περιουσιακά Στοιχεία			
Επενδύσεις σε ακίνητα	8.1	3.219.704,12	3.346.080,47
Ενσώματες ακινητοποιήσεις	8.2	52.836.496,81	54.589.042,00
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	8.3	804.421,96	729.289,33
Χρηματοοικονομικά Στοιχεία Διαθέσιμα προς πώληση	8.4	424.560,00	336.412,56
Μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	8.5	27.534,32	27.534,32
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	8.27.1	3.526.110,96	3.526.110,96
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	8.24	3.182.563,42	3.095.519,97
Σύνολο μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων		64.021.391,59	65.649.989,61
Κυκλοφορούντα Περιουσιακά Στοιχεία			
Αποθέματα	8.6	1.881.756,15	1.625.442,06
Απαιτήσεις από πελάτες	8.7	4.503.836,24	4.613.750,76
Προκαταβολές και λοιπές απαιτήσεις	8.8	4.858.994,62	2.832.717,54
Λοιπά χρηματοοικονομικά στοιχεία	8.9	27.107.626,76	0,00
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	8.9	48.458.476,62	66.124.087,61
Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων		86.810.690,39	75.195.997,97
Σύνολο Ενεργητικού		150.832.081,98	140.845.987,58

ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Ίδια Κεφάλαια			
Μετοχικό κεφάλαιο	8.10	30.240.000,00	30.240.000,00
Αποθεματικά	8.10	65.044.887,16	64.217.870,88
Κέρδη εις νέο		40.170.234,96	32.630.063,47
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων		135.455.122,12	127.087.934,35

ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ

Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις			
Προβλέψεις για υποχρεώσεις στους εργαζομένους	8.11	4.215.460,97	4.176.558,50
Λοιπές προβλέψεις	8.12	152.816,58	823.881,73
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	8.13	114.582,20	114.563,87
Σύνολο Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων		4.482.859,75	5.115.004,10
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις			
Υποχρεώσεις σε προμηθευτές	8.14	2.679.620,94	1.695.096,97
Προκαταβολές πελατών	8.14	3.881.768,44	3.289.433,00
Λοιπές υποχρεώσεις και δεδουλευμένα έφδρα	8.14	4.332.710,73	3.658.519,16
Σύνολο Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων		10.894.100,11	8.643.049,13
Σύνολο Υποχρεώσεων		15.376.959,86	13.758.053,23
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων και Υποχρεώσεων		150.832.081,98	140.845.987,58

Οι συνημμένες επεξηγηματικές σημειώσεις αποτελούν αναπόσπαστο μέρος αυτών των οικονομικών καταστάσεων.

ΕΤΗΣΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΚΘΕΣΗ για τη χρήση που έληξε την 31η Δεκεμβρίου 2016

(ποσά σε € εκτός αν ορίζεται διαφορετικά)

Κατάσταση Ταμειακών Ροών

	Σημ.	31/12/2016	31/12/2015
Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες			
Κέρδη προ φόρων		21.081.796,50	24.514.351,69
Πλέον / μείον προσαρμογές για:			
Αποσβέσεις	8.2, 8.3	3.884.961,97	3.771.506,89
	8.17, 8.19,		
Προβλέψεις	8.20, 8.22	1.551.172,88	279.111,79
	8.7, 8.8, 8.12,		
Έσοδα από αχρησιμοποίητες προβλέψεις	8.18	-363.715,33	-464.136,68
Ζημία από αναπροσαρμογή επενδυτικών ακινήτων σε εύλογες αξίες	8.1, 8.22	126.376,35	118.427,99
Ζημία καταστροφής παγίων	8.22	95.743,42	0,00
Πιστωτικοί τόκοι και συναφή έσοδα	8.23	-1.085.019,92	-1.421.079,64
Αποσβέσεις επιχορηγούμενων παγίων	8.13	-6.492,60	-6.492,60
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	8.23	2.488,98	3.129,48
<i>Πλέον/ μείον προσαρμογές για μεταβολές λογαριασμών κεφαλαίου κίνησης ή που σχετίζονται με τις λειτουργικές δραστηριότητες:</i>			
(Αύξηση)/μείωση αποθεμάτων		-340.170,48	63.176,39
Αύξηση απαιτήσεων		-3.996.940,75	-3.362.988,95
Αύξηση/(Μείωση) υποχρεώσεων (πλην τραπεζών)		2.257.561,91	-920.068,08
Πληρωμές για αποζημίωση προσωπικού	8.11	-39.711,82	-75.000,00
<i>Μείον:</i>			
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα καταβληθέντα	8.23	-2.488,98	-3.129,48
Καταβλημένοι φόροι		-6.494.292,91	-9.715.610,71
Καθαρές ταμειακές εισροές από λειτουργικές δραστηριότητες (α)		16.671.269,22	12.781.198,09
Ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες			
Αγορά ενσώματων παγίων και άλλων περιουσιακών στοιχείων	8.2, 8.3	-2.303.292,83	-7.169.836,68
Αγορά λοιπών χρηματοοικονομικών στοιχείων	8.9	-27.107.626,76	0,00
Τόκοι και συναφή έσοδα εισπραχθέντα		920.439,38	1.386.740,37
Καθαρές ταμειακές εκροές από επενδυτικές δραστηριότητες (β)		-28.490.480,21	-5.783.096,31
Ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες			
Μερίσματα πληρωθέντα	8.25	-5.846.400,00	-19.656.000,00
Καθαρές ταμειακές εκροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες (γ)		-5.846.400,00	-19.656.000,00
Καθαρή μείωση στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα χρήσης (α) + (β) + (γ)		-17.665.610,99	-12.657.898,22
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα έναρξης χρήσης		66.124.087,61	78.781.985,82
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα λήξης χρήσης		48.458.476,62	66.124.087,61

Οι συνημμένες επεξηγηματικές σημειώσεις αποτελούν αναπόσπαστο μέρος αυτών των οικονομικών καταστάσεων.

ΕΤΗΣΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΚΘΕΣΗ για τη χρήση που έληξε την **31η** Δεκεμβρίου **2016**

(ποσά σε € εκτός αν ορίζεται διαφορετικά)

Δ. Ετήσιες Οικονομικές Καταστάσεις

Κατάσταση Οικονομικής Θέσης

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ

	Σημ.	31.12.2014	31.12.2013
Μη Κυκλοφορούντα Περιουσιακά Στοιχεία			
Επενδύσεις σε ακίνητα	8.1	3.464.508,46	3.884.015,87
Ενσώματες ακινητοποιήσεις	8.2	51.101.225,25	51.563.421,23
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	8.3	818.776,29	958.582,80
Χρηματοοικονομικά Στοιχεία Διαθέσιμα προς πώληση	8.4	422.120,00	292.800,00
Μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	8.5	27.534,32	27.534,32
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	8.24	2.660.772,02	2.298.556,44
Σύνολο μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων		58.494.936,34	59.024.910,66
Κυκλοφορούντα Περιουσιακά Στοιχεία			
Αποθέματα	8.6	1.688.618,45	1.987.085,25
Απαιτήσεις από πελάτες	8.7	6.063.572,08	5.251.576,54
Προκαταβολές και λοιπές απαιτήσεις	8.8	1.181.453,52	1.681.193,90
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	8.9	78.781.985,82	96.513.676,62
Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων		87.715.629,87	105.433.532,31
Σύνολο Ενεργητικού		146.210.566,21	164.458.442,97

ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Ίδια Κεφάλαια			
Μετοχικό κεφάλαιο	8.10	30.240.000,00	30.240.000,00
Αποθεματικά	8.10	63.430.121,03	63.954.172,55
Κέρδη εις νέο		35.098.591,86	54.260.712,26
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων		128.768.712,89	148.454.884,81

ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ

Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις			
Προβλέψεις για υποχρεώσεις στους εργαζομένους	8.11	4.263.393,06	3.672.403,14
Λοιπές προβλέψεις	8.12	823.881,73	823.881,73
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	8.13	120.632,01	94.874,76
Σύνολο Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων		5.207.906,80	4.591.159,63
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις			
Υποχρεώσεις σε προμηθευτές	8.14	1.528.099,16	1.541.270,45
Προκαταβολές πελατών	8.14	4.122.418,56	3.013.716,28
Φόροι εισοδήματος πληρωτέοι	8.15	2.670.404,85	3.363.136,13
Λοιπές υποχρεώσεις και δεδουλευμένα έξοδα	8.14	3.913.023,95	3.494.275,67
Σύνολο Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων		12.233.946,52	11.412.398,53
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων και Υποχρεώσεων		146.210.566,21	164.458.442,97

Οι συνημμένες επεξηγηματικές σημειώσεις αποτελούν αναπόσπαστο μέρος αυτών των οικονομικών καταστάσεων.

ΕΤΗΣΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΚΘΕΣΗ για τη χρήση που έληξε την 31η Δεκεμβρίου 2014

(ποσά σε € εκτός αν ορίζεται διαφορετικά)

Κατάσταση Ταμειακών Ροών

	Σημ.	31/12/2014	31/12/2013
Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες			
Κέρδη προ φόρων		28.388.514,37	24.342.237,31
Πλέον / μείον προσαρμογές για:			
Αποσβέσεις	8.2, 8.3	3.721.386,58	3.775.810,20
Προβλέψεις	8.21, 8.22, 8.23	543.934,17	481.827,81
Έσοδα από αχρησιμοποίητες προβλέψεις	8.7, 8.8, 8.18	-44.738,92	-269.649,93
Ζημία από αναπροσαρμογή επενδυτικών ακινήτων σε εύλογες αξίες	8.1, 8.22	419.507,41	787.430,65
Ζημία καταστροφής παγίων	8.22	917,90	4.555,78
Πιστωτικοί τόκοι και συναφή έσοδα	8.23	-2.686.886,63	-4.003.548,72
Αποτελέσματα (έσοδα, έξοδα, κέρδη και ζημιές) επενδυτικής δραστηριότητας	8.23	0,00	-605.188,50
Αποσβέσεις επιχορηγούμενων παγίων	8.13	-2.880,79	0,00
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	8.23	4.213,63	901,00
<i>Πλέον/ μείον προσαρμογές για μεταβολές λογαριασμών κεφαλαίου κίνησης ή που σχετίζονται με τις λειτουργικές δραστηριότητες:</i>			
Μείωση/(Αύξηση) αποθεμάτων		48.001,18	-428.036,84
(Αύξηση)/Μείωση απαιτήσεων		-328.718,75	955.679,70
Αύξηση/(Μείωση) υποχρεώσεων (πλην τραπεζών)		1.524.401,31	-523.218,03
Πληρωμές για αποζημίωση προσωπικού	8.11	-328.968,10	-390.000,00
<i>Μείον:</i>			
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα καταβεβλημένα	8.23	-4.213,63	-901,00
Καταβλημένοι φόροι		-7.906.822,81	-4.984.153,31
Καθαρές ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες (α)		23.347.646,92	19.143.746,12
Ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες			
Αγορά ενσώματων παγίων και άυλων περιουσιακών στοιχείων	8.2, 8.3	-3.120.301,99	-2.968.547,46
Πώληση χρηματοοικονομικών στοιχείων διαθέσιμων προς πώληση	8.4.1	0,00	3.750.000,00
Εισπραχθείσες επιχορηγήσεις	8.13	18.516,00	0,00
Πώληση χρηματοοικονομικών στοιχείων στην εύλογη αξία μέσων αποτ/των	8.4.2	0,00	1.000.000,00
Τόκοι και συναφή έσοδα εισπραχθέντα		2.342.448,27	3.200.951,85
Καθαρές ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες (β)		-759.337,72	4.982.404,39
Ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες			
Μερίσματα πληρωθέντα	8.25	-40.320.000,00	-15.120.000,00
Καθαρές ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες (γ)		-40.320.000,00	-15.120.000,00
Καθαρή (μείωση)/αύξηση στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα χρήσης (α) + (β) + (γ)		-17.731.690,80	9.006.150,51
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα έναρξης χρήσης		96.513.676,62	87.507.526,11
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα λήξης χρήσης		78.781.985,82	96.513.676,62

Οι συνημμένες επεξηγηματικές σημειώσεις αποτελούν αναπόσπαστο μέρος αυτών των οικονομικών καταστάσεων.

ΕΤΗΣΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΚΘΕΣΗ για τη χρήση που έληξε την **31η** Δεκεμβρίου **2014**

(ποσά σε € εκτός αν ορίζεται διαφορετικά)