



**ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ  
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ  
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗΝ ΕΦΑΡΜΟΣΜΕΝΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ  
ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ**

**Διπλωματική Εργασία**

**ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ ΟΤΕ ΜΕ ΤΗΝ ΜΕΘΟΔΟ ΤΩΝ  
ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ**

**ΤΟΥ**

**ΤΣΙΜΟΠΟΥΛΟΥ ΔΗΜΗΤΡΙΟΥ**

Επιβλέπων Καθηγητής: Παπαδόπουλος Συμεών

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού Διπλώματος στην  
Εφαρμοσμένη Λογιστική και Ελεγκτική

**Θεσσαλονίκη 2020**



*Αφιερώνεται στους γονείς μου,  
Κωνσταντίνο και Βίκυ  
και στα αδέρφια μου  
Αναστασία και Γιάννη*

## **ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ**

*Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέποντα καθηγητή μου Δρ. Παπαδόπουλο Συμεών που μου έδωσε την δυνατότητα να ασχοληθώ με ένα τόσο ενδιαφέρον θέμα καθώς επίσης και για την πολύτιμη βοήθεια και καθοδήγηση που μου παρείχε για την επίλυση διάφορων ζητημάτων.*

*Θα ήθελα επίσης να απευθύνω τις ευχαριστίες μου στην οικογένειά μου, η οποία στήριξε τις σπουδές μου με διάφορους τρόπους και φρόντισε για την καλύτερη δυνατή μόρφωσή μου.*

*Δημήτριος Τσιμόπουλος*

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Μέσα σε ένα συνεχώς μεταβαλλόμενο οικονομικό περιβάλλον, η επίτευξη μίας ομαλής χρηματοοικονομικής λειτουργίας είναι αναγκαία για κάθε επιχείρηση που επιδιώκει αφενός να βελτιώσει τις επιδόσεις της και αφετέρου να εξασφαλίσει την βιωσιμότητά της. Η αποτίμηση υπολογίζει την αξία μιας επιχείρησης με μια προοπτική στο μέλλον.

Κάθε περιουσιακό στοιχείο τόσο χρηματοοικονομικό όσο και πραγματικό, έχει μία αξία. Το κλειδί για την επιτυχή επένδυση και την διαχείριση αυτών των περιουσιακών στοιχείων βασίζεται στην κατανόηση όχι μόνο της αξίας αλλά και των πηγών της αξίας. Η αποτίμηση αξίας των επιχειρήσεων αποτελεί εκ φύσεως μία πολύπλοκη διαδικασία που απαιτεί γνώση της αγοράς και αναλυτικές ικανότητες. Οποιοδήποτε περιουσιακό στοιχείο μπορεί να αποτιμηθεί, επιπλέον υπάρχουν περιουσιακά στοιχεία τα οποία μπορούν να αποτιμηθούν πιο εύκολα σε σχέση με άλλα καθώς και οι μέθοδοι της αποτίμησης διαφέρουν από περίπτωση σε περίπτωση.

Βασική επιδίωξη είναι να μπορεί κανείς να αποτιμήσει τον μελλοντικό αντίκτυπο των σημερινών αποφάσεων και καταστάσεων ώστε να διακρίνει την επερχόμενη οικονομική θέση της επιχείρησης. Ωστόσο, αυτές οι προβλέψεις εμπεριέχουν μεγάλο βαθμό αβεβαιότητας, αφού πολλοί παράγοντες επηρεάζουν τις επιδόσεις μιας εταιρείας οι οποίοι είναι δύσκολο να ανιχνευθούν. Χαρακτηριστικό είναι ότι η έννοια της αβεβαιότητας είναι άμεσα συνδεδεμένη με την έννοια του κινδύνου.

Σκοπός της συγκεκριμένης διπλωματικής εργασίας είναι η αποτίμηση της αξίας του ομίλου ΟΤΕ με την μέθοδο των ελεύθερων ταμειακών ροών. Ο όμιλος ΟΤΕ αποτελεί μία από τις μεγαλύτερες οντότητες της χώρας και δραστηριοποιείται στον κλάδο των τηλεπικοινωνιών τόσο στην Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό. Επιπλέον, γίνεται μία προσπάθεια για την ανάλυση του εσωτερικού και εξωτερικού περιβάλλοντος του ομίλου καθώς γίνεται και αναφορά για τους κινδύνους που τον περιβάλλουν.

Επιδιωκόμενος στόχος της συγκεκριμένης εργασίας είναι η εξαγωγή χρήσιμων συμπερασμάτων προκειμένου να προσδιοριστούν η αξία και η τιμή της μετοχής του και να συγκριθεί με την τρέχουσα Χρηματιστηριακή τιμή του.

**Λέξεις κλειδιά:** Αποτίμηση αξίας, Ταμειακές Ροές, Χρηματοοικονομική Ανάλυση, Ελεύθερες ταμειακές Ροές, Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου, Αξία Μετοχής

## **ABSTRACT**

In a constantly changing financial environment, achieving a smooth financial operation is necessary for any business that seeks to improve its performance and to ensure its viability. Valuation calculates the value of a business with a view to the future.

Every asset, both financial and real, has a value. The key to successfully investing and managing these assets is based on understanding not only the value but also the sources of value. Business valuation is inherently a complex process that requires market knowledge and analytical skills. Any asset can be valued, in addition there are assets that can be more easily valued than others and the valuation methods vary from case to case.

The key is to be able to assess the future impact of current decisions and situations in order to distinguish the company's future financial position. However, these forecasts contain a great deal of uncertainty, as many factors affect the performance of a company that is difficult to detect. It is characteristic that the concept of uncertainty is directly related to the concept of risk.

The purpose of this thesis is to evaluate the value of the OTE Group using the free cash flow method. OTE Group is one of the largest entities in the country and operates in the telecommunications sector both in Greece and abroad. In addition, an attempt is made to analyze the internal and external environment of the group as well as the risks that surround it. The purpose of this work is to draw useful conclusions in order to determine the value and value of its share and to compare it with its current Stock Price.

**Keywords:** Value Measurement, Cash Flow, Financial Analysis, FCFE, WACC, Value Per Share

## ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

<b>ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ</b> .....	<b>II</b>
<b>ΠΕΡΙΛΗΨΗ</b> .....	<b>III</b>
<b>ABSTRACT</b> .....	<b>IV</b>
<b>ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ</b> .....	<b>V</b>
<b>ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΤΩΝ ΠΙΝΑΚΩΝ</b> .....	<b>IX</b>
<b>ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΤΩΝ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ</b> .....	<b>X</b>
<b>ΕΙΣΑΓΩΓΗ</b> .....	<b>1</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1<sup>ο</sup></b> .....	<b>4</b>
<b>Η ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ</b> .....	<b>4</b>
1.1 Η αξία της επιχείρησης .....	4
1.2 Η έννοια και ο σκοπός της αποτίμησης .....	4
1.3 Παράγοντες που επηρεάζουν την αξία των επιχειρήσεων.....	5
1.4 Η επίδραση των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Αναφοράς (ΔΠΧΑ) στην αποτίμηση των επιχειρήσεων.....	6
1.5 Μύθοι για την αποτίμηση .....	8
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2<sup>ο</sup></b> .....	<b>9</b>
<b>ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ</b> .....	<b>9</b>
2.1 Μέθοδοι που βασίζονται σε Λογιστικά Δεδομένα .....	9
2.1.1 Λογιστική Αξία (Book Value).....	9
2.1.2 Αναπροσαρμοσμένη Λογιστική Αξία (Adjusted Book Value) .....	10
2.1.3 Ρευστοποιήσιμη Αξία (Liquidation value).....	11
2.1.4 Εσωτερική Αξία (Intrinsic value) .....	11
2.1.5 Πραγματική Αξία (Substantial value).....	12
2.2 Μοντέλα σχετικής αποτίμησης με πολλαπλασιαστές (Multiple Valuation).....	12
2.2.1 Πολλαπλασιαστής Κερδών (P/E) (Price to Earnings per Share Multiple).....	13
2.2.2 Πολλαπλασιαστής Κερδών PEG (Price to Earnings per Share Growth Multiple) .....	13
2.2.3 Πολλαπλασιαστής Λογιστική Αξίας P/BV (Price to Book Value Multiple) .....	14
2.2.4 Μερισματική απόδοση (Dividend Yield).....	15
2.3 Απόλυτα μοντέλα αποτίμησης .....	15
2.3.1 Μέθοδος προεξόφλησης μερισμάτων ( divided discount model) .....	16

2.3.2 Οι μέθοδοι των Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών (Discount Cash Flow Valuation Model – DFC)	17
2.3.3 Ανάλυση του μοντέλου της προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών (FCFF – FCFE)	18
2.3.3.1 Ελεύθερη Ταμειακή Ροή προς τα Ίδια Κεφάλαια (FCFE)	18
2.3.3.2 Ελεύθερες Ταμειακές Ροές προς την Επιχείρηση (Free Cash Flow to the Firm - FCFF)	20
2.3.3.3 Μοντέλο προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών σε ένα στάδιο	20
2.3.3.4 Μοντέλο προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών σε δύο στάδια	21
2.4 Μέθοδος των υπερκερδών (residual income valuation model)	22
2.5 Το Κόστος Κεφαλαίου	23
2.5.1 Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC)	24
2.5.2 Το Κόστος Δανεισμού (Kd)	24
2.5.3 Το Κόστος Ίδιων Κεφαλαίων (Ke)	24
2.5.4 Capital Asset Pricing Model (CAMP)	25
2.5.5 Ρυθμός Ανάπτυξης	27
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3<sup>ο</sup></b>	<b>29</b>
<b>ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ ΟΤΕ</b>	<b>29</b>
3.1 Βασικά στοιχεία του Ομίλου ΟΤΕ	29
3.2 Ιστορική αναδρομή	29
3.3 Οικονομικά στοιχεία	32
3.4 Μετοχική σύνθεση	33
3.5 Δομή του Ομίλου	34
3.6 Στρατηγική Ανάλυση	39
3.6.1 Ανάλυση SWOT	39
3.6.2 Ανάλυση PEST	40
3.7 Διαχείριση Κινδύνων	41
3.7.1 Πιστωτικός Κίνδυνος	42
3.7.2 Κίνδυνος Ρευστότητας	43
3.7.3 Κίνδυνος της Αγοράς	43
3.7.3.1 Κίνδυνος Επιτοκίων	43
3.7.3.2 Συναλλαγματικός Κίνδυνος	44
3.8 Ελεγκτικοί Κίνδυνοι και Εσωτερικός Έλεγχος	44
3.8.1 Ελεγκτικοί Κίνδυνοι	44



3.8.2 Εσωτερικός Έλεγχος.....	45
3.9 Εταιρική Διακυβέρνηση.....	47
3.9.1 Βασικές Αρχές του Συστήματος Εταιρικής Διακυβέρνησης .....	47
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4ο.....</b>	<b>48</b>
<b>ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ ΟΤΕ.....</b>	<b>48</b>
4.1 Οριζόντια Ανάλυση .....	48
4.2 Κάθετη Ανάλυση.....	50
4.3 Χρηματοοικονομική Ανάλυση με την χρήση Αριθμοδεικτών.....	52
4.3.1 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας.....	52
4.3.1.1 Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ρευστότητας.....	53
4.3.1.2 Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας.....	53
4.3.1.3 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας Ομίλου ΟΤΕ 2015-2019 .....	54
4.3.2 Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας .....	54
4.3.2.1 Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού .....	55
4.3.2.2 Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Κυκλοφορούντος Ενεργητικού .....	55
4.3.2.3 Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων .....	55
4.3.2.4 Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας Ομίλου ΟΤΕ 2015-2019.....	56
4.3.3 Αριθμοδείκτες Κεφαλαιακής διάρθρωσης και βιωσιμότητας.....	57
4.3.3.1 Αριθμοδείκτης Συνολικής Δανειακής Επιβάρυνσης.....	57
4.3.3.2 Αριθμοδείκτης Καθαρής Θέσης προς Υποχρεώσεις.....	58
4.3.3.3 Αριθμοδείκτης Ξένων προς Ίδια Κεφάλαια .....	59
4.3.3.4 Αριθμοδείκτης Κάλυψης Τόκων.....	59
4.3.4.5 Αριθμοδείκτες Δανειακής Επιβάρυνσης Ομίλου ΟΤΕ 2015-2019.....	59
4.3.4 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας και Κερδοφορίας.....	61
4.3.4.1 Αριθμοδείκτης απόδοσης ενεργητικού (Return on Assets- ROA) .....	61
4.3.4.2 Αριθμοδείκτης απόδοσης Ίδιων Κεφαλαίων( Return on equity-ROE).....	62
4.3.4.3 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας Ομίλου ΟΤΕ 2015-2019.....	62
4.3.4.4 Αριθμοδείκτης περιθωρίου μικτού κέρδους (Cross Profit Margin).....	63
4.3.4.5 Αριθμοδείκτης περιθωρίου Καθαρού Κέρδους (Net Profit Margin) .....	63
4.3.4.6 Αριθμοδείκτες Κερδοφορίας Ομίλου ΟΤΕ 2015-2019.....	63
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5<sup>ο</sup> .....</b>	<b>65</b>
<b>ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ ΟΤΕ .....</b>	<b>65</b>
5.1 Μέθοδος Αποτίμησης.....	65

5.2 Σημαντικά γεγονότα του 2020 .....	65
5.3 Εκτίμηση Ρυθμού Ανάπτυξης Χρηματοοικονομικών Μεγεθών.....	66
5.3.1 Πρόβλεψη για τους χρηματοοικονομικούς δείκτες για την περίοδο 2020-2024	67
5.3.2 Υπολογισμός Ελεύθερων Ταμειακών Ροών προς την Εταιρεία (FCFF) 2020-2024 .....	68
5.4 Εκτίμηση του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (WACC) .....	68
5.4.1 Πρόβλεψη Κόστους Δανεισμού (Cost of Debt) .....	69
5.4.2 Πρόβλεψη Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων (Cost of Equity) .....	69
5.4.3 Υπολογισμός WACC .....	70
5.5 Εκτίμηση της Υπολειμματικής Αξίας.....	71
5.6 Προσδιορισμός της Αξίας του Ομίλου ΟΤΕ.....	73
<b>ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....</b>	<b>75</b>
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....</b>	<b>77</b>
<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ .....</b>	<b>81</b>

## ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΤΩΝ ΠΙΝΑΚΩΝ

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.1: ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ABC .....	10
ΠΙΝΑΚΑΣ 2.2: ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ABC.....	11
ΠΙΝΑΚΑΣ 3.1: ΚΥΚΛΟΣ ΕΡΓΑΣΙΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΟ ΕΒΙΤΔΑ.....	33
ΠΙΝΑΚΑΣ 3.2: ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΣΥΝΘΕΣΗ Ο.Τ.Ε. ....	33
ΠΙΝΑΚΑΣ 3.3: ΘΥΓΑΤΡΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΟΜΙΛΟΥ ΟΤΕ .....	34
ΠΙΝΑΚΑΣ 3.4 : ΑΝΑΛΥΣΗ SWOT ΟΜΙΛΟΥ ΟΤΕ.....	40
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.1: ΟΡΙΖΟΝΤΙΑ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ .....	48
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.2: ΟΡΙΖΟΝΤΙΑ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ .....	49
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.3: ΚΑΘΕΤΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ .....	50
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.4: ΚΑΘΕΤΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ .....	51
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.5: ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ.....	54
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.6: ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ .....	56
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.7: ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΚΑΙ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑΣ .....	60
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.8: ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ROE ΚΑΙ ROA.....	62
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.9: ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ .....	64
ΠΙΝΑΚΑΣ 5.1: ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΚΑΙ ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ ΟΜΙΛΟΥ ΟΤΕ ΚΑΤΑ ΤΑ ΕΤΗ 2015-2019.....	67
ΠΙΝΑΚΑΣ 5.2: ΠΡΟΒΛΕΨΗ ΓΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ 2020-2024 .....	67
ΠΙΝΑΚΑΣ 5.3: ΕΛΕΥΘΕΡΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΠΡΟΣ ΤΗΝ ΕΤΑΙΡΕΙΑ (FCFF) 2020-2024.....	68
ΠΙΝΑΚΑΣ 5.4: ΚΟΣΤΟΣ ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ ( COST OF DEBT) .....	69
ΠΙΝΑΚΑΣ 5.5: ΑΠΟΔΟΣΗ 10ΕΤΟΥΣ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΟΜΟΛΟΓΟΥ 2020.....	70
ΠΙΝΑΚΑΣ 5.6: ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΓΙΑ ΕΛΛΑΔΑ ΚΑΙ Η.Π.Α. ΓΙΑ ΤΟ ΕΤΟΣ 2020 .....	70
ΠΙΝΑΚΑΣ 5.7: ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΡΥΘΜΟΥ ΜΕΓΕΘΥΝΣΗΣ (G) .....	72
ΠΙΝΑΚΑΣ 5.8: ΑΞΙΑ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ ΟΤΕ .....	73

## ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΤΩΝ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.1: ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΣΥΝΘΕΣΗ Ο.Τ.Ε .....	34
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.2 : ΔΟΜΗ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ ΟΤΕ .....	38
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.1: ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ.....	54
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.2: ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ.....	56
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.3: ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ.....	57
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.4: ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΚΑΙ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑΣ.....	60
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.5: ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΚΑΛΥΨΗΣ ΤΟΚΩΝ.....	61
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.6: ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ROE ΚΑΙ ROA.....	63
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.7: ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ.....	64

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

### **i. Εισαγωγικές παρατηρήσεις**

Οι ιδιοκτήτες επιχειρήσεων ξοδεύουν σημαντικό χρόνο και ενέργεια προσπαθώντας να ενισχύσουν την αξία της επιχείρησης αναπτύσσοντας σχέδια ανάπτυξης με σαφώς καθορισμένους στόχους. Αυτά τα σχέδια έχουν δημιουργηθεί για να μεγιστοποιούν την αξία της επιχείρησης με την πάροδο του χρόνου, αλλά είναι δύσκολο να επιτευχθούν χωρίς την κατάλληλη γνώση και σωστή λήψη αποφάσεων.

Οι ιδιοκτήτες θα πρέπει όχι μόνο να καταλάβουν τι αξίζει η επιχείρησή τους σήμερα, αλλά θα πρέπει επίσης να γνωρίζουν από πού προέρχεται αυτή την αξία. Υπάρχουν διάφοροι τρόποι να υπολογιστεί η αξία μίας επιχείρησης. Ένα από τα πιο σημαντικά εργαλεία είναι η αποτίμηση καθώς συλλέγει και επεξεργάζεται ένα σύνολο οικονομικών γεγονότων. Η αποτίμηση συνήθως χρησιμεύει ως έλεγχος πραγματικότητας για τους ιδιοκτήτες για να δουν το τι αξίζει η επιχείρησή τους καθώς βασικός σκοπός είναι η μεγιστοποίηση της αξίας και των κερδών.

Η αποτίμηση επιχειρήσεων έχει κάνει ενεργά την παρουσίαση της ως κλάδος της χρηματοοικονομικής επιστήμης τις τελευταίες δεκαετίες. Βασικό χαρακτηριστικό είναι ότι δεν στηρίζεται αποκλειστικά σε χρηματοοικονομικά εργαλεία και απόψεις για τις μεθόδους, προσεγγίσεις, τεχνικές, εργαλεία αρχές και πληροφορίες που θα πρέπει να χρησιμοποιηθούν διαφέρουν από ερευνητή σε ερευνητή. Πολλοί υποστηρίζουν ότι αποτίμηση είναι περισσότερο τεχνική παρά επιστήμη.

Ο όρος τεχνική αναφέρεται στο σύνολο των μεθόδων και κανόνων με τους οποίους επιτυγχάνεται ορισμένο αποτέλεσμα καθώς και η ικανότητα της χρήσης των μεθόδων αυτών ενώ η επιστήμη αποτελεί το σύνολο συστηματικών γνώσεων που αναφέρονται σε ένα ορισμένο κύκλο φαινομένων.

Ο ρόλος της αποτίμησης επιχειρήσεων είναι η διευκόλυνση στην λήψη αποφάσεων, ωστόσο πρόκειται για μία περίπλοκη διαδικασία. Αποτελεί έναν συνδυασμό ποσοτικών και ποιοτικών πληροφοριών, καθώς και άλλες πληροφορίες που είναι διαθέσιμες από πηγές εκτός της εταιρείας όπως για παράδειγμα οι εκτιμήσεις, κάνει την αποτίμηση επιχειρήσεων ένα γνωστικό αντικείμενο δύσκολο αρχικά στην κατανόησή του.

Ένα επιπλέον ερώτημα που θα μπορούσε να τεθεί είναι εάν, η αποτίμηση είναι καταγραφή-διασαφήνιση ή πρόβλεψη. Η απάντηση στο συγκεκριμένο ερώτημα είναι δύσκολη διότι

ορισμένες μέθοδοι αποτίμησης χρησιμοποιούν την θεωρία και τις τεχνικές προβλέψεων, αλλά στηρίζονται σε πραγματικά λογιστικά δεδομένα. Επιπρόσθετα εάν πρόκειται για θέμα καταγραφής απαιτείται μόνο η γνώση λογιστικής επιστήμης εννοώ εάν απαιτείται και πρόβλεψη τότε θα πρέπει να γίνει χρήση και της χρηματοοικονομικής, της στατιστικής και της στρατηγικής επιστήμης<sup>1</sup>.

Το δίλημμα συνεπώς είναι πλασματικό, τόσο η επιστήμη όσο και η τεχνική κρίνετε ότι να απολύτως απαραίτητες κατά την αποτίμηση της αξίας. Πριν μερικά χρόνια μελέτες αποτίμησης επιχειρήσεων διεκπεραιώναν μόνο οι ελεγκτικές εταιρείες οι γραφεία συμβούλων επιχειρήσεων τα οποία συνήθως συνδέονταν με εταιρείες ορκωτών λογιστών. Ο λόγος είναι ότι μόνο αυτές εταιρείες είχαν την επιστημονική γνώση και τις τεχνικές για να διεκπεραιώσουν χωρίς προβλήματα και χωρίς βάσιμες αμφιβολίες μία τέτοια εργασία. Σήμερα υπάρχουν στην Αμερική, τέσσερις επαγγελματικοί οργανισμοί οι παρέχουν βοήθεια στα μέλη τους σε μελέτες αποτίμησης<sup>2</sup>. Αυτοί είναι οι εξής:

- American Institute of Certified Public Accountants (AICPA)
- American Society of Appraisers (ASA)
- Institute of Business Appraisers (IBA)
- National Association of Certified Valuation Analysts (NACVA)

Επομένως είναι χαρακτηριστικό ότι η αποτίμηση δεν αποτελεί μία αντικειμενική εργασία πέραν του γεγονότος ότι η αξία που υπολογίζεται αποτελεί κυρίως μία κατά το δυνατό πλησιέστερη προσέγγιση της πραγματικής αξίας της επιχείρησης καθώς δεν πρέπει να ξεχνάμε ότι οι υπολογισμοί αυτοί συχνά επηρεάζονται από τις όποιες προκαταλήψεις ή εκτιμήσεις του αναλυτή – εκτιμητή.

## **ii. Δομή της εργασίας**

Η παρούσα διπλωματική εργασία αποτελείται από δύο μέρη. Στο πρώτο κομμάτι της εργασίας που είναι το θεωρητικό μέρος αποτελείται από τρία κεφάλαια. Στο πρώτο κεφάλαιο γίνεται αναφορά για την αξία και την σπουδαιότητα της αποτίμησης των επιχειρήσεων. Στο δεύτερο κεφάλαιο παρατίθεται το θεωρητικό υπόβαθρο για τις μεθόδους αποτίμησης, πραγματοποιείται μία αναφορά των σημαντικότερων μοντέλων που εφαρμόζονται σήμερα από τους οικονομικούς αναλυτές. Στο τρίτο και τελευταίο κεφάλαιο του θεωρητικού μέρους,

---

<sup>1</sup> Θεμιστοκλής Λαζαρίδης, Γεώργιος Κοντέος και Νικόλαος Σαριαννίδης, *Σύγχρονη Χρηματοοικονομική Ανάλυση*, (ΑΛΕΞΑΝΔΡΟΣ Σ. Ι.Κ.Ε, 2013)

<sup>2</sup> James R. Hitchner, *Financial Valuation application and models*, (Canada: John Wiley & Sons, 2006)

παρουσιάζεται ο όμιλος ΟΤΕ με στοιχεία και δεδομένα που αφορούν την επιχειρηματική δραστηριότητα του. Στην συνέχεια γίνεται μία προσπάθεια για την ανάλυση του εσωτερικού και εξωτερικού περιβάλλοντος του ομίλου για αυτό ακολουθεί στρατηγική ανάλυση καθώς γίνεται και αναφορά για τους κινδύνους που τον περιβάλλουν.

Το δεύτερο κομμάτι της εργασίας, το ερευνητικό μέρος, ξεκινάει με το τέταρτο κεφάλαιο στο οποίο γίνεται χρηματοοικονομική ανάλυση του ομίλου με την χρήση αριθμοδεικτών. Στο πέμπτο και τελευταίο κεφάλαιο γίνεται η αποτίμηση του ομίλου ΟΤΕ με την μέθοδο της προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών, προκειμένου να προσδιοριστούν η αξία και η τιμή της μετοχής του και να συγκριθεί με την τρέχουσα Χρηματιστηριακή τιμή του.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1<sup>ο</sup>

### Η ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

#### 1.1 Η αξία της επιχείρησης

Η αξία της επιχείρησης είναι το σύνολο της αξίας όλης της επιχείρησης με βάση τις προσδοκίες για κέρδη, ταμειακές ροές κ.ο.κ. και είναι άμεσα συνδεδεμένη με τη λειτουργία της και τις μελλοντικές αποδόσεις. Ο προσδιορισμός της αξίας δεν είναι ίδιος για όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη, διότι κάθε ένα από αυτά έχει διαφορετικούς σκοπούς και στόχους. Η εκτίμηση της αξίας της επιχείρησης ως σύνολο είναι η εκτίμηση της αξίας όλων των υποχρεώσεων και των απαιτήσεων καθώς και όλων των προσδοκώμενων εισροών και εκροών της.

Πολλές φορές κάνουμε το λάθος να συνδέουμε τους όρους **value** και **price** ενώ στην πραγματικότητα είναι δύο διαφορετικές έννοιες. Υπάρχει σημαντική διαφορά ανάμεσα στους όρους αξία και τιμή. Για παράδειγμα, μία μεγάλη εταιρεία μπορεί να επιθυμεί να εξαγοράσει μία μικρότερη επιχείρηση με σκοπό να εισέλθει στην τοπική αγορά για να εκμεταλλευτεί τη φήμη και το εμπορικό σήμα της τοπικής επιχείρησης. Σε αυτή την περίπτωση ο αγοραστής θα εκτιμήσει μόνο το σήμα και όχι την υπόλοιπη περιουσία της επιχείρησης όπως τα κτήρια, τον εξοπλισμό κ.λ.π. Ωστόσο ο πωλητής θα κάνει μία εκτίμηση όλων των περιουσιακών στοιχείων σε μία υψηλή τιμή καθώς αυτά είναι σε κατάσταση να συνεχίσουν να παράγουν προϊόντα. Από την πλευρά του αγοραστή στόχος του είναι να προσδιοριστεί η μέγιστη αξία που είναι διατεθειμένος να πληρώσει στο βαθμό που θεωρεί ότι η επιχείρηση μπορεί να συνεισφέρει ενώ στόχος του πωλητή είναι να προσδιοριστεί η ελάχιστη αξία στην οποία είναι διατεθειμένος να αποδεχτεί την εξαγορά. Συνήθως αυτοί είναι οι βασικοί παράγοντες στην διαμόρφωση του τελικού χρηματικού ανταλλάγματος κατά την διάρκεια των διαπραγματεύσεων. Έτσι λοιπόν συχνά υπάρχει σύγχυση ανάμεσα σε αυτούς τους δύο όρους<sup>3</sup>.

#### 1.2 Η έννοια και ο σκοπός της αποτίμησης

Η αποτίμηση είναι η διαδικασία προσδιορισμού της παρούσας αξίας (Present Value) ενός περιουσιακού στοιχείου και τι είναι αυτό που την καθορίζει. Με άλλα λόγια περιλαμβάνει την έκφραση σε χρηματικές μονάδες των στοιχείων του Ενεργητικού και του Παθητικού.<sup>4</sup> Υπάρχουν πολλοί λόγοι αποτίμησης επιχειρήσεων, οι σημαντικότεροι είναι η εξής:

---

<sup>3</sup> Fernandez Pablo, *Valuation Using Multiples. How do analyst reach their conclusions?*, SSRN Working Paper, IESE Business School, 2001

<sup>4</sup> Δ. Γκίνογλου, Π.Ταχυνάκης και Σ. Μωυσή, *Γενική Χρηματοοικονομική Λογιστική*, (Αθήνα, Rosili, 2005)



- Εξαγορές – Πωλήσεις εταιρειών
- Διαίρεση περιουσιακών στοιχείων και συμφερόντων
- Διαχείριση χαρτοφυλακίου
- Χρηματοδότηση εταιρειών
- Προσδιορισμός αμοιβών των μελών Δ.Σ. των ανωτέρων στελεχών
- Αξιολόγηση επιχειρηματικών μοντέλων και στρατηγικών
- Παροχή πληροφοριών σχετικά με μία επένδυση αν είναι συμφέρουσα
- Προσδιορισμός και η επιλογή της κατάλληλης μετοχής<sup>5</sup>

### **1.3 Παράγοντες που επηρεάζουν την αξία των επιχειρήσεων**

Η αποτίμηση είναι μία περίπλοκη διαδικασία και ως αποτέλεσμα δεν είναι στατική. Ένας από τους πιο σημαντικούς παράγοντες στον κόσμο των επιχειρήσεων είναι ο χρόνος ο οποίος είναι άμεσα συνδεδεμένος με την αξία της επιχείρησης. Άλλωστε δεν είναι τυχαίο ότι στα ΔΛΠ 10 υπάρχει συγκεκριμένο ανεξάρτητο πρότυπο για τα γεγονότα μετά την ημερομηνία ισολογισμού.

Το συγκεκριμένο πρότυπο ρυθμίζει ποια γεγονότα μετά την ημερομηνία ισολογισμού θα πρέπει να μεταβάλλουν τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις και ποια θα πρέπει να γνωστοποιούνται.

Υπάρχουν αρκετοί παράγοντες που επηρεάζουν την αξία της επιχείρησης οι οποίοι μπορούν να είναι είτε εσωτερικοί είτε εξωτερικοί.<sup>6</sup>

Τεχνικά ορισμένοι εσωτερικοί παράγοντες που επηρεάζουν την αξία της επιχείρησης και των επιμέρους λογαριασμών της είναι:

- Τρόπος διοίκησης
- Τρόπος διακυβέρνησης
- Διαχείριση στοιχείων κυκλοφορούντος ενεργητικού
- Διαχείριση κόστους παραγωγής υπηρεσιών και προϊόντων
- Διαχείριση προϋπολογισμού και ταμειακού προγράμματος
- Διαχείριση χρηματοδότησης – κεφαλαίων κίνησης
- Διαχείριση επενδυτικού σχεδίου

---

<sup>5</sup> John D. Stowe, Thomas R. Robinson, Jerald E. Pinto and Dennis W. McLeavey, CFA, *Equity Asset Valuation*, (CFA Institute, John Wiley & Sons, 2007)

<sup>6</sup> Θεμιστοκλής Λαζαρίδης, *Αποτίμηση επιχειρήσεων*, (Αθήνα: Gutenberg, 2017)

Οι παραπάνω παράγοντες εστιάζουν κυρίως στην αποτελεσματικότητα και την αποδοτικότητα της διοίκησης και αποτελούν τον μη συστηματικό κίνδυνο ο οποίος μπορεί να όχι μόνο να μειωθεί αλλά και να μηδενισθεί.

Εκτός από τους εσωτερικούς παράγοντες που επηρεάζουν την αξία της επιχείρησης υπάρχουν και πολλοί εξωτερικοί παράγοντες:

- ο πληθωρισμός
- η ρευστότητα της αγοράς και της μετοχής της επιχείρησης
- τα επιτόκια

Ένα κοινό στοιχείο και των τριών παραγόντων είναι ότι συνδέονται άμεσα και κατά μεγάλο ποσοστό σχηματίζουν τις προσδοκίες των ενδιαφερόμενων μερών, δηλαδή των επενδυτών, μετόχων και τραπεζών.

#### **1.4 Η επίδραση των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Αναφοράς (ΔΠΧΑ) στην αποτίμηση των επιχειρήσεων**

Τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (International Accounting Standards, IAS) είναι λογιστικές πρακτικές υπό τη μορφή νόμων με τους οποίους καλούνται να προσαρμοστούν υποχρεωτικά οι ελληνικές επιχειρήσεις, μετά από κοινοτική οδηγία. Στην Ελλάδα υπήρξε μια μικρή καθυστέρηση στην αναγκαιότητα της εφαρμογής τους, ωστόσο έγιναν υποχρεωτικά από το 2005, αρχικά για τις εισηγμένες και αργότερα για λοιπές εταιρίες. Τα ΔΛΠ εμπλουτίστηκαν με οδηγίες που αλλάζανε τον προσανατολισμό τους, που αρχικά ήταν αυστηρά λογιστικός, και είναι πλέον γνωστά ως Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (IFRS).<sup>7</sup>

Ένα από τα πιο σοβαρά θέματα που αντιμετωπίζει μία επιχείρηση, κατά την κατάρτιση των οικονομικών καταστάσεων, είναι και το θέμα της αποτιμήσεως των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού.

Μέχρι και την εφαρμογή των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (ΔΛΠ) η κύρια μέθοδος αποτιμήσεως ήταν εκείνη του ιστορικού κόστους. Με την εισαγωγή των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων έκανε την εμφάνισή της για πρώτη φορά μία σημαντική μέθοδος αποτιμήσεως, εκείνη της εύλογης αξίας<sup>8</sup>.

#### ***Ιστορικό Κόστος***

Σύμφωνα με την αρχή αυτή, το καταλληλότερο οικονομικό μέγεθος για την καταγραφή, παρακολούθηση και αποτίμηση ενός περιουσιακού στοιχείου είναι το κόστος κτήσεως και ότι

<sup>7</sup> [https://el.wikipedia.org/wiki/Διεθνή\\_Λογιστικά\\_Πρότυπα](https://el.wikipedia.org/wiki/Διεθνή_Λογιστικά_Πρότυπα)

<sup>8</sup> <https://www.kathimerini.gr/225544/article/oikonomia/ellhnikh-oikonomia/me8odoi-apotimhshs>

το κόστος πρέπει να λαμβάνεται υπόψη για την συνέχεια έστω και αν η αξία του έχει μεταβληθεί<sup>9</sup>.

### ***Εύλογη Αξία***

Τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς (ΔΠΧΑ) ορίζουν ως εύλογη αξία την τιμή που θα λάμβανε κάποιος για την πώληση ενός περιουσιακού στοιχείου ή που θα κατέβαλε για τον διακανονισμό μίας υποχρέωσης σε μία κανονική συναλλαγή μεταξύ συμμετεχόντων στην αγορά κατά την ημερομηνία αποτίμησης<sup>10</sup>.

Είναι φανερό ότι η έννοια της εύλογης αξίας έχει επιφέρει αλλαγές στην αναγνώριση και αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων των οικονομικών καταστάσεων οι οποίες απευθύνονται σε χρήστες εκτός της διοίκησης της επιχείρησης, όπως χρηματοοικονομικούς αναλυτές, πιστωτικά ιδρύματα, πελάτες, προμηθευτές και άλλους. Με τον όρο αναγνώριση εννοούμε πώς θα πρέπει ένα κονδύλι να εμφανισθεί στις οικονομικές καταστάσεις, ενώ με τον όρο αποτίμηση εννοούμε με ποια αξία θα εμφανισθεί αυτό το κονδύλι στις οικονομικές καταστάσεις<sup>11</sup>.

Οι βασικές αλλαγές που επέφερε η χρήση της εύλογης αξίας είναι:

- η καταχώρηση στις οικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης μη πραγματοποιημένων κερδών (Unrealized gains) και
- η διανομή των κερδών.

Σύμφωνα με το ΔΛΠ 40 «Επενδύσεις σε ακίνητα» (Investment Property), η αποτίμηση αυτής της κατηγορίας ακινήτων μπορεί να γίνει είτε με τη μέθοδο του κόστους είτε με τη μέθοδο της εύλογης αξίας. Με τη μέθοδο της εύλογης αξίας τα κέρδη ή οι ζημιές που προκύπτουν από την αποτίμηση στην εύλογη αξία αναγνωρίζονται στα αποτελέσματα. Αυτό το γεγονός έχει ως αποτέλεσμα να επηρεάζει και την καθαρή θέση της επιχείρησης.

Σύμφωνα με το ΔΛΠ 16 «Ενσώματα πάγια» (Property, Plant and Equipment), η αποτίμηση των ιδιοχρησιμοποιούμενων ακινήτων μπορεί να γίνει είτε με τη μέθοδο του κόστους είτε με τη μέθοδο της αναπροσαρμογής. Η αναπροσαρμοζόμενη αξία, εφόσον είναι θετική, αναγνωρίζεται απευθείας στα ίδια κεφάλαια και, εφόσον είναι αρνητική, αναγνωρίζεται ως ζημιά απομείωσης στα αποτελέσματα. Αυτό το γεγονός έχει ως αποτέλεσμα να επηρεάζει και την καθαρή θέση της επιχείρησης.

<sup>9</sup> Δ. Γκίνογλου, Π. Ταχυνάκης και Σ. Μωυσή, *Γενική Χρηματοοικονομική Λογιστική*, Αθήνα, Rosili, 2005)

<sup>10</sup> Χρήστος Ι. Νεγκάκης, *Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς, Ειδικά Θέματα*, (Θεσσαλονίκη, 2015)

<sup>11</sup> <https://www.accountancygreece.gr/η-αξιοπιστια-και-η-σχετικοτητα-τησ-εουλ/>

## 1.5 Μύθοι για την αποτίμηση

Σύμφωνα με τον Aswath Damodaran υπάρχουν κάποιοι μύθοι για την αποτίμηση οι οποίοι παρουσιάζονται συνοπτικά παρακάτω<sup>12</sup>:

- Η αποτίμηση είναι μια επιστήμη που αποδίδει αντικειμενική εκτίμηση της αξίας
- Η αποτίμηση είναι περίπλοκη και υπάρχουν εκατοντάδες μοντέλα διαθέσιμα
- Δεν μπορούν να αποτιμηθούν νέες επιχειρήσεις που παρουσιάζουν ζημιές
- Μύθοι για το Κόστος Κεφαλαίων: Τα κρατικά ομόλογα δεν εμπεριέχουν κινδύνους. Ο συντελεστής Beta υπολογίζεται με παλινδρόμηση.
- Το επιτόκιο δανεισμού είναι ίσο με το κόστος δανεισμού
- Οι λογιστές ξέρουν πως να μετρήσουν τα κέρδη
- Η χρήση των αριθμοδεικτών για τον υπολογισμό της αξίας του μετοχικού κεφαλαίου ή του κόστους δανεισμού είναι συντηρητική
- Οι καταστάσεις ταμειακών ροών μας παρουσιάζουν όλες τις πληροφορίες για τον υπολογισμό των κεφαλαιουχικών δαπανών
- Το κεφάλαιο κίνησης προέρχεται από την σχέση Κυκλοφορούν Ενεργητικό-Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις
- Οι προσδοκώμενοι ρυθμοί ανάπτυξης στην αποτίμηση προκύπτουν από εξωγενείς παράγοντες
- Όταν ολοκληρωθεί η προεξόφληση των ταμειακών ροών ολοκληρώνεται η αποτίμηση
- Μία καλή αποτίμηση της αξίας μίας επιχείρησης ισχύει για πάντα
- Αν το μοντέλο της αποτίμησης είναι ποσοτικό τότε είναι και αντικειμενική η αποτίμηση

---

<sup>12</sup> Aswath Damodaran, *Investment Valuation tools and techniques for determining the value of any asset*, (New York, John Wiley & Sons Inc, 1996)

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2<sup>ο</sup>

### ΜΕΘΟΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

#### 2.1 Μέθοδοι που βασίζονται σε Λογιστικά Δεδομένα

Ο καθορισμός της αξίας μιας εταιρείας μέσω των μεθόδων αυτών συντελείται μέσω της εκτίμησης της αξίας του ενεργητικού της. Αυτές οι παραδοσιακά χρησιμοποιούμενες μέθοδοι στηρίζονται στην αρχή ότι η αξία της εταιρείας έγκειται κατά βάση στον ισολογισμό της. Οι μέθοδοι οι οποίες στηρίζονται στον Ισολογισμό καθορίζουν την αξία μιας εταιρείας από μια στατική άποψη, και δεν λαμβάνουν υπόψη τη μελλοντική εξέλιξη της εταιρείας ή τη διαχρονική αξία του χρήματος. Επιπλέον, δεν λαμβάνουν υπόψη άλλους παράγοντες που δεν εμφανίζονται στις οικονομικές καταστάσεις, όπως, για παράδειγμα, την τρέχουσα κατάσταση της επιχείρησης, την αποδοτικότητα των ανθρώπινων πόρων, τα οργανωτικά πλεονεκτήματα ή προβλήματα, τυχόν συμβάσεις κ.λπ., παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν επίσης την αξία μιας εταιρείας. Μερικές από αυτές τις μεθόδους είναι: η λογιστική αξία, η αναπροσαρμοσμένη λογιστική αξία, η ρευστοποιήσιμη αξία, η εσωτερική αξία και η πραγματική αξία.

##### 2.1.1 Λογιστική Αξία (Book Value)

Η λογιστική αξία<sup>13</sup> μιας εταιρείας ή η Καθαρή της Θέση είναι η αξία των ιδίων κεφαλαίων των μετόχων(ΚΘ) που αναφέρεται στον Ισολογισμό (μετοχικό κεφάλαιο και αποθεματικά). Η αξία αυτή είναι και η διαφορά μεταξύ του συνόλου των στοιχείων του ενεργητικού (Ε) και του παθητικού (Π), δηλαδή το πλεόνασμα του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων και των δικαιωμάτων της εταιρείας επί του συνόλου των χρεών της προς τρίτους.

Ο προσδιορισμός της βασίζεται στον παρακάτω τύπο:

$$E = \Pi + K\Theta$$

ή

$$K\Theta = E - \Pi$$

Ας πάρουμε την περίπτωση μίας υποθετικής εταιρείας ABC ,της οποίας ο ισολογισμός είναι αυτός που φαίνεται στον Πίνακα 2.1.

---

<sup>13</sup> [https://repository.kallipos.gr/bitstream/11419/3754/1/02\\_chapter\\_10.pdf](https://repository.kallipos.gr/bitstream/11419/3754/1/02_chapter_10.pdf)

**Πίνακας 2.1: Ισολογισμός ABC**

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ		ΠΑΘΗΤΙΚΟ	
Μετρητά	5	Λογαριασμοί Πληρωτέοι	40
Λογαριασμοί Εισπρακτέοι	10	Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	10
Αποθέματα	45	Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	30
Πάγια	<u>100</u>	Ίδια Κεφάλαια	<u>80</u>
Σύνολο Ενεργητικού	160	Σύνολο Υποχρεώσεων	160

Η λογιστική αξία των μετοχών (book value) ανέρχεται σε 80 εκ. Μπορεί επίσης να υπολογιστεί ως η διαφορά του συνόλου του ενεργητικού (160) και των υποχρεώσεων (40+10+30), που είναι 80 εκ.

### 2.1.2 Αναπροσαρμοσμένη Λογιστική Αξία (Adjusted Book Value)

Η μέθοδος της αναπροσαρμοσμένης καθαρής θέσης είναι μια έμμεση μέθοδος αποτίμησης της αξίας της επιχείρησης. Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή όταν οι αξίες των περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων προσαρμόζονται στην αγοραία αξία τους και λαμβάνεται η προσαρμοσμένη καθαρή αξία. Συνεχίζοντας το παράδειγμα του **Πίνακα 2.1** θα αναλύσουμε μια σειρά από στοιχεία του ισολογισμού ξεχωριστά, με σκοπό την προσαρμογή τους για την προσέγγιση της αγοραίας αξίας τους.

Για παράδειγμα, αν λάβουμε υπόψη τα παρακάτω:

- Οι λογαριασμοί εισπρακτέοι συμπεριλαμβάνουν 2 εκ. επισφαλείς απαιτήσεις, οπότε το στοιχείο αυτό θα πρέπει να έχει μια τιμή 8 εκ.
- Το απόθεμα, λόγω ιστορικών τιμών, λόγω ύπαρξης άχρηστων αποθεμάτων και από την ανατίμηση στην αγοραία αξία τους, έχει την τιμή των 52 εκ.
- Πάγια περιουσιακά στοιχεία (γήπεδα, κτίρια και μηχανήματα) έχουν αξία 150 εκ., σύμφωνα με έναν εξωτερικό εκτιμητή (εμπειρογνώμονα).
- Η λογιστική αξία των πληρωτέων λογαριασμών, τα δάνεια των τραπεζών και μακροπρόθεσμου δανεισμού είναι ίσα με την αγοραία αξία τους.

Συνεπώς ο αναπροσαρμοσμένος Ισολογισμός θα είναι αυτός που φαίνεται στον **Πίνακα 2.2**.

**Πίνακας 2.2: Ισολογισμός ABC**

<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>		<b>ΠΑΘΗΤΙΚΟ</b>	
Μετρητά	5	Λογαριασμοί Πληρωτέοι	40
Λογαριασμοί Εισπρακτέοι	8	Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	10
Αποθέματα	52	Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	30
Πάγια	<u>150</u>	Ίδια Κεφάλαια	<u>135</u>
Σύνολο Ενεργητικού	215	Σύνολο Υποχρεώσεων	215

Η αναπροσαρμοσμένη λογιστική αξία είναι 135 εκατομμύρια, το σύνολο του ενεργητικού (215) μείον υποχρεώσεις (80). Σε αυτή την περίπτωση, η αναπροσαρμοσμένη λογιστική αξία υπερβαίνει τη λογιστική αξία κατά 55 εκατομμύρια.

### 2.1.3 Ρευστοποιήσιμη Αξία (Liquidation value)

Είναι η αξία της εταιρείας η οποία προκύπτει μετά την εκκαθάριση της. Στη διαδικασία της εκκαθάρισης πωλούνται τα στοιχεία του ενεργητικού και εξοφλούνται οι υποχρεώσεις της εταιρείας. Η ρευστοποιήσιμη αξία υπολογίζεται με την αφαίρεση των εξόδων εκκαθάρισης της επιχείρησης (αποζημιώσεις απόλυσης μισθωτών, φορολογικές δαπάνες και άλλα τυπικά έξοδα εκκαθάρισης) από την προσαρμοσμένη καθαρή θέση.

Λαμβάνοντας το παράδειγμα που δίνεται στον **Πίνακα 2.2** έστω ότι για την εκκαθάριση της εταιρείας υφίστανται τα επιπλέον έξοδα:

- Αποζημιώσεις απόλυσης προσωπικού 15 εκ.
- Φορολογικές δαπάνες εκκαθάρισης 20 εκ.
- Λοιπά έξοδα εκκαθάρισης 25 εκ.

Η ρευστοποιήσιμη αξία των μετοχών είναι 75 εκ. (135-60).

Είναι φανερό ότι η χρησιμότητα αυτής της μεθόδου περιορίζεται σε μια πολύ συγκεκριμένη κατάσταση, δηλαδή στην περίπτωση όπου η εταιρεία αγοράστηκε με σκοπό τη ρευστοποίηση της σε μεταγενέστερη ημερομηνία. Ωστόσο, αυτό αντιπροσωπεύει πάντα την ελάχιστη αξία της εταιρείας, καθώς η αξία μιας επιχείρησης, που υποτίθεται ότι συνεχίζει να λειτουργεί, είναι μεγαλύτερη από την αξία ρευστοποίησής της.

### 2.1.4 Εσωτερική Αξία (Intrinsic value)

Εσωτερική αξία μιας εταιρείας είναι η τρέχουσα αξία του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων της, μειωμένη κατά τις υποχρεώσεις δια τον αριθμό των μετοχών της.

Η εσωτερική αξία<sup>14</sup> μπορεί να περιλαμβάνει και στοιχεία των οποίων η αξία δεν μπορεί να υπολογιστεί εύκολα όπως η επωνυμία της, το πελατολόγιο της, διπλώματα ευρεσιτεχνίας της κτλ.

### 2.1.5 Πραγματική Αξία (Substantial value)

Η πραγματική ή ουσιαστική αξία αντιπροσωπεύει την επένδυση που πρέπει να γίνει για να σχηματιστεί μια εταιρεία με τις ίδιες συνθήκες με αυτής της εταιρείας που αποτιμάται. Μπορεί, επίσης, να ορίζεται ως η αξία αντικατάστασης των περιουσιακών στοιχείων, αν υποθεθεί ότι η εταιρεία συνεχίζει να λειτουργεί, σε αντίθεση με την αξία ρευστοποίησής τους. Κανονικά, η πραγματική αξία δεν περιλαμβάνει τα περιουσιακά στοιχεία που δεν χρησιμοποιούνται για τις εργασίες της εταιρείας (μη χρησιμοποιούμενες εκτάσεις, συμμετοχές σε άλλες εταιρείες κλπ.). Τρεις τύποι ορίζουν συνήθως την πραγματική αξία:

- Μεικτή πραγματική αξία: Αυτή είναι η αξία του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων (Σύνολο Ενεργητικού) σε τιμή αγοράς (στο παράδειγμα του **Πίνακα 2.2:** 215).
- Καθαρή πραγματική αξία: Είναι η μεικτή πραγματική αξία μείον τις υποχρεώσεις της εταιρείας. Είναι επίσης γνωστή ως προσαρμοσμένη καθαρή θέση, που έχουμε ήδη εξετάσει στην προηγούμενη ενότητα (στο παράδειγμα του **Πίνακα 2.2:**135).
- Μειωμένη μεικτή πραγματική αξία: Αυτή είναι η μεικτή πραγματική αξία μειωμένη μόνο κατά την αξία των Ξένων Κεφαλαίων (στο παράδειγμα του Πίνακα 10.1: 175= 215-40). Τα υπόλοιπα 40 εκατομμύρια αντιστοιχούν σε πληρωτέους λογαριασμούς<sup>15</sup>.

### 2.2 Μοντέλα σχετικής αποτίμησης με πολλαπλασιαστές (Multiple Valuation)

Η αποτίμηση με τη χρήση πολλαπλασιαστών<sup>16</sup> αποτελεί μία μέθοδο σχετικής αποτίμησης, καθώς ο προσδιορισμός της αξίας των κοινών μετοχών μίας εταιρείας γίνεται, λαμβάνοντας υπόψη την χρηματιστηριακή τιμή και τα χρηματοοικονομικά στοιχεία συγκρίσιμων εταιρειών. Οι δείκτες αντιπροσωπεύουν το λόγο της τρέχουσας χρηματιστηριακής τιμής ενός δείγματος ομοειδών εταιρειών προς ένα αντίστοιχο χρηματοοικονομικό στοιχείο. Παρακάτω ακολουθεί συνοπτική παρουσίαση από τέσσερις βασικούς πολλαπλασιαστές αποτίμησης.

---

<sup>14</sup> <https://www.euretirio.com/esoteriki-axia/>

<sup>15</sup> Fernandez Pablo, Company Valuation Methods. *The most common errors in Valuations.*, ( IESE Business School, 2007)

<sup>16</sup> Σουμπενιώτης Δημήτριος και Ταμπακούδης Ιωάννης, *Σύγχρονη Χρηματοοικονομική Ανάλυση & Επενδύσεις*, (Σουμπενιώτης Δημήτριος, Ταμπακούδης Ιωάννης, 2017)



Ο πολλαπλασιαστής τιμής<sup>17</sup> είναι ο λόγος που προκύπτει από την σύγκριση δύο χρηματοοικονομικών μεταβλητών. Για παράδειγμα πολλαπλασιαστής τιμής είναι η σχέση Τιμή προς Κέρδη Ανά Μετοχή ( Earnings Per Share ή EPS), η σχέση Τιμή προς Λογιστική Αξία Ανά Μετοχή και η σχέση Τιμής προς Πωλήσεις Ανά Μετοχή. Χαρακτηριστικό είναι ότι οποιαδήποτε χρηματοοικονομική μεταβλητή μπορεί να συγκριθεί με την τιμή. Ωστόσο, η σχέση δεν πρέπει να είναι αυθαίρετη. Διαφορετικά ο πολλαπλασιαστής θα είναι μία αριθμητική τιμή χωρίς χρηματοοικονομικό νόημα. Εφόσον υπολογίσουμε έναν πολλαπλασιαστή, τον συγκρίνουμε συνήθως με κάποιο σημείο αναφοράς όπως τον επιχειρηματικό κλάδο ή το αναλύουμε για μία χρονική περίοδο για να παρατηρήσουμε τις ιστορικές διακυμάνσεις. Βασιζόμενη σε αυτή την λογική ένας χρηματοοικονομικός αναλυτής μπορεί να κρίνει ότι μία μετοχή είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη αν ο πολλαπλασιαστής της βρίσκεται έξω από ένα αποδεκτό εύρος. Οι πιο κοινοί πολλαπλασιαστές τιμής που χρησιμοποιούν οι αναλυτές, προκειμένου να κάνουν αποτίμηση κάποιας μετοχής ή εταιρίας είναι οι παρακάτω.

### **2.2.1 Πολλαπλασιαστής Κερδών (P/E) (Price to Earnings per Share Multiple)**

Ο πολλαπλασιαστής κερδών<sup>18</sup> ανά μετοχή (P/E) δείχνει το ποσό των χρημάτων που είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν οι επενδυτές για την απόκτηση της μετοχής για κάθε ένα ευρώ καθαρών κερδών που πραγματοποιεί η επιχείρηση ανά μετοχή. Ο δείκτης P/E υπολογίζεται ως εξής :

$$P/E = \frac{\text{Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής}}{\text{Κέρδη ανά Μετοχή}}$$

Ένας υψηλός δείκτης P/E μπορούσε να σημαίνει ότι μετοχή μιας επιχείρησης είναι υπερτιμημένη ή ότι οι επενδυτές αναμένουν υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης στο μέλλον. Εταιρείες οι οποίες δεν έχουν κέρδη και χάνουν χρήματα δεν έχουν δείκτη P/E αφού δεν υπάρχει τίποτα για τον παρονομαστή.

### **2.2.2 Πολλαπλασιαστής Κερδών PEG (Price to Earnings per Share Growth Multiple)**

Ο δείκτης PEG<sup>19</sup> χρησιμοποιείται από τους αναλυτές ως μέτρο εντοπισμού υποτιμημένων ή υπερτιμημένων μετοχών, συγκρίνοντας το δείκτη P/E της μετοχής με τον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης. Για παράδειγμα, επιχειρήσεις με δείκτες P/E υψηλότερους από τον προβλεπόμενο

<sup>17</sup> Groppelli A.A and Nikbakht Ehsan, *Finance 5<sup>th</sup> ed.*, (New York, Barron's , 2006)

<sup>18</sup> <https://www.investopedia.com/terms/p/price-earningsratio.asp>

<sup>19</sup> Αρτίκης Γ. Π., *Διαχείριση Αξίας και Κινδύνου*, (Αθήνα, Interbooks, 2010)

ρυθμό ανάπτυξης θεωρούνται υπερτιμημένες. Γενικά, εάν ο δείκτης PEG είναι χαμηλός, οι μετοχές θεωρούνται υποτιμημένες. Ο δείκτης PEG υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{PEG} = \frac{\text{Δείκτης P/E}}{\text{Προβλεπόμενος ρυθμός ανάπτυξης}}$$

Οι αναλυτές συνήθως υπολογίζουν τους δείκτες PEG για τις επιχειρήσεις του ίδιου κλάδου και εν συνεχεία συγκρίνουν τα αποτελέσματα ώστε να καταλήξουν σε υπερεκτιμημένες ή υποτιμημένες επιχειρήσεις, ακόμα κι εάν αυτές οι επιχειρήσεις διαφέρουν ως προς τους ρυθμούς ανάπτυξης. Η προσέγγιση αυτή είναι λανθασμένη και άμεσες συγκρίσεις θα πρέπει να εφαρμόζονται στις περιπτώσεις παρόμοιων σε όρους δυνητικής ανάπτυξης, κινδύνου και δείκτη διανομής κερδών (ή απόδοσης ίδιων κεφαλαίων) επιχειρήσεων. Γενικά, όταν πραγματοποιούνται συγκρίσεις επιχειρήσεων με διαφορετικά χαρακτηριστικά προκύπτει<sup>20</sup> ότι:

- Υψηλοί δείκτες PEG εντοπίζονται στις επιχειρήσεις χαμηλότερης ανάπτυξης και άρα θεωρούνται υπερεκτιμημένες σε σχέση με τις επιχειρήσεις υψηλής ανάπτυξης.
- Χαμηλοί δείκτες PEG εντοπίζονται στις επιχειρήσεις υψηλότερου κινδύνου. Επομένως, φαίνονται υποτιμημένες σε σύγκριση με τις επιχειρήσεις χαμηλού κινδύνου.
- Χαμηλοί δείκτες PEG εντοπίζονται στις επιχειρήσεις χαμηλότερων αποδόσεων ίδιων κεφαλαίων ή ποσοστού διανομής κερδών και δείχνουν υποτιμημένες σε σχέση με τις επιχειρήσεις υψηλών αποδόσεων ίδιων κεφαλαίων ή ποσοστών διανομής κερδών.

### 2.2.3 Πολλαπλασιαστής Λογιστική Αξίας P/BV (Price to Book Value Multiple)

Η εσωτερική αξία της μετοχής βρίσκεται με την διαίρεση του συνόλου των ίδιων κεφαλαίων διά του αριθμού μετοχών σε κυκλοφορία, ο δείκτης υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{Εσωτερική αξία μετοχής} = \frac{\text{Συνολικά Ίδια Κεφάλαια}}{\text{Αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}}$$

Στην πραγματικότητα δείχνει πόσες φορές την καθαρή της θέση αξίζει μια επιχείρηση. Είναι το πηλίκο της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής προς την λογιστική αξία της μετοχής, (P/BV) όπως προκύπτει με βάση τα ίδια κεφάλαια στο τέλος της οικονομικής χρήσης της εταιρίας. Γενικά, όσο υψηλότερος είναι ο συγκεκριμένος λόγος τόσο ακριβότερη θεωρείται μια μετοχή και όσο μικρότερη είναι η σχέση της χρηματιστηριακής προς την λογιστική τιμή

---

<sup>20</sup> Damodaran A., *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, 2nd Edition, (New York, John Wiley & Sons, 2002)

μιας μετοχής η μετοχή θεωρείται υποτιμημένη και επομένως καλή επιλογή για το χαρτοφυλάκιο του επενδυτή.

#### 2.2.4 Μερισματική απόδοση (Dividend Yield)

Το μέρισμα<sup>21</sup> αποτελεί μία σημαντική απόδοση για τους επενδυτές. Διαιρώντας το μέρισμα με την τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής παίρνουμε τον αριθμοδείκτη της μερισματικής απόδοσης, ο οποίος υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{Μερισματική απόδοση} = \frac{\text{μέρισμα ανά μετοχή}}{\text{χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής}}$$

Ωστόσο η χαμηλή μερισματική απόδοση δε σημαίνει απαραίτητα ότι η μετοχή δεν είναι καλό μέρισμα, καθώς μπορεί ενδιάμεσως να έχει αυξηθεί σημαντικά ο παρονομαστής, δηλαδή η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής. Για παράδειγμα μία πτωτική πορεία μπορεί να σημαίνει ότι επιχείρηση αντιμετωπίζει προβλήματα, μπορεί όμως και να σημαίνει ότι παρακρατά περισσότερο ποσοστό από τα καθαρά κέρδη προκειμένου να πραγματοποιήσει επενδύσεις ανάπτυξης της επιχειρηματικής δραστηριότητας κάτι το οποίο θα έχει ως αποτέλεσμα ότι πέρα από την αύξηση της τιμής της μετοχής θα υπάρξει και αύξηση της μελλοντικής μερισματικής απόδοσης.

#### 2.3 Απόλυτα μοντέλα αποτίμησης

Τα μοντέλα απόλυτης αποτίμησης προσπαθούν να βρουν την εγγενή ή "αληθινή" αξία μιας επένδυσης που βασίζεται μόνο σε θεμελιώδη στοιχεία. Παρατηρώντας τα θεμελιώδη στοιχεία είναι φανερό ότι ο επενδυτής θα πρέπει να εστιάζει μόνο σε πράγματα όπως τα μερίσματα, οι ταμειακές ροές και ο ρυθμός ανάπτυξης για μια ενιαία εταιρεία. Τα μοντέλα αποτίμησης που εμπίπτουν σε αυτήν την κατηγορία περιλαμβάνουν το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων, το μοντέλο προεξοφλημένης ταμειακής ροής, τα υπολειμματικά έσοδα και τα μοντέλα που βασίζονται σε στοιχεία ενεργητικού κ.α. Παρακάτω θα αναλυθούν οι πιο γνωστοί μέθοδοι απόλυτης αποτίμησης.

---

<sup>21</sup> Θεμιστοκλής Λαζαρίδης, Γεώργιος Κοντέος και Νικόλαος Σαριαννίδης, *Σύγχρονη Χρηματοοικονομική Ανάλυση*, (ΑΛΕΞΑΝΔΡΟΣ Σ. Ι.Κ.Ε, 2013),

### 2.3.1 Μέθοδος προεξόφλησης μερισμάτων (divided discount model)

Το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων<sup>22</sup> (dividend discount model) καθορίζει ότι οι κοινές μετοχές αποτιμώνται υπολογίζοντας την παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών μερισμάτων.

Συνεπώς, η παρούσα αξία μιας κοινής μετοχής για μια περίοδο διακράτησης n-ετών θα είναι:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+r_e)^1} + \frac{D_2}{(1+r_e)^2} + \dots + \frac{D_n + P_n}{(1+r_e)^n}$$

όπου:

$P_0$  = η παρούσα αξία της κοινής μετοχής

$D_t$  = το αναμενόμενο μέρισμα στο τέλος του έτους t

$P_n$  = η αναμενόμενη τιμή της μετοχής έπειτα από n έτη

$R_e$  = το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης των κοινών μετοχών

Σύμφωνα με το Υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων, η αξία σε οποιαδήποτε χρονική στιγμή (έστω n) ισούται με την παρούσα αξία των μελλοντικών μερισμάτων, από την επόμενη περίοδο (n+1) έως το διηνεκές. Κατά συνέπεια, από την αρχική εξίσωση μπορεί να απαλειφθεί ο όρος  $P_n$  και άρα θα έχουμε:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+r_e)^1} + \frac{D_2}{(1+r_e)^2} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+r_e)^\infty} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r_e)^t}$$

Άρα, η αξία μιας κοινής μετοχής σήμερα είναι η παρούσα αξία όλων των μελλοντικών μερισμάτων που αναμένεται να εισπραχθούν. Ο λόγος που χρησιμοποιούνται τα μερίσματα και όχι τα κέρδη είναι ότι αποτελούν τη μοναδική χρηματική ροή που λαμβάνει ο μέτοχος. Τα κέρδη ανήκουν στο μετόχους, ωστόσο οι εταιρίες επιλέγουν να επανεπενδύουν ένα μέρος αυτών με σκοπό να ενισχύσουν τη μελλοντική τους κερδοφορία και, τελικώς, τα μελλοντικά μερίσματα.

Δεδομένου ότι είναι ανέφικτο να εκτιμηθούν και να προεξοφληθούν όλα τα μελλοντικά μερίσματα, υποτίθεται ότι αυξάνονται ετησίως με σταθερό ρυθμό (g), επ' άπειρον.

Συμπερασματικά, το Υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων με σταθερή ανάπτυξη (Constant growth DDM) είναι ως εξής:

---

<sup>22</sup> <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/valuation/dividend-discount-model/>

Αναφορικά με την παραπάνω εξίσωση ισχύουν τα ακόλουθα<sup>23</sup>:

$$P_0 = \frac{D_0(1 + g)}{r_e - g} = \frac{D_1}{r_e - g}$$

- Η εξίσωση ισχύει μόνο όταν  $r_e > g$ , διαφορετικά το πηλίκο είναι αρνητικό.
- Μόνο οι μελλοντικές χρηματοροές και η αναμενόμενη ανάπτυξή τους είναι ουσιώδη με βάση την εξίσωση.
- Η εξίσωση ισχύει όταν αναμένεται να αυξάνονται τα μερίσματα με τον ίδιο ρυθμό στο διηνεκές.
- Αν ο ρυθμός ανάπτυξης<sup>24</sup> είναι μηδενικός ( $g=0$ ), η εξίσωση δίνει την αξία μιας διηνεκούς ράντας με σταθερό όρο.

### 2.3.2 Οι μέθοδοι των Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών (Discount Cash Flow Valuation Model – DFC)

Η αξία μίας επιχείρησης ορίζεται ως η παρούσα αξία των μελλοντικών Ταμειακών Ροών τις οποίες πρόκειται να δημιουργήσει η εξεταζόμενη εταιρεία. Το μοντέλο της προεξόφλησης Ταμειακών Ροών εξάγει την αξία μίας επιχείρησης συνδυάζοντας παράγοντες όπως είναι οι Ταμειακές Ροές, ο Ρυθμός Ανάπτυξης και ο Επιχειρηματικός Κίνδυνος της εταιρείας. Συνεπώς σημαντικές παράμετροι για την εφαρμογή αυτού του μοντέλου είναι οι ακόλουθες:

- Η διάρκεια ζωής της εταιρείας( η χρονική περίοδος «παραγωγής» Ταμειακών Ροών
- Το μέγεθος των Ταμειακών Ροών στην προσδιορισμένη χρονική περίοδο
- Το επιτόκιο προεξόφλησης για την εξαγωγή της παρούσας αξίας των Ταμειακών Ροών

Η οικονομία ,η αγορά των μετοχών, άλλα και οι επιχειρηματικές εξελίξεις μεταβάλλουν διαρκώς τις παραμέτρους του μοντέλου “DFC” και το καθιστούν ιδιαίτερα “ευαίσθητο” ως προς το εκάστοτε εξαγόμενο αποτέλεσμα.

Ο τύπος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών<sup>25</sup> υπολογίζεται ως ακολούθως:

$$DFC = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$

<sup>23</sup> [https://en.wikipedia.org/wiki/Dividend\\_discount\\_model](https://en.wikipedia.org/wiki/Dividend_discount_model)

<sup>24</sup> Η έννοια του ρυθμού ανάπτυξης αναλύεται στο κεφάλαιο 2.5.5

<sup>25</sup> <https://www.investopedia.com/terms/d/dcf.asp>

$$FV = DCF \times (1 + r)^n$$

Επομένως η παρούσα παρούσα αξία (για μία ταμειακή ροή σε μια μελλοντική περίοδο) εκφράζεται ως:

$$DFC = \frac{FV}{(1 + r)^n}$$

Όπου:

**DPV:** η προεξοφλημένη παρούσα αξία της μελλοντικής ταμειακής ροής

**FV:** η ονομαστική αξία ενός ποσού ταμειακών ροών σε μια μελλοντική περίοδο

**r:** το επιτόκιο ή το προεξοφλητικό επιτόκιο που αντικατοπτρίζει το κόστος της δέσμευσης κεφαλαίου

**n:** είναι η χρονική περίοδος πριν από τη μελλοντική ταμειακή ροή.

### 2.3.3 Ανάλυση του μοντέλου της προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών (FCFF – FCFE)

Υπάρχουν δύο τρόποι χρήσης των ταμειακών ροών για την αποτίμηση μίας επιχείρησης μέσω της μεθόδου των Προεξοφλημένων Ελεύθερων Ταμειακών Ροών<sup>26</sup>. Ο πρώτος αναφέρεται στον υπολογισμό της ελεύθερης ταμειακής ροής προς τα ίδια κεφάλαια (Free Cash Flow to the Equity - FCFE) που είναι η ταμειακή ροή που είναι διαθέσιμη στους μετόχους της εταιρείας μόνο. Ο δεύτερος αναφέρεται στον υπολογισμό της ελεύθερης ταμειακής ροής προς την επιχείρηση (Free Cash Flow to the Firm - FCFF), η οποία είναι η ταμειακή ροή που είναι διαθέσιμη στους κατόχους δανειακού και μετοχικού κεφαλαίου.

#### 2.3.3.1 Ελεύθερη Ταμειακή Ροή προς τα Ίδια Κεφάλαια (FCFE)

Οι Ελεύθερες Ταμειακές Ροές προς τα Ίδια Κεφάλαια<sup>27</sup> (Free Cash Flow to Equity -FCFE) είναι το ποσό των μετρητών που παράγει μία εταιρεία και είναι διαθέσιμο για διανομή στους μετόχους. Δηλαδή είναι το σύνολο των μετρητών που μένει στην εταιρεία αφού πληρώσει τα λειτουργικά έξοδα, φόρους, κόστος δανεισμού, και τα κεφαλαιουχικά έξοδα συμπεριλαμβάνοντας και την αλλαγή στο κεφάλαιο κινήσεως.

<sup>26</sup> Steiger, F., *The Validity of Company Valuation Using Discounted Cash Flow Methods*, 2008, Available at: <https://arxiv.org/ftp/arxiv/papers/1003/1003.4881.pdf> (Retrieved on 24/03/2020).

<sup>27</sup> <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/valuation/free-cash-flow-to-equity-fcfe/>

Συγκεκριμένα ορίζεται από τον παρακάτω τύπο:

$$\begin{aligned} FCFE = & \text{Λειτουργικό Αποτέλεσμα μετά από Φόρους} \\ & - (\text{Κεφαλαιακές Επενδύσεις} - \text{Αποσβέσεις}) \\ & - \text{Μεταβολές στο μη ταμειακό κεφάλαιο κίνησης} \\ & - (\text{Χρέος που Εκδόθηκε} - \text{Αποπληρωμές Χρέους}) \end{aligned}$$

Το μοντέλο της ελεύθερης ταμειακής ροής προς τα ίδια κεφάλαια αντιμετωπίζει τον μέτοχο σε μια δημόσια εισηγμένη επιχείρηση ως ισοδύναμο του ιδιοκτήτη σε μια μη εισηγμένη επιχείρηση. Ο τελευταίος μπορεί να απαιτήσει όλες τις ταμειακές ροές που απομένουν στην επιχείρηση μετά από φόρους, πληρωμές χρεών και ανάγκες επανεπένδυσης. Δεδομένου ότι η ελεύθερη ταμειακή ροή προς τα ίδια κεφάλαια μετρά το ίδιο για μια εταιρεία που διαπραγματεύεται δημόσια, υποθέτουμε ότι οι μέτοχοι δικαιούνται αυτές τις ταμειακές ροές, ακόμη και αν οι διαχειριστές δεν επιλέξουν να τις πληρώσουν. Στην ουσία, το μοντέλο, όταν χρησιμοποιείται σε μια εισηγμένη επιχείρηση, προϋποθέτει σιωπηρά ότι υπάρχει ένα ισχυρό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης. Ακόμη και αν οι μέτοχοι δεν μπορούν να αναγκάσουν τους διαχειριστές να επιστρέψουν τις ελεύθερες ταμειακές ροές στα ίδια κεφάλαια ως μερίσματα, μπορούν να ασκήσουν πίεση στους διαχειριστές για να εξασφαλίσουν ότι τα μετρητά που δεν πληρώνονται δεν χάνονται.<sup>28</sup>

Συνοψίζοντας, σύμφωνα με το υπόδειγμα των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών προς τα Ίδια Κεφάλαια, η αξία της επιχείρησης ισούται με τις προεξοφλημένες με το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου ( $r_e$ ) μελλοντικές ελεύθερες ταμειακές ροές προς τα ίδια κεφάλαια (FCFE). Αυτό παρουσιάζεται με τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Αξία Ιδίων Κεφαλαίων Επιχείρησης} = \sum_{t=0}^{t=\infty} \frac{FCFE_t}{(1 + r_e)^t}$$

---

<sup>28</sup> Damodaran A., "Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence", *Foundation and Trends in Finance*, 2005

### 2.3.3.2 Ελεύθερες Ταμειακές Ροές προς την Επιχείρηση (Free Cash Flow to the Firm - FCFF)

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές<sup>29</sup> προς την επιχείρηση (Free Cash Flow to the Firm - FCFF) αντιπροσωπεύει το ποσό της ταμειακής ροής που είναι διαθέσιμο να διανεμηθεί στους πιστωτές και τους μετόχους. Το FCFF είναι ουσιαστικά μια μέτρηση της κερδοφορίας μιας εταιρείας μετά από όλες τις δαπάνες και τις επενδύσεις που έχουν γίνει στο μη ταμειακό κεφάλαιο κίνησης και στα πάγια περιουσιακά στοιχεία. Φυσικά εάν οι FCFF είναι ένα ποσό αρνητικό τότε οι πιστωτές και οι μέτοχοι θα το χρηματοδοτήσουν. Μπορούν να βρεθούν χρησιμοποιώντας τους ισολογισμούς δύο περιόδων.

$$\begin{aligned} \text{Μεταβολή στο μη ταμειακό} & \quad \text{Μεταβολή στο μη ταμειακό κυκλοφορούν ενεργητικό} \\ \text{κεφάλαιο κίνησης} = & \quad - \text{μεταβολή στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις} \\ & \quad \text{εξαιρουμένων των βραχυπρόθεσμων δανείων} \end{aligned}$$

Η FCFF εκτιμά την αξία της επιχείρησης ως την παρούσα αξία των μελλοντικών FCFF προεξοφλημένων με το σταθμισμένο μέσο κόστος κεφαλαίου (WACC)<sup>30</sup>.

$$\text{Αξία επιχείρησης} = \sum_{t=0}^{t=\infty} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t}$$

### 2.3.3.3 Μοντέλο προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών σε ένα στάδιο

Το μοντέλο αυτό βασίζεται στην λογική του Gordon Growth Model<sup>31</sup>, σύμφωνα με το οποίο έχουμε την υπόθεση πως οι αναμενόμενες ελεύθερες ταμειακές ροές αυξάνονται με ένα σταθερό ρυθμό ανάπτυξης  $g$ . Έτσι προκύπτουν τα μοντέλα FCFF και FCFE σε ένα στάδιο ή σταθερής ανάπτυξης. Άρα η ελεύθερη ταμειακή ροή του τρέχοντος έτους ισούται με την ελεύθερη ταμειακή ροή του προηγούμενου έτους πολλαπλασιαζόμενη με το συντελεστή  $(1+g)$ .

Συνεπώς:

*One stage FCFF valuation model (σταθερής ανάπτυξης)*

$$FCFF_t = FCFF_{t-1} * (1+g)$$

<sup>29</sup> Αθανάσιος Γ. Νούλας, *Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Επενδυτικές και χρηματοδοτικές αποφάσεις*, (Θεσσαλονίκη, 2015)

<sup>30</sup> Η έννοια του σταθμισμένου κόστους κεφαλαίου αναλύεται στο κεφάλαιο 2.5.1

<sup>31</sup> Damodaran Aswath, *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*, (New York, John Wiley and Sons, 2002)



Εφόσον η FCFF αυξάνεται με σταθερό ρυθμό, η αξία της επιχείρησης υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{Αξία Επιχείρησης (value of the firm)} = FCFF_0 * \frac{(1+g)}{(WACC-g)}$$

όπου,

$FCFF_1$  = αναμενόμενη FCFF του επόμενου έτους

WACC = Weighted Average Cost of Capital

$g_n$  = ο ρυθμός ανάπτυξης της FCFF

*One stage FCFE Valuation Model (σταθερής ανάπτυξης)*

$$FCFE_t = FCFE_{t-1} * (1+g)$$

Η αξία των ιδίων κεφαλαίων είναι μια συνάρτηση των αναμενόμενων ταμειακών ροών της επόμενης περιόδου, του σταθερού ρυθμού ανάπτυξης και του απαιτούμενου ποσοστού απόδοσης:

$$\text{Αξία Ιδίων Κεφαλαίων (value of equity)} = \frac{FCFE_1}{r-g_n}$$

#### 2.3.3.4 Μοντέλο προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών σε δύο στάδια

Το Μοντέλο Δύο Σταδίων έχουμε ως προϋπόθεση ότι αυτή θα διανύσει δύο διαφορετικές περιόδους ανάπτυξης. Η αρχική θα είναι μια περίοδος με ρυθμό ανάπτυξης αρκετά μεγαλύτερο από αυτόν μιας σταθερής (stable) επιχείρησης. Αντίθετα, η δεύτερη είναι μια περίοδος με χαμηλότερο, πιο σταθερό και μακροχρόνιο ρυθμό ανάπτυξης, ο οποίος εκτείνεται στο διηνεκές.

Σύμφωνα με το μοντέλο αυτό η αξία των ιδίων κεφαλαίων και η αξία της επιχείρησης υπολογίζονται με τους παρακάτω τύπους<sup>32</sup>:

$$\text{Αξία Επιχείρησης} = \sum_{t=1}^n \left( \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} \right) + \frac{FCFF_{n+1}}{WACC-g} * \frac{1}{(1+WACC)^n}$$

<sup>32</sup> CFA Institute, *Equity Asset Valuation*, 2<sup>nd</sup> Edition, (Canada, Wiley and Sons, 2010)

$$\text{Αξία Ιδίων Κεφαλαίων} = \sum_{t=1}^n \left( \frac{FCFF_t}{(1+r)^t} \right) + \frac{FCFE_{n+1}}{r-g} * \frac{1}{(1+r)^n}$$

Το μέρος της εξίσωσης δίνει την παρούσα αξία των FCFF και FCFE των πρώτων n χρόνων της πρώτης περιόδου. Αντίθετα το  $FCFE_{n+1} / (WACC - g)$  και το  $FCFE_{n+1} / (r - g)$  αντίστοιχα, δίνει την τελική αξία ή υπολειμματική αξία (Terminal Value) από το n χρόνο και στο διηνεκές. Η υπολειμματική αξία προεξοφλείτε με το μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου ή το κόστος Ιδίων Κεφαλαίων αντίστοιχα, ώστε να υπολογιστεί η παρούσα αξία στο χρόνο μηδέν, δηλαδή σήμερα.

## 2.4 Μέθοδος των υπερκερδών (residual income valuation model)

Η μέθοδος των υπερκερδών<sup>33</sup> είναι μία ακόμα μέθοδος αποτίμησης της εταιρείας. Παρόλο που δεν χρησιμοποιείται πολύ στην πράξη, μας παρέχει σημαντικές πληροφορίες σχετικά για τις σχέσεις Συνολικού Εισοδήματος, Ισολογισμού και Ταμειακών Ροών. Τα υπερκέρδη (abnormal income) ή τα υπολειπόμενα κέρδη (residual income or economic income) προκύπτουν μετά την αφαίρεση από τα καθαρά κέρδη του κόστους των κεφαλαίων.

Μία εταιρεία μπορεί να έχει θετικό καθαρό εισόδημα και να πληρώνει μερίσματα μετόχους της. Αυτό δε σημαίνει ότι η επένδυση στην εταιρεία αυτή είναι και συμφέρουσα διότι αν το κόστος ευκαιρίας των μετοχών της εταιρείας είναι ιδιαίτερα μεγάλο, είναι πιθανό, τα κέρδη της εταιρείας να μην είναι αρκετά για να το καλύψουν. Αυτό στην ουσία σημαίνει ότι η εταιρεία όχι μόνο δε δημιουργεί αξία για τους μετόχους της αλλά εν αντιθέσει χάνει.

Το μοντέλο των υπερκερδών λειτουργεί με βάση τον ακόλουθο τύπο:

$$V_0 = B_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{RI_t}{(1+r)^t} = B_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E_t - rB_{t-1}}{(1+r)^t}$$

$V_0$  = Η σημερινή αξία της μετοχής

$B_0$  = Η σημερινή αξία ανά μετοχή (ορίζεται ως ίδια κεφάλαια / αριθμός μετοχών)

$B_t$  = Η προβλεπόμενη αξία ανά μετοχή την χρονική περίοδο t

$r$  = το κόστος ευκαιρίας των ιδίων κεφαλαίων

$E_t$  = Αναμενόμενα κέρδη ανά μετοχή την χρονική περίοδο t

$RI_t$  = Residual Income ανά μετοχή την χρονική περίοδο t

<sup>33</sup> Leonard C. Soffer and Robin J. Soffer, *Financial Statement Analysis: A valuation approach*, (Prentice Hall, 2003)

Είναι σημαντικό ότι μπορεί η βάση υπολογισμού να είναι διαφορετική από άλλες μεθόδους , αλλά δεδομένου ότι όλη η πληροφόρηση προέρχεται από τα λογιστικά στοιχεία της εταιρείας στα οποία προστίθενται χρηματοοικονομικά δεδομένα, μπορεί ο αναλυτής να είναι βέβαιος ότι το τελικό του αποτέλεσμα σαν Παρούσα αξία θα είναι ίδιο με τις άλλες μεθόδους παρά την διαφορετική βάση υπολογισμού.

## 2.5 Το Κόστος Κεφαλαίου

Όταν μία εταιρεία έχει πλεονάζοντα χρηματικά διαθέσιμα, μπορεί να αναλάβει μία από τις δύο ενέργειες που έχει στη διάθεση της. Μπορεί να καταβάλει τα μετρητά απευθείας στους επενδυτές ή διαφορετικά μπορεί να επενδύσει τα πλεονάζοντα χρηματικά διαθέσιμα σε ένα έργο, καταβάλλοντας τις μελλοντικές ταμειακές ροές του έργου. Εάν οι επενδυτές μπορούν να επενδύσουν τα μετρητά σε ένα χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο όπως μία μετοχή ή ένα ομόλογο με τον ίδιο κίνδυνο όπως αυτός του έργου, οι επενδυτές θα προτιμήσουν την εναλλακτική με την υψηλότερη αναμενόμενη απόδοση. Το προεξοφλητικό επιτόκιο ονομάζεται συχνά και απαιτούμενη απόδοση του έργου. Αυτή είναι μία κατάλληλη ονομασία, από τη στιγμή που το έργο πρέπει να γίνεται αποδεκτό μόνο εάν δημιουργεί μία απόδοση μεγαλύτερη από την απαιτούμενη, διαφορετικά το προεξοφλητικό επιτόκιο του έργου λέγεται ότι είναι το κεφαλαιακό κόστος. Την ονομασία είναι επίσης κατάλληλη από τη στιγμή που το έργο πρέπει να κερδίζει αρκετά ώστε να πληρώνει τους προμηθευτές κεφαλαίου. Ας υποθέσουμε ότι όλα τα έργα της εταιρείας έχουν σχεδόν τον ίδιο κίνδυνο. Σε αυτή την περίπτωση θα μπορούσαμε να πούμε ότι το προεξοφλητικό επιτόκιο είναι ίσο με το κόστος κεφαλαίου της εταιρείας στο σύνολο της και εάν η εταιρεία αποτελείται μόνο από ίδια κεφάλαια, το προεξοφλητικό επιτόκιο είναι επίσης ίσο με το κόστος ιδίων κεφαλαίων<sup>34</sup> της εταιρείας.

Η έννοια του κόστους κεφαλαίου είναι άμεσα συνδεδεμένη με την έννοια του κόστους ευκαιρίας των κεφαλαίων που έχουν όσοι χρηματοδοτούν την επιχείρηση, δηλαδή μετοχική δανειστές της<sup>35</sup>.

---

<sup>34</sup> Ross Stephen, Westerfield Randolph and Jaffe Jeffrey, *Corporate Finance*, (10<sup>th</sup> edition, McGraw-Hill/Irwin, 2013)

<sup>35</sup> Λαζαρίδης Θεμιστοκλής, Κοντέος Γεώργιος και Σαριαννίδης Νικόλαος, *Σύγχρονη Χρηματοοικονομική Ανάλυση*,( ΑΛΕΞΑΝΔΡΟΣ Σ. Ι.Κ.Ε., 2013)

### 2.5.1 Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC)

Το κόστος κεφαλαίου αντανακλά το κόστος όλων των κεφαλαίων, ξένων και ιδίων σε μακροπρόθεσμη βάση. Για να υπολογιστεί το μέσο σταθμικό κόστος του κεφαλαίου<sup>36</sup> απαιτείται η κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης και το κόστος της κάθε πηγής κεφαλαίων. Ο τύπος του WACC είναι ο παρακάτω:

$$WACC = \frac{E}{E+D} r_E + \frac{D}{E+D} r_D (1 - T_c)$$

ή εναλλακτικά,

$$c^* = \left( \text{cost of equity} \times \frac{\text{Equity}}{\text{Equity} + \text{Debt}} \right) + \left( \text{cost of debt} \times \frac{\text{Debt}}{\text{Equity} + \text{Debt}} \right) \times (1 - \text{Tax rate})$$

Το  $c^*$  είναι απλά ένας άλλος τρόπος παρουσίασης του WACC στον οποίο έχουμε:

**E** = τα Ίδια Κεφάλαια (market value of the firm's equity)

**D** = τα δανειακά κεφάλαια (market value of the firm's debt)

**V** = το συνολικό κεφάλαιο (total value of capital (E+D))

**Re** = η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (return on equity)

**Rd** = το κόστος δανεισμού (cost of debt)

**T** = συντελεστής φορολογίας (tax rate)

### 2.5.2 Το Κόστος Δανεισμού (Kd)

Το κόστος δανεισμού είναι το τρέχον επιτόκιο που η επιχείρηση είναι υποχρεωμένη να πληρώνει για τα δάνειά της (π.χ. το επιτόκιο δανεισμού από τις τράπεζες). Συνήθως σταθμίζουμε το κόστος δανεισμού ανάλογα με τον βραχυπρόθεσμο και τον μακροπρόθεσμο δανεισμό. Επειδή όμως η επιχείρηση ωφελείται από την αφαίρεση φόρων επί των τόκων που πληρώνει, το κόστος δανεισμού είναι προφανώς το επιτόκιο που πληρώνει μείον την εξοικονόμηση των φόρων που προέρχονται από την φοροαπαλλαγή αυτή. Αυτό εκφράζεται από τον τύπο:

$$( \text{Cost Debit} \times (1 - T_c) )$$

### 2.5.3 Το Κόστος Ίδιων Κεφαλαίων (Ke)

Το κόστος των Ίδιων Κεφαλαίων<sup>37</sup> θα μπορούσε να θεωρηθεί ως αυτό που κοστίζει στην επιχείρηση στο να κρατήσει τέτοια τιμή στη μετοχή της, που θεωρητικά τουλάχιστον, θα

<sup>36</sup> Νούλας Αθανάσιος, *Χρηματοοικονομική Διοίκηση*, Επενδυτικές Αποφάσεις, (Θεσσαλονίκη, 2015)

<sup>37</sup> <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/cost-of-equity-guide/>

ικανοποιεί τους επενδυτές. Ενώ η επιχείρηση πληρώνει το κόστος δανεισμού σύμφωνα με προκαθορισμένο επιτόκιο, τα Ίδια Κεφάλαια δεν έχουν προκαθορισμένη τιμή που η επιχείρηση θα μπορούσε να πληρώσει. Αυτό όμως δεν σημαίνει ότι δεν υπάρχει κόστους Ίδιων Κεφαλαίων.

Ο υπολογισμός του κόστους των Ίδιων Κεφαλαίων είναι πιο περίπλοκος και απαιτεί σύνθετους υπολογισμούς. Η πιο ευρέως αποδεκτή μέθοδος για τον υπολογισμό του κόστους των ιδίων κεφαλαίων είναι αυτή της Αποτίμησης των Κεφαλαιακών Στοιχείων, γνωστή ως Capital Asset Pricing Model (CAPM).

#### 2.5.4 Capital Asset Pricing Model (CAMP)

Το κόστος των ιδίων κεφαλαίων αποτελεί την απαιτούμενη απόδοση της επένδυσης των μετοχών στην εταιρεία. Το CAMP είναι ο προσδιορισμός μίας συναρτησιακής σχέσης μεταξύ προσδοκώμενων αποδόσεων και κινδύνου σύμφωνα με την θεωρία χαρτοφυλακίου<sup>38</sup>.

Σύμφωνα με το CAPM, η προσδοκώμενη απόδοση μίας επένδυσης είναι συνάρτηση της απόδοσης της απαλλαγμένης από τον κίνδυνο επένδυσης και του συντελεστή βήτα της επένδυσης. Επομένως:

$$E(R_f) = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f]$$

Όπου:

- **Rf (Risk Free Rate), το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου**

Επιτόκιο μηδενικού κινδύνου είναι το επιτόκιο το οποίο μπορεί να επιτευχθεί επενδύοντας σε οικονομικά προϊόντα που δεν ενσωματώνουν κίνδυνο. Παρόλο που μια πραγματικά ακίνδυνη επένδυση υπάρχει μόνο σε θεωρητικό επίπεδο, συχνά θεωρούνται ως ακίνδυνες επενδύσεις τα κυβερνητικά ομόλογα επειδή η πιθανότητα να πτωχεύσει μία χώρα είναι πολύ μικρή<sup>39</sup>.

- **$\beta_i$  = Συντελεστής βήτα (beta) επένδυσης i**

Συντελεστής beta είναι ένας δείκτης που περιγράφει τη σχέση μεταξύ της μεταβλητότητας μιας επένδυσης, χρεογράφου, χαρτοφυλακίου και της μεταβλητότητας της αγοράς<sup>40</sup>. Υψηλός συντελεστής beta συνεπάγεται ότι η τιμή, και κατ' επέκταση η απόδοση, μιας μετοχής ή ενός χρεογράφου επηρεάζεται σημαντικά από τις κινήσεις της αγοράς. Μικρές τιμές του

---

<sup>38</sup> Θωμαδάκης Σταύρος, Ξανθάκης Μανώλης, *Αγορές Χρήματος & Κεφαλαίου*, Τραπεζική Επιστήμη Θεωρία και Πράξη, (Αθήνα, Σταμούλης, 2011)

<sup>39</sup> <https://www.investopedia.com/terms/r/risk-free-rate.asp>

<sup>40</sup> <https://www.euretirio.com/syntelestis-beta-coefficien/>

συντελεστή beta σημαίνει ότι η απόδοση της επένδυσης μένει σχετικά ανεπηρέαστη από τις διακυμάνσεις της απόδοσης της αγοράς.

Αρνητικό beta σημαίνει ότι όταν οι αποδόσεις της αγοράς είναι θετικές η απόδοση του υποκείμενου χρεογράφου ή της επένδυσης θα είναι αρνητικές και το ανάποδο. Είναι δυνατόν επίσης μία επένδυση να έχει θετικό βήτα και αρνητική απόδοση ή αντίθετα, θετική απόδοση και αρνητικό βήτα.

Ο συντελεστής beta στηρίζεται σε δύο σημαντικούς παράγοντες<sup>41</sup>:

- τη **σχετική μεταβλητότητα** (volatility) των αποδόσεων μιας συγκεκριμένης επένδυσης / χρεογράφου σε σχέση με τις αποδόσεις της αγοράς
- τη **συσχέτιση** (correlation) μεταξύ της απόδοσης της επένδυσης και της απόδοσης της αγοράς

Αυτό σημαίνει ότι ο **συντελεστής beta** είναι το γινόμενο της σχετικής μεταβλητότητας των αποδόσεων επί τη συσχέτιση αυτών των αποδόσεων με την απόδοση της αγοράς. Πιο αναλυτικά:

Ένας **συντελεστής beta=1** δεν σημαίνει απαραίτητα ότι η απόδοση ενός χρεογράφου θα έχει την ίδια μεταβλητότητα με τις αποδόσεις της αγοράς.

Εάν ο **συντελεστής beta>1** σημαίνει ότι η απόδοση του χρεογράφου είναι περισσότερο μεταβλητή από αυτή της αγοράς και ότι η συσχέτιση τους είναι θετική. Αυτές οι επενδύσεις είναι στενά συνδεδεμένες με την αγορά και επηρεάζονται έντονα από αυτή.

Εάν **συντελεστής beta<1** σημαίνει είτε ότι η απόδοση της επένδυσης είναι μικρής μεταβλητότητας, δηλαδή λιγότερο μεταβλητή από την απόδοση της αγοράς, είτε ότι οι αποδόσεις των δύο έχουν πολύ μικρή συσχέτιση (correlation) μεταξύ τους

Εάν ο **συντελεστής beta=0** η συσχέτιση των αποδόσεων είναι μηδέν, άρα κινούνται ανεξάρτητα. Σε περιβάλλον μηδενικού πληθωρισμού και θετικής απόδοσης, στην ουσία ο επενδυτής έχει θετικές ταμειακές ροές ανεξαρτήτως κίνησης της αγοράς.

Εάν ο **συντελεστής beta<0** σημαίνει ότι η απόδοση της επένδυσης κινείται αντίθετα από αυτή της αγοράς (η συσχέτιση των αποδόσεων είναι αρνητική).

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

---

<sup>41</sup> <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/what-is-capm-formula/>

Ο υπολογισμός του συντελεστή beta μπορεί να γίνει κάνοντας ανάλυση παλινδρόμησης (regression analysis) ανάμεσα στην απόδοση μιας επένδυσης και κάποιου χρηματιστηριακού ή άλλου δείκτη της αγοράς, για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Η κλίση της γραμμής παλινδρόμησης (least squares regression line) είναι το βήτα (beta). Το μειονέκτημα της χρήσης beta είναι ότι βασίζεται σε ιστορικά δεδομένα, κάτι που δεν αποτελεί εγγύηση για την πρόβλεψη της μελλοντικής μεταβλητότητας.

- **R<sub>m</sub>** ,η συνολική απόδοση της αγοράς
- **R<sub>m</sub> – R<sub>f</sub> ή Risk premium**, αποτελεί την απόδοση που επιδιώκει ένας επενδυτής πέρα την απόδοση του μηδενικού κίνδυνου άρα και τον κίνδυνο που προτίθεται να αναλάβει.

Το CAMP είναι ένα πολύ χρήσιμο δεν παύει όμως να βασίζεται πάνω σε εικασίες οι οποίες απέχουν από την πραγματικότητα όπως η μη ύπαρξη φορολογίας , πληθωρισμού, κόστη συναλλαγών, περιορισμούς κεφαλαίων αλλά και ότι η αγορά συμπεριφέρεται πάντα ορθολογικά. Για αυτό και οι επενδυτές οφείλουν να το χρησιμοποιούν με κριτική σκέψη.

### 2.5.5 Ρυθμός Ανάπτυξης

Είναι χρήσιμο και σημαντικό να αναφέρουμε σε μία ακόμα μεταβλητή, καθοριστικής σημασίας για το υπόδειγμα προεξόφλησης Ελεύθερων Ταμειακών Ροών ως προς την επιχείρηση δύο σταδίων ανάπτυξης (two stage growth FCFF Valuation Model), είναι ο ρυθμός ανάπτυξης ή μεγέθυνσης των λειτουργικών κερδών.

Ο ρυθμός ανάπτυξης των λειτουργικών κερδών, είναι το γινόμενο του ποσοστού επανεπένδυσης (Reinvestment Rate) και του δείκτη απόδοσης των επενδυμένων κεφαλαίων (Return on Capital - ROC). Το ποσοστό επανεπένδυσης είναι το ποσοστό των λειτουργικών κερδών μετά φόρων που επενδύονται σε καθαρές κεφαλαιουχικές δαπάνες και σε καθαρό κεφάλαιο κίνησης, ενώ το ROC μετράει την ποιότητα αυτών των επενδύσεων.

$$g_{EBIT} = \text{Reinvestment Rate} * \text{ROC}$$

Αντίστοιχα, το Reinvestment Rate και το ROC υπολογίζονται από τους παρακάτω τύπους:

$$\text{Reinvestment} = \frac{\text{CapEX} - \text{Dep} + \text{Change in Working Capital}}{[EBIT(1-t)]}$$

$$\text{ROC} = \frac{EBIT * (1-t)}{(BV \text{ Debt} + BV \text{ Equity})}$$

**BV Debt :** Η λογιστική αξία του χρέους της εταιρίας, δηλαδή των βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων δανείων της όπως αυτά υπάρχουν στον ισολογισμό.

**BV Equity :** Η λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων, όπως αυτά εμφανίζονται στον ισολογισμό της εταιρίας.

**Net Cap Ex (Net Capital Expenditures) :** Οι καθαρές κεφαλαιουχικές δαπάνες είναι οι κεφαλαιουχικές δαπάνες της εταιρίας για την αγορά νέων παγίων ή αντικατάσταση των παλιών, μείον τις αποσβέσεις που έχουν διενεργηθεί.

**Change in Working Capital) :** Η μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης της εταιρίας (Κ.Κ = Κυκλοφορούν Ενεργητικό - Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις) είναι η διαφορά του κεφαλαίου κίνησης του τρέχοντος έτους με το κεφάλαιο κίνησης του προηγούμενου έτους.

Ο ρυθμός ανάπτυξης για την περίοδο υψηλού ρυθμού (high growth period) για το μοντέλο Δύο Σταδίων FCFE υπολογίζεται με τον παρακάτω τύπο:

$$g_{\text{NetIncome}} = \text{Equity Reinvestment Rate} * \text{ROE}$$

$$\text{Equity Reinvestment} = \frac{\text{CapEX} - \text{Dep} + \text{Change in Working Capital} - \text{Net cash flow from Debt}}{\text{Net Income}}$$

$$\text{ROE} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

**Net Cash Flow from Debt ή Καθαρό Χρέος** = η καθαρή ταμιακή ροή χρέους, που υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{Net Cash Flow from Debt} = \text{New Debt Issues} - \text{Debt Repayment}$$

**New Debt Issues** = το νέο χρέος που αναλαμβάνει η επιχείρηση.

**Debt Repayment** = οι αποπληρωμές των ήδη υπαρχόντων χρεών (αποπληρωμή κεφαλαίου), εκτός των χρηματοοικονομικών εξόδων (τόκοι), καθώς αυτοί έχουν ήδη αφαιρεθεί για τον υπολογισμό των καθαρών κερδών.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3<sup>ο</sup>

### ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ ΟΤΕ

#### 3.1 Βασικά στοιχεία του Ομίλου ΟΤΕ

Ο όμιλος ΟΤΕ<sup>42</sup> αποτελεί τον μεγαλύτερο πάροχο τηλεπικοινωνιών στην ελληνική αγορά και ένας από τους κορυφαίους τηλεπικοινωνιακούς ομίλους στην Νοτιοανατολική Ευρώπη, που δραστηριοποιείται στην Ελλάδα και την Ρουμανία. Ο συγκεκριμένος όμιλος είναι μεταξύ των τριών μεγαλύτερων εταιρειών, σε ότι αναφορά την κεφαλαιοποίηση της αγοράς, που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, ενώ οι μετοχές του διαπραγματεύονται και στο χρηματιστήριο του Λόνδινου. Από τον Ιούλιο του 2009 η Deutsche Telekom είναι ο μεγαλύτερος μέτοχος της εταιρείας καθώς κατέχει το 45% των μετοχών.

Η ΟΤΕ Α.Ε. αποτελεί την μητρική εταιρεία του ομίλου ΟΤΕ και ο κύριος φορέας εκμετάλλευσης σταθερής τηλεφωνίας στην Ελλάδα. Προσφέρει ευρυζωνικές υπηρεσίες, υπηρεσίες ΤΠΕ, σταθερή τηλεφωνία, τηλεόραση, δεδομένα και μισθωμένες γραμμές. Η COSMOTE ΑΕ η οποία είναι θυγατρική του ΟΤΕ είναι ο κορυφαίος πάροχος κινητής τηλεφωνίας στην Ελλάδα. Από το 2015 ο Όμιλος ΟΤΕ καθιέρωσε το ενιαίο εμπορικό σήμα COSMOTE για όλα τα προϊόντα σταθερής, κινητής και Internet. Το δίκτυο καταστημάτων του Ομίλου στην Ελλάδα αποτελείται από 299 καταστήματα ΓΕΡΜΑΝΟΣ και 133 καταστήματα COSMOTE. Σήμερα, ο Όμιλος ΟΤΕ απασχολεί περίπου 13.000 εργαζομένους στην Ελλάδα και περίπου 20.000 συνολικά.

Εκτός από τις δραστηριότητες τηλεπικοινωνίας, ο Όμιλος στην Ελλάδα δραστηριοποιείται στις ναυτιλιακές επικοινωνίες, στη διαχείριση ακινήτων, και στην επαγγελματική κατάρτιση. Η COSMOTE αποτελεί το ενοποιημένο εμπορικό σήμα για όλα τα προϊόντα και τις υπηρεσίες του Ομίλου.<sup>43</sup>

Σύμφωνα με τον απολογισμό του 2018 ο ΟΤΕ διατήρησε τα έσοδά του σταθερά με αποτέλεσμα να ενισχύσει την κερδοφορία του ενώ παράλληλα ενίσχυσε τις ταμειακές του ροές τηρώντας τις υποσχέσεις του στις αγορές.

#### 3.2 Ιστορική αναδρομή

**23 Οκτωβρίου 1949:** Ιδρύεται ο ΟΤΕ (Ν.Δ.1049/49)<sup>44</sup>.

<sup>42</sup> [https://www.cosmote.gr/otegroup\\_company/annualreport/2018/index.html#/](https://www.cosmote.gr/otegroup_company/annualreport/2018/index.html#/)

<sup>43</sup> [https://www.cosmote.gr/otegroup\\_company/sustainability/reports/ote/gr/2018.pdf](https://www.cosmote.gr/otegroup_company/sustainability/reports/ote/gr/2018.pdf)

<sup>44</sup> <https://www.cosmote.gr/fixed/corporate/company/who-we-are/history>

- 1957:** Λειτουργεί η υπηρεσία Τηλεγραφικών Συνδρομητών (TELEX).
- 1965:** Αυτοματοποιείται το υπεραστικό τηλεφωνικό δίκτυο της χώρας.
- 1970:** Τοποθετείται η πρώτη κεραία του Κέντρου Δορυφορικών Επικοινωνιών Θερμοπυλών (η 6η στην Ευρώπη).
- 1972:** Τοποθετείται η δεύτερη κεραία του Κ.Δ.Ε. Θερμοπυλών.
- 1979:** Λειτουργεί το Διεθνές Ηλεκτρονικό Τηλετυπικό Κέντρο στην Αθήνα.
- 1981:** Λειτουργεί το Νέο Διεθνές Ηλεκτρονικό Τηλεφωνικό Κέντρο Αθηνών MT-20.
- 1987:** Ξεκινά η παροχή Υπηρεσιών Τηλεειδοποίησης (Paging).
- 1990:** Εγκαθίσταται ένα ευρύ δίκτυο Οπτικών Ινών.
- 1992:** Ιδρύεται η Εθνική Επιτροπή Τηλεπικοινωνιών & Ταχυδρομείων , ρυθμιστικής αρχής της αγοράς τηλεπικοινωνιών.
- 1994:** Στην περίοδο αυτή ο ΟΤΕ προχώρησε στην ίδρυση και λειτουργία των θυγατρικών του εταιρειών (Hellascom Int., Ανταλλακτήρια Συναλλάγματος, ΟΤΕnet, Cosmote, Hellas Sat, ΟΤΕ leasing, Maritel).
- 1994:** Ψηφίζεται στη Βουλή ο νόμος 2257/94 που αφορά την οργάνωση και τη λειτουργία του ΟΤΕ.
- 1996:** Διεύρυνση δραστηριοτήτων ΟΤΕ σε Βαλκάνια, Ανατολική Ευρώπη και Μέση Ανατολή.
- 1996:** Εισάγεται ο ΟΤΕ στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.
- 1998:** Ο ΟΤΕ αποκτά το 35% της RomTelecom, του εγχώριου Οργανισμού τηλεφωνίας της Ρουμανίας.
- 1998:** Εισαγωγή στο NYSE (Χρηματιστήριο Νέας Υόρκης).
- 1998:** Πραγματοποιείται η τρίτη μετοχοποίηση.
- 2000:** Ο ΟΤΕ αποκτά άδεια λειτουργίας GSM στη Βουλγαρία και συστήνει για το σκοπό αυτό την εταιρία Globul.
- 2001:** Ο ΟΤΕ λειτουργεί σε απελευθερωμένη αγορά Τηλεπικοινωνιών
- 2001 - 2003:** Ο ΟΤΕ συγκαταλέγεται, από άποψη χρηματιστηριακής αξίας, μεταξύ των πρώτων 500 επιχειρήσεων παγκοσμίως και μεταξύ των δέκα πρώτων τηλεπικοινωνιακών οργανισμών στην Ευρώπη.
- 2003:** Ο ΟΤΕ ξεκινά την παροχή υπηρεσιών ADSL στην Ελλάδα.
- 2003:** Ο ΟΤΕ αυξάνει τη συμμετοχή του στο μετοχικό κεφάλαιο της RomTelecom στο 54%.

- 2005** Ξεπέρασαν τις 500.000 οι ευρυζωνικές συνδέσεις στο τέλος του 2006, έχοντας 10πλασιαστεί σε σχέση με το 2005 ενώ διπλασιάστηκαν οι ταχύτητες πρόσβασης το 2006.
- 2007:** Το ελληνικό Δημόσιο πωλεί 10,7% του μετοχικού κεφαλαίου του ΟΤΕ σε θεσμικούς επενδυτές.
- 2007:** Πραγματοποιήθηκε η πώληση της INFOTE.
- 2008:** Συγχωνεύτηκε η OTENET με απορρόφηση από τον ΟΤΕ.
- 2008:** Υπογράφηκε η συμφωνία μεταξύ Ελληνικής Κυβέρνησης και Deutsche Telekom, με βάση την οποία, από 5 Νοεμβρίου, κατέχουν ο καθένας 25% συν μία μετοχή του μετοχικού κεφαλαίου του ΟΤΕ.
- 2008:** Ο ΟΤΕ αποκτά το 100% της COSMOTE και η μετοχή της διαγράφεται από το Χρηματιστήριο Αθηνών.
- 2009:** Η COSMOTE κατέχει πλέον το 100% της ΓΕΡΜΑΝΟΣ ΑΒΕΕ, της κορυφαίας τηλεπικοινωνιακής αλυσίδας λιανικής στην ευρύτερη περιοχή της Νοτιοανατολικής Ευρώπης, με 1075 καταστήματα.
- 2009:** Ολοκληρώνεται η πώληση της COSMOFON στην πΓΔΜ που κατείχε η COSMOTE.
- 2009:** Η COSMOTE ολοκληρώνει την εξαγορά της Telemobil SA (Zapp) στη Ρουμανία.
- 2009:** Μετά την πώληση επιπλέον 5% μετοχών και δικαιωμάτων ψήφου του Ελληνικού Δημοσίου, το ποσοστό της Deutsche Telekom στον ΟΤΕ ανέρχεται σε 30% και του Ελληνικού Δημοσίου σε 20%.
- 2010:** Έξοδος του ΟΤΕ από το Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (NYSE).
- 2011:** Μετά από επιπλέον πώληση μετοχών και δικαιωμάτων ψήφου του Ελληνικού Δημοσίου, το ποσοστό της Deutsche Telekom στον ΟΤΕ ανέρχεται, σε 40% και του Ελληνικού Δημοσίου σε 10%.
- 2011:** Ο ΟΤΕ υπέγραψε συμφωνία για την πώληση του μειοψηφικού ποσοστού, που κατείχε στο μετοχικό κεφάλαιο της Telecom Serbia, έναντι περίπου €400 εκατ.
- 2013:** Η εταιρεία κινητής τηλεφωνίας Globul πωλήθηκε στο νορβηγικό όμιλο Telenor με το τίμημα να ανέρχεται σε 717 εκατ. Ευρώ.
- 2013:** Ο ΟΤΕ ανακοίνωσε τη σύναψη της συμφωνίας με την ArabSat, κύριο πάροχο δορυφορικών υπηρεσιών στη Μέση Ανατολή και την Αφρική

για την πώληση του 99,05% που κατέχει στην Hellas Sat. Τα συνολικά έσοδα του ΟΤΕ από την αγοροπωλησία ανήλθαν σε 215 εκ. ευρώ.

- 2014:** Οι Cosmote Romania και RomTelecom, θυγατρικές του Ομίλου ΟΤΕ στη Ρουμανία, μετονομάζονται σε Telekom Romania Mobile Communications και Telekom Romania Communications αντίστοιχα, με την κοινή εμπορική ονομασία Telekom Romania.
- 2015:** Μετονομάζεται η θυγατρική του Ομίλου στην Αλβανία, AMC, σε Telekom Albania.
- 2015:** Ο ΟΤΕ γίνεται η πρώτη ελληνική εταιρεία που βγαίνει στις αγορές, μετά από ένα και πλέον χρόνο, αντλώντας €350 εκατ. μέσω έκδοσης ομολόγου τετραετούς διάρκειας με σταθερό επιτόκιο.
- 2015:** Καθιερώνεται η ενιαία εμπορική μάρκα COSMOTE για όλα τα προϊόντα σταθερής, κινητής και internet.
- 2016:** Η ταχύτατη επέκταση των δικτύων νέας γενιάς του Ομίλου ΟΤΕ είχε ως αποτέλεσμα τον Ιούνιο η πληθυσμιακή κάλυψη 4G να ξεπερνά το 85%, του 4G+ το 64% και του VDSL το 42%.
- 2017:** Ο Όμιλος ΟΤΕ αυξάνει σε 1.500.000.000€ τις επενδύσεις του για την ανάπτυξη δικτύων οπτικών ινών και 4G/4G+ την τετραετία 2017-2020, συμβάλλοντας στην τεχνολογική ανάπτυξη της χώρας<sup>45</sup>.
- 2018:** €400 εκατ. από τις διεθνείς αγορές αντλεί με επιτυχία ο Όμιλος ΟΤΕ, για την έκδοση ομολόγου τετραετούς διάρκειας. Η έκδοση υπερκαλύπτεται περίπου 5 φορές, με το κουπόνι να διαμορφώνεται τελικά σε 2,375% ετησίως, το χαμηλότερο που έχει εκδώσει ο Όμιλος ΟΤΕ την τελευταία δεκαετία.
- 2019:** Ο ΟΤΕ ολοκληρώνει την πώληση ολόκληρου του ποσοστού που κατείχε στην Telekom Albania Sh.A. προς την Albania Telecom Invest AD, έναντι συνολικού τιμήματος €50 εκατ.

### 3.3 Οικονομικά στοιχεία

Τα έσοδα του ομίλου για το οικονομικό έτος 2019 ανήλθαν σε 3,9 δις ενώ η προσαρμοσμένη κερδοφορία EBITDA ανήλθε στα €1.460,5 εκατ. και το περιθώριο EBITDA αυξήθηκε κατά 2,7 μονάδες στο 37,4%. Οι προσαρμοσμένες ελεύθερες ταμειακές ροές αυξήθηκαν σημαντικά,

---

<sup>45</sup> [https://www.cosmote.gr/cs/otegroup/gr/otegroup\\_timeline\\_2019\\_2010.html](https://www.cosmote.gr/cs/otegroup/gr/otegroup_timeline_2019_2010.html)

στα €488,1 εκατ. Ο προσαρμοσμένος καθαρός δανεισμός του Ομίλου εξαιρουμένου του ΔΠΧΑ 16 διαμορφώθηκε σε Ευρώ 648,8 εκατ. στις 31 Δεκεμβρίου 2019, μειωμένος κατά 12,2% σε σχέση με την 31 Δεκεμβρίου του 2018.

Ο προσαρμοσμένος καθαρός δανεισμός του Ομίλου αντιστοιχεί σε 0,5 φορές το ετήσιο προσαρμοσμένο EBITDA του Ομίλου (εξαιρουμένου του ΔΠΧΑ 16). Συμπεριλαμβάνοντας την επίδραση του ΔΠΧΑ 16, ο προσαρμοσμένος καθαρός δανεισμός ανήλθε σε Ευρώ 1.046,2 εκατ. και ο καθαρός δανεισμός αντιστοιχεί σε 0,7 φορές το προσαρμοσμένο EBITDA.

**Πίνακας 3.1: Κύκλος Εργασιών και Προσαρμοσμένο EBITDA**

ΟΜΙΛΟΣ ΟΤΕ	2015	2016	2017	2018	2019
Κύκλος εργασιών	3.902,9	3.908,1	3.796,9	3.798,7	3.907,6
Προσαρμοσμένο EBITDA	1.343	1.320,9	1.295,1	1.316,8	1.460,5
Ποσοστό % επί του κύκλου εργασιών	34,4%	33,8%	34,1%	34,7%	37,4%

### 3.4 Μετοχική σύνθεση

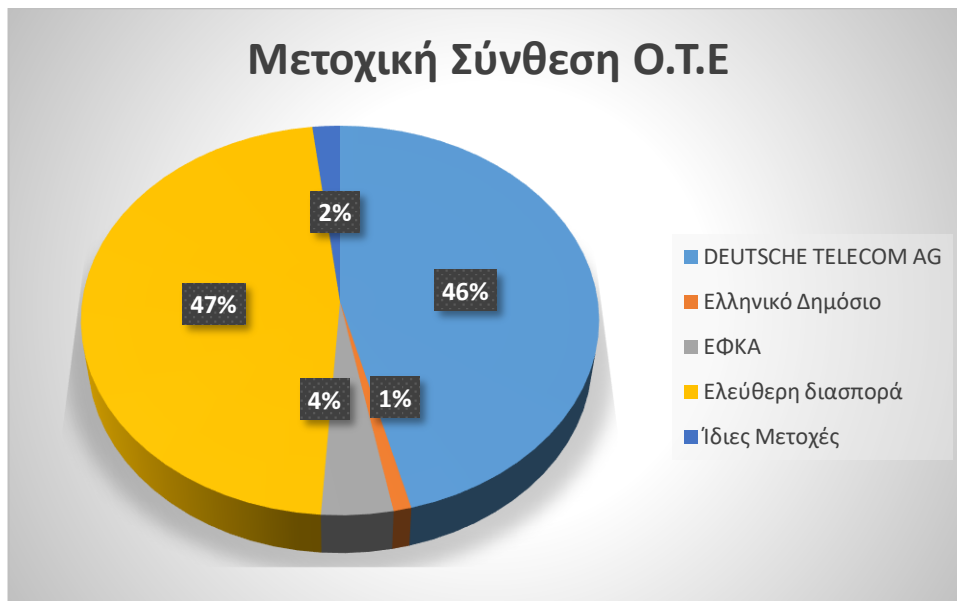
Η μετοχική σύνθεση κατά την 31 Δεκεμβρίου 2019 ήταν η ακόλουθη:

**Πίνακας 3.2: Μετοχική Σύνθεση Ο.Τ.Ε.**

Μέτοχος	Αριθμός μετοχών	Ποσοστό %
DEUTSCHE TELEKOM AG	220.567.676	45,96%
Ελληνικό Δημόσιο	4.901.507	1,02%
ΕΦΚΑ (αναφέρεται μόνο στη μεταβίβαση του 4% από το Ελληνικό Δημόσιο)*	19.606.015	4,09%
Ελεύθερη διασπορά	225.834.574	47,05%
Ίδιες μετοχές	9.029.547	1,88%
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>479.939.319</b>	<b>100,00%</b>

\*Μετά την ενσωμάτωση των λοιπών φορέων κοινωνικής ασφάλισης στον ΕΦΚΑ, το ποσοστό της άμεσης συμμετοχής του ΕΦΚΑ στην Εταιρεία το Δεκέμβριο του 2019 ανέρχεται στο 4,45%

**Διάγραμμα 3.1: Μετοχική Σύνθεση Ο.Τ.Ε**



### 3.5 Δομή του Ομίλου

Ο Όμιλος ΟΤΕ περιλαμβάνει όλες τις εταιρείες τις οποίες ο ΟΤΕ ελέγχει είτε άμεσα είτε έμμεσα ή ασκεί σημαντική επιρροή οι οποίες αναφέρονται παρακάτω:

**Πίνακας 3.3: Θυγατρικές Εταιρείες Ομίλου ΟΤΕ**

OTE S.A. - Parent	Location	%Holding
COSMOTE MOBILE TELECOMMUNICATIONS S.A. (“COSMOTE”)	Ελλάδα	100%
OTE INTERNATIONAL INVESTMENTS LTD	Κύπρος	100%
COSMO-ONE HELLAS MARKET SITE S.A. (“COSMO-ONE”)	Ελλάδα	61,74%
OTE PLC	Η.Βασίλειο	100%
OTESAT-MARITEL S.A. (“OTESAT-MARITEL”)	Ελλάδα	94,08%
OTE PLUS TECHNICAL AND BUSINESS SOLUTIONS S.A.– SECURITY SERVICES (“OTE PLUS”)	Ελλάδα	100%
OTE ESTATE S.A. (“OTE ESTATE”)	Ελλάδα	100%
OTE INTERNATIONAL SOLUTIONS S.A.(“OTE GLOBE”)	Ελλάδα	100%
OTE INSURANCE AGENCY S.A. (“OTE INSURANCE”)	Ελλάδα	100%
OTE ACADEMY S.A. (“OTE ACADEMY”)	Ελλάδα	100%
TELEKOM ROMANIA COMMUNICATIONS S.A.(“TELEKOM ROMANIA”)	Ρουμανία	54,01%
NEXTGEN COMMUNICATIONS SRL (“NEXTGEN”)	Ρουμανία	54,01%
TELEKOM ROMANIA MOBILE COMMUNICATIONS S.A. (“TELEKOM ROMANIA MOBILE”)	Ρουμανία	86,20%

TELEKOM ALBANIA <sup>46</sup>	Αλβανία	-
GERMANOS S.A. (“GERMANOS”)	Ελλάδα	100%
COSMOTE E-VALUE	Ελλάδα	100%
MOBILBEEEP LTD	Ελλάδα	100%
COSMOTE TV PRODUCTIONS	Ελλάδα	100%
E-VALUE DEBTORS AWARENESS ONE PERSON LTD (“E-VALUE LTD”)	Ελλάδα	100%
COSMOHOLDING INTERNATIONAL B.V.	Ολλανδία	100%
E-VALUE INTERNATIONAL S.A.	Ρουμανία	100%
OTE RURAL NORTH ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΙΔΙΚΟΥ ΣΚΟΠΟΥ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΚΑΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΕΥΡΥΖΩΝΙΚΩΝ ΥΠΟΔΟΜΩΝ («OTE RURAL NORTH»)	Ελλάδα	100%
OTE RURAL SOUTH ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΙΔΙΚΟΥ ΣΚΟΠΟΥ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΚΑΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΕΥΡΥΖΩΝΙΚΩΝ ΥΠΟΔΟΜΩΝ («OTE RURAL SOUTH»)	Ελλάδα	100%
COSMOTE PAYMENTS – ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΣ Α.Ε. («COSMOTE PAYMENTS»)	Ελλάδα	100%
COSMOTE GLOBAL SOLUTIONS S.A.	Βέλγιο	100%

### **ΟΜΙΛΟΣ COSMOTE**

Ο ΟΤΕ τιμολογεί τον Όμιλο COSMOTE με προμήθειες για συνδέσεις κινητής τηλεφωνίας που πραγματοποιούνται μέσω του ΟΤΕ καθώς και για τη μίσθωση γραμμών. Ο Όμιλος COSMOTE τιμολογεί τον ΟΤΕ με προμήθειες για συνδέσεις σταθερής τηλεφωνίας που πραγματοποιούνται μέσω των καναλιών πώλησης του Ομίλου COSMOTE. Ο ΟΤΕ και ο Όμιλος COSMOTE έχουν έσοδα και έξοδα διασύνδεσης ανάλογα σε ποιο δίκτυο τερματίζουν οι κλήσεις, συμπεριλαμβανομένης της κίνησης από διεθνή τηλεφωνία, η οποία διέρχεται και από τα δύο δίκτυα. Ο Όμιλος COSMOTE παρέχει στον ΟΤΕ εμπορεύματα κινητής τηλεφωνίας. Ο ΟΤΕ και ο Όμιλος COSMOTE έχουν επίσης έσοδα και έξοδα από κοινές υπηρεσίες, ανάλογα με το ποια από τις δύο οντότητες παρέχει τις υπηρεσίες.

### **OTE INTERNATIONAL INVESTMENTS LTD**

Η ΟΤΕ INTERNATIONAL INVESTMENTS LTD τιμολογεί τον ΟΤΕ για διοικητικές υπηρεσίες.

<sup>46</sup> Τη 16 Ιανουαρίου 2019, ο Όμιλος ανακοίνωσε τη σύναψη συμφωνίας πώλησης του συνόλου της συμμετοχής του στην TELEKOM ALBANIA, στη βουλγάρικη εταιρεία Albania Telecom Invest AD. Η συναλλαγή ολοκληρώθηκε την 7 Μαΐου 2019 μετά από την έγκριση των αρμόδιων αρχών. Το συμφωνηθέν ποσό για την πώληση ανήλθε σε Ευρώ 50,1

### ***COSMO-ONE***

Η COSMO-ONE τιμολογεί τον ΟΤΕ και τις θυγατρικές του εταιρείες για υπηρεσίες ηλεκτρονικού εμπορίου.

### ***OTE PLC***

Η ΟΤΕ PLC χορηγεί / λαμβάνει δάνεια προς /από τον ΟΤΕ και τις θυγατρικές του.

### ***OTESAT-MARITEL***

Ο ΟΤΕ τιμολογεί την OTESAT-MARITEL για τη χρήση των εγκαταστάσεών του για τις υπηρεσίες INMARSAT. Η OTESAT-MARITEL τιμολογεί τον ΟΤΕ για τη σύνδεση από σταθερό προς κινητό σημείο.

### ***OTE PLUS***

Η ΟΤΕ PLUS παρέχει συμβουλευτικές υπηρεσίες τεχνικής φύσεως στον ΟΤΕ και στις θυγατρικές του.

### ***OTE AKINHTA***

Η ΟΤΕ AKINHTA πραγματοποιεί έσοδα από ενοίκια από τον ΟΤΕ και από τις θυγατρικές του εταιρείες.

### ***OTE GLOBE***

Η ΟΤΕ GLOBE έχει αναλάβει τη διάθεση και διαχείριση για λογαριασμό του ΟΤΕ των υπηρεσιών του σχετικά με τη διεθνή τηλεφωνία προς τους διεθνείς παρόχους και τιμολογεί τον ΟΤΕ με την αμοιβή της. Η ΟΤΕ GLOBE τιμολογεί τον ΟΤΕ και αντίστοιχα ο ΟΤΕ τιμολογεί την ΟΤΕ GLOBE για την τηλεπικοινωνιακή κίνηση που περνάει κατά περίπτωση από τα διεθνή δίκτυα της ΟΤΕ GLOBE ή από τα διεθνή δίκτυα του ΟΤΕ. Επιπλέον, οι δύο εταιρείες έχουν εμπορικές συναλλαγές σχετικά με τη μίσθωση κυκλωμάτων εκατέρωθεν.

### ***OTE ACADEMY***

Η ΟΤΕ ACADEMY παρέχει υπηρεσίες εκπαίδευσης στο προσωπικό του ΟΤΕ και των θυγατρικών του. Η ΟΤΕ ACADEMY υπεκμισθώνει από τον ΟΤΕ τις εγκαταστάσεις των εκπαιδευτικών κέντρων του ΟΤΕ στην Αθήνα, τις οποίες ο ΟΤΕ μισθώνει αρχικά από την ΟΤΕ AKINHTA.

### ***TELEKOM ROMANIA COMMUNICATIONS S.A.***

Η TELEKOM ROMANIA παρέχει υπηρεσίες σταθερής και κινητής τηλεφωνίας στην Ρουμανία.



### **TELEKOM ROMANIA MOBILE COMMUNICATIONS S.A.**

Η TELEKOM ROMANIA MOBILE COMMUNICATIONS παρέχει υπηρεσίες κινητής τηλεφωνίας στην Ρουμανία.

### **ΓΕΡΜΑΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε.**

Η ΓΕΡΜΑΝΟΣ<sup>47</sup> είναι ένα από τα ισχυρότερα και πιο καθιερωμένα εμπορικά σήματα στην Ελλάδα και τη Ρουμανία. Με όραμα την παροχή τεχνολογικών λύσεων και προϊόντων και υπηρεσιών που καλύπτουν πλήρως τις ανάγκες των πελατών, το Δίκτυο Καταστημάτων ΓΕΡΜΑΝΟΣ προσφέρει υπηρεσίες και προγράμματα ΟΤΕ και COSMOTE σε κινητή τηλεφωνία, σταθερή τηλεφωνία, Internet και τηλεόραση.

### **COSMOTE E-VALUE**

Η COSMOTE e-Value δραστηριοποιείται από το 1999 στην παροχή ολοκληρωμένων υπηρεσιών Contact Center, κατέχοντας ηγετική θέση στον κλάδο. Με 20 χρόνια εμπειρίας στον τομέα της εξυπηρέτησης πελατών και περίπου 7.000 εξειδικευμένους agents, η COSMOTE e-Value αξιοποιεί όλες τις δυνατότητες που προσφέρει η ψηφιακή τεχνολογία και παρέχει, 365 ημέρες το χρόνο και σε 24ωρη βάση, υπηρεσίες τηλεφωνικής εξυπηρέτησης, όπως ανάπτυξη πωλήσεων, εξυπηρέτηση πελατών, τεχνική βοήθεια, συμβουλευτικές υπηρεσίες κ.ά., απόλυτα προσαρμοσμένες στις ανάγκες των πελατών της. Η έδρα της εταιρείας βρίσκεται στην πόλη της Ξάνθης, ενώ από το 2014 έχει αναπτύξει τις εμπορικές της δραστηριότητες και στη Ρουμανία. Με παρουσία σε διάφορες πόλεις, όπως Βουκουρέστι, Μπρασόβ και Πλοέστι έχει αναλάβει σημαντικά έργα από τοπικούς και διεθνείς πελάτες.

### **COSMOTE TV ΤΗΛΕΟΠΤΙΚΕΣ ΠΑΡΑΓΩΓΕΣ ΚΑΙ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ Α.Ε.**

Η COSMOTE TV ΤΗΛΕΟΠΤΙΚΕΣ ΠΑΡΑΓΩΓΕΣ ΚΑΙ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ Α.Ε. τιμολογεί τον ΟΤΕ για υπηρεσίες τηλεόρασης.

### **E-VALUE ΕΝΗΜΕΡΩΣΗΣ ΟΦΕΙΛΕΤΩΝ ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ ΕΠΕ («E-VALUE Μ.ΕΠΕ»)**

Η E-VALUE ΕΝΗΜΕΡΩΣΗΣ ΟΦΕΙΛΕΤΩΝ δραστηριοποιείται στην διαχείριση εκπρόθεσμων λογαριασμών.

### **COSMOHOLDING INTERNATIONAL B.V.**

Η COSMOHOLDING INTERNATIONAL B.V. εδρεύει στην Ολλανδία και είναι εταιρεία διαχείρισης επενδύσεων.

---

<sup>47</sup> <https://www.cosmote.gr/cs/otegroup/gr/thigatrikes.html>

### **E-VALUE INTERNATIONAL S.A.**

Η E-VALUE INTERNATIONAL S.A. εδρεύει στην Ρουμανία και δραστηριοποιείται στην παροχή υπηρεσιών marketing.

### **OTE RURAL NORTH**

Ο ΟΤΕ τιμολογεί την ΟΤΕ RURAL NORTH για την ανάπτυξη ευρυζωνικών υποδομών και έχει χορηγήσει δάνειο σε αυτήν την εταιρεία. Η ΟΤΕ RURAL NORTH παρέχει υπηρεσίες χονδρικής ευρυζωνικής πρόσβασης στον ΟΤΕ.

### **OTE RURAL SOUTH**

Ο ΟΤΕ τιμολογεί την ΟΤΕ RURAL SOUTH για την ανάπτυξη ευρυζωνικών υποδομών και έχει χορηγήσει δάνεια σε αυτήν την εταιρεία. Η ΟΤΕ RURAL SOUTH παρέχει υπηρεσίες χονδρικής ευρυζωνικής πρόσβασης στον ΟΤΕ.

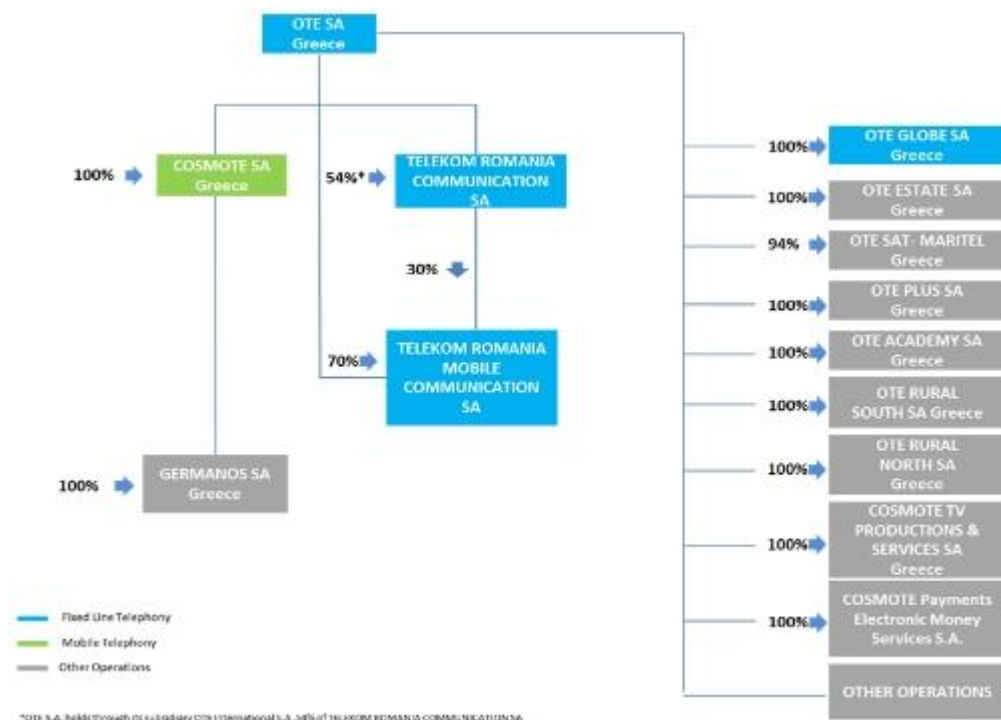
### **COSMOTE PAYMENTS**

«Η COSMOTE PAYMENTS – ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΣ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ συστάθηκε το 2018 και παρέχει στον όμιλο ΟΤΕ υπηρεσίες ηλεκτρονικού χρήματος.

### **COSMOTE GLOBAL SOLUTIONS**

Η COSMOTE GLOBAL SOLUTIONS εδρεύει στο Βέλγιο και παρέχει υπηρεσίες Τεχνολογίας, Πληροφορικής και Επικοινωνίας.

**Διάγραμμα 3.2 : Δομή του Ομίλου ΟΤΕ**



### 3.6 Στρατηγική Ανάλυση

Ο ρόλος της στρατηγικής ανάλυσης<sup>48</sup> είναι η κατανόηση της στρατηγικής θέσης της επιχείρησης, ώστε να μπορεί να ανταποκριθεί άμεσα σε ενδεχόμενες αλλαγές είτε από το εσωτερικό περιβάλλον είτε από το εξωτερικό.

Με την βοήθεια της στρατηγικής ανάλυσης μπορεί κάποιος να διαμορφώσει σαφής άποψη των βασικών παραγόντων που θα μπορούσαν να επηρεάσουν την παρούσα ή την μελλοντική της επιχειρηματική δράση.

Η στρατηγική του Όμιλου ΟΤΕ σύμφωνα με τον απολογισμό του 2019 είναι να διατηρήσει την ηγετική του θέση στην αγορά και να παραμείνει μία καινοτόμα, σύγχρονη, και δυναμική εταιρεία υψηλής απόδοσης η οποία βασιζόμενη στην τεχνολογική της υπεροχή να παρέχει άριστη εμπειρία στους πελάτες της. Έχει δοθεί ιδιαίτερη προσοχή στον Ψηφιακό Μετασχηματισμό καθώς και στην περαιτέρω εκμετάλλευση των συνεργειών με τον όμιλο Deutsche Telecom.

#### 3.6.1 Ανάλυση SWOT

Η διαμόρφωση της στρατηγικής που θα ακολουθήσει μία επιχείρηση ονομάζεται συχνά στρατηγικός σχεδιασμός και ασχολείται με την ανάπτυξη των στόχων, των στρατηγικών και των πολιτικών της επιχείρησης<sup>49</sup>. Οι παράγοντες που διαμορφώνουν την επιλογή στρατηγικής μίας εταιρίας είναι συνοπτικά οι εξής: τα δυνατά (Strengths) και αδύναμα (Weaknesses) σημεία της επιχείρησης ή του οργανισμού και οι ευκαιρίες (Opportunities) και απειλές (Threats) που υπάρχουν. Οι παραπάνω παράγοντες δημιούργησαν την ανάλυση SWOT.

Τα δυνατά και αδύνατα σημεία αφορούν το εσωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης καθώς προκύπτουν από τους εσωτερικούς πόρους που αυτή κατέχει (π.χ. ικανότητες προσωπικού και στελεχών, ιδιότητες και χαρακτηριστικά της επιχείρησης, τεχνογνωσία, χρηματοοικονομική υγεία και ικανότητα να ανταποκριθεί σε νέες επενδύσεις, κλπ.).

Αντιθέτως οι ευκαιρίες και οι απειλές αντανακλούν μεταβλητές του εξωτερικού περιβάλλοντος της επιχείρησης τις οποίες η επιχείρηση θα πρέπει να εντοπίσει, να προσαρμοστεί σε αυτές ή ακόμα και να τις προσαρμόσει όπου κάτι τέτοιο είναι εφικτό (π.χ. είσοδος νέων ανταγωνιστών, ρυθμίσεις στο νομικό περιβάλλον, δημιουργία ή/και εμφάνιση νέων αγορών, κλπ.)<sup>50</sup>.

---

<sup>48</sup> Γεωργόπουλος Β. Νικόλαος, *Στρατηγικό Μάνατζμεντ*, 3<sup>η</sup> έκδ. (Αθήνα, Εκδόσεις Μπένου, 2006)

<sup>49</sup> J. David Hunger, Thomas L. Wheelen, *Εισαγωγή στο Στρατηγικό Μάνατζμεντ*, (Αθήνα, Εκδόσεις Κλειδάριθμος, 2004) Τρίτη έκδοση

<sup>50</sup> [https://el.wikipedia.org/wiki/Ανάλυση\\_SWOT](https://el.wikipedia.org/wiki/Ανάλυση_SWOT)

Πίνακας 3.4 : Ανάλυση SWOT Ομίλου ΟΤΕ

SWOT ANALYSIS	
Strengths	Weaknesses
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ηγετική θέση στην αγορά στην Νοτιοανατολική Ευρώπη</li> <li>• Τεχνολογική υπεροχή</li> <li>• Καινοτομία και νέες πηγές εσόδων</li> <li>• Ενισχυμένο προφίλ καθώς ο όμιλος ΟΤΕ αποτελεί κομμάτι της Deutsche Telecom, μια από τις μεγαλύτερες εταιρείες στον κόσμο στο χώρο των τηλεπικοινωνιών</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Συσχετισμός του ομίλου με το ελληνικό δημόσιο</li> </ul>
Opportunities	Threats
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Προοπτικές ηλεκτρονικού εμπορίου</li> <li>• Υποδομές και τεχνολογική ανάπτυξη</li> <li>• Η χρήση δεδομένων κινητής βοηθάει στην μείωση του κόστους και την αύξηση των κερδών</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ανταγωνισμός</li> <li>• Η παγκόσμια οικονομική ύφεση</li> <li>• Πολιτική αστάθεια</li> <li>• Χαμηλός ρυθμός ανάπτυξης της αγοράς</li> </ul>

### 3.6.2 Ανάλυση PEST

Η ανάλυση PEST είναι μια μέθοδος διαχείρισης βάσει της οποίας ένας οργανισμός μπορεί να αξιολογήσει σημαντικούς εξωτερικούς παράγοντες που επηρεάζουν τη λειτουργία του, προκειμένου να γίνει πιο ανταγωνιστικός στην αγορά<sup>51</sup>. Φυσικά με την συγκεκριμένη έννοια δεν εννοούμε το το φυσικό περιβάλλον αλλά τα συστήματα και τις δομές που περιβάλλουν μία επιχείρηση. Έτσι η ανάλυση PEST αναλύει:

Το PEST προέρχεται από τα αρχικά των παραπάνω περιβαλλόντων στα αγγλικά. Χαρακτηριστικό της συγκεκριμένης ανάλυσης είναι ότι αποτελεί από μόνη της ανεξάρτητο εργαλείο και μπορεί να εφαρμοστεί για οποιαδήποτε κατάσταση<sup>52</sup>.

#### *ι. Πολιτικό περιβάλλον*

Με τον όρο πολιτικό περιβάλλον εννοούμε την γενική πολιτική κατάσταση των χωρών που δραστηριοποιείται ένας οργανισμός και την συγκεκριμένη στάση που έχει η συγκεκριμένη κυβέρνηση έναντι των επιχειρήσεων. Τα πεδία πολιτικής που μπορούν να επηρεάσουν

<sup>51</sup> <https://www.investopedia.com/terms/p/pest-analysis.asp>

<sup>52</sup> [https://el.wikipedia.org/wiki/Ανάλυση\\_PEST](https://el.wikipedia.org/wiki/Ανάλυση_PEST)

ιδιαίτερα έναν οργανισμό περιλαμβάνουν τους νόμους σχετικά με την φορολογία και το εργατικό δίκαιο. Το γενικό πολιτικό κλίμα ενός έθνους καθώς και οι διεθνείς σχέσεις, μπορούν επίσης να επηρεάσουν σε μεγάλο βαθμό τον οργανισμό<sup>53</sup>.

#### ***ii. Οικονομικό περιβάλλον***

Το οικονομικό περιβάλλον αποτελεί μία από τις σημαντικότερες μεταβλητές καθώς έχει σημαντικό αντίκτυπο στον τρόπο με τον οποίο μια επιχείρηση αναπτύσσει τις δραστηριότητές της και επίσης πόσο κερδοφόρα είναι<sup>54</sup>.

#### ***iii. Κοινωνικό περιβάλλον***

Το κοινωνικό περιβάλλον αναφέρεται στην δομή μία κοινωνίας και στους παράγοντες που το επηρεάζουν. Αυτά θα μπορούσαν να είναι η διανομή του εισοδήματος, ο καταναλωτισμός, το επίπεδο μόρφωσης των καταναλωτών και γενικότερα ο τρόπος ζωής τους.

#### ***iv. Τεχνολογικό περιβάλλον***

Το τεχνολογικό περιβάλλον αφορά τις τεχνολογικές τάσεις που λαμβάνουν χώρα έξω από την αγορά είναι πιθανόν να έχουν σημαντική επίδραση στην επιχείρηση. Ωστόσο αυτές τις τάσεις αποτελούν ευκαιρία για τις επιχειρήσεις που θα τις εκμεταλλευτούν κατάλληλα<sup>55</sup>.

### **3.7 Διαχείριση Κινδύνων**

Ο κίνδυνος<sup>56</sup> στον κόσμο των επιχειρήσεων έχει σχέση με την μεταβλητότητα όλων των παραμέτρων που συνδέονται με την επιχείρηση, όπως οι μεταβολές των κερδών, την χρηματοοικονομική μόχλευση, τον ανταγωνισμό κ.ο.κ. Ο επιχειρηματικός κίνδυνος δεν συνοδεύεται με βεβαιότητα των πράξεων, δηλαδή την έλλειψη αμφιβολίας του επιχειρηματία ή του αναλυτή, να είναι απαλλαγμένοι από κάθε αμφιβολία για τις συγκεκριμένες ενέργειές τους αλλά από αβεβαιότητα. Η αβεβαιότητα στην ουσία είναι μία υποκειμενική έννοια και μπορεί να μετρηθεί από τον βαθμό πίστης που τα περισσότερα άτομα αποδίδουν στην πραγματοποίηση διαφόρων γεγονότων. Αντίθετα ο κίνδυνος αντιπροσωπεύεται από μετρήσιμη αβεβαιότητα. Κίνδυνος στην οικονομική επιστήμη ορίζεται η μεταβλητότητα των δυνητικών αποτελεσμάτων μιας επένδυσης γύρω από την αναμενόμενη τιμή ή τον αριθμητικό τους μέσο. Με άλλα λόγια ο κίνδυνος μετράται με πιθανότητες ενώ η αβεβαιότητα από το

---

<sup>53</sup> Νικόλαος Β. Γεωργόπουλος, *Στρατηγικό Μάνατζμεντ*, (Αθήνα, Γ. Μπένου, 2013)

<sup>54</sup> <https://www.professionalacademy.com/blogs-and-advice/marketing-theories---pestel-analysis>

<sup>55</sup> Βασίλης Μ. Παπαδάκης, *Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία*, (Αθήνα, Ε. Μπένου, 2016)

<sup>56</sup> Πέτρος Κιόχος, Αναστάσιος Παναγόπουλος και Παντελής Κυρμιζόγλου, *Διαχείριση Κινδύνων & Διαχείριση Χαρτοφυλακίου*, ( Αθήνα, Ελένη Κιόχου, 2008)

βαθμό πίστης που τα διάφορα άτομα αποδίδουν στην πραγματοποίηση των διάφορων γεγονότων και κατά συνέπεια είναι μία υποκειμενική πιθανότητα.

Υπάρχουν κίνδυνοι που εφόσον ανιχνευτούν μπορούν να αντιμετωπιστούν και κίνδυνοι που είναι αναπόφευκτοι. Ο συστηματικός κίνδυνος αφορά το ποσοστό της συνολικής διακύμανσης των αποδόσεων των μετοχών που οφείλεται σε οικονομικούς, πολιτικούς και κοινωνικούς παράγοντες και είναι αναπόφευκτος, όπως για παράδειγμα η ύφεση στην αγορά. Ο μη συστηματικός κίνδυνος είναι το ποσοστό του συνολικού κινδύνου ο οποίος είναι μοναδικός για κάθε εταιρεία ή κλάδο, όπως για παράδειγμα ο κίνδυνος έλλειψης ρευστότητας. Στη συνέχεια θα δούμε παρακάτω τους μη συστηματικούς κινδύνους που αφορούν μόνο την εταιρεία<sup>57</sup>.

### **3.7.1 Πιστωτικός Κίνδυνος**

Ο πιστωτικός κίνδυνος αφορά σε πιθανές απώλειες λόγω αποτυχίας του αντισυμβαλλόμενου να εκπληρώσει τις συμβατικές υποχρεώσεις του, που απορρέουν από κάποια οικονομική συναλλαγή<sup>58</sup>.

Σύμφωνα με την οικονομική έκθεση του 2019 ο μέγιστος πιστωτικός κίνδυνος στον οποίο είναι εκτεθειμένοι ο Όμιλος και η Εταιρεία, κατά την ημερομηνία κατάρτισης των χρηματοοικονομικών καταστάσεων, είναι η λογιστική αξία των χρηματοοικονομικών περιουσιακών τους στοιχείων.

Τα χρηματοοικονομικά στοιχεία που έχουν κατηγοριοποιηθεί ως επιμετρούμενα στην εύλογη αξία μέσω αποτελεσμάτων αφορούν τοποθετήσεις σε αμοιβαία κεφάλαια και άλλα χρεόγραφα. Αυτά τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία εκτιμάται ότι δεν εκθέτουν τον Όμιλο και την Εταιρεία σε σημαντικό πιστωτικό κίνδυνο. Επίσης τα ταμειακά διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα του Ομίλου είναι κυρίως επενδυμένα σε αντισυμβαλλόμενους με υψηλή πιστοληπτική αξιολόγηση και για μικρό χρονικό διάστημα.

Τέλος τα δάνεια περιλαμβάνουν δάνεια χορηγηθέντα προς το προσωπικό, τα οποία είτε αποπληρώνονται μέσω παρακράτησης δόσεων από τη μισθοδοσία, είτε συμψηφίζονται με την αποζημίωση λόγω συνταξιοδότησης καθώς και δάνεια προς το ταμείο επικουρικής ασφάλισης σχετιζόμενα με προγράμματα εθελούσιας αποχώρησης προσωπικού προηγούμενων ετών. Τα

---

<sup>57</sup> <https://www.accountancygreece.gr/diacheirisi-chartofylakioy-kai-diafor/>

<sup>58</sup> Ζαπράνης Αχιλλέας, *Διαχείριση Χρηματοοικονομικών Κινδύνων με το Matlab*, Μία εφαρμοσμένη προσέγγιση, (Αθήνα, Κλειδάριθμος, 2009)

τελευταία δάνεια είναι εκτεθειμένα στον πιστωτικό κίνδυνο που σχετίζεται με την ικανότητα του ασφαλιστικού ταμείου για την εξυπηρέτηση του χρέους τους.

### **3.7.2 Κίνδυνος Ρευστότητας**

Ο κίνδυνος ρευστότητας συνίσταται στον κίνδυνο ο Όμιλος ή η Εταιρεία να μην μπορέσουν να εκπληρώσουν τις χρηματοοικονομικές τους υποχρεώσεις όταν απαιτείται<sup>59</sup>. Ο κίνδυνος ρευστότητας διατηρείται σε χαμηλά επίπεδα, μέσω της διαθεσιμότητας επαρκών ταμειακών διαθεσίμων ή / και πιστωτικών ορίων, που διασφαλίζουν την εκπλήρωση των χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων με λήξη στους επόμενους 12 μήνες. Τα ταμειακά διαθέσιμα, ταμειακά ισοδύναμα και τα λοιπά χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία του Ομίλου και της Εταιρείας την 31 Δεκεμβρίου 2019 ανέρχονταν σε Ευρώ 1.064,0 εκατ. και Ευρώ 566,4 εκατ. αντίστοιχα και τα βραχυπρόθεσμα δάνεια και το βραχυπρόθεσμο μέρος μακροπρόθεσμων δανείων τους ανέρχονταν σε Ευρώ 716,4 εκατ. και Ευρώ 743,8 εκατ. αντίστοιχα.

### **3.7.3 Κίνδυνος της Αγοράς**

Ο κίνδυνος αγοράς<sup>60</sup> δημιουργείται από το ενδεχόμενο οι αλλαγές στις τιμές της αγοράς, όπως σε συναλλαγματικές ισοτιμίες, επιτόκια και τιμές μετοχών, να επηρεάσουν τη διακύμανση της αξίας των χρηματοοικονομικών μέσων που κατέχουν ο Όμιλος και η Εταιρεία. Η διαχείριση του κινδύνου της αγοράς συνίσταται στην προσπάθεια του Ομίλου και της Εταιρείας να διαχειρίζονται και να ελέγχουν την έκθεσή τους σε αποδεκτά όρια.

#### **3.7.3.1 Κίνδυνος Επιτοκίων**

Ο κίνδυνος διακύμανσης επιτοκίων συνίσταται στην πιθανότητα η εύλογη αξία των μελλοντικών χρηματοροών ενός χρηματοοικονομικού μέσου να παρουσιάσει διακυμάνσεις εξαιτίας μεταβολών στα επιτόκια της αγοράς.

Η έκθεση του Ομίλου στον κίνδυνο μεταβολής των επιτοκίων σχετίζεται πρωταρχικά με το μακροπρόθεσμο δανεισμό του Ομίλου. Ο Όμιλος διαχειρίζεται τον κίνδυνο διακύμανσης επιτοκίων με χρήση πρωτογενών χρηματοοικονομικών μέσων και όταν κρίνεται αναγκαίο μπορεί να χρησιμοποιήσει παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα. Κατά την 31 Δεκεμβρίου

---

<sup>59</sup> D. Anthony Miles, *Risk Factors and Business Models: Understanding the Five Forces of Entrepreneurial Risk and the Causes of Business Failure*, (Florida, 2011)

<sup>60</sup> Saunders Anthony and Allen Linda, *Credit Risk Measurement, New Approaches to Value at Risk and Other Paradigms*, (New York, John Wiley & Son, 2002)

2019, η σχέση δανεισμού με σταθερό επιτόκιο προς δανεισμό με κυμαινόμενο επιτόκιο στον Όμιλο ανερχόταν σε 99,4%/0,6% (2018: 87,1%/12,9%).

### **3.7.3.2 Συναλλαγματικός Κίνδυνος**

Ο συναλλαγματικός κίνδυνος συνίσταται στην πιθανότητα η εύλογη αξία των ταμειακών ροών ενός χρηματοοικονομικού μέσου να παρουσιάσει διακυμάνσεις εξαιτίας μεταβολών στις ισοτιμίες ξένου συναλλάγματος. Πιο συγκεκριμένα προκύπτει όταν μελλοντικές εμπορικές συναλλαγές και τα αναγνωρισμένα περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις είναι σε νόμισμα διαφορετικό από το νόμισμα λειτουργίας της Εταιρείας και των εξαρτημένων της.

Ο Όμιλος δραστηριοποιείται στη Νοτιοανατολική Ευρώπη και ως εκ τούτου εκτίθεται σε συναλλαγματικό κίνδυνο ο οποίος προέρχεται από τις μεταβολές των λειτουργικών νομισμάτων των χωρών αυτών έναντι άλλων νομισμάτων. Τα κυριότερα νομίσματα με τα οποία γίνονται συναλλαγές στον Όμιλο είναι το Ευρώ και το Ρουμανικό Ρον.

Ο Όμιλος παρακολουθεί και διαθέτει επαρκή συναλλαγματικά αποθέματα για να ελαχιστοποιείται η έκθεση από συναλλαγματικούς κινδύνους στις ταμειακές ροές. Οι συναλλαγματικοί κίνδυνοι που δεν επηρεάζουν τις ταμειακές ροές του Ομίλου (π.χ. κίνδυνοι που προκύπτουν από τη μετατροπή των χρηματοοικονομικών καταστάσεων των αλλοδαπών δραστηριοτήτων στο νόμισμα παρουσίασης των χρηματοοικονομικών καταστάσεων του Ομίλου) γενικά δεν αντισταθμίζονται.

## **3.8 Ελεγκτικοί Κίνδυνοι και Εσωτερικός Έλεγχος**

Όπως αναφέραμε και στην προηγούμενη ενότητα η παγκόσμια οικονομία επηρεάζεται από αλλαγές, αβεβαιότητα και διαφόρων ειδών κινδύνους. Για να αντιμετωπιστούν αυτοί οι κίνδυνοι εκτός από την ύπαρξη μίας καλής διαδικασίας αξιολόγησης κινδύνων είναι απαραίτητη και η ύπαρξη του εσωτερικού ελέγχου.

### **3.8.1 Ελεγκτικοί Κίνδυνοι**

Ως κίνδυνος αναφέρεται η πιθανότητα ή η απειλή να επέλθει ζημιά, απώλεια ή γενικά κάποιο αρνητικό αποτέλεσμα για τους στόχους της εταιρείας, το οποίος προκαλείται λόγω της ύπαρξης τρωτών και ευαίσθητων σημείων είτε από το εσωτερικό της επιχείρησης (ενδογενείς παράγοντες), είτε από το εξωτερικό (εξωγενείς παράγοντες)<sup>61</sup>.

---

<sup>61</sup> Υπουργείο Οικονομικών, *Εγχειρίδιο Διενέργειας Εσωτερικών Ελέγχων*, (Αθήνα, 2015)



Σύμφωνα με το Διεθνές Πρότυπο Ελέγχου 200<sup>62</sup>, ως ελεγκτικός κίνδυνος νοείται το ενδεχόμενο ο ελεγκτής να μη διατυπώσει επιφύλαξη για τις οικονομικές καταστάσεις οι οποίες είναι ουσιωδώς εσφαλμένες. Υπάρχει πάντα το ενδεχόμενο ο ελεγκτής εν αγνοία του, να αποτύχει να αναγνωρίσει τον κίνδυνο και να διαφοροποιήσει αναλόγως τη γνώμη του ως προς την αξιοπιστία των ελεγχόμενων οικονομικών καταστάσεων.

Ο ελεγκτικός κίνδυνος συνίσταται:

- Στον εγγενή κίνδυνο που είναι συνυφασμένος με τη φύση της ελεγχόμενης οντότητας,
- Στον κίνδυνο των δικλίδων ελέγχου της ελεγχόμενης
- Στον κίνδυνο να μην εντοπιστεί το σφάλμα

Ο κίνδυνος ύπαρξης του σφάλματος από την αρχή οφείλεται σε:

- Εγγενή/ έμφυτο κίνδυνο, τον κίνδυνο δηλαδή να είναι από την αρχή λάθος μια σημαντική παρατυπία ή μια εσφαλμένη δήλωση.
- Κίνδυνος εσωτερικού ελέγχου, δηλαδή ο κίνδυνος να μην εμποδίζεται ή να μην εντοπίζεται μια σημαντική παρατυπία ή εσφαλμένη δήλωση από τους εσωτερικούς ελέγχους μέσα στην ελεγχόμενη μονάδα.

Ο κίνδυνος μη εντοπισμού εξακτινώνεται στον κίνδυνο που απορρέει από τη μέθοδο ή τον τρόπο δειγματοληψίας και στο μη δειγματοληπτικό κίνδυνο.

### **3.8.2 Εσωτερικός Έλεγχος**

Ο εσωτερικός έλεγχος συνιστά μία λειτουργία επαγγελματικής και ανεξάρτητης αξιολόγησης, η οποία παρέχει πληροφόρηση για τις πρακτικές και δραστηριότητες διοίκησης ενός οργανισμού. Η εν λόγω λειτουργία συμβάλλει στη βελτίωση της συνολικής αποτελεσματικότητας και απόδοσης των κυβερνητικών λειτουργιών και στην διαφάνεια της διαδικασίας λήψης αποφάσεων.

Ο εσωτερικός έλεγχος<sup>63</sup> επικεντρώνεται στα συστήματα διοίκησης, στις επιχειρησιακές διαδικασίες και πρακτικές, αλλά και στην ακεραιότητα των χρηματοοικονομικών και μη πληροφοριών. Τα αποτελέσματα των εσωτερικών ελέγχων συμβάλλουν στον εντοπισμό προβλημάτων και απειλών και στην διατύπωση συστάσεων για τη βελτίωση της απόδοσης.

---

<sup>62</sup> Λουμιώτης Β. και Τζίφας Β., *Βασικές Οδηγίες Εφαρμογής Διεθνών Προτύπων Ελεγκτικής (ΔΠΕ)*, (Αθήνα, Εκδόσεις ΙΕΣΟΕΛ, 2017)

<sup>63</sup> Νεγκάκης Χ. και Ταχυνάκης Π., *Σύγχρονα Θέματα Ελεγκτικής και Εσωτερικού Ελέγχου, Σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα Ελέγχου*, (Διπλογραφία, 2013)

Ο Όμιλος ΟΤΕ εφαρμόζει ένα σύστημα δικλίδων ασφαλείας (ΣΕΕ/ICS) με σκοπό τη διασφάλιση της αξιοπιστίας των χρηματοοικονομικών καταστάσεων, την αποτελεσματικότητα και αποδοτικότητα των λειτουργιών και την συμμόρφωση με νόμους και κανονισμούς. Το ΣΕΕ (ICS) του Ομίλου ΟΤΕ στηρίζεται στο διεθνώς αναγνωρισμένο πρότυπο COSO (Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission).

Επίσης ο Όμιλος ΟΤΕ έχει θεσπίσει μια τυποποιημένη διαδικασία για την καταγραφή και την αξιολόγηση του ΣΕΕ / (ICS). Το εύρος του ΣΕΕ / (ICS) καθορίζεται βάσει συγκεκριμένων κριτηρίων σημαντικότητας (ποιοτικών και ποσοτικών) για να διασφαλιστεί ότι οι κίνδυνοι χρηματοοικονομικής πληροφόρησης προσδιορίζονται κατάλληλα και αξιολογούνται και ότι σημεία ελέγχου σχεδιάζονται και εφαρμόζονται σε συνεχή βάση από τη διοίκηση και το προσωπικό. Η διαδικασία εμπεριέχει δύο είδη σημείων ελέγχου:

- α) Βασικές Αρχές, που περιέχουν τις βασικές ασφαλιστικές δικλίδες για τις χρηματοοικονομικές αναφορές, την συμμόρφωση και τις λειτουργίες και
- β) Λειτουργικά σημεία ελέγχου που εστιάζουν στους κινδύνους χρηματοοικονομικής πληροφόρησης.

Το ΣΕΕ / (ICS) που οι βέλτιστες αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης αποτελούν αναπόσπαστο τμήμα του, συντελεί στην αποτελεσματική και ασφαλή λειτουργία της Εταιρείας. Η διοίκηση ελέγχει την αποτελεσματικότητα των σημείων ελέγχου κάθε χρόνο και επιβεβαιώνει την επάρκεια του συστήματος με έγγραφη δήλωση.

Η ευθύνη της μονάδας Εσωτερικού Ελέγχου Ομίλου ΟΤΕ είναι να αξιολογεί την αποτελεσματικότητα του ΣΕΕ / (ICS) της κάθε ελεγχόμενης περιοχής βασιζόμενη στον έλεγχο που θα πραγματοποιήσει, όπως προκύπτει από το ετήσιο πρόγραμμα ελέγχου. Το ετήσιο πρόγραμμα ελέγχου, όπως έχει εγκριθεί από την Επιτροπή Ελέγχου της Εταιρείας, είναι αποτέλεσμα μιας μεθοδολογίας ανάλυσης κινδύνων που τυχόν αντιμετωπίζει η Εταιρεία καθώς και αξιολόγησης του Συστήματος Εσωτερικού Ελέγχου.

Επίσης, υπάρχουν άλλοι μηχανισμοί που στηρίζουν την αξιολόγηση και επισκόπηση του ΣΕΕ / (ICS) από το Διοικητικό Συμβούλιο. Ενδεικτικά αναφέρονται οι αρχές και πολιτικές που ανήκουν στο Σύστημα Διαχείρισης Κανονιστικής Συμμόρφωσης, η Υπηρεσιακή Λειτουργία που υπάγεται στον Executive Director Κανονιστικής Συμμόρφωσης, Διαχείρισης Εταιρικών Κινδύνων & Ασφάλισης Ομίλου ΟΤΕ, η Επιτροπή Κανονιστικής Συμμόρφωσης, Εταιρικών Κινδύνων & Εταιρικής Διακυβέρνησης Ομίλου ΟΤΕ, η Επιτροπή Αμοιβών και Ανθρώπινου Δυναμικού καθώς και η Επιτροπή Ελέγχου.

### **3.9 Εταιρική Διακυβέρνηση**

Η Εταιρική Διακυβέρνηση<sup>64</sup> αφορά στο σύνολο των αρχών που υιοθετεί μία εταιρεία προκειμένου να διασφαλίσει την απόδοσή της, τα συμφέροντα των μετόχων της και τα συμφέροντα όλων των ενδιαφερόμενων μερών (stakeholders).

Αναγνωρίζοντας τη σημασία των αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης και τα οφέλη που προκύπτουν από την εφαρμογή τους, ο όμιλος ΟΤΕ ακολουθεί τη διεθνή πρακτική στον τομέα αυτό και επιδιώκει τη συστηματική εφαρμογή αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης στις λειτουργίες της εταιρείας.

Η ΟΤΕ Α.Ε., ως ανώνυμη εταιρεία εισηγμένη στην κατηγορία μεγάλης κεφαλαιοποίησης στο Χρηματιστήριο Αθηνών και του Λονδίνου (LSE), συμμορφώνεται πλήρως με την κείμενη και ξένη νομοθεσία και ακολουθεί, ως προς τις πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης, τον Ελληνικό Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης (ΕΚΕΔ) για τις εισηγμένες εταιρείες, όπως αυτός ισχύει μετά από την αναθεώρησή του από το Ελληνικό Συμβούλιο Εταιρικής Διακυβέρνησης (ΕΣΕΔ) το 2013.

Στο ως άνω πλαίσιο, η ΟΤΕ Α.Ε. έχει υιοθετήσει κανονισμούς, πολιτικές καθώς και πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης επιπλέον των απαιτήσεων του Νόμου, που ακολουθούν τα διεθνή πρότυπα και εφαρμόζονται από τις εταιρείες του Ομίλου ΟΤΕ. Οι εφαρμοζόμενες από την ΟΤΕ Α.Ε. αρχές και πρακτικές αποτυπώνονται στο Καταστατικό, στον Εσωτερικό Κανονισμό Λειτουργίας, στον Κώδικα Δεοντολογίας Ομίλου ΟΤΕ, και σε άλλους κανονισμούς ή/και πολιτικές της εταιρείας που ρυθμίζουν επιμέρους λειτουργίες της.

#### **3.9.1 Βασικές Αρχές του Συστήματος Εταιρικής Διακυβέρνησης**

Οι βασικές αρχές στις οποίες στηρίζεται το σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι οι εξής:

- Διασφάλιση της διαφάνειας και του αποτελεσματικού ελέγχου στην άσκηση της διοίκησης.
- Αμφίδρομη επικοινωνία με τα ενδιαφερόμενα μέρη (stakeholders) και τη Διοίκηση της ΟΤΕ Α.Ε.
- Διασφάλιση της αποδοτικότητας της εταιρείας.

Οι τρεις βασικοί άξονες εφαρμογής των κανόνων και πρακτικών Εταιρικής Διακυβέρνησης αφορούν στον ρόλο του Διοικητικού Συμβουλίου, της εκτελεστικής διοίκησης και του ελέγχου, στην προστασία των μετόχων και στην ενίσχυση της διαφάνειας και της δημοσιοποίησης πληροφοριών.

---

<sup>64</sup> [https://www.cosmote.gr/cs/otegroup/gr/etairikh\\_diakuvernhsh.html](https://www.cosmote.gr/cs/otegroup/gr/etairikh_diakuvernhsh.html)

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4ο

### ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ ΟΤΕ

#### 4.1 Οριζόντια Ανάλυση

Η οριζόντια ανάλυση<sup>65</sup> (horizontal analysis or trend analysis) γίνεται συγκρίνοντας στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων σε βάθος χρόνου, συνήθως πενταετίας. Με αυτό τον τρόπο προσδιορίζεται η ανάπτυξη μίας εταιρείας κατά την πάροδο του χρόνου, διαμορφώνονται διαχρονικές τάσεις και δύναται να εντοπιστούν ασυνήθιστα χαμηλές ή υψηλές τιμές της περιόδου αναφοράς με σκοπό την διερεύνηση των αιτιών τους. Η οριζόντια ανάλυση πραγματοποιείται ταξινομώντας τα δεδομένα των οικονομικών καταστάσεων ανά χρονική περίοδο, ενώ η τιμή του στοιχείου της κάθε περιόδου μπορεί να εκφραστεί ως ποσοστό της αντίστοιχης τιμής του έτους βάσης. Στον Πίνακα 4.1 και Πίνακα 4.2 παρουσιάζονται η οριζόντια ανάλυση του ομίλου ΟΤΕ, εκ των οποίων το πρώτο σχετίζεται με την Κατάσταση Οικονομικής Θέσης και το δεύτερο με την Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης. Το 2015 αποτελεί το έτος βάσης.

**Πίνακας 4.1: Οριζόντια ανάλυση Κατάστασης Οικονομικής Θέσης**

(Ποσά σε εκατομμύρια Ευρώ)

	2015	2016	2017	2018	2019
<b><u>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</u></b>					
Μη κυκλοφορούντα	5.049,9	4.842,8	4.724,0	4.568,8	4.378,9
περιουσιακά στοιχεία	<b>100%</b>	<b>96%</b>	<b>94%</b>	<b>90%</b>	<b>87%</b>
Κυκλοφορούντα	2.410,3	2.728,8	2.378,2	2.062,6	1.977,1
περιουσιακά στοιχεία	<b>100%</b>	<b>113%</b>	<b>99%</b>	<b>86%</b>	<b>82%</b>
<b>Σύνολο Ενεργητικού</b>	<b>7.460,2</b>	<b>7.571,6</b>	<b>7.102,2</b>	<b>6.699,9</b>	<b>6.356</b>
	<b>100%</b>	<b>101%</b>	<b>95%</b>	<b>90%</b>	<b>85%</b>
<b><u>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΚΑΙ</u></b>					
<b><u>ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ</u></b>					
Ίδια Κεφάλαια	2.609,2	2.651,7	2589,4	2574,7	2.183,1
	<b>100%</b>	<b>102%</b>	<b>99%</b>	<b>99%</b>	<b>84%</b>
Μακροπρόθεσμες	2.362,1	2.479,7	1.791,8	1.750,7	1.754,5
Υποχρεώσεις	<b>100%</b>	<b>105%</b>	<b>76%</b>	<b>74%</b>	<b>74%</b>

<sup>65</sup> Σουμπενιώτης Δημήτριος και Ταμπακούδης Ιωάννης, *Σύγχρονη Χρηματοοικονομική Ανάλυση & Επενδύσεις*, (Σουμπενιώτης Δημήτριος και Ταμπακούδης Ιωάννης, 2017)

Βραχυπρόθεσμες	2.488,9	2.440,2	2.721,0	2.335,8	2.418,4
Υποχρεώσεις	<b>100%</b>	<b>98%</b>	<b>109%</b>	<b>94%</b>	<b>97%</b>
<b>Σύνολο Παθητικού</b>	7.460,2	7.571,6	7.102,2	6.699,9	6.356
	<b>100%</b>	<b>101%</b>	<b>95%</b>	<b>90%</b>	<b>85%</b>

Από τον Πίνακα 4.1 προκύπτει ότι το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων με την πάροδο του χρόνου μειώνεται ενώ υπάρχει και ταυτόχρονη μείωση των Ίδιων κεφαλαίων. Πιο συγκεκριμένα παρατηρείται μία μείωση των Πάγιων Στοιχείων και του Κυκλοφορούντος Ενεργητικού κατά 13% και 18% αντίστοιχα. Χαρακτηριστικό είναι η μείωση των μακροχρόνιων υποχρεώσεων κατά 25% και η σταθερή εικόνα των βραχυπρόθεσμων.

**Πίνακας 4.2: Οριζόντια Ανάλυση Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσης**  
(Ποσά σε εκατομμύρια Ευρώ)

	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Κύκλος Εργασιών	3.902,9	3.908,1	3.796,9	3.798,70	3.907,6
	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>97%</b>	<b>97%</b>	<b>100%</b>
Μικτό Κέρδος	391,1	385,6	396,7	495,2	180,1
	<b>100%</b>	<b>99%</b>	<b>101%</b>	<b>127%</b>	<b>46%</b>
Σύνολο Λειτουργικών Εξόδων	-2743,1	-2696,3	-2611,7	-2630,8	-2.568,5
	<b>100%</b>	<b>98%</b>	<b>95%</b>	<b>96%</b>	<b>94%</b>
Αποσβέσεις και Απομειώσεις	-829,4	-881,4	-839,9	-755,7	-1.207,6
	<b>100%</b>	<b>106%</b>	<b>101%</b>	<b>91%</b>	<b>146%</b>
Κέρδη προ φόρων	246,5	252,4	272,7	413,4	129,9
	<b>100%</b>	<b>102%</b>	<b>111%</b>	<b>168%</b>	<b>52,7%</b>
EBIT	391,1	385,6	305,5	495,2	180,1
	<b>100%</b>	<b>99%</b>	<b>78%</b>	<b>127%</b>	<b>46%</b>
EBITDA	1.220,5	1.267,0	1.236,6	1.250,9	1.387,7
	<b>100%</b>	<b>104%</b>	<b>101%</b>	<b>102%</b>	<b>113,7%</b>

Στον Πίνακα 4.2 καταγράφονται τα στοιχεία της Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσης του Ομίλου ΟΤΕ για τα πέντε τελευταία έτη. Σύμφωνα με τα δεδομένα του πίνακα ο Κύκλος

Εργασιών παραμένει σταθερός. Παρόμοια σταθερότητα παρουσιάζει και ο δείκτης EBITDA ο οποίος κυμαίνεται στο 105%. Επίσης παρατηρείται μία σταδιακή μείωση των Λειτουργικών Εξόδων με μεταβολή 5%. Γενικότερα η οριζόντια ανάλυση οδηγεί περίπου στα ίδια συμπεράσματα όπως θα φανεί παρακάτω.

## 4.2 Κάθετη Ανάλυση

Η κάθετη ανάλυση<sup>66</sup> (vertical analysis) γίνεται εμφανίζοντας κάθε στοιχείο της οικονομικής κατάστασης ως ποσοστό ενός άλλου. Πιο συγκεκριμένα, στην Κατάσταση Οικονομικής Θέσης κάθε στοιχείο του Ενεργητικού εκφράζεται ως ποσοστό του συνολικού Ενεργητικού και κάθε στοιχείο των Υποχρεώσεων ή της Καθαρής Θέσης ως ποσοστό του συνόλου των Υποχρεώσεων και της Καθαρής Θέσης, ενώ στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης κάθε στοιχείο εκφράζεται ως ποσοστό των πωλήσεων. Τα στοιχεία της Κατάστασης Οικονομικής Χρήσης μπορούν να εκφραστούν και ως ποσοστά των υποσυνόλων στα οποία ανήκουν<sup>67</sup>. Η κάθετη ανάλυση είναι χρήσιμη για την αξιολόγηση των οικονομικών καταστάσεων μίας περιόδου, καταδεικνύοντας την σχετική αναλογία κάθε στοιχείου και συνεπώς το βαθμό σημαντικότητας του.

Επιπλέον, η κάθετη ανάλυση μπορεί να εφαρμοστεί σε βάθος χρόνου, συνήθως πενταετία με σκοπό να εντοπιστούν σημαντικές αλλαγές τις αναλογίες των στοιχείων διαχρονικά. Στον Πίνακα 4.3 και Πίνακα 4.4 παρουσιάζεται η κάθετη ανάλυση του ομίλου ΟΤΕ εκ των οποίων το πρώτο σχετίζεται με την Κατάσταση Οικονομικής Θέσης και το δεύτερο με την Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης.

**Πίνακας 4.3: Κάθετη Ανάλυση Οικονομικής Θέσης**

(Ποσά σε εκατομμύρια Ευρώ)

	2015	2016	2017	2018	2019
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>					
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	5.049,90 <b>68%</b>	4.842,80 <b>64%</b>	4.724,00 <b>67%</b>	4.568,80 <b>68%</b>	4.378,90 <b>69%</b>
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	2.410,30 <b>32%</b>	2.728,80 <b>36%</b>	2.378,20 <b>33%</b>	2.062,60 <b>31%</b>	1.977,10 <b>31%</b>
<b>Σύνολο Ενεργητικού</b>	<b>7.460,20</b> <b>100%</b>	<b>7.571,60</b> <b>100%</b>	<b>7.102,20</b> <b>100%</b>	<b>6.699,90</b> <b>100%</b>	<b>6.356,00</b> <b>100%</b>

<sup>66</sup> Λαζαρίδης Γ. και Παπαδόπουλος Δ., *Επιχειρηματική Ανάλυση και Προσδιορισμός*, (Θεσσαλονίκη, Λαζαρίδης Ι., Παπαδόπουλος Δ., 2010)

<sup>67</sup> Σουμπενιώτης Δημήτριος και Ταμπακούδης Ιωάννης, *Σύγχρονη Χρηματοοικονομική Ανάλυση & Επενδύσεις*, (Σουμπενιώτης Δημήτριος και Ταμπακούδης Ιωάννης, 2017)

**ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΚΑΙ**  
**ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ**

Ίδια Κεφάλαια	2.609,20	2.651,70	2589,4	2574,7	2183,1
	<b>35%</b>	<b>35%</b>	<b>36%</b>	<b>38%</b>	<b>34%</b>
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	2.362,10	2.479,70	1.791,80	1.750,70	1.754,50
	<b>32%</b>	<b>33%</b>	<b>25%</b>	<b>26%</b>	<b>28%</b>
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	2.488,90	2.440,20	2.721,00	2.335,80	2.418,40
	<b>33%</b>	<b>32%</b>	<b>38%</b>	<b>35%</b>	<b>38%</b>
<b>Σύνολο Παθητικού</b>	<b>7.460,20</b>	<b>7.571,60</b>	<b>7.102,20</b>	<b>6.699,90</b>	<b>6.356,00</b>
	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Από τον παραπάνω πίνακα προκύπτει ότι παραμένει σταθερή η σύνθεση του Ενεργητικού κατά 68% ως μη κυκλοφοριακά περιουσιακά στοιχεία και 32 % σε κυκλοφοριακά περιουσιακά στοιχεία με εξαίρεση το έτος 2016 που υπήρξε μία μικρή μεταβολή. Στο παθητικό παρατηρείται σε γενικές γραμμές μία σταθερότητα των ιδίων κεφαλαίων ως ποσοστό ενώ έχουμε σημαντικές τάσεις μείωσης των υποχρεώσεων.

**Πίνακας 4.4: Κάθετη Ανάλυση Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσης**

	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Κύκλος Εργασιών	3902,9	3908,1	3796,9	3798,7	3907,6
	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Μικτό Κέρδος	391,1	385,6	396,7	495,2	180,1
	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>13%</b>	<b>5%</b>
Σύνολο Λειτουργικών Εξόδων	-2743,1	-2696,3	-2611,7	-2630,8	-2568,5
	<b>70%</b>	<b>69%</b>	<b>69%</b>	<b>69%</b>	<b>66%</b>
Αποσβέσεις και Απομειώσεις	-829,4	-881,4	-839,9	-755,7	-1207,6
	<b>21%</b>	<b>23%</b>	<b>22%</b>	<b>20%</b>	<b>31%</b>
Κέρδη προ φόρων	246,5	252,4	272,7	413,4	129,9
	<b>6%</b>	<b>6%</b>	<b>7%</b>	<b>11%</b>	<b>3%</b>
EBIT	391,1	385,6	305,5	495,2	180,1
	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>8%</b>	<b>13%</b>	<b>5%</b>
EBITDA	1220,5	1267	1236,6	1250,9	1387,7
	<b>31%</b>	<b>32%</b>	<b>33%</b>	<b>33%</b>	<b>36%</b>

Από τον Πίνακα 4.4 συμπεραίνεται ότι το περιθώριο μικτού κέρδους (margin) αρχικά μειώνεται και στην συνέχεια παραμένει σταθερό μέχρι και το 2017 ενώ το 2019 παρουσιάζει σημαντική πτώση. Τα λειτουργικά έξοδα παραμένουν σταθερά ως ποσοστό επί του Κύκλου Εργασιών στο 68 %. Παρόμοια τάση σταθερότητας παρατηρείται και στα EBITDA που κινούνται ως ποσοστό στο 33 % του κύκλου εργασιών.

### **4.3 Χρηματοοικονομική Ανάλυση με την χρήση Αριθμοδεικτών**

Οι αναλυτές για να μπορέσουν να αναλύσουν τις οικονομικές καταστάσεις χρησιμοποιούν ως μέσα τους χρηματοοικονομικούς δείκτες ή αριθμοδείκτες. Με την βοήθειά τους μπορούμε να αποκτήσουμε σημαντικές πληροφορίες για την πορεία μιας εταιρείας, καθώς και για την αποτελεσματικότητα των πολιτικών που ακολουθούνται από τη διοίκησή της. Οι αριθμοδείκτες διαφέρουν μεταξύ τους ανάλογα με το πεδίο που θέλουμε να ερευνήσουμε και προκύπτει η εξής ταξινόμηση:

- Αριθμοδείκτες Ρευστότητας
- Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας
- Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας
- Αριθμοδείκτες Διαρθρώσεως Κεφαλαίων ή Μόχλευσης
- Αριθμοδείκτες Επενδύσεων ή Επενδυτικοί Αριθμοδείκτες

Στην συνέχεια θα παρουσιάσουμε πιο αναλυτικά τους πιο σημαντικούς αριθμοδείκτες και θα γίνει μία προσπάθεια άντλησης πληροφοριών και εξαγωγής χρήσιμων συμπερασμάτων του ομίλου ΟΤΕ κατά τα έτη 2015 με 2019.

#### **4.3.1 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας**

Οι δείκτες ρευστότητας μετρούν την ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκριθεί άμεσα στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Η χρηματοοικονομική θέση μίας επιχείρησης θεωρείται ισχυρή όταν διατηρεί συνθήκες χρηματοοικονομικής διαχείρισης εξασφαλίζοντας την πιστοληπτική της ικανότητα και να μπορεί να ανταποκριθεί απρόσκοπτα στους βραχυπρόθεσμους πιστωτές της αλλά και να καταβάλει τους τρέχοντες τόκους και μερίσματα<sup>68</sup>.

---

<sup>68</sup> Πρόδρομος Γ. Ευθύμογλου, *Θέματα Χρηματοοικονομικής Διοικήσεως*, (Πειραιάς, Τεύχος Α, 1999)



#### 4.3.1.1 Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ρευστότητας

Ο δείκτης Κυκλοφοριακής Ρευστότητας εκφράζει την ικανότητα της επιχείρησης να αντιμετωπίσει τις τρέχουσες υποχρεώσεις της. Δηλαδή αποτελεί δείκτη, όποιος χρησιμοποιείται για τον προσδιορισμό του βαθμού ασφαλείας των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της επιχείρησης. Ο δείκτης αυτός προκύπτει από τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Δείκτης Κυκλοφοριακής Ρευστότητας} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις}}$$

Θα πρέπει οπωσδήποτε να είναι μεγαλύτερος της μονάδας και συνήθως συνίσταται η αναλογία δύο ένα (2:1). Σημαντικό ρόλο φυσικά παίζει και ο κλάδος που ανήκει η επιχείρηση και κάτω υπό ποιες συνθήκες λειτουργεί. Η σχέση του συγκεκριμένου δείκτη να είναι μεγαλύτερος της μονάδας σημαίνει ότι οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις θα πρέπει να καλύπτονται εξ ολοκλήρου από το κυκλοφορούν ενεργητικό και ακόμα να παραμένει και κάποιο πλεόνασμα. Το πλεόνασμα αυτό ονομάζεται συνήθως κεφάλαιο κίνησης<sup>69</sup>.

Αν η σχέση είναι ΔΚΡ<1, σημαίνει ότι μέρος των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της επιχείρησης έχει χρησιμοποιηθεί κατά τρόπο χρηματοδοτικά ανορθόδοξα για την χρησιμοποίησει παγίων περιουσιακών στοιχείων.

#### 4.3.1.2 Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας

Ο δείκτης άμεσης ρευστότητας αποτελεί ένα αυστηρότερο κριτήριο της ρευστότητας της επιχείρησης. Κατά αυτή την άποψη οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της επιχείρησης πρέπει να καλύπτονται εξ ολοκλήρου από τα σχετικά, εύκολα ρευστοποιημένα στοιχεία του Κυκλοφορούντος Ενεργητικού, δηλαδή τα ταμειακά διαθέσιμα και τις πραγματικές απαιτήσεις από τους πελάτες. Ο συγκεκριμένος τύπος προκύπτει από την παρακάτω σχέση:

$$\text{Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό} - \text{Αποθέματα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Γενικότερα, εάν αυτός ο δείκτης είναι ίσως με την μονάδα θεωρείται ικανοποιητικός, και αυτό συνεπάγεται ότι επιχείρηση μπορεί να ανταποκριθεί στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της χρησιμοποιώντας τα ρευστά και τα άμεσα ρευστοποιήσιμα στοιχεία της. Υψηλότερες τις μονάδες τιμές του δείκτη άμεσης ρευστότητας είναι προτιμότερες καθώς καταδεικνύουν φερεγγυότητα.

<sup>69</sup> Π.Κιόχος, Γ. Παπανικολάου, Γ. Παπανικολάου και Α. Κιόχος, *Διαχείριση Χαρτοφυλακίων & Χρηματοοικονομικών Κινδύνων*, (Αθήνα, Σύγχρονη Εκδοτική, 2003)

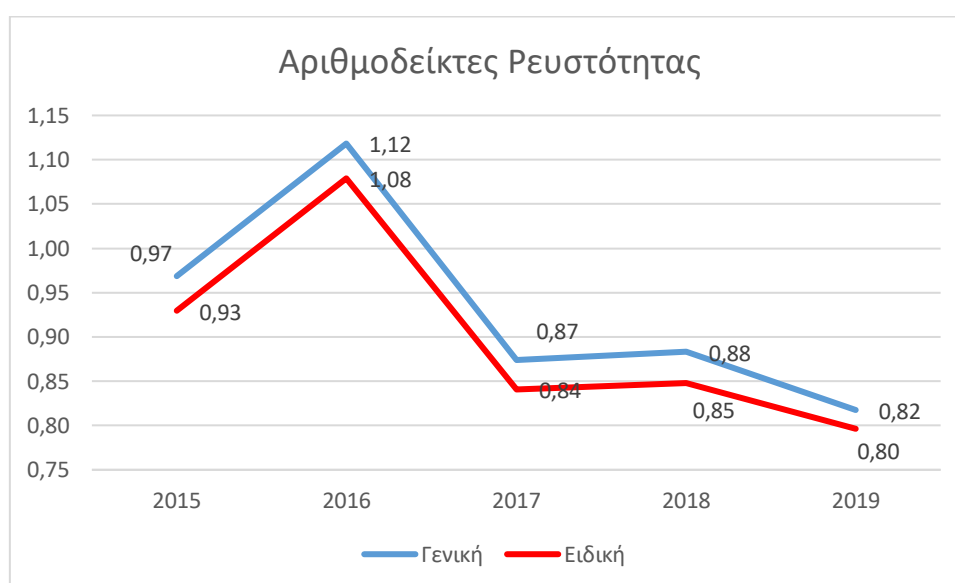
### 4.3.1.3 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας Ομίλου ΟΤΕ 2015-2019

Στον Πίνακα 4.5 παρουσιάζονται οι Αριθμοδείκτες Ρευστότητας του Ομίλου ΟΤΕ κατά τα έτη 2015- 2019.

**Πίνακας 4.5: Αριθμοδείκτες Ρευστότητας**

	2015	2016	2017	2018	2019
Γενική Ρευστότητα	0,93	1,08	0,84	0,85	0,80
Ειδική Ρευστότητα	0,97	1,12	0,87	0,88	2,50

**Διάγραμμα 4.1: Αριθμοδείκτες Ρευστότητας**



Η εταιρεία μπορεί να ρευστοποιήσει για το 2019, 0,82 ευρώ για κάθε ευρώ που οφείλει, ο αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ρευστότητας μπορεί να χαρακτηριστεί ως αρνητικός. Στα ίδια επίπεδα κυμαίνεται και ο αριθμοδείκτης άμεσης ρευστότητας ο οποίος στο τέλος του 2019 ήταν 0,80 ,τιμή που αποτελεί χειροτέρευση σε σχέση με την αντίστοιχη τιμή 0,93 που σημειώθηκε στο τέλος του 2015.

### 4.3.2 Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας

Οι αριθμοδείκτες δραστηριότητας<sup>70</sup> αποτελούν ένα σημαντικό εργαλείο μέτρησης της αποτελεσματικής διαχείρισης των περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης. Ονομάζονται επίσης και αριθμοδείκτες κυκλοφοριακής ταχύτητας. Οι δείκτες αυτοί ουσιαστικά δείχνουν

<sup>70</sup> Γεωργόπουλος Αντώνιος, *Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων*, (Αθήνα, Ε.Μπένου,2014)

τον τρόπο διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης από την πλευρά της Διοίκησης, τα οποία είναι πιο εύκολα ρευστοποιήσιμα από ότι τα πάγια Ενεργητικού.

#### **4.3.2.1 Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού**

Ο αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού μετρά την αποτελεσματικότητα της επιχείρησης στην χρησιμοποίηση των περιουσιακών των στοιχείων και υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού} = \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμητής του παραπάνω κλάσματος δηλαδή οι πωλήσεις ή αλλιώς ο Κύκλος Εργασιών , τόσο υψηλότερη θα είναι η τιμή του δείκτη αυτού, δηλαδή τόσο μεγαλύτερη θα είναι η κυκλοφορική ταχύτητα των επενδυμένων κεφαλαίων , πράγμα που σημαίνει ότι τόσο καλύτερη θα είναι η αξιοποίηση του παραγωγικού εξοπλισμού και των παραγωγικών εγκαταστάσεων καθώς και των αποθεμάτων και άλλων στοιχείων του Ενεργητικού.

#### **4.3.2.2 Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Κυκλοφορούντος Ενεργητικού**

Ο Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Κυκλοφορούντος Ενεργητικού δείχνει πόσες φορές το σύνολο των στοιχείων του Κυκλοφορούντος ανανεώνεται ή επανακτάται μέσω των πωλήσεων μέσα σε μία χρήση. Υπολογίζεται από τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Κυκλοφορούντος Ενεργητικού} = \frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}$$

Μία υψηλή τιμή του δείκτη σημαίνει ότι επιχείρηση επιτυγχάνει αυξημένες πωλήσεις με ένα σχετικά μικρό ύψος από τα στοιχεία του κυκλοφορούντος.

#### **4.3.2.3 Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων**

Ο Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων υπολογίζει πόσες φορές κατά τη διάρκεια της χρήσης επιτεύχθηκε η ανακύκλωση των αποθεμάτων. Δηλαδή, πόσες φορές π.χ. μια εμπορική επιχείρηση αγοράζει και στη συνέχεια πωλεί το μέσο απόθεμα που έχει στη διάθεση της. Υπολογίζεται από τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων} = \frac{\text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Μέσος Όρος Αποθεμάτων}}$$

Η επιχείρηση έχει συμφέρον να ανακυκλώνει γρήγορα, και κατ' επέκταση πολλές φορές το χρόνο τα αποθέματα της. Μια υψηλή κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων σημαίνει ικανότητα της επιχείρησης να πωλεί και κατ' επέκταση να ρευστοποιεί τα αποθέματά της.

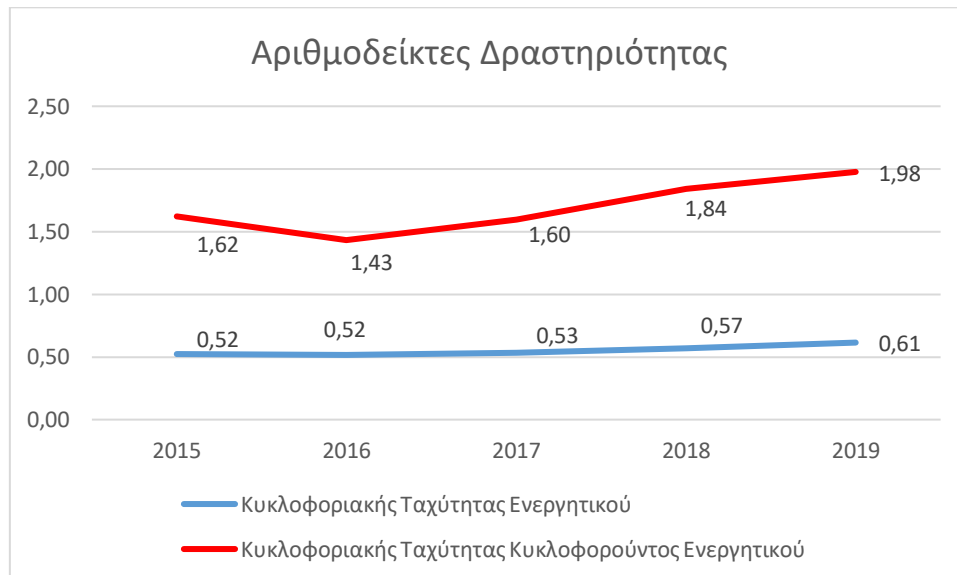
#### 4.3.2.4 Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας Ομίλου ΟΤΕ 2015-2019

Στον Πίνακα 4.6 παρουσιάζονται οι Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας του Ομίλου ΟΤΕ κατά τα έτη 2015- 2019.

**Πίνακας 4.6: Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας**

	2015	2016	2017	2018	2019
Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού	0,52	0,52	0,53	0,57	0,61
Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Κυκλοφορούντος Ενεργητικού	1,62	1,43	1,60	1,84	1,98
Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων	22	20	21	23	30

**Διάγραμμα 4.2: Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας**



Η Κυκλοφορική Ταχύτητα Ενεργητικού για την διάρκεια που μελετάμε είναι λίγο παραπάνω από 0,50 το οποίο σημαίνει ότι δεν αξιοποιούνται αποτελεσματικά τα περιουσιακά στοιχεία ώστε να πραγματοποιεί τις πωλήσεις. Η Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Κυκλοφορούντος Ενεργητικού παρουσιάζει ανοδική τάση όπως φαίνεται και στο Διάγραμμα 4.2 , πιο συγκεκριμένα από 1,62 που ήταν το έτος 2015, αυξήθηκε σε 1,98 το έτος 2019. Αυτό σημαίνει

ότι η εταιρεία αύξησε τις πωλήσεις της με ένα σχετικά μικρό ύψος από τα στοιχεία του Κυκλοφορούντος Ενεργητικού.

**Διάγραμμα 4.3: Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων**



Η Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων αυξήθηκε από 22 φορές που ήταν το 2015 , σε 30 φορές για το έτος 2019. Αυτό σημαίνει ότι το 2019, 30 φορές κατά τη διάρκεια της χρήσης επιτεύχθηκε η ανακύκλωση των αποθεμάτων και η επιχείρηση μπορεί να πωλεί και κατ' επέκταση να ρευστοποιεί τα αποθέματά της.

#### **4.3.3 Αριθμοδείκτες Κεφαλαιακής διάρθρωσης και βιωσιμότητας**

Οι επιχειρήσεις προκειμένου να λειτουργήσουν και να επεκτείνουν την δραστηριότητα τους χρησιμοποιούν εκτός από τα ίδια, και δανειακά, δηλαδή ξένα, κεφάλαια. Οι αριθμοδείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης και βιωσιμότητας αποτελούν μία ομάδα δεικτών με τους οποίους μετράται η σχέση των περιουσιακών στοιχείων και κεφαλαίων της επιχείρησης, καθώς και ο βαθμός, με τον οποίο αυτή έχει χρηματοδοτηθεί με δανειακά για την ανάπτυξη της. Με τους εν λόγω δείκτες διερευνάται οικονομική κατάσταση μίας επιχείρησης σε μακροχρόνια βάση.

##### **4.3.3.1 Αριθμοδείκτης Συνολικής Δανειακής Επιβάρυνσης**

Ο δείκτης Συνολικής Δανειακής Επιβάρυνσης<sup>71</sup> δείχνει το ποσοστό των συνολικά επενδυμένων κεφαλαίων σε στοιχεία του Ενεργητικού, τα οποία προήλθαν από τους πιστωτές της επιχείρησης, δηλαδή δείχνει το ποσοστό του συνόλου του Ενεργητικού, πάνω στο οποίο οι πιστωτές έχουν οποιαδήποτε μορφής απαιτήσεις, ή ακόμα δείχνει το ποσοστό των ξένων

<sup>71</sup> Κιόχος Πέτρος και Πανάγου Βασίλειος, *Χρηματοοικονομική Διοίκηση*, (Αθήνα, Κιόχου Ελένη, 2015)

κεφαλαίων στο σύνολο των κεφαλαίων της επιχείρησης. Ο συγκεκριμένος τύπος προκύπτει από την παρακάτω σχέση:

$$\text{Δείκτης Συνολικής Δανειακής Επιβάρυνσης} = \frac{\text{Σύνολο δανειακών υποχρεώσεων}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Από πλευράς πιστωτών της επιχείρησης όσο χαμηλότερος είναι ο δείκτης αυτός, τόσο μεγαλύτερη είναι η εξασφάλισή τους έναντι ζημιών που θα υποστούν σε περίπτωση αποτυχίας και ρευστοποίησης των στοιχείων του Ενεργητικού της.

Μία τιμή του αριθμοδείκτη Δανειακής Επιβάρυνσης  $X=1$  σημαίνει ότι τα Ξένα Κεφάλαια ισούνται με τα Ίδια Κεφάλαια και ότι οι μέτοχοι και οι πιστωτές έχουν την ίδια κεφαλαιακή συμμετοχή στην επιχείρηση. Μία τιμή  $X>1$  σημαίνει ότι τα Ξένα Κεφάλαια είναι μεγαλύτερα από τα Ίδια Κεφάλαια και ότι οι πιστωτές έχουν μεγαλύτερο χρηματοοικονομικό ενδιαφέρον στην επιχείρηση. Τέλος μία τιμή αριθμοδείκτη  $X<1$  σημαίνει ότι τα Ξένα Κεφάλαια είναι μικρότερα από τα Ίδια Κεφάλαια και ότι οι πιστωτές έχουν συγκριτικά μικρότερο χρηματοοικονομικό ενδιαφέρον στην επιχείρηση. Αυτή η τιμή δείχνει υψηλή ικανότητα δανεισμού και εξασφάλισης των πιστωτών. Η σπάνια τιμή  $X=0$  σημαίνει ότι η επιχείρηση δεν έχει υποχρεώσεις προς τρίτους ( Ίδια Κεφάλαια= 100%)<sup>72</sup>.

#### 4.3.3.2 Αριθμοδείκτης Καθαρής Θέσης προς Υποχρεώσεις

Στην χρηματοοικονομική ανάλυση, παράλληλα με το δείκτη συνολικής δανειακής επιβάρυνσης χρησιμοποιείται και ο δείκτης :

$$\text{Δείκτης Καθαρής Θέσης προς Υποχρεώσεις} = \frac{\text{Σύνολο Ίδιων Κεφαλαίων}}{\text{Σύνολο δανειακών υποχρεώσεων}}$$

Ο δείκτης αυτός προσδιορίζει τη σχέση των Ίδιων Κεφαλαίων της επιχείρησης με τις Δανειακές υποχρεώσεις . Στην περίπτωση αυτή, συνίσταται η σχέση ένα προς ένα (1:1), δηλαδή τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης να είναι τουλάχιστον ίσα προς τα ξένα (δανειακά) κεφάλαια.

Το ορθολογικό όριο της δανειακής επιβάρυνσης εξαρτάται από διάφορους παράγοντες, όπως:

- Τον κλάδο στον οποίο ανήκει η επιχείρηση
- Την κυκλοφοριακή ταχύτητα (ρυθμό) ανανέωσης των αποθεμάτων
- Την κυκλοφοριακή ταχύτητα των κεφαλαίων

---

<sup>72</sup> Γεωργόπουλος Αντώνιος, *Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων*, (Αθήνα, Ε.Μπένου,2014)

- Την ανταγωνιστική θέση της επιχείρησης στην αγορά
- Την αποτελεσματικότητα και αποδοτικότητα της επιχείρησης
- Το βαθμό αξιοποίησης των επενδυμένων κεφαλαίων

#### 4.3.3.3 Αριθμοδείκτης Ξένων προς Ίδια Κεφάλαια

Ο αριθμοδείκτης Ξένων προς Ίδιων Κεφαλαίων<sup>73</sup> μπορεί να θεωρηθεί μία παραλλαγή του αριθμοδείκτη χρέους, καθώς ουσιαστικά δείχνουν το ίδιο πράγμα, την εξάρτηση της επιχείρησης από ξένα, δανειακά κεφάλαια. Με τον συγκεκριμένο αριθμοδείκτη βλέπουμε ίσως πιο ξεκάθαρα πόσο πολύ έχουν συνεισφέρει στη επιχείρηση οι πάσης φύσεως πιστωτές σε σχέση με τους μετόχους της. Ο αριθμοδείκτης υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{Δείκτης Ξένων προς Ίδια Κεφάλαια} = \frac{\text{Ξένα Κεφάλαια}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

Σε γενικές γραμμές όσο χαμηλότερος είναι ο δείκτης τόσο το καλύτερο, με την έννοια ότι τα Ξένα Κεφάλαια είναι μικρότερο ποσοστό των Ίδιων Κεφαλαίων. Βεβαίως σε μεγάλες επιχειρήσεις που έχουν ισχυρή παρουσία στην αγορά, μπορούν να έχουν αυξημένες τιμές στον αριθμοδείκτη αυτό χωρίς ιδιαίτερο πρόβλημα.

#### 4.3.3.4 Αριθμοδείκτης Κάλυψης Τόκων

Η ευκολία ή η δυσκολία που συναντά η επιχείρηση στην αποπληρωμή των τόκων των δανείων που έχει πάρει είναι ένα πολύ σημαντικό ζήτημα. Ο αριθμοδείκτης κάλυψης τόκων δείχνει πόσες φορές τα κέρδη της επιχείρησης επαρκούν για την πληρωμή των τόκων. Υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{Δείκτης Κάλυψης Τόκων} = \frac{\text{Κέρδη προ φόρων και τόκων (EBITDA)}}{\text{Χρεωστικοί Τόκοι}}$$

Εάν οι τιμή του δείκτη πέσει κάτω από 1,5 τότε υπάρχει ερωτηματικό εάν η επιχείρηση έχει την δυνατότητα να καλύψει με ευκολία τους τόκους των δανείων της.

#### 4.3.4.5 Αριθμοδείκτες Δανειακής Επιβάρυνσης Ομίλου ΟΤΕ 2015-2019

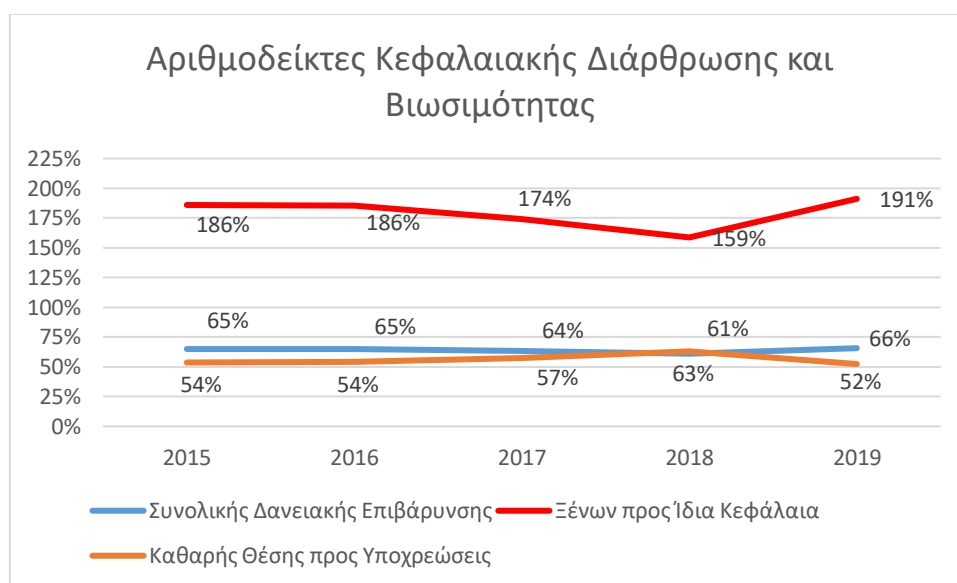
Στον Πίνακα 4.7 παρουσιάζονται οι Αριθμοδείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης και Βιωσιμότητας του Ομίλου ΟΤΕ κατά τα έτη 2015- 2019.

<sup>73</sup> Θεμιστοκλής Λαζαρίδης, Γεώργιος Κοντέος και Νικόλαος Σαριαννίδης, *Σύγχρονη Χρηματοοικονομική Ανάλυση*, (ΑΛΕΞΑΝΔΡΟΣ Σ. Ι.Κ.Ε, 2013)

**Πίνακας 4.7: Αριθμοδείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης και Βιωσιμότητας**

	2015	2016	2017	2018	2019
Συνολικής Δανειακής Επιβάρυνσης	65%	65%	64%	61%	66%
Ξένων προς Ίδια Κεφάλαια	186%	186%	174%	159%	191%
Καθαρής Θέσης προς Υποχρεώσεις	54%	54%	57%	63%	52%
Βαθμός Κάλυψης Τόκων	7,75	8,48	8,89	14,53	14,37

**Διάγραμμα 4.4: Αριθμοδείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης και Βιωσιμότητας**



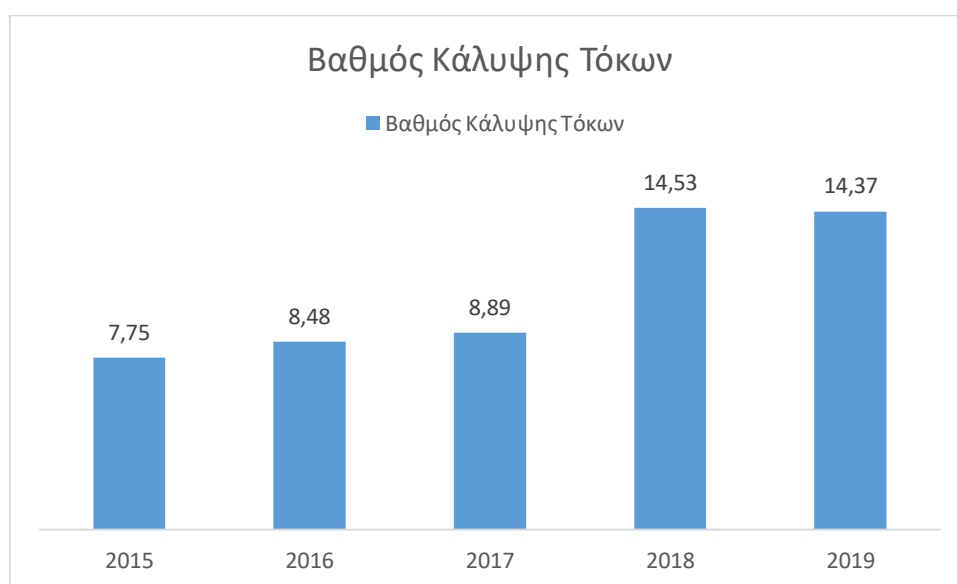
Σύμφωνα με το Διάγραμμα 4.4 φαίνεται ότι ο Αριθμοδείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης παρουσιάζει σταθερότητα και το έτος 2019 ανέρχεται στο 66%. Όσο χαμηλότερος είναι ο δείκτης αυτός, τόσο μεγαλύτερη είναι η εξασφάλισή έναντι ζημιών που θα υποστούν οι πιστωτές της εταιρείας σε περίπτωση αποτυχίας και ρευστοποίησης των στοιχείων του Ενεργητικού της.

Ο Αριθμοδείκτης Ξένων προς Ίδια Κεφάλαια παρουσιάζει ανοδική τάση και αυτό σημαίνει ότι όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης τόσο υπερχρεωμένη είναι η εταιρεία. Ωστόσο ο Όμιλος ΟΤΕ λόγω της ισχυρής παρουσίας του στην αγορά, μπορεί να έχει αυξημένες τιμές στον αριθμοδείκτη αυτό χωρίς ιδιαίτερο πρόβλημα.

Ο Αριθμοδείκτης Καθαρής Θέσης προς Υποχρεώσεις παρουσιάζει πτωτική πορεία και το έτος 2019 ανέρχεται στο 52% το οποίο σημαίνει ότι τα Ίδια Κεφάλαια καλύπτουν το 52% των Δανειακών υποχρεώσεων.



**Διάγραμμα 4.5: Αριθμοδείκτης Κάλυψης Τόκων**



Σύμφωνα με το Διάγραμμα 4.5 και τον Πίνακα 4.7 παρατηρείται ότι ο Όμιλος ΟΤΕ σταδιακά με το πέρασμα των ετών βελτιώνει τον αριθμοδείκτη και κατά συνέπεια την ικανότητά του να ανταποκρίνεται στις χρηματοδοτικές του υποχρεώσεις προς τα τραπεζικά ιδρύματα.

#### **4.3.4 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας και Κερδοφορίας**

Οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας και κερδοφορίας<sup>74</sup> μας παρέχουν χρήσιμες πληροφορίες και ενδιαφέροντα στοιχεία για τον τρόπο αξιοποίησης των διαθέσιμων κεφαλαιακών πόρων. Οι συγκεκριμένοι δείκτες αποτελούν σημαντικά κριτήρια, βάσει των οποίων εξάγουμε συνολικά συμπεράσματα για την αποτελεσματική ή όχι άσκηση της διοίκησης, όπως αυτή κρίνεται εκ του αποτελέσματος με βάση το επίπεδο των κερδών της.

##### **4.3.4.1 Αριθμοδείκτης απόδοσης ενεργητικού (Return on Assets- ROA)**

Ο δείκτης απόδοσης Ενεργητικού εκφράζει την αποτελεσματικότητα της επιχείρησης αναφορικά με τη χρησιμοποίηση των περιουσιακών της στοιχείων για την δημιουργία κερδών.

Ο αριθμοδείκτης προκύπτει από την παρακάτω σχέση:

$$\text{Δείκτης Απόδοσης Ενεργητικού} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη μετά φόρων}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Ο συγκεκριμένος δείκτης είναι επιθυμητό να κυμαίνεται σε όσο το δυνατόν υψηλότερο επίπεδο καθώς καταδεικνύεται αποτελεσματική διαχείριση των περιουσιακών στοιχείων υψηλή κερδοφορία. Το εύρος διακύμανσης του δείκτη επηρεάζεται σε σημαντικό βαθμό από τις ανάγκες απόκτησης παγίων στοιχείων, γεγονός που εξαρτάται από τον επιχειρηματικό κλάδο

<sup>74</sup> Κιόχος Πέτρος και Πανάγου Βασίλειος, *Χρηματοοικονομική Διοίκηση*, (Αθήνα, Κιόχου Ελένη, 2015)

στον οποίο δραστηριοποιείται κάθε επιχείρηση. Θα πρέπει να επισημανθεί ότι ο δείκτης επηρεάζεται σε σημαντικό βαθμό από την παλαιότητα των παγίων και το ύψος των σωρευτικών αποσβέσεων.

#### 4.3.4.2 Αριθμοδείκτης απόδοσης Ίδιων Κεφαλαίων( Return on equity-ROE)

Ο αριθμοδείκτης απόδοσης Ίδιων Κεφαλαίων<sup>75</sup> εκφράζει πόσο αποδοτικά χρησιμοποιεί μία εταιρεία τα κεφάλαιά της για να δημιουργήσει πρόσθετα κέρδη, και εκφράζεται σε ποσοστιαίες μονάδες. Χρησιμοποιείται ως ένδειξη αποτελεσματικότητας μιας εταιρείας, δηλαδή πόσο κέρδος μπορεί να παράγει χρησιμοποιώντας τους διαθέσιμους πόρους που επενδύθηκαν από τους μετόχους της και τα αποθεματικά της. Οι επενδυτές συνήθως αναζητούν εταιρείες με υψηλή και αυξανόμενη απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων. Ο δείκτης απόδοσης Ίδιων Κεφαλαίων προκύπτει από την εξής σχέση:

$$\text{Δείκτης απόδοσης Ενεργητικού(ROE)} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη μετά φόρων}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

#### 4.3.4.3 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας Ομίλου ΟΤΕ 2015-2019

Στον Πίνακα 4.8 παρουσιάζονται οι Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας Ομίλου ΟΤΕ 2015-2019 κατά τα έτη 2015- 2019.

**Πίνακας 4.8: Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας ROE και ROA**

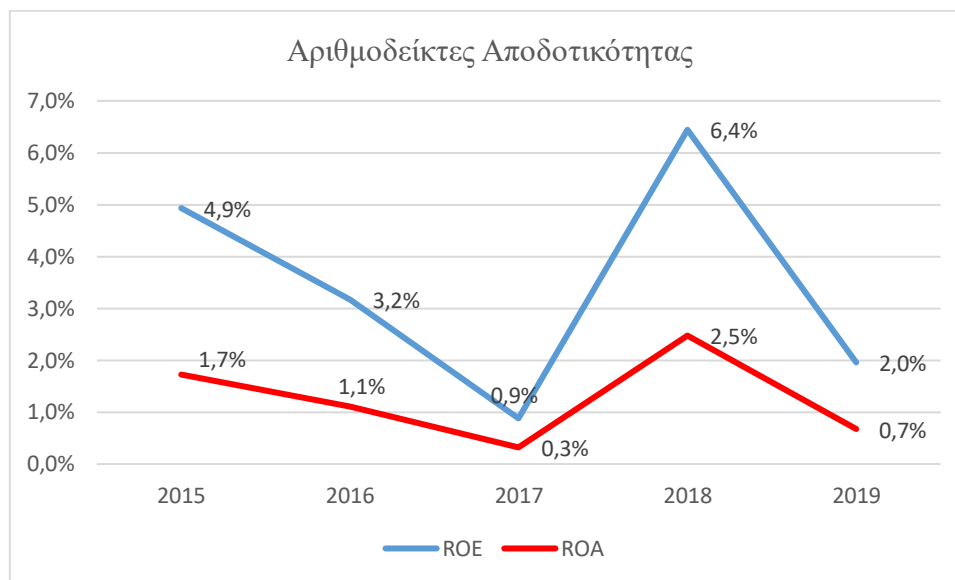
	2015	2016	2017	2018	2019
<b>ROE</b>	4,9%	3,2%	0,9%	6,4%	2,0%
<b>ROA</b>	1,7%	1,1%	0,3%	2,5%	0,7%

Όπως παρατηρούμε στο Διάγραμμα 4.6 οι αριθμοδείκτες απόδοσης εμφανίζονται να μειώνονται συνεχώς ως και το 2017 αλλά στην συνέχεια αυξάνονται μέχρι το έτος 2018 όπου ακολουθεί μία ακόμα μείωση το 2019. Συγκεκριμένα η απόδοση των Ίδιων Κεφαλαίων από 4,9% που ήταν το 2015 , μειώνονταν συνεχώς μέχρι το 2017 με τιμή 0,9%, όπου στην συνέχεια αυξήθηκε το 2018 φτάνοντας την τιμή 6,4% ενώ το επόμενο έτος ακολούθησε πτώση με τιμή 2%. Ανάλογη πορεία έχει και ο δείκτης αποδοτικότητας Ενεργητικού ο οποίος το 2015 ήταν

<sup>75</sup> <https://www.euretirio.com/apodosi-idion-kefalaion-roe/>

1,7% και μειωνόταν συνεχώς μέχρι και το 2017 με τιμή 0,3% ,ενώ το 2018 αυξήθηκε με τιμή 2,5%, το 2019 ακολούθησε μία μείωση της τιμής στο 0,7%.

**Διάγραμμα 4.6: Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας ROE και ROA**



#### 4.3.4.4 Αριθμοδείκτης περιθωρίου μικτού κέρδους (Cross Profit Margin)

Ο αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου απεικονίζει την σχέση μεταξύ του μικτού κέρδους και των πωλήσεων. Ταυτόχρονα, προσδιορίζει το βαθμό κάλυψης των λειτουργικών και άλλων εξόδων, καθώς και το περιθώριο πραγματοποιήσις καθαρών κερδών. Ο αριθμοδείκτης προκύπτει από τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Δείκτης περιθωρίου μικτού κέρδους} = \frac{\text{Μικτά Κέρδη} - \text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Πωλήσεις}} \times 100$$

#### 4.3.4.5 Αριθμοδείκτης περιθωρίου Καθαρού Κέρδους (Net Profit Margin)

Ο αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου οποίος είναι γνωστός και ως ποσοστό καθαρού κέρδους είναι σημαντικός και τι απεικονίζει την σχέση μεταξύ του καθαρού κέρδους και των πωλήσεων ή αλλιώς την αποδοτικότητα των πωλήσεων σε καθαρά κέρδη ο αριθμοδείκτης δίνεται από την ακόλουθη σχέση:

$$\text{Δείκτης περιθωρίου Καθαρού Κέρδους} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Πωλήσεις}} \times 100$$

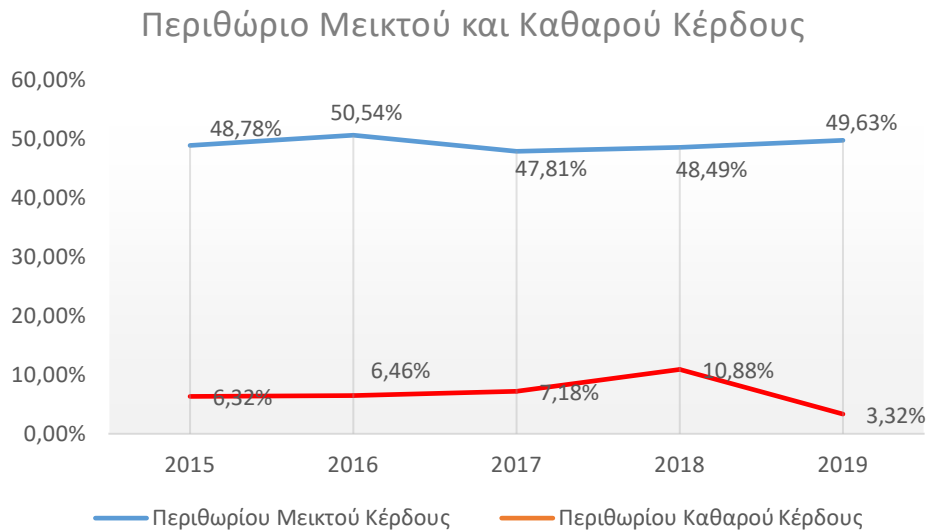
#### 4.3.4.6 Αριθμοδείκτες Κερδοφορίας Ομίλου ΟΤΕ 2015-2019

Στον Πίνακα 4.9 παρουσιάζονται οι Αριθμοδείκτες Κερδοφορίας Ομίλου ΟΤΕ 2015-2019 κατά τα έτη 2015- 2019.

**Πίνακας 4.9: Αριθμοδείκτες Κερδοφορίας**

	2015	2016	2017	2018	2019
Περιθωρίου Μεικτού Κέρδους	48,78%	50,54%	47,81%	48,49%	49,63%
Περιθωρίου Καθαρού Κέρδους	6,32%	6,46%	7,18%	10,88%	3,32%

**Διάγραμμα 4.7: Αριθμοδείκτες Κερδοφορίας**



Από τον Πίνακα 4.9 και Διάγραμμα 4.7 συμπεραίνουμε ότι το Περιθώριο Μεικτού Κέρδους παραμένει σταθερό που σημαίνει ότι η εταιρεία έχει σταθερή τιμολογιακή πολιτική. Το Καθαρό Περιθώριο Κέρδους ενώ είχε ανοδική τάση από το έτος 2015 μέχρι και το έτος 2018 φτάνοντας στο 10,88% ,την επόμενη χρονιά δηλαδή το έτος 2019 είχε πτώση 7,56 ποσοστιαίες μονάδες φτάνοντας το 3,32% που σημαίνει ότι η εταιρεία αύξησε τα έξοδά της χωρίς όμως να αυξήσει επαρκώς τις πωλήσεις για να μπορούν να διατηρήσουν τον δείκτη στα επίπεδα του 2018.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5<sup>ο</sup>

### ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ ΟΤΕ

#### 5.1 Μέθοδος Αποτίμησης

Για την αποτίμηση της αξίας του Ομίλου Ο.Τ.Ε. χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος των προεξοφλημένων ελεύθερων ταμειακών ροών δύο σταδίων (two-stage growth FCFF model). Η πρώτη περίοδος ορίστηκε στα 5 έτη και αφορά το διάστημα από το έτος 2020 έως και το έτος 2024, με ένα υψηλό ρυθμό ανάπτυξης. Η δεύτερη περίοδος ξεκινάει από το τέλος της πρώτης περιόδου, δηλαδή το έτος 2025, και εκτείνεται εις στο διηνεκές, με ένα χαμηλότερο ρυθμό ανάπτυξης.

#### 5.2 Σημαντικά γεγονότα του 2020

Την τελευταία εβδομάδα του Φεβρουαρίου 2020, εμφανίστηκε η πανδημία του κορονοϊού (COVID-19) στην Ελλάδα η οποία αναμένεται να επηρεάσει σημαντικά την οικονομία της χώρας.

Στις 11 Μαρτίου 2020, ο Παγκόσμιος Οργανισμός Υγείας ανακήρυξε την έξαρση του Κορωνοϊού COVID-19 ως πανδημία, αναγνωρίζοντας την ταχεία εξάπλωσή του σε ολόκληρο τον κόσμο. Πολλές κυβερνήσεις λαμβάνουν όλο και πιο αυστηρά μέτρα για να συμβάλουν στη συγκράτηση, και διάδοση του ιού. Αυτά τα μέτρα περιλαμβάνουν: αυτοπεριορισμό/καραντίνα σε αυτούς που ενδεχομένως επηρεάστηκαν, εφαρμογή κοινωνικής απομάκρυνσης και έλεγχο ή κλείσιμο των συνόρων καθώς και καθολικό "κλείσιμο" πόλεων/περιοχών ή ακόμα και ολόκληρων χωρών. Τα μέτρα αυτά έχουν επιβραδύνει την οικονομία τόσο της Ελλάδας όσο και την παγκόσμια οικονομία, και υπάρχει πιθανότητα να συντελέσουν σε ευρύτερες επιπτώσεις στις αντίστοιχες οικονομίες καθώς τα μέτρα εξακολουθούν να ισχύουν για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα.

Σύμφωνα με την εταιρική παρουσίαση<sup>76</sup> του Ά Τριμήνου 2020 ο όμιλος εξακολουθεί να παρουσιάζει ανοδική πορεία σημειώνοντας αύξηση των εσόδων 3,6%. Συνολικά, ο αντίκτυπος μειώνεται με την ύπαρξη της τεχνολογίας της εταιρείας και τη δυνατότητα ψηφιακής λειτουργίας με τους πελάτες και τους υπαλλήλους της.

Ωστόσο δεν αποφεύχθηκε η δημιουργία κάποιων προβλημάτων όπως:

---

<sup>76</sup>[https://www.cosmote.gr/otegroup\\_company/investor\\_relations/financial\\_results/financial\\_statements\\_ote\\_group\\_k\\_ote\\_sa/en/OTE\\_Corporate\\_Presentation\\_Q1\\_20.pdf](https://www.cosmote.gr/otegroup_company/investor_relations/financial_results/financial_statements_ote_group_k_ote_sa/en/OTE_Corporate_Presentation_Q1_20.pdf)

- Καθυστερήσεις σε ορισμένες πληρωμές αν και το αρχικό έλλειμμα έχει ανακάμψει εν μέρει τον Απρίλιο
- Τα έσοδα από πωλήσεις σε φυσικά καταστήματα μειώθηκαν
- Καθυστερήσεις στα έργα ΤΠΕ
- Η περιαγωγή αναμένεται να μειωθεί ως αποτέλεσμα του περιορισμένου τουρισμού
- Οι επιπτώσεις του EBITDA και των ελεύθερων ταμειακών ροών πρέπει να αντισταθμίζονται από πρωτοβουλίες βελτιστοποίησης κόστους

Στην παρούσα φάση δεν μπορεί να ποσοτικοποιηθεί η εν λόγω επίδραση, η οποία αναμφίβολα συναρτάται με τη χρονική διάρκεια που ενδεχομένως θα απαιτηθεί για την αποκατάσταση των συνθηκών ομαλότητας σε παγκόσμιο και τοπικό επίπεδο.

Στην παρούσα διπλωματική εργασία θα κάνουμε εκτιμήσεις-προβλέψεις με βάση το θετικό το σενάριο ότι ο όμιλος θα εξακολουθήσει την ανάλογη πορεία με βάση που είχε τα τελευταία χρόνια συμπεριλαμβάνοντας και το Ά Τρίμηνο του 2020.

### **5.3 Εκτίμηση Ρυθμού Ανάπτυξης Χρηματοοικονομικών Μεγεθών**

Για να υπολογίσουμε τις ελεύθερες ταμειακές ροές για την περίοδο (2020-2024) πρέπει να εκτιμήσουμε τα μελλοντικά χρηματοοικονομικά μεγέθη. Συνεπώς, για την εκτίμηση των χρηματοοικονομικών μεγεθών, βασιστήκαμε σε ορισμένους χρηματοοικονομικούς δείκτες στηριζόμενοι στα ιστορικά οικονομικά μεγέθη της προηγούμενης δεκαετίας (2015-2019), όπως αυτά έχουν δημοσιευθεί στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις του Ομίλου.

Οι τύποι για τους χρηματοοικονομικούς δείκτες είναι οι εξής:

- Ετήσιος ρυθμός μεταβολής των πωλήσεων
- Κέρδη (Ζημιές) προ φόρων, τόκων και επενδυτικών αποτελεσμάτων (EBIT) / Πωλήσεις
- Αποσβέσεις / Πωλήσεις
- Δαπάνες για πάγια στοιχεία / Πωλήσεις
- Μεταβολή στο Κεφάλαιο Κίνησης / Πωλήσεις = ( Κεφάλαιο Κίνησης έτος n -Κεφάλαιο Κίνησης έτος n-1 ) / Πωλήσεις

Σκοπός είναι ο υπολογισμός των μέσων όρων των παραπάνω χρηματοοικονομικών δεικτών του Ομίλου ΟΤΕ κατά τα έτη 2015-2019.

**Πίνακας 5.1: Χρηματοοικονομικοί Δείκτες και μέσος όρος Ομίλου ΟΤΕ κατά τα έτη 2015-2019**

Δείκτης	2015	2016	2017	2018	2019	Μ.Ο
Ρυθμός Μεταβολής Πωλήσεων	-0,40%	0,13%	-2,85%	0,05%	2,87%	-0,04%
EBIT/ Πωλήσεις	10,02%	9,87%	10,45%	13,04%	4,61%	9,60%
Αποσβέσεις/Πωλήσεις	21,25%	22,55%	24,68%	19,89%	30,90%	23,86%
Δαπάνες για Πάγια/ Πωλήσεις	16,87%	16,71%	24,23%	18,95%	16,94%	18,74%
Μεταβολή στο Κεφάλαιο Κίνησης/ Πωλήσεις	-3,53%	9,40%	-16,63%	1,83%	-4,30%	-2,65%

### 5.3.1 Πρόβλεψη για τους χρηματοοικονομικούς δείκτες για την περίοδο 2020-2024

Ως βάση για τα χρηματοοικονομικά μεγέθη θα λάβουμε τα τελευταία δημοσιευμένα που έχουμε, δηλαδή του 2019, με τις ανάλογες προσαρμογές που θα κάνουμε με βάση τον Πίνακα 5.1. Ιδιαίτερα για τον ρυθμό αύξησης των πωλήσεων λάβαμε υπόψιν μας και τις δημοσιεύσεις καταστάσεις του 1ου τριμήνου του 2020 (941,1 εκατ. Ευρώ) σε σύγκριση με τον μέσο όρο μεταβολής του Κύκλου Εργασιών ανά τρίμηνο από το 2015 έως το 2019. Σύμφωνα με τα ιστορικά στοιχεία που έχουμε στην διάθεση μας, παρατηρείται κατά μέσο όρο μία αύξηση 3,25% από τρίμηνο σε τρίμηνο, οπότε θα θεωρήσουμε ως ετήσιο ρυθμό ανάπτυξης το ποσοστό 0,16%.

**Πίνακας 5.2: Πρόβλεψη για Χρηματοοικονομικά Μεγέθη 2020-2024**

Ποσά σε εκ. Ευρώ	2019 Έτος Βάσης	2020	2021	2022	2023	2024
Ρυθμός Μεταβολής Πωλήσεων		0,16%	0,16%	0,16%	0,16%	0,16%
<b>Πωλήσεις</b>	<b>3.907,60</b>	<b>3.913,73</b>	<b>3.919,86</b>	<b>3.926,01</b>	<b>3.932,16</b>	<b>3.938,33</b>
EBIT/ Πωλήσεις		9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%
<b>EBIT</b>	<b>180,10</b>	<b>197,38</b>	<b>216,32</b>	<b>237,08</b>	<b>259,83</b>	<b>284,77</b>
Αποσβέσεις/Πωλήσεις		23,86%	23,86%	23,86%	23,86%	23,86%
<b>Αποσβέσεις</b>	<b>1.207,60</b>	<b>1.495,68</b>	<b>1.852,49</b>	<b>2.294,42</b>	<b>2.841,78</b>	<b>3.519,71</b>
Δαπάνες για Πάγια/ Πωλήσεις		18,74%	18,74%	18,74%	18,74%	18,74%
<b>Δαπάνες για Πάγια</b>	<b>661,80</b>	<b>785,81</b>	<b>933,06</b>	<b>1.107,91</b>	<b>1.315,52</b>	<b>1.562,03</b>
Μεταβολή στο Κεφάλαιο Κίνησης/ Πωλήσεις		-2,65%	-2,65%	-2,65%	-2,65%	-2,65%
<b>Μεταβολή Κεφαλαίου Κίνησης</b>	<b>-441,30</b>	<b>-429,62</b>	<b>-418,26</b>	<b>-407,19</b>	<b>-396,42</b>	<b>-385,93</b>

Σύμφωνα με τον νόμο 4646/2019, ο συντελεστής φορολογίας εισοδήματος νομικών προσώπων στην Ελλάδα μειώθηκε σε 24% από τη χρήση 2019 και εφεξής. Για την εκτίμηση των ελεύθερων ταμειακών ροών (FCFF), θα θεωρήσουμε ότι ο συντελεστής, θα παραμείνει σταθερός κατά την διάρκεια της παρούσας μελέτη μας.

### 5.3.2 Υπολογισμός Ελεύθερων Ταμειακών Ροών προς την Εταιρεία (FCFF) 2020-2024

Παρακάτω υπενθυμίζουμε τον τύπο για τον υπολογισμό της Ελεύθερης Ταμειακής Ροής προς την Επιχείρηση (FCFF).

$$\begin{aligned} \text{FCFF} &= \text{EBIT}(1-\text{Φορολογικός Συντελεστής}) \\ &+ \text{Αποσβέσεις} \\ &- \text{Μεταβολή στο Κεφάλαιο Κίνησης} \\ &- \text{Επενδύσεις σε Πάγιο Κεφάλαιο} \end{aligned}$$

**Πίνακας 5.3: Ελεύθερες Ταμειακές Ροές προς την Εταιρεία (FCFF) 2020-2024**

Πόσα σε εκ. Ευρώ	2020	2021	2022	2023	2024	2025*
EBIT	197,38	216,32	237,08	259,83	284,77	287,61
Μείον Φόρος(T=24%)	47,37	51,92	56,90	62,36	68,34	69,03
Πλέον Αποσβέσεις	1.495,68	1.852,49	2.294,42	2.841,78	3.519,71	3.554,91
Μείον Δαπάνες για Πάγια	785,81	933,06	1.107,91	1.315,52	1.562,03	1.577,65
Μείον Μεταβολή στο Κ.Κίνησης	-429,62	-418,26	-407,19	-396,42	-385,93	-389,79
<b>FCFF</b>	<b>430,26</b>	<b>665,58</b>	<b>959,51</b>	<b>1.327,32</b>	<b>1.788,18</b>	<b>1.806,06</b>

### 5.4 Εκτίμηση του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (WACC)

Υπενθυμίζουμε τον τύπο του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (WACC), είναι ο εξής:

$$c^* = \left( \text{cost of equity} \times \frac{\text{Equity}}{\text{Equity} + \text{Debt}} \right) + \left( \text{cost of debt} \times \frac{\text{Debt}}{\text{Equity} + \text{Debt}} \right) \times (1 - \text{Tax rate})$$

Γίνεται κατανοητό ότι πρέπει πρώτα να υπολογιστεί το Κόστος Δανεισμού (Cost of Debt) και το Κόστος των Ιδίων Κεφαλαίων (Cost of Equity).



#### 5.4.1 Πρόβλεψη Κόστους Δανεισμού (Cost of Debt)

Τον Σεπτέμβριο του 2019 ο όμιλος ΟΤΕ εξέδωσε ομόλογο ύψους 500 εκ. € επταετούς διάρκειας με ιστορικά χαμηλό επιτόκιο το οποίο διαμορφώνεται κοντά στο 1%. Λαμβάνοντας υπόψιν την επιτυχία αυτή θα υπολογίσουμε το Κόστος Δανεισμού με βάση την χρονιά 2019. Τα δεδομένα που θα χρησιμοποιηθούν θα τα αντλήσουμε από τις δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις οι οποίες παρουσιάζονται στο τέλος της παρούσας μελέτης, στο σχετικό παράρτημα. Ο τύπος είναι ο εξής:

$$\text{Κόστος Δανεισμού (Cost of Debt)} = \frac{\text{Χρηματοοικονομικό Κόστος (Τόκοι)}}{\text{Δανειακά Κεφάλαια}}$$

#### Πίνακας 5.4: Κόστος Δανεισμού ( Cost of Debt)

Κόστος Δανεισμού ( Cost of Debt)	
Έτος	<b>2019</b>
Χρημ/κό Κόστος	96,6
Βραχυπρόθεσμος Δανεισμός	2.418,40
Μακροπρόθεσμος Δανεισμός	1.754,50
<b>Κόστος Δανεισμού ( Cost of Debt)</b>	<b>2,31%</b>

#### 5.4.2 Πρόβλεψη Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων (Cost of Equity)

Για να υπολογίσουμε το κόστος των ιδίων κεφαλαίων, χρησιμοποιούμε το θεωρητικό μοντέλο αποτίμησης κεφαλαιουχικών στοιχείων Capital Asset Pricing Model (CAPM), σύμφωνα με το οποίο:

$$r_e = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

Στις περισσότερες περιπτώσεις, οι αναλυτές χρησιμοποιούν το επιτόκιο του 10ετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου ως επιτόκιο μηδενικού κινδύνου, καθώς είναι σταθερό και δεν αντιμετωπίζει διακυμάνσεις σχετικά με την απόδοση του ομολόγου στο τέλος της δεκαετίας. Πιο συγκεκριμένα θα λάβουμε το μέσο όρο της απόδοσης του ελληνικού ομολόγου δεκαετούς διάρκειας το τελευταίο τρίμηνο<sup>77</sup> από την παράδοση της παρούσας διπλωματικής εργασίας του 2020 ( δηλαδή Μάρτιο με Μάιο) που είναι 1,77% , επειδή η Ελλάδα είναι χώρα όπου ο όμιλος Ο.Τ.Ε. δραστηριοποιείται και αποκτά την πλειοψηφία του συνόλου των εσόδων του.

<sup>77</sup> <https://gr.investing.com/rates-bonds/greece-10-year-bond-yield-historical-data>

**Πίνακας 5.5: Απόδοση 10ετούς Ελληνικού Ομολόγου 2020**

Ημ/νία ÷	Τελευταία ÷	Ανοιγμα ÷	Ψηλό ÷	Χαμηλό ÷	Αλλ.% ÷
Μάιος '20	1,512	2,151	2,214	1,487	-30,29%
Απρ. '20	2,169	1,713	2,596	1,668	32,01%
Μαρ. '20	1,643	1,378	4,160	1,182	21,25%
Μέγιστη: 4,160	Ελάχιστη: 1,182	Διαφορά: 2,978	Μεσός Όρος: 1,775	Αλλ.%: 11,587	

Ο συντελεστής beta που εφαρμόστηκε είναι το 5-Years Beta όπως έχει υπολογιστεί και παρουσιάζεται στις ιστοσελίδες των Financial Times<sup>78</sup> και Reuters<sup>79</sup>. Επομένως, ο συντελεστής beta που εφαρμόσαμε είναι 0,66.

Για το επασφάλιστρο κινδύνου (Risk Premium), θεωρήσαμε το Risk Premium την αγορά των Η.Π.Α και προσθέσαμε τον κίνδυνο της χώρας (Ελλάδα- country spread), Risk Premium = US Risk Premium + Country Spread. Ο παρακάτω πίνακας όποιος εμφανίζει αυτά τα στοιχεία, διεξήλθε από τα στοιχεία της μελέτης του καθηγητή A. Damodaran όπως εμφανίζονται στην ιστοσελίδα του<sup>80</sup>.

**Πίνακας 5.6: Οικονομικοί Δείκτες για Ελλάδα και Η.Π.Α. για το έτος 2020**

Country	Adj. Default Spread	Country Risk Premium
Greece	6.68%	8.24%
U.S.A.	0.00%	0.00%

Συνεπώς, Risk Premium = 6,68%+0,00% =6,68%

Επομένως το Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων είναι:

$$r_e = r_f + \beta (r_m - r_f) = 0,01775 + 0,66 (0,0668) = 6\%$$

### 5.4.3 Υπολογισμός WACC

Σύμφωνα με όσα αναφέρθηκαν παραπάνω και εφόσον υπολογίσουμε το μέσο όρο της πενταετίας 2015-2019 για το φορολογικό συντελεστή της Ελλάδος, τα ποσοστά των Ιδίων Κεφαλαίων: Equity/(Debt+Equity) και Ξένων Ξεφαλαίων: Debt/(Debt+Equity), όπως αυτά

<sup>78</sup> <https://markets.ft.com/data/equities/tearsheet/summary?s=HTO:ATH>

<sup>79</sup> <https://www.reuters.com/companies/OTEr.AT/key-metrics>

<sup>80</sup> [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)

εμφανίζονται στις ετήσιες χρηματοοικονομικές εκθέσεις του Ομίλου Ο.Τ.Ε., είμαστε σε θέση να εκτιμήσουμε το μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίων. Υπενθυμίζουμε πως ο τύπος του μέσου σταθμικού κόστους είναι ο εξής :

$$WACC = \frac{E}{E+D} r_E + \frac{D}{E+D} r_D (1 - T_c)$$

Για να προχωρήσουμε στον υπολογισμό του, θα πρέπει προηγουμένως να υπολογίσουμε το μέσο ποσοστό των Ξένων και το μέσο ποσοστό των Ιδίων Κεφαλαίων.

- Μέσο ποσοστό Ιδίων Κεφαλαίων (2015-2019) : 36%
- Μέσο ποσοστό Ξένων Κεφαλαίων (2015-2019) : 64%

$$WACC = 0,06 * 0,36 + 0,0231 * (1 - 0,24) * 0,64 =$$

$$0,0328 \text{ ή } 3,28\%$$

### 5.5 Εκτίμηση της Υπολειμματικής Αξίας

Είναι απαραίτητο να εκτιμήσουμε έναν ρυθμό ανάπτυξης. Θα προχωρήσουμε στον υπολογισμό του χρησιμοποιώντας τα στοιχεία από τις δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις των ετών 2015 – 2019. Υπενθυμίζουμε τους τύπους που θα χρησιμοποιήσουμε.

$$g_{EBIT} = \text{Reinvestment Rate} * \text{ROC}$$

$$\text{Reinvestment} = \frac{\text{CapEX} - \text{Dep} + \text{Change in Working Capital}}{[EBIT(1-t)]}$$

$$\text{ROC} = \frac{EBIT * (1-t)}{(BV Debt + BV Equity)}$$

**Πίνακας 5.7: Εκτίμηση ρυθμού μεγέθυνσης (g)**

	2015	2016	2017	2018	2019	AVERAGE
Net Capital Expenditures	-171,00	-228,40	80,00	-35,80	-545,80	
Change in W. Capital	-137,60	367,20	-631,40	69,60	-168,10	
EBIT (1-T)	277,681	273,776	281,657	351,592	136,876	
<b>Reinvestment Rate</b>	<b>-1,11</b>	<b>0,51</b>	<b>-1,96</b>	<b>0,10</b>	<b>-5,22</b>	
EBIT (1-T)	277,681	273,776	281,657	351,592	136,876	
BV Debt	1.755,60	1.941,00	1.276,20	1.280,60	996,40	
BV Equity	2.609,20	2.651,70	2.589,40	2.574,70	2.183,10	
ROC	0,06	0,06	0,07	0,09	0,04	
<b>g<sub>EBIT</sub></b>	<b>-7,07%</b>	<b>3,02%</b>	<b>-14,26%</b>	<b>0,88%</b>	<b>-22,45%</b>	<b>-7,98%</b>

Από τον παραπάνω πίνακα προκύπτει ως μέσος όρος ρυθμού μεγέθυνσης για την 5ετία 2015-2019 αρνητικός -7,98%. Αυτό οφείλεται στην επίδραση των αρνητικών g τις χρονιές 2015,2017 και 2019. Δηλαδή από την αρνητική μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης που είχαμε αυτές τις χρονιές. Είναι σαφές όμως, ότι ο ρυθμός μεγέθυνσης δεν μπορεί να είναι αρνητικός, για αυτό θα επαναπροσδιορίσουμε την τεχνική με την όποια θα καθορίσουμε το g. Θα πάρουμε ως ρυθμό μεγέθυνσης το g της τελευταίας θετικής χρονιάς, το 2019, που είναι  $g=0,88\%$ . Μετά το τέλος της πρώτης περιόδου δηλαδή από το 2025 και εις το διηνεκές ο ρυθμός ανάπτυξης υπολογίζεται  $g=1\%$ .

Η παραπάνω παραδοχή βασίζεται στην αυξητική τάση που έχουν τα οικονομικά μεγέθη του ομίλου ενώ και στην ετήσια έκθεση της Εθνικής Επιτροπής Τηλεπικοινωνιών και Ταχυδρομείων (ΕΕΤΤ)<sup>81</sup> παρουσιάζονται αναφορές για τις προοπτικές του κλάδου των τηλεπικοινωνιών δίνοντας ιδιαίτερη σημασία συνεχιζόμενη ανάπτυξη της ευρυζωνικής πρόσβασης, σε υπέρ-υψηλές ταχύτητες (με έμφαση σε δίκτυα οπτικών ινών) και την αυξανόμενη ζήτηση για κινητές ευρυζωνικές υπηρεσίες (ιδιαίτερα σε δίκτυα 5G/LTE), που θα αποφέρουν στον κλάδο τάσεις ανάπτυξης και μεγέθυνσης .

<sup>81</sup> <https://www.eett.gr/opencms/opencms/EETT/Journalists/MarketAnalysis/MarketReview/>

Επομένως η υπολειμματική αξία είναι η εξής:

$$\text{FCFF διηλεκές} = [\text{FCFF 2024} \times (1+g)] / \text{WACC}-g = 78.464,68$$

### 5.6 Προσδιορισμός της Αξίας του Ομίλου ΟΤΕ

Για να υπολογίσουμε την αξία του Ομίλου Ο.Τ.Ε. θα πρέπει να προεξοφλήσουμε τις ελεύθερες ταμειακές ροές και την υπολειμματική αξία που υπολογίσαμε προηγουμένως χρησιμοποιώντας το μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίων (WACC) 2,31%. Υπενθυμίζουμε τον τύπο που χρησιμοποιούμε:

$$\text{Αξία Επιχείρησης} = \sum_{i=1}^n \left( \frac{\text{FCFF}_t}{(1 + \text{WACC})^t} \right) + \frac{\text{FCFF}_{n+1}}{\text{WACC} - g} * \frac{1}{(1 + \text{WACC})^n}$$

Καταλήγοντας, η "δίκαιη" αξία της μετοχής προκύπτει διαιρώντας την καθαρή αξία με τον αριθμό των κοινών μετοχών που είναι σε κυκλοφορία. Με βάση την ετήσια οικονομική έκθεση ο αριθμός των κοινών μετοχών σε κυκλοφορία στις 30/06/2020 ανέρχεται σε 470.174.576.

**Πίνακας 5.8: Αξία του Ομίλου ΟΤΕ**

	2020	2021	2022	2023	2024	Μακροχρόνια Εκτίμηση
FFCF	430,26	665,58	959,51	1.327,32	1.788,18	1.806,06
Συντελεστής Προεξόφλησης	0,94	0,89	0,84	0,79	0,74	0,74
Παρούσα Αξία FCFF	405,20	590,31	801,44	1.044,10	1.324,70	
Σωρευμένη Παρούσα Αξία	405,20	995,51	1.796,96	2.841,06	4.165,76	
Υπολειμματική Αξία						78.464,68
Παρούσα Αξία						58.127,67
Πλέον: Ταμειακά Διαθέσιμα	1.058,30					
Μείον Καθαρό Χρέος	4.172,90					
Καθαρή Αξία Ομίλου	59.178,83					
Αριθμός μετοχών	470.174.576					
Αξία μετοχής	12,59€					
Τρέχουσα Αξία Μετοχής (16.11.20)	12,47€					

Ως συμπέρασμα από την ανάλυση και την μελέτη που διενεργήθηκε στους παραπάνω πίνακες, έχουμε ότι η εύλογη τιμή της μετοχής του Ο.Τ.Ε είναι 12,59 €. Η τιμή της μετοχής στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών κατά την 16.11.20 ήταν 12,47 €. Επομένως με βάση την έρευνα μας, η μετοχή παρουσιάζεται υποτιμημένη σε ποσοστιαία κλίμακα κατά 0,93%.

## ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στην παρούσα εργασία επιχειρήσαμε να αποτιμήσουμε τον όμιλο ΟΤΕ χρησιμοποιώντας τη μέθοδο προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών, καθώς σύμφωνα με όσα έχουμε προαναφέρει, η αξία της επιχείρησης είναι κάτι περισσότερο από τον απλό μετασχηματισμό των εισροών σε εκροές. Πρώτα απ' όλα είναι η δημιουργία και η διαχείριση των κερδών, καθώς εκείνα είναι που θα καθορίσουν το μέλλον και τη θέση της εταιρείας στον κλάδο που δραστηριοποιείται. Η σημαντικότητα της μεθόδου που επιλέξαμε έγκειται σε αυτή ακριβώς την ιδιαιτερότητα. Οι ελεύθερες ταμειακές ροές στηρίζονται κυρίως στις μελλοντικές αποδόσεις της επιχείρησης και στην παρούσα αξία των ταμειακών της πλεονασμάτων, χωρίς να επηρεάζεται από τα περιουσιακά της στοιχεία, ενώ σε αντίθεση με τα κέρδη, είναι πιο δύσκολο να «χειραγωγηθούν».

Η στρατηγική ανάλυση, που πραγματοποιήσαμε στο τρίτο κεφάλαιο, μας δείχνει την πλήρη εικόνα της εταιρείας και την ηγετική θέση της στον κλάδο των τηλεπικοινωνιών. Η ανάλυση SWOT μας δείχνει τα σημαντικά πλεονεκτήματα που έχει ο όμιλος υπερισχύουν έναντι των αδυναμιών και απειλών. Με τον κύριο κίνδυνο να θεωρείται η αβεβαιότητα λόγω της παγκόσμιας πανδημίας του ιού COVID-19, να συνεχίζει να επηρεάζει αρνητικά τα έσοδα του Ομίλου ΟΤΕ σε Ελλάδα και Ρουμανία το δεύτερο εξάμηνο του 2020. Οι τομείς που αναμένεται ότι θα συνεχίσουν να επηρεάζονται είναι το B2B, οι υπηρεσίες κινητής, οι πωλήσεις συσκευών και το roaming. Το εύρος των επιπτώσεων του κορωνοϊού στις λειτουργίες της εταιρείας τα επόμενα τρίμηνα θα εξαρτηθεί, σε μεγάλο βαθμό, από τις μελλοντικές εξελίξεις και τα μέτρα της Πολιτείας. Η πιθανότητα επανεισαγωγής αυστηρότερων περιοριστικών μέτρων στις μετακινήσεις, θα μπορούσε να επηρεάσει αρνητικά τις οικονομικές επιδόσεις της εταιρείας, να μειώσει τα έσοδα από υπηρεσίες τηλεπικοινωνιών, να περιορίσει προσωρινά τη δυνατότητα της εταιρείας να εισπράξει λογαριασμούς και να επηρεάσει την εφοδιαστική αλυσίδα. Επιπρόσθετα, η πανδημία θα έχει σημαντική επίδραση στην παγκόσμια ανάπτυξη, αλλά και στην ελληνική οικονομία, που εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τον τουρισμό.

Σε αυτό το αβέβαιο πλαίσιο, η εταιρεία εξακολουθεί να εφαρμόζει αυστηρά μέτρα περιορισμού του κόστους σε όλους τους τομείς, με σκοπό να διατηρήσει το 2020 την κερδοφορία και τις ταμειακές ροές. Σύμφωνα με τα δημοσιευμένα οικονομικά αποτελέσματα του Έξαμηνου, ο ΟΤΕ θα συνεχίσει το στρατηγικό πλάνο ψηφιακοποίησης και μετασχηματισμού, με σκοπό να γίνει ακόμα πιο ευέλικτος, αποδοτικός και προσαρμοσμένος στον πελάτη. Η διοίκηση αναμένει για το 2020, προσαρμοσμένες επενδύσεις σε πάγια

περιουσιακά στοιχεία €600 εκατ., προσαρμοσμένες Ελεύθερες Ταμειακές Ροές περίπου €610 εκατ. και Ελεύθερες Ταμειακές Ροές €350 εκατ.

Η χρηματοοικονομική ανάλυση που πραγματοποιήθηκε επιβεβαίωσε τα αποτελέσματα της στρατηγικής ανάλυσης και αποτέλεσε υπόβαθρο για την αποτίμηση της εταιρίας. Ειδικότερα, κατά την εξεταζόμενη πενταετία 2015-2019, ο Όμιλος ΟΤΕ παρουσίασε θετικά αποτελέσματα σύμφωνα με τους δείκτες Δραστηριότητας, Ρευστότητας, Δανειακής Επιβάρυνσης, Αποδοτικότητας και Κερδοφορίας.

Τα αποτελέσματα της αποτίμησης έδειξαν ότι παρά την οικονομική και πολιτική κρίση που επικρατεί στην Ελλάδα και γενικότερα στην παγκόσμια οικονομία, ο Όμιλος ΟΤΕ έχει καταφέρει να ανταπεξέλθει εμφανίζοντας υψηλά κέρδη στη διάρκεια της πενταετίας 2015-2019 την οποία εξετάσαμε. Με τις κατάλληλες αποφάσεις της διοίκησης του Ομίλου κατάφερε να περιορίσει τον κίνδυνο που αντιμετώπιζε σε πολλές περιπτώσεις και ταυτόχρονα να προσανατολίσει της δραστηριότητα του σε πολλά υποσχόμενες αγορές.

Πιο συγκεκριμένα, στην αποτίμηση της εταιρείας που πραγματοποιήθηκε στο πέμπτο κεφάλαιο συμφωνά με το μοντέλο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών βρέθηκαν πολύ ουσιαστικά και χρήσιμα στοιχεία για τον όμιλο ΟΤΕ. Οι ελεύθερες ταμειακές ροές προς την εταιρεία (FCFF) για το 2024 είναι 1.778,18 χιλ. ευρώ (Πίνακας 5.3), η απόδοση του ελληνικού δεκαετούς ομολόγου ως μέσος όρος των μηνών Μαρτίου-Ιουλίου του 2020 είναι 1,77% (Πίνακας 5.5) και το κόστος ιδίων κεφαλαίων για τον όμιλο να ανέρχεται στο 6%. Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου υπολογίστηκε στο 3,28% ,ο ρυθμός μεγέθυνσης για το διάστημα 2020-2024 είναι 0,88% και ο σταθερός ρυθμός ανάπτυξης από εκεί και μετά εις το διηνεκές στο 1%. Τέλος η υπολειμματική αξία του ομίλου ανήλθε στις 78.464,68 €. Απ' όλα τα παραπάνω υπολογίστηκε η αξία του ομίλου στις 59.178,83 € (Πίνακας 5.8) με συνέπεια η 'δίκαιη' τιμή της μετοχής να ανέλθει στα 12,59 € , υποτιμημένη κατά 0,93% σε σχέση με την τιμή του τελευταίου μήνα προετοιμασίας της παρούσας εργασίας (Νοέμβριος 2020).

Εν κατακλείδι, Όμιλος Εταιρειών ΟΤΕ διαδραματίζει σημαίνοντα ρόλο στο ελληνικό οικονομικό γίγνεσθαι και δικαίως βρίσκεται μεταξύ των τριών μεγαλύτερων εταιρειών, σε ότι αναφορά την κεφαλαιοποίηση της αγοράς, που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Επιπρόσθετα, το αποτέλεσμα της αποτίμησης, ήτοι η αξιολόγηση της μετοχής ως υπερτιμημένη, δεν θα πρέπει να αποτρέψει τους επενδυτές από το να επενδύσουν τα κεφάλαια τους στην εταιρεία, καθώς υπάρχει ισχυρή εκτίμηση ότι αυτή θα επιτύχει υψηλότερες αποδόσεις και ταμειακές ροές στο μέλλον.



## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

### Ελληνική Βιβλιογραφία

- Αθανάσιος Γ. Νούλας (2015), *Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Επενδυτικές και χρηματοδοτικές αποφάσεις*, Θεσσαλονίκη
- Αρτίκης Γ. Π.(2010), *Διαχείριση Αξίας και Κινδύνου*, Αθήνα: Interbooks
- Βασίλης Μ. Παπαδάκης (2016), *Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία*, Αθήνα: Ε. Μπένου
- Γεωργόπουλος Αντώνιος (2014), *Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων*, Αθήνα: Ε.Μπένου
- Γεωργόπουλος Β. Νικόλαος (2006), *Στρατηγικό Μάνατζμεντ*, Αθήνα: Εκδόσεις Μπένου
- Γεωργόπουλος Β. Νικόλαος (2013), *Στρατηγικό Μάνατζμεντ*, Αθήνα, Γ. Μπένου
- Δ. Γκίνογλου, Π.Ταχυνάκης και Σ. Μωυσή (2005), *Γενική Χρηματοοικονομική Λογιστική*, Αθήνα: Rosili
- Ζαπράνης Αχιλλέας (2009), *Διαχείριση Χρηματοοικονομικών Κινδύνων με το Matlab, Μία εφαρμοσμένη προσέγγιση*, Αθήνα: Κλειδάριθμος
- Θεμιστοκλής Λαζαρίδης (2017), *Αποτίμηση επιχειρήσεων*, Αθήνα: Gutenberg
- Θεμιστοκλής Λαζαρίδης, Γεώργιος Κοντέος και Νικόλαος Σαριαννίδης (2013), *Σύγχρονη Χρηματοοικονομική Ανάλυση*, ΑΛΕΞΑΝΔΡΟΣ Σ. Ι.Κ.Ε
- Θωμαδάκης Σταύρος, Ξανθάκης Μανώλης (2011), *Αγορές Χρήματος & Κεφαλαίου, Τραπεζική Επιστήμη Θεωρία και Πράξη*, Αθήνα: Σταμούλης
- Κιόχος Πέτρος και Πανάγου Βασίλειος (2015), *Χρηματοοικονομική Διοίκηση*, Αθήνα: Κιόχου Ελένη
- Λαζαρίδης Γ. και Παπαδόπουλος Δ.(2010), *Επιχειρηματική Ανάλυση και Προσδιορισμός*, Θεσσαλονίκη: Λαζαρίδης Ι., Παπαδόπουλος Δ.
- Λουμιώτης Β. και Τζίφας Β.( 2017), *Βασικές Οδηγίες Εφαρμογής Διεθνών Προτύπων Ελεγκτικής (ΔΠΕ)*, Αθήνα: Εκδόσεις ΙΕΣΟΕΛ
- Νεγκάκης Χ. και Ταχυνάκης Π.( 2013) , *Σύγχρονα Θέματα Ελεγκτικής και Εσωτερικού Ελέγχου, Σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα Ελέγχου*, Διπλογραφία
- Π.Κιόχος, Γ. Παπανικολάου, Γ. Παπανικολάου και Α. Κιόχος (2003), *Διαχείριση Χαρτοφυλακίων & Χρηματοοικονομικών Κινδύνων*, Αθήνα: Σύγχρονη Εκδοτική

Πέτρος Κιόχος, Αναστάσιος Παναγόπουλος και Παντελής Κυρμιζόγλου (2008), *Διαχείριση Κινδύνων & Διαχείριση Χαρτοφυλακίου*, Αθήνα: Ελένη Κιόχου

Πρόδρομος Γ. Ευθύμογλου (1999), *Θέματα Χρηματοοικονομικής Διοικήσεως*, Πειραιάς: Τεύχος Α

Σουμπενιώτης Δημήτριος και Ταμπακούδης Ιωάννης (2017), *Σύγχρονη Χρηματοοικονομική Ανάλυση & Επενδύσεις*, Σουμπενιώτης Δημήτριος, Ταμπακούδης Ιωάννης

Υπουργείο Οικονομικών (2015), *Εγχειρίδιο Διενέργειας Εσωτερικών Ελέγχων*, Αθήνα

Χρήστος Ι. Νεγκάκης (2015), *Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς, Ειδικά Θέματα*, Θεσσαλονίκη

### **Ξενόγλωσση Βιβλιογραφία**

Aswath Damodaran (1996), *Investment Valuation tools and techniques for determining the value of any asset*, New York: John Wiley & Sons Inc

CFA Institute (2010) , *Equity Asset Valuation*, 2<sup>nd</sup> Edition , Canada: Wiley and Sons

D. Anthony Miles (2011), *Risk Factors and Business Models: Understanding the Five Forces of Entrepreneurial Risk and the Causes of Business Failure*, Florida

Damodaran A. (2002), *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, 2nd Edition, New York: John Willey & Sons

Damodaran A.( 2005), “Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence”, *Foundation and Trends in Finance*

Fernandez Pablo (2007), *Company Valuation Methods. The most common errors in Valuations.*, IESE Business School

Fernandez Pablo (2001), *Valuation Using Multiples. How do analyst reach their conclusions?*, SSRN Working Paper, IESE Business School

Groppelli A.A and Nikbakht Ehsan (2006) , *Finance 5<sup>th</sup> ed.*, New York: Barron’s

James R. Hitchner (2006) , *Financial Valuation application and models*, Canada: John Wiley & Sons

J. David Hunger, Thomas L. Wheelen (2004) , *Εισαγωγή στο Στρατηγικό Μάνατζμεντ*, 3<sup>η</sup> έκδοση Αθήνα: Εκδόσεις Κλειδάριθμος

John D. Stowe, Thomas R. Robinson, Jerald E. Pinto and Dennis W. McLeavey, CFA (2007), *Equity Asset Valuation*, CFA Institute, John Wiley & Sons

Leonard C. Soffer and Robin J. Soffer (2003) ,*Financial Statement Analysis: A valuation approach*, Prentice Hall

Ross Stephen, Westerfield Randolph and Jaffe Jeffrey (2013) , *Corporate Finance*, 10<sup>th</sup> edition, McGraw-Hill/Irwin

Saunders Anthony and Allen Linda (2002), *Credit Risk Measurement, New Approaches to Value at Risk and Other Paradigms*, New York: John Wiley & Son

Steiger, F. (2008), *The Validity of Company Valuation Using Discounted Cash Flow Methods*, Available at: <https://arxiv.org/ftp/arxiv/papers/1003/1003.4881.pdf> (Retrieved on 24/03/2020).

### **Ιστοσελίδες**

[https://el.wikipedia.org/wiki/Διεθνή\\_Λογιστικά\\_Πρότυπα](https://el.wikipedia.org/wiki/Διεθνή_Λογιστικά_Πρότυπα)

<https://www.kathimerini.gr/225544/article/oikonomia/ellhnikh-oikonomia/me8odoi-apotimhshs>

<https://www.accountancygreece.gr/η-αξιοπιστια-και-η-σχετικοτητα-της-ευλ/>

[https://repository.kallipos.gr/bitstream/11419/3754/1/02\\_chapter\\_10.pdf](https://repository.kallipos.gr/bitstream/11419/3754/1/02_chapter_10.pdf)

<https://www.euretirio.com/esoteriki-axia/>

<https://www.investopedia.com/terms/p/price-earningsratio.asp>

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/valuation/dividend-discount-model/>

[https://en.wikipedia.org/wiki/Dividend\\_discount\\_model](https://en.wikipedia.org/wiki/Dividend_discount_model)

<https://www.investopedia.com/terms/d/dcf.asp>

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/valuation/free-cash-flow-to-equity-fcfe/>

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/cost-of-equity-guide/>

<https://www.investopedia.com/terms/r/risk-free-rate.asp>

<https://www.euretirio.com/syntelestis-beta-coefficient/>

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/what-is-capm-formula/>

[https://www.cosmote.gr/otegroup\\_company/annualreport/2018/index.html#/](https://www.cosmote.gr/otegroup_company/annualreport/2018/index.html#/)

[https://www.cosmote.gr/otegroup\\_company/sustainability/reports/ote/gr/2018.pdf](https://www.cosmote.gr/otegroup_company/sustainability/reports/ote/gr/2018.pdf)

<https://www.cosmote.gr/fixed/corporate/company/who-we-are/history>

[https://www.cosmote.gr/cs/otegroup/gr/otegroup\\_timeline\\_2019\\_2010.html](https://www.cosmote.gr/cs/otegroup/gr/otegroup_timeline_2019_2010.html)

<https://www.cosmote.gr/cs/otegroup/gr/thigatrikes.html>

[https://www.cosmote.gr/cs/otegroup/gr/domh\\_omilou.html](https://www.cosmote.gr/cs/otegroup/gr/domh_omilou.html)

[https://el.wikipedia.org/wiki/Ανάλυση\\_SWOT](https://el.wikipedia.org/wiki/Ανάλυση_SWOT)

<https://www.investopedia.com/terms/p/pest-analysis.asp>

[https://el.wikipedia.org/wiki/Ανάλυση\\_PEST](https://el.wikipedia.org/wiki/Ανάλυση_PEST)

<https://www.professionalacademy.com/blogs-and-advice/marketing-theories---pestel-analysis>

<https://www.accountancygreece.gr/diacheirisi-chartofylakioy-kai-diafor/>

[https://www.cosmote.gr/cs/otegroup/gr/etairikh\\_diakuvernhsh.html](https://www.cosmote.gr/cs/otegroup/gr/etairikh_diakuvernhsh.html)

<https://www.euretirio.com/apodosi-idion-kefalaion-roe/>

[https://www.cosmote.gr/otegroup\\_company/investor\\_relations/financial\\_results/financial\\_statements\\_ote\\_group\\_k\\_ote\\_sa/en/OTE\\_Corporate\\_Presentation\\_Q1\\_20.pdf](https://www.cosmote.gr/otegroup_company/investor_relations/financial_results/financial_statements_ote_group_k_ote_sa/en/OTE_Corporate_Presentation_Q1_20.pdf)

<https://gr.investing.com/rates-bonds/greece-10-year-bond-yield-historical-data>

<https://markets.ft.com/data/equities/tearsheet/summary?s=HTO:ATH>

<https://www.reuters.com/companies/OTEr.AT/key-metrics>

[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)

<https://www.eett.gr/opencms/opencms/EETT/Journalists/MarketAnalysis/MarketReview/>

### **Οικονομικές Καταστάσεις Ομίλου Ο.Τ.Ε.**

Ανακοίνωση Οικονομικών Αποτελεσμάτων - Α΄ ΤΡΙΜΗΝΟ 2020

Ανακοίνωση Οικονομικών Αποτελεσμάτων - Β΄ ΤΡΙΜΗΝΟ 2020

Εταιρική Παρουσίαση - Α' ΤΡΙΜΗΝΟ 2020

Εταιρική Παρουσίαση – Β' ΤΡΙΜΗΝΟ 2020

Ετήσιες δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις του Ομίλου Ο.Τ.Ε 2014

Ετήσιες δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις του Ομίλου Ο.Τ.Ε 2015

Ετήσιες δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις του Ομίλου Ο.Τ.Ε 2016

Ετήσιες δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις του Ομίλου Ο.Τ.Ε 2017

Ετήσιες δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις του Ομίλου Ο.Τ.Ε 2018

Ετήσιες δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις του Ομίλου Ο.Τ.Ε 2019

## **ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ**



ΟΜΙΛΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

ΕΤΗΣΙΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΤΗΣ 31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2019 ΚΑΙ ΤΗΣ ΧΡΗΣΗΣ ΠΟΥ  
ΕΛΗΞΕ ΤΗΝ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΑΥΤΗ**ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ (ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΗ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗ)**

(Ποσά σε εκατομμύρια Ευρώ)	Σημειώσεις	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
		2019	2018 <sup>1</sup>	2019	2018 <sup>1</sup>
<b>ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ</b>					
<b>Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία</b>					
Ενσώματα πάγια	5	2.341,3	2.741,1	1.278,9	1.296,4
Περιουσιακά στοιχεία με δικαίωμα χρήσης	6	418,6	-	270,4	-
Υπεραξία	7	376,6	446,9	-	-
Τηλεπικοινωνιακές άδειες	8	383,6	448,5	2,8	3,6
Λοιπά άυλα περιουσιακά στοιχεία	9	367,9	432,2	208,9	224,5
Συμμετοχές	10	0,1	0,1	3.319,4	3.245,2
Δάνεια σε ασφαλιστικά ταμεία	21	75,9	79,2	75,9	79,2
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	23	280,3	254,8	97,4	88,3
Κόστος συμβάσεων	27	42,9	50,2	4,5	4,0
Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	11	91,7	115,8	74,0	77,0
<b>Σύνολο μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων</b>		<b>4.378,9</b>	<b>4.568,8</b>	<b>5.332,2</b>	<b>5.018,2</b>
<b>Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία</b>					
Αποθέματα	12	51,3	82,0	8,6	11,5
Πελάτες	13	592,5	606,0	282,3	294,5
Λοιπά χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία	14	5,7	5,1	5,8	2,3
Συμβατικά περιουσιακά στοιχεία	27	37,8	36,4	1,4	1,9
Λοιπά κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	15	229,2	245,5	180,6	214,9
Δεσμευμένα ταμειακά διαθέσιμα		2,3	2,9	-	-
Ταμειακά διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα	16	1.058,3	1.084,7	560,6	292,9
<b>Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων</b>		<b>1.977,1</b>	<b>2.062,6</b>	<b>1.039,3</b>	<b>818,0</b>
Περιουσιακά στοιχεία ομάδας στοιχείων κατεχόμενων προς πώληση	10	-	68,5	-	-
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ</b>		<b>6.356,0</b>	<b>6.699,9</b>	<b>6.371,5</b>	<b>5.836,2</b>
<b>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>					
<b>Ίδια κεφάλαια που αναλογούν στους μετόχους της Εταιρείας</b>					
Μετοχικό κεφάλαιο	17	1.358,2	1.387,1	1.358,2	1.387,1
Αποθεματικό υπέρ το άρτιο	17	486,6	496,7	486,6	496,7
Ίδιες μετοχές	17	(110,3)	(108,5)	(110,3)	(108,5)
Τακτικό αποθεματικό	18	415,1	383,3	415,1	383,3
Συναλλαγματικές διαφορές και λοιπά αποθεματικά	18	(187,5)	(122,8)	(22,4)	(13,0)
Μεταβολές σε ποσοστά μη ελεγχουσών συμμετοχών		(3.314,1)	(3.314,1)	-	-
Υπόλοιπο κερδών εις νέο	18	3.404,0	3.611,5	1.027,4	743,3
<b>Σύνολο ιδίων κεφαλαίων που αναλογούν στους μετόχους της Εταιρείας</b>		<b>2.052,0</b>	<b>2.333,2</b>	<b>3.154,6</b>	<b>2.888,9</b>
Μη ελέγχουσες συμμετοχές	10	131,1	241,5	-	-
<b>Σύνολο ιδίων κεφαλαίων</b>		<b>2.183,1</b>	<b>2.574,7</b>	<b>3.154,6</b>	<b>2.888,9</b>
<b>Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>					
Μακροπρόθεσμα δάνεια	20	996,4	1.280,6	892,5	1.270,4
Πρόβλεψη αποζημίωσης προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	21	186,7	186,9	152,3	154,5
Πρόβλεψη για λογαριασμό νεότητας	21	121,4	120,9	121,4	120,9
Συμβατικές υποχρεώσεις	27	38,4	50,8	51,1	110,9
Υποχρεώσεις από μισθώσεις	6	334,5	-	227,9	-
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	23	16,6	23,7	-	-
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	22	60,5	87,8	92,0	66,3
<b>Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων</b>		<b>1.754,5</b>	<b>1.750,7</b>	<b>1.537,2</b>	<b>1.723,0</b>
<b>Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>					
Προμηθευτές		936,0	1.034,0	425,0	425,3
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	20	8,9	-	-	-
Βραχυπρόθεσμο μέρος μακροπρόθεσμων δανείων	20	707,5	548,0	743,8	278,6
Φόρος εισοδήματος	23	16,2	25,5	2,9	13,1
Συμβατικές υποχρεώσεις	27	134,6	122,0	72,1	73,4
Υποχρεώσεις από μισθώσεις	6	62,9	-	42,3	-
Πρόβλεψη προγράμματος εθελουσίας αποχώρησης	21	139,3	141,1	139,3	141,1
Μερίσματα πληρωτέα	19	1,5	0,9	1,4	0,8
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	24	411,5	464,3	252,9	292,0
<b>Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων</b>		<b>2.418,4</b>	<b>2.335,8</b>	<b>1.679,7</b>	<b>1.224,3</b>
Υποχρεώσεις ομάδας στοιχείων κατεχόμενων προς πώληση	10	-	38,7	-	-
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>		<b>6.356,0</b>	<b>6.699,9</b>	<b>6.371,5</b>	<b>5.836,2</b>

<sup>1</sup>Ο Όμιλος έχει εφαρμόσει το ΔΠΧΑ 16 χρησιμοποιώντας τη μέθοδο σωρευτικής επίδρασης. Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, η συγκριτική πληροφορία δεν επαναδιατυπώνεται. Βλέπε Σημείωση 4.

**ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ (ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΗ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗ)**

(Ποσά σε εκατομμύρια Ευρώ, πλην στοιχείων ανά μετοχή)	Σημειώσεις	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
		2019	2018 <sup>1</sup>	2019	2018 <sup>1</sup>
<b>Κύκλος εργασιών</b>					
<b>Σταθερή τηλεφωνία:</b>					
Έσοδα λιανικής		1.164,4	1.162,6	936,1	916,8
Έσοδα χονδρικής		701,6	662,9	333,0	327,1
Λοιπά έσοδα		359,4	308,1	236,7	228,7
<b>Σύνολο εσόδων σταθερής τηλεφωνίας</b>		<b>2.225,4</b>	<b>2.133,6</b>	<b>1.505,8</b>	<b>1.472,6</b>
<b>Κινητή τηλεφωνία:</b>					
Έσοδα υπηρεσιών		1.263,6	1.247,3	-	-
Έσοδα πώλησης συσκευών		254,9	268,3	34,0	34,0
Λοιπά έσοδα		23,6	23,4	-	-
<b>Σύνολο εσόδων κινητής τηλεφωνίας</b>		<b>1.542,1</b>	<b>1.539,0</b>	<b>34,0</b>	<b>34,0</b>
<b>Λοιπά έσοδα</b>		<b>140,1</b>	<b>126,1</b>	<b>73,4</b>	<b>76,0</b>
<b>Σύνολο κύκλου εργασιών</b>		<b>3.907,6</b>	<b>3.798,7</b>	<b>1.613,2</b>	<b>1.582,6</b>
<b>Λοιπά λειτουργικά έσοδα</b>	25	<b>48,6</b>	<b>83,0</b>	<b>10,3</b>	<b>14,0</b>
<b>Λειτουργικά έξοδα</b>					
Έξοδα διασύνδεσης και περιαγωγής		(570,4)	(550,8)	(94,8)	(101,2)
Πρόβλεψη για επισφαλείς απαιτήσεις	13	(105,7)	(150,1)	(30,1)	(34,2)
Αποδοχές προσωπικού		(571,7)	(563,7)	(249,4)	(247,5)
Κόστη σχετιζόμενα με προγράμματα εθελούσιας αποχώρησης	21	(65,6)	(51,0)	(49,9)	(39,1)
Έξοδα εμπορικών προμηθειών		(94,9)	(95,9)	(23,9)	(20,6)
Κόστος εμπορευμάτων		(397,8)	(367,3)	(69,1)	(67,7)
Έξοδα συντήρησης και επισκευών		(88,3)	(94,1)	(36,1)	(34,8)
Έξοδα προώθησης		(73,7)	(83,7)	(20,7)	(24,1)
Λοιπά λειτουργικά έξοδα, εκ των οποίων:		(600,4)	(674,2)	(341,9)	(376,1)
Ενοίκια, μισθώσεις και κόστος εγκαταστάσεων		(138,4)	(222,0)	(56,3)	(107,9)
Αμοιβές και υπηρεσίες τρίτων		(198,9)	(177,6)	(174,1)	(157,7)
Λοιποί φόροι και τέλη ρυθμιστικών αρχών		(65,6)	(65,7)	(23,2)	(22,7)
Κόστος κατασκευής δικτύου		(1,2)	(0,4)	-	-
Λοιπά λειτουργικά έξοδα		(196,3)	(208,5)	(88,3)	(87,8)
<b>Σύνολο λειτουργικών εξόδων πριν από αποσβέσεις και απομειώσεις</b>		<b>(2.568,5)</b>	<b>(2.630,8)</b>	<b>(915,9)</b>	<b>(945,3)</b>
<b>Λειτουργικά κέρδη προ χρηματοοικονομικών και επενδυτικών δραστηριοτήτων, αποσβέσεων και απομειώσεων</b>		<b>1.387,7</b>	<b>1.250,9</b>	<b>707,6</b>	<b>651,3</b>
Αποσβέσεις και απομειώσεις	5,6,7,8,9,10	(1.207,6)	(755,7)	(365,5)	(312,5)
<b>Λειτουργικά κέρδη προ χρηματοοικονομικών και επενδυτικών δραστηριοτήτων</b>		<b>180,1</b>	<b>495,2</b>	<b>342,1</b>	<b>338,8</b>
<b>Έσοδα και έξοδα από χρηματοοικονομικές και επενδυτικές δραστηριότητες</b>					
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα		(96,6)	(86,1)	(75,8)	(66,5)
Πιστωτικοί τόκοι		4,5	2,4	5,3	3,0
Συναλλαγματικές διαφορές, καθαρές		14,3	(0,3)	1,1	0,5
Έσοδα από μερίσματα	10	-	-	1.159,2	30,0
Κέρδη / (ζημιές) από συμμετοχές και λοιπά χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία - Απομειώσεις	10,14	27,6	2,2	(725,4)	2,4
<b>Συνολικά κέρδη / (ζημιές) από χρηματοοικονομικές και επενδυτικές δραστηριότητες</b>		<b>(50,2)</b>	<b>(81,8)</b>	<b>364,4</b>	<b>(30,6)</b>
<b>Κέρδη προ φόρων</b>		<b>129,9</b>	<b>413,4</b>	<b>706,5</b>	<b>308,2</b>
Φόρος εισοδήματος	23	(92,3)	(165,8)	(71,5)	(111,9)
<b>Κέρδη χρήσης από συνεχιζόμενες δραστηριότητες</b>		<b>37,6</b>	<b>247,6</b>	<b>635,0</b>	<b>196,3</b>
Κέρδη / (ζημιές) από διακοπείσες δραστηριότητες	10	5,3	(81,7)	-	-
<b>Κέρδη χρήσης</b>		<b>42,9</b>	<b>165,9</b>	<b>635,0</b>	<b>196,3</b>
Κατανεμόμενα σε:					
Μετόχους της Εταιρείας		205,1	175,0	635,0	196,3
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		(162,2)	(9,1)	-	-
<b>Κέρδη χρήσης</b>		<b>42,9</b>	<b>165,9</b>	<b>635,0</b>	<b>196,3</b>
<b>Κέρδη ανά μετοχή κατανεμόμενα σε μετόχους της Εταιρείας από συνεχιζόμενες δραστηριότητες</b>					
Βασικά κέρδη ανά μετοχή	26	0,4200	0,5285	-	-
Απομειωμένα κέρδη ανά μετοχή	26	0,4200	0,5285	-	-
<b>Συνολικά βασικά κέρδη ανά μετοχή κατανεμόμενα στους μετόχους της Εταιρείας</b>	26	<b>0,4312</b>	<b>0,3606</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

<sup>1</sup>Ο Όμιλος έχει εφαρμόσει το ΔΠΧΑ 16 χρησιμοποιώντας τη μέθοδο σωρευτικής επίδρασης. Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, η συγκριτική πληροφορία δεν επαναδιατυπώνεται. Βλέπε Σημείωση 4.

## ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ (ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΗ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗ)

(Ποσά σε εκατομμύρια Ευρώ)	Σημειώσεις	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
		2019	2018 <sup>1</sup>	2019	2018 <sup>1</sup>
<b>Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες</b>					
Κέρδη προ φόρων		129,9	413,4	706,5	308,2
Προσαρμογές για:					
Αποσβέσεις και απομειώσεις	5,6,7,8,9	1.207,6	755,7	365,5	312,5
Κόστη σχετιζόμενα με προγράμματα εθελούσιας αποχώρησης	21	65,6	51,0	49,9	39,1
Πρόβλεψη για αποζημίωση προσωπικού	21	3,8	(30,2)	3,8	(28,1)
Πρόβλεψη για λογαριασμό νεότητας	21	5,1	2,3	5,1	2,3
Συναλλαγματικές διαφορές, καθαρές		(14,3)	0,3	(1,1)	(0,5)
Πιστωτικοί τόκοι		(4,5)	(2,4)	(5,3)	(3,0)
Έσοδα από μερίσματα	10	-	-	(1.159,2)	(30,0)
(Κέρδη) / ζημιές από συμμετοχές και λοιπά χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία - Απομειώσεις	10,14	(27,6)	(2,2)	725,4	(2,4)
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα		96,6	86,1	75,8	66,5
Προσαρμογές για μεταβολές λογαριασμών κεφαλαίου κίνησης:					
Μείωση / (αύξηση) αποθεμάτων		29,7	6,6	2,9	0,9
Μείωση / (αύξηση) απαιτήσεων		22,6	85,9	(4,9)	36,9
(Μείωση) / αύξηση υποχρεώσεων (πλην δανεισμού)		(36,3)	(42,4)	(8,1)	38,6
Πλέον / (Μείον):					
Καταβολές προγραμμάτων εθελούσιας αποχώρησης	21	(65,8)	(60,9)	(54,2)	(50,5)
Καταβολές αποζημίωσης προσωπικού και λογαριασμού νεότητας, εκτός εισφορών εργαζομένων	21	(12,7)	(12,3)	(12,3)	(11,9)
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα καταβεβλημένα (πλην μισθώσεων)		(73,9)	(88,0)	(61,1)	(64,6)
Τόκοι μισθώσεων καταβεβλημένοι	6	(22,1)	-	(15,6)	-
Φόρος εισοδήματος καταβεβλημένος		(145,6)	(178,4)	(100,9)	(85,1)
Καθαρές ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες διακοπειών δραστηριοτήτων		(5,3)	11,0	-	-
<b>Καθαρές ταμειακές εισροές από λειτουργικές δραστηριότητες</b>		<b>1.152,8</b>	<b>995,5</b>	<b>512,2</b>	<b>528,9</b>
<b>Ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες</b>					
Επιστροφή μετοχικού κεφαλαίου επενδυμένου σε θυγατρική	29	-	-	120,6	61,5
Συμμετοχή σε θυγατρική	10	(0,7)	-	(800,0)	(0,4)
Πώληση ή λήξη χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων	14	0,1	0,4	-	-
Αποπληρωμές εισπρακτέων δανείων		7,2	7,1	7,2	7,1
Χορηγηθέντα δάνεια σε θυγατρική	10	-	-	(270,0)	-
Αποπληρωμή χορηγηθέντων δανείων σε θυγατρική	10	-	-	270,0	14,3
Αγορά ενσώματων και άυλων παγίων περιουσιακών στοιχείων		(661,8)	(719,9)	(343,5)	(345,8)
Εισπράξεις από πώληση θυγατρικών/συμμετοχών	10	28,2	-	-	-
Κίνηση δεσμευμένων ταμειακών διαθεσίμων		0,5	1,2	-	-
Πιστωτικοί τόκοι εισπραχθέντες		2,5	2,5	4,6	3,0
Μερίσματα εισπραχθέντα		-	-	1.078,6	101,6
Καθαρές ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες διακοπειών δραστηριοτήτων		(6,6)	(12,6)	-	-
<b>Καθαρές ταμειακές εισροές / (εκροές) από επενδυτικές δραστηριότητες</b>		<b>(630,6)</b>	<b>(721,3)</b>	<b>67,5</b>	<b>(158,7)</b>
<b>Ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες</b>					
Απόκτηση ιδίων μετοχών	17	(110,3)	(94,2)	(110,3)	(94,2)
Πληρωμές σχετιζόμενες με αύξηση μετοχικού κεφαλαίου θυγατρικής		-	(0,9)	-	-
Εισπράξεις από χορηγούμενα και εκδοθέντα δάνεια	20	712,2	570,3	700,0	925,0
Εξοφλήσεις δανείων	20	(826,9)	(784,1)	(610,7)	(922,6)
Αποπληρωμή υποχρεώσεων από μισθώσεις	6	(78,8)	-	(42,0)	-
Μερίσματα πληρωθέντα σε μετόχους της Εταιρείας	19	(249,0)	(171,1)	(249,0)	(171,1)
Καθαρές ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες διακοπειών δραστηριοτήτων		(1,3)	-	-	-
<b>Καθαρές ταμειακές εκροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες</b>		<b>(554,1)</b>	<b>(480,0)</b>	<b>(312,0)</b>	<b>(262,9)</b>
<b>Καθαρή αύξηση / (μείωση) ταμειακών διαθεσίμων και ταμειακών ισοδύναμων</b>		<b>(31,9)</b>	<b>(205,8)</b>	<b>267,7</b>	<b>107,3</b>
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα έναρξης χρήσης</b>		<b>1.084,7</b>	<b>1.297,7</b>	<b>292,9</b>	<b>185,6</b>
Συναλλαγματικές διαφορές στα διαθέσιμα		(2,0)	0,3	-	-
Ταμειακά διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα της ομάδας στοιχείων κατεχόμενων προς πώληση		7,5	(7,5)	-	-
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα λήξης χρήσης</b>	16	<b>1.058,3</b>	<b>1.084,7</b>	<b>560,6</b>	<b>292,9</b>

<sup>1</sup> Ο Όμιλος έχει εφαρμόσει το ΔΠΧΑ 16 χρησιμοποιώντας τη μέθοδο σωρευτικής επίδρασης. Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, η συγκριτική πληροφορία δεν επαναδιατυπώνεται. Βλέπε Σημείωση 4.



## ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ (ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΗ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗ)

(Ποσά σε εκατομμύρια Ευρώ)	Σημειώσεις	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
		2017	2016	2017	2016
<b>ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ</b>					
<b>Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία</b>					
Ενσώματα πάγια	4	2.740,9	2.852,5	1.239,2	1.225,0
Υπεραξία	5	447,1	507,0	-	-
Τηλεπικοινωνιακές άδειες	6	523,6	491,3	4,4	3,7
Λοιπά άυλα περιουσιακά στοιχεία	7	504,2	490,4	255,5	197,1
Συμμετοχές	8	0,1	0,1	3.426,7	3.486,5
Δάνεια σε ασφαλιστικά ταμεία	19	82,5	85,6	82,5	85,6
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	22	313,5	316,5	117,0	133,3
Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	9	112,1	99,4	73,0	76,2
<b>Σύνολο μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων</b>		<b>4.724,0</b>	<b>4.842,8</b>	<b>5.198,3</b>	<b>5.207,4</b>
<b>Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία</b>					
Αποθέματα	10	91,3	95,9	12,4	23,5
Πελάτες	11	719,7	730,5	357,1	348,7
Λοιπά χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία	12	5,9	5,6	16,8	9,4
Λοιπά κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	13	259,3	307,6	154,5	100,3
Δεσμευμένα ταμειακά διαθέσιμα		4,3	3,6	-	-
Ταμειακά διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα	14	1.297,7	1.585,6	185,6	511,6
<b>Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων</b>		<b>2.378,2</b>	<b>2.728,8</b>	<b>726,4</b>	<b>993,5</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ</b>		<b>7.102,2</b>	<b>7.571,6</b>	<b>5.924,7</b>	<b>6.200,9</b>
<b>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>					
<b>Ίδια κεφάλαια που αναλογούν στους μετόχους της Εταιρείας</b>					
Μετοχικό κεφάλαιο	15	1.387,1	1.387,1	1.387,1	1.387,1
Αποθεματικό υπέρ το άρτιο	15	496,4	496,2	496,4	496,2
Ίδιες μετοχές	15	(14,5)	(14,3)	(14,5)	(14,3)
Τακτικό αποθεματικό	16	373,5	362,2	373,5	362,2
Συναλλαγματικές διαφορές και λοιπά αποθεματικά	16	(157,1)	(156,5)	(11,4)	(18,5)
Μεταβολές σε ποσοστά μη ελεγχουσών συμμετοχών		(3.314,1)	(3.314,1)	-	-
Υπόλοιπο κερδών εις νέο	16	3.573,1	3.595,4	727,1	590,0
<b>Σύνολο ιδίων κεφαλαίων που αναλογούν στους μετόχους της Εταιρείας</b>		<b>2.344,4</b>	<b>2.356,0</b>	<b>2.958,2</b>	<b>2.802,7</b>
Μη ελέγχουσες συμμετοχές	8	245,0	295,7	-	-
<b>Σύνολο ιδίων κεφαλαίων</b>		<b>2.589,4</b>	<b>2.651,7</b>	<b>2.958,2</b>	<b>2.802,7</b>
<b>Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>					
Μακροπρόθεσμα δάνεια	18	1.276,2	1.941,0	1.004,4	1.348,5
Πρόβλεψη αποζημίωσης προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	19	224,3	227,6	189,9	192,2
Πρόβλεψη για λογαριασμό νεότητας	19	129,9	142,5	129,9	142,5
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	22	30,6	50,3	-	-
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	20	130,8	118,3	207,1	155,2
<b>Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων</b>		<b>1.791,8</b>	<b>2.479,7</b>	<b>1.531,3</b>	<b>1.838,4</b>
<b>Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>					
Προμηθευτές		1.162,4	1.364,1	400,4	491,9
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	21	-	-	163,0	350,0
Βραχυπρόθεσμο μέρος μακροπρόθεσμων δανείων	18	764,5	184,1	378,4	128,5
Φόρος εισοδήματος	22	41,6	79,2	12,7	63,6
Έσοδα επόμενης χρήσης		133,5	152,1	76,8	91,1
Πρόβλεψη προγράμματος εθελουσίας αποχώρησης	19	139,3	141,9	139,3	141,9
Μερίσματα πληρωτέα	17	0,4	0,3	0,4	0,3
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	23	479,3	518,5	264,2	292,5
<b>Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων</b>		<b>2.721,0</b>	<b>2.440,2</b>	<b>1.435,2</b>	<b>1.559,8</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>		<b>7.102,2</b>	<b>7.571,6</b>	<b>5.924,7</b>	<b>6.200,9</b>

## ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ (ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΗ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗ)

(Ποσά σε εκατομμύρια Ευρώ, πλην στοιχείων ανά μετοχή)	Σημειώσεις	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
		2017	2016	2017	2016
<b>Κύκλος εργασιών</b>					
<b>Σταθερή τηλεφωνία:</b>					
Έσοδα λιανικής		1.191,2	1.205,2	904,6	898,0
Έσοδα χονδρικής		662,6	647,7	347,7	344,4
Λοιπά έσοδα		295,6	297,7	216,2	217,0
<b>Σύνολο εσόδων σταθερής τηλεφωνίας</b>		<b>2.149,4</b>	<b>2.150,6</b>	<b>1.468,5</b>	<b>1.459,4</b>
<b>Κινητή τηλεφωνία:</b>					
Έσοδα υπηρεσιών		1.334,9	1.311,3	-	-
Έσοδα πώλησης συσκευών		224,3	221,5	33,3	24,6
Λοιπά έσοδα		20,6	23,3	-	-
<b>Σύνολο εσόδων κινητής τηλεφωνίας</b>		<b>1.579,8</b>	<b>1.556,1</b>	<b>33,3</b>	<b>24,6</b>
<b>Λοιπά έσοδα</b>		<b>127,9</b>	<b>201,4</b>	<b>82,0</b>	<b>84,5</b>
<b>Σύνολο κύκλου εργασιών</b>		<b>3.857,1</b>	<b>3.908,1</b>	<b>1.583,8</b>	<b>1.568,5</b>
<b>Λοιπά λειτουργικά έσοδα</b>	24	<b>51,4</b>	<b>55,2</b>	<b>8,1</b>	<b>8,2</b>
<b>Λειτουργικά έξοδα</b>					
Έξοδα διασύνδεσης και περιαγωγής		(569,8)	(542,9)	(106,5)	(112,2)
Πρόβλεψη για επισφαλείς απαιτήσεις	11	(106,3)	(89,9)	(20,5)	(20,5)
Αποδοχές προσωπικού		(622,5)	(642,4)	(286,4)	(308,4)
Κόστη σχετιζόμενα με προγράμματα εθελούσιας αποχώρησης	19	(51,8)	(49,6)	(27,7)	(35,8)
Έξοδα εμπορικών προμηθειών		(141,3)	(134,7)	(19,0)	(13,5)
Κόστος εμπορευμάτων		(296,7)	(268,7)	(67,2)	(54,2)
Έξοδα συντήρησης και επισκευών		(96,6)	(100,1)	(34,7)	(38,0)
Έξοδα πρώτης πώλησης		(96,5)	(104,5)	(26,6)	(29,7)
Λοιπά λειτουργικά έξοδα, εκ των οποίων:		(684,5)	(763,5)	(357,6)	(336,6)
<i>Ενοίκια, μισθώσεις και κόστος εγκαταστάσεων</i>		(211,6)	(215,7)	(107,0)	(104,5)
<i>Αμοιβές και υπηρεσίες τρίτων</i>		(170,7)	(172,7)	(142,7)	(143,1)
<i>Λοιποί φόροι και τέλη ρυθμιστικών αρχών</i>		(67,1)	(75,3)	(22,5)	(21,8)
<i>Κόστος κατασκευής δικτύου</i>		(11,4)	(68,0)	-	-
<i>Λοιπά λειτουργικά έξοδα</i>		(223,7)	(231,8)	(85,4)	(67,2)
<b>Σύνολο λειτουργικών εξόδων πριν από αποσβέσεις και απομειώσεις</b>		<b>(2.666,0)</b>	<b>(2.696,3)</b>	<b>(946,2)</b>	<b>(948,9)</b>
<b>Λειτουργικά κέρδη προ χρηματοοικονομικών και επενδυτικών δραστηριοτήτων, αποσβέσεων και απομειώσεων</b>		<b>1.242,5</b>	<b>1.267,0</b>	<b>645,7</b>	<b>627,8</b>
Αποσβέσεις και απομειώσεις	4,5,6,7	(937,0)	(881,4)	(324,9)	(306,4)
<b>Λειτουργικά κέρδη προ χρηματοοικονομικών και επενδυτικών δραστηριοτήτων</b>		<b>305,5</b>	<b>385,6</b>	<b>320,8</b>	<b>321,4</b>
<b>Έσοδα και έξοδα από χρηματοοικονομικές και επενδυτικές δραστηριότητες</b>					
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα		(139,4)	(149,4)	(89,2)	(104,5)
Πιστωτικοί τόκοι		1,6	2,2	2,5	2,3
Συναλλαγματικές διαφορές, καθαρές		(12,2)	(4,3)	(0,8)	2,5
Έσοδα από μερίσματα	8	-	-	126,6	15,1
Κέρδη / (ζημιές) από συμμετοχές και λοιπά χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία - Απομειώσεις	8,12	19,0	18,3	(41,1)	(57,1)
<b>Ζημιές από χρηματοοικονομικές και επενδυτικές δραστηριότητες</b>		<b>(131,0)</b>	<b>(133,2)</b>	<b>(2,0)</b>	<b>(141,7)</b>
<b>Κέρδη προ φόρων</b>		<b>174,5</b>	<b>252,4</b>	<b>318,8</b>	<b>179,7</b>
Φόρος εισοδήματος	22	(151,7)	(168,4)	(92,2)	(81,7)
<b>Κέρδη χρήσης</b>		<b>22,8</b>	<b>84,0</b>	<b>226,6</b>	<b>98,0</b>
<b>Κατανεμόμενα σε:</b>					
Μετόχους της Εταιρείας		67,2	140,0	226,6	98,0
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		(44,4)	(56,0)	-	-
<b>Κέρδη χρήσης</b>		<b>22,8</b>	<b>84,0</b>	<b>226,6</b>	<b>98,0</b>
<b>Κέρδη ανά μετοχή κατανεμόμενα σε μετόχους της Εταιρείας</b>					
Βασικά κέρδη ανά μετοχή	25	0,1375	0,2864		
Απομειωμένα κέρδη ανά μετοχή	25	0,1375	0,2864		

## ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ (ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΗ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗ)

(Ποσά σε εκατομμύρια Ευρώ)	Σημειώσεις	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
		2017	2016	2017	2016
<b>Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες</b>					
Κέρδη προ φόρων		174,5	252,4	318,8	179,7
Προσαρμογές για:					
Αποσβέσεις και απομειώσεις	4,5,6,7	937,0	881,4	324,9	306,4
Κόστη σχετιζόμενα με προγράμματα εθελούσιας αποχώρησης	19	51,8	49,6	27,7	35,8
Πρόβλεψη για αποζημίωση προσωπικού	19	9,8	12,1	9,0	10,0
Πρόβλεψη για λογαριασμό νεότητας	19	2,1	1,8	2,1	1,8
Πρόβλεψη για επισφαλείς απαιτήσεις	11	106,3	89,9	20,5	20,5
Συναλλαγματικές διαφορές, καθαρές		12,2	4,3	0,8	(2,5)
Πιστωτικοί τόκοι		(1,6)	(2,2)	(2,5)	(2,3)
Έσοδα από μερίσματα	8	-	-	(126,6)	(15,1)
(Κέρδη) / Ζημιές από συμμετοχές και λοιπά χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία - Απομειώσεις	8,12	(19,0)	(18,3)	41,1	57,1
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα		139,4	149,4	89,2	104,5
Προσαρμογές για μεταβολές λογαριασμών κεφαλαίου κίνησης:					
Μείωση / (αύξηση) αποθεμάτων		1,8	1,2	11,1	(5,4)
Μείωση / (αύξηση) απαιτήσεων		(63,6)	(164,3)	(16,0)	(17,0)
(Μείωση) / αύξηση υποχρεώσεων (πλην δανεισμού)		(128,2)	76,0	(44,1)	56,9
Πλέον / (Μείον):					
Καταβολές προγραμμάτων εθελούσιας αποχώρησης	19	(65,3)	(53,9)	(38,6)	(41,2)
Καταβολές αποζημίωσης προσωπικού και λογαριασμού νεότητας, εκτός εισφορών εργαζομένων	19	(12,6)	(15,2)	(12,2)	(14,9)
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα καταβεβλημένα		(132,1)	(134,9)	(92,5)	(93,6)
Φόρος εισοδήματος καταβεβλημένος		(211,9)	(104,2)	(129,7)	(1,5)
<b>Καθαρές ταμειακές εισροές από λειτουργικές δραστηριότητες</b>		<b>800,6</b>	<b>1.025,1</b>	<b>383,0</b>	<b>579,2</b>
<b>Ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες</b>					
Εξαγορά θυγατρικών		-	-	-	(3,8)
Πώληση ή λήξη χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων	12	0,2	2,2	-	-
Δάνεια χορηγηθέντα		-	-	-	(14,7)
Αποπληρωμές εισπρακτέων δανείων		6,2	7,3	7,3	7,3
Αγορά ενσώματων και άυλων παγίων περιουσιακών στοιχείων		(919,9)	(653,0)	(409,9)	(311,4)
Κίνηση δεσμευμένων ταμειακών διαθεσίμων		(0,8)	(0,8)	-	-
Πληρωμές σχετιζόμενες με πώληση θυγατρικών / συμμετοχών		-	(4,9)	-	-
Πιστωτικοί τόκοι εισπραχθέντες		1,6	2,2	2,5	2,3
Μερίσματα εισπραχθέντα		-	-	55,6	14,5
<b>Καθαρές ταμειακές εκροές από επενδυτικές δραστηριότητες</b>		<b>(912,7)</b>	<b>(647,0)</b>	<b>(344,5)</b>	<b>(305,8)</b>
<b>Ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες</b>					
Προγράμματα παροχής δικαιωμάτων προαίρεσης		(0,3)	-	(0,3)	-
Εισπράξεις από χορηγούμενα και εκδοθέντα δάνεια	18,21	150,0	389,0	193,6	739,0
Εξοφλήσεις δανείων	18,21	(242,7)	(454,5)	(479,7)	(742,2)
Μερίσματα πληρωθέντα σε μετόχους της Εταιρείας		(78,1)	(48,9)	(78,1)	(48,9)
<b>Καθαρές ταμειακές εκροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες</b>		<b>(171,1)</b>	<b>(114,4)</b>	<b>(364,5)</b>	<b>(52,1)</b>
<b>Καθαρή αύξηση / (μείωση) ταμειακών διαθεσίμων και ταμειακών ισοδύναμων</b>		<b>(283,2)</b>	<b>263,7</b>	<b>(326,0)</b>	<b>221,3</b>
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα έναρξης χρήσης</b>		<b>1.585,6</b>	<b>1.322,5</b>	<b>511,6</b>	<b>290,3</b>
Συναλλαγματικές διαφορές στα διαθέσιμα		(4,7)	(0,6)	-	-
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα λήξης χρήσης</b>	14	<b>1.297,7</b>	<b>1.585,6</b>	<b>185,6</b>	<b>511,6</b>

## ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ (ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΗ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗ)

(Ποσά σε εκατομμύρια Ευρώ)	Σημειώσεις	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
		2015	2014	2015	2014
<b>ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ</b>					
<b>Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία</b>					
Ενσώματα πάγια	4	2.950,6	3.103,3	1.216,7	1.277,5
Υπεραξία	5	506,4	505,9	-	-
Τηλεπικοινωνιακές άδειες	6	543,0	575,4	4,1	4,6
Λοιπά άυλα περιουσιακά στοιχεία	7	533,4	568,2	214,6	225,8
Συμμετοχές	8	0,1	0,2	3.539,5	3.539,5
Δάνεια σε ασφαλιστικά ταμεία	19	88,2	104,4	88,2	104,4
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	22	339,8	360,0	149,0	178,6
Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	9	88,4	93,0	65,9	63,4
<b>Σύνολο μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων</b>		<b>5.049,9</b>	<b>5.310,4</b>	<b>5.278,0</b>	<b>5.393,8</b>
<b>Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία</b>					
Αποθέματα	10	97,2	87,9	18,1	11,8
Πελάτες	11	728,6	684,9	354,4	349,1
Λοιπά χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία	12	6,8	3,7	2,1	2,2
Λοιπά κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	13	252,4	203,0	103,8	110,7
Δεσμευμένα ταμειακά διαθέσιμα		2,8	4,5	-	-
Ταμειακά διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα	14	1.322,5	1.509,9	290,3	613,1
<b>Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων</b>		<b>2.410,3</b>	<b>2.493,9</b>	<b>768,7</b>	<b>1.086,9</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ</b>		<b>7.460,2</b>	<b>7.804,3</b>	<b>6.046,7</b>	<b>6.480,7</b>
<b>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>					
<b>Ίδια κεφάλαια που αναλογούν στους μετόχους της Εταιρείας</b>					
Μετοχικό κεφάλαιο	15	1.387,1	1.387,1	1.387,1	1.387,1
Αποθεματικό υπέρ το άρτιο	15	496,3	496,7	496,3	496,7
Ίδιες μετοχές	15	(14,7)	(14,8)	(14,7)	(14,8)
Τακτικό αποθεματικό	16	357,3	352,7	357,3	352,7
Συναλλαγματικές διαφορές και λοιπά αποθεματικά	16	(164,1)	(186,6)	(17,3)	(31,1)
Μεταβολές σε ποσοστά μη ελεγχουσών συμμετοχών		(3.314,1)	(3.314,1)	-	-
Υπόλοιπο κερδών εις νέο	16	3.509,2	3.401,0	545,8	496,9
<b>Σύνολο ιδίων κεφαλαίων που αναλογούν στους μετόχους της Εταιρείας</b>		<b>2.257,0</b>	<b>2.122,0</b>	<b>2.754,5</b>	<b>2.687,5</b>
Μη ελέγχουσες συμμετοχές	8	352,2	376,4	-	-
<b>Σύνολο ιδίων κεφαλαίων</b>		<b>2.609,2</b>	<b>2.498,4</b>	<b>2.754,5</b>	<b>2.687,5</b>
<b>Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>					
Μακροπρόθεσμα δάνεια	18	1.755,6	2.173,1	1.089,1	1.316,7
Πρόβλεψη αποζημίωσης προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	19	219,1	244,6	185,4	206,5
Πρόβλεψη για λογαριασμό νεότητας	19	157,2	188,8	157,2	188,8
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	22	55,3	60,3	-	-
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	20	174,9	204,2	164,3	205,0
<b>Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων</b>		<b>2.362,1</b>	<b>2.871,0</b>	<b>1.596,0</b>	<b>1.917,0</b>
<b>Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>					
Προμηθευτές		1.202,5	975,1	460,4	387,6
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	21	-	-	492,0	270,6
Βραχυπρόθεσμο μέρος μακροπρόθεσμων δανείων	18	433,5	465,4	256,4	692,0
Φόρος εισοδήματος	22	30,4	46,4	-	-
Έσοδα επόμενης χρήσης		150,9	143,0	84,6	78,6
Πρόβλεψη προγράμματος εθελουσίας αποχώρησης		140,7	142,9	140,7	142,9
Μερίσματα πληρωτέα	17	0,3	0,5	0,3	0,5
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	23	530,6	661,6	261,8	304,0
<b>Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων</b>		<b>2.488,9</b>	<b>2.434,9</b>	<b>1.696,2</b>	<b>1.876,2</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>		<b>7.460,2</b>	<b>7.804,3</b>	<b>6.046,7</b>	<b>6.480,7</b>

**ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ (ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΗ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗ)**

(Ποσά σε εκατομμύρια Ευρώ, πλην στοιχείων ανά μετοχή)	Σημειώσεις	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
		2015	2014	2015	2014
<b>Κύκλος εργασιών</b>					
<b>Σταθερή τηλεφωνία:</b>					
Έσοδα λιανικής		1.202,1	1.228,2	872,1	865,5
Έσοδα χονδρικής		621,7	610,8	333,6	328,2
Λοιπά έσοδα		310,4	332,7	230,6	220,2
<b>Σύνολο εσόδων σταθερής τηλεφωνίας</b>		<b>2.134,2</b>	<b>2.171,7</b>	<b>1.436,3</b>	<b>1.413,9</b>
<b>Κινητή τηλεφωνία:</b>					
Έσοδα υπηρεσιών		1.337,6	1.390,7	-	-
Έσοδα πώλησης συσκευών		232,7	242,2	22,6	16,7
Λοιπά έσοδα		19,2	18,1	-	-
<b>Σύνολο εσόδων κινητής τηλεφωνίας</b>		<b>1.589,5</b>	<b>1.651,0</b>	<b>22,6</b>	<b>16,7</b>
<b>Λοιπά έσοδα</b>		<b>179,2</b>	<b>95,7</b>	<b>77,1</b>	<b>81,1</b>
<b>Σύνολο κύκλου εργασιών</b>		<b>3.902,9</b>	<b>3.918,4</b>	<b>1.536,0</b>	<b>1.511,7</b>
<b>Λοιπά λειτουργικά έσοδα</b>	24	<b>60,7</b>	<b>66,4</b>	<b>18,0</b>	<b>4,1</b>
<b>Λειτουργικά έξοδα</b>					
Έξοδα διασύνδεσης και περιαγωγής		(487,0)	(473,6)	(110,7)	(119,8)
Πρόβλεψη για επισφαλείς απαιτήσεις	11	(86,8)	(92,0)	(20,3)	(21,9)
Αποδοχές προσωπικού		(667,2)	(697,1)	(331,9)	(315,1)
Κόστη σχετιζόμενα με προγράμματα πρόωρης αποχώρησης	19	(100,7)	(8,4)	(80,0)	-
Έξοδα εμπορικών προμηθειών		(148,6)	(151,2)	(13,9)	(9,8)
Κόστος εμπορευμάτων		(292,1)	(300,7)	(55,8)	(50,3)
Έξοδα συντήρησης και επισκευών		(103,2)	(96,4)	(40,6)	(53,7)
Έξοδα προώθησης		(113,6)	(119,8)	(27,5)	(27,0)
Λοιπά λειτουργικά έξοδα, εκ των οποίων:		(743,9)	(660,1)	(335,3)	(331,8)
<i>Ενοίκια, μισθώσεις και κόστος εγκαταστάσεων</i>		(201,8)	(195,0)	(104,3)	(103,3)
<i>Αμοιβές και υπηρεσίες τρίτων</i>		(164,9)	(129,7)	(145,2)	(136,9)
<i>Λοιποί φόροι και τέλη ρυθμιστικών αρχών</i>		(83,9)	(89,3)	(19,8)	(19,7)
<i>Κόστος κατασκευής δικτύου</i>		(50,9)	(2,9)	-	-
<i>Λοιπά λειτουργικά έξοδα</i>		(242,4)	(243,2)	(66,0)	(71,9)
<b>Σύνολο λειτουργικών εξόδων πριν από αποσβέσεις και απομειώσεις</b>		<b>(2.743,1)</b>	<b>(2.599,3)</b>	<b>(1.016,0)</b>	<b>(929,4)</b>
<b>Λειτουργικά κέρδη πριν από χρηματοοικονομικά αποτελέσματα, αποσβέσεις και απομειώσεις</b>		<b>1.220,5</b>	<b>1.385,5</b>	<b>538,0</b>	<b>586,4</b>
Αποσβέσεις και απομειώσεις	4,6,7	(829,4)	(796,4)	(305,9)	(279,4)
<b>Λειτουργικά κέρδη πριν από χρηματοοικονομικά αποτελέσματα</b>		<b>391,1</b>	<b>589,1</b>	<b>232,1</b>	<b>307,0</b>
<b>Έσοδα και έξοδα από χρηματοοικονομικές δραστηριότητες</b>					
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα		(157,4)	(202,7)	(100,7)	(149,5)
Πιστωτικοί τόκοι		2,4	5,4	2,2	2,4
Συναλλαγματικές διαφορές, καθαρές		(5,7)	3,5	1,1	1,0
Έσοδα από μερίσματα	8	-	-	0,6	1,1
Απομείωση συμμετοχών και λοιπών χρηματοοικονομικών στοιχείων	12,19	(19,9)	-	(17,0)	-
Κέρδη από συμμετοχές και χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία	8	36,0	0,1	-	0,1
<b>Ζημίες από χρηματοοικονομικές δραστηριότητες</b>		<b>(144,6)</b>	<b>(193,7)</b>	<b>(113,8)</b>	<b>(144,9)</b>
<b>Κέρδη προ φόρων</b>		<b>246,5</b>	<b>395,4</b>	<b>118,3</b>	<b>162,1</b>
Φόρος εισοδήματος	22	(117,8)	(123,9)	(25,7)	(52,0)
<b>Κέρδη χρήσης</b>		<b>128,7</b>	<b>271,5</b>	<b>92,6</b>	<b>110,1</b>
<b>Κατανεμόμενα σε:</b>					
Μετόχους της Εταιρείας		151,9	267,4	92,6	110,1
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		(23,2)	4,1	-	-
<b>Κέρδη χρήσης</b>		<b>128,7</b>	<b>271,5</b>	<b>92,6</b>	<b>110,1</b>
<b>Κέρδη ανά μετοχή κατανεμόμενα σε μετόχους της Εταιρείας</b>					
Βασικά κέρδη ανά μετοχή	25	0,3108	0,5480		
Απομειωμένα κέρδη ανά μετοχή	25	0,3107	0,5478		

## ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ (ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΗ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗ)

(Ποσά σε εκατομμύρια Ευρώ)	Σημειώσεις	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
		2015	2014	2015	2014
<b>Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες</b>					
Κέρδη προ φόρων		246,5	395,4	118,3	162,1
Προσαρμογές για:					
Αποσβέσεις και απομειώσεις	4,6,7	829,4	796,4	305,9	279,4
Κόστη σχετιζόμενα με προγράμματα πρόωρης αποχώρησης	19	100,7	8,4	80,0	-
Πρόβλεψη για αποζημίωση προσωπικού	19	14,9	9,4	15,8	7,2
Πρόβλεψη για λογαριασμό νεότητας	19	1,0	1,0	1,0	1,0
Πρόβλεψη απομείωσης αποθεμάτων	10	10,0	11,7	1,5	-
Πρόβλεψη για επισφαλείς απαιτήσεις	11	86,8	92,0	20,3	21,9
Λοιπές προβλέψεις		-	3,1	-	(0,1)
Συναλλαγματικές διαφορές, καθαρές		5,7	(3,5)	(1,1)	(1,0)
Πιστωτικοί τόκοι		(2,4)	(5,4)	(2,2)	(2,4)
Έσοδα από μερίσματα	8	-	-	(0,6)	(1,1)
(Κέρδη) / ζημίες από συμμετοχές και χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία - Απομειώσεις		(16,1)	(0,1)	17,0	(0,1)
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα		157,4	202,7	100,7	149,5
Προσαρμογές για μεταβολές λογαριασμών κεφαλαίου κίνησης:					
Μείωση / (αύξηση) αποθεμάτων		(19,8)	(2,8)	(7,8)	4,9
Μείωση / (αύξηση) απαιτήσεων		(205,4)	(38,9)	(36,4)	(10,0)
(Μείωση) / αύξηση υποχρεώσεων (πλην δανεισμού)		202,9	32,4	17,3	26,4
Πλέον / (Μείον):					
Καταβολές προγραμμάτων πρόωρης αποχώρησης και εθελουσίας εξόδου	19	(103,9)	(114,5)	(84,0)	(105,7)
Καταβολές αποζημίωσης προσωπικού και λογαριασμού νεότητας, εκτός εισφορών εργαζομένων	19	(27,3)	(12,0)	(26,5)	(8,9)
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα καταβεβλημένα		(183,2)	(238,3)	(119,8)	(172,5)
Φόροι εισοδήματος καταβληθέντες		(154,0)	(137,3)	(9,4)	(58,2)
<b>Καθαρές ταμειακές εισροές από λειτουργικές δραστηριότητες</b>		<b>943,2</b>	<b>999,7</b>	<b>390,0</b>	<b>292,4</b>
<b>Ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες</b>					
Ίδρυση νέων θυγατρικών		-	-	-	(4,1)
Δάνεια χορηγηθέντα	9	-	-	(17,0)	-
Πώληση ή λήξη χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων		-	12,8	-	9,0
Αποπληρωμές εισπρακτέων δανείων		8,9	12,0	10,4	12,0
Αγορά ενσώματων και άυλων παγίων περιουσιακών στοιχείων		(658,4)	(603,9)	(237,9)	(222,3)
Κίνηση δεσμευμένων ταμειακών διαθεσίμων		1,7	-	-	-
Εισπράξεις από πώληση θυγατρικών / συμμετοχών, μείον τα ταμειακά διαθέσιμα που πωλήθηκαν		-	(2,2)	-	-
Πιστωτικοί τόκοι εισπραχθέντες		2,4	5,3	2,2	2,2
Μερίσματα εισπραχθέντα		-	-	1,5	0,7
<b>Καθαρές ταμειακές εκροές από επενδυτικές δραστηριότητες</b>		<b>(645,4)</b>	<b>(576,0)</b>	<b>(240,8)</b>	<b>(202,5)</b>
<b>Ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες</b>					
Πρόγραμμα παροχής δικαιωμάτων προαίρεσης		(0,4)	(43,1)	17,8	(43,1)
Εισπράξεις από χορηγούμενα και εκδοθέντα δάνεια	18, 21	350,0	700,0	677,1	1.230,3
Εξοφλήσεις δανείων	18, 21	(800,3)	(1.013,9)	(1.127,5)	(1.091,4)
Μερίσματα πληρωθέντα σε μετόχους της Εταιρείας		(39,4)	(0,5)	(39,4)	(0,5)
<b>Καθαρές ταμειακές εισροές / (εκροές) από χρηματοδοτικές δραστηριότητες</b>		<b>(490,1)</b>	<b>(357,5)</b>	<b>(472,0)</b>	<b>95,3</b>
<b>Καθαρή αύξηση / (μείωση) ταμειακών διαθεσίμων και ταμειακών ισοδυνάμων</b>		<b>(192,3)</b>	<b>66,2</b>	<b>(322,8)</b>	<b>185,2</b>
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα έναρξης χρήσης</b>		<b>1.509,9</b>	<b>1.444,3</b>	<b>613,1</b>	<b>426,6</b>
Συναλλαγματικές διαφορές στα διαθέσιμα		4,9	(0,6)	-	-
Απορρόφηση θυγατρικής		-	-	-	1,3
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα λήξης χρήσης</b>	14	<b>1.322,5</b>	<b>1.509,9</b>	<b>290,3</b>	<b>613,1</b>