



ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΤΜΗΜΑΤΟΣ ΕΦΑΡΜΟΣΜΕΝΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ
ΠΡΟΓΝΩΣΤΙΚΩΝ ΑΓΩΝΩΝ ΠΟΔΟΣΦΑΙΡΟΥ Ο.Π.Α.Π. Α.Ε.

Διπλωματική Εργασία

της

Κοντογιώργη Βαρβάρας

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού
Διπλώματος Εφαρμοσμένης Πληροφορικής

ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ 2022

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΠΡΟΓΝΩΣΤΙΚΩΝ
ΑΓΩΝΩΝ ΠΟΔΟΣΦΑΙΡΟΥ Ο.Π.Α.Π. Α.Ε.

Κοντογιώργη Βαρβάρα

Πτυχίο Οικονομικών Επιστημών, ΑΠΘ, 2018

Διπλωματική Εργασία

υποβαλλόμενη για τη μερική εκπλήρωση των απαιτήσεων του

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟΥ ΤΙΤΛΟΥ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗΝ ΕΦΑΡΜΟΣΜΕΝΗ
ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ

Επιβλέπων Καθηγητής
Δασίλας Απόστολος, Αν. Καθηγητής

Εγκρίθηκε από την τριμελή εξεταστική επιτροπή την 28/06/2022

Απόστολος Δασίλας

Εμμανουήλ Στειακάκης

Αντώνιος Σταυρόπουλος

.....

.....

.....

Κοντογιώργη Βαρβάρα

.....

Περίληψη

Ο όμιλος Ο.Π.Α.Π., η μεγαλύτερη εταιρία τυχερών παιχνιδιών και στοιχημάτων στην Ελλάδα, με έτος ίδρυσης το 1958 μετρά σχεδόν 60 χρόνια συνεχούς λειτουργίας. Με σταθερά ανοδική πορεία ο όμιλος Ο.Π.Α.Π. κατάφερε να αναδειχθεί σε μια από τις μεγαλύτερες ελληνικές εταιρίες με ισχυρή παρουσία στο χρηματιστήριο Αθηνών.

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η κριτική διερεύνηση των υποδειγμάτων αποτίμησης της αξίας της επιχείρησης ΟΠΑΠ ΑΕ, καθώς και η διατύπωση των προϋποθέσεων καταλληλότητας χρήσης των υποδειγμάτων. Επίσης αναφέρονται τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα κάθε υποδείγματος. Δεύτερος στόχος είναι η εμπειρική εφαρμογή κάποιων εκ των υποδειγμάτων αποτίμησης για να ελεγχθεί πρακτικά η ισχύς ή μη των σχετικών θεωρητικών υποδείξεων-συμπερασμάτων.

Λέξεις κλειδιά: Αποτίμηση, ΟΠΑΠ, δίκαιη τιμή

Abstract

OPAP group, is the biggest gambling and betting company in Greece and founded in 1958, having almost 60 years of continuous operation. With a steady increasing trend, OPAP group managed to become one of the largest Greek companies with a strong presence on the Athens Stock Exchange.

The purpose of this dissertation is the critical investigation of the valuation models of OPAP SA, as well as the formulation of the conditions for appropriate use of the models. The advantages and disadvantages of each model are discussed. The second goal is the empirical application of the evaluation models to practically test the validity of the relevant theoretical suggestions.

Keywords: Valuation, OPAP, fair price

Περιεχόμενα

Περίληψη	4
Abstract	5
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1	8
Εισαγωγή	8
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2	12
Βιβλιογραφική Επισκόπηση	12
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3	21
Μεθοδολογία.....	21
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4	23
Χρηματοοικονομική ανάλυση του ομίλου ΟΠΑΠ.....	23
Οριζόντια ανάλυση	25
Ανάλυση τάσης	27
Κάθετη ανάλυση	29
Ανάλυση Αριθμοδεικτών	31
Αριθμοδείκτες ρευστότητας	31
Αριθμοδείκτες δραστηριότητας.....	34
Αριθμοδείκτες δανειακής επιβάρυνσης.....	38
Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας.....	44
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5	51
Αποτίμηση ομίλου ΟΠΑΠ.....	51
Εναλλακτικοί τρόποι προσέγγισης της αξίας.....	53
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6	56
Συμπεράσματα	56
Βιβλιογραφία	57
Πίνακας 1: Διαχρονική Ανάλυση Ισολογισμού για τα έτη 2015-2021	25
Πίνακας 2: Διαχρονική Ανάλυση Αποτελεσμάτων χρήσης για τα έτη 2015-2021	26
Πίνακας 3: Ανάλυση Τάσης Ισολογισμού για τα έτη 2015-2021.....	28
Πίνακας 4: Ανάλυση Τάσης Αποτελεσμάτων χρήσης για τα έτη 2015-2021	29
Πίνακας 5: Κάθετη Ανάλυση Ισολογισμού για τα έτη 2015-2021.....	30
Πίνακας 6: Κάθετη Ανάλυση Αποτελεσμάτων Χρήσης για τα έτη 2015-2021	31
Πίνακας 7: Μεταβολή κεφαλαίου κίνησης.....	51
Πίνακας 8: Ελεύθερες ταμειακές ροές.....	52

Πίνακας 9: Προεξοφλημένες ταμειακές ροές	53
Πίνακας 10: Οργανικά κέρδη	54
Πίνακας 11: Μέθοδος P/E	54
Πίνακας 12: Μέθοδος υπερπροσόδου	55
Πίνακας 13: Σύγκριση μεθόδων	55

Διάγραμμα 1: Δείκτης γενικής ρευστότητας	32
Διάγραμμα 2: Δείκτης άμεσης ρευστότητας.....	33
Διάγραμμα 3: Κεφάλαιο κίνησης	34
Διάγραμμα 4: Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων.....	35
Διάγραμμα 5: Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού	36
Διάγραμμα 6: Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Παγίων	37
Διάγραμμα 7: Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Απαιτήσεων	38
Διάγραμμα 8: Δείκτης Συνολικής Δανειακής Επιβάρυνσης.....	39
Διάγραμμα 9: Δείκτης Μακροχρόνιας Δανειακής Επιβάρυνσης	40
Διάγραμμα 10: Δείκτης Ίδια Προς Ξένα Κεφάλαια	41
Διάγραμμα 11: Δείκτης Κυκλοφοριακού Ενεργητικού	42
Διάγραμμα 12: Δείκτης Παγίων προς Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων.....	43
Διάγραμμα 13: Δείκτης Κάλυψης Χρηματοοικονομικών Δαπανών	44
Διάγραμμα 14: Δείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους	45
Διάγραμμα 15: Δείκτης Λειτουργικού Περιθωρίου Κέρδους	46
Διάγραμμα 16: Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους.....	47
Διάγραμμα 17: Περιθώρια Κέρδους Ομίλου ΟΠΑΠ	47
Διάγραμμα 18: Δείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού (ROA).....	48
Διάγραμμα 19: Σχέση Δεικτών με ROA.....	49
Διάγραμμα 20: Δείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)	50

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

Εισαγωγή

Η αξία αποτυπώνει τα καθαρά οφέλη μίας επένδυσης ενώ η τιμή το αντίτιμο που πρέπει να καταβληθεί για να πραγματοποιηθεί η επένδυση. Όταν η αξία μίας επένδυσης υπερβαίνει την τιμή της, τότε ο αγοραστής ευνοείται από το κόστος ευκαιρίας. Αντιθέτως, ευνοείται ο πωλητής όταν η τιμή υπερβαίνει την αξία. Εφόσον η αξία ταυτίζεται με την τιμή τότε η συναλλαγή είναι αμοιβαίως επωφελής. Συνεπώς, ενώ η τιμή είναι αμιγώς αντικειμενική έννοια, η αξία είναι ένα υποκειμενικό μέγεθος. Η τιμή είναι ένα μέγεθος που καθορίζεται από την αγορά σε δεδομένη χρονική στιγμή, ενώ για την αξία υπάρχουν διάφοροι μέθοδοι αποτίμησης που συνήθως καταλήγουν σε διαφορετικό ύψος αξίας. Σύμφωνα με τον Warren Buffet, η τιμή είναι αυτό που πληρώνεις, η αξία είναι αυτό που αποκτάς¹.

Η αξία της επιχείρησης δεν εκφράζεται από την περιουσία της. Η αξία αφορά τα κέρδη της επιχείρησης, τόσο τα παρελθοντικά όσο και τα μελλοντικά. Τα κέρδη μιας επιχείρησης είναι που επηρεάζουν τη φήμη, την πελατεία, την οργάνωση και άλλα στοιχεία του ενεργητικού της που δεν περιλαμβάνονται στην περιουσία της.

Οι Pratt & Niculita (2005) απαρίθμησαν και ανέπτυξαν τα εξής είδη αξίας:

- **Αγοραία αξία (Fair Market Value):** Η τιμή (αξία) εκφρασμένη σε ρευστά ισοδύναμα (cash equivalents) στα οποία μία περιουσία αλλάζει χέρια μεταξύ ενός υποτιθέμενου, πρόθυμου και ικανού (willing and able) πωλητή και ενός υποτιθέμενου, πρόθυμου και ικανού αγοραστή, οι οποίοι συναλλάσσονται σε μία ανοικτή αγορά, χωρίς καμία πίεση (εξαναγκασμό) να πουλήσουν ή να αγοράσουν και έχουν και οι δύο ικανή γνώση των σχετικών διαδικασιών.
- **Επενδυτική Αξία (Investment Value):** Η αξία για κάποιον συγκεκριμένο επενδυτή η οποία βασίζεται στις ατομικές επενδυτικές του προσδοκίες και απαιτήσεις.
- **Πραγματική (εσωτερική) αξία (Intrinsic ή Fundamental Value):** Η αξία που βασίζεται κυρίως στη θεμελιώδη ανάλυση (Fundamental Analysis) και είναι βασισμένη σε εκτιμήσεις και υπολογισμούς διαθέσιμων στοιχείων και δεδομένων σχετικών με την επιχείρηση.
- **Δίκαιη ή εύλογη αξία (Fair Value) για οικονομικές αναφορές:** Είναι η αξία που θα μπορούσε να αποκτηθεί για ένα περιουσιακό στοιχείο ή να πληρωθεί για μία υποχρέωση. Είναι η αξία που χρησιμοποιείται στις οικονομικές καταστάσεις όταν αυτές καθορίζονται σύμφωνα με τη λογιστική της εύλογης αξίας (fair value accounting).

Η αξία μιας επιχείρησης δεν είναι σταθερή αλλά μεταβάλλεται και επηρεάζεται από διάφορους παράγοντες όπως ο πληθωρισμός, τα επιτόκια και η ρευστότητα της αγοράς

¹ <http://www.brainyquote.com/quotes/quotes/w/warrenbuff149692.html>

(Fisher & Stanley, 1981). Ο πληθωρισμός και τα επιτόκια έχουν αρνητική σχέση με την αξία της επιχείρησης. Όταν αυξάνονται, η αξία μειώνεται και το αντίστροφο. Η ρευστότητα έχει θετική σχέση, καθώς όταν αυξάνεται, αυξάνεται και η αξία της επιχείρησης (Λαζαρίδης, 2005). Σύμφωνα με τους Brealey, Myers, & Marcus (2011), οι τέσσερις παράγοντες που διαμορφώνουν την αξία του χρήματος στο χρόνο είναι ο πληθωρισμός, οι ευκαιρίες κατανάλωσης και επένδυσης (κόστος ευκαιρίας) και ο κίνδυνος.

Υπάρχουν και άλλοι παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν την αξία της επιχείρησης. Σύμφωνα με τον Σφαρνά (1993), οι βασικότεροι είναι:

- Τα σχέδια της επιχείρησης για το μέλλον όπως μια μελλοντική επένδυση ή μια νέα δραστηριότητα.
- Το διοικητικό πλαίσιο της εταιρείας όπως η τεχνογνωσία, το δίκτυο και οι επιχειρησιακές δυνατότητες των στελεχών μιας επιχείρησης.
- Το οργανωτικό πλαίσιο της εταιρείας, καθώς η οργάνωση μιας εταιρείας και οι αλλαγές σε αυτήν, μπορεί να οδηγήσουν είτε σε θετικές είτε σε αρνητικές επιπτώσεις.
- Η τοποθέτηση της εταιρείας στην αγορά. Πολλές φορές η φήμη και η επιτυχία στην αγορά αποτελούν πολύτιμο εφόδιο για την προώθηση σε νέες δραστηριότητες ακόμη και εάν δεν σχετίζονται καθόλου με την αρχική δραστηριότητα αυτής.
- Το δίκτυο πωλήσεων της εταιρείας.
- Η μερισματική πολιτική, παράγοντας που επηρεάζει τους επενδυτές. Αποτελεί θέμα μεγάλου ενδιαφέροντος η συχνότητα και το ποσοστό των μερισμάτων. Αυτό αφορά κυρίως μη εισηγμένες επιχειρήσεις, καθώς σε αντίθετη περίπτωση ο επενδυτής μπορεί να ρευστοποιήσει τις μετοχές του.

Συνεπώς, η αξία μίας επένδυσης είναι συνάρτηση του καθαρού οφέλους της χρονικής αξίας του χρήματος. Άρα, η αξία μίας επένδυσης είναι η προεξοφλημένη αξία των οφελών της.

Αποτίμηση (valuation) ορίζεται η διαδικασία εκτίμησης της σημερινής πραγματικής αξίας ενός περιουσιακού στοιχείου, μιας επιχείρησης ή ενός αξιόγραφου που βασίζεται σε δεδομένα σχετικά με αυτά τα περιουσιακά στοιχεία αλλά και των μελλοντικών απολαβών που θα έχει κάποιος από την απόκτηση και κατοχή τους (Λαζαρίδης & Παπαδόπουλος, 2005). Υπάρχουν πολλά υποδείγματα αποτίμησης και τα διαφορετικά συμπεράσματα που προκύπτουν από την εφαρμογή τους, καθιστούν προβληματική τη λήψη αποφάσεων. Ως εκ τούτου, η αποτίμηση χαρακτηρίζεται από υποκειμενικότητα. Συνεπώς είναι σημαντικό κατά τη διαδικασία της αποτίμησης να εφαρμόζονται τουλάχιστον δύο μέθοδοι για να μειωθεί η μεροληψία.

Τα μοντέλα αποτίμησης χρησιμοποιούνται για τη σωστή επιλογή μετοχών, την εξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με τις προσδοκίες της αγοράς, την αξιολόγηση εταιρικών γεγονότων, την απόδοση «δίκαιων» αποφάσεων που έχουν παρθεί από τη διοίκηση της

εταιρίας, την αξιολόγηση επιχειρηματικών στρατηγικών και μοντέλων, και την αξιολόγηση ιδιωτικών επενδύσεων και επιχειρήσεων (Mayer, 1986).

Σύμφωνα με τον Damodaran (1996), η αποτίμηση βάσει της προεξόφλησης ταμειακής ροής γίνεται με δύο τρόπους. Ο πρώτος αφορά εταιρίες υπό την υπόθεση ότι χρηματοδοτούνται αποκλειστικά με ίδια κεφάλαια ενώ ο δεύτερος αφορά την αποτίμηση επιχειρήσεων λαμβάνοντας υπόψη και τις υπόλοιπες πηγές χρηματοδότησης. Η πρώτη περίπτωση αποτελεί την αποτίμηση ιδίων κεφαλαίων ενώ η δεύτερη περίπτωση αφορά την αποτίμηση εταιρίας. Η παρούσα εργασία, επικεντρώνεται στην αποτίμηση της εταιρίας ως σύνολο καθώς το θεωρητικό υπόβαθρο των δύο περιπτώσεων είναι παρόμοιο και επιπλέον η συντριπτική πλειοψηφία των εισηγμένων εταιριών χρησιμοποιούν ξένα κεφάλαια στο χρηματοδοτικό μείγμα τους.

Η αποτίμηση οδηγεί σε τρία πιθανά σενάρια για την αξία της μετοχής/επιχείρησης. Η μετοχή έχει μια δίκαιη τιμή (fair value), συνεπώς η υπολογιζόμενη αξία είναι ίση με την αγοραία. Η μετοχή είναι υποτιμημένη (undervalued), συνεπώς η υπολογιζόμενη αξία είναι μεγαλύτερη της αγοραίας. Η μετοχή είναι υπερτιμημένη (overvalued), συνεπώς η υπολογιζόμενη αξία είναι μικρότερη της αγοραίας. Η διαδικασία της αποτίμησης πρέπει να λαμβάνει υπόψη την κατανόηση της οικονομικής μονάδας που εξετάζεται, την πρόβλεψη της επίδοσης της εταιρίας, την επιλογή του κατάλληλου μοντέλου αποτίμησης, τη μετατροπή της πρόβλεψης σε αποτίμηση, και την υλοποίηση της κατάλληλης επενδυτικής πρότασης (Λαζαρίδης Θ., 2005).

Ο Damodaran (1996), πρότεινε τρεις μεθόδους αποτίμησης: α) προεξόφληση ταμειακών ροών (discounted cash flow valuation), β) σχετική αποτίμηση (relative valuation) και γ) αποτίμηση με βάση τα υποδείγματα αποτίμησης δικαιωμάτων προαίρεσης (option pricing models). Στην πρώτη μέθοδο εκτιμώνται οι μελλοντικές ταμειακές ροές μίας επένδυσης και προ εξοφλούνται με κάποιο επιτόκιο για να υπολογιστεί η παρούσα αξία της επένδυσης. Η δεύτερη μέθοδος συνίσταται στην αποτίμηση όλων των καθαρών οφελών που μπορεί να προκύψουν στο μέλλον από την κτήση κάποιας επένδυσης. Στην τρίτη μέθοδο, η αξία μίας επένδυσης προσδιορίζεται κατόπιν σύγκρισης κάποιων μεταβλητών παρόμοιων επενδύσεων. Κάθε μέθοδος στηρίζεται σε διαφορετικές υποθέσεις. Οι Benninga & Sarig (1997), πρότειναν τη χρήση πολλών μεθόδων αποτίμησης για τον υπολογισμό της αξίας μιας επένδυσης, και εστίασαν στην «ασφάλεια» της αποτίμησης, όταν οι επιμέρους μέθοδοι συγκλίνουν σε παρόμοια συμπεράσματα.

Οι πιο κοινοί μέθοδοι αποτίμησης είναι η μέθοδος της καθαρής περιουσιακής θέσης, η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών, η μέθοδος της καθαρής περιουσιακής θέσης προσαυξημένης με την κεφαλαιοποιημένη υπερπρόσοδο των τελευταίων ή των επόμενων πέντε ετών, και η μέθοδος της προστιθέμενης αξίας. Γνωστές μέθοδοι είναι και η μέθοδος των κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών σε διάφορες παραλλαγές, η μέθοδος της χρηματιστηριακής τιμής, η μέθοδος της συγκριτικής ανάλυσης εισηγμένων εταιριών και χρήσης δεικτών κεφαλαιαγοράς και η μέθοδος των συγκριτικών συναλλαγών.

Στη διεθνή βιβλιογραφία έχουν εντοπιστεί διάφοροι «μύθοι» σχετικά με την αποτίμηση. Ο Damodaran (2001), εντόπισε δώδεκα μύθους όπως ότι η αποτίμηση παράγει ακριβή αποτελέσματα και δίνει ακριβείς απαντήσεις, ότι είναι πολύπλοκη διαδικασία και υπάρχουν εκατοντάδες μοντέλα και μέθοδοι διαθέσιμα. Επίσης ότι οι ζημιόγones επιχειρήσεις δεν μπορούν να αποτιμηθούν αν λειτουργούν λίγα χρόνια και ότι οι λογιστές ξέρουν να υπολογίζουν τα κέρδη. Ένας επιπλέον μύθος είναι ότι το επιτόκιο δανεισμού ισούται με το κόστος δανεισμού και ότι η χρήση των λογιστικών δεικτών και μεγεθών για τον υπολογισμό της αξίας του μετοχικού κεφαλαίου ή του κόστους δανεισμού είναι συντηρητική. Στους «μύθους» συμπεριλαμβάνεται η άποψη ότι τα κρατικά αξιόγραφα δεν εμπεριέχουν κινδύνους και ότι οι συντελεστές beta υπολογίζονται με παλινδρόμηση, καθώς και το ασφάλιστρο κινδύνου μπορεί να υπολογιστεί με σχετική ακρίβεια. Επίσης, η πεποίθηση ότι σημασία έχει το αποτέλεσμα και όχι η διαδικασία της αποτίμησης, αλλά και ότι οι καταστάσεις ταμειακών ροών παρουσιάζουν όλες τις πληροφορίες για τον υπολογισμό των κεφαλαιουχικών δαπανών, αποτελούν άλλους δύο μύθους. Οι τελευταίοι τρεις μύθοι αναφέρονται στην προσέγγιση ότι οι προσδοκώμενοι ρυθμοί ανάπτυξης στην αποτίμηση θεωρούνται εξωγενείς μεταβλητές, πως η προεξόφληση των ταμειακών ροών είναι το τελικό στάδιο της αποτίμησης και ότι μια καλά τεκμηριωμένη αποτίμησης της αξίας της επιχείρησης ισχύει επ' αόριστο.

Σκοπός της παρούσας διπλωματικής είναι η αποτίμηση του ομίλου ΟΠΑΠ σε σημερινές τιμές χρησιμοποιώντας 4 μεθόδους αποτίμησης. Ειδικότερα, χρησιμοποιούνται η μέθοδος της προεξόφλησης των ταμειακών ροών (DCF), η μέθοδος της χρηματιστηριακής τιμής προς τα κέρδη ανά μετοχή (P/E), η μέθοδος της κεφαλαιοποίησης των οργανικών κερδών και η μέθοδος της υπερπροσόδου. Για την εύρεση της δίκαιης τιμής του ομίλου ΟΠΑΠ χρησιμοποιήθηκε ίση στάθμιση μεταξύ των 4 μεθόδων καθώς επίσης και διαφορετική στάθμιση.

Στο πρώτο κεφάλαιο, αναπτύσσεται η έννοια της αξίας και της αποτίμησης. Στο δεύτερο κεφάλαιο, παρουσιάζεται η βιβλιογραφική έρευνα αναφορικά με τους λόγους και τις συνθήκες κάτω από τις οποίες διενεργείται η αποτίμηση μιας εταιρίας. Επίσης περιγράφονται οι μέθοδοι αποτίμησης. Στο τρίτο κεφάλαιο, αναπτύσσονται οι μαθηματικοί τύποι που θα χρησιμοποιηθούν στην εμπειρική ανάλυση. Στο τέταρτο κεφάλαιο, γίνεται μια σύντομη παρουσίαση του ομίλου ΟΠΑΠ, καθώς και των κινδύνων που αντιμετωπίζει, αλλά και η χρηματοοικονομική ανάλυση του με τη χρήση οριζόντιας και κάθετης ανάλυσης, καθώς και ανάλυση τάσης. Επίσης διενεργείται ανάλυση χρηματοοικονομικών δεικτών. Στο πέμπτο κεφάλαιο, εφαρμόζεται εμπειρικά η μέθοδος αποτίμησης προεξοφλημένων ταμειακών ροών. Επιπλέον, εφαρμόζονται οι μέθοδοι της κεφαλαιοποίησης των οργανικών κερδών, υπερπροσόδων και του δείκτη P/E. Τέλος, στο έκτο κεφάλαιο συγκρίνονται τα αποτελέσματα των μεθόδων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

Βιβλιογραφική Επισκόπηση

Στη διεθνή βιβλιογραφία, τα υποδείγματα αποτίμησης διακρίνονται σε απόλυτα και σχετικά. Τα απόλυτα υποδείγματα χρησιμοποιούν βασικά δεδομένα της επιχείρησης για τον υπολογισμό της παρούσας αξίας των μελλοντικών εκτιμώμενων ροών. Τα σχετικά υποδείγματα αποτίμησης έχουν τη βάση τους στην σύγκριση των επιχειρήσεων μεταξύ τους με τη χρήση αριθμοδεικτών. Τα βασικά απόλυτα υποδείγματα αποτίμησης είναι:

- 1) Μέθοδος προεξόφλησης ταμειακών ροών (Discount cashflow model - DCF)
- 2) Μέθοδος προεξόφλησης μερισμάτων (Dividend discount model - DDM)
- 3) Μέθοδος υπολειμματικών κερδών (Residual income valuation model)
- 4) Μέθοδος αποτίμησης βάση πολλαπλάσιων (Multipliers).

Η αποτίμηση επιχείρησης με την μέθοδο της προεξόφλησης ταμειακών ροών (DCF) θεωρείται η συχνότερη μέθοδος αποτίμησης. Συχνή είναι η χρήση και της μεθόδου προεξόφλησης μερισμάτων (DDM). Η πρώτη μέθοδος είναι εφαρμόσιμη σε όλες τις περιπτώσεις σε αντίθεση με την προεξόφληση μερισμάτων η οποία δεν έχει εφαρμογή στην περίπτωση που η επιχείρηση δεν πληρώνει μερίσματα (Damodaran, 2011). Σύμφωνα με αυτή τη μέθοδο η αξία της επιχείρησης ισούται με το άθροισμα της παρούσας αξίας (present value – PV) των μελλοντικών ταμειακών ροών (cash flows) που αναμένεται να εμφανιστούν σε βάθος ορισμένων ετών συν την παρούσα αξία της υπολειμματικής αξίας (residual value) της επιχείρησης στο τέλος αυτών των ετών. Οι παρούσες αξίες υπολογίζονται με βάση τον συντελεστή προεξόφλησης (discount rate), ο οποίος στηρίζεται στο προεξοφλητικό επιτόκιο που αντικατοπτρίζει τον κίνδυνο που αναλαμβάνει η συγκεκριμένη επιχείρηση (Damodaran, 2010).

Σύμφωνα με τους Miller & Modigliani (1961), η προσέγγιση DCF μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την αποτίμηση μιας ολόκληρης επιχείρησης, αντιμετωπίζοντάς την ως συνδυασμό πολλών έργων. Για τον προσδιορισμό της σταθερής αξίας, υπολογίζεται η παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών από το σύνολο των έργων στις δραστηριότητες της επιχείρησης. Οι ταμειακές ροές μπορούν να υπολογιστούν χρησιμοποιώντας τα μερίσματα, τις ελεύθερες ταμειακές ροές (FCF) ή τα λογιστικά κέρδη.

Το DCF μπορεί να υλοποιηθεί μέσω τεσσάρων βημάτων σύμφωνα με τον Penman (2010). Στο πρώτο στάδιο, οι ελεύθερες ταμειακές ροές της εταιρίας εκτιμώνται για ένα δεδομένο έτος. Το δεύτερο στάδιο περιλαμβάνει τον καθορισμό του μέσου σταθμισμένου κόστους κεφαλαίου (WACC), το οποίο χρησιμοποιείται ως προεξοφλητικό επιτόκιο, για να προσδιοριστεί η καθαρή παρούσα αξία τους (NPV). Επιπλέον, στο τρίτο στάδιο

εκτιμάται η συνεχιζόμενη αξία στο τέλος του χρονικού ορίζοντα, και στο τέταρτο στάδιο, καθορίζεται η αξία της επιχείρησης.

Η καθαρή ταμιακή ροή (net cash flow) μίας επένδυσης σε μία συγκεκριμένη χρονική περίοδο ορίζεται ως η διαφορά μεταξύ ταμειακών εισροών (cash inflows) και ταμειακών εκροών (cash outflows) (Penman, 2010). Οι ταμειακές εισροές περιλαμβάνουν τα διάφορα οφέλη που προσδοκούνται ενώ οι ταμειακές εκροές περιλαμβάνουν οποιαδήποτε ταμιακή εκροή π.χ. έξοδα διαφημίσεων. Οι ταμειακές εκροές δεν πρέπει να περιλαμβάνουν τους χρεωστικούς τόκους για τη χρηματοδότηση καθώς συμπεριλαμβάνονται στο μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου. Συνεπώς, αν προστεθούν στις ταμειακές εκροές, θα έχουν υπολογιστεί δύο φορές. Ως εκ τούτου, η απόφαση της χρηματοδότησης είναι ανεξάρτητη από την απόφαση της επένδυσης.

Οι ταμειακές ροές διακρίνονται σε Λειτουργικές και Ελεύθερες. Οι λειτουργικές ταμειακές ροές (operational cash flows – OCF) ισούνται με το άθροισμα των λειτουργικών κερδών και των αποσβέσεων, μείον τους φόρους, συν την αλλαγή στο κεφάλαιο κίνησης. Ως κεφάλαιο κίνησης ορίζεται η διαφορά κυκλοφορούντος ενεργητικού και βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Οι λειτουργικές ταμειακές ροές παρέχουν ενδείξεις για την «ποιότητα» των κερδών που παρουσιάζει η επιχείρηση. Ο έλεγχος αυτός είναι κρίσιμος καθώς οι οικονομικές καταστάσεις μπορεί να εμφανίζουν την επιχείρηση κερδοφόρα αλλά να αντιμετωπίζει πρόβλημα ρευστότητας.

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές (free cash flows – FCF) ισούνται με τις λειτουργικές ταμειακές ροές μείον τις κεφαλαιουχικές δαπάνες. Οι ελεύθερες ταμειακές ροές είναι τα χρήματα που απομένουν στην επιχείρηση από τα κέρδη που παρήγαγε, αφού αφαιρεθούν το επενδυτικό κεφάλαιο και το κεφάλαιο κίνησης. Σύμφωνα με τους Brealey, Myers, & Marcus (2011), ως ελεύθερη ταμιακή ροή ορίζεται “το ποσό μετρητών που θα μπορούσε να διανεμηθεί σε όλους τους επενδυτές (υπό την έννοια των χρηματοδοτών) ξένων και ιδίων κεφαλαίων μετά την αφαίρεση των απαραίτητων μετρητών για νέες επενδύσεις ή αυξήσεις του κεφαλαίου κίνησης”. Ο υπολογισμός τους γίνεται λαμβάνοντας τα κέρδη προ τόκων και φόρων, προσθέτοντας τις αποσβέσεις και αφαιρώντας τις κεφαλαιουχικές δαπάνες, πλην της αλλαγής στο κεφάλαιο κίνησης και μείον μεταβολές σε άλλα περιουσιακά στοιχεία. Οι FCF είναι ανεξάρτητες της μόχλευσης και καθορίζουν την ικανότητα μιας επιχείρησης να εξοφλήσει το χρέος και τις απαιτήσεις της σε μετοχές (Penman, 2010). Συνεπώς, οι FCF δεν εξαρτώνται από το μείγμα χρηματοδότησης (Koller, Goedhart, & Wessels, 2005).

Οι FCF αποτελούν έναν αξιόπιστο δείκτη της επιχείρησης να δημιουργεί ταμιακά διαθέσιμα και, συνεπώς κέρδη. Μια αρνητική ελεύθερη ταμιακή ροή δε συνεπάγεται ότι οι δραστηριότητες της εταιρίας είναι ασύμφορες αλλά θα μπορούσε να είναι μια ένδειξη ότι η εταιρία αναπτύσσεται γρήγορα και ότι έχει προβεί σε μεγάλες επενδύσεις. Η γρήγορη ανάπτυξη είναι καλή για την επιχείρηση όσο κερδίζει περισσότερο από το κόστος του κεφαλαίου για τις επενδύσεις της. Οι FCF διακρίνονται σε ελεύθερες ταμιακές ροές προς την επιχείρηση (Free Cash Flow to the Firm/ FCFF) και ελεύθερες ταμιακές ροές προς τους μετόχους (Free Cash Flows to the Equity/ FCFE).

Οι FCFF είναι οι ταμειακές ροές που είναι διαθέσιμες προς όλους όσους προσφέρουν κεφάλαιο στην επιχείρηση αφού έχουν ήδη εξοφληθεί όλα τα λειτουργικά έξοδα (με τους φόρους) και έχουν καλυφθεί οι απαιτήσεις σε κεφάλαιο κίνησης και επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου. Σύμφωνα με το CFA Institute², υπολογίζονται ως εξής:

$$FCFF = OCF + \text{Int}(1 - \text{Tax rate}) - \text{FCInv} \text{ όπου}$$

OCF (Operating Cash Flows): Λειτουργικές Ταμειακές Ροές

FCInv (Fixed Capital Investments): Κεφαλαιακές Δαπάνες, Επενδύσεις σε πάγιο ενεργητικό

Int (1-Tax rate): Καταβεβλημένα μετά φόρων χρηματοοικονομικά έξοδα.

Οι FCFE είναι οι ταμειακές ροές που είναι διαθέσιμες προς τους κατόχους κοινών μετοχών αφού έχουν εξοφληθεί τα λειτουργικά έξοδα, το αρχικό κεφάλαιο και οι τόκοι του, οι επενδύσεις του κεφαλαίου κίνησης και του πάγιου κεφαλαιουχικού εξοπλισμού. Σύμφωνα με το CFA Institute², υπολογίζονται ως εξής:

$$FCFE = OCF - \text{FCInv} + \text{Net borrowing}$$

όπου Net borrowing: Καθαρός δανεισμός

Όπως προαναφέρθηκε, απαραίτητος παράγοντας για την αποτίμηση με τη μέθοδο των ταμειακών ροών, είναι η υπολειμματική αξία. Αν μια επιχείρηση αναμένεται να συνεχίσει να λειτουργεί και μετά από την περίοδο της πρόβλεψης θα πρέπει να υπολογιστεί η αξία για την υπόλοιπη μελλοντική περίοδο, η οποία αποτελεί την υπολειμματική της αξία. Ουσιαστικά είναι η αξία της επιχείρησης για το υπόλοιπο διάστημα πέραν του οριζόμενου, και υπολογίζεται με τη χρήση της ταμειακής ροής του τελευταίου έτους πρόβλεψης συναρτήσει ενός ρυθμού αύξησης της για τα μελλοντικά έτη. Ο υπολογισμός της εμπεριέχει μεγάλο βαθμό κινδύνου, γιατί αναφέρεται σε ροές που θα πραγματοποιηθούν στον μακροχρόνιο ορίζοντα. Η υπερεκτίμηση ή υποεκτίμηση των μελλοντικών δυνατοτήτων της επιχείρησης οδηγεί στον υπολογισμό μιας μεγαλύτερης ή μικρότερης παρούσας αξίας σήμερα.

Ως προεξοφλητικό επιτόκιο ορίζεται η απαιτούμενη απόδοση από τη συγκεκριμένη επένδυση. Οι Brealey, Myers, & Marcus (2011) το ορίζουν ως την ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση που επιθυμούν οι επενδυτές της εταιρίας. Η συγκεκριμένη απόδοση εξαρτάται από τον κίνδυνο που αναλαμβάνει ο επενδυτής. Όσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος που θα αναλάβει ο επενδυτής τόσο μεγαλύτερο απαιτεί να είναι το προεξοφλητικό επιτόκιο το οποίο θα τον αποζημιώσει για το μέγεθος του κινδύνου που αναλαμβάνει. Το ποσοστό προεξόφλησης υπολογίζεται με βάση το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (Weighted Average Cost of Capital - WACC). Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου είναι ο συντελεστής προεξόφλησης που χρησιμοποιούμε για να μεταφέρουμε τις επιθυμητές μελλοντικές αναμενόμενες ταμειακές ροές στο σήμερα. Είναι το σταθμισμένο άθροισμα του κόστους, ιδίων και δανειακών κεφαλαίων (κόστος ξένων κεφαλαίων). Για τον

² https://www.cfainstitute.org/learning/products/publications/inv/Documents/ifsa_chapter_6.pptx

υπολογισμό του, λαμβάνονται υπόψη το μετά φόρων κόστος των ξένων κεφαλαίων, το κόστος των ιδίων κεφαλαίων και η κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρίας (Koller, Goedhart, & Wessels, 2005). Η κυριότερη δυσκολία στον υπολογισμό του WACC είναι ο συγχρονισμός του κόστους κεφαλαίου με τις ταμειακές ροές (Koller, Goedhart, & Wessels, 2005). Στο επόμενο κεφάλαιο, αναλύεται διεξοδικά ο τρόπος υπολογισμού.

Το κόστος δανειακών κεφαλαίων είναι το επιτόκιο που πληρώνει μια επιχείρηση για να δανειστεί χρήματα. Σύμφωνα με τον Damodaran (2010), υπάρχουν τρεις παράγοντες που απαιτούνται για τον υπολογισμό του κόστους των δανειακών κεφαλαίων: το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου, το περιθώριο αθέτησης (spread) και ο εταιρικός φορολογικός συντελεστής. Το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου συζητείται παρακάτω σε σχέση με το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (CAPM).

Το spread μπορεί να προσδιοριστεί με τρεις τρόπους, που έχουν επιλεγεί ανάλογα με την εταιρία που θα αξιολογούνται: α) εάν μια εταιρία έχει εξαιρετικά ομόλογα, τότε μπορεί να υπολογιστεί το κόστος του χρέους εφαρμόζοντας το ισχύον επιτόκιο της αγοράς (απόδοση μέχρι τη λήξη, YTM) για τα μακροπρόθεσμα ομόλογα της εταιρίας (Steiger, 2010), β) εάν μια επιχείρηση έχει αξιολογήσεις των ομολόγων από τους οργανισμούς αξιολόγησης (Moody, Standard & Poor (S&P)), τότε μπορεί να προσδιοριστεί με βάση τις αξιολογήσεις (Steiger, 2010), και γ) εάν η επιχείρηση δεν έχει αξιολογηθεί, μια τεχνητή αξιολόγηση μπορεί να γίνει με βάση ποσοστό κάλυψης της επιχείρησης (EBIT/Εξόδα) (Damodaran, 2010).

Σχετικά με τον φορολογικό συντελεστή, οι πληρωμές τόκων για το χρέος αφαιρούνται από το εισόδημα πριν καθοριστεί ο φόρος. Ο φορολογικός συντελεστής λαμβάνεται υπόψη εξαιτίας της φοροαπαλλαγής που επιτυγχάνεται από τη χρηματοδότηση με ξένα κεφάλαια. Συνεπώς, το κόστος των ξένων κεφαλαίων δεν είναι ίσο με το ονομαστικό αλλά μειωμένο κατά το ποσοστό του εταιρικού φορολογικού συντελεστή (Brealey, Myers, & Marcus, 2011).

Σύμφωνα με τον Damodaran (2010), το κόστος δανεισμού μετά φόρων ισούται με το άθροισμα του μηδενικού επιτοκίου και του spread, πολλαπλασιασμένο με τη μονάδα μείον τον φορολογικό συντελεστή. Αν ο φορολογικός συντελεστής εξαρτάται από το ύψος των φορολογητέων κερδών και δεν είναι σταθερός, τότε συνιστάται η χρήση του συντελεστή για το αντίστοιχο επίπεδο κερδών, δηλαδή ο οριακός φορολογικός συντελεστής.

Το κόστος των ιδίων κεφαλαίων μπορεί να υπολογιστεί με τη χρήση του υποδείγματος αποτίμησης των περιουσιακών στοιχείων (CAPM), με το οποίο μπορεί να καθοριστεί το αναμενόμενο ποσοστό απόδοσης των μετοχών μιας επιχείρησης. Εκτός του CAPM, υπάρχουν άλλα δύο μοντέλα αποτίμησης: το υπόδειγμα των τριών παραγόντων των Fama & French, (1998), και η θεωρία τιμολόγησης του αρμπιτράζ (arbitrage pricing theory - APT) (Koller, Goedhart, & Wessels, 2005). Η κύρια διαφορά μεταξύ αυτών των μοντέλων είναι ο τρόπος με τον οποίο προσδιορίζουν τον κίνδυνο μιας μετοχής. Το CAPM, θεωρεί ότι ο κίνδυνος μιας μετοχής εξαρτάται από την ευαισθησία της στο

χρηματιστήριο, το μοντέλο των Fama και French (FF) ισχυρίζεται ότι ο κίνδυνος μιας μετοχής βασίζεται στην ευαισθησία της, στη χρηματιστηριακή αγορά, σε ένα χαρτοφυλάκιο με βάση το μέγεθος της επιχείρησης και σε ένα χαρτοφυλάκιο βασισμένο στις αποδόσεις της αγοράς.

Το CAPM εισήχθη από τον Sharpe (1964), Linter (1965) και με βάση τη θεωρία χαρτοφυλακίου του Markowitz (1952), εξηγεί τη σχέση μεταξύ κινδύνου και προσδοκώμενης απόδοσης. Με βάση το CAPM, η αναμενόμενη απόδοση μιας μετοχής προσδιορίζεται από τη διαχρονική αξία του χρήματος και το ασφάλιστρο κινδύνου. Η διαχρονική αξία του χρήματος αντιπροσωπεύεται από το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου (risk free rate - r_f) και κατά κανόνα, ταυτίζεται με την απόδοση των μακροχρόνιων κρατικών ομολόγων. Ασφάλιστρο κινδύνου είναι η επιπλέον απόδοση που απαιτούν οι επενδυτές για ανάληψη κινδύνου, και εξαρτάται από το μέτρο του κινδύνου και το ασφάλιστρο κινδύνου αγοράς. Ουσιαστικά είναι η διαφορά ανάμεσα στην απόδοση της αγοράς και του επιτοκίου άνευ κινδύνου. Επιπλέον, ο κίνδυνος αποτελεί το άθροισμα του ιδιοσυγκρατικού, ή αλλιώς μοναδικού κινδύνου και του κινδύνου αγοράς (συστηματικός κίνδυνος). Ο ιδιοσυγκρατικός κίνδυνος είναι συγκεκριμένος για τη συγκεκριμένη επιχείρηση και μπορεί να διαφοροποιηθεί καθώς ο επενδυτής αυξάνει τον αριθμό των τίτλων του χαρτοφυλακίου του. Ο κίνδυνος της αγοράς, οφείλεται σε μακροοικονομικούς παράγοντες όπως οι μεταβολές των επιτοκίων και των συναλλαγματικών ισοτιμιών, που επηρεάζουν το σύνολο της χρηματιστηριακής αγοράς, και δεν μπορεί να διαφοροποιηθεί.

Ένας τρίτος παράγοντας που καθορίζει τον κίνδυνο μιας μετοχής, αφορά την ευαισθησία της μετοχής στις μεταβολές της αγοράς. Αυτός ο παράγοντας αντικατοπτρίζεται στον συντελεστή “βήτα” (beta), οποίος υποδεικνύει αν η απόδοση μιας μετοχής συνδέεται θετικά με την απόδοση της αγοράς, αλλά και το μέγεθος της μεταβολής των αποδόσεων της μετοχής κατόπιν μεταβολής της απόδοσης της αγοράς. Με πιο απλά λόγια, ο συντελεστής β δείχνει προς ποια κατεύθυνση και κατά πόσο θα μεταβληθεί η απόδοση της μετοχής αν μεταβληθεί η απόδοση της αγοράς. Ως εκ τούτου, παρουσιάζει ενδιαφέρον τόσο το πρόσημο όσο και η απόλυτη τιμή του συντελεστή β . Όταν η απόλυτη τιμή είναι μεγαλύτερη (μικρότερη) της μονάδας, τότε η απόδοση της μετοχής μεταβάλλεται σε μεγαλύτερο (μικρότερο) βαθμό από την απόδοση της αγοράς. Όταν η απόλυτη τιμή β ισούται με τη μονάδα, η απόδοση της μετοχής μεταβάλλεται πλήρως αναλογικά με την απόδοση της αγοράς. Όταν η απόλυτη τιμή είναι μηδενική, τότε η απόδοση της μετοχής δε μεταβάλλεται όταν μεταβάλλεται η απόδοση της αγοράς και η περίπτωση αυτή ανταποκρίνεται σε χαρτοφυλάκια επενδύσεων με μηδενικό κίνδυνο (Brealey, Myers, & Marcus, 2011). Το γινόμενο του συντελεστή β και του ασφάλιστρου αγοράς ισοδυναμεί με το ασφάλιστρο κινδύνου (risk premium) το οποίο εκφράζει την υπέρ του επιτοκίου άνευ κινδύνου απόδοση που απαιτεί ένας επενδυτής. Η απαιτούμενη απόδοση υπέρ της απόδοσης άνευ κινδύνου εξαρτάται από το μη συστηματικό κίνδυνο όπως αποτυπώνεται στο συντελεστή β και το συστηματικό κίνδυνο όπως αποτυπώνεται από το ασφάλιστρο κινδύνου αγοράς (Mukherji, 2011).

Το μείγμα χρηματοδότησης επιφέρει μεταβολές στον κίνδυνο που χαρακτηρίζει μια επένδυση ή επιχείρηση. Η αύξηση του δανεισμού πέρα από κάποιο σημείο συνεπάγεται αυξημένη πιθανότητα πτώχευσης, και ο συντελεστής β πρέπει να αναπροσαρμόζεται ώστε να λαμβάνει υπόψη τον εν λόγω κίνδυνο. Ο Fernandez (2003), περιέγραψε την εξίσωση Hamada σύμφωνα με την οποία ο συντελεστής β υπό την παρουσία δανειακής επιβάρυνσης συναρτάται του ποσοστού συμμετοχής των ξένων κεφαλαίων στο χρηματοδοτικό μείγμα, του φορολογικού συντελεστή και του συντελεστή β άνευ δανειακής επιβάρυνσης ως εξής: $\beta L = \beta U * [1 + (1-T_c)*(D/E)]$, όπου βL ο συντελεστής β με δανειακή επιβάρυνση, βU ο συντελεστής β χωρίς δανειακή επιβάρυνση, T_c ο φορολογικός συντελεστής, D η αξία ξένων κεφαλαίων και E η αξία ιδίων κεφαλαίων. Συνεπώς, ο κίνδυνος μίας μετοχής εταιρίας με δανειακά κεφάλαια συνδέεται θετικά με τον κίνδυνο της μετοχής άνευ δανειακών κεφαλαίων, αρνητικά με τον φορολογικό συντελεστή και θετικά με τη σχέση ξένων-ιδίων κεφαλαίων (μόχλευση). Η εξίσωση Hamada αποδεικνύει ότι η θετική επίπτωση της χρηματοδότησης με ξένα κεφάλαια λόγω φοροαπαλλαγής αντισταθμίζεται από τον αυξημένο κίνδυνο πτώχευσης.

Το τρίτο βήμα, της εκτίμησης της συνεχιζόμενης αξίας στο τέλος του χρονικού ορίζοντα ανάλυσης, σύμφωνα με κάποιους αναλυτές είναι το δυσκολότερο εγχείρημα. Σύμφωνα με τον Steiger (2010), η συνεχιζόμενη αξία ευθύνεται για πάνω από το 50% της αξίας της εταιρίας με αποτέλεσμα η αξία να επηρεάζεται σημαντικά από μικρές αλλαγές, διότι σύμφωνα με τους Copeland, Koller, & Murrin (2000) οι επενδύσεις ενώ πραγματοποιούνται εντός του χρονικού ορίζοντα ανάλυσης, δημιουργούν ταμειακές εισροές μετά το τέλος αυτής της περιόδου. Η υπολειμματική αξία μπορεί να υπολογιστεί με δύο τρόπους. Ο Damodaran (2010) υποθέτει ότι η εταιρία ρευστοποιείται στο τέλος της χρονικής περιόδου ανάλυσης, οπότε η τελική αξία ισοδυναμεί με το υποτιθέμενο προϊόν ρευστοποίησης, ενώ ο Russell (2007) υποθέτει ότι η ελεύθερη ταμειακή ροή αυξάνεται με ένα σταθερό ρυθμό μετά το τέλος του χρονικού ορίζοντα της ανάλυσης.

Τέλος, στο τέταρτο βήμα, η αξία (PV) προσδιορίζεται ως το άθροισμα των προεξοφλημένων ταμειακών ροών, όπου το WACC εμπεριέχεται στον συντελεστή προεξόφλησης. Επίσης στην ταμειακή ροή του τελευταίου έτους του χρονικού ορίζοντα της ανάλυσης, προστίθεται η υπολειμματική αξία. Αν αφαιρεθεί η αξία των ξένων κεφαλαίων και των δικαιωμάτων μειοψηφίας από την PV, και διαιρώντας με τον αριθμό των μετοχών, προκύπτει η αξία της μετοχής.

Τα πλεονεκτήματα της DCF έγκειται στο ότι η μέθοδος δεν βασίζεται σε ιστορικά στοιχεία αλλά σε μελλοντικές προσδοκίες/ προβλέψεις, και ότι βασίζεται κυρίως στις εσωτερικές δυνατότητες της επιχείρησης ως προς τις προσδοκίες και τις εκτιμήσεις και δεν επιδέχεται μεγάλη επιρροή από εξωτερικούς παράγοντες. Επίσης λαμβάνει υπ' όψιν τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά κάθε επιχείρησης. Ωστόσο παρουσιάζει και μειονεκτήματα, καθώς απαιτεί περισσότερες παραμέτρους από τις άλλες μεθόδους, είναι απαιτητική ως προς τους υπολογισμούς και το χρόνο. Επιπλέον, το μοντέλο χαρακτηρίζεται από ευαισθησία ως προς τις διακυμάνσεις των υποκειμενικών εκτιμήσεων (Λαζαρίδης Θ, 2005). Επίσης, δεν είναι εφικτή η ποσοτικοποίηση της αξίας που δημιουργείται από

πολιτικές ή στρατηγικές άνευ ταμειακών εκροών όπως η αντικατάσταση ενός στελέχους. Τέλος, οι FCF μπορούν να εμφανιστούν αυξημένες λόγω αναβολής επενδύσεων (Penman, 2010).

Το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων κατά τους Michaud & Davis (1982), προκύπτει από την προεξόφληση των μελλοντικών μερισμάτων βάσει της ελάχιστης απαιτούμενης απόδοσης που καθορίζει ο επενδυτής (Brealey, Myers, & Marcus, 2011). Το υπόδειγμα υποθέτει διαχρονικά σταθερό μέρισμα, που είναι μη ρεαλιστική υπόθεση διότι η δυνατότητα διανομής μερίσματος εξασφαλίζεται από την ύπαρξη ικανών κερδών αλλά και από την διοικητική απόφαση για διανομή μερίσματος. Μία παραλλαγή του υποδείγματος υποθέτει ότι το μέρισμα αυξάνεται κάθε χρονική περίοδο με ένα σταθερό ρυθμό (g). Ο σταθερός ρυθμός ανάπτυξης, αποτελεί εξίσου μη ρεαλιστική υπόθεση καθώς απαιτείται είτε τα κέρδη να αναπτύσσονται με σταθερό ρυθμό και το ποσοστό διανομής μερίσματος να παραμένει αμετάβλητο, είτε τα κέρδη να παραμένουν αμετάβλητα και το ποσοστό διανομής μερίσματος να αναπτύσσεται με σταθερό ρυθμό. Οι Brealey, Myers, & Marcus (2011) ανέπτυξαν το DDM με παρόμοιο τρόπο με το DCF αντικαθιστώντας τις ταμειακές ροές με το μέρισμα. Ως προς την υπολειμματική αξία, υπέθεσαν ότι η μετοχή είτε θα ρευστοποιηθεί στο τέλος του χρονικού ορίζοντα ανάλυσης είτε ότι τα μερίσματα θα αναπτύσσονται με σταθερό ρυθμό μετά το τέλος του χρονικού ορίζοντα ανάλυσης.

Ωστόσο η εν λόγω μέθοδος παρουσιάζει αρκετά μειονεκτήματα. Σύμφωνα με τους Miller & Modigliani (1961) η αξία της επιχείρησης εξαρτάται από τα μελλοντικά κέρδη και όχι από τα μερίσματα, καθώς ο επενδυτής που θα αποκτήσει μία επιχείρηση είναι ελεύθερος να καθορίσει το επίπεδο των μελλοντικών μερισμάτων. Οι Michaud & Davis (1982) υποστήριξαν ότι η μελλοντική εξέλιξη των μερισμάτων δεν εξαρτάται από το παρελθόν τους και ότι δεν ενσωματώνουν ιδιαίτερα χρήσιμη πληροφόρηση για την αποτίμηση της μετοχής ώστε να χρησιμοποιούνται για τέτοιους σκοπούς. Οι Hand & Landsman (2005) υποστήριξαν ότι τα μερίσματα συχνά υπερεκτιμώνται λόγω ασύμμετρης πληροφόρησης ανάμεσα στους “έσω” (insiders) και τους “έξω” (outsiders) της επιχείρησης, με αποτέλεσμα η χρήση τους για την αποτίμηση της μετοχής να μην είναι ορθή. Αντιθέτως, οι Fama & French (1998) και οι Akbar & Stark (2003) απέδειξαν βάσει εμπειρικών ευρημάτων, την ύπαρξη θετικής συσχέτισης ανάμεσα στα μερίσματα και την εταιρική αξία.

Το υπόδειγμα υπολειμματικών κερδών εισήχθη από τον Ohlson (1995). Το υπολειμματικό κέρδος είναι το ποσό κατά το οποίο τα κέρδη της εταιρίας υπερβαίνουν την απαιτούμενη απόδοση των ιδίων κεφαλαίων. Συνεπώς, το υπολειμματικό κέρδος συνιστά ένα προσεγγιστικό μέτρο της προστιθέμενης οικονομικής αξίας (Economic Value Added, EVA). Το υπολειμματικό κέρδος υπολογίζεται βάσει του υποδείγματος προεξόφλησης μερισμάτων χρησιμοποιώντας τη σχέση καθαρού πλεονάσματος. Σύμφωνα με αυτήν τη σχέση, η τρέχουσα λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων ισούται με την αρχική λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων συν τα τρέχοντα κέρδη μείον τα τρέχοντα μερίσματα.

Το εν λόγω υπόδειγμα αντιμετωπίζει τους μετόχους ως δανειστές της εταιρίας. Θεωρώντας ότι οι μέτοχοι “δανείζουν” το ποσό Bt-1 στην εταιρία, τότε το γινόμενο reBt-1 προσεγγίζει την απόδοση που αναμένουν να τους καταβάλλει η εταιρία. Οποιοδήποτε ποσό υπέρ αυτού θα μπορούσε να θεωρηθεί ως μία “αναπάντεχη” απόδοση, και σε αυτή την περίπτωση η διαφορά Et-reBt-1 είναι θετική, οπότε δημιουργείται αξία. Όταν η διαφορά είναι μηδενική η εταιρία δεν καταστρέφει αλλά ούτε δημιουργεί αξία. Σε αυτήν την περίπτωση, οι μέτοχοι λαμβάνουν απλώς την απαιτούμενη απόδοση για τα κεφάλαια που “δανείζουν” στην εταιρία. Αν η διαφορά είναι αρνητική, η εταιρία καταστρέφει αξία και δεν μπορεί να προσφέρει στους μετόχους ούτε την απαιτούμενη απόδοση για τα κεφάλαια που της “δανείζουν”.

Σύμφωνα με τους Xiaoquan & Bon-Soo (2005) η χρήση λογιστικών δεδομένων αντί των μερισμάτων, θεωρείται ως πλεονέκτημα της μεθόδου. Ο Penman (2010) υποστήριξε ότι η χρήση λογιστικών δεδομένων παρέχει το πλεονέκτημα της χρήσης ιστορικών μεγεθών, τα οποία όμως έχουν το μειονέκτημα ότι μπορούν να χειραγωγηθούν ως λογιστικά μεγέθη. Ο Bernard (1995) αναγνώρισε ως μειονεκτήματα την ανάγκη για πρόβλεψη των κερδών, τα οποία επηρεάζονται από εξωγενείς παράγοντες.

Τέλος, η μέθοδος των πολλαπλασίων χρησιμοποιείται συμπληρωματικά των άλλων μεθόδων και, κυρίως, της προεξόφλησης ταμειακών ροών. Οι Benninga & Sarig, (1997) όρισαν ως πολλαπλάσιο τον λόγο της τιμής της μετοχής και κάποιου άλλου μεγέθους. Οι κύριοι δείκτες που συχνότερα χρησιμοποιούνται για τη σχετική αποτίμηση είναι:

1) Price/ Earnings (P/E): Είναι ο δείκτης που δείχνει την τιμή της μετοχής προς τα κέρδη. Αναφέρεται και ως πολλαπλασιαστής κερδών. Είναι ιδιαίτερα δημοφιλής δείκτης όσον αφορά την επιλογή μετοχών.

2) Price / Book Value (P/BV): Είναι ο δείκτης που απεικονίζει την τιμή της αγοράς προς τη λογιστική αξία της μετοχής. Αναφέρεται και ως πολλαπλασιαστής της λογιστικής αξίας καθώς εκφράζει το μέγεθος κατά το οποίο πρέπει να πολλαπλασιαστεί η λογιστική αξία ώστε να δώσει την αγοραία τιμή της μετοχής.

3) Price/ Sales (P/S): Ο εν λόγω δείκτης αναφέρεται ως πολλαπλασιαστής πωλήσεων, και δείχνει πόσα χρήματα δέχεται να διαθέσει ένας επενδυτής για ένα ευρώ πωλήσεων της συγκεκριμένης επιχείρησης.

Ο Damodaran (1996) ανέπτυξε δύο προσεγγίσεις: τη θεμελιώδη (fundamental) που συνίσταται στην εξέταση θεμελιωδών μεγεθών της εταιρίας όπως ο ρυθμός ανάπτυξης κερδών και τη συγκριτική (comparable). Ωστόσο, η επιλογή συγκρίσιμων εταιριών πρέπει να διασφαλίζει την ομοιότητα ανάμεσα στην εταιρία-πρότυπο και την υπό αποτίμηση εταιρία και μπορεί να βασίζεται σε διάφορους παράγοντες όπως στο κλάδο, το επίπεδο κινδύνου, και ο ρυθμός ανάπτυξης Alford (1992). Οι Benninga & Sarig (1997) ανέπτυξαν τη διαδικασία συγκριτικής αποτίμησης σε δύο βήματα.

Στο πρώτο βήμα επιλέγονται οι εταιρίες-πρότυπο. Η επιλογή πρέπει να διασφαλίζεται ότι οι εταιρίες που επιλέχθηκαν παρουσιάζουν μεγάλο βαθμό ομοιότητας με την υπό

αποτίμηση εταιρία ως προς τον κλάδο δραστηριότητας. Επίσης, πρέπει να επιλεγθεί όσο το δυνατόν μεγαλύτερο δείγμα παρόμοιων εταιριών. Στο δεύτερο βήμα, επιλέγονται οι δείκτες που θα χρησιμοποιηθούν για τον υπολογισμό των πολλαπλάσιων και υπολογίζονται οι αντίστοιχοι μέσοι όροι.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

Μεθοδολογία

Σε αυτό το μέρος της εργασίας, θα αναπτυχθούν οι μαθηματικοί τύποι για τον υπολογισμό του υποδείγματος προεξοφλημένων ταμειακών ροών (DCF). Το πρώτο βήμα είναι ο υπολογισμός των ελεύθερων ταμειακών ροών (FCF), προς την επιχείρηση (FCFF) και τους μετόχους (FCFE).

$$\text{FCF} = \text{Λειτουργικές ταμειακές ροές (OCF)} - \text{Κεφαλαιουχικές δαπάνες (FCInv)} \quad (1)$$

$$\text{FCFF} = \text{OCF} + \text{Int}(1 - \text{tax rate}) - \text{FCInv} \quad (1a) \text{ όπου}$$

$\text{Int}(1 - \text{Tax rate})$ είναι τα καταβεβλημένα μετά φόρων χρηματοοικονομικά έξοδα.

$$\text{FCFE} = \text{OCF} - \text{FCInv} + \text{net borrowing} \quad (1b)$$

όπου Net borrowing είναι ο καθαρός δανεισμός.

Το δεύτερο βήμα είναι ο υπολογισμός του μεσοσταθμικού κόστους κεφαλαίων (WACC). Ο τύπος υπολογισμού είναι ο εξής:

$$\text{WACC} = \frac{D}{V} * (1 - \text{tax rate}) * r_d + \frac{E}{V} * r_e \quad (2) \text{ όπου}$$

D είναι η αξία των ξένων κεφαλαίων, E η αξία των ιδίων κεφαλαίων, V το σύνολο των κεφαλαίων ($V = D + E$), r_d το κόστος των ξένων κεφαλαίων, και r_e το κόστος των ιδίων κεφαλαίων.

Για το κόστος ιδίων κεφαλαίων χρησιμοποιείται το CAPM, το οποίο εφαρμόζεται με τον εξής τύπο:

$$E(r_e) = r_f + \beta L * [E(r_m) - r_f] \quad (3) \text{ όπου}$$

$E(r_e)$ είναι το κόστος ιδίων κεφαλαίων, r_f το επιτόκιο άνευ κινδύνου που ισούται με την απόδοση του μακροχρόνιου κρατικού ομολόγου, r_m η απόδοση της αγοράς όπως προκύπτει από την απόδοση του χρηματιστηρίου, και β ο συντελεστής βήτα.

Ο συντελεστής β υπολογίζεται ως εξής:

$$\beta L = \beta U * \left[1 + (1 - T_c) * \frac{D}{E} \right] \quad (4) \text{ όπου}$$

βL ο συντελεστής β με δανειακή επιβάρυνση, βU ο συντελεστής β χωρίς δανειακή επιβάρυνση, T_c ο φορολογικός συντελεστής, D η αξία ξένων κεφαλαίων και E η αξία ιδίων κεφαλαίων. Ο συντελεστής βU υπολογίζεται είτε με τη χρήση της μεθόδου ελαχίστων τετραγώνων (OLS) για την εκτίμηση της παλινδρόμησης (σχέση 3) είτε διαιρώντας τη συνδιακύμανση της μετοχής της επιχείρησης με την αγορά (σ_{im}) προς την διακύμανση της αγοράς (σ_m).

Από τις σχέσεις 2 και 3 προκύπτει ένα άλλο μέτρο για το κόστος των ιδίων κεφαλαίων που ισούται με:

$$r_e = WACC + (WACC - r_d) * \frac{D}{E} \quad (5)$$

Το κόστος ξένων κεφαλαίων (r_d) δίνεται από τη σχέση:

$$r_d = (r_f + \text{spread}) * (1 - t_c) \quad (6) \text{ όπου}$$

το spread ισούται με την απόδοση στη λήξη των υφιστάμενων ομολόγων που χρησιμοποιεί η επιχείρηση. Αν δεν χρησιμοποιεί ομόλογα, μπορεί να υπολογιστεί ως το πηλίκο του συνόλου των δανείων, μακροχρόνιων και βραχυχρόνιων, και των χρηματοοικονομικών εξόδων.

Το τρίτο βήμα του υπολογισμού της υπολειμματικής αξίας (TV) υλοποιείται ως εξής:

$$TV = \frac{FCF * (1 + g)}{WACC - g} \quad (7) \text{ όπου}$$

FCF είναι η ταμειακή ροή στο πρώτο έτος μετά το τελευταίο έτος του χρονικού ορίζοντα ανάλυσης, και g ο υποτιθέμενος ρυθμός ανάπτυξης.

Στο τέταρτο βήμα, υπολογίζεται η αξία της επιχείρησης (PV) ως εξής:

$$PV = \frac{FCF_1}{(1 + WACC)^1} + \frac{FCF_{n+TV}}{(1 + WACC)^n} \quad (8)$$

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

Χρηματοοικονομική ανάλυση του ομίλου ΟΠΑΠ

Ο Οργανισμός Προγνωστικών Αγώνων Ποδοσφαίρου (ΟΠΑΠ) ιδρύθηκε το 1958, ως Νομικό Πρόσωπο Ιδιωτικού Δικαίου (Ν.Π.Ι.Δ.), για την οργάνωση και τη λειτουργία του παιχνιδιού ΠΡΟΠΟ. Το 1999 ο ΟΠΑΠ μετατράπηκε σε Ανώνυμη Εταιρεία (Οργανισμός Προγνωστικών Αγώνων Ποδοσφαίρου Α.Ε., ΟΠΑΠ Α.Ε.) με το Προεδρικό Διάταγμα 228/1999 το οποίο κατάρτιζε το καταστατικό λειτουργίας και προέβλεπε ότι μοναδικός μέτοχος ήταν το Ελληνικό Δημόσιο.

Το 2000 η ΟΠΑΠ Α.Ε. υπέγραψε με το Ελληνικό Δημόσιο σύμβαση αποκλειστικού 20ετούς δικαιώματος διεξαγωγής αριθμολαχείων και παιχνιδιών αθλητικού στοιχηματισμού και το 2001, ξεκίνησε η διαπραγμάτευση της μετοχής της εταιρίας στην Κύρια Αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Μέχρι το 2013 το Ελληνικό Δημόσιο ήταν ο βασικός μέτοχος, διατηρώντας ποσοστό 33%.

Οι κύριες στρατηγικές προτεραιότητες του ομίλου, υπό την στρατηγική Fast Forward η οποία θέτει σαφή κατεύθυνση για τη διασφάλιση της μακροπρόθεσμης επιτυχίας του ΟΠΑΠ εστιάζουν σε έξι τομείς:

- 1) Ο πελάτης στο επίκεντρο των δραστηριοτήτων, η κατανόηση του οποίου θα οδηγήσει σε προσφορά καλύτερης εμπειρίας ψυχαγωγίας μέσα από τα παιχνίδια.
- 2) Βελτίωση και ενίσχυση της εταιρικής εικόνας, στοχεύοντας στη διατήρηση της σύνδεσης με τους πελάτες και την επέκταση στον ψηφιακό κόσμο.
- 3) Ο ΟΠΑΠ ως κορυφαίος διαδικτυακός παίκτης. Ενίσχυση της διαδικτυακής παρουσίας καθιστώντας τη διαδικτυακή δράση το δεύτερο ισχυρό πυλώνα των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων.
- 4) Διατήρηση της ισχυρής θέσης στο επίγειο δίκτυο. Στόχος είναι η διατήρηση της ισχυρής θέσης στο επίγειο δίκτυο και η περαιτέρω αναβάθμιση των εμπειριών ψυχαγωγίας από τα τυχερά παιχνίδια και τη βελτίωση των πρακτορείων ως προορισμός ψυχαγωγίας.
- 5) Διερεύνηση τεχνολογικών δυνατοτήτων. Οι βασικές πρωτοβουλίες συνοψίζονται σε πέντε τομείς: CRM πλατφόρμα, λειτουργική υπεροχή, ελαστική και επεκτάσιμη υποδομή, καινοτομία σε εταιρικές λύσεις και ανοιχτά οικοσυστήματα τυχερών παιχνιδιών.
- 6) Δέσμευση των ανθρώπων της εταιρίας. Αυτός ο στόχος θα επιτευχθεί μέσω τεσσάρων βημάτων: Βελτιστοποίηση δομών, επανεκπαίδευση και περαιτέρω κατάρτιση των ανθρώπων της εταιρίας, καθώς και στην ανάπτυξη νέων ταλέντων, ενίσχυση σε πρότυπα και οδηγούς απόδοσης, και μετάδοση της σωστής κουλτούρας.

Ο ΟΠΑΠ επηρεάστηκε από τις εξελίξεις στο επίπεδο της πανδημίας με αποτέλεσμα να διατρέχει κάποιους κινδύνους ως προς τις λειτουργικές του επιδόσεις. Καθώς σχεδόν το σύνολο των εσόδων του ΟΠΑΠ προέρχεται από το δίκτυο των καταστημάτων του, η πανδημία επηρέασε σημαντικότερα τα οικονομικά αποτελέσματα και τις λειτουργικές επιδόσεις του Ομίλου με τα καταστήματα του ΟΠΑΠ να παραμένουν κλειστά για σχεδόν τέσσερις μήνες κατά τη διάρκεια του 2020. Κατά τη διάρκεια των περιορισμών (lockdowns), η δραστηριότητα της Εταιρείας συνεχίζει να λειτουργεί διαδικτυακά. Το κλείσιμο των καταστημάτων είχε ως αποτέλεσμα τη μείωση των καθαρών εσόδων το 2020 κατά 32,7% σε σύγκριση με το 2019, με την κερδοφορία να επηρεάζεται επίσης σημαντικά. Ως προς τη ρευστότητα, ο όμιλος κατάφερε να εξασφαλίσει επιπρόσθετη ρευστότητα μέσω νέων πιστωτικών γραμμών και έκδοση κοινού ομολογιακού δανείου.

Οι βασικοί κίνδυνοι που αντιμετωπίζει ο όμιλος σχετίζονται με πολιτικές και οικονομικές συνθήκες, καθώς και με τις συνθήκες της αγοράς και τις εξελίξεις στην Ελλάδα. Σε μακροοικονομικό επίπεδο, το ξέσπασμα του κορωνοϊού έπληξε την Ελλάδα, όπως και τον υπόλοιπο κόσμο, και σταμάτησε την ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας το 2020, λόγω των πρωτοφανών περιοριστικών μέτρων. Οι δραστηριότητες του Ομίλου επηρεάστηκαν σημαντικά από το ύψος του διαθέσιμου εισοδήματος και της ιδιωτικής κατανάλωσης που με τη σειρά τους επηρεάστηκαν από τις κρατούσες οικονομικές συνθήκες στην Ελλάδα, όπως το ΑΕΠ, τα επίπεδα της ανεργίας, πληθωρισμού και τα ποσοστά φορολόγησης.

Ως προς τις αλλαγές στις κανονιστικές απαιτήσεις, οι ελληνικές αρχές έχουν το δικαίωμα να τροποποιούν μονομερώς το νομοθετικό και ρυθμιστικό πλαίσιο που διέπει τον τρόπο και τις μεθόδους λειτουργίας των παιγνίων που παρέχει ο Όμιλος. Τυχόν αλλαγές στο κανονιστικό περιβάλλον ενδέχεται να έχουν σημαντική επίδραση, είτε μέσω περιορισμού των στοιχηματικών δραστηριοτήτων, είτε μέσω αλλαγής του κόστους συμμόρφωσης.

Αναφορικά με τον κίνδυνο μεταβολής φορολογικής νομοθεσίας, η εμπορική δραστηριότητα του Ομίλου και ο κλάδος στον οποίο δραστηριοποιείται υπόκεινται σε διάφορους φόρους, τέλη και εισφορές όπως οι εισφορές επί των Καθαρών Εσόδων προ εισφορών (GGR), ο φόρος επί των κερδών των παικτών και ο φόρος εισοδήματος νομικών προσώπων. Ο Όμιλος εκτίθεται στον κίνδυνο αλλαγής του υπάρχοντος φορολογικού καθεστώτος παιγνίων ή των συντελεστών φορολόγησης παιγνίων, η οποία μπορεί να επιφέρει απρόσμενη αύξηση του κόστους και να επηρεάσει αρνητικά την υλοποίηση των στρατηγικών στόχων του Ομίλου.

Υπάρχει επίσης ο κίνδυνος αγοράς που οφείλεται στο ενδεχόμενο αλλαγών των τιμών της αγοράς, όπως συναλλαγματικές ισοτιμίες και επιτόκια, ώστε να επηρεάσουν τα αποτελέσματα του Ομίλου και της Εταιρείας ή την αξία των χρηματοοικονομικών μέσων που κατέχουν. Αντίστοιχα ο συναλλαγματικός κίνδυνος συνίσταται στην πιθανότητα η εύλογη αξία των ταμειακών ροών ενός χρηματοοικονομικού μέσου να παρουσιάσει διακυμάνσεις εξαιτίας μεταβολών στις ισοτιμίες ξένου συναλλάγματος. 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. Ο Όμιλος είναι εκτεθειμένος σε κίνδυνο επιτοκίου, κυρίως λόγω του μέρους του δανεισμού του που δεν έχει αντισταθμιστεί έναντι διακυμάνσεων των επιτοκίων.

Επίσης ο όμιλος είναι εκτεθειμένος σε πιστωτικό κίνδυνο, λόγω των παραγωγικών του δραστηριοτήτων και ειδικότερα λόγω της διαδικασίας συλλογής των εισπράξεων από το δίκτυό του. Η παραπάνω διαδικασία εκθέτει τον Όμιλο σε κίνδυνο χρηματοοικονομικής απώλειας στην περίπτωση που κάποιος από τους αντισυμβαλλομένους αθετήσει τις οικονομικές του υποχρεώσεις. Ο κίνδυνος ρευστότητας συνίσταται στην δυνητική αδυναμία του Ομίλου να εκπληρώσει τις χρηματοοικονομικές του υποχρεώσεις.

Στα πλαίσια της ανάλυσης SWOT, ως δυνάμεις εντοπίζονται η χρηματοοικονομική κατάσταση, η εμπειρία, το εκτενές δίκτυο καταστημάτων, το μονοπώλιο καθώς και το αποκλειστικό δικαίωμα διοργάνωσης και διεξαγωγής τυχερών παιχνιδιών. Ως αδυναμίες οι επιπτώσεις του COVID19 στη ζήτηση για τυχερά παιχνίδια. Οι ευκαιρίες αποτελούνται από τη ζήτηση για τυχερά παιχνίδια, και την αυξημένη χρήση του διαδικτυακού στοιχηματισμού. Τέλος, οι απειλές συνοψίζουν τους κινδύνους που προαναφέρθηκαν.

Οριζόντια ανάλυση

Η οριζόντια ανάλυση είναι μια τεχνική που περιλαμβάνει συγκρίσεις λογαριασμών που υπάρχουν στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις για μια σειρά ετών, συνήθως τρία έως πέντε χρόνια. Οι συγκρίσεις αυτές πραγματοποιούνται μεταξύ δύο διαδοχικών ετών και υπολογίζουν τις μεταβολές των λογαριασμών σε αξία και σε ποσοστά. Με αυτόν τον τρόπο παρουσιάζεται μια πιο σφαιρική εικόνα της πορείας της επιχείρησης και εξάγονται συμπεράσματα σχετικά με τη μελλοντική της εξέλιξη.

Στους πίνακες που ακολουθούν παρουσιάζεται η διαχρονική ανάλυση των κυριότερων λογαριασμών του ισολογισμού και της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης του ομίλου ΟΠΑΠ για τα έτη 2015 έως 2021.

Πίνακας 1: Διαχρονική Ανάλυση Ισολογισμού για τα έτη 2015-2021

(Ποσά σε χιλιάδες ευρώ)

	2015 - 2016		2016 - 2017		2017 - 2018		2018 - 2019		2019 - 2020		2020 - 2021	
	Ποσό	Ποσοστό	Ποσό	Ποσοστό	Ποσό	Ποσοστό	Ποσό	Ποσοστό	Ποσό	Ποσοστό	Ποσό	Ποσοστό
Μη κυκλοφορούν ενεργητικό	11.370	0,86%	27.532	2,07%	26.944	1,98%	-16.009	-1,16%	437.602	31,97%	-111.379	-6,57%
Κυκλοφορούν ενεργητικό	47.471	12,17%	2.999	0,69%	-51.802	-11,76%	479.793	123,47%	-239.246	-27,55%	378.389	37,56%
Σύνολο Ενεργητικού	58.841	3,44%	30.531	1,73%	-24.858	-1,38%	463.784	26,15%	198.356	8,87%	267.010	9,88%
Ίδια Κεφάλαια	-130.596	-10,86%	-312.768	-29,17%	73	0,01%	12.356	1,63%	10.818	1,40%	166.662	17,55%
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	124.232	68,63%	251.681	82,45%	142.843	25,65%	441.845	63,14%	145.093	12,71%	-105.061	-8,89%
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	65.206	20,06%	91.617	23,48%	-167.774	-34,82%	9.584	3,05%	42.445	13,12%	205.408	35,94%
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων και Υποχρεώσεων	58.842	3,44%	30.530	1,73%	-24.858	-1,38%	463.784	26,15%	198.357	8,87%	267.009	9,88%

Από τον πίνακα 1 προκύπτουν τα ακόλουθα:

- Το μη κυκλοφορούν ενεργητικό φαίνεται να αυξάνεται κάθε χρόνο έως και το 2018, ενώ από το 2018 στο 2019 παρατηρείται μια μικρή μείωση με ποσοστό 1,16%. Ωστόσο το 2020 αυξάνεται κατά 31,97% ενώ το 2021 μειώνεται εκ νέου κατά 6,57%.
- Το κυκλοφορούν ενεργητικό παρουσιάζει αύξηση μέχρι το 2017, ενώ από το 2017 στο 2018 μειώνεται με ποσοστό 11,76%, λόγω μείωσης κυρίως των ταμειακών διαθέσιμων. Από το 2018 στο 2019 παρατηρείται μια τεράστια αύξηση της τάξεως του 123,47%, γεγονός που οφείλεται ξανά στα ταμειακά διαθέσιμα, αφού αυξήθηκαν σχεδόν κατά 452 εκατομμύρια. Από το 2019 στο 2020 παρουσιάζει μείωση κατά 27,55% ενώ από το 2020 στο 2021 αυξάνεται εκ νέου κατά 37,56%.
- Τα ίδια κεφάλαια παρουσιάζουν μείωση μέχρι το 2017, λόγω της μείωσης κυρίως των κερδών εις νέον αλλά και των αποθεματικών τη πρώτη διετία, ενώ στη συνέχεια αυξάνονται έως και το 2021, με μεγαλύτερη αύξηση να σημειώνεται από το 2020 στο 2021 σε ποσοστό 17,55%.
- Οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις αυξάνονται κάθε χρόνο με αρκετά μεγάλα ποσοστά, γεγονός που οφείλεται κυρίως στην αύξηση των δανειακών υποχρεώσεων. Η μεγαλύτερη αύξηση όμως σε αξία σημειώνεται από το 2018 στο 2019, όπου υπήρξε αύξηση περίπου 442 εκατομμυρίων, από τα οποία τα 395 εκατομμύρια αφορούν την αύξηση των μακροπρόθεσμων δανειακών υποχρεώσεων. Σημαντική μείωση κατά 105 εκατομμύρια καταγράφεται από το 2020 στο 2021, που ισοδυναμεί με περίπου 9%.
- Οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις παρουσιάζουν αύξηση έως το 2017. Από το 2017 στο 2018 παρατηρείται μείωση με ποσοστό 34,82%, λόγω της μείωσης κυρίως των βραχυπρόθεσμων δανειακών υποχρεώσεων του ομίλου, ενώ από το επόμενο έτος φαίνεται να υπάρχει αύξηση, με τη μεγαλύτερη να σημειώνεται την τελευταία διετία σε ποσοστό 35,94%.

Πίνακας 2: Διαχρονική Ανάλυση Αποτελεσμάτων χρήσης για τα έτη 2015-2021

(Ποσά σε χιλιάδες ευρώ)

	2015 - 2016		2016 - 2017		2017 - 2018		2018 - 2019		2019 - 2020		2020 - 2021	
	Ποσό	Ποσοστό	Ποσό	Ποσοστό	Ποσό	Ποσοστό	Ποσό	Ποσοστό	Ποσό	Ποσοστό	Ποσό	Ποσοστό
Καθαρά Έσοδα Προ Εισφορών (GGR)	-2.106	-0,15%	57.949	4,15%	91.501	6,29%	72.881	4,71%	-490.113	-30,26%	409.060	26,58%
Εισφορά επί των καθαρών εσόδων & λοιπές εισφορές	54.779	13,30%	15.835	3,39%	24.502	5,08%	26.638	5,25%	-141.200	-26,46%	102.468	20,70%
Καθαρά Έσοδα Από Παιγνίδια (NGR)	-56.885	-5,76%	42.114	4,52%	66.999	6,89%	46.243	4,45%	-348.913	-32,12%	306.592	29,37%
Λειτουργικό Αποτέλεσμα	-54.057	-17,77%	-36.023	-14,40%	25.202	11,77%	56.882	23,76%	-46.403	-15,66%	150.968	37,66%
Καθαρά Κέρδη Μετά Φόρων	-37.044	-17,65%	-41.318	-23,90%	13.763	10,46%	56.797	39,09%	-2.991	-1,48%	61.765	23,68%

Από τον παραπάνω πίνακα προκύπτουν τα ακόλουθα:

- Τα καθαρά έσοδα προ εισφορών φαίνεται να μειώνονται ελάχιστα από το 2015 στο 2016 με ποσοστό 0,15%, ενώ στη συνέχεια αυξάνονται συνεχώς μέχρι και το 2019. Από το 2020 στο 2021 σημειώνεται μεγάλη πτώση κατά 30,26%, ποσοστό που οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην αναστολή αθλητικών δραστηριοτήτων λόγω των μέτρων αποτροπής διάδοσης της πανδημίας COVID-19, ενώ από το 2020 στο 2021 καταγράφεται αύξηση κατά 409 εκατομμύρια, ήτοι 26,58%.
- Η εισφορά επί των καθαρών εσόδων ακολουθεί αυξανόμενη πορεία έως και το 2019. Παρά τη μείωση του κύκλου εργασιών την πρώτη διετία, παρατηρείται μεγάλη αύξηση της εισφοράς επί των καθαρών εσόδων της τάξεως του 13,30%, γεγονός που οφείλεται στην αύξηση της εισφοράς στο 35% από 30% που ήταν μέχρι το 2015. Από το 2019 στο 2020 παρουσιάζεται μείωση κατά 26,46% λόγω του μειωμένου κύκλου εργασιών, εν αντιθέσει με την αύξηση ύψους 20,70% από το 2020 στο 2021.
- Τα καθαρά έσοδα από παιχνίδια μειώθηκαν την πρώτη διετία, γεγονός που οφείλεται στην αύξηση της εισφοράς επί των καθαρών εσόδων, ενώ τα επόμενα έτη φαίνεται να ακολουθούν ανοδική πορεία έως και το 2019. Από το 2019 στο 2020 φαίνεται να μειώνονται με ποσοστό 32,12%, ακολουθώντας την πτωτική τάση του κύκλου εργασιών, ενώ από το 2020 στο 2021 παρατηρείται μεγάλη αύξηση της τάξεως του 29,37%.
- Το λειτουργικό αποτέλεσμα φαίνεται να μειώνεται μέχρι το 2017, με τη μεγαλύτερη πτώση να σημειώνεται την πρώτη διετία με ποσοστό 17,77%, ενώ στη συνέχεια αυξάνεται έως και το 2019. Από το 2019 στο 2020 μειώνεται κατά 15,66% ως απόρροια του μειωμένου κύκλου εργασιών, ενώ από το 2020 στο 2021 αυξάνεται κατά 37,66%, καταγράφοντας τη μεγαλύτερη ποσοστιαία μεταβολή κατά την εξεταζόμενη χρονική περίοδο.
- Τα κέρδη προ φόρων κινούνται όπως το λειτουργικό αποτέλεσμα αφού μειώνονται έως το 2017, ενώ στη συνέχεια παρατηρείται αύξηση έως το 2019, με τη μεγαλύτερη να σημειώνεται από το 2018 στο 2019 με ποσοστό 39,09%. Από το 2019 στο 2020 σημειώνεται μικρή πτώση σε ποσοστό 1,48%, ενώ στην επόμενη διετία παρατηρείται αύξηση της τάξεως του 23,68%.

Ανάλυση τάσης

Η ανάλυση τάσης είναι μια τεχνική παρόμοια με την οριζόντια ανάλυση. Σε αντίθεση όμως με αυτήν, δεν υπολογίζονται οι μεταβολές των λογαριασμών ανά διετία αλλά ορίζεται το πρώτο έτος ως έτος βάσης παίρνοντας την τιμή 100 και στη συνέχεια υπολογίζονται οι μεταβολές σε σχέση με αυτό το έτος. Για τον υπολογισμό των μεταβολών αυτών χρησιμοποιείται ο παρακάτω τύπος:

$$\frac{\text{Μέγεθος}_x \text{ έτους}}{\text{Μέγεθος}_{1ου \text{ έτους}}} * 100$$

όπου το *Μέγεθος*_{1ου έτους} αφορά το έτος βάσης.

Στους παρακάτω πίνακες παρουσιάζεται η ανάλυση τάσης για τα σημαντικότερα μεγέθη του ισολογισμού και της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης του ομίλου ΟΠΑΠ για τα έτη 2015 έως 2021.

Πίνακας 3: Ανάλυση Τάσης Ισολογισμού για τα έτη 2015-2021

Ποσοστά Τάσης %	2015 Έτος Βάσης	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Μη κυκλοφορούν ενεργητικό	100,00	100,86	102,95	104,99	103,78	136,96	128,51
Κυκλοφορούν ενεργητικό	100,00	112,17	112,94	99,66	222,71	161,35	258,40
Σύνολο Ενεργητικού	100,00	103,44	105,23	103,78	130,92	142,52	158,15
Ίδια Κεφάλαια	100,00	89,14	63,14	63,15	64,17	65,07	78,93
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	100,00	168,63	307,66	386,57	630,65	710,80	652,77
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	100,00	120,06	148,26	96,63	99,58	112,64	175,85
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων και Υποχρεώσεων	100,00	103,44	105,23	103,78	130,92	142,52	158,15

Από τον πίνακα 3 προκύπτουν τα εξής:

- Το μη κυκλοφορούν ενεργητικό παρουσιάζει μια μικρή αύξηση τα έτη 2016 έως 2019 σε σχέση με το έτος βάσης, ενώ τα δύο τελευταία έτη υπάρχει μια μεγαλύτερη αύξηση, με το 2020 να σημειώνει τη μεγαλύτερη τιμή 136,96 ήτοι αυξημένο κατά 36,96%.
- Το κυκλοφορούν ενεργητικό παρουσιάζει ανοδική πορεία τα έτη 2016 και 2017, ενώ το 2018 υπάρχει μια μικρή πτώση σε σχέση με το έτος βάσης. Από το 2019 και έπειτα παρατηρείται μια αρκετά μεγάλη αύξηση, με τη μεγαλύτερη να σημειώνεται το 2021 με τιμή 258,40.
- Τα ίδια κεφάλαια ακολουθούν πτωτική πορεία σε όλα τα έτη, με την τετραετία 2017 έως 2020 να κυμαίνεται περίπου στο 62% - 65%, γεγονός που οφείλεται κυρίως στη μείωση των κερδών εις νέον. Ωστόσο, το 2021 η μείωση φαίνεται να είναι μικρότερη σε σχέση με τα προηγούμενα έτη.
- Οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις ακολουθούν ανοδική πορεία σε όλα τα έτη, ενώ παρατηρείται όλο και μεγαλύτερη αύξηση των τιμών κάθε χρόνο σε σχέση με το έτος βάσης, με το 2020 να αγγίζει τη μεγαλύτερη τιμή 710,80. Αυτό οφείλεται κυρίως στο γεγονός ότι οι δανειακές υποχρεώσεις του ομίλου αυξάνονται συνεχώς.
- Οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις παρουσιάζουν άνοδο τα έτη 2016 και 2017 με τιμές 120,06 και 148,26 αντίστοιχα, ενώ το 2018 και το 2019 υπάρχει μια μικρή

μείωση. Τα έτη 2020 και 2021 φαίνεται να υπάρχει αύξηση σε σχέση με το έτος βάσης, με το 2021 να σημειώνει αύξηση 75,85%

Πίνακας 4: Ανάλυση Τάσης Αποτελεσμάτων χρήσης για τα έτη 2015-2021

Ποσοστά Τάσης %	2015 Έτος Βάσης	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Καθαρά Έσοδα Προ Εισφορών (GGR)	100,00	99,85	103,99	110,53	115,73	80,72	109,94
Εισφορά επί των καθαρών εσόδων & λοιπές εισφορές	100,00	113,30	117,14	123,09	129,55	95,28	120,15
Καθαρά Έσοδα Από Παιχνίδια (NGR)	100,00	94,24	98,50	105,29	109,97	74,64	105,68
Λειτουργικό Αποτέλεσμα	100,00	82,23	70,39	78,68	97,37	82,12	131,74
Καθαρά Κέρδη Μετά Φόρων	100,00	82,35	62,67	69,22	96,28	94,86	124,28

Από τον παραπάνω πίνακα προκύπτουν τα εξής:

- Τα καθαρά έσοδα προ εισφορών παρουσιάζουν μια μικρή πτώση το 2016 σε σχέση με το έτος βάσης, ενώ τα επόμενα έτη ακολουθούν ανοδική πορεία, με το 2019 να παίρνει τη μεγαλύτερη τιμή με 115,73. Το 2020 υπάρχει μείωση στο 80,72 κάτι που επιβεβαιώνει την οριζόντια ανάλυση, ενώ το 2021 παρουσιάζεται αύξηση κατά 9,94% σε σχέση με το έτος βάσης.
- Η εισφορά επί των καθαρών εσόδων ακολουθεί ανοδική πορεία σε όλα τα έτη, εκτός από το 2020. Το 2016 παρά τη μείωση του κύκλου εργασιών, υπάρχει αύξηση στην εισφορά επί των καθαρών εσόδων, γεγονός που οφείλεται στο ότι από το 2016 και μετά η εισφορά αυξήθηκε στο 35% σε σχέση με τα προηγούμενα χρόνια όπου ήταν στο 30%.
- Τα καθαρά έσοδα από παιχνίδια παρουσιάζουν μια μικρή μείωση τα έτη 2016 και 2017, ενώ το 2018 και το 2019 παρατηρείται αύξηση με τιμές 105,29 και 109,97 αντίστοιχα. Το 2020 η μείωση φτάνει στο 74,64, ενώ το 2021 υπάρχει αύξηση κατ' αντιστοιχία του κύκλου εργασιών.
- Το λειτουργικό αποτέλεσμα ακολουθεί πτωτική πορεία σε όλα τα έτη, με το 2017 να σημειώνει τη μικρότερη τιμή με 70,39. Το 2021 καταγράφει αύξηση κατά 31,74% σε σχέση με το έτος βάσης, αποτελώντας την υψηλότερη κατά την εξεταζόμενη περίοδο.
- Τα καθαρά κέρδη μετά φόρων ακολουθούν την ίδια πορεία με το λειτουργικό αποτέλεσμα, με το 2017 να κατέχει ξανά την μικρότερη τιμή με 62,67. Το 2021 καταγράφει και πάλι αύξηση με τιμή 124,28.

Κάθετη ανάλυση

Η κάθετη ανάλυση ή ανάλυση κοινού μεγέθους αποτελεί μια εναλλακτική τεχνική, η οποία εμφανίζει τους επιμέρους λογαριασμούς του ισολογισμού και της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης ως ποσοστό του συνόλου του ενεργητικού και των πωλήσεων αντίστοιχα. Στην ουσία δείχνει σε τι ποσοστό καλύπτει ένα στοιχείο το συνολικό

μέγεθος, καθώς και το πόσο σημαντικό είναι. Για τον υπολογισμό των ποσοστών αυτών χρησιμοποιείται ο παρακάτω τύπος:

$$\frac{\text{Μέγεθος}}{\text{Συνολικό Μέγεθος}} * 100$$

Στους πίνακες 5 και 6 παρουσιάζεται η κάθετη ανάλυση των σημαντικότερων λογαριασμών του ισολογισμού και της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης του ομίλου ΟΠΑΠ για τα έτη 2015 έως 2021.

Πίνακας 5: Κάθετη Ανάλυση Ισολογισμού για τα έτη 2015-2021

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Μη κυκλοφορούν ενεργητικό	77,18%	75,26%	75,51%	78,09%	61,18%	74,17%	62,72%
Κυκλοφορούν ενεργητικό	22,82%	24,74%	24,49%	21,91%	38,82%	25,83%	37,28%
Σύνολο Ενεργητικού	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Ίδια Κεφάλαια	70,39%	60,66%	42,23%	42,83%	34,50%	32,14%	35,13%
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	10,59%	17,27%	30,97%	39,46%	51,03%	52,83%	43,72%
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	19,02%	22,07%	26,79%	17,71%	14,47%	15,03%	21,15%
Σύνολο Ίδιων Κεφαλαίων και Υποχρεώσεων	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Από τον πίνακα 5 προκύπτουν τα παρακάτω:

- Το μη κυκλοφορούν ενεργητικό σε όλα τα έτη καλύπτει το μεγαλύτερο μέρος του συνόλου του ενεργητικού με σχεδόν 75%, με εξαίρεση το 2019 και το 2021 όπου καλύπτει περίπου το 61%, έναντι 39% που καλύπτει το κυκλοφορούν ενεργητικό.
- Τα ίδια κεφάλαια φαίνεται να καλύπτουν όλο και μικρότερο μέρος του χρηματοδοτικού μείγματος, σημειώνοντας πτώση από 70% το 2015 σε 35,13% το 2021. Αυτό το αποτέλεσμα έρχεται να επαληθεύσει τα αποτελέσματα της οριζόντιας ανάλυσης καθώς και της ανάλυσης τάσης.
- Οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις αντίθετα αυξάνονται κάθε χρόνο όλο και περισσότερο, σημειώνοντας αύξηση από 11% το 2015 σε 43% το 2021, που σημαίνει ότι ο όμιλος εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από μακροχρόνια ξένα κεφάλαια προκειμένου να χρηματοδοτήσει τις επενδύσεις του.
- Οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, από την άλλη, ενώ αρχικά φαίνεται να αυξάνονται από το 2015 στο 2017 αγγίζοντας το 27% στη συνέχεια μειώνονται φτάνοντας το 2020 στο 15%. Ωστόσο το 2021, παρατηρείται μια μεταφορά των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων στις βραχυπρόθεσμες, που αντιστοιχεί σε ποσοστό 6%.

Πίνακας 6: Κάθετη Ανάλυση Αποτελεσμάτων Χρήσης για τα έτη 2015-2021

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Καθαρά Έσοδα Προ Εισφορών (GGR)	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Εισφορά επί των καθαρών εσόδων & λοιπές εισφορές	29,43%	33,40%	33,16%	32,78%	32,95%	34,74%	32,17%
Καθαρά Έσοδα Από Παιχνίδια (NGR)	70,57%	66,60%	66,84%	67,22%	67,05%	65,26%	67,83%
Λειτουργικό Αποτέλεσμα	21,74%	17,90%	14,72%	15,47%	18,29%	22,12%	26,05%
Καθαρά Κέρδη Μετά Φόρων	15,00%	12,37%	9,04%	9,39%	12,48%	17,62%	16,95%

Από τον παραπάνω πίνακα προκύπτουν τα παρακάτω:

- Η εισφορά επί των καθαρών εσόδων σε όλα τα έτη κυμαίνεται κοντά στο 33%, αφήνοντας έτσι το μεγαλύτερο κομμάτι του 67% στα καθαρά έσοδα από παιχνίδια, κάνοντας ευκολότερο για την επιχείρηση να καλύψει τα λειτουργικά της έξοδα αλλά και να έχει περισσότερα καθαρά κέρδη.
- Το λειτουργικό αποτέλεσμα φαίνεται να μειώνεται έως το 2017 φτάνοντας το 15%, ενώ στη συνέχεια αυξάνεται ξεπερνώντας το 26% το 2021.
- Τα καθαρά κέρδη μετά φόρων παρουσιάζουν μείωση από το 2015 έως το 2017, όπου από 15% μειώνονται στο 9%, ενώ στα επόμενα έτη φαίνεται να υπάρχει βελτίωση, φτάνοντας το 2021 στο 17%. Παρά την πτώση του ποσοστού το 2016 και το 2017, τα καθαρά κέρδη παραμένουν σε αρκετά ικανοποιητικά επίπεδα σε σχέση με της πωλήσεις.

Ανάλυση Αριθμοδεικτών

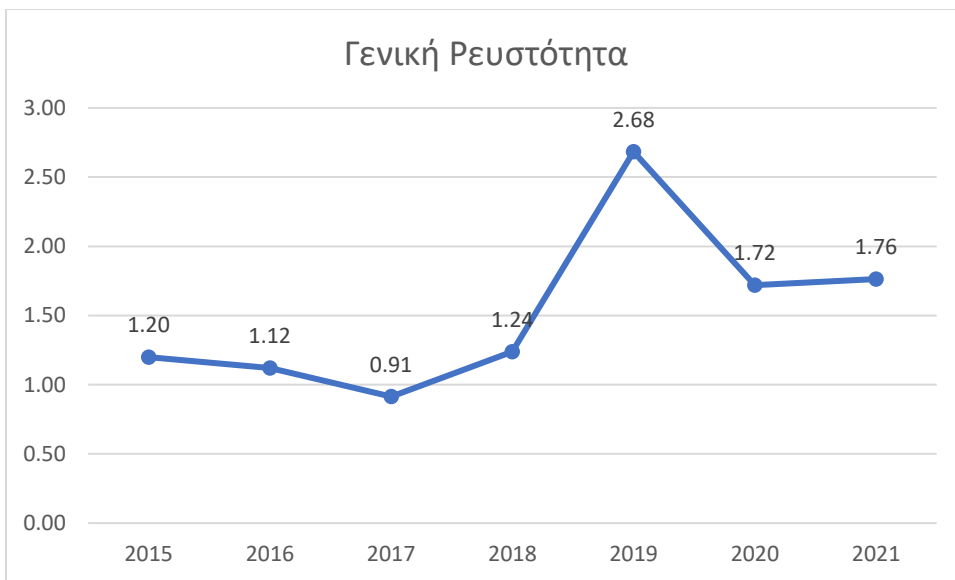
Αριθμοδείκτες ρευστότητας

Οι αριθμοδείκτες ρευστότητας μετρούν την ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται θετικά της βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της κατά το χρόνο λήξεως της. Όσο μεγαλύτερο είναι το κυκλοφορούν ενεργητικό σε σχέση με της βραχυχρόνιες υποχρεώσεις τόσο καλύτερη είναι η ρευστότητα της επιχείρησης.

- Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας

Ο δείκτης γενικής ρευστότητας προσδιορίζει το βαθμό στον οποίο το κυκλοφορούν ενεργητικό της επιχείρησης μπορεί να καλύψει της βραχυχρόνιες υποχρεώσεις.

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



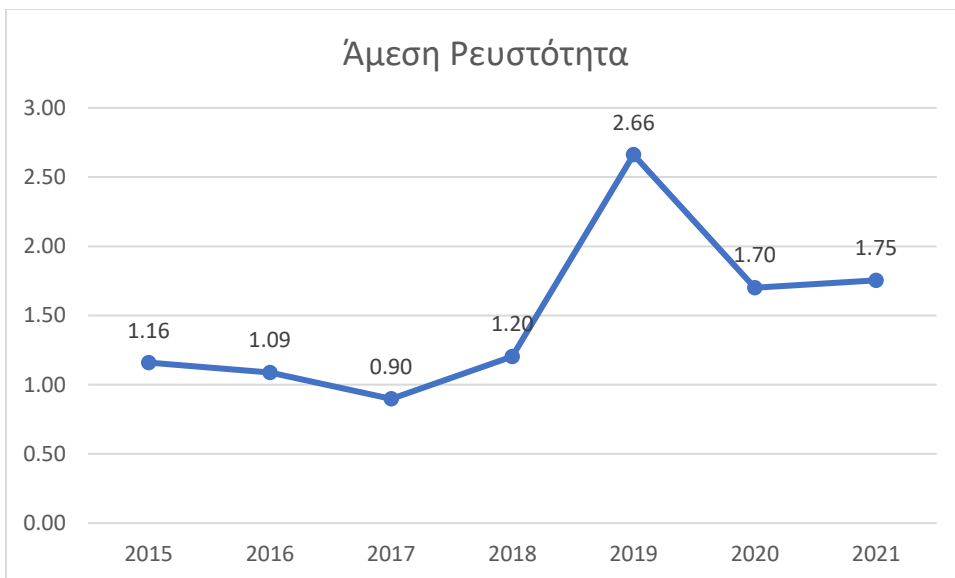
Διάγραμμα 1: Δείκτης γενικής ρευστότητας

Ο δείκτης γενικής ρευστότητας θεωρείται καλός όταν παίρνει τιμές άνω του 1,5 με 2. Της φαίνεται στο διάγραμμα γενικής ρευστότητας, τα έτη 2015, 2016 και 2018 ο δείκτης είναι μεγαλύτερος από την μονάδα, ενώ για τα δύο έτη από αυτά κυμαίνεται κοντά στο 1,5. Το 2019 ο δείκτης βρίσκεται πάνω από το 2, ενώ το 2020 και το 2021 είναι μεγαλύτερος από το 1,5, επομένως η επιχείρηση μπορεί να καλύψει της βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της. Αντιθέτως το 2017 ο δείκτης έχει τιμή μικρότερη της μονάδας, που σημαίνει ότι οι βραχυχρόνιες υποχρεώσεις υπερβαίνουν το κυκλοφορούν ενεργητικό και η επιχείρηση αντιμετωπίζει πρόβλημα ρευστότητας.

➤ Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας

Ο δείκτης άμεσης ρευστότητας αποτελεί έναν πιο αυστηρό έλεγχο της ρευστότητας της επιχείρησης σε σύγκριση με τον προηγούμενο δείκτη, καθώς περιλαμβάνει τα στοιχεία εκείνα του κυκλοφορούν ενεργητικού που μπορούν εύκολα να μετατραπούν σε μετρητά. Τα αποθέματα αποτελούν τα λιγότερο εύκολα ρευστοποιήσιμα στοιχεία και γι' αυτό εξαιρούνται από το κυκλοφοριακό ενεργητικό, ώστε να υπολογιστεί ο δείκτης αυτός.

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



Διάγραμμα 2: Δείκτης άμεσης ρευστότητας

Αν η τιμή του δείκτη άμεσης ρευστότητας είναι μεγαλύτερη του 1,5 θεωρείται ως ένδειξη καλής χρηματοοικονομικής κατάστασης της επιχείρησης. Η άμεση ρευστότητα του ομίλου παρουσιάζει την ίδια σχεδόν εικόνα με τη γενική ρευστότητα, με μικρές αποκλίσεις. Αυτό συμβαίνει επειδή ο κλάδος των τυχερών παιγνίων δε διαθέτει μεγάλη ποσότητα αποθεμάτων. Επομένως όπως και στη γενική ρευστότητα έτσι κι εδώ όλα τα έτη, πλην του 2017, ο δείκτης παίρνει τιμές μεγαλύτερες της μονάδας, ενώ μόνο το 2017 ο Όμιλος φαίνεται ότι δεν θα μπορούσε να ανταποκριθεί σε μια ξαφνική απαίτηση καταβολής μετρητών.

➤ Κεφάλαιο Κίνησης

Το κεφάλαιο κίνησης αποτελεί τον βασικότερο δείκτη ρευστότητας και προσδιορίζει το ύψος των μετρητών που θα μείνουν στην επιχείρηση εάν ρευστοποιηθούν όλα τα στοιχεία του κυκλοφοριακού ενεργητικού και εξοφληθούν όλες οι βραχυχρόνιες υποχρεώσεις.

$$\text{Κεφάλαιο Κίνησης} = \text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό} - \text{Βραχυχρόνιες Υποχρεώσεις}$$



Διάγραμμα 3: Κεφάλαιο κίνησης

Το κεφάλαιο κίνησης είναι αρνητικό μόνο για το έτος 2017, που σημαίνει ότι οι βραχυχρόνιες υποχρεώσεις του Ομίλου υπερβαίνουν το κυκλοφορούν ενεργητικό. Αυτό σημαίνει ότι ακόμη και αν ρευστοποιηθούν όλα τα στοιχεία του κυκλοφοριακού ενεργητικού, η επιχείρηση δεν θα μπορέσει να καλύψει της βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της, καθώς υπολείπονται ακόμη 41.423.000 €.

Αριθμοδείκτες δραστηριότητας

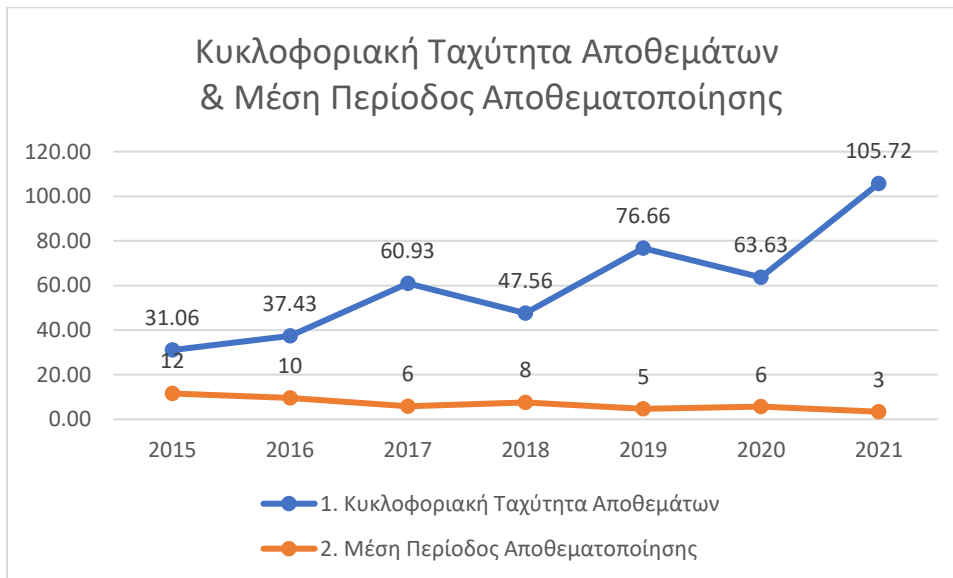
Οι αριθμοδείκτες κυκλοφοριακής ταχύτητας ή δραστηριότητας μετρούν τον βαθμό αποτελεσματικής χρησιμοποίησης των απασχολούμενων από την επιχείρηση περιουσιακών στοιχείων. Οι συγκεκριμένοι αριθμοδείκτες σχετίζονται άμεσα με τη ρευστότητα της επιχείρησης και δείχνουν πόσες φορές ανανεώνονται τα αποθέματα κατά τη διάρκεια μιας περιόδου.

➤ Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων

Ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων μετρά πόσες φορές ανανεώνονται τα αποθέματα της επιχείρησης μέσα σε ένα έτος, δηλαδή πόσες φορές μετατρέπονται σε πωλήσεις. Εναλλακτικά θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί η Μέση Περίοδος Αποθεματοποίησης, η οποία μετρά πόσες ημέρες κυκλοφορούν τα αποθέματα μέχρι την πώληση τους. Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων, τόσο καλύτερος θεωρείται. Αντίθετα η μέση περίοδος αποθεματοποίησης θεωρείται καλύτερη όσο μικραίνει η τιμή του δείκτη. Συμπεραίνεται λοιπόν ότι τα δύο αυτά ποσά είναι αντιστρόφως ανάλογα, κάτι που φαίνεται καλύτερα στο διάγραμμα 4.

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

$$\text{Μέση Περίοδος Αποθεματοποίησης} = \frac{\text{Αποθέματα}}{\text{Κόστος Πωληθέντων}} * 360$$



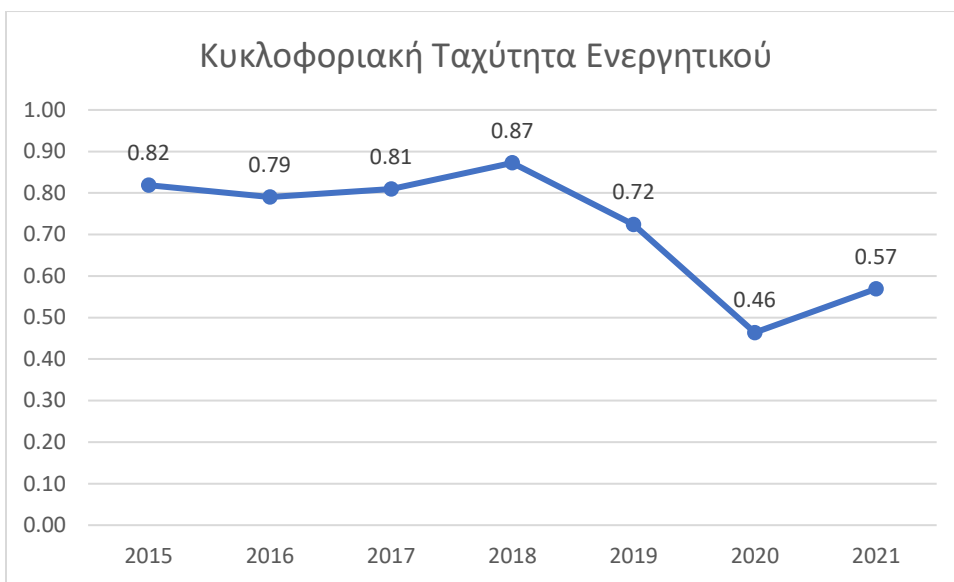
Διάγραμμα 4: Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων

Από το διάγραμμα 4, προκύπτει ότι ο όμιλος ΟΠΑΠ ανανεώνει τα αποθέματα του σε πολύ σύντομα χρονικά διαστήματα μέσα σε ένα έτος, ενώ τα αποθέματα κυκλοφορούν με μέσο όρο 7 ημέρες πριν από την πώληση τους. Αυτό συμβαίνει επειδή τα αποθέματα του ομίλου αφορούν κυρίως δελτία αριθμολαγείων και κουπόνια, κάρτες σταθερής ή κινητής τηλεφωνίας και ίντερνετ, καθώς και αποθέματα σχετικά με την κατασκευή νέων καταστημάτων.

➤ Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού

Ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού δείχνει πόσο αποτελεσματικά χρησιμοποιεί η επιχείρηση τα περιουσιακά της στοιχεία προκειμένου να πραγματοποιήσει πωλήσεις. Πιο συγκεκριμένα, δείχνει πόσα ευρώ πωλήσεων πραγματοποίησε η επιχείρηση για κάθε ένα ευρώ που έχει επενδυθεί στο ενεργητικό της. Όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του δείκτη αυτού, τόσο πιο αποτελεσματικά διαχειρίζεται η επιχείρηση τα περιουσιακά της στοιχεία.

$$\text{Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού} = \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$



Διάγραμμα 5: Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού

Από το διάγραμμα 5 φαίνεται ότι ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού παίρνει τιμές μικρότερες της μονάδας και στα επτά έτη. Αυτό σημαίνει ότι ο όμιλος ΟΠΑΠ δε διαχειρίζεται αποτελεσματικά τα περιουσιακά του στοιχεία, ώστε να πραγματοποιήσει πωλήσεις.

➤ Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Παγίων

Ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας παγίων προσδιορίζει το βαθμό παγιοποίησης της επιχείρησης, δηλαδή την κεφαλαιακή της ένταση. Όσο μεγαλύτερη τιμή παίρνει ο δείκτης αυτός, τόσο περισσότερα πάγια στοιχεία χρησιμοποιεί η επιχείρηση για να δημιουργήσει το συγκεκριμένο ύψος πωλήσεων.

$$\text{Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Παγίων} = \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Πάγιο Ενεργητικό}}$$



Διάγραμμα 6: Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Παγίων

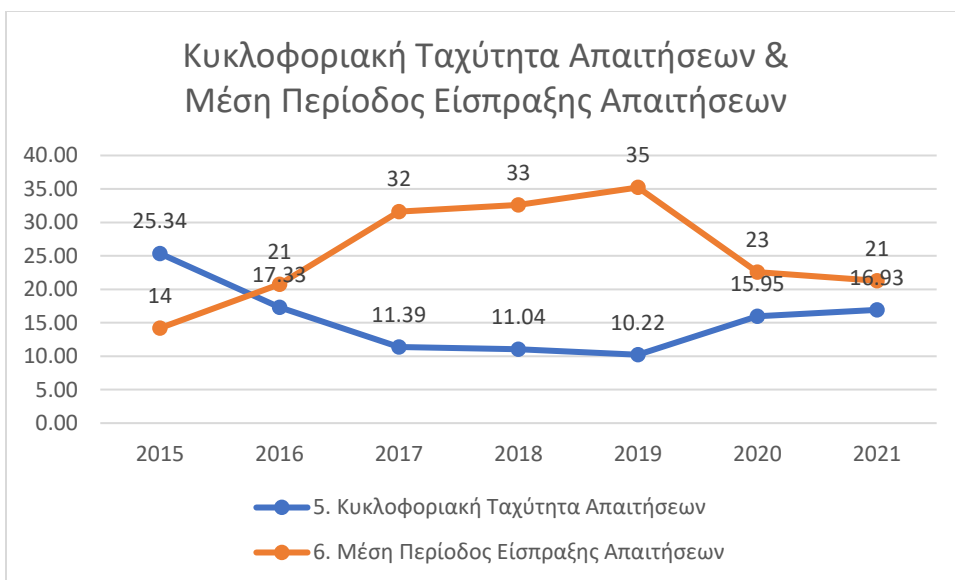
Όπως φαίνεται από το διάγραμμα 6 υπάρχει βελτίωση του δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας παγίων από το 2016 και μέχρι το 2019, γεγονός που οφείλεται στην αύξηση του κύκλου εργασιών. Αντιθέτως παρατηρείται μια πτώση του δείκτη το 2020, η οποία οφείλεται στη μείωση του κύκλου εργασιών.

➤ Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Απαιτήσεων

Ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων μετρά πόσες φορές μέσα σε ένα έτος εισπράττονται οι απαιτήσεις της επιχείρησης. Εναλλακτικά θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί η Μέση Περίοδος Είσπραξης Απαιτήσεων, η οποία προσδιορίζει τον μέσο αριθμό των ημερών που χρειάζεται η επιχείρηση για να εισπράξει τις απαιτήσεις της. Τα ποσά των δύο αυτών δεικτών είναι αντιστρόφως ανάλογα. Επομένως όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων, τόσο καλύτερη ένδειξη υπάρχει ότι η επιχείρηση διατηρεί έναν πολύ καλό μηχανισμό είσπραξης, ενώ αντίθετα όσο μικρότερη είναι η τιμή της μέσης περιόδου είσπραξης απαιτήσεων, τόσο καλύτερη θεωρείται.

$$\text{Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απαιτήσεων} = \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Απαιτήσεις}}$$

$$\text{Μέση Περίοδος Είσπραξης Απαιτήσεων} = \frac{\text{Απαιτήσεις}}{\text{Πωλήσεις}} * 360$$



Διάγραμμα 7: Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Απαιτήσεων

Όπως φαίνεται καλύτερα στο διάγραμμα 7, η κυκλοφοριακή ταχύτητα απαιτήσεων μειώνεται χρόνο με το χρόνο έως και το 2019, ενώ η μέση περίοδος είσπραξης απαιτήσεων αυξάνεται. Το 2015 η επιχείρηση εισέπραττε της απαιτήσεις της μέσα σε 14 ημέρες, ενώ το 2019 ο χρόνος της τριπλασιάστηκε σχεδόν. Αυτό σημαίνει ότι ενώ η επιχείρηση αρχικά ακολουθούσε μια πιο αυστηρή πιστωτική πολιτική όσο περνούσαν τα χρόνια χαλάρωνε την πολιτική της αυτή, γεγονός που θα μπορούσε να οδηγήσει σε απλήρωτες απαιτήσεις. Παρ' όλα αυτά βλέπουμε ότι το 2020 και το 2021 η μέση περίοδος είσπραξης απαιτήσεων αυξήθηκε και η επιχείρηση ξεκίνησε να εισπράττει της απαιτήσεις της σε λιγότερες ημέρες απ' ότι τα προηγούμενα έτη.

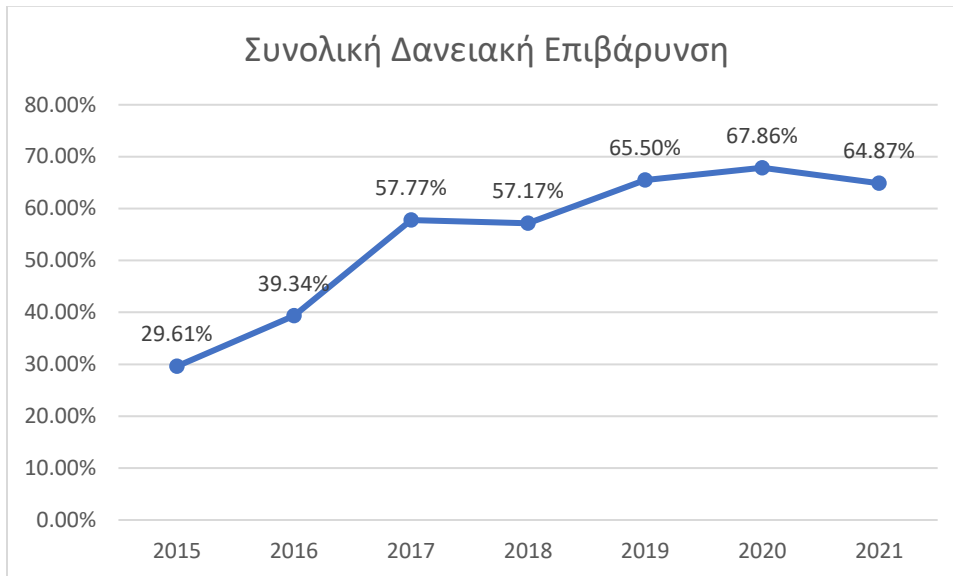
Αριθμοδείκτες δανειακής επιβάρυνσης

Οι αριθμοδείκτες δανειακής επιβάρυνσης ή χρηματοοικονομικής μόχλευσης μετρούν το βαθμό χρηματοδότησης των επενδύσεων της επιχείρησης με δανειακά κεφάλαια. Οι συγκεκριμένοι αριθμοδείκτες ενδιαφέρουν κυρίως τους μετόχους και τους πιστωτές της επιχείρησης. Γενικά όσο μικρότερο είναι το ύψος των ιδίων κεφαλαίων σε σχέση με τα ξένα κεφάλαια, τόσο μεγαλύτερος είναι ο βαθμός κινδύνου για τους πιστωτές της επιχείρησης.

➤ Αριθμοδείκτης Συνολικής Δανειακής Επιβάρυνσης

Ο δείκτης συνολικής δανειακής επιβάρυνσης δείχνει το ποσοστό των επενδύσεων της επιχείρησης που χρηματοδοτήθηκε με δανειακά κεφάλαια, καθώς και τη συμμετοχή αυτών στα συνολικά κεφάλαια της επιχείρησης.

$$\text{Συνολική Δανειακή Επιβάρυνση} = \frac{\text{Σύνολο Υποχρεώσεων}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}} \%$$



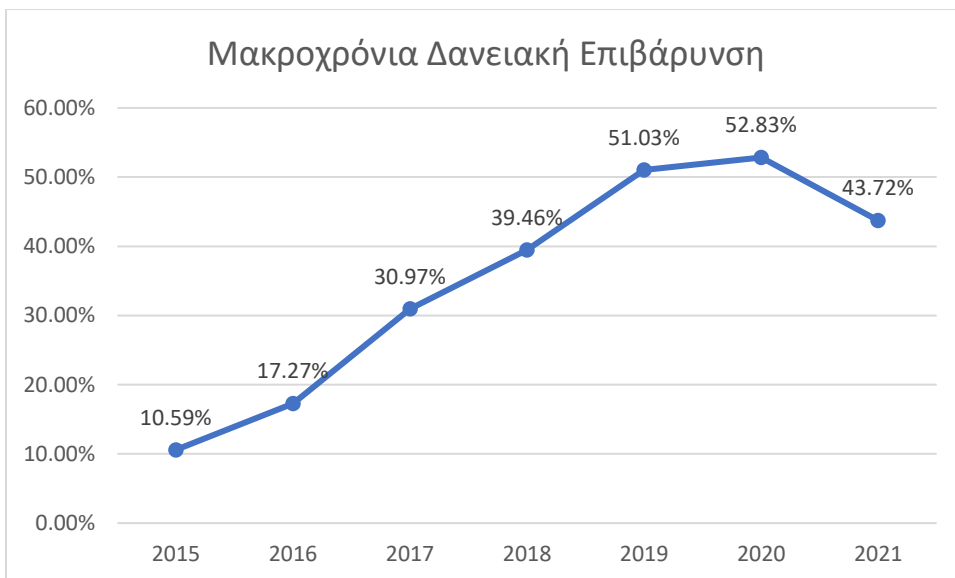
Διάγραμμα 8: Δείκτης Συνολικής Δανειακής Επιβάρυνσης

Από το διάγραμμα 8, φαίνεται ότι η συνολική δανειακή επιβάρυνση του ομίλου ΟΠΑΠ αυξάνεται ολοένα και περισσότερο κάθε χρόνο. Το 2015 η τιμή του δείκτη ανέρχεται σε 29,61%, ενώ το 2021 σε 64,87%, έχοντας σημειώσει μέσα σε έξι χρόνια μια αύξηση της τάξεως του 36%. Επομένως η επιχείρηση χρησιμοποιεί όλο και περισσότερα ξένα κεφάλαια απ' ό,τι ίδια για να καλύψει τις χρηματοδοτικές της ανάγκες, γεγονός που σημαίνει ότι ο βαθμός κινδύνου για τους πιστωτές αυξάνεται.

➤ Αριθμοδείκτης Μακροχρόνιας Δανειακής Επιβάρυνσης

Ο δείκτης μακροχρόνιας δανειακής επιβάρυνσης δείχνει το ποσοστό των επενδύσεων της επιχείρησης που χρηματοδοτήθηκε με μακροχρόνια δανειακά κεφάλαια και μετράει το βαθμό ασφάλειας που παρέχεται στους μακροχρόνιους δανειστές της επιχείρησης σε ενεργητικά περιουσιακά στοιχεία.

$$\text{Μακροχρόνια Δανειακή Επιβάρυνση} = \frac{\text{Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}} \%$$



Διάγραμμα 9: Δείκτης Μακροχρόνιας Δανειακής Επιβάρυνσης

Όπως προκύπτει από το διάγραμμα 9, η μακροχρόνια δανειακή επιβάρυνση του ομίλου ΟΠΑΠ αυξάνεται κάθε χρόνο μέχρι και το 2020, ενώ το 2021 φαίνεται να μειώθηκε περίπου 9% από το προηγούμενο έτος. Γενικά παρατηρείται μια αύξηση του συγκεκριμένου δείκτη, που σημαίνει ότι ο όμιλος προτιμά να χρηματοδοτεί τις επενδύσεις του κυρίως με μακροχρόνια ξένα κεφάλαια αντί για βραχυχρόνια.

➤ Αριθμοδείκτης Ίδια Προς Ξένα Κεφάλαια

Ο δείκτης ίδια προς ξένα κεφάλαια μετρά την ασφάλεια που παρέχει η επιχείρηση στους δανειστές της. Όταν ο δείκτης παίρνει τιμές μεγαλύτερες από τη μονάδα σημαίνει ότι η επιχείρηση χρησιμοποίησε περισσότερα ίδια κεφάλαια απ' ό,τι ξένα για να χρηματοδοτήσει τις επενδύσεις της.

$$\text{Ίδια Προς Ξένα Κεφάλαια} = \frac{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}{\text{Σύνολο Υποχρεώσεων}}$$



Διάγραμμα 10: Δείκτης Ίδια Προς Ξένα Κεφάλαια

Όπως προκύπτει από το διάγραμμα 10, τα έτη 2015 και 2016 ο δείκτης ίδια προς ξένα κεφάλαια είναι αρκετά αυξημένος ενώ στη συνέχεια πέφτει κάτω από την μονάδα φτάνοντας το 2021 στα 0,54. Γενικά παρατηρείται μια μεγάλη πτώση του δείκτη από το 2015 στο 2021, που σημαίνει ότι ο όμιλος χρησιμοποιεί κάθε χρόνο όλο και περισσότερα ξένα κεφάλαια για να χρηματοδοτήσει τις επενδύσεις του, αυξάνοντας το βαθμό κινδύνου για τους πιστωτές του.

➤ Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακού Ενεργητικού

Ο δείκτης κυκλοφοριακού ενεργητικού μετράει το ποσοστό των επενδύσεων σε κυκλοφοριακά περιουσιακά στοιχεία ως προς το σύνολο των επενδύσεων που έχει πραγματοποιήσει η επιχείρηση.

$$\text{Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακού Ενεργητικού} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}} \%$$



Διάγραμμα 11: Δείκτης Κυκλοφοριακού Ενεργητικού

Από το διάγραμμα 11 φαίνεται ότι ο δείκτης κυκλοφοριακού ενεργητικού παραμένει σε σχετικά χαμηλά επίπεδα έως και το 2018, ενώ το 2019 και το 2021 αυξήθηκε στο 40% περίπου, λόγω αύξησης κυρίως των ταμειακών διαθεσίμων. Συνεπώς παρατηρούμε ότι ο όμιλος επενδύει περίπου το 72% κατά μέσο όρο σε πάγια περιουσιακά στοιχεία, ενώ το υπόλοιπο 28% επενδύεται σε κυκλοφοριακά περιουσιακά στοιχεία.

➤ Αριθμοδείκτης Πάγια προς Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων

Ο δείκτης πάγια προς σύνολο ιδίων κεφαλαίων μετρά το βαθμό στον οποίο τα πάγια περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης καλύπτουν τα ίδια κεφάλαια σε περίπτωση πτώχευσης της εταιρείας, παρέχοντας μια ασφάλεια στους μετόχους της επιχείρησης ότι τα κεφάλαια τους εξασφαλίζονται από μια ρευστοποίηση των πάγιων περιουσιακών στοιχείων.

$$\text{Πάγια Προς Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων} = \frac{\text{Πάγια Περιουσιακά Στοιχεία}}{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}} \%$$



Διάγραμμα 12: Δείκτης Παγίων προς Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων

Από το διάγραμμα 12 φαίνεται ότι τα πάγια περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης υπερκαλύπτουν τα ίδια κεφάλαια και στα επτά έτη, δίνοντας έτσι στους μετόχους τη μέγιστη εξασφάλιση σε περίπτωση πτώχευσης της εταιρείας.

➤ Αριθμοδείκτης Κάλυψης Χρηματοοικονομικών Δαπανών

Ο δείκτης κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών μετρά πόσες φορές οι τόκοι καλύπτονται από τα κέρδη προ τόκων και φόρων, ενώ παρέχει στους δανειστές της επιχείρησης μια ένδειξη για το περιθώριο ασφαλείας τους. Όταν ο δείκτης παίρνει τιμές μεγαλύτερες του 2 με 2,5 θεωρείται ως ένδειξη καλής χρηματοοικονομικής κατάστασης της επιχείρησης.

$$\text{Κάλυψη Χρηματοοικονομικών Δαπανών} = \frac{\text{Κέρδη Προ Τόκων \& Φόρων}}{\text{Χρηματοοικονομικές Δαπάνες}}$$



Διάγραμμα 13: Δείκτης Κάλυψης Χρηματοοικονομικών Δαπανών

Από το διάγραμμα 13 παρατηρείται μια κατακόρυφη πτώση της τάξεως του 70% περίπου από το 2015 στο 2016, ενώ ο δείκτης τα επόμενα χρόνια παραμένει στα ίδια σχετικά επίπεδα με μικρές αυξομειώσεις. Παρόλα αυτά όμως η τιμή του δείκτη παραμένει σε σχετικά υψηλά επίπεδα, που σημαίνει ότι ο όμιλος δεν αντιμετωπίζει προβλήματα αποπληρωμής των χρηματοοικονομικών δαπανών της.

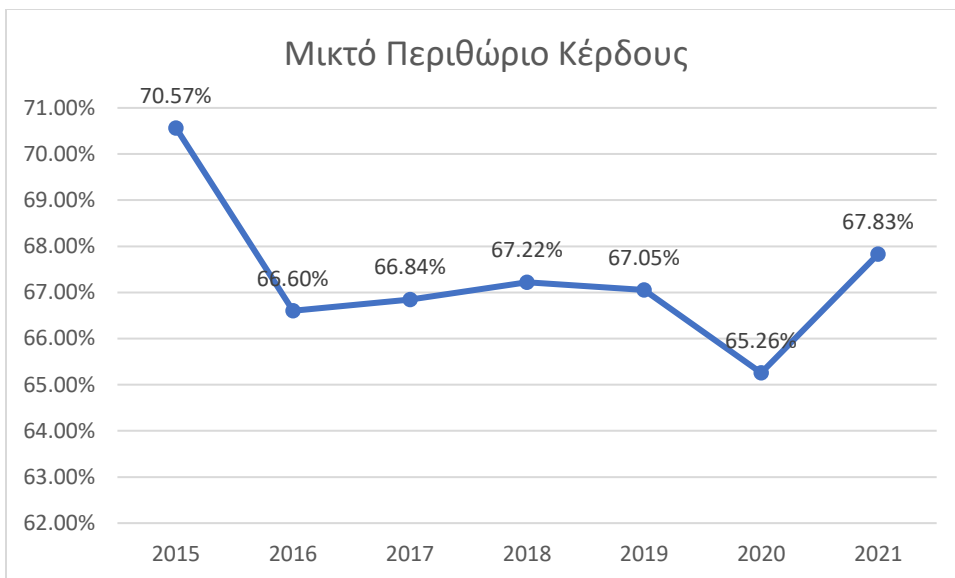
Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας

Οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας μετρούν την ικανότητα της επιχείρησης να πραγματοποιεί κέρδη και εξετάζουν πόσο αποτελεσματικά διοικείται η επιχείρηση, καθώς και πόσο αποτελεσματική είναι η διαχείριση των περιουσιακών της στοιχείων.

➤ Αριθμοδείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους

Ο δείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους μετρά το μικτό κέρδος της επιχείρησης ως ποσοστό για κάθε ένα ευρώ πωλήσεων που πραγματοποιεί. Όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του δείκτη αυτού, τόσο πιο εύκολα η επιχείρηση καλύπτει τα λειτουργικά της έξοδα και τόσο περισσότερα καθαρά κέρδη έχει.

$$\text{Μικτό Περιθώριο Κέρδους} = \frac{\text{Μικτό Κέρδος}}{\text{Πωλήσεις}} \%$$



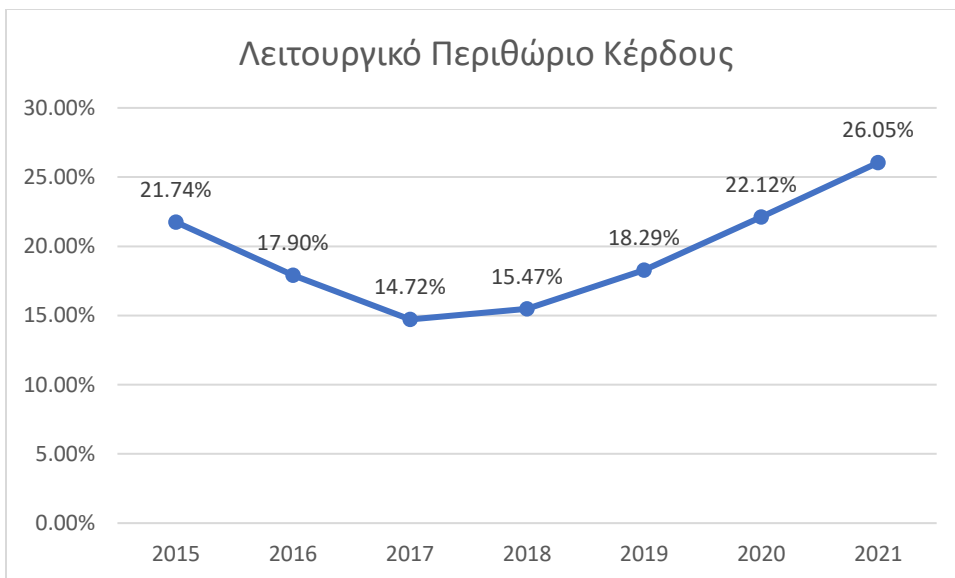
Διάγραμμα 14: Δείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους

Το μικτό περιθώριο κέρδους του ομίλου ΟΠΑΠ ακολουθεί μια σχετικά σταθερή πορεία με μέσο όρο 67,34%. Η τιμή του δείκτη είναι ιδιαίτερα υψηλή. Η πτώση του δείκτη το 2016 οφείλεται στην αύξηση της εισφοράς επί των καθαρών κερδών στο 35% από 30% που ήταν μέχρι το 2015, ενώ η μείωση του το 2020 οφείλεται στις συνέπειες της πανδημίας και των μέτρων αντιμετώπισής της.

➤ Αριθμοδείκτης Λειτουργικού Περιθωρίου Κέρδους

Ο δείκτης λειτουργικού περιθωρίου κέρδους μετρά τα λειτουργικά κέρδη της επιχείρησης ως ποσοστό για κάθε ένα ευρώ πωλήσεων που πραγματοποιεί. Όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του συγκεκριμένου δείκτη, τόσο ευκολότερα η επιχείρηση καλύπτει τα χρηματοοικονομικά της έξοδα και τα λοιπά μη λειτουργικά έξοδα.

$$\text{Λειτουργικό Περιθώριο Κέρδους} = \frac{\text{Λειτουργικά Κέρδη}}{\text{Πωλήσεις}} \%$$



Διάγραμμα 15: Δείκτης Λειτουργικού Περιθωρίου Κέρδους

Το λειτουργικό περιθώριο κέρδους του ομίλου φαίνεται να μειώνεται αρχικά έως και το 2017, ενώ στη συνέχεια αυξάνεται κάθε χρόνο. Κατά μέσο όρο ο όμιλος λειτουργεί με λειτουργικό περιθώριο κέρδους ίσο με 19,47% τα τελευταία επτά χρόνια.

➤ Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους

Ο δείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους μετρά το καθαρό κέρδος της επιχείρησης ως ποσοστό για κάθε ένα ευρώ πωλήσεων που πραγματοποιεί. Όσο μεγαλύτερος είναι ο συγκεκριμένος δείκτης, τόσο πιο επικερδής είναι η επιχείρηση.

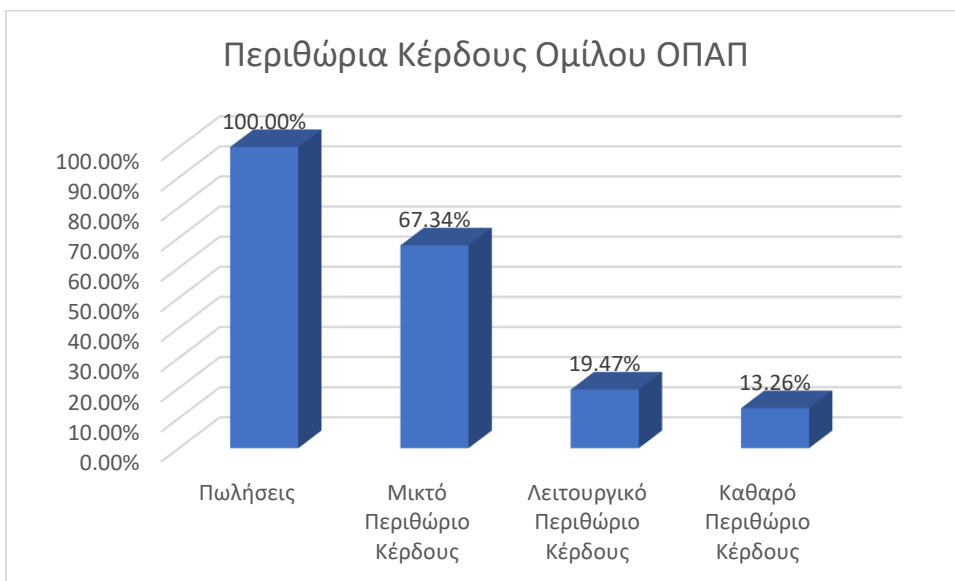
$$\text{Καθαρό Περιθώριο Κέρδους} = \frac{\text{Καθαρό Κέρδος}}{\text{Πωλήσεις}} \%$$



Διάγραμμα 16: Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους

Ο δείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους ακολουθεί το ίδιο μοτίβο με τον δείκτη λειτουργικού περιθωρίου κέρδους και ο όμιλος λειτουργεί με μέσο καθαρό περιθώριο κέρδους ίσο με 13,25%.

Οι τρεις προηγούμενοι δείκτες αναφέρονται στα περιθώρια κέρδους με τα οποία λειτουργεί ο όμιλος ΟΠΑΠ. Για να δοθεί μια καλύτερη εικόνα του ομίλου και για την καλύτερη κατανόηση των δεικτών αυτών ακολουθεί το διάγραμμα 17, το οποίο περιλαμβάνει τα μέσα περιθώρια κέρδους των επτά ετών όπου συγκρίνονται με τις πωλήσεις του ομίλου.



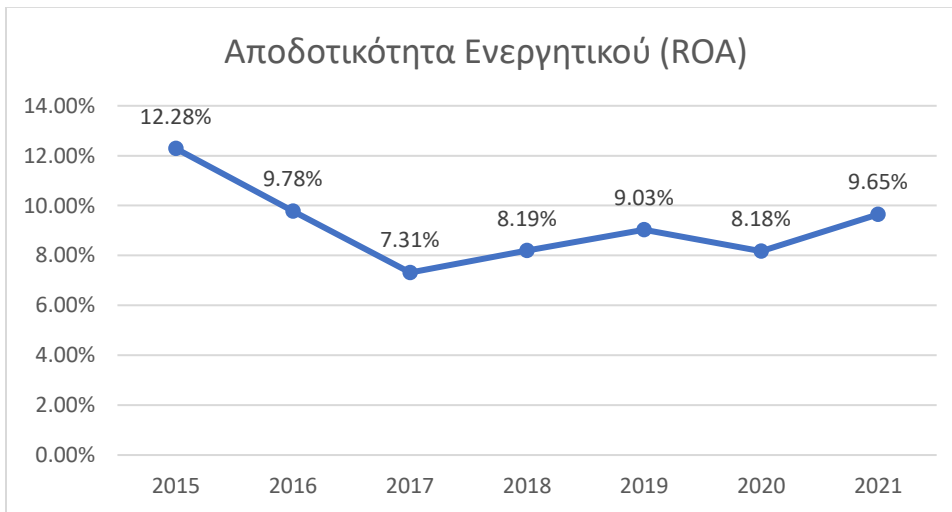
Διάγραμμα 17: Περιθώρια Κέρδους Ομίλου ΟΠΑΠ

Όπως φαίνεται λοιπόν στο διάγραμμα 17, ο όμιλος λειτουργεί με μικτό περιθώριο κέρδους 67,34% ενώ το υπόλοιπο 32,66% αποτελεί το κόστος πωληθέντων. Συγκρίνοντας το μικτό με το λειτουργικό περιθώριο κέρδους, προκύπτει ότι ο όμιλος χρησιμοποιεί το 47,87% για να καλύψει τα έξοδα διοίκησης, λειτουργίας και διάθεσης. Τέλος συγκρίνοντας το λειτουργικό με το καθαρό περιθώριο κέρδους, φαίνεται ότι το 6,21% χρησιμοποιείται για την πληρωμή των τόκων και των φόρων εισοδήματος.

➤ Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού (ROA)

Ο δείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού μετρά πόσο αποδοτικά χρησιμοποιεί η επιχείρηση τα περιουσιακά της στοιχεία προκειμένου να πραγματοποιήσει κέρδη. Όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του δείκτη αυτού, τόσο πιο αποτελεσματικά χρησιμοποιεί τα περιουσιακά της στοιχεία.

$$\text{Αποδοτικότητα Ενεργητικού} = \frac{\text{Καθαρό Κέρδος}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

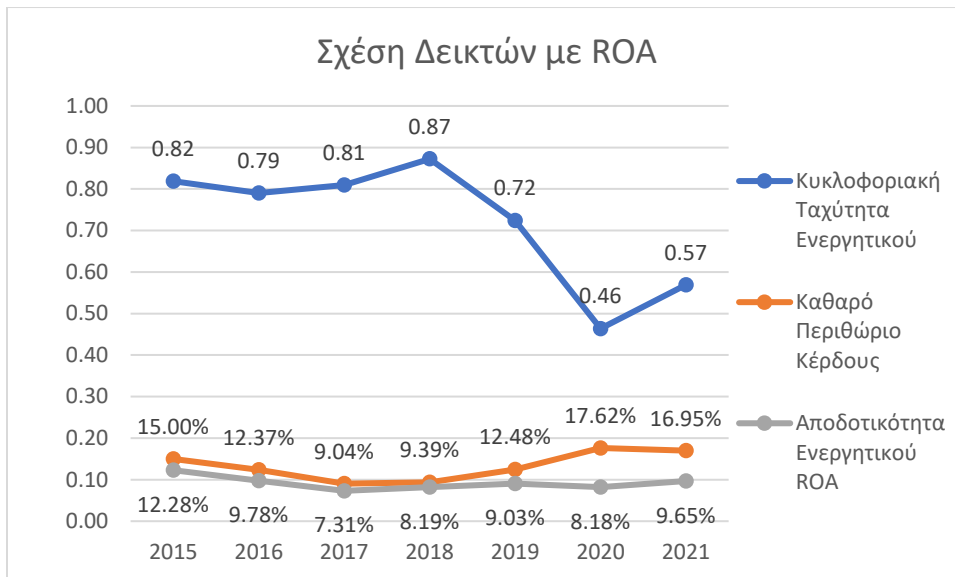


Διάγραμμα 18: Δείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού (ROA)

Όπως φαίνεται στο διάγραμμα 18, η αποδοτικότητα ενεργητικού παρουσιάζει μια κάμψη από το 2015 στο 2017, ενώ στη συνέχεια αυξάνεται μέχρι και το 2019. Το 2020 παρατηρείται μια μικρή πτώση, ενώ το 2021 φαίνεται πως υπάρχει αύξηση ξανά. Παρόλα αυτά όμως η τιμή του δείκτη είναι αρκετά καλή, επομένως ο όμιλος χρησιμοποιεί αποτελεσματικά τα περιουσιακά του στοιχεία.

Ο δείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού μπορεί να αναλυθεί και όπως φαίνεται παρακάτω. Αυτό σημαίνει ότι επηρεάζεται και από την κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού αλλά και από το καθαρό περιθώριο κέρδους. Επομένως για την καλύτερη κατανόηση του ακολουθεί το διάγραμμα 19.

$$\text{Αποδοτικότητα Ενεργητικού} = \frac{\text{Καθαρό Κέρδος}}{\text{Πωλήσεις}} * \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Σύνολο Ενεργητικο}}$$



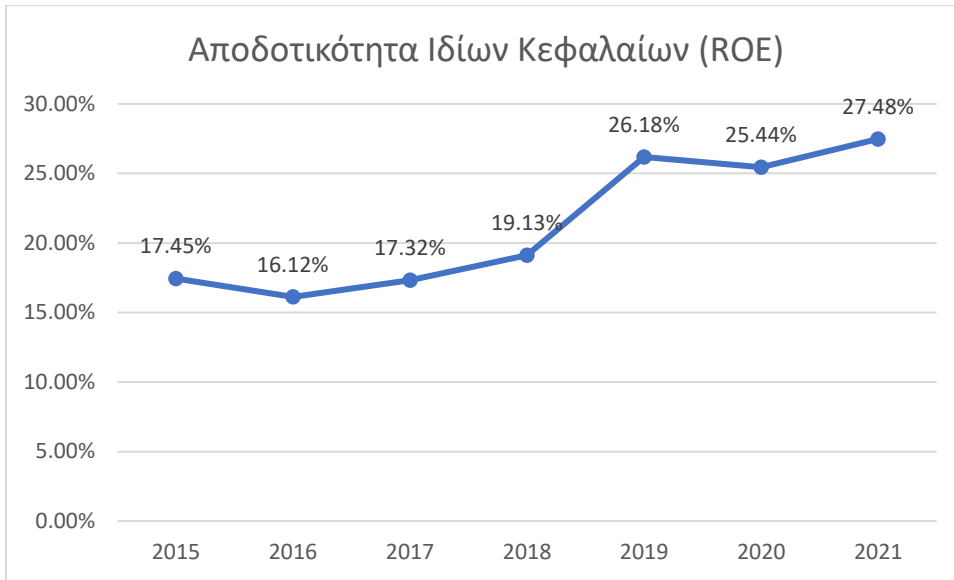
Διάγραμμα 19: Σχέση Δεικτών με ROA

Όπως φαίνεται η αποδοτικότητα ενεργητικού ακολουθεί την πορεία του δείκτη καθαρού περιθωρίου κέρδους μέχρι και το 2019, όμως βρίσκεται σε χαμηλότερα επίπεδα από αυτόν. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι η κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού παίρνει σε όλα τα έτη τιμές μικρότερες από τη μονάδα. Παρατηρείται λοιπόν ότι ενώ ο όμιλος δε διαχειρίζεται αποτελεσματικά τα περιουσιακά του στοιχεία προκειμένου να πραγματοποιήσει πωλήσεις, τα χρησιμοποιεί αποτελεσματικά για να πραγματοποιήσει κέρδη.

➤ Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)

Ο δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων μετρά πόσο αποτελεσματικά χρησιμοποιεί η επιχείρηση τα ίδια κεφάλαια της προκειμένου να πραγματοποιήσει κέρδη. Όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του δείκτη αυτού, τόσο μεγαλύτερη απόδοση λαμβάνουν οι μέτοχοι της επιχείρησης.

$$\text{Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}$$



Διάγραμμα 20: Δείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)

Όπως φαίνεται στο διάγραμμα 20, η απόδοση που λαμβάνουν οι μέτοχοι είναι σχετικά υψηλή αφού ο δείκτης παίρνει τιμές ιδιαίτερα αυξημένες σε όλα τα έτη και η πορεία του είναι ανοδική.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

Αποτίμηση ομίλου ΟΠΑΠ

Σε αυτό το στάδιο της εργασίας, θα εκτελέσουμε τη μέθοδο αποτίμησης καθαρών ταμειακών ροών. Οι ελεύθερες ταμειακές ροές υπολογίστηκαν με τον εξής τρόπο:

Κέρδη μετά φόρων + Αποσβέσεις + Χρηματοοικονομικό κόστος – Επενδύσεις – Μεταβολή κεφαλαίου κίνησης.

Καθώς γίνεται πρόβλεψη των ταμειακών ροών για τα έτη 2022-2026, για την εφαρμογή του μοντέλου, χρησιμοποιήσαμε τον απλό μέσο όρο των ετών 2015-2021 ως πρόβλεψη τιμών για το 2022. Για τον υπολογισμό του ρυθμού ανάπτυξης κάθε στοιχείου, εφαρμόστηκε ο τύπος:

$$^{2021-2015}\sqrt{\frac{\text{Αξία 2021}}{\text{Αξία 2015}}}-1$$

Ο ρυθμός ανάπτυξης θεωρείται σταθερός από 2022 και για τα επόμενα έτη. Τέλος για τον υπολογισμό της μεταβολής του κεφαλαίου κίνησης γίνονται οι εξής υπολογισμοί:

Αποθέματα + Απαιτήσεις + Λοιπά κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία – Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

Στη συνέχεια υπολογίζεται η διαφορά μεταξύ δύο διαδοχικών ετών. Για τα στοιχεία του 2022, χρησιμοποιήσαμε τον απλό μέσο όρο των ετών 2015-2021 και τον ίδιο τύπο για τον ρυθμό ανάπτυξης των επομένων ετών.

Ο πίνακας 7 αποτυπώνει τους υπολογισμούς για την μεταβολή του κεφαλαίου κίνησης. Ο πίνακας 8, δείχνει τις ταμειακές ροές.

Πίνακας 7: Μεταβολή κεφαλαίου κίνησης

Υπολογισμός Κεφαλαίου Κίνησης	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	Ρυθμός Μεταβολής 2015-2021
Αποθέματα	4.682.000	8.875.571.43	7.461.343	6.272.457	5.273.008	4.432.810	-0,16
Απαιτήσεις	90.886.000	103.440.857	112.393.327	122.120.604	132.689.744	144.173.610	0,09
Λοιπά κυκλ. περ. στοιχεία	51.588.000	52.957.143	62.163.460	72.970.247	85.655.735	100.546.529	0,17
Λοιπές βραχ. υποχρεώσεις	516.504.000	336.175.000	369.511.472	406.153.723	446.429.569	490.699.329	0,10
Κεφάλαιο κίνησης	-369.348.000	-170.901.429	-187.493.342	-204.790.416	-222.811.081	-241.546.381	
Μεταβολή Κεφαλαίου Κίνησης		198.446.571	-16.591.913	-17.297.074	-18.020.665	-18.735.299	

Πίνακας 8: Ελεύθερες ταμειακές ροές

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	Ρυθμός Μεταβολής 2015-2021
Καθαρά Κέρδη μετά Φόρων	194.166.971	199.948.862	205.902.925	212.034.287	218.348.229	0,03
Αποσβέσεις	95.973.857	111.368.334	129.232.128	149.961.324	174.015.542	0,16
Χρηματοοικονομικό κόστος	-27.639.429	-38.375.918	-53.282.979	-73.980.662	-102.718.326	0,39
Επενδύσεις	150.135.000	157.641.750	165.523.838	173.800.029	182.490.031	5%
Μεταβολή Κεφαλαίου Κίνησης	198.446.571	-16.591.913	-17.297.074	-18.020.665	-18.735.300	
Ελεύθερες Ταμειακές Ροές	-86.080.171	131.891.441	133.625.310	132.235.585	125.890.714	

Στη συνέχεια υπολογίζουμε το μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC), για τον υπολογισμό του συντελεστή προεξόφλησης, σύμφωνα με τον τύπο (2). Για τα ίδια και ξένα κεφάλαια, χρησιμοποιήσαμε τον μέσο όρο των ετών 2015-2021. Το κόστος των ξένων κεφαλαίων υπολογίστηκε με βάση το 2021 ως το πηλίκο του συνόλου των δανείων και των χρηματοοικονομικών εξόδων, σε 4,38%.

Το κόστος των ιδίων κεφαλαίων (r_e) υπολογίστηκε με το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (CAPM) σύμφωνα με τον τύπο (3). Για τον υπολογισμό του r_f χρησιμοποιήσαμε το επιτόκιο 10ετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου σε 3.30%³, σύμφωνα με στοιχεία της ΤτΕ. Για τον υπολογισμό του β υπολογίσαμε τη συνδιακύμανση των αποδόσεων της μετοχής με τις αποδόσεις του Χρηματιστηρίου, προς τη διακύμανση των αποδόσεων του χρηματιστηρίου. Το αποτέλεσμα ήταν 0.1347. Η εν λόγω τιμή δηλώνει ότι η συσχέτιση της απόδοσης της μετοχής και της αγοράς είναι ανεξάρτητες, και ότι ο επενδυτής έχει θετικές ταμειακές ροές ανεξαρτήτως κίνησης της αγοράς⁴.

Για το β_L χρησιμοποιήσαμε τον τύπο (4), και για τα ίδια και ξένα κεφάλαια, χρησιμοποιήσαμε τον μέσο όρο των ετών 2015-2021 και το αποτέλεσμα ήταν 0,423. Για την απόδοση κινδύνου χρησιμοποιήσαμε τον μέσο όρο των ημερησίων διαφορών $\ln-rf$. Εφαρμόζοντας τη σχέση (3) υπολογίσαμε το κόστος ιδίων κεφαλαίων σε 6,60%.

Επιστρέφοντας στη σχέση (2) για τον υπολογισμό του WACC προκύπτει ότι ισούται με 4,89%. Πιο συγκεκριμένα:

$$WACC = 4,38\% * (1-24\%) * 0,52 + 6,6\% * 0,48$$

όπου 4,38% είναι το κόστος ξένων κεφαλαίων, 24% ο φορολογικός συντελεστής, 0,52 ο λόγος του μέσου όρου των ξένων κεφαλαίων προς τον μέσο όρο του συνόλου των

³ <https://www.bankofgreece.gr/statistika/xrhmatopistwtikes-agores/titloi-ellhnikoy-dhmosioy?year=2022&order=asc&page=1>

⁴ https://euretirio.com/syntelestis-beta-coefficient/?fbclid=IwAR1Wr9BiWDLuquJN5jXhOxXzr8aGgwW4RiBeHL_AleNfubM739kSjgQgy8

κεφαλαίων, 6,6% το κόστος ιδίων κεφαλαίων και 0,48 ο λόγος του μέσου όρου των ιδίων κεφαλαίων προς τον μέσο όρο του συνόλου των κεφαλαίων.

Στη συνέχεια υπολογίσαμε τον συντελεστή προεξόφλησης για κάθε έτος πρόβλεψης ως εξής:

$$\frac{1}{(1+WACC)^n} \text{ όπου } n \text{ το αντίστοιχο έτος}$$

Κατόπιν υπολογίσαμε τις προεξοφλημένες ταμειακές ροές, πολλαπλασιάζοντας την ταμειακή ροή κάθε έτους με τον αντίστοιχο συντελεστή προεξόφλησης. Ο πίνακας 9 απεικονίζει τις προεξοφλημένες ταμειακές ροές.

Πίνακας 9: Προεξοφλημένες ταμειακές ροές

	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E
Ελεύθερες Ταμειακές Ροές	-86.080.171	131.891.441	133.625.310	132.235.585	125.890.714
Συντελεστής Προεξόφλησης	95,34%	90,90%	86,67%	82,63%	78,78%
Παρούσα Αξία Ταμειακών Ροών	-82.070.800	119.891.308	115.809.812	109.267.376	99.179.385

Στο τρίτο βήμα της αποτίμησης, προχωρήσαμε στον υπολογισμό της υπολειμματικής αξίας. Για τον εν λόγω υπολογισμό, θεωρήσαμε ότι ο ΟΠΑΠ θα αναπτύσσεται με σταθερό ρυθμό (g) 2,74% μετά το 2026. Ως εκ τούτου, βάση της σχέσης (7) προκύπτει ότι η υπολειμματική αξία ισούται με 6.029.113.245 ευρώ. Πιο συγκεκριμένα:

$$\frac{125.890.714 * 1,027}{4,89\% - 2,74\%} = 6.029.113.245$$

Στο τέταρτο βήμα για τον υπολογισμό της αξίας του ομίλου εκτελέστηκαν οι εξής υπολογισμοί, βάση της σχέσης (8):

$$-82.070.799,95 + 119.891.308,06 + 115.809.811,57 + 109.267.375,75 + \frac{125.890.714 + 6.029.113.245}{(1+4,89\%)^5} = 5.111.940.895 \text{ ευρώ.}$$

Αφαιρώντας τον δανεισμό όπως προκύπτει στις 31/12/2021 και προσθέτοντας τα ταμειακά διαθέσιμα της ίδιας ημερομηνίας, προκύπτει ότι η τελική αξία του ομίλου ΟΠΑΠ ισούται με 4.925.663.895 ευρώ.

Εναλλακτικοί τρόποι προσέγγισης της αξίας

Η πρώτη εναλλακτική μέθοδος που χρησιμοποιήσαμε είναι η μέθοδος των οργανικών κερδών, και εφαρμόσαμε ότι ακριβώς και στην μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών, αλλάζοντας τις ταμειακές ροές με τα κέρδη. Σε αυτή τη μέθοδο η αξία του ομίλου ισούται με το άθροισμα της συνολικής παρούσας αξίας των μελλοντικών κερδών και της παρούσας αξίας της υπολειμματικής αξίας, όπως φαίνεται και στον πίνακα 10. Επομένως η αξία του ομίλου ΟΠΑΠ ανέρχεται σε 5.642.419.731 ευρώ.

Πίνακας 10: Οργανικά κέρδη

	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E
Κέρδη μετά Φόρων	194.166.971	199.948.862	205.902.925	212.034.287	218.348.229
Συντελεστής Προεξόφλησης	95,34%	90,90%	86,67%	82,63%	78,78%
Παρούσα Αξία Μελλοντικών Κερδών	185.123.222	181.756.530	178.451.065	175.205.715	172.019.385
Συνολική Παρούσα Αξία Μελλοντικών Κερδών (1): 892.555.917 Υπολειμματική Αξία: 6.029.113.245 Παρούσα Αξία Υπολειμματικής Αξίας (2): 4.749.863.814 Αξία εταιρείας (1) + (2): 5.642.419.731					

Μια τρίτη μέθοδος για αποτίμηση, είναι η μέθοδος P/E. Στη συγκεκριμένη μέθοδο, η αξία ισούται με το γινόμενο του μέσου όρου των προεξοφλημένων κερδών και του δείκτη P/E. Για τον υπολογισμό του δείκτη χρησιμοποιείται η σχέση:

$$P/E = \frac{1-g}{wacc-g}$$
 όπου g ο ρυθμός ανάπτυξης, και r το άθροισμα των αποδόσεων της αγοράς και του επιτοκίου άνευ κινδύνου. Με τη συγκεκριμένη προσέγγιση, η αξία του ομίλου ΟΠΑΠ ανέρχεται στα 6.267.133.002 ευρώ, όπως φαίνεται και στον πίνακα 11.

Πίνακας 11: Μέθοδος P/E

	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E
Κέρδη μετά Φόρων	194.166.971	199.948.862	205.902.925	212.034.287	218.348.229
Συντελεστής Προεξόφλησης	95,34%	90,90%	86,67%	82,63%	78,78%
Παρούσα Αξία Μελλοντικών Κερδών	185.123.222	181.756.530	178.451.065	175.205.715	172.019.385
ΜΟ παρούσας αξίας μελλοντικών ροών: 178.511.183 g=2,74%, r=11,10%, wacc=4,89% P/E = 35,11 Αξία εταιρείας = P/E * Μ.Ο Παρ. Αξ. Μελ/κών κερδών: 6.267.133.002					

Τέλος, η τέταρτη προσέγγιση αφορά τη μέθοδο της υπερπροσόδου. Στη συγκεκριμένη μέθοδο ορίζεται ως πρόσδοδος το γινόμενο της λογιστικής καθαρής θέσης στις 31/12 του τελευταίου έτους και του επιτοκίου άνευ κινδύνου. Ως καθαρή λογιστική θέση, ορίζονται τα ίδια κεφάλαια. Στη συνέχεια, η πρόσδοδος θεωρείται σταθερή διαχρονικά, και αφαιρείται από τα κέρδη μετά φόρων ώστε να προκύψει η υπερπρόσοδος κάθε έτους. Έπειτα, από το πηλίκο του μέσου όρου των υπερπροσόδων και του wacc προκύπτει η υπεραξία. Το άθροισμα της υπεραξίας με την καθαρή θέση, είναι η αξία της επιχείρησης. Με αυτή τη μέθοδο, η αξία ανέρχεται στα 4.526.479.782 ευρώ. Ο πίνακας 12 παρουσιάζει τα αντίστοιχα μεγέθη.

Πίνακας 12: Μέθοδος υπερπροσόδου

	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E
Κέρδη μετά Φόρων	194.166.971	199.948.862	205.902.925	212.034.287	218.348.229
Κανονική Πρόσοδος	31.329.309	31.329.309	31.329.309	31.329.309	31.329.309
Υπερπρόσοδος	162.837.662	168.619.553	174.573.616	180.704.978	187.018.920
Λογιστική Καθαρή θέση 31/12/2021: 949.373.000 (1) Επιτόκιο 10ετούς Ομολόγου Ελληνικού Δημοσίου: 3,30% Κανονική πρόσοδος: 31.329.309 Μέσος Όρος Υπερπροσόδων 2022-2026: 174.750.946 Υπεραξία Εταιρείας (2): 3.577.106.781 Αξία εταιρείας (1) + (2): 4.526.479.781					

Διαιρώντας την αξία όπως προέκυψε από κάθε μέθοδο, με τον αριθμό των μετοχών, έχουμε την αξία της μετοχής. Ο πίνακας 13, παρουσιάζει την αξία της μετοχής με κάθε μέθοδο. Όπως παρατηρούμε με τη μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών η υπολογιζόμενη τιμή είναι λίγο μεγαλύτερη από την αγοραία τιμή της μετοχής, ενώ με τη μέθοδο P/E και τη μέθοδο των προεξοφλημένων κερδών είναι αρκετά υψηλότερη. Αντιθέτως η υπολογιζόμενη τιμή με τη μέθοδο της υπερπροσόδου είναι μικρότερη από την αγοραία. Η αξία της μετοχής κυμαίνεται από 12,83€ έως 17,76€, με μέση τιμή 15,13€, ενώ διαπραγματεύεται στα 13,94€. Συνεπώς η αγοραία αξία είναι μικρότερη της εκτιμώμενης και η μετοχή μπορεί να χαρακτηριστεί ως υποτιμημένη. Στο δυσμενές σενάριο, στο οποίο υποθέτουμε μείωση της αξίας κατά 5%, η μετοχή χαρακτηρίζεται ελαφρώς υπερτιμημένη με τις μεθόδους των προεξοφλημένων ταμειακών ροών και της υπερπροσόδου. Τέλος, στο αισιόδοξο σενάριο του +5%, η μετοχή παραμένει υποτιμημένη, εκτός από τη μέθοδο της υπερπροσόδου. Συνεπώς, προτείνουμε αγορά της μετοχής, καθώς αναμένουμε άνοδο της τιμής ως την πραγματική της αξία. Η άνοδος που αναμένουμε κυμαίνεται από 0,02 € ανά μετοχή έως 3,82 €, με μέση τιμή τα 1,19€.

Πίνακας 13: Σύγκριση μεθόδων

Μέθοδος	Αξία Ομίλου	Αξία Μετοχής	Δυσμενές σενάριο (-5%)	Αισιόδοξο σενάριο (+5%)	Διαφορά τιμής (βασικό σενάριο)
DCF	4.925.663.895	13,96 €	13,26 €	14,66 €	0,02 €
P/E	6.267.133.002	17,76 €	16,87 €	18,65 €	3,82 €
Υπερπρόσοδος	4.526.479.781	12,83 €	12,19 €	13,47 €	-1,11€
Οργανικά Κέρδη	5.642.419.731	15,99 €	15,19 €	16,79 €	2,05€
Μέσος όρος	5.340.424.102	15,13 €	14,38 €	15,89 €	1,19 €
Αριθμός μετοχών: 352.856.287		Τιμή μετοχής στο XAA (04/05/2022): 13,94 €			

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

Συμπεράσματα

Η αποτίμηση μιας εταιρίας αποτελεί υποκειμενικό ζήτημα. Τα αποτελέσματα της αποτίμησης μιας εταιρίας, ποικίλουν ανάλογα με τον αναλυτή και τις παραδοχές στις οποίες αυτός βασίστηκε.

Στην περίπτωση του ομίλου Ο.Π.Α.Π., ο όμιλος διατηρεί μια πολύ καλή εικόνα από άποψη χρηματοοικονομικής φύσεως. Οι δείκτες ρευστότητας παρουσιάζουν αυξητική τάση μέχρι το 2019, και πτώση το 2020 λόγω των επιπτώσεων των μέτρων για την αντιμετώπιση της πανδημίας. Επιπλέον, οι δείκτες λειτουργικού και καθαρού περιθωρίου κέρδους παρουσιάζουν αυξητική τάση. Σε επίπεδο μεγεθών, ο κύκλος εργασιών, τα μικτά και τα καθαρά κέρδη παρουσιάζονται μειωμένα το 2020, αποδίδοντας την πτώση στα μέτρα για την πανδημία. Κατ' επέκταση, η κυκλοφοριακή ταχύτητα των στοιχείων του ενεργητικού μειώθηκε. Ως προς το μείγμα χρηματοδότησης, τα στοιχεία του ισολογισμού δείχνουν μείωση των ιδίων κεφαλαίων και αύξηση των ξένων κεφαλαίων η οποία συνοδεύεται με μεγαλύτερη αύξηση στις μακροχρόνιες έναντι στις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις.

Αναφορικά με τις μεθόδους αποτίμησης, όλοι οι μέθοδοι, εκτός από τη μέθοδο της υπερπροσόδου, έδειξαν ότι η αγοραία τιμή της μετοχής (13,94€) είναι μικρότερη από την αξία της μετοχής, στο βασικό σενάριο, και συνεπώς η μετοχή μπορεί να χαρακτηριστεί ως υποτιμημένη. Σε αυτές τις περιπτώσεις, συνίσταται η αγορά της μετοχής, καθώς αναμένεται, αργά ή γρήγορα, η αύξηση της αγοραίας τιμής στο ύψος στην αξίας. Ανάλογα τη μέθοδο, η αναμενόμενη άνοδος κυμαίνεται από 0,02€ έως 3,82€, με μέση τιμή 1,19€.

Ως μελλοντικές προτάσεις για περαιτέρω έρευνα, προτείνουμε την χρήση επιπλέον μεθόδων αποτίμησης, αλλά και τη χρήση των πολλαπλασιαστών, συγκρίνοντας τον όμιλο ΟΠΑΠ με άλλους στοιχηματικούς ομίλους, που δραστηριοποιούνται στην περιοχή της ΝΑ Ευρώπης.

Βιβλιογραφία

Ξενόγλωσση

- Akbar , S., & Stark , A. (2003). Deflators, Net Shareholder Cash Flows, Dividends, Capital Contributions and Estimated Models of Corporate Valuation. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30, pp. 1211–1233.
- Alford, A. (1992). The Effect of the Set of Comparable Firms on the Accuracy of the Price- Earnings Valuation Method. *Journal of Accounting Research*, 30, pp. 94-108.
- Benninga, S. Z., & Sarig, O. H. (1997). *Corporate finance – a valuation approach*. McGraw Hill.
- Bernard, V. (1995). The Feltham Ohlson framework: Implications for empiricists. *Contemporary Accounting Research*, 11, pp. 733-747.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Marcus, A. J. (2011). *Principles of corporate finance* (10th ed.). McGraw Hill.
- Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (2000). *Valuation: measuring and managing the value of companies* (3rd ed.). McKinsey & Company.
- Damodaran, , A. (2010). *What is Valuation?* Stern School of Business, New York University.
- Damodaran, A. (1996). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. John Wiley and Sons.
- Damodaran, A. (2001). *The dark side of valuation*. Financial Times Press.
- Damodaran, A. (2011). *Applied Corporate Finance* (3rd ed.). John Wiley & Sons Inc.
- Fama , E., & French, K. (1998). Taxes, Financing Decisions, and Firm Value. *Journal of Finance*, 53, pp. 819-843.
- Fernandez, P. (2003). *Levered and unlevered beta*. University of Navarra: IESE Business School.
- Hand, J., & Landsman, W. (2005). The Pricing of Dividends in Equity Valuation. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32, pp. 435-469.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2005). *Valuation: measuring and managing the value of companies* (4th ed.). John Wiley & Sons.
- Mayer, C. (1986). Corporation Tax, Finance and the Cost of Capital. *The Review of Economic Studies*.
- Michaud, R., & Davis, P. (1982). Valuation Model Bias and the Scale Structure of Dividend Discount Returns. *The Journal of Finance*, 37, pp. 563-573.

- Miller, M., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, 34, pp. 411-433.
- Mukherji, S. (2011). The capital asset pricing model's risk-free rate. *The International Journal of Business and Finance Research*, 5, pp. 75-83.
- Ohlson, J. (1995). Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11, pp. 661-687.
- Penman, S. H. (2010). *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (4th ed.). McGraw-Hill.
- Pratt, S. P., & Niculita, A. V. (2005). *Valuing a Business* (5th ed.). McGraw Hill Companies.
- Russell, J. (2007). Valuation of Imaging Centers: Alternative Methods and Detailed Description of the Discounted Cash Flow Approach. *Journal of the American College of Radiology*, 4(1), pp. 53-64.
- Steiger, F. (2010). *The Validity of Company Valuation Using Discounted Cash Flow Methods*. Cornell University Library.
- Xiaoquan, J., & Bon-Soo, L. (2005). An Empirical Test of the Accounting-Based Residual Income Model and the Traditional Dividend Discount Model. *Journal of Business*, 78, pp. 1465-1504.

Ελληνόγλωσση

- Λαζαρίδης, Θ. (2005). *Αποτίμηση Επιχειρήσεων*. Αθήνα: Αφοί Κυριακίδη Α.Ε.
- Λαζαρίδης, Γ., & Παπαδόπουλος, Δ. (2005). *Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Βασικές Έννοιες Χρηματοοικονομικής, Χρηματοοικονομικός Σχεδιασμός και Διοίκηση Κεφαλαίου Κίνησης* (2 εκδ.). Θεσσαλονίκη.
- Σφαρνάς, Α. (1993). *Αποτίμηση Επιχειρήσεων* (1η εκδ.). Αθήνα: Γαλαίος.