

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

- Αντικειμενικός σκοπός εργασίας

Προσδιορισμός πραγματικής αξίας εταιρείας του TITAN και της πραγματικής αξίας της μετοχής, την ημέρα παρουσίασης της εργασίας, το Νοέμβριο του 2014.

Βήματα για την αποτίμηση του TITAN:

- Παρουσίαση Εταιρείας TITAN (Κεφάλαιο 3)
- Στρατηγική Ανάλυση TITAN(Κεφάλαιο 4)
- Χρηματοοικονομική Ανάλυση TITAN (Κεφάλαιο 5)
- Σχηματισμός Προβλέψεων για την μελλοντική ανάπτυξη του TITAN (Κεφάλαιο 6)
- Αποτίμηση TITAN (Κεφάλαιο 7)

ΘΕΩΡΙΑ DCF

- Η πλέον αποδεκτή και επικρατούσα μεθοδολογία αποτίμησης επιχειρήσεων και επενδυτικών προτάσεων. Είναι μία μέθοδος που:
 1. καταφέρνει να συσχετίσει υπάρχοντα οικονομικά δεδομένα με την αξία,
 2. έχει ένα σοβαρό θεωρητικό υπόβαθρο και η ορθότητά της έχει αποδειχθεί από στατιστικές μελέτες,
 3. είναι πολύ πιο αξιόπιστη από οποιοδήποτε άτυπο κανόνα.

Η μεθοδολογία συσχετίζει την αξία μιας επιχείρησης με:

1. τις πωλήσεις της,
2. το περιθώριο του λειτουργικού κέρδους της,
3. την μελλοντική ανάπτυξή της
4. τις μελλοντικές της ανάγκες για επενδύσεις (πάγια, πιστώσεις, αποθέματα κλπ.)
5. την απόδοση που θα απαιτήσει ένας επενδυτής σε αυτή, βάσει του ρίσκου που έχει η επιχείρηση. Η απόδοσή αυτή ονομάζεται και προεξοφλητικό επιτόκιο γιατί οι μελλοντικές ταμειακές ροές προεξοφλούνται-μετατρέπονται σε σημερινές αξίες – βάσει αυτού του επιτοκίου.

Ορισμός και σημαντικότητα των ταμειακών ροών

Η αξία μίας επιχείρησης δεν είναι πάντα ανάλογη της κερδοφορίας και δεν σχετίζεται τόσο με τα κέρδη όσο με τις ελεύθερες ταμειακές ροές.

ΘΕΩΡΙΑ DCF

Δύο προσεγγίσεις DCF

- προεξόφληση ελεύθερων ταμειακών ροών **προς το σύνολο της Εταιρείας** (Free Cash Flows to the Firm - FCFF)
- προεξόφληση ελεύθερων ταμειακών ροών **προς τους μετόχους** (Free Cash Flows to Equity - FCFE)

Ως **ελεύθερες ταμειακές ροές προς την εταιρεία** ορίζονται οι ροές που απομένουν αφού καλυφθούν οι ανάγκες σε κεφάλαια κίνησης, σε επενδύσεις, σε πάγιο εξοπλισμό καθώς και σε χρηματοοικονομικές επενδύσεις και συμμετοχές. Στην περίπτωση των ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους θα πρέπει να καλυφθούν επιπλέον των ανωτέρω οι τόκοι και η εξόφληση των δανείων της Εταιρείας

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1+r)^t}$$

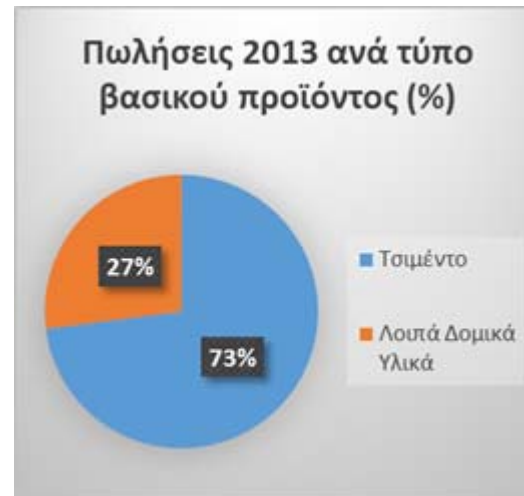
Η μεθοδολογία περιλαμβάνει τα εξής βήματα:

1. Σχεδιασμός και υπολογισμός των ελεύθερων ταμειακών ροών της εταιρίας στο χρονικό διάστημα της πρόβλεψης.
2. Υπολογισμός του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (WACC) για τον προσδιορισμό του κατάλληλου ποσοστού προεξόφλησης στο διάστημα της πρόβλεψης.
3. Υπολογισμός της Υπολειμματικής Αξίας (Terminal Value) στο τέλος της περιόδου πρόβλεψης.
4. Προσδιορισμός της αξίας της εταιρίας με την προεξόφληση στο παρόν όλων των προβλεπόμενων ελεύθερων ταμειακών ροών της, καθώς και της υπολειμματικής της αξίας.
5. Διενέργεια ανάλυσης ευαισθησίας.

ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΟΥ ΤΙΤΑΝ

- Ο Όμιλος ΤΙΤΑΝ είναι ένας ανεξάρτητος παραγωγός τσιμέντου και δομικών υλικών, μετρώντας πάνω από 100 χρόνια βιομηχανικής παραγωγής με καθετοποιημένη παραγωγική δραστηριότητα. Έχοντας έδρα την Ελλάδα ο Όμιλος ΤΙΤΑΝ διαθέτει εργοστάσια παραγωγής τσιμέντου σε εννέα χώρες και δραστηριοποιείται σήμερα σε τέσσερις γεωγραφικούς τομείς στην Ελλάδα και Δυτική Ευρώπη, στις ΗΠΑ καθώς και στη Νοτιοανατολική Ευρώπη και Ανατολική Μεσόγειο.

	Αριθμός Εργοστασίων
ΕΛΛΑΔΑ & Δ. ΕΥΡΩΠΗ	3
Η.Π.Α.	2
ΝΟΤΙΟΑΝΑΤΟΛΙΚΗ ΕΥΡΩΠΗ	5
ΑΝΑΤΟΛΙΚΗ ΜΕΣΟΓΕΙΟΣ	3
ΣΥΝΟΛΟ	13



ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Ανάλυση εξωτερικού περιβάλλοντος – Ανάλυση PEST

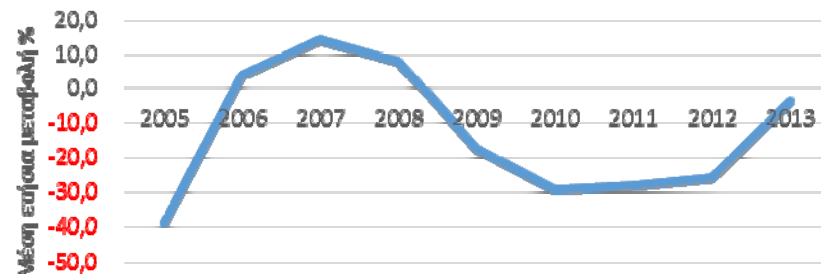
- Ασταθές πολιτικό περιβάλλον σε Ελλάδα και Αίγυπτο, υπέρμετρες φορολογήσεις ακινήτων, ιδιαίτερα υψηλή τιμή ρεύματος σε Ελλάδα αλλά και καυσίμων
- Δυσμενές οικονομικό περιβάλλον λόγω της οικονομικής κρίσης, κατάρρευση της οικοδομικής δραστηριότητας και μείωση ζήτησης τσιμέντου. Σημάδια ανάκαμψης του κατασκευαστικού κλάδου για το έτος 2014

Ανάλυση της αγοράς (ανταγωνιστικού περιβάλλοντος) – Υπόδειγμα των πέντε δυνάμεων του PORTER

- Η αγορά είναι απίθανο να προσελκύσει νέες εταιρείες να εισέλθουν στον κλάδο – έντονος ανταγωνισμός με την ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ

Χώρα	Τιμή (€/MWh)
Ιταλία	30,00 - 35,00
Γερμανία	35,00 - 40,00
Γαλλία	40,00 - 46,00
Βουλγαρία	46,00
Ελλάδα (Υψηλή Τάση)	77,00
Ελλάδα (Μέση Τάση)	104,40

Δείκτης παραγωγής στις κατασκευές



ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Ανάλυση της επιχείρησης – Ανάλυση SWOT

Δυνάμεις

- Διεθνή παρουσία και συμμετοχή σε ώριμες και αναδυόμενες αγορές
- Ισχυρά μερίδια αγοράς σχεδόν σε όλες τις αγορές που δραστηριοποιείται
- Περισσότερα από 100 χρόνια εμπειρίας στον τομέα
- Παγκόσμιος ηγέτης στην διαδικασία της ιπτάμενης τέφρας
- Λειτουργία σε 8 χώρες, διαθέτει 13 εργοστάσια παραγωγής τσιμέντου

Αδυναμίες

- Η θέση χρέους παραμένει σε υψηλά επίπεδα, παρόλη τη μείωση που σημείωσε τα τελευταία χρόνια.
- Εξάρτηση από συγκεκριμένα προϊόντα και κυρίως από τον κατασκευαστικό κλάδο ο οποίος σημειώνει πτωτικές τάσεις στις περισσότερες από τις αγορές που δραστηριοποιείται η εταιρεία
- Αυξημένες ρυθμιστικές παρεμβάσεις στην Αίγυπτο από την κυβέρνηση (για την επέκταση των εισαγωγών-απαγόρευση και μειώσεις στις τιμές)
- Η εικόνα των μακροοικονομικών δεικτών στην ΝΑ Ευρώπη παρουσιάζεται ανησυχητική
- Περαιτέρω πτώση της εγχώριας οικοδομικής δραστηριότητας, λόγω της μείωσης του διαθέσιμου εισοδήματος ως αποτέλεσμα των μέτρων για τη μείωση των ελλειμμάτων του δημόσιου τομέα, σε συνδυασμό με την πιστωτική κρίση

Ευκαιρίες

- Η νέα άδεια εξόρυξης στη Φλόριντα των Η.Π.Α. μπορεί να βελτιώσει τα κέρδη του Ομίλου μακροπρόθεσμα
- Υψηλή αναμενόμενη αύξηση και δυνατότητες στην αγορά της Αιγύπτου και της Τουρκίας
- Αναμένεται ανάκαμψη των αγορών στα Βαλκάνια και στη στεγαστική αγορά των Η.Π.Α. τα επόμενα έτη.

Απειλές

- Έντονος εγχώριος ανταγωνισμός με την ΑΓΕΤ-ΗΡΑΚΛΗΣ μπορεί να οδηγήσει στη μείωση του περιθωρίου κέρδους
- Πίεση τιμών από τις εισαγωγές από την Τουρκία και τη Βουλγαρία
- Πολιτικές δημοσιονομικής αστάθειας σε ορισμένες από τις χώρες που δραστηριοποιείται
- Πολλές κατοικίες παραμένουν απούλητες στις αγορές της Ελλάδος και των Η.Π.Α.
- Αύξηση της τιμής των καυσίμων

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Διαχείριση Κινδύνων

- **Κίνδυνοι Ρευστότητας:** Ελλάδα εφαρμόζει Πρόγραμμα Οικονομικής Προσαρμογής και Διαρθρωτικών Μεταρρυθμίσεων. Αντιμετώπιση κίνδυνου με τη διαχείριση της ρευστότητας του με το κατάλληλο μίγμα περιουσιακών στοιχείων και μακροπρόθεσμων τραπεζικών διευκολύνσεων.
- **Κίνδυνοι στα κόστη παραγωγής:** Οι κυκλικές διακυμάνσεις του κλάδου δημιουργούν πρόβλημα στη πρόσβαση σε πρώτες ύλες και οι διακυμάνσεις των τιμών των ορυκτών καυσίμων επηρεάζουν το κόστος παραγωγής. Αντιμετώπιση μέσω της συνεχούς επένδυσης σε εξοπλισμό χαμηλών ενεργειακών απαιτήσεων και της αντικατάστασης των ορυκτών καυσίμων με δευτερογενή καύσιμα. Επίσης διασφαλίζει την επάρκεια παροχής πρώτων υλών των μονάδων του.
- **Μακροοικονομικοί Κίνδυνοι:** Σε κάθε χώρα που δραστηριοποιείται (το ποσοστό ανεργίας, οι δείκτες τιμών, οι μεταβολές της νομισματικής πολιτικής, τα επιτόκια, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες και η έκδοση αδειών οικοδομής νέων κατοικιών) μέσα από ασκήσεις αποτίμησης (προβλέψεις για τις μελλοντικές εισπράξεις ανά επιχειρηματική μονάδα).
- **Κίνδυνος επιτοκίου:** Αντιμετώπιση του κινδύνου του επιτοκίου με τη σύναψη όλων των βραχυπρόθεσμων δανείων με κυμαινόμενα επιτόκια.
- **Συναλλαγματικός κίνδυνος:** Κυρίως από υπάρχουσες ή προσδοκώμενες ταμειακές ροές σε ξένο νόμισμα και από επενδύσεις σε χώρες του εξωτερικού. Ο κίνδυνος αυτός αντιμετωπίζεται με τη χρήση φυσικών αντισταθμιστικών μέσων, με δικαιώματα προαίρεσης σε συνάλλαγμα και με προθεσμιακά συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης σε συνάλλαγμα.
- **Πιστωτικός κίνδυνος :** Ο Όμιλος δεν είναι εκτεθειμένος σε σημαντικούς πιστωτικούς κινδύνους. Η αντιμετώπιση του κινδύνου γίνεται με τη διαρκή παρακολούθηση της χρηματοοικονομικής κατάστασης των πελατών του. Όπου κρίνεται κατάλληλο, ζητούνται πρόσθετες εγγυήσεις για τη διασφάλιση της πίστωσης.

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Συμπεράσματα Οριζόντιας & Κάθετης Ανάλυσης

- Το κόστος πωληθέντων παρέμεινε σε υψηλά επίπεδα και αυξήθηκε, παρά την μείωση των πωλήσεων.
- Ο Όμιλος κατάφερε τη μείωση των ΜΥ και ΒΥ, με παράλληλη αύξηση των ΙΚ και του ΚΕ.

Αριθμοδείκτες

- Αύξηση ρευστότητας, μείωση καθαρού δανεισμού.

Δείκτης Γενικής Ρευστότητας Ομίλου ΤΙΤΑΝ	2009	2010	2011	2012	2013
	0,97	1,42	1,70	1,81	1,86
Δείκτης Επενδυμένων Κεφαλαίων Ομίλου ΤΙΤΑΝ	2009	2010	2011	2012	2013
	4,90%	4,70%	0,90%	-0,90%	-1,40%
Δείκτης Κεφαλαιακής Διάρθρωσης Ομίλου ΤΙΤΑΝ	2009	2010	2011	2012	2013
	2,95	2,46	3,14	3,13	2,77

ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ

Υπολογισμός ρυθμού ανάπτυξης

$$gEBIT = \text{Reinvestment Rate} * \text{ROC}$$

$$\text{Reinvestment Rate} = (\text{Net Capital Expenditures} + \text{Change in WC}) / \text{EBIT}(1-t)$$

$$\text{Return on Investment} = \text{ROC} = \text{EBIT}(1-t) / (\text{BV of Debt} + \text{BV of Equity})$$

Reinvestment Rate : Ο ρυθμός επανεπένδυσης

ROC : Δείκτης απόδοσης κεφαλαίων

- Εξορθολογισμός / Κανονικοποίηση Καθαρών Κεφαλαιουχικών Δαπανών για τον υπολογισμό των δεικτών

$$gEBIT = 6,19\%$$

Καθορισμός σταδίων ανάπτυξης και χρονικού ορίζοντα πρόβλεψης:

- 2 στάδια ανάπτυξης (1 υψηλό με 6,19% ανάπτυξη και στο διηνεκές με τους ρυθμούς ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας και του κλάδου – 1,5%)
- Χρονικός ορίζοντας πρόβλεψης για το στάδιο της ανάπτυξης σύμφωνα με τον Aswath Damodaran τα 5 έτη.

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΟΜΙΛΟΥ ΤΙΤΑΝ

1. Προσδιορισμός των ελεύθερων ταμειακών ροών

$$FCFF = EBIT*(1-t) - (CAPEX - Depreciation) - Change in WC$$

2. Υπολογισμός Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου

$$\text{Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC)} = rd * (1-Tc)*D/C + re*E/C$$

A) Υπολογισμός κόστους των ιδίων κεφαλαίων με τη χρήση του μοντέλου CAPM:

$$re = rf + b * (rm - rf)$$

- Υπολογισμός r_f από μέση 3μηνιαία απόδοση του δεκαετούς ελληνικού ομολόγου
- Υπολογισμός beta μετοχής με παλινδρόμηση των ιστορικών τιμών της μετοχής του ΤΙΤΑΝ και του ΓΔ για 4 χρόνια
- Υπολογισμός κινδύνου αγοράς με βάση τον τύπο (Damodaran):

$$\text{Total ERP for a country} = \text{Default spread of mature market premium} + \text{Country's risk premium}$$

Αύγουστος 2013: Αξιολόγηση Ελλάδος σε Caa1 από Moodys, άρα spread=7% στον συστηματικός κίνδυνος της ώριμης αγοράς του του S&P 500 ο οποίος ήταν τα τέλη του Οκτ. 14 = 5,48%

B) Υπολογισμός Κόστους Δανεισμού

$$Rd = \text{Απόδοση 10ετούς Ομολόγου Ελληνικού Δημοσίου} + \text{Spread}$$

Η Standard & Poor's αναβάθμισε την πιστοληπτική ικανότητα του ΤΙΤΑΝ το Δεκέμβριο του 2013 σε "BB". Επομένως το κόστος δανεισμού του Ομίλου θα ανέρχεται σύμφωνα με τις εκτιμήσεις σε 10,41% (με spread 4%)

Γ) Υπολογισμός Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου

$$\text{WACC} = 9,20\%$$

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΟΜΙΛΟΥ TITAN

3. Υπολογισμός Υπολειμματικής Αξίας (Terminal Value)

$$\text{Terminal Value} = [NOPAT_{n+1} * (1 - \text{reinvestment rate of the year } n+1)] / (\text{WACC} - \text{stable growth rate})$$

4. Προσδιορισμός Αξίας Εταιρείας βάσει της προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών της και της Υπολειμματικής της Αξίας

$$\text{Αξία Επιχείρησης} = \sum FCFF_t / (1 + \text{WACC})^t + TV / (1 + \text{WACC})^t$$

Σύνολο της Παρούσας Αξίας όλων των ροών της επιχείρησης ισούται με **€1.549,44 εκατ.**

Προσδιορισμός πραγματικής τιμής μετοχής επιχείρησης:

Η εύλογη αξία της μετοχής του TITAN είναι ίση με **€20,11**

(σε εκατ. €)	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	Terminal Value
Ελεύθερες ταμειακές ροές στην επιχείρηση (FCFF)	123,80	124,23	124,70	125,19	125,71	1657,04
Συντελεστής Προεξόφλησης	0,916	0,839	0,768	0,703	0,644	0,644
Παρούσα Αξία Ροών	113,37	104,18	95,76	88,04	80,96	1067,14
Σύνολο Π.Α. Ροών	1549,44					

5. Σύγκριση αποτελέσματος με τη χρηματιστηριακή αξία της μετοχής

Στις 03 Νοεμβρίου του 2014 η μετοχή του TITAN διαπραγματευόταν στα €17,69. Επομένως, η μετοχή του TITAN είναι υποτιμημένη κατά **13.68%**.

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΟΜΙΛΟΥ ΤΙΤΑΝ

Ανάλυση ευαισθησίας

Επαλήθευση αποτελέσματος με Ανάλυση Πολλαπλασιαστών – Πολλαπλασιαστής EV/EBITDA

	<u>2013</u>	<u>2014e</u>	<u>2015e</u>	<u>2016e</u>
EV/EBITDA	10,53	10,27	10,01	9,75

τιμή ανά μετοχή στα €19,81

<u>WACC</u>	<u>Σταθερός ρυθμός ανάπτυξης</u>				
	<u>0,5%</u>	<u>1,0%</u>	<u>1,5%</u>	<u>2,0%</u>	<u>2,5%</u>
6,5%	24,32	26,01	28,05	30,53	33,64
7,0%	22,87	24,32	26,02	28,06	30,56
7,5%	21,63	22,87	24,32	26,03	28,08
8,0%	20,53	21,62	22,86	24,32	26,04
8,5%	19,57	20,52	21,61	22,86	24,32
9,0%	18,71	19,55	20,51	21,60	22,86
9,2%	18,39	19,20	20,11	21,14	22,33
9,5%	17,94	18,69	19,54	20,50	21,59
10,0%	17,24	17,92	18,68	19,52	20,49
10,5%	16,61	17,22	17,90	18,66	19,51
11,0%	16,03	16,59	17,20	17,88	18,64
11,5%	15,50	16,01	16,56	17,18	17,87
12,0%	15,01	15,47	15,98	16,54	17,16