



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

Διπλωματική Εργασία

**ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΑΞΙΑΣ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ  
ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΩΝ ΕΛΛΑΔΟΣ (Ο.Τ.Ε.)**

του

**ΓΙΩΡΓΟΥ ΓΚΟΥΝΤΟΥΔΗ**

Επιβλέπων Καθηγητής: Συμεών Παπαδόπουλος

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

Θεσσαλονίκη

Αύγουστος 2017

*Αφιερώνεται στους γονείς μου,  
Αναστάσιο και Μαρία  
και στα αδέρφια μου,  
Καλλιόπη και Κωνσταντίνο.*

« Conceptio culpa

Nasci pena

Labor vita

Necesse mori »

Salvator Rosa (1615 - 1673)

« Η σύλληψη είναι αμαρτία

Η γέννηση πόνος

Η ζωή μόχθος

Ο θάνατος αναπόφευκτος»

## Περίληψη

Η παρούσα διπλωματική εργασία, αφορά την αποτίμηση και ανάλυση του Ομίλου Ο.Τ.Ε. που δραστηριοποιείται στον κλάδο των τηλεπικοινωνιών, τόσο στην Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό. Είναι μια προσπάθεια να παρουσιαστεί η εικόνα, μιας από τις μεγαλύτερες επιχειρήσεις της χώρας, με δεδομένα και τεκμήρια που βασίζονται σε εμπειριστατώμενα στοιχεία. Σκοπός της εργασίας, είναι ο αναγνώστης, να αποκομίσει μια πλήρη και ορθολογική άποψη για τις σύγχρονες μεθόδους αποτίμησης και ανάλυσης, μέσω της πρακτικής εφαρμογής αυτών, στον Όμιλο Ο.Τ.Ε.

Η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε στην συγγραφή της παρούσας διπλωματικής εργασίας για την αξιόπιστη αποτίμηση του ομίλου ΟΤΕ είναι η εξής:

Το πρώτο κομμάτι της εργασίας, το θεωρητικό μέρος, αποτελείται από τέσσερα κεφάλαια, στο πρώτο κεφάλαιο έχουμε την εισαγωγή της εργασίας, στην οποία τίθεται το πλαίσιο και οι κανόνες που διέπουν την σύνταξη της. Στο δεύτερο κεφάλαιο πραγματοποιείται η επισκόπηση της βιβλιογραφίας, με παρουσίαση όλων των γενικών αρχών και κανόνων που διέπουν την χρηματοοικονομική ανάλυση των εταιριών και ταυτόχρονη εκτενή παρουσίαση της ιστορικής και σύγχρονης αρθρογραφίας για τις μεθόδους αποτίμησης.

Στο τρίτο κεφάλαιο παρατίθεται το θεωρητικό υπόβαθρο για τις μεθόδους αποτίμησης μιας εταιρίας, με αναφορά όλων των μοντέλων που εφαρμόζονται σήμερα από τους οικονομικούς αναλυτές. Γίνεται αναλυτικότερη παρουσίαση του μοντέλου της προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών (FCFF – FCFE) που αποτελεί και το εξεταζόμενο πλαίσιο της παρούσας μελέτης.

Στο τέταρτο και τελευταίο κεφάλαιο του θεωρητικού μέρους, παρουσιάζεται ο Όμιλος Ο.Τ.Ε., με συνοπτικές περιγραφές για τα στοιχεία και δεδομένα που αφορούν το αντικείμενο και την ουσία της επιχειρηματικής δράσης του. Ακολουθεί η εκτενής στρατηγική ανάλυση της εταιρίας με αναλύσεις PLEST, Porter, Positioning, SWOT κ.α. που δίνουν μια πλήρη εικόνα για το εσωτερικό και εξωτερικό περιβάλλον της εταιρίας.

Το δεύτερο κομμάτι της εργασίας, το ερευνητικό μέρος, ξεκινάει με το κεφάλαιο πέντε, που πραγματεύεται την χρηματοοικονομική ανάλυση του ομίλου. Πραγματοποιείται η κάθετη και οριζόντια ανάλυση, η εύρεση του νεκρού σημείου, η ανάλυση ευαισθησίας των αποτελεσμάτων χρήσης, οι βαθμοί μόχλευσης και παρουσιάζονται ενδεικτικά, η ανάλυση βασικών κατηγοριών των αριθμοδεικτών, επιλεγμένων ούτως ώστε, να είναι δυνατή η χρηστή διεξαγωγή συμπερασμάτων.

Προτελευταίο κεφάλαιο, αλλά πολύ σημαντικό, της διπλωματικής εργασίας αποτελεί το έκτο, όπου παρατίθεται η αποτίμηση του ομίλου Ο.Τ.Ε. Γίνεται υπολογισμός του FCFF, εκτίμηση του WACC και της υπολειμματικής αξίας με σκοπό τον προσδιορισμό της αξίας της εταιρίας. Ακόμη γίνεται ανάλυση ευαισθησίας για την τιμή της μετοχής με σενάρια αύξησης ή μείωσης του WACC και του ρυθμού μεγέθυνσης (g).

Το τελευταίο κεφάλαιο, έβδομο, αποτελεί την σύνοψη των αποτελεσμάτων και συμπερασμάτων από την χρηματοοικονομική ανάλυση και αποτίμηση του ομίλου Ο.Τ.Ε. για την περίοδο που πραγματοποιήθηκε η διπλωματική εργασία και αφορά την πενταετία 2012 – 2017.

Συνοψίζοντας, η πορεία και η εξέλιξη του ομίλου Ο.Τ.Ε., με βάση τα στοιχεία και τα δεδομένα που παρουσιάστηκαν στην διπλωματική εργασία, προμηνύεται θετική, παρά τις δύσκολες συνθήκες που αντιμετωπίζει και θα αντιμετωπίσει, τόσο στο εσωτερικό όσο και εξωτερικό περιβάλλον δραστηριοτήτων του. Η ‘δίκαιη’ τιμή της μετοχής υπολογίστηκε στα 9,43 €, υπερτιμημένη κατά 12,52% σε σχέση με την μέση τιμή του τελευταίου μήνα προετοιμασίας της παρούσας εργασίας (Ιούλιος 2017).

## Abstract

This diploma thesis concerns the valuation and analysis of the OTE Group. Which is active in the telecommunications sector, both in Greece and abroad. It is an attempt to present the image, one of the country's largest businesses, with data and evidence based on in-depth evidence. The purpose of the work, is the reader, to obtain a complete and rational view of the modern methods of valuation and analysis, through their practical application, to the OTE Group.

The methodology followed in writing this diploma thesis for the reliable assessment of the OTE Group is as follows:

The first part of the thesis, the theoretical part, consists of four chapters, in the first chapter we have the introduction of the work, which sets the framework and the rules governing its writing. The second chapter reviews the bibliography with a presentation of all the general principles and rules governing the financial analysis of the companies and a simultaneous extensive presentation of the historical and contemporary articles on valuation methods.

The third chapter presents the theoretical background for the company's valuation methods, with reference to all the models currently applied by financial analysts. A more detailed presentation of the free cash flow discount model (FCFF - FCFE), which is the framework of the present study, is presented.

In the fourth and final chapter of the theoretical part, the OTE Group is presented, with brief descriptions of the data and data concerning the subject and the essence of its business activity. Following is the extensive strategic analysis of the company with analyzes PLEST, Porter, Positioning, SWOT, and others. which give a complete picture of the company's internal and external environment.

The second part of the work, the research part, begins with chapter five, which deals with the financial analysis of the group. Vertical and horizontal analysis, find a break-even point, sensitivity analysis of usage results, leverage ratios and indicative examples of analysis of basic categories of the selected indicators so that conclusions can be made.

The last chapter, but very important, of diplomatic, is the sixth, where the valuation of the OTE Group is presented. The FCFF is calculated, the WACC is estimated and the residual value is determined in order to determine the value of the company. Sensitivity analysis for

the share price is also performed with scenarios of WACC increase and decrease and growth rate (g).

The last chapter, seventh, is the summary of the results and conclusions from the financial analysis and valuation of the OTE Group. for the period of the diploma thesis, covering the five-year period 2012-2017.

In summary, the course and evolution of the OTE Group, based on the data and data presented in the diploma thesis, is positive, despite the difficult conditions it faces and will face, both in the internal and external environment of activities of. The fair price of the share was calculated at € 9.43, overvalued by 12.52% compared to the average price of the last month of preparation of this work (July 2017).

Λέξεις κλειδιά : Αποτίμηση, Ανάλυση Οικονομικών Καταστάσεων, Μέθοδοι Αποτίμησης, Στρατηγική Ανάλυση, Κάθετη Ανάλυση, Οριζόντια Ανάλυση, Ανάλυση Αριθμοδεικτών, Ελεύθερες Ταμειακές Ροές, FCFF, Μεσοσταθμικό Κόστος Κεφαλαίου, WACC, Κόστος Δανεισμού, Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων, Risk Premium, Reinvestment Rate, Υπολειμματική Αξία, Ρυθμός Μεγέθυνσης (g), Αξία επιχείρησης, Ανάλυση Ευαισθησίας.

Keywords: Valuation, Financial Analysis, Valuation Methods, Strategic Analysis, Vertical Analysis, Horizontal Analysis, Numerical Analysis, Free Cash Flows, FCFF, Average Cost of Capital, WACC, Loan Cost, Cost of Own Funds, Risk Premium, Reinvestment Rate, Residual Value, Magnification Rate (g), Business Value, Sensitivity Analysis.

# Πίνακας Περιεχομένων

## I. ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΜΕΡΟΣ

<b>1. Εισαγωγή.....</b>	<b>1</b>
1.1 Σκοπός και μεθοδολογία.....	2
1.2 Εγκυρότητα και αξιοπιστία δεδομένων .....	3
1.3 Περιορισμοί στην έρευνα .....	4
<b>2. Επισκόπηση Βιβλιογραφίας .....</b>	<b>5</b>
2.1 Εισαγωγικές έννοιες και στόχοι των επιχειρήσεων .....	5
2.1.1 Ανάλυση Οικονομικών Καταστάσεων .....	7
2.1.2 Σκοποί της ανάλυσης των οικονομικών καταστάσεων .....	8
2.2 Γενικές αρχές και παραδοχές που πρέπει να ακολουθούνται στη χρηματοοικονομική ανάλυση .....	9
2.2.1 Αντικειμενικότητα (Objectivity) .....	9
2.2.2 Συγκρισιμότητα (Comparability) .....	10
2.2.3 Σαφήνεια (Clarity) .....	10
2.2.4 Επικαιρότητα (Timeliness) .....	10
2.2.5 Ουσιαστικότητα έναντι τυπικότητας (Substance versus form) .....	10
2.2.6 Γενικότητα σκοπού (Generality of purpose) .....	11
2.2.7 Αναλογικότητα (Proportionality) .....	11
2.3 Περιορισμοί στην ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων .....	11
2.3.1 Σύγκριση οικονομικών μεγεθών .....	11
2.3.2 Την ανάγκη να δούμε πέρα από τους δείκτες .....	12
2.4 Ιστορική ανάδρομη των μεθόδων αποτίμησης .....	12
2.5 Ανασκόπηση βιβλιογραφίας.....	15
2.5.1 Μύθοι για την αποτίμηση .....	15
2.5.2 Αρθρογραφία διεθνής και ελληνική για την αποτίμηση .....	16
<b>3. Μέθοδοι αποτίμησης εταιρικής αξίας.....</b>	<b>20</b>
3.1 Εκτίμηση αξίας επιχείρησης .....	20
3.2 Παράγοντες που πρέπει να ληφθούν υπόψη για την εκτίμηση της αξίας της επιχείρησης .....	21
3.3 Μέθοδοι εκτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης .....	22
3.3.1 Η μέθοδος της λογιστικής καθαρής θέσης .....	23
3.3.2 Η μέθοδος καθαρής (πραγματικής) περιουσιακής θέσης .....	24

3.3.3 Η μέθοδος καθαρής (πραγματικής) περιουσιακής θέσης προσαυξημένης με τη μέση κεφαλαιοποιημένη υπερπρόσοδο των τελευταίων πέντε ετών.....	24
3.3.4 Η μέθοδος καθαρής (πραγματικής) περιουσιακής θέσης προσαυξημένης με τη μέση κεφαλαιοποιημένη προβλεπόμενη υπερπρόσοδο των πέντε μελλοντικών ετών .....	26
3.3.5 Η μέθοδος της λογιστικής καθαρής θέσης προσαυξημένης με τη μέση κεφαλαιοποιημένη προβλεπόμενη υπερπρόσοδο της προσεχούς πενταετίας .....	27
3.3.6 Η μέθοδος κεφαλαιοποίησης του μέσου όρου των ετήσιων οργανικών κερδών της τελευταίας πενταετίας .....	27
3.3.7 Η μέθοδος κεφαλαιοποίησης του μέσου όρου των προβλεπόμενων ετήσιων οργανικών κερδών της τελευταίας πενταετίας .....	28
3.3.8 Η μέθοδος κεφαλαιοποίησης του μέσου όρου των προβλεπόμενων ετήσιων οργανικών κερδών με βάση τον προβλεπόμενο χρόνο ζωής της επιχείρησης.....	28
3.3.9 Οι μέθοδοι που προτείνει ο A. Damodaran.....	29
3.3.10 Οι μέθοδοι που προτείνει ο P. Fernandez.....	29
3.3.11 Η μέθοδος της προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών ( Discount Cash Flow Model -DCF).....	30
3.4 Ανάλυση του μοντέλου της προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών (FCFF – FCFE) .....	31
3.4.1 Μοντέλο προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών σε ένα στάδιο .....	34
3.4.2 Μοντέλο προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών σε δύο στάδια.....	35
3.5 Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC) .....	36
3.5.1 Κόστος δανεισμού (Cost of Debt).....	36
3.5.2 Κόστος ιδίων κεφαλαίων .....	37
3.5.3 Ρυθμός ανάπτυξης και υπολειμματική αξία.....	40
<b>4. Ανάλυση και παρουσίαση του Ομίλου Ο.Τ.Ε. ....</b>	<b>42</b>
4.1 Γενικές πληροφορίες για τον Ο.Τ.Ε. ....	42
4.1.1 Ιστορική αναδρομή.....	43
4.1.2 Μετοχική σύνθεση.....	45
4.1.3 Σύνθεση διοικητικού συμβουλίου .....	46
4.1.4 Δομή του ομίλου Ο.Τ.Ε. ....	47
4.1.5 Εταιρική διακυβέρνηση .....	47
4.1.6 Σύστημα εσωτερικού ελέγχου.....	48
4.1.7 Πιστοληπτική διαβάθμιση .....	49
4.2 Στρατηγική ανάλυση .....	50
4.2.1 Ανάλυση PLEST .....	50
4.2.2 Ανάλυση PORTER.....	53
4.2.3 Διαφοροποίηση της εταιρίας .....	55

4.2.4 Εσωτερικό περιβάλλον.....	56
4.2.5 Θέση της επιχείρησης (Positioning).....	57
4.2.6 Ανάλυση SWOT.....	58
4.2.7 Εικόνα της μετοχής.....	59

## II. ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΟ ΜΕΡΟΣ

<b>5. Χρηματοοικονομική ανάλυση του Ομίλου Ο.Τ.Ε.....</b>	<b>62</b>
5.1 Κάθετη ανάλυση.....	62
5.2 Οριζόντια ανάλυση.....	63
5.3 Νεκρό σημείο.....	65
5.4 Ανάλυση ευαισθησίας των αποτελεσμάτων χρήσης.....	66
5.5 Βαθμοί μόχλευσης.....	68
5.6 Ανάλυση αριθμοδεικτών.....	69
5.6.1 Αριθμοδείκτες ρευστότητας.....	69
5.6.2 Αριθμοδείκτες κυκλοφοριακής ταχύτητας.....	72
5.6.3 Αριθμοδείκτες οικονομικής διάρθρωσης.....	77
5.6.4 Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας.....	80
5.6.5 Αριθμοδείκτες επένδυσης.....	84
<b>6. Αποτίμηση του Ομίλου Ο.Τ.Ε.....</b>	<b>88</b>
6.1 Μέθοδος αποτίμησης και μεθοδολογία.....	88
6.2 Υπολογισμός του FCFF.....	88
6.2.1 Υπολογισμός χρηματοοικονομικών δεικτών.....	88
6.2.2 Πρόβλεψη για τους χρηματοοικονομικούς δείκτες για την περίοδο 2017-2021.....	89
6.2.3 Υπολογισμός FCFF για την περίοδο 2017-2021.....	91
6.3 Εκτίμηση του μεσοσταθμικού κόστους κεφαλαίου WACC.....	91
6.3.1 Κόστος δανεισμού (Cost of Debt).....	91
6.3.2 Κόστος ιδίων κεφαλαίων (Cost of Equity).....	92
6.3.3 Υπολογισμός του WACC.....	93
6.4 Εκτίμηση της υπολειμματικής αξίας.....	93
6.5 Προσδιορισμός της αξίας.....	95
6.6 Ανάλυση Ευαισθησίας.....	96
<b>7. Συμπεράσματα.....</b>	<b>98</b>
<b>Βιβλιογραφία.....</b>	<b>101</b>

## Κατάλογος των Πινάκων

ΠΙΝΑΚΑΣ 1: Μετοχική Σύνθεση Ο.Τ.Ε .....	46
ΠΙΝΑΚΑΣ 2: Σύνθεση Διοικητικού Συμβούλιου.....	46
ΠΙΝΑΚΑΣ 3: Δομή του Ομίλου Ο.Τ.Ε. ....	47
ΠΙΝΑΚΑΣ 4: Πιστοληπτική Διαβάθμιση Ομίλου Ο.Τ.Ε.....	50
ΠΙΝΑΚΑΣ 5: Ανάλυση PLEST .....	51
ΠΙΝΑΚΑΣ 6: Ανάλυση PORTER .....	54
ΠΙΝΑΚΑΣ 7: Εσωτερικό Περιβάλλον.....	56
ΠΙΝΑΚΑΣ 8: Θέση του Ομίλου Ο.Τ.Ε .....	59
ΠΙΝΑΚΑΣ 9: Ανάλυση SWOT .....	59
ΠΙΝΑΚΑΣ 10: Κατάσταση Χρημ/κής Θέσης Ομίλου Ο.Τ.Ε. Κάθετη Ανάλυση .....	62
ΠΙΝΑΚΑΣ 11: Κατάσταση Αποτελεσμάτων Ομίλου Ο.Τ.Ε. Κάθετη Ανάλυση.....	63
ΠΙΝΑΚΑΣ 12: Κατάσταση Χρημ/κής Θέσης Ομίλου Ο.Τ.Ε. Οριζόντια Ανάλυση.....	64
ΠΙΝΑΚΑΣ 13: Κατάσταση Αποτελεσμάτων Ομίλου Ο.Τ.Ε. Οριζόντια Ανάλυση.....	64
ΠΙΝΑΚΑΣ 14: Νεκρό Σημείο Ομίλου Ο.Τ.Ε.....	66
ΠΙΝΑΚΑΣ 15: Ανάλυση Ευαισθησίας Ομίλου Ο.Τ.Ε. ....	67
ΠΙΝΑΚΑΣ 16: Βαθμοί Μόχλευσης Ομίλου Ο.Τ.Ε .....	68
ΠΙΝΑΚΑΣ 17: Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας .....	69
ΠΙΝΑΚΑΣ 18: Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας.....	70
ΠΙΝΑΚΑΣ 19: Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης.....	71
ΠΙΝΑΚΑΣ 20: Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού .....	72
ΠΙΝΑΚΑΣ 21: Μέση Περίοδος Είσπραξης Απαιτήσεων.....	73
ΠΙΝΑΚΑΣ 22: Μέση Περίοδος Διάρκειας Αποθεμάτων .....	74
ΠΙΝΑΚΑΣ 23: Μέση Περίοδος Εξόφλησης Προμηθευτών.....	75
ΠΙΝΑΚΑΣ 24: Λειτουργικός & Εμπορικός Κύκλος.....	76
ΠΙΝΑΚΑΣ 25: Βαθμός Δανειακής Επιβάρυνσης.....	77
ΠΙΝΑΚΑΣ 26: Βαθμός Κάλυψης Τόκων .....	78
ΠΙΝΑΚΑΣ 27: Δείκτης Απομόχλευσης.....	79
ΠΙΝΑΚΑΣ 28: Περιθώριο Μικτού και Καθαρού Κέρδους.....	81
ΠΙΝΑΚΑΣ 29: Απόδοση Συνόλου Ενεργητικού (ROA).....	82
ΠΙΝΑΚΑΣ 30: Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (ROE).....	83
ΠΙΝΑΚΑΣ 31: P/ E (median) .....	85
ΠΙΝΑΚΑΣ 32: EPS (Earnings Per Share) .....	86

ΠΙΝΑΚΑΣ 33: Χρηματοοικονομικοί Δείκτες και Μέσος Όρος 2010-2016 .....	89
ΠΙΝΑΚΑΣ 34: Πρόβλεψη για Χρηματοοικονομικά Μεγέθη 2017-2021 .....	90
ΠΙΝΑΚΑΣ 35: Ελεύθερες Ταμειακές Ροές προς την Εταιρία (FCFF) 2017-2021.....	91
ΠΙΝΑΚΑΣ 36: Κόστος Δανεισμού (Cost of Debt).....	92
ΠΙΝΑΚΑΣ 37: Απόδοση 10 ετούς Ελληνικού Ομολόγου το 2016. ....	92
ΠΙΝΑΚΑΣ 38: Οικονομικοί Δείκτες για Ελλάδα και Η.Π.Α. για το έτος 2017.....	93
ΠΙΝΑΚΑΣ 39: Υπολογισμός του WACC για τον Όμιλο Ο.Τ.Ε. ....	93
ΠΙΝΑΚΑΣ 40: Εκτίμηση Ρυθμού Μεγέθυνσης (g).....	94
ΠΙΝΑΚΑΣ 41: Προσδιορισμός Αξίας του Ομίλου Ο.Τ.Ε. και της Μετοχής.....	96
ΠΙΝΑΚΑΣ 41: Ανάλυση Ευαισθησίας της Μετοχής του Ομίλου Ο.Τ.Ε. ....	97

## Κατάλογος των διαγραμμάτων

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1: Μετοχική Σύνθεση Ο.Τ.Ε. ....	46
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2α: Εικόνα της μετοχής του Ομίλου Ο.Τ.Ε. 2012-2017 .....	60
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2β: Εικόνα του Γενικού Δείκτη στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών 2012-2017.....	60
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3: Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας .....	70
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4: Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας .....	71
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5: Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης.....	72
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6: Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού .....	73
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7: Μέση Περίοδος Είσπραξης Απαιτήσεων.....	74
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 8: : Μέση Περίοδος Διάρκειας Αποθεμάτων .....	75
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 9: Μέση Περίοδος Εξόφλησης Προμηθευτών.....	76
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 10: Λειτουργικός & Εμπορικός Κύκλος .....	77
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 11: Βαθμός Δανειακής Επιβάρυνσης.....	78
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 12: Βαθμός Κάλυψης Τόκων .....	79
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 13: Δείκτης Απομόχλευσης.....	80
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 14: Περιθώριο Μικτού και Καθαρού Κέρδους.....	81
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 15: Απόδοση Συνόλου Ενεργητικού (ROA).....	82
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 16: Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (ROE).....	83
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 17: Ανάλυση Du Pont .....	84
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 18: P/ E (median) .....	86
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 19: EPS (Earnings Per Share) .....	87

## I. Θεωρητικό Μέρος

# 1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Αποτίμηση είναι το ουσιαστικό του ρήματος αποτιμώ που προέρχεται από τα συνθετικά από και τιμώ. Σύμφωνα με την ετυμολογική ορολογία της νέας ελληνικής γραμματείας αποτίμηση είναι ο καθορισμός της τιμής, της αξίας ενός πράγματος. Στην προκειμένη περίπτωση αυτό θα κάνουμε, στην παρούσα διπλωματική εργασία για τον όμιλο, Οργανισμός Τηλεπικοινωνιών Ελλάδος (Ο.Τ.Ε.). Υπάρχει πληθώρα βιβλιογραφικών αναφορών τόσο στη διεθνή όσο και στην ελληνική αρθρογραφία για τους τρόπους και τις μεθόδους αποτίμησης των εταιριών. Η εξέλιξη της κοινωνίας και του πολιτισμού αναπροσαρμόζει και εξελίσσει αυτές τις μεθόδους έτσι ώστε να έχουν εφαρμογή και νόημα στα δεδομένα της κάθε εποχής.

Ένα από τα βασικά ερωτήματα που προκύπτουν στον κόσμο των επιχειρήσεων στα πλαίσια της ελεύθερης αγοράς μεταξύ των επιχειρηματιών είναι ποσό αξίζει μια επιχείρηση; Έστω λοιπόν ότι κάποιος αναζητεί να αγοράσει ένα φούρνο-καφέ (που είναι και της μόδας) έρχεται σε επαφή με τον ιδιοκτήτη του μοντέρνου φούρνο-καφέ και αυτός του απαντάει ότι δέχεται να μιλήσει μαζί του αρκεί να του κάνει μια προσφορά. Τώρα όμως ξεκινάνε τα προβλήματα για τον υποψήφιο αγοραστή, ποιος είναι ο καλύτερος τρόπος για να προσδιορίσει την αξία της επιχείρησης. Μπορεί να ζητήσει να δει τα λογιστικά βιβλία ή να κάνει μια εκτίμηση για την υπάρχουσα πελατεία και ζήτηση. Μπορεί να ξεκινήσει εξετάζοντας την αξία των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης. Οπότε η επιχείρηση αξίζει τουλάχιστον το κόστος αντικατάστασης του υπάρχοντος εξοπλισμού. Σίγουρα υπάρχουν πολλοί τρόποι αξιολόγησης μιας επιχείρησης. Δεν υπάρχει κανένας "σωστός" τρόπος, αν και θα μπορούσαμε πιθανώς να καταλήξουμε σε μια αποτίμηση με πολλά λάθη. Τελικά, η επιχείρηση αξίζει ότι νομίζουμε ότι αξίζει, με βάση τα κριτήρια που ορίσαμε. Αλλά μπορούμε να κάνουμε την εκτίμηση μας χρησιμοποιώντας διάφορους τρόπους και μεθόδους που θα αναφερθούν παρακάτω αναλυτικότερα.

Μια από τις επικρατέστερες μεθόδους αποτίμησης είναι η άποψη που προσεγγίζει όλους όσους σκέφτονται μια επιχείρηση ως ροή μετρητών (cash flow). Εκτιμούν μια επιχείρηση προσπαθώντας να προεξοφλήσουν τις μελλοντικές ταμειακές ροές. Τα έσοδα είναι η πιο απλή προσέγγιση της αξίας μιας επιχείρησης. Εάν η επιχείρηση πουλάει 100.000 ευρώ ετησίως, μπορείτε να το σκεφτείτε ως ταμειακή ροή τα έσοδα 100.000 ευρώ. Συχνά, οι

επιχειρήσεις αποτιμώνται σε ένα πολλαπλάσιο των εσόδων τους. Το πολλαπλάσιο εξαρτάται από τη βιομηχανία και τον κλάδο που ανήκουν.

Ο Warren Buffett χρησιμοποιεί την αποκαλούμενη ανάλυση των προ εξοφλημένων ταμειακών ροών. Εξετάζει πόσα μετρητά παράγει κάθε επιχείρηση κάθε χρόνο, τα προβάλλει στο μέλλον και στη συνέχεια υπολογίζει την αξία της ροής ταμειακών ροών "με έκπτωση" χρησιμοποιώντας το μακροπρόθεσμο επιτόκιο του λογαριασμού του Δημοσίου. (καθαρή παρούσα αξία)

Επομένως γίνεται αντιληπτό πως μια από τις βασικές επιδιώξεις των επιχειρήσεων είναι η άντληση κεφαλαίων ώστε να διαθέτουν τους απαραίτητους οικονομικούς πόρους για την επίτευξη των στόχων τους. Συνεπώς η εισαγωγή μίας επιχείρησης σε οργανωμένες αγορές Κεφαλαίου (παραδείγματος χάριν το Χρηματιστήριο) αποτελεί μία από τις βασικότερες μορφές άμεσης χρηματοδότησης των επενδυτικών τους πλάνων. Επίσης, για αρκετές επιχειρήσεις είναι σύνηθες φαινόμενο να προβαίνουν σε εξαγορές ή συγχωνεύσεις με απώτερο σκοπό να εδραιώσουν τη θέση τους στην αγορά και να επιτύχουν τους στρατηγικούς στόχους που έχουν θέσει. Έτσι είναι κατανοητό πως ο υπολογισμός της πραγματικής αξίας της εταιρίας είναι ουσιώδης σημασίας για το οικονομικό και επιχειρηματικό περιβάλλον που δραστηριοποιείται και σημαντικό κριτήριο για τη μέτρηση της αποδοτικότητας της. Η εκτίμηση της αξίας προκύπτει μέσω της διαδικασίας της αποτίμησης.

## 1.1 Σκοπός και μεθοδολογία

Σκοπός της παρούσας ερευνητικής μελέτης είναι η αποτίμηση και ανάλυση του Οργανισμού Τηλεπικοινωνιών Ελλάδος (Ο.Τ.Ε.) με σκοπό να βρούμε την δίκαιη τιμή της μετοχής σε σύγκριση με την αντίστοιχη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής που είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αξιών της Αθήνας (Χ.Α.Α). Η αποτίμηση της εταιρίας ενδιαφέρει όχι μόνο το εσωτερικό της επιχείρησης, αλλά και το εξωτερικό της περιβάλλον.

Η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε στην συγγραφή της παρούσας διπλωματικής εργασίας για την αξιόπιστη αποτίμηση του ομίλου ΟΤΕ είναι η εξής:

- Αρχικά θα πραγματοποιηθεί βιβλιογραφική ανασκόπηση περί της διαδικασίας αποτίμησης με παράθεση ελληνικής και ξένης συγγραφικής δημιουργίας. Θα γίνει αναφορά στο θεωρητικό υπόβαθρο της ερευνάς με συχνές και πυκνές αναφορές σε έργα και στοιχεία καταξιωμένων Ελλήνων και ξένων συγγραφέων. Θα παρουσιαστούν οι βασικές μέθοδοι αποτίμησης με τα

αντίστοιχα υποδείγματα τους, τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα, με έμφαση στο μοντέλο προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών και διάκριση του σε ελεύθερες ταμειακές ροές ως προς το σύνολο της επιχείρησης (Free Cash Flow to the Firm – FCFF) και ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μέτοχους (Free Cash Flow to Equity – FCFE) με ανάλυση των βασικών τους μεταβλητών.

- Επόμενο κομμάτι του θεωρητικού μέρους της διπλωματικής εργασίας είναι η παρουσίαση του Ομίλου ΟΤΕ με ιστορικά και γενικά στοιχεία και με μια σύντομη ανάλυση του Marketing Plan και στρατηγικής του Ομίλου.
- Στο ερευνητικό μέρος της μελέτης θα έχουμε την χρηματοοικονομική ανάλυση της εταιρίας και των χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων των δημοσιευμένων οικονομικών καταστάσεων της εταιρίας με ταυτόχρονη ανάλυση βασικών αριθμοδεικτών, νεκρών σημείων, ανάλυσης ευαισθησίας κτλ.
- Στο ερευνητικό κομμάτι θα πραγματοποιηθεί, επίσης, ανάλυση του Ομίλου με την μέθοδο των ελεύθερων ταμειακών ροών ώστε να γίνει μια προσέγγιση για την εκτίμηση της πραγματικής αξίας της μετοχής. Θα πουριαστούν αναλυτικά όλα τα βήματα της μεθοδολογίας καθώς και συνακόλουθοι υπολογισμοί.
- Τέλος, στο τελευταίο κομμάτι θα γίνει μια ουσιαστική και περιεκτική παρουσίαση των συμπερασμάτων και των αποτελεσμάτων της εργασίας με έκφραση γνώμης και τοποθέτηση μας για τα ευρήματα της διπλωματικής εργασίας.

## 1.2 Εγκυρότητα και αξιοπιστία δεδομένων

Τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν για την συγκεκριμένη διπλωματική εργασία προέρχονται από τις εξής πηγές:

- Στοιχεία και δεδομένα από τις ίδιες τις εταιρίες που αντλήθηκαν από τις δημοσιευμένες ετήσιες και τριμηνιαίες οικονομικές καταστάσεις αλλά και από το αντίστοιχο υλικό που υπάρχει στις ιστοσελίδες του Ομίλου.
- Δεδομένα από εξωτερικές πηγές εκτός Ομίλου όπως παραδείγματος χάριν είναι το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, οι διάφοροι διεθνείς και εγχώριοι οικονομικοί αναλυτές που αποτιμούν την αξία και την πιστοληπτική ικανότητα

του Ομίλου αλλά και τα ελληνικά και ξένα οικονομικά ιστοσελίδες που ασχολούνται με την ευρύτερη θεματολογία της οικονομικής επικαιρότητας.

Πρέπει να τονιστεί ότι όλες οι δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις που χρησιμοποιήθηκαν αντλήθηκαν από τις επίσημες ιστοσελίδες του Ομίλου και φέρουν την ευθύνη και την υπογραφή των πιστοποιημένων ορκωτών ελεγκτών του Σώματος Ορκωτών Ελεγκτών Λογιστών.

### 1.3 Περιορισμοί στην έρευνα

Οι περιορισμοί που τέθηκαν κατά την διεξαγωγή της έρευνας αφορούν τις προβλέψεις για τα μελλοντικά οικονομικά αποτελέσματα του Ομίλου ΟΤΕ. Δεν υπήρχαν στην διάθεση της παρούσα μελέτης στοιχεία από την ίδια την εταιρία (λογιστήριο, οικονομική διεύθυνση κλπ.) αλλά η έρευνα βασίστηκε εξολοκλήρου σε εξωτερικές πηγές. Η χρήση των στατιστικών και προβλέψεων έγινε με την χρήση του προγράμματος MS Excel και δεν χρησιμοποιήθηκαν εξειδικευμένα προγράμματα στην στατιστική και οικονομετρική ανάλυση.

Το μεγαλύτερο μέρος των πληροφοριών που χρησιμοποιήθηκαν για την εφαρμογή των παραπάνω μεθόδων βασίστηκε στα τελευταία και επίκαιρα στοιχεία. Ο καθορισμός της τελικής εκτίμησης της συγκριτικής αξίας της εταιρίας, βασίστηκε στην αντικειμενική αλλά και στην ποιοτική αξιολόγηση των μεγεθών, τα οποία αξιολογήθηκαν με βάση την εμπειρία και τη γνώση μας.

## 2. ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

### 2.1 Εισαγωγικές έννοιες και στόχοι των επιχειρήσεων

Ο κύριος σκοπός της κάθε επιχείρησης<sup>1</sup> είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της εταιρίας, δηλαδή η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων. Ο πλούτος των μετόχων ορίζεται ως η παρούσα αξία των μελλοντικών πληρωμών στους μετόχους και μετριέται μέσω της τιμής της μετοχής. Επιχειρήσεις οι οποίες αποτυγχάνουν να δημιουργήσουν αξία για τους μετόχους, αδυνατούν να προσελκύσουν ίδια κεφάλαια για την χρηματοδότηση επενδύσεων. Χωρίς ίδια κεφάλαια καμία επιχείρηση δεν μπορεί να διατηρηθεί στην αγορά μακροπρόθεσμα.

Οι έρευνες δείχνουν ότι οι καλές εταιρίες δεν ικανοποιούν μόνο τους μετόχους αλλά και διατηρούν πολύ καλές σχέσεις με το προσωπικό, τους πελάτες και τους προμηθευτές. Οι εταιρίες αυτές αναγνωρίζουν ότι η επίτευξη του στόχου δεν μπορεί να πραγματοποιηθεί χωρίς τη διατήρηση καλού κλίματος με προσωπικό, πελάτες και προμηθευτές.

Το χρηματοπιστωτικό σύστημα<sup>2</sup> το οποίο αποτελείται από τις χρηματοπιστωτικές αγορές τα χρηματοπιστωτικά προϊόντα και χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, αποτελεί την κύρια βάση του οικονομικού συστήματος. Δεν είναι καθόλου τυχαίο το γεγονός ότι όλες οι ανεπτυγμένες οικονομίες του κόσμου χαρακτηρίζονται από άριστα ανεπτυγμένα χρηματοπιστωτικά συστήματα ενώ αυτά τα συστήματα υστερούν σε υποανάπτυκτες οικονομίες. Η ανάπτυξη της οικονομίας προϋποθέτει ένα καλό και αποτελεσματικό χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Ετυμολογικά η λέξη ανάπτυξη<sup>3</sup> είναι σύνθετη από το ανά και το ρήμα πύσσω (διπλώνω) και αναφέρεται στο ξεδίπλωμα, το άνοιγμα, το άπλωμα. Ο ορός ανάπτυξη έχει χρησιμοποιηθεί για να περιγράψει την πρόοδο ή το μέγιστο μέγεθος (ταχύτητα, παραγωγή, ποιότητα) την εξέλιξη φυσικών φαινομένων, την πορεία ολοκλήρωσης ανθρωπίνων ενεργειών και γενικά την εξέλιξη κοινωνικών φαινομένων όπως είναι η οικονομική ανάπτυξη. Κατά συνέπεια ο ορός οικονομική ανάπτυξη θα πρέπει να αναφέρεται στο ξεδίπλωμα, άπλωμα των οικονομικών δυνατοτήτων μιας κοινωνίας.

---

<sup>1</sup> Νούλας Α. (2015), Χρηματοοικονομική διοίκηση, Θεσσαλονίκη

<sup>2</sup> Νούλας Α. (2006), Αγορές χρήματος και κεφαλαίου, Θεσσαλονίκη

<sup>3</sup> Ρέππας Π. (2002), Οικονομική ανάπτυξη θεωρίες και στρατηγική, Τόμος Α, Θεσσαλονίκη, Εκδόσεις Παπαζήση

Η σύγχρονη θεωρία<sup>4</sup> της χρηματοοικονομικής διοίκησης λειτουργεί με βάση την υπόθεση ότι ο αντικειμενικός σκοπός κάθε επιχείρησης είναι η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων. Η έννοια του πλούτου (wealth) αναφέρεται στην έννοια του οικονομικού εισοδήματος όπως αυτή ορίζεται από τον Hicks (1946). Σύμφωνα με τον Hicks, «εισόδημα είναι η μέγιστη αξία την οποία μπορεί κάποιος να καταναλώσει κατά την διάρκεια μιας περιόδου και στο τέλος της περιόδου να παραμένει το ίδιο πλούσιος όπως ήταν στην αρχή της περιόδου» Η μονή ερμηνεία που αποδίδει απολυτά το νόημα της φράσης «...το ίδιο πλούσιος...» είναι να κατέχει περιουσιακά στοιχεία με την ίδια παρούσα αξία. Η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων επιτυγχάνεται μέσω της μεγιστοποίησης της αξίας του μεριδίου τους στην επιχείρηση δηλαδή μέσω της μεγιστοποίησης της αξίας των μετοχών που κατέχουν.

Με την εξειδίκευση<sup>5</sup> η οποία συνεχώς αναπτύσσεται σε όλους τους κλάδους και με την μηχανοποίηση που είναι συνδεδεμένη με αυτή ο συντελεστής κεφάλαιο αποκτά ολοένα και μεγαλύτερη σημασία και σπουδαιότητα απέναντι στους άλλους συντελεστές της παραγωγής. Η χρησιμοποίηση νέων ενεργειακών δυνάμεων στο κοντινό μέλλον για παραγωγικούς σκοπούς αλλά και η διάδοση του αυτοματισμού φυσικό είναι να οδηγούν σε μεγάλες επενδύσεις που απαιτούν τεράστια κεφάλαια.

Η αγορά χρήματος<sup>6</sup> και η κεφαλαιαγορά συγκροτούν την ευρύτερη έννοια της χρηματοπιστωτικής αγοράς. Στην χρηματοπιστωτική αγορά συμμετέχουμε όλοι. Είτε αγοράζοντας συνάλλαγμα γιατί θέλουμε να πραγματοποιήσουμε ένα ταξίδι στο εξωτερικό, είτε συνάπτοντας ένα δάνειο με μια τράπεζα, είτε αγοράζοντας μετοχές μιας εταιρίας επιδιώκοντας αυξημένη απόδοση από την επένδυση χρημάτων σε αυτή την μετοχή. Στην εποχή μας υπάρχει πληθώρα επενδυτικών επιλογών. Πρέπει να γνωρίζουμε ότι κάθε επενδυτική μας απόφαση συνεπάγεται μια απόδοση και έναν κίνδυνο.

Οι προϋπολογισμοί ως εργαλείο των χρηματοοικονομικών καταστάσεων είναι μια ποσοτική έκφραση ενός προγράμματος δράσης ένα εργαλείο στον συντονισμό και εφαρμογή του προγράμματος. Ο προϋπολογισμός φανερώνει το τι έχει αποφασίσει να κάνει το μάνατζμεντ μιας επιχείρησης και τι αναμένει να επιτύχει. Είναι με αλλά λογία μια η διαδικασία με την οποία το μάνατζμεντ αποφασίζει πως θα χρησιμοποιηθούν οι πόροι της επιχείρησης μέσα σε μια ορισμένη περίοδο και προβλέπει τα αποτελέσματα των αποφάσεων

---

<sup>4</sup> Τσακλάγκανος Α., (2006), Χρηματοδότηση και αξιολόγηση επενδύσεων, Τόμος III, Θεσσαλονίκη, Εκδόσεις Αφοί Κυριακίδη Α.Ε.

<sup>5</sup> Τσακλάγκανος Α., (2007), Χρηματοδότηση και αξιολόγηση επενδύσεων, Τόμος II, Θεσσαλονίκη, Εκδόσεις Αφοί Κυριακίδη Α.Ε.

<sup>6</sup> Πρωτοψάλτης Ν., Στεφάνου Α και Τρισμπιώτη Α., (2012), Επενδύσεις νέα χρηματοπιστωτικά μέσα νέοι χρηματοοικονομικοί θεσμοί, Αθήνα, Ινστιτούτο Εκπαίδευσης Σώματος Ορκωτών Ελεγκτών Λογιστών (ΙΕΣΟΕΛ)

αυτών. Η περίοδος<sup>7</sup> για την οποία ετοιμάζονται οι προϋπολογισμοί είναι συνήθως βραχεία και δεν υπερβαίνει τον ένα χρόνο. Οι προϋπολογισμοί αποτελούν συνήθως το πρώτο χρόνο ενός μακροχρονίου προγραμματισμού, Είναι ένα βραχυχρόνιο εργαλείο της διοίκησης.

Η επιχειρηματική οντότητα<sup>8</sup> προκειμένου να έχει διαχρονική επιτυχία θα πρέπει να βρίσκεται σε εναρμόνιση με το εξωτερικό περιβάλλον της. Θα πρέπει να υπάρχει ένα στρατηγικό ταίριασμα (strategic fit) με τις ανάγκες (επιθυμίες) του εξωτερικού περιβάλλοντος και του τι προσφέρει η επιχειρηματική οντότητα, καθώς επίσης μεταξύ του τι η επιχείρηση χρειάζεται και του τι μπορεί το περιβάλλον να προσφέρει.

### 2.1.1 Ανάλυση Οικονομικών Καταστάσεων

Οι οικονομικές καταστάσεις<sup>9</sup> αποβλέπουν πρώτιστα στην ενημέρωση των μετόχων και πιστωτών της επιχείρησης, δηλαδή των χρηματοδοτών αυτής, παρέχοντας ανάλογες για αυτούς πληροφορίες. Είναι λοιπόν ορθότερο να αποκαλούνται χρηματοοικονομικές, σύμφωνα με το είδος των πληροφοριών που παρέχουν. Οικονομικές καταστάσεις (Financial statements) καλούνται, γενικά, τα λογιστικά έγγραφα από τα οποία προκύπτει η περιουσιακή διάρθρωση της επιχειρήσεως και τα αποτελέσματα αυτής για ορισμένη χρονική περίοδο.

Καθήκον της ανάλυσης<sup>10</sup> των οικονομικών καταστάσεων είναι γενικά ο καθορισμός της θέσης του έργου και της εξέλιξης της εκμετάλλευσης των επιχειρήσεων. Η ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων αποβλέπει στην ανάλυση και εκτίμηση της οικονομικής κατάστασης κατά τη στιγμή σύνταξης αυτών, καθώς και εκείνης η οποία προβλέπεται για το μέλλον. Είναι μία διαδικασία προσδιορισμού των δυνατών και αδύνατων σημείων μιας επιχείρησης, η οποία επιτυγχάνεται με κατάλληλη συσχέτιση των δεδομένων του ισολογισμού και της κατάστασης των αποτελεσμάτων χρήσης.

Οι σκοποί της ανάλυσης των οικονομικών καταστάσεων συνοψίζονται στους πιο κάτω τρεις βασικούς τομείς:

- Ρευστότητα (solvency / liquidity), δηλαδή η ικανότητα των επιχειρήσεων να ανταποκρίνονται στις ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις. Μια τέτοια ανάλυση περιλαμβάνει διερεύνηση των σχέσεων των κυκλοφορούντων ενεργητικών προς τις βραχύχρονες υποχρεώσεις, μελέτη της φύσης και του μεγέθους των

---

<sup>7</sup> Τσακλάγκανος Α., (2005), Προϋπολογισμοί Budgeting, Θεσσαλονίκη, Εκδόσεις Αφοί Κυριακίδη Α.Ε.

<sup>8</sup> Λαζαρίδης Γ. και Παπαδόπουλος Δ., (2010), Επιχειρηματική Ανάλυση και προσδιορισμός αξίας, Θεσσαλονίκη

<sup>9</sup> Πρωτοψάλτης Ν., (1999), Καταστάσεις ταμειακών ροών, Αθήνα, Εκδόσεις Αθ. Σταμούλη

<sup>10</sup> Μπατσινίλας Ε. και Πατατούκας Κ., (2012), Σύγχρονη ανάλυση και διερεύνηση των οικονομικών καταστάσεων, Αθήνα, Εκδόσεις Αθ. Σταμούλη

συνολικών υποχρεώσεων της επιχείρησης προς τους κάθε φύσης δανειστές και τους κεφαλαιούχους, τις εξασφαλίσεις που έχουν παρασχεθεί στους δανειστές, την πραγματική αξία των ενεργητικών καθώς και την τάση εξέλιξης των κερδών των επιχειρήσεων.

- Ευστάθεια (stability), δηλαδή, η ικανότητα των επιχειρήσεων να ανταποκρίνονται στην πληρωμή των τόκων και χρεολυσίων προς τους δανειστές καθώς και στην κανονική πληρωμή των μερισμάτων προς τους μετόχους. Εδώ ερευνάται κυρίως η ευστάθεια του κύκλου εργασιών και αν το μικτό κέρδος καλύπτει τις δαπάνες της επιχείρησης, τους τόκους και τα μερίσματα.
- Αποδοτικότητα (profitability) σημαίνει διατήρηση και επαύξηση της καθαρής θέσης των επιχειρήσεων. Στην προκειμένη περίπτωση ερευνάται ιδιαίτερα η φύση και το μέγεθος των κερδών καθώς και η κανονικότητα και η τάση της εξέλιξής τους.

#### 2.1.2 Σκοποί της ανάλυσης των οικονομικών καταστάσεων

Αναλυτικότερα, γενικά αποδεκτοί σκοποί της ανάλυσης των οικονομικών καταστάσεων θεωρούνται:

- Η ανάλυση, διερεύνηση και εκτίμηση της περιουσιακής και κεφαλαιακής δομής των επιχειρήσεων,
- Η ανάλυση, διερεύνηση και εκτίμηση της χρηματοπιστωτικής ικανότητας των επιχειρήσεων. Σύνθεση του κεφαλαίου, συσχέτιση της δομής της περιουσίας προς τη σύνθεση του κεφαλαίου, εκτίμηση του cash flow / ταμειακών ροών, υπολογισμός της καθαρής θέσης που εμφανίζεται στον ισολογισμό καθώς και της χρηματιστηριακής αξίας της κ.λπ.,
- Η ανάλυση της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων, του ιδίου κεφαλαίου, του συνολικού κεφαλαίου, του απασχολούμενου κεφαλαίου, του κεφαλαίου εκμετάλλευσης ως προς τα κέρδη και ως προς το Cash flow,
- Η ανάλυση της ρευστότητας των επιχειρήσεων (πρώτου, δεύτερου, τρίτου βαθμού κ.λπ.),
- Η ανάλυση της δανειακής επιβάρυνσης (απόλυτη χρέωση, σχετικά με τον κύκλο εργασιών, σχετικά με το Cash flow κ.λπ.),

- Η ανάλυση των επενδύσεων και αποσβέσεων των επιχειρήσεων,
- Η ανάλυση του κύκλου εργασιών των επιχειρήσεων (ταχύτητες κυκλοφορίας ιδίου, συνολικού κεφαλαίου, παγίου ενεργητικού, συσχετίσεις κερδών, ταμειακές ροές και κόστους προσωπικού προς κύκλο εργασιών),
- Η ανάλυση του προσωπικού των επιχειρήσεων (κόστος προσωπικού, παραγωγικότητα προσωπικού, αποδοτικότητα προσωπικού),
- Η ανάλυση της σύνθεσης και της σχέσης της σύνθεσης των δαπανών και των προσόδων των επιχειρήσεων,
- Η ανάλυση των κερδών και της διάθεσης,
- Ο καθορισμός της χρηματιστηριακής αξίας και απόδοσης της μετοχής, ο προσδιορισμός των κερδών ανά μετοχή,
- Η διαδικασία επενδυτικής αξιολόγησης μιας μετοχής με τη χρήση των πολλαπλασιαστών λογιστικών μεγεθών (Ιδίων κεφαλαίων και κερδών).

## **2.2 Γενικές αρχές και παραδοχές που πρέπει να ακολουθούνται στη χρηματοοικονομική ανάλυση**

Η ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων είναι μία διαδικασία κρίσεων (judgmental process), που αποσκοπεί στην εκτίμηση της τρέχουσας και παρελθούσας χρηματοοικονομικής θέσης και των αποτελεσμάτων από τη λειτουργία μιας επιχείρησης, με πρωταρχικό σκοπό τον καθορισμό των καλύτερων, κατά το δυνατόν, εκτιμήσεων και προβλέψεων για τις μελλοντικές συνθήκες και την απόδοση εταιρικού έργου. Η κατανόηση λοιπόν των δεδομένων που αναλύονται, καθώς επίσης οι μέθοδοι με τις οποίες αναλύονται και ερμηνεύονται αυτά, πρέπει να βασίζονται στις ακόλουθες θεμελιώδεις παραδοχές ανάλυσης:

### **2.2.1 Αντικειμενικότητα (Objectivity)**

Οι αποφάσεις που λαμβάνονται<sup>11</sup> με βάση τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις επηρεάζουν αναπόφευκτα τα δικαιώματα, τους πόρους και τους οικονομικούς κινδύνους και ανταμοιβές των ενδιαφερομένων-εμπλεκόμενων μερών είτε είναι η διοίκηση της επιχείρησης είτε είναι οι μέτοχοι αυτής. Ανεξάρτητα όμως από τους στόχους των ενδιαφερομένων μερών,

<sup>11</sup> Χατζησταυράκης Μ., (2013) Διεθνή πρότυπα χρηματοοικονομικής αναφοράς (Δ.Π.Χ.Α.) Ι.Ε.Σ.Ο.Ε.Λ., Αθήνα

τα οικονομικά δεδομένα, που συνοπτικά παρουσιάζονται μέσω των οικονομικών καταστάσεων, πρέπει να είναι ελεύθερα από μεροληψία, από προκατάληψη και από τις επιπτώσεις υστερόβουλων κινήτρων.

Δυο ιδιότητες προσδίδουν τέτοια αντικειμενικότητα στη διαδικασία για να φθάσουμε από το πρωτογενές υλικό στις τελικές λογιστικές πληροφορίες: Η πρώτη είναι ο υψηλός βαθμός δυνατότητας επαλήθευσης (verifiability) των λογιστικών πληροφοριών και η δεύτερη είναι η αξιοπιστία (reliability), η οποία πηγάζει από τη συνειδητή προσπάθεια να καταλήγουν οι λογιστές στα πιο έγκυρα και τεκμηριωμένα συμπεράσματα

### 2.2.2 Συγκρισιμότητα (Comparability)

Ένα από τα βασικά μέσα ανάλυσης για τη λήψη αποφάσεων είναι η σύγκριση. Σχεδόν όλες οι εκτιμήσεις και οι κρίσεις για εναλλακτικές επιλογές συνεπάγονται συγκρίσεις. Έτσι, η ικανότητα να συγκρίνονται ομάδες λογιστικών δεδομένων της ίδιας επιχείρησης διαχρονικά, ή αυτών μιας επιχείρησης με τα δεδομένα άλλης, είναι πολύ σημαντικά για τη διαδικασία λήψης αποφάσεων.

### 2.2.3 Σαφήνεια (Clarity)

Η πολυπλοκότητα των λογιστικών πληροφοριών, συνοδευόμενη από τον υψηλό βαθμό συνοπτικότητας ενός πλήθους οικονομικών γεγονότων και συναλλαγών που προσπαθούν να συνοψίσουν, είναι ένας λόγος για την ανάγκη ύπαρξης σαφήνειας και έλλειψης αμφιβολιών στις λογιστικές καταστάσεις. Ο άλλος προφανής λόγος της ανάγκης ύπαρξης σαφήνειας είναι ότι οι χρήστες των λογιστικών δεδομένων διαφέρουν γνωσιολογικά ως προς την εκπαίδευσή τους και την ικανότητα να αφομοιώνουν τέτοιες πληροφορίες.

### 2.2.4 Επικαιρότητα (Timeliness)

Η πληροφορία έχει πάντοτε μια χρονική αξία. Στην περίπτωση των οικονομικών και λογιστικών δεδομένων (βάσει των οποίων λαμβάνονται αποφάσεις) η διαχρονικότητα είναι πάντοτε ζήτημα ουσίας. Όσο πιο παλιά είναι η πληροφορία, τόσο λιγότερο χρήσιμη και σχετική είναι για τους σκοπούς αποτελεσματικής λήψης αποφάσεων.

### 2.2.5 Ουσιαστικότητα έναντι τυπικότητας (Substance versus form)

Στη διαδικασία ανάλυσης των οικονομικών καταστάσεων πρέπει να δίνεται έμφαση στην αρχή «η ουσία να υπερισχύει έναντι του τύπου». Συναλλαγές που απεικονίζονται στις οικονομικές καταστάσεις κατά τρόπο που να τονίζουν μάλλον τον νομικό τύπο έναντι της ουσίας πρέπει να εντοπίζονται και να λαμβάνονται υπόψη κατά την ανάλυση έτσι ώστε να αποφεύγεται η μεροληψία, η οποία κατά κανόνα οδηγεί σε διαστρεβλωμένη διατύπωση εκθέσεων και αναφορών.

#### 2.2.6 Γενικότητα σκοπού (Generality of purpose)

Οι οικονομικές καταστάσεις θα πρέπει να συμπεριλαμβάνουν όσες πληροφορίες είναι σημαντικές και περισσότερο γενικού ενδιαφέροντος, χωρίς να τις κάνουν περιττά πολύπλοκες, πολυλεκτικές, μακροσκελείς και συγχέουσες. Δεν θα πρέπει να προσανατολίζονται προς αντικειμενικούς σκοπούς ειδικότερου ή εξειδικευμένου ενδιαφέροντος σε βάρος των ενδιαφερόντων.

#### 2.2.7 Αναλογικότητα (Proportionality)

Η βασική υπόθεση της ανάλυσης χρηματοοικονομικών δεικτών είναι αυτή της αναλογικότητας (proportionality). Πράγματι, δεν αρκεί να επιλέξουμε δυο οποιαδήποτε μεγέθη των οικονομικών καταστάσεων (περιουσιακά στοιχεία, υποχρεώσεις, καθαρή θέση, έσοδα, έξοδα), αλλά θα πρέπει να υπάρχει και μια λογική συσχέτιση των δυο αυτών μεγεθών. Για παράδειγμα, τι νόημα θα είχε η πληροφορία που θα αποκομίζαμε εάν συσχετίζαμε τις αποσβέσεις με τους προμηθευτές. Θα ήταν μια πληροφορία χωρίς αξία.

### **2.3 Περιορισμοί στην ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων**

Αν και η ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων είναι ένα πάρα πολύ χρήσιμο εργαλείο, έχει δυο περιορισμούς. Ο πρώτος περιορισμός αφορά τη συγκρισιμότητα των οικονομικών δεδομένων των επιχειρήσεων και ο δεύτερος έχει να κάνει με την ανάγκη να δούμε την πραγματική οικονομική θέση των επιχειρήσεων πέρα από τους δείκτες.

#### 2.3.1 Σύγκριση οικονομικών μεγεθών

Η σύγκριση μιας επιχείρησης με μια άλλη μπορεί να παρέχει πολύτιμες ενδείξεις για τη χρηματοοικονομική υγεία ενός οργανισμού. Δυστυχώς, διαφορές στις λογιστικές μεθόδους μεταξύ των επιχειρήσεων μερικές φορές καθιστούν δύσκολο το έργο σύγκρισης των οικονομικών μεγεθών τους. Για παράδειγμα, εάν μια επιχείρηση αποτιμά τα αποθέματα με την LIFO μέθοδο και μια άλλη με τη μέθοδο του μέσου σταθμικού, τότε η απευθείας σύγκριση των μετρήσεων των αποθεμάτων και του κόστους πωληθέντων των επιχειρήσεων αυτών θα είναι ελλιπής. Μερικές φορές αρκετά στοιχεία παρουσιάζονται ως σημειώσεις στις οικονομικές καταστάσεις, οι οποίες πρέπει να λαμβάνονται υπόψη για την αναδιάταξη των οικονομικών καταστάσεων προκειμένου αυτές να γίνουν συγκρίσιμες. Διαφορετικά ο αναλυτής θα πρέπει να λάβει σοβαρά υπόψη του την έλλειψη συγκρισιμότητας των οικονομικών στοιχείων πριν καταλήξει σε οριστικό συμπέρασμα για τη χρηματοοικονομική θέση της επιχείρησης, όταν τη συγκρίνει με άλλες επιχειρήσεις του κλάδου ή με τον μέσο όρο των δεικτών του κλάδου. Παρατηρήσεις ορκωτού στην έκθεση ελέγχου, εφόσον υφίσταται, πρέπει να λαμβάνονται υπόψη για αναμόρφωση των κονδυλίων των οικονομικών καταστάσεων.

### 2.3.2 Την ανάγκη να δούμε πέρα από τους δείκτες

Ένας άπειρος αναλυτής θα μπορούσε να υποθέσει ότι οι δείκτες είναι αρκετοί από μόνοι τους, για να βασιστεί σε μια αντικειμενική κρίση αναφορικά με τη μελλοντική πορεία της επιχείρησης. Οι αριθμοδείκτες όμως δεν θα πρέπει να εξετάζονται ως την τελική ανάλυση, αλλά θα πρέπει να εξετάζονται ως το σημείο έναρξης της ανάλυσης. Επιπρόσθετα με τους αριθμοδείκτες, άλλες πηγές δεδομένων θα πρέπει να αναλύονται με σκοπό τη λήψη αντικειμενικής κρίσης ως προς το μέλλον της επιχείρησης. Για παράδειγμα, ο αναλυτής θα πρέπει να δει την τάση του κλάδου, τις τεχνολογικές αλλαγές, αλλαγές στις καταναλωτικές προτιμήσεις, αλλαγές στο ευρύτερο οικονομικό περιβάλλον και αλλαγές που συντελούνται σε αυτή καθαυτή την επιχείρηση. Μια πρόσφατη αλλαγή, για παράδειγμα, στις διοικητικές θέσεις της επιχείρησης μπορεί από μόνη της να φέρει νέο αέρα αισιοδοξίας για τη μελλοντική πορεία της επιχείρησης, ακόμα και αν η απόδοση του παρελθόντος (όπως φαίνεται από τους δείκτες της) υπήρξε μέτρια.

## 2.4 Ιστορική ανάδρομη των μεθόδων αποτίμησης

Η ανάλυση αποτίμησης χρησιμοποιεί και προσαρμόζει αρκετά εργαλείων και τεχνικές από κάθε δυνατό τομέα της χρηματοοικονομικής επιστήμης. Για την μέτρηση των αποδόσεων σε περιβάλλον με κίνδυνο, γίνεται ευρεία χρησιμοποίηση της θεωρίας του χαρτοφυλακίου. Οι βάσεις για την εξέταση των σχέσεων ανάμεσα στην απόδοση και στον κίνδυνο, τα οποία παίζουν καθοριστικό ρόλο στη θεωρία των προεξοφλημένων ταμειακών ροών, έχουν δημιουργηθεί από τη θεωρία χαρτοφυλακίου. Το μεγαλύτερο μέρος της θεωρίας χαρτοφυλακίου προέρχεται από το άρθρο του Markowitz (1952). Ο Markowitz διατύπωσε την έννοια της διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου και προσδιόρισε τις βασικές αρχές κατασκευής του χαρτοφυλακίου.

Ο ορισμός της παρούσας αξίας και του κόστους ευκαιρίας του κεφαλαίου στις οποίες βασίζονται όλες οι σύγχρονες μέθοδοι των προεξοφλημένων χρηματοροών αρχικά διαμορφώθηκε από τον Fisher (1930) και εξελίχθηκε περαιτέρω από τον Hirsleifer (1958) και τους Fama και Miller (1972). Πάρα τούτα, η καινοτομία της ιδέας των προεξοφλημένων ταμειακών ροών, ανήκει στον Williams (2012). Το υπόδειγμα της προεξόφλησης των ροών (DCF) αρχικά διαμορφώθηκε για τον υπολογισμό της σημερινής τιμής της μετοχής μέσω προεξόφλησης των ταμειακών ροών της (από μερίσματα και ανατίμηση κεφαλαίου) με απόδοση την οποία μπορεί να κερδίσει ο επενδυτής στην αγορά κεφαλαίου από χρεόγραφα σε συγκρίσιμο επίπεδο κινδύνου.

Οι Graham (1934), Dodd (1940 ) και Cottle (1962) πρότειναν την μέθοδο πραγματικής αξίας για την περίπτωση αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων. Στην δημοσίευσή τους το 1962 αναφέρουν ότι ο πιο ουσιαστικός μοναδιαίος παράγοντας που διαμορφώνει την αξία μιας μετοχής φαίνεται να είναι το μέσο εκτιμώμενο ύψος κερδών (indicated average future earning power), για ένα συγκεκριμένο μελλοντικό χρονικό διάστημα.

Το διάχυτα διαδεδομένο προεξοφλητικό επιτόκιο, το μετά από φόρους σταθμισμένο μέσο κόστος κεφαλαίου, βασίζεται στη θεωρία των Modigliani και Miller (1958). Οι Modigliani και Miller (1958) δείχναν ότι οι χρηματοδοτικές αποφάσεις δεν έχουν σημασία στην τέλεια αγορά και η χρηματοοικονομική μόχλευση δεν έχει επίδραση στον πλούτο των μετοχών. Η περαιτέρω επέκταση της θεωρίας κεφαλαίου είναι η πρόταση 2, η οποία υποδηλώνει ότι η αναμενόμενη απόδοση της κοινής μετοχής μοχλευμένης εταιρίας αυξάνεται σε αντιστοιχία με το λόγο χρέους προς ίδια κεφάλαια, εκφρασμένο σε αξίες αγοράς. Στη συνέχεια, χρησιμοποιώντας την αρχή του value additivity (πρόσθεση των επιμέρους Παρουσών Αξιών), προσδιορίζεται η αναμενόμενη απόδοση ενεργητικού ή το κόστος κεφαλαίου της εταιρίας.

Η θεωρία της μέτρησης των κερδών και της αποτίμησης της επένδυσης η οποία θεωρείται ως δεδομένη και τετριμμένη σήμερα, ήταν επαναστατική και πρωτοποριακή ακόμα και έναν αιώνα πριν. Σύμφωνα με τον Marshall (1980), ότι απομένει από τα κέρδη του «διοκτήτη» ή του «διαχειριστή» μετά την αφαίρεση των τόκων κεφαλαίου με το τρέχον επιτόκιο μπορεί να ονομαστεί ως πρόσοδος του από την επιχειρηματική ενασχόληση ή διαχείριση.

Η ανάλυση μιας επένδυσης, η οποία σκοπεύει στην επίλυση αβεβαιότητας στη διαδικασία αποτίμησης, περιλαμβάνει επίσης τις τεχνικές της ανάλυσης ευαισθησίας, προσομοίωσης Monte Carlo και δέντρων αποφάσεων. Η ανάλυση ευαισθησίας καταλήγει στην έκφραση των χρηματοροών σε όρους των βασικών μεταβλητών της επένδυσης και τον υπολογισμό των συνεπειών από τη μη σωστή εκτίμηση των μεταβλητών. Η ανάλυση ευαισθησίας επιτρέπει να λαμβάνεται υπόψη η συνέπεια από αλλαγή μιας μεταβλητής κάθε φορά. Εξετάζοντας την επένδυση κάτω από εναλλακτικά σενάρια, μπορούμε να λάβουμε υπόψη μας την επίδραση του περιορισμένου αριθμού των πιθανών συνδυασμών των μεταβλητών. Ο Hertz (1968) είναι αυτός που υποστήριξε τη χρήση της προσομοίωσης στο capital budgeting. Ο βολικός τρόπος για να αθροίσουμε τις επιπτώσεις στις χρηματοροές είναι τα δέντρα των αποφάσεων. Η προσομοίωση Monte Carlo είναι το εργαλείο για να λάβουμε υπόψη μας όλους τους πιθανούς συνδυασμούς. Επομένως, μας επιτρέπει να εξετάζουμε ολόκληρη την κατανομή των αποτελεσμάτων των χρηματοροών. Η γενική ιδέα χρησιμοποιούμενη στην ανάλυση των δέντρων αποφάσεων είναι ότι όταν κάποιος διεξάγει την ανάλυση αποτίμησης, πρέπει να επισημάνει τις βασικές εκδοχές οι οποίες μπορούν να συμβούν στην επένδυση, και συνεπώς στις χρηματοροές και τους κύριους τρόπους αντιμετώπισης τους. Μετά, δουλεύοντας από το τέλος της περιόδου προβλέψεων στο παρόν, ο αναλυτής υπολογίζει ποια ενέργεια πρέπει να υλοποιηθεί σε κάθε περίπτωση (Harvard Business Review, 1968).

Από την ίδια τη φύση του προβλήματος της αποτίμησης, η οποία έχει καθαρά πρακτική αξία, η ακαδημαϊκή έρευνα στράφηκε όχι μόνο στον έλεγχο της ισχύος των υποθέσεων οι οποίες συνοδεύουν κάθε ένα από τα χρησιμοποιούμενα μοντέλα, αλλά σε ανακάλυψη και προσαρμογή των νέων τεχνικών αποτίμησης ώστε αυτές να είναι κατάλληλες για πρακτικές εφαρμογές. Προς την κατεύθυνση επίλυσης της αβεβαιότητας των μελλοντικών χρηματοροών και αποφάσεων, υιοθετήθηκε η προσέγγιση των τεχνικών αποτίμησης δικαιωμάτων προτίμησης σε πραγματικές επενδύσεις και η κατεύθυνση αυτή θεωρείται η πιο υποσχόμενη μορφή της ακαδημαϊκής έρευνας στην κατεύθυνση corporate finance.

Η θεωρία real options μπορεί να σχετιστεί ότι αντιπροσωπεύει τη θεωρητική ολοκλήρωση και συγχώνευση προγενέστερων προσεγγίσεων της ανάλυσης των προεξοφλημένων ταμειακών ροών, των δέντρων αποφάσεων και της προσομοίωσης Monte Carlo. Το δικαίωμα παραίτησης από μια επένδυση ήταν το πρώτο real option το οποίο αναλύθηκε τεκμηριωμένα στη βιβλιογραφία. Τελειώνοντας, οι Black και Scholes (1973) δημιούργησαν τον τύπο τιμολόγησης των χρηματοοικονομικών δικαιωμάτων.

## 2.5 Ανασκόπηση βιβλιογραφίας

### 2.5.1 Μύθοι για την αποτίμηση

Στην διεθνή βιβλιογραφία έχουν εντοπιστεί και έχουν καταγραφεί, από τον καθηγητή A. Damodaran, κάποιοι "μύθοι" σχετικά με την αποτίμηση. Στη συνέχεια παρουσιάζονται συνοπτικά οι σημαντικότεροι<sup>12</sup>:

- Η αποτίμηση είναι μια επιστήμη που παράγει ακριβή αποτελέσματα και δίνει συγκεκριμένες και ακριβείς απαντήσεις.
- Δεν μπορούν να αποτιμηθούν επιχειρήσεις που λειτουργούν λίγα χρόνια και παρουσιάζουν ζημίες.
- Η αποτίμηση είναι πολύπλοκη και υπάρχουν εκατοντάδες μοντέλα και μέθοδοι διαθέσιμα.
- Οι λογιστές ξέρουν να υπολογίζουν τα κέρδη.
- Μύθοι για το κόστος κεφαλαίου ( $\text{Κόστος Κεφαλαίου} = \text{Επένδυση χωρίς κίνδυνο} + \text{Beta} * \text{Ασφάλιστρο Κινδύνου}$ ). Τα κρατικά αξιόγραφα δεν εμπεριέχουν κινδύνους. Τα Beta υπολογίζονται με παλινδρόμηση και το ασφάλιστρο κινδύνου μπορεί να υπολογιστεί με σχετική ακρίβεια.
- Το επιτόκιο δανεισμού είναι και το κόστος δανεισμού.
- Η χρήση των λογιστικών δεικτών και μεγεθών για τον υπολογισμό της αξίας του μετοχικού κεφαλαίου ή του κόστους δανεισμού είναι συντηρητική.
- Οι καταστάσεις ταμειακών ροών παρουσιάζουν όλες τις πληροφορίες για τον υπολογισμό των κεφαλαιουχικών δαπανών.

---

<sup>12</sup> Damodaran A., (2001), Twelve myths in valuation. P3-41

- Οι προσδοκώμενοι ρυθμοί ανάπτυξης στην αποτίμηση θεωρούνται εξωγενείς μεταβλητές.
- Μια καλά τεκμηριωμένη αποτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης ισχύει για πάντα.
- Το τελικό στάδιο της αποτίμησης είναι η προεξόφληση των ταμειακών ροών.
- Σημασία έχει το αποτέλεσμα και όχι η διαδικασία της αποτίμησης.
- Τα πολύπλοκα μοντέλα αποτίμησης είναι ανώτερα των πιο απλών.
- Η αποτίμηση εφαρμόζεται μόνο στις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο εταιρίες<sup>13</sup>.

### 2.5.2 Αρθρογραφία διεθνής και ελληνική για την αποτίμηση

Στη νεότερη βιβλιογραφία υφίστανται αρκετές μελέτες που εστιάζονται στην ικανότητα των υποδειγμάτων αποτίμησης για το αν είναι σε θέση να παρέχουν μελλοντικές προβλέψεις για τις χρηματιστηριακές τιμές. Μολονότι, η μέθοδος του υπολειμματικού εισοδήματος είναι ανώτερη σε σχέση με τις άλλες παραδοσιακές μεθόδους αποτίμησης, όπως για παράδειγμα της προεξόφλησης μερισμάτων ή ταμειακών ροών. Πιο κάτω παρουσιάζονται διάφορες συγκριτικές έρευνες που έχουν εκπονηθεί:

Οι Penman και Sougiannis (1998) πήραν υπόψη την αποτίμηση και ως μεταβλητές τις μέσες πραγματοποιούμενες αξίες (ex post) με σκοπό να τις συγκρίνουν με τις ex ante αγοραίες τιμές μετοχών και να βρουν ένα σφάλμα για κάθε μία τεχνική αποτίμησης. Η περίοδος ανάλυσης διήρκησε από το 1973 έως το 1990 και μελετούσαν εταιρίες που ήταν εισηγμένες στο NYSE, NASDAQ και AMEX. Από το δείγμα είχαν εξαιρεθεί οι επιχειρήσεις που παρείχαν χρηματοοικονομικές υπηρεσίες. Οι τεχνικές αποτίμησης βαθμολογούνται με τη σύγκριση πραγματικών τιμών και μετοχών και των εσωτερικών αξιών που υπολογιστήκαν με βάση τα υποδείγματα αποτίμησης. Κάθε χρονιά τα πραγματικά λογιστικά στοιχεία των επιχειρήσεων ταξινομούνταν τυχαία σε είκοσι χαρτοφυλάκια.

Στη συνέχεια, οι Francis, Olsson και Oswald (2000) για τη μελέτη τους, θεώρησαν δύο ρυθμούς ανάπτυξης για τελική αξία. Αρχικά ορίστηκε χωρίς την ύπαρξη ανάπτυξης ( $g=0$ ) μετά την περίοδο πρόβλεψης, όπου θεωρήθηκε πέντε χρόνια για την παρούσα έρευνα, ενώ έπειτα ορίστηκε ένας ρυθμός ανάπτυξης ίσος με 4% ( $g=0,04$ ). Τα δεδομένα και στοιχεία που χρησιμοποιήθηκαν για την παρούσα μελέτη αντλήθηκαν από τις βάσεις δεδομένων της

<sup>13</sup> [http://iraj.gr/IRAJ/IRAJ\\_VIEW on Valuation Myths and Truths.pdf](http://iraj.gr/IRAJ/IRAJ_VIEW%20on%20Valuation%20Myths%20and%20Truths.pdf)

Computstat και της Value Line. Ο πίνακας που δημιούργησαν απεικόνιζε το μέσο και τη διάμεσο των τιμών των μετοχών κατά την συγκεκριμένη ημερομηνία αποτίμησης, καθώς επίσης και τις πιθανολογούμενες εκτιμώμενες τιμές του δείγματος από τα υποδείγματα αποτίμησης προεξόφλησης των μελλοντικών μερισμάτων (DDM), προεξόφλησης ταμειακών ροών (DCF) και υπολειμματικού εισοδήματος (RIM).

Οι Sougiannis και Yaekura (2000) μέτρησαν το βαθμό στον οποίο αμερόληπτες και ακριβείς εκτιμήσεις της αξίας του μετοχικού κεφαλαίου ενδέχεται να προέρχονται από τρία λογιστικά υποδείγματα αποτίμησης, λαμβάνοντας υπόψη τις εκτιμήσεις των πιστοποιημένων αναλυτών για τη διάρκεια μιας τετραετίας. Οι μέθοδοι που εφαρμόστηκαν είναι οι εξής:

- 1) Η μέθοδος κεφαλαιοποίησης των κερδών
- 2) Η μέθοδος του υπολειμματικού εισοδήματος χωρίς την ύπαρξη τελικής αξίας
- 3) Η μέθοδος του υπολειμματικού εισοδήματος με την ύπαρξη τελικής αξίας με την πρόβλεψη ότι τα μη-κανονικά κέρδη μετά την περίοδο εκτίμησης των αναλυτών θα αυξάνονται με σταθερό ρυθμό, ο οποίος θα προσδιορίζεται από τον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης των-μη-κανονικών κερδών για την περίοδο που υπήρχαν οι προβλέψεις των εκτιμητών.

Ακόμη, οι Nasseh και Strauss (2004) μελέτησαν την ύπαρξη σταθερής σχέσης μεταξύ των τιμών και των μερισμάτων από το 1984 έως και το 2004 για τις εταιρίες που είναι εισηγμένες στο δείκτη S&P 500 του αμερικανικού χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης. Τα αποτελέσματα τους βασίζονται στο μοντέλο της προεξόφλησης των μερισμάτων και φανερώνουν την ύπαρξη στενής σχέσης μεταξύ των τιμών των μετοχών και των μερισμάτων για τις περισσότερες από τις εξεταζόμενες μετοχές αυτής της συγκεκριμένης περιόδου. Όμως, πρέπει να δοθεί βάση ότι στα μέσα το 1990 οι παράμετροι και οι συνιστώσες του μοντέλου ήταν κατά 43% υπερεκτιμημένες σε σχέση με τις αντίστοιχες πραγματικές τιμές των μετοχών. Πάρα ταύτα, αυτό ερμηνεύτηκε λόγω της βραχυπρόθεσμης μείωσης των μακροπρόθεσμων επιτοκίων και την ανάλυση της αμοιβαίας σχέσης μεταξύ των ιστορικών τιμών και των μερισμάτων.

Κατά την άποψη του Jennergen (2006) στην ερευνά του, το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων, όπως και διάφορα άλλα μοντέλα αποτίμησης επιχειρήσεων διενεργούνται σε δύο περιόδους. Για κάθε έτος της εκτιμώμενης περιόδου, υπάρχει μια μεμονωμένη αξία της υπολειμματικής, ταμειακής ροής. Ωστόσο, τα χρόνια μετά από την περίοδο του ορίζοντα δυο ετών, αντικατοπτρίζονται μέσω ενός, συνεχιζόμενου τύπου αξίας, ο οποίος έχει μια σταθερή και αμετάβλητη αξία για την επιχείρηση. Εν τούτης, η μελέτη του, εξετάζει τα συστατικά αυτού του παραπάνω μοναδικού συνεχιζόμενου τύπου σε σχέση με τα κεφαλαιουχικά έξοδα

και τη φορολόγηση των αποταμιεύσεων, λόγω της υποτίμησης της αξίας της γης (γήπεδα οικόπεδα) και του εξοπλισμού της επιχείρησης (λοιπός εξοπλισμός).

Οι Frankel και Lee (1998) έλαβαν γνώση τις προβλέψεις των ειδικών αναλυτών για τα μελλοντικά κέρδη στο μοντέλο του υπολειμματικού εισοδήματος (Residual Income Model) με σκοπό να εξετάσουν τη χρησιμότητα του εν λόγω μοντέλου στην πρόβλεψη των μετοχικών αποδόσεων στην Αμερική. Η εν λόγω ικανότητα του μοντέλου, όμως, συγκρίθηκε με εκείνη την ικανότητα που πετύχαινε το υπόδειγμα χρησιμοποιώντας τα ιστορικά στοιχεία. Η ερευνά τους έδειξε ότι οι εκτιμήσεις των αναλυτών είχαν μεγαλύτερη σαφήνεια από τα ιστορικά δεδομένα των χρηματοοικονομικών καταστάσεων, όταν χρησιμοποιούσαν το υπόδειγμα του υπολειμματικού εισοδήματος.

Στην ανάλυση τους οι Dechow, Hutton και Sloan (1999), εξέτασαν το κατά πόσο οι λογιστικές αξίες μπορούν να επεξηγήσουν το μελλοντικό υπολειμματικό εισόδημα, τις τρέχουσες τιμές και τις μελλοντικές αποδόσεις των μετοχών. Με αυτό τον τρόπο, βρήκαν ότι τα μοντέλα αποτίμησης που κεφαλαιοποιούν τα μελλοντικά κέρδη δίνουν ορθότερη ερμηνεία για τις τιμές των μετοχών. Αυτό αποδόθηκε στο γεγονός ότι οι επενδυτές υπερεκτιμούν τις προβλέψεις των ειδικών αναλυτών για τα μελλοντικά κέρδη και δεν λαμβάνουν υπόψη τους τα τρέχοντα κέρδη και την οικονομική κατάσταση των εταιριών.

Οι Frankel και Lee (1998) μελέτησαν τον βαθμό ικανότητας του υποδείγματος υπολειμματικού εισοδήματος να παράγει συγκρίσιμες εκτιμήσεις της αξίας της επιχείρησης σε σχέση με την χρήση διαφορετικών λογιστικών συστημάτων. Το υπόδειγμα θεωρείται δυνητικά ορθό, καθώς θεωρητικά δίνει μια τεχνική για τη μετατροπή των λογιστικών αριθμών που εμφανίζονται στο πλαίσιο των εναλλακτικών λογιστικών συστημάτων σε πιο συγκρίσιμα μεγέθη για την αξία της επιχείρησης. Όμως, το υπόδειγμα πρέπει να ξεπεράσει μια σειρά από πιθανές παραμέτρους για τη μετάβαση του από τη θεωρία στην πράξη. Έτσι, κατέληξαν ότι θα πρέπει να ληφθούν σοβαρά υπόψη τρία σημαντικά στοιχεία όταν πρόκειται να εφαρμόζεται το υπόδειγμα, σε επίπεδο διεθνές:

- α) Η διαθεσιμότητα αξιόπιστων προβλέψιμων κερδών,
- β) Οι συστηματικές παραβιάσεις της σχέσης καθαρού πλεονάσματος,
- γ) Οι μη-ποιοτικοί λογιστικοί κανόνες που αναγνωρίζουν καθυστερημένα μεταβολές σε αξίες.

Ακόμη, αξίζει να αναφερθεί ότι ο Frankel και Lee απέδειξαν ότι το υπόδειγμα του υπολειμματικού εισοδήματος εξηγεί το 70% των διαστροματικών μεταβολών των τιμών των μετοχών περισσότερων από 6.000 εταιριών σε είκοσι χώρες, έχοντας υπόψη τα στοιχεία τους από την IBES και την Global Vantage. Με αυτό τον τρόπο, ανακάλυψαν ότι η Γερμανία και η

Ιαπωνία είχαν τη χαμηλότερη επεξηγηματική δύναμη, ενώ η Αγγλία και η Γαλλία την υψηλότερη (Frankel και Lee, 1998).

Ο Fernandez (2006), στη ερευνά του ταξινομεί και περιγράφει τις πιο διαδεδομένες μεθόδους αποτίμησης των επιχειρήσεων. Η ταξινόμηση γίνεται σε τέσσερις βασικές ομάδες: α) στις μεθόδους που βασίζονται στα στοιχεία του ισολογισμού μιας εταιρίας, β) στις μεθόδους που βασίζονται στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης, γ) στις μικτές μεθόδους και δ) στις μεθόδους προεξόφλησης ταμειακών ροών. Ωστόσο, στην μελέτη του αναφέρεται και τις υπόλοιπες μεθόδους (παρόλο την εναντίωση του για κάποιες από αυτές), λόγω του ότι εφαρμόζονται συχνά. Η ερευνά του τελειώνει με την παράθεση των πιο συνηθισμένων σφαλμάτων στην αποτίμηση. Είναι σημαντικό να τονιστεί ότι η λίστα με τα πιο συνηθισμένα λάθη έχει γίνει από τον ίδιο τον συγγραφέα, ύστερα από την αποτίμηση σε πάνω από 1000 εταιρίες.

Μερικά από τα πιο συνηθισμένα σφάλματα που εμφανίζονται στην αποτίμηση, είναι κατά τον Fernandez τα εξής: α) για το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων, να χρησιμοποιείτε λανθασμένος συντελεστής beta, να γίνετε λανθασμένος υπολογισμός του κόστους των ιδίων κεφαλαίων, διότι μπορεί να μη ληφθούν σωστά και ορθά τα δεδομένα για τις αποδόσεις χρεογράφων μηδενικού κινδύνου (risk-free rate) ή για την απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς, ή ακόμη και για την αμοιβή κινδύνου της αγοράς (market risk premium), β) για τον υπολογισμό του υποδείγματος υπολειμματικών ταμειακών ροών, όπως και στο προηγούμενο υπόδειγμα, υπάρχει ο σημαντικός κίνδυνος να ληφθούν λανθασμένα δεδομένα για τον υπολογισμό του κόστους των ιδίων κεφαλαίων ή να ληφθούν λανθασμένα στοιχεία από τον ισολογισμό της εταιρίας και γ) για τον υπολογισμό του υπολειμματικού εισοδήματος, ελλοχεύει ο κίνδυνος να υπολογίσουμε την αξία της εταιρίας, χρησιμοποιώντας λαθεμένη σχέση ή να χρησιμοποιήσουμε φόρμουλες και τύπους που δεν έχουν ουσιαστική οικονομική σημασία ή ακόμη, να χρησιμοποιηθούν με μη συνεπή τρόπο οι ταμειακές ροές που χρειάζονται για την τελική αξία της εταιρίας (Fernandez, 2006).

### 3. ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΑΞΙΑΣ

#### 3.1 Εκτίμηση αξίας επιχείρησης

Η αγοραία αξία<sup>14</sup> (market value) κάθε επιχείρησης δεν ταυτίζεται στις περισσότερες περιπτώσεις με το άθροισμα της ακριβοδίκαιης (τρέχουσας, ανακτήσιμης ή πραγματικής) αξίας (fair value) των επιμέρους περιουσιακών της στοιχείων. Τούτο συμβαίνει διότι σε ευημερούσες επιχειρήσεις η απόδοση του απασχολούμενου κεφαλαίου είναι μεγαλύτερη από τη συνήθη απόδοση που καταγράφει ο κλάδος στον οποίο ανήκει η επιχείρηση, όπως το αντίθετο συμβαίνει με τις λιγότερο ευημερούσες ή ζημιογόνες επιχειρήσεις.

Εκτός από την υψηλότερη (σε σχέση με τη συνήθη) αποδοτικότητα των κεφαλαίων της επιχείρησης, επιπρόσθετο ι παράγοντες, όπως ο υψηλός βαθμός της διοικητικής ή τεχνικής διαχείρισης, η αποκτηθείσα σταθερή πελατεία, η στέρεα εδραιωμένη φήμη και η μονοπωλιακή ή εξειδικευμένη δράση της στην αγορά, προσδίδουν πρόσθετη αξία στην επιχείρηση.

Είναι φανερό ότι η περιουσία μιας εταιρίας δεν εκφράζει την αξία της. Η αξία μιας επιχείρησης πρέπει να λαμβάνει υπόψη τα κέρδη του παρόντος έτους, των παρελθόντων ετών και περισσότερο τα αναμενόμενα. Τα κέρδη μιας επιχείρησης είναι το μέτρο για τη φήμη και την πελατεία της, για την οργάνωσή της και για όλα τα άλλα στοιχεία του ενεργητικού της που δεν περιλαμβάνονται στην περιουσία της, όπως αυτή απεικονίζεται στις οικονομικές καταστάσεις.

Έτσι δημιουργείται η έννοια της υπεραξίας (goodwill), η οποία είναι ίση με τη διαφορά μεταξύ του ολικού τιμήματος αγοράς και της ακριβοδίκαιης αξίας των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης.

Συμπερασματικά, η συνολική αξία μιας επιχείρησης αποτελείται αφενός από την αξία των επιμέρους περιουσιακών της στοιχείων και αφετέρου από την υπεραξία της, εφόσον βεβαίως υπάρχει. Στη διαδικασία των εξαγορών επιχειρήσεων είναι απαραίτητη η χρησιμοποίηση επιστημονικών μεθόδων για τον προσδιορισμό της συνολικής αξίας των επιχειρήσεων που μεταβιβάζονται. Στη διαδικασία των συγχωνεύσεων, η ακριβοδίκαιη πραγματική αξία της οικονομικής μονάδος που απορροφάτε προσδιορίζεται με τη διαδικασία που ορίζει το άρθρο 9 του Ν. 2190/1920.

---

<sup>14</sup> Μπασινίλας Ε. και Πατατούκας Κ., (2012), Σύγχρονη ανάλυση και διερεύνηση των οικονομικών καταστάσεων, Αθήνα, Εκδόσεις Αθ. Σταμούλη.

Οι ίδιες μέθοδοι χρησιμοποιούνται και:

- α) από τους επενδυτές του χρηματιστηρίου προκειμένου να έχουν ένα μέτρο σύγκρισης για την τιμή των διαπραγματεύσιμων μετοχών,
- β) από τις φορολογικές αρχές για να φορολογήσουν κατά τη μεταβίβαση-πώληση, την πραγματική αξία των εταιρικών μεριδίων των προσωπικών εταιριών (Ο.Ε., Ε.Ε.), των εταιρικών μεριδίων των εταιριών περιορισμένης ευθύνης (Ε.Π.Ε.) ή των μη εισηγμένων στο χρηματιστήριο μετοχών ανωνύμων εταιριών,
- γ) από την επιτροπή κεφαλαιαγοράς για να υπολογίσει την αξία των μετοχών μη εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιριών που βρίσκονται στα χαρτοφυλάκια των αμοιβαίων κεφαλαίων.

### **3.2 Παράγοντες που πρέπει να ληφθούν υπόψη για την εκτίμηση της αξίας της επιχείρησης**

- Θέση της επιχείρησης στην αγορά

Ξεκινώντας από τον κλάδο στον οποίο ανήκει η επιχείρηση, θα πρέπει να εξετάζεται τι θέση κατέχει σ' αυτόν, τι ποσοστό επί των συνολικών πωλήσεων του κλάδου έχει, αν ο κλάδος είναι κορεσμένος ή εξακολουθεί να υπάρχει ζήτηση<sup>15</sup> των προϊόντων της επιχείρησης, αν το δίκτυο διανομής είναι ικανό να καλύπτει τη ζήτηση στο χρόνο που έχει συμφωνηθεί να παραδοθεί το προϊόν, αν ο κύκλος εργασιών μπορεί να μεγαλώσει ανακαλύπτοντας νέες αγορές μετά από αξιολόγηση και της τιμολογιακής πολιτικής της επιχείρησης και γενικά τι προοπτικές διαγράφονται για την επιχείρηση στο μέλλον.

- Την αξιολόγηση του ανθρώπινου δυναμικού

Το αξιόλογο ανθρώπινο δυναμικό είναι ο βασικός παράγοντας μιας επιτυχημένης επιχείρησης. Η μελέτη ξεκινά από τη διοίκηση που ασκεί το μάνατζμεντ και στη συνέχεια από το στελεχιακό προσωπικό της (διεύθυνση πωλήσεων, διεύθυνση παραγωγής, διεύθυνση οικονομικών υπηρεσιών κ.λπ.).

- Την αξιολόγηση των ακινητοποιήσεων (ενσώματων πάγιων στοιχείων)

Είναι μια εργασία που πρέπει να κάνει ο πραγματογνώμονας για την εκτίμηση της πλήρους απασχόλησής τους, το ποσοστό αδράνειας ή υποαπασχόλησης τους, της δυνατότητας που έχουν στο να ανταποκριθούν στην παραγωγή, στην εξυπηρέτηση της πελατείας, στη διάθεση των προϊόντων εμπορευμάτων και κατά πόσο είναι σύγχρονες για την υψηλότερη αποδοτικότητά της.

---

<sup>15</sup> Μπατσινίλας Ε. και Πατατούκας Κ., (2012), Σύγχρονη Λογιστική, Τόμος Α, Αθήνα, Εκδόσεις Αθ. Σταμούλη.

- Την κριτική ανάλυση και διερεύνηση της χρηματοοικονομικής διόρθωσης, ρευστότητας, ευστάθειας και αποδοτικότητας της επιχείρησης

Γίνεται μέσω των αριθμοδεικτών και συγκρίνονται με τους αντίστοιχους ομοειδών επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου και της ίδιας της επιχείρησης επί σειρά ετών.

- Την εκτίμηση για το μέλλον της επιχείρησης

Γίνεται με βάση τις τρέχουσες δυνατότητές της, τη δυναμική και της αδυναμίες της και με βάση τα καταρτισμένα μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα σχέδια δράσης της.

- Την αναμόρφωση των οικονομικών καταστάσεων ιστορικού κόστους της επιχείρησης σε ρεαλιστικότερη βάση

### 3.3 Μέθοδοι εκτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης

Από το σύνολο των χρησιμοποιούμενων μεθόδων για την εκτίμηση της αξίας των επιχειρήσεων, οι σημαντικότερες και συνηθέστερα χρησιμοποιούμενες είναι οι εξής:

- Η μέθοδος της λογιστικής καθαρής θέσης,
- η μέθοδος της καθαρής (πραγματικής) περιουσιακής θέσης,
- η μέθοδος της καθαρής (πραγματικής) περιουσιακής θέσης προσαυξημένης με τη μέση κεφαλαιοποιημένη υπερπρόσοδο των τελευταίων 5 ετών,
- η μέθοδος της καθαρής (πραγματικής) περιουσιακής θέσης προσαυξημένης με τη μέση κεφαλαιοποιημένη προβλεπόμενη υπερπρόσοδο των 5 μελλοντικών ετών,
- η μέθοδος της λογιστικής καθαρής θέσης προσαυξημένης με τη μέση κεφαλαιοποιημένη προβλεπόμενη υπερπρόσοδο της προσεχούς 5ετίας,
- η μέθοδος κεφαλαιοποίησης του μέσου όρου των ετήσιων οργανικών κερδών της τελευταίας 5ετίας,
- η μέθοδος κεφαλαιοποίησης του μέσου όρου των προβλεπόμενων ετήσιων οργανικών κερδών της προσεχούς 5ετίας,
- η μέθοδος κεφαλαιοποίησης του μέσου όρου των προβλεπόμενων ετήσιων οργανικών κερδών με βάση τον προβλεπόμενο χρόνο ζωής της επιχείρησης,
- η μέθοδος της προεξόφλησης μελλοντικών ταμειακών ροών (cash flow valuation method),
- η μέθοδος που υιοθετήθηκε από την επιτροπή κεφαλαιαγοράς,
- η μέθοδος του Schmalenbach,
- μέθοδοι που χρησιμοποιεί η φορολογούσα αρχή και

- η μέθοδος εκτίμησης της αξίας της επιχείρησης που βρίσκεται σε κατάσταση εκκαθάρισης.

Η ανάπτυξη ορισμένων από των παραπάνω μεθόδων αυτών παρουσιάζεται αναλυτικά στις επόμενες σελίδες.

Όλες οι μέθοδοι εκτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης δεν είναι το ίδιο κατάλληλες για όλες τις περιπτώσεις. Κάθε μέθοδος πρέπει να εφαρμόζεται λαμβάνοντας υπόψη την ιδιαιτερότητα κάθε περίπτωσης ξεχωριστά.

Η μέθοδος της καθαρής (πραγματικής) περιουσιακής θέσης είναι η μόνη κατάλληλη για επιχειρήσεις που έχουν διακόψει τη λειτουργία τους ή πραγματοποιούν πολύ μικρά κέρδη ή και ζημίες.

Όλες οι μέθοδοι που βασίζονται στα κέρδη παρελθουσών χρήσεων ή στα αναμενόμενα κέρδη προσεχών ετών είναι εφαρμόσιμες μόνο σε επιχειρήσεις που η συνέχιση της δραστηριότητάς τους θεωρείται δεδομένη (going concern).

Η μέθοδος των κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών της τελευταίας 5ετίας είναι κατάλληλη για επιχειρήσεις με σχετικά σταθερά διαχρονικά κέρδη.

Η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών είναι κατάλληλη για επιχειρήσεις με αυξανόμενα κέρδη. Στη πράξη χρησιμοποιείται όλο και περισσότερο γιατί: α) αναγνωρίζει ότι μεγαλύτερη σημασία έχουν τα αναμενόμενα στα επόμενα χρόνια κέρδη παρά τα κέρδη του παρελθόντος, β) λαμβάνει υπόψη τη φορολογία των κερδών και συνεξετάζει τις πρόσθετες δαπάνες που απαιτούνται για να παραμείνει ανταγωνιστική η επιχείρηση.

Ανεξάρτητα από το ποια μέθοδος είναι περισσότερο κατάλληλη για την εκτίμηση της αξίας της επιχείρησης, είναι σκόπιμο να εφαρμόζονται όλες οι μέθοδοι και κατόπιν να συγκρίνονται τα αποτελέσματα των μεθόδων. Με τον τρόπο αυτό μπορεί να εκτιμηθεί καλύτερα το δυναμικό μιας επιχείρησης και να προσδιοριστεί η αξία της υπό διαφορετικές συνθήκες.

Η τελική απόφαση για τον προσδιορισμό της αξίας μιας επιχείρησης λαμβάνεται τελικά από τους ίδιους τους ενδιαφερόμενους, οι οποίοι υποτίθεται ότι είναι σε θέση να αξιολογήσουν καλύτερα από κάθε άλλο τις παραδοχές, να εκτιμήσουν τις προοπτικές στις οποίες στηρίχτηκαν οι εκτιμητές και να κρίνουν οι ίδιοι τα αποτελέσματα στα οποία κατέληξαν, τα οποία και αποτελούν τη βάση των μεταξύ τους διαπραγματεύσεων

### 3.3.1 Η μέθοδος της λογιστικής καθαρής θέσης

Λογιστική καθαρή θέση ή λογιστική καθαρή περιουσία είναι η διαφορά μεταξύ ενεργητικού και πραγματικού παθητικού (υποχρεώσεων προς τρίτους της επιχείρησης, όπως τα μεγέθη αυτά προσδιορίζονται με βάση τις γενικά παραδεγμένες λογιστικές αρχές (αποτίμηση παγίων στο κόστος κτήσης, συμμετοχών και χρεογράφων στην κατά είδος χαμηλότερη τιμή μεταξύ κτήσης και τρέχουσας κ.λπ.) και εμφανίζονται στον ισολογισμό του ιστορικού κόστους ως εξής: α) Κεφάλαια καταβλημένα, β) αποθεματικά γ) κέρδη εις νέον μείον: Έξοδα πολυετούς απόσβεσης και το μέρος ή όλο του goodwill που αναγράφεται μεν στα βιβλία της επιχείρησης (προήλθε από εξαγορά) αλλά δεν προκαλεί μελλοντικές ταμειακές ροές.

Η λογιστική καθαρή θέση έχει το πλεονέκτημα της ευχέρειας στον προσδιορισμό της και το μειονέκτημα της μη χρησιμότητάς της. Τα περιουσιακά στοιχεία λαμβάνονται με τη λογιστική τους αξία, η οποία κατά κανόνα απέχει ουσιωδώς από την τρέχουσα αξία τους και επιπλέον δεν λαμβάνεται υπόψη το goodwill της επιχείρησης. Γι' αυτό καμιά επιχείρηση δεν αγοράστηκε ή πουλήθηκε σε αξία ίση με τη λογιστική καθαρή της θέση, χρησιμοποιείται όμως για την αποτίμηση των συμμετοχών και χρεογράφων εταιριών που δεν έχουν τις μετοχές τους εισηγμένες στο χρηματιστήριο (άρθρο 43 παρ. 6 του Ν. 2190/1920). Για τον προσδιορισμό της λαμβάνονται πάντα υπόψη οι παρατηρήσεις του ορκωτού ελεγκτή.

### 3.3.2 Η μέθοδος καθαρής (πραγματικής) περιουσιακής θέσης

Πραγματική καθαρή θέση της επιχείρησης είναι η διαφορά μεταξύ της τρέχουσας αξίας των περιουσιακών στοιχείων και του πραγματικού παθητικού (υποχρεώσεων στους τρίτους). Η μέθοδος της καθαρής (πραγματικής) περιουσιακής θέσης είναι η μόνη κατάλληλη για επιχειρήσεις που έχουν διακόψει τη λειτουργία τους ή πραγματοποιούν πολύ μικρά κέρδη ή και ζημίες.

### 3.3.3 Η μέθοδος καθαρής (πραγματικής) περιουσιακής θέσης προσαυξημένης με τη μέση κεφαλαιοποιημένη υπερπρόσοδο των τελευταίων πέντε ετών

Η πραγματική καθαρή θέση, ως διαφορά μεταξύ της τρέχουσας αξίας των περιουσιακών στοιχείων και του πραγματικού παθητικού (υποχρεώσεων στους τρίτους), δεν ταυτίζεται με την αξία της επιχείρησης ως σύνολο. Τα διάφορα περιουσιακά στοιχεία από τη στιγμή που εντάσσονται και οργανώνονται κάτω από την ενιαία οργάνωση της επιχείρησης χάνουν την ατομικότητα και την αυτοτέλειά τους και προσλαμβάνουν μία ενιαία συνολική

αξία, που συνήθως είναι διαφορετική από το άθροισμα της αξίας των επιμέρους περιουσιακών στοιχείων (μεγαλύτερη στις κερδοφόρες επιχειρήσεις και μικρότερη στις ζημιογόνες).

Στις περιπτώσεις των επιχειρήσεων που λειτουργούν αποδοτικά, η αξία της επιχείρησης ως σύνολο είναι μεγαλύτερη του αλγεβρικού αθροίσματος των επιμέρους περιουσιακών της στοιχείων, δηλαδή μεγαλύτερη της πραγματικής καθαρής θέσης.

Η διαφορά μεταξύ της πραγματικής καθαρής θέσης και της αξίας της επιχείρησης ως σύνολο συνιστά τη λεγόμενη υπεραξία (αέρας - goodwill) της επιχείρησης και οφείλεται στο γεγονός ότι το κεφάλαιο της επιχείρησης εξασφαλίζει μεγαλύτερες αποδόσεις από το τραπεζικό επιτόκιο.

Η υπεραξία αυτή υπολογίζεται με βάση τον μέσο όρο των οργανικών καθαρών κερδών της τελευταίας 5ετίας, μετά όμως την αναγωγή αυτών σε τρέχουσα αγοραστική δύναμη, χρησιμοποιώντας τον γενικό δείκτη τιμών καταναλωτή της Γ.Γ. ΕΣΥΕ (εθνικής στατιστικής υπηρεσίας Ελλάδος).

Εάν από τα κέρδη αυτά αφαιρεθούν οι τόκοι του απασχολούμενου κεφαλαίου (ίδια κεφάλαια συν μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις συν βραχυπρόθεσμος τραπεζικός δανεισμός), υπολογιζόμενοι με το τρέχον επιτόκιο, τότε η τυχόν θετική διαφορά συνιστά την ετήσια υπερπρόσοδο, η οποία κεφαλαιοποιούμενη με το τρέχον επιτόκιο δίνει τη συνολική αξία του goodwill.

Δηλαδή ως goodwill θεωρείται η αρχική αξία διηνεκούς ράντας, της οποίας ετήσιος όρος είναι η παραπάνω θετική διαφορά (υπερπρόσοδος) και το επιτόκιο το τρέχον. Επειδή όμως δεν είναι βέβαιο ότι η επιχείρηση θα εξακολουθήσει και στο διηνεκές να πραγματοποιεί την αυτή ετήσια υπερπρόσοδο, συνιστάται να λαμβάνεται ράντα πρόσκαιρος διάρκειας 5 ετών.

Η μέθοδος εφαρμόζεται μόνο εφόσον η επιχείρηση είναι κερδοφόρα και μάλιστα εφόσον τα κέρδη της είναι μεγαλύτερα από το επίπεδο εκείνο που χαρακτηρίζεται ως κανονική πρόσοδος και ο τόκος που θα έδινε το απασχολούμενο κεφάλαιο, αν τοκίζόταν με το τρέχον επιτόκιο. Είναι κατάλληλη για βιομηχανικές επιχειρήσεις με μεγάλη καθαρή περιουσιακή θέση και είναι ακατάλληλη για τράπεζες, εμπορικές επιχειρήσεις με μικρό απασχολούμενο κεφάλαιο καθώς και για επιχειρήσεις παροχής υπηρεσιών. Έχει το πλεονέκτημα ότι επιτυγχάνει ρεαλιστική (συντηρητική) εκτίμηση αφού βασίζεται σε πραγματικά γεγονότα και όχι σε αισιόδοξες προβλέψεις. Η εκτίμηση της μεθόδου αυτής αποτελεί μια minimum αξία την οποία δικαιούται να ζητήσει ο πωλητής μιας επιχείρησης.

Αξίζει να επισημανθούν τα εξής χαρακτηριστικά ως προς την καταλληλότητα της μεθόδου αυτής:

Πρώτον, αγνοεί τη διαφορετική φορολογική αντιμετώπιση των εισοδημάτων από εμπορικές επιχειρήσεις και των εισοδημάτων από τόκους. Δεδομένου ότι η φορολογική αντιμετώπιση των εμπορικών κερδών είναι δυσμενέστερη, η μέθοδος τείνει να υπερεκτιμά την αξία της επιχείρησης.

Δεύτερον, αγνοεί το γεγονός ότι η χρηματοοικονομική επιβάρυνση της επιχείρησης (η οποία δεν λαμβάνεται υπόψη για τον υπολογισμό των οργανικών κερδών) υπολογίζεται με μεγαλύτερο επιτόκιο από εκείνο που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό της κανονικής προσόδου. Ο παράγοντας αυτός οδηγεί, επίσης, σε υπερεκτίμηση της αξίας.

Τρίτον, υπολογίζει τα οργανικά κέρδη υπό ιδανικές συνθήκες λειτουργίας της επιχείρησης, ενώ οι συνθήκες της αγοράς και η κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης μπορεί να προδιαγράφουν μειωμένο βαθμό αξιοποίησης του παραγωγικού δυναμικού

Τέταρτον, κατά τον υπολογισμό του μέσου όρου των υπερπροσόδων αγνοείται η πορεία των κερδών πέραν της πενταετίας. Έτσι, αν η πορεία των κερδών αναμένεται έντονα ανοδική, η μέθοδος τείνει να υποεκτιμά την αξία της επιχείρησης.

3.3.4 Η μέθοδος καθαρής (πραγματικής) περιουσιακής θέσης προσαυξημένης με τη μέση κεφαλαιοποιημένη προβλεπόμενη υπερπρόσοδο των πέντε μελλοντικών ετών

Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, η αξία της επιχείρησης είναι το άθροισμα της καθαρής περιουσιακής θέσης της και της παρούσας αξίας της υπερπροσόδου της. Για τον υπολογισμό της καθαρής περιουσιακής θέσης έγινε ήδη λόγος αναλυτικά πιο πάνω στο οικείο κεφάλαιο. Στα στοιχεία του ενεργητικού περιλαμβάνονται όλα τα πάγια στοιχεία, λειτουργικά και μη. Με δεδομένο ότι η επιχείρηση είναι κερδοφόρα, οι τιμές που πρέπει να χρησιμοποιηθούν για την αποτίμηση των παγίων και εμπορευμάτων είναι τιμές αντικατάστασης, δηλαδή τρέχουσες τιμές αγοράς, μειωμένες κατά το ποσοστό των πραγματικών αποσβέσεων (όχι φορολογικών).

Για τον υπολογισμό της υπερπροσόδου λαμβάνεται ως βάση ο μέσος όρος των πιθανολογούμενων οργανικών κερδών της προσεχούς 5ετίας, από τον οποίο εκπίπτει ο τόκος του ίδιου κεφαλαίου που θα απασχοληθεί. Η τυχόν θετική διαφορά που απομένει θεωρείται ως σταθερός ετήσιος όρος ράντας πρόσκαιρης διάρκειας 5 ετών που δίνει, με το τρέχον επιτόκιο, τη συνολική υπερπρόσοδο.

Η παρούσα αξία της υπερπροσόδου υπολογίζεται ως εξής:

1. Υπολογίζονται τα αναμενόμενα οργανικά κέρδη των επόμενων πέντε ετών.

2. Υπολογίζεται το απασχολούμενο κεφάλαιο της επιχείρησης, αφαιρώντας από το σύνολο του ενεργητικού όλα τα στοιχεία που χαρακτηρίζονται μη λειτουργικά.

3. Υπολογίζεται για κάθε χρόνο ο τόκος απασχολούμενου κεφαλαίου. Το ποσό αυτό ονομάζεται κανονική πρόσοδος και αποτελεί το εναλλακτικό όφελος της επένδυσης. Κάτω από συνθήκες σταθερότητας των τιμών, το κατάλληλο επιτόκιο θα ήταν το τραπεζικό επιτόκιο καταθέσεων, αφού ο επενδυτής συγκρίνει πάντα τις αποδόσεις της επιχείρησης με τον τόκο που θα έπαιρνε αν τόκισε τα χρήματα του σε κάποια τράπεζα. Όμως, κάτω από συνθήκες έντονου πληθωρισμού το επιτόκιο καταθέσεων παύει να' είναι κατάλληλο, γι' αυτό απαιτείται ο αποπληθωρισμός του.

4. Από το οργανικό κέρδος κάθε χρόνου αφαιρείται η κανονική πρόσοδος του ίδιου χρόνου και προκύπτει η υπερπρόσοδος.

5. Βρίσκεται ο μέσος όρος των αναμενόμενων υπερπροσόδων των επόμενων πέντε ετών.

6. Υπολογίζεται η παρούσα αξία των υπερπροσόδων (δηλαδή η υπεραξία της επιχείρησης) με συντελεστή προεξόφλησης το επιτόκιο, αυξημένο ανάλογα με τον κίνδυνο της επιχείρησης. Ο υπολογισμός της παρούσας αξίας των υπερπροσόδων γίνεται με βάση τον μαθηματικό τύπο για το άθροισμα απείρων όρων μιας φθίνουσας γεωμετρικής προόδου. Αν ο σταθερός όρος της προόδου είναι  $a$  και παριστάνει τη μέση υπερπρόσοδο και ο λόγος της προόδου είναι:  $1: (1 + i)$  (όπου  $i$  είναι ο συντελεστής προεξόφλησης), τότε η παρούσα αξία των υπερπροσόδων είναι:

$$\text{Παρούσα αξία} = \frac{a}{i}$$

3.3.5 Η μέθοδος της λογιστικής καθαρής θέσης προσαυξημένης με τη μέση κεφαλαιοποιημένη προβλεπόμενη υπερπρόσοδο της προσεχούς πενταετίας

Εφαρμόζεται όταν η λογιστική καθαρή θέση της επιχείρησης εκτιμάται ότι δεν απέχει πολύ από την πραγματική καθαρή θέση αυτής. Κατά τα άλλα ισχύουν τα όσα στην προηγούμενη περίπτωση ελέγχθηκαν.

3.3.6 Η μέθοδος κεφαλαιοποίησης του μέσου όρου των ετήσιων οργανικών κερδών της τελευταίας πενταετίας

Κατά τη μέθοδο αυτή κεφαλαιοποιείται ο μέσος όρος των οργανικών κερδών της τελευταίας 5ετίας με το τρέχον επιτόκιο. Δηλαδή, η συνολική αξία της επιχείρησης ισούται με την αρχική αξία διηνεκούς σταθερής ράντας, όρος της οποίας είναι ο μέσος όρος των αποπληθωρισμένων κερδών της τελευταίας 5ετίας.

Διευκρινίζεται ότι πρέπει να κεφαλαιοποιείται το καθαρό εισόδημα του μετόχου από τα οργανικά κέρδη της εταιρίας και το οποίο πρέπει να συγκρίνεται με το ποσό του τόκου του απασχολούμενου κεφαλαίου. Γι' αυτό, από τα οργανικά κέρδη της εταιρίας πρέπει να αφαιρείται ο αναλογών φόρος και να κεφαλαιοποιούνται τα καθαρά κέρδη που περιέχονται στον μέτοχο.

Η μέθοδος αυτή είναι κατάλληλη για κερδοφόρες επιχειρήσεις που η συνέχιση της λειτουργίας τους δεν απαιτεί μεταβολές στον πάγιο εξοπλισμό τους και στην κεφαλαιακή τους διάρθρωση. Δεν είναι κατάλληλη για υπερχρεωμένες επιχειρήσεις, καθώς και για βιομηχανικές επιχειρήσεις με πολλά πάγια που στο μεγαλύτερο μέρος τους είναι αποσβεσμένα. Ιδιαίτερη προσοχή απαιτείται όταν το πρόγραμμα της επόμενης 5ετίας προβλέπει σημαντική επέκταση των πωλήσεων. Η μέθοδος αυτή υποθέτει ότι η επιχείρηση έχει εξαντλήσει από καιρό τις δυνατότητες ανάπτυξής της και ότι οι ετήσιες διακυμάνσεις των κερδών της οφείλονται μόνο σε μεταβολές των συνθηκών αγοράς.

### 3.3.7 Η μέθοδος κεφαλαιοποίησης του μέσου όρου των προβλεπόμενων ετήσιων οργανικών κερδών της τελευταίας πενταετίας

Κατά τη μέθοδο αυτή κεφαλαιοποιείται ο μέσος όρος των προβλεπόμενων οργανικών κερδών της προσεχούς 5ετίας με το τρέχον επιτόκιο. Δηλαδή, η συνολική αξία της επιχείρησης ισούται με την αρχική αξία διηνεκούς σταθερής ράντας, όρος της οποίας είναι ο ετήσιος μέσος όρος των προβλεπόμενων για την προσεχή 5ετία κερδών. Κατά τα λοιπά ισχύουν και εδώ τα όσα αναφέρθηκαν στην αμέσως προηγούμενη μέθοδο.

### 3.3.8 Η μέθοδος κεφαλαιοποίησης του μέσου όρου των προβλεπόμενων ετήσιων οργανικών κερδών με βάση τον προβλεπόμενο χρόνο ζωής της επιχείρησης

Με τη μέθοδο αυτή η συνολική αξία της επιχείρησης ισούται με την αρχική αξία πρόσκαιρης ετήσιας ράντας, όρος της οποίας είναι ο ετήσιος μέσος όρος των προβλεπόμενων κερδών και διάρκεια της ράντας την πραγματική διάρκεια της ζωής της επιχείρησης. Η μέθοδος αυτή εφαρμόζεται σε επιχειρήσεις για τις οποίες γνωρίζουμε με μεγάλη προσέγγιση

τη διάρκεια ζωής τους.

Ενδεικτικά αναφέρουμε την περίπτωση της εκμετάλλευσης κάποιου προνομίου για ορισμένο χρονικό διάστημα (π.χ. εκμετάλλευση ιαματικών πηγών, εκμετάλλευση μεταλλείου, που με μεγάλη προσέγγιση είναι γνωστά τα αποθέματα μεταλλεύματος κ.λπ.).

### 3.3.9 Οι μέθοδοι που προτείνει ο A. Damodaran

Ο διακεκριμένος καθηγητής Aswath Damodaran, στην δημοσιευμένη βιβλιογραφική του ερευνά αναφέρει τρεις κύριες κατηγορίες μεθόδων αποτίμησης, οι οποίες όπως παρουσιάζονται παρακάτω είναι<sup>16</sup>:

- Discounted Cash Flow Valuation, όπου η αξία της επιχείρησης προκύπτει από την παρούσα αξία των αναμενόμενων ταμειακών ροών.
- Relative Valuation, όπου η αξία της επιχείρησης προσδιορίζεται με βάση την αξία παρόμοιων επιχειρήσεων σχετικά με μια συγκεκριμένη μεταβλητή, όπως πωλήσεις, κέρδη, ταμειακές ροές κ.α.
- Option Valuation ή Option Pricing Models, με την αξία της επιχείρησης να προκύπτει από τη χρήση δικαιωμάτων προαίρεσης (options). Τα κύρια χαρακτηριστικά αυτού του μοντέλου συνδέονται με την τιμή και τη μεταβλητότητα της τιμής του υποκείμενου τίτλου (π.χ. μετοχής), αλλά και με την επιθυμητή απόδοση, κάτω από την υπόθεση ότι η διαπραγμάτευση του υποκείμενου στοιχείου, μαζί με τη δυνατότητα εξάσκησης του δικαιώματος, είναι συνεχής και δεν έχει περιορισμούς.

### 3.3.10 Οι μέθοδοι που προτείνει ο P. Fernandez

Ο καθηγητής P. Fernandez σύμφωνα με την βιβλιογραφική του επιτομή προτείνει τις παρακάτω κατηγορίες μεθόδων αποτίμησης της επιχειρηματικής αξίας<sup>17</sup>:

- Balance Sheet Based Methods, η εκτίμηση της αξίας βασίζεται αποκλειστικά σε στοιχεία του ισολογισμού.
- Income Statement Based Methods, η αξία στηρίζεται στα στοιχεία της κατάστασης αποτελεσμάτων της εταιρίας (π.χ. κέρδη, πωλήσεις).

---

<sup>16</sup> Damodaran A. (2002). Investment Valuation - Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. 2nd Edition, New York, John Wiley & Sons Inc

<sup>17</sup> Fernandez P. (2004). Company Valuation Methods - The Most Common Errors in Valuation. Paper No 449, IESE Business School.

- Goodwill Based Methods, οι μέθοδοι αυτοί λαμβάνουν υπόψη την υπεραξία (goodwill) της εταιρίας και επιδιώκουν να ποσοτικοποιήσουν την αξία που αυτή θα δημιουργήσει στο μέλλον.
- Cash Flow Discounting Based Methods, που βασίζεται στη προεξόφληση με το κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο των ταμειακών ροών που αναμένεται να δημιουργήσει η εταιρία στο μέλλον.

### 3.3.11 Η μέθοδος της προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών ( Discount Cash Flow Model -DCF)

Σύμφωνα με τη μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών, η αξία μιας επιχείρησης ισούται με την παρούσα αξία των ταμειακών πλεονασμάτων που αναμένεται να πραγματοποιηθούν σε ορισμένο αριθμό ετών, συν την παρούσα αξία της υπολειμματικής αξίας της επιχείρησης στο τέλος του χρονικού ορίζοντα, συν την τρέχουσα αξία των μη λειτουργικών περιουσιακών στοιχείων εφόσον υπάρχουν.

Η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών τυγχάνει ιδιαίτερης προσοχής από τους θεωρητικούς συγγραφείς αλλά χρησιμοποιείται και ευρύτατα. Η ορθή εφαρμογή της μεθόδου απαιτεί πολλούς υπολογισμούς και κατάλληλα λογισμικά προγράμματα. Για το λόγο αυτό, συνήθως εφαρμόζεται μια απλοποιημένη μορφή της μεθόδου.

Η λογική της μεθόδου αυτής είναι ότι ο επενδυτής δεν ενδιαφέρεται τόσο για τα λογιστικά κέρδη της επιχείρησης όσο για τα ταμειακά πλεονάσματά της που μπορεί είτε να τα εισπράξει είτε να τα επανεπενδύσει, οπότε θα αυξηθεί η αξία της επιχείρησης. Τα ταμειακά πλεονάσματα μας ενδιαφέρουν μετά την πληρωμή των φόρων, δηλαδή σαν καθαρό κέρδος του επενδυτή από την επένδυση.

Η αναγωγή των μελλοντικών πλεονασμάτων στο παρόν γίνεται με ένα συντελεστή, το ύψος του οποίου εξαρτάται από το μέγεθος των κινδύνων που αναλαμβάνει η συγκεκριμένη επιχείρηση.

Τα πλεονεκτήματα ως προς την καταλληλότητα της μεθόδου είναι τα εξής:

1. Αξιολογεί τις επιχειρήσεις ως ζωντανούς οργανισμούς, ανεξάρτητα από τα περιουσιακά στοιχεία που τις αποτελούν.
2. Στηρίζεται στις αναμενόμενες αποδόσεις και όχι στις αποδόσεις παρελθόντων ετών.
3. Λαμβάνει υπόψη της τη φορολογία του εισοδήματος που αλλοιώνει σημαντικά την εικόνα της απόδοσης.

4. Λαμβάνει υπόψη την κατάσταση της αγοράς και τους κινδύνους και τα ενσωματώνει στο προεξοφλητικό επιτόκιο.

Τα μειονεκτήματα ως προς την καταλληλότητα της μεθόδου είναι τα εξής<sup>18</sup>:

1. Απαιτείται σημαντικός χρόνος για τη διεκπεραίωση της και μεγάλο στάδιο προετοιμασίας.
2. Απαιτείται γνώση χρηματοοικονομικών εργαλείων.
3. Η εκτίμηση των μελλοντικών ταμειακών ροών επιβάλλει την υιοθέτηση αρκετών παραδοχών και υποθέσεων, με συνέπεια να υπάρχει ο κίνδυνος της υποκειμενικότητας ή και μεροληψίας.
4. Είναι πιθανό η επιχείρηση να επηρεάσει άμεσα τα ταμειακά πλεονάσματα μειώνοντας τις επενδυτικές της δραστηριότητες και πολλαπλασιάζοντας τις χρηματοοικονομικές της δραστηριότητες, με συνέπεια να είναι καθοριστική η επίδραση στο προσδιορισμό τόσο της υπολειμματικής αξίας όσο και της καθαρής παρούσας αξίας των ταμειακών ροών.

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

Αξία της επιχείρησης με γνώμονα το μοντέλο της προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών βασίζεται στον τύπο της παρούσας αξίας όπου είναι ο κάτωθι :

$$\text{Αξία Επιχείρησης} = \sum_{i=1}^t \left( \frac{FCF_t}{(1+r)^t} \right)$$

FCF : ελεύθερη ταμειακή ροή για τη περίοδο t

r : προεξοφλητικό επιτόκιο

Στην πρακτική εφαρμογή οι αναλυτές εφαρμόζουν δυο κύριες "παραλλαγές" του μοντέλου, υπολογίζουν την ελεύθερη ταμειακή ροή ως προς το σύνολο της εταιρίας (Free Cash Flows to the Firm - FCFF) ή την ελεύθερη ταμειακή ροή ως προς τους μετόχους (Free Cash Flows to Equity - FCFE).

Το θετικό στοιχείο των FCFF και FCFE είναι ότι δύναται να χρησιμοποιηθούν από τους αναλυτές για την αποτίμηση μετοχών που δεν πληρώνουν μέρισμα ή πληρώνουν

---

<sup>18</sup> Σφαρνάς Α. (1993). Αποτίμηση Επιχειρήσεων. Γαλαίος, Αθήνα

μέρισμα το οποίο όμως είναι διαφορετικό από την πραγματική ικανότητα της επιχείρησης για την καταβολή μερίσματος. Ακόμη, παρουσιάζονται καλύτερες σε σχέση με άλλα μεγέθη όπως το καθαρό εισόδημα, τα κέρδη προ τόκων και φόρων (EBIT), τα κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων (EBITDA), ή τις λειτουργικές ταμειακές ροές (CFO) τα οποία είτε μετρούν δυο φορές είτε παραλείπουν τις ταμειακές ροές έχοντας ως συνέπεια να μην προκύπτει ορθολογικό αποτέλεσμα.

#### Free Cash Flows to the Firm - FCFF

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές ως προς το σύνολο της εταιρίας (FCFF) είναι η ταμειακή ροή που είναι διαθέσιμη προς το σύνολο όσων παρέχουν κεφάλαια στην επιχείρηση, με την προϋπόθεση ότι έχουν αφαιρεθεί τα λειτουργικά έξοδα (συμπεριλαμβανομένων των φόρων) και έχουν πραγματοποιηθεί και όλες οι απαραίτητες επενδύσεις σε κεφάλαιο κίνησης και σε πάγιο κεφάλαιο. Επομένως, οι FCFE είναι οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες μείον τις κεφαλαιουχικές δαπάνες. Είναι αναγκαίο να τονίσουμε πως αυτοί που χρηματοδοτούν με κεφάλαια στην επιχείρηση είναι οι κάτοχοι: ομολόγων, κοινών μετοχών και σε ορισμένες περιπτώσεις οι προνομιούχοι μέτοχοι<sup>19</sup>.

$$\text{FCFF} = \text{EBIT} (1 - \text{Φορολογικός συντελεστής}) + \text{Αποσβέσεις} - \text{Μεταβολή στο Κεφάλαιο Κίνησης} - \text{Επενδύσεις σε Πάγιο Κεφάλαιο}$$

Οι αποσβέσεις των παγίων στοιχείων που καταλογίζει η επιχείρηση είναι μια δαπάνη που μειώνει το διαθέσιμο εισόδημα, χωρίς όμως να είναι ταμειακό έξοδο. Επομένως, πρέπει να προστεθούν ξανά ώστε να έχουμε τις ελεύθερες ταμειακές ροές προς την επιχείρηση. Αντίθετα οι επενδύσεις σε πάγιο κεφάλαιο θεωρούνται κεφαλαιουχικές δαπάνες και υποδηλώνουν μια εκροή μετρητών απαραίτητη για τη υποστήριξη της τρέχουσας αλλά και της μελλοντικής βιωσιμότητας της εταιρίας. Ακόμη, το κεφάλαιο κίνησης υπολογίζεται όταν από τα κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία (κυκλοφορούν ενεργητικό και μεταβατικοί λογαριασμοί ενεργητικού) αφαιρεθούν οι υποχρεώσεις (βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις και οι μεταβατικοί λογαριασμοί παθητικού). Αρκετές φορές, στον υπολογισμό του κεφαλαίου κίνησης, για την εύρεση των FCFF, τα μετρητά και ταμειακά ισοδύναμα (cash equivalents), καθώς επίσης και το βραχυπρόθεσμο χρέος (short term debt) δεν λαμβάνονται υπόψη. Τα μετρητά δεν υπολογίζονται, γιατί μέσω των ελεύθερων ταμειακών ροών προσδοκάτε να

---

<sup>19</sup> CFA Institute (2007). Equity Asset Valuation. 2nd Edition, New Jersey

αιτιολογηθεί η μεταβολή τους, ενώ για το βραχυπρόθεσμο χρέος θεωρείται ότι αποτελεί υποχρέωση με κόστος τόκων με συνέπεια να τεκμαίρεται περισσότερο ως πηγή χρηματοδότησης.

Στη προκειμένη περίπτωση η αξία της επιχείρησης (value of the firm) υπολογίζεται προεξοφλώντας το FCFF με το μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC).

$$\text{Αξία Επιχείρησης} = \sum_{i=1}^t \left( \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} \right)$$

### Free Cash Flows to Equity – FCFE

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές ως προς τους μετόχους (FCFE) είναι η ταμειακή ροή που είναι διαθέσιμη μόνο στους κατόχους κοινών μετοχών της εταιρίας, με την προϋπόθεση ότι έχουν αφαιρεθεί τα λειτουργικά έξοδα (συμπεριλαμβανομένου και των φόρων), οι τόκοι και το ποσό του αρχικού δανεισθέντος κεφαλαίου, ενώ ταυτόχρονα έχουν γίνει όλες οι αναγκαίες επενδύσεις σε πάγιο κεφάλαιο και σε κεφάλαιο κίνησης. Επομένως, οι FCFE είναι οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες μείον τις κεφαλαιουχικές δαπάνες και τις πληρωμές προς τους δανειστές και συν τις εισπράξεις από τους δανειστές<sup>20</sup>.

$$\begin{aligned} \text{FCFE} = & \text{Καθαρά Κέρδη} + \text{Αποσβέσεις} - \text{Κεφαλαιουχικές Δαπάνες} - \text{Μεταβολή Κ.Κ} \\ & - \text{Αποπληρωμές Κεφαλαίου} + \text{Νέες Εκδόσεις Δανειακών Κεφαλαίων} \end{aligned}$$

Αξία των Ιδίων Κεφαλαίων (value of equity) προσδιορίζεται ως η προεξόφληση των FCFE με το κόστος των Ιδίων Κεφαλαίων ( $r_e$ ), δηλαδή το βαθμό απόδοσης που απαιτούν οι (μέτοχοι) επενδυτές της επιχείρησης.

$$\text{Αξία Ιδίων Κεφαλαίων} = \sum_{i=1}^t \left( \frac{FCFE_t}{(1 + r_e)^t} \right)$$

Η επιλογή μεταξύ FCFF και FCFE αποτελεί, στην ουσία του ερωτήματος, μια επιλογή μεταξύ αποτίμησης ιδίων κεφαλαίων και αποτίμησης επιχείρησης. Ο κάθε υποψήφιος αναλυτής διαλέγει σύμφωνα με τη προσωπική του κρίση του και με τα χαρακτηριστικά της εταιρίας. Παραδείγματος χάριν, εάν η κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης είναι σχετικά

<sup>20</sup> CFA Institute (2007). Equity Asset Valuation. 2nd Edition, New Jersey

σταθερή, η FCFE είναι πιο άμεση και πιο απλή στη χρήση από τη FCFF. Στην περίπτωση όμως μιας επιχείρησης με υψηλή χρηματοοικονομική μόχλευση, οι FCFE μπορεί να έχουν αρνητικό πρόσημο, με αποτέλεσμα η χρήση της FCFF να συστήνεται ως καταλληλότερη. Παρόλα αυτά εάν εφαρμοστούν με συνέπεια και οι δύο δίνουν τις ίδιες αξίες για τα Ίδια Κεφάλαια της επιχείρησης<sup>21</sup>.

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

Σύμφωνα με το Gordon Growth Model, έχουμε ως η υπόθεση πως οι προβλεπόμενες ελεύθερες ταμειακές ροές αυξάνονται με ένα σταθερό ρυθμό ανάπτυξης  $g$ . Έτσι προκύπτουν τα μοντέλα FCFF και FCFE σε ένα στάδιο ή σταθερής ανάπτυξης. Άρα η ελεύθερη ταμειακή ροή του τρέχοντος έτους ισούται με την ελεύθερη ταμειακή ροή του προηγούμενου έτους πολλαπλασιαζόμενη με το συντελεστή  $(1+g)$ .

One stage FCFF valuation model (σταθερής ανάπτυξης)

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

Επομένως η αξία της επιχείρησης υπολογίζεται από την ακόλουθη εξίσωση<sup>22</sup> :

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

One stage FCFE Valuation Model (σταθερής ανάπτυξης)

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

Η αξία των ιδίων κεφαλαίων υπολογίζεται ακολούθως :

$$\text{Αξία Ιδίων Κεφαλαίων (value of equity)} = FCFF_0 * \frac{(1+g)}{(r_e-g)}$$

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

<sup>21</sup> Damodaran A. (2011). Applied Corporate Finance. 3rd Edition, John Wiley & Sons Inc

<sup>22</sup> Damodaran A. (2010). The Dark Side of Valuation. Upper Saddle River. New Jersey. Pearson Education

Στο two stage FCF valuation model έχουμε ως προϋπόθεση πως υφίστανται δύο περίοδοι ανάπτυξης. Στην πρώτη περίοδο εκτιμάται πως οι εταιρίες ακολουθούν έναν υψηλό ρυθμό ανάπτυξης ( $g_S$ ) για ένα βραχυπρόθεσμο χρονικό διάστημα. Αντίθετα, στη δεύτερη περίοδο ακολουθούν έναν μικρότερο και πιο «λογικό» ρυθμό ανάπτυξης ( $g_L$ ) ο οποίος εκτείνεται εις το διηνεκές.

Για τον υπολογισμό της αξίας της επιχείρησης και της αξίας των ιδίων κεφαλαίων για τις FCFE και FCFE χρησιμοποιούνται οι εξής εξισώσεις<sup>23</sup>:

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

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

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

Θα πρέπει να διευκρινιστεί πως έχουν διαμορφωθεί αρκετές παραλλαγές αυτής της κατηγορίας (two stage FCF valuation model), κυριότερες από τις οποίες είναι :

- i. Ο ρυθμός ανάπτυξης της πρώτης περιόδου είναι σταθερός μέχρι να προσεγγίσει τον εξίσου σταθερό ρυθμό της δεύτερης περιόδου.
- ii. Ο ρυθμός ανάπτυξης της πρώτης περιόδου μειώνεται συνεχώς μέχρι να προσεγγίσει τον διατηρήσιμο (σταθερό εις το διηνεκές) ρυθμό ανάπτυξης της δεύτερης περιόδου.

### 3.5 Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC)

<sup>23</sup> CFA Institute (2007). Equity Asset Valuation. 2nd Edition, New Jersey.

Το μοντέλο προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών ως προς την επιχείρηση (FCFF), χρησιμοποιεί ως προεξοφλητικό επιτόκιο για τον υπολογισμό της παρούσας αξίας των αναμενόμενων ελεύθερων ταμειακών ροών το Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (Weighted Average Cost of Capital - WACC).

Το κόστος κεφαλαίου<sup>24</sup> είναι το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης που οι επενδυτές της επιχείρησης επιθυμούν να λάβουν. Με άλλα λόγια είναι η ελάχιστη απόδοση που πρέπει να εξασφαλίσει η επιχείρηση από την τοποθέτηση των στοιχείων του ενεργητικού της ανάμεσα σε εναλλακτικές επενδύσεις, ώστε να ικανοποιήσει τους επενδυτές της. Ένας από τους ορισμούς που υπάρχουν αναφέρει πως το WACC είναι ο σταθμικός μέσος όρος του κόστους από τις διάφορες πηγές χρηματοδότησης της επιχείρησης. Η στάθμιση που δίνεται στις πηγές αυτές βασίζεται στο ποσοστό συμμετοχής της κάθε μιας στην κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης. Ο τύπος του είναι ο εξής :

$$WACC = Cost\ of\ Equity * \left( \frac{Equity}{Debt + Equity} \right) + Cost\ of\ Debt * (1 - t) * \left( \frac{Debt}{Debt + Equity} \right)$$

### 3.5.1 Κόστος δανεισμού (Cost of Debt)

Το κόστος δανεισμού υπολογίζει το τρέχον κόστος των δανειακών κεφαλαίων της επιχείρησης, δηλαδή το επιτόκιο με το οποίο δανείζεται για να χρηματοδοτήσει τα επενδυτικά της σχέδια. Πρέπει να αναφέρουμε πως για τον υπολογισμό του WACC βρίσκουμε το κόστος δανεισμού μετά φόρων [ $Cost\ of\ Debt * (1 - t)$ ], γιατί αυτό αποτελεί το καθαρό κόστος του χρέους στην κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης, καθώς επίσης, οι ελεύθερες ταμειακές ροές που προεξοφλούνται είναι απαλλαγμένες από τους φόρους.

Υπάρχουν αρκετοί τρόποι για να υπολογιστεί το Κόστος δανεισμού, οι δύο κυριότεροι που εφαρμόζονται στην πρακτική εφαρμογή είναι οι εξής<sup>25</sup>:

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

Όπου θεωρούμε ότι,

<sup>24</sup> Βασιλείου Δ., Ηρειώτης Ν.(2008). Χρηματοοικονομική Διοίκηση - Θεωρία και Πρακτική. Εκδόσεις Rosili, Αθήνα

<sup>25</sup> Φιλιππάτος Γ .(1986). Κόστος Κεφαλαίου - Πολιτική Μερισμάτων και Χαρτοφυλακίου. Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα.

$$\text{Δανειακά Κεφάλαια} = \text{Βραχυπρόθεσμα Δάνεια} + \text{Μακροπρόθεσμα Δάνεια}$$
$$\text{Κόστος Δανεισμού (Cost of Debt)}^{26} = \text{Risk Free Rate} + \text{Company Default Spread} + \text{Country Spread}$$

**Risk Free Rate:** Το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου, αφορά μια επένδυση που δεν υπάρχει ο κίνδυνος αδυναμίας καταβολής της απόδοσης της και επίσης δεν υπάρχει το ρίσκο της επανεπένδυσης. Είναι σύνηθες να λαμβάνεται η απόδοση ενός κυβερνητικού ομολόγου μακροχρόνιας διάρκειας, της χώρας που η επιχείρηση δημιουργεί την πλειοψηφία των εσόδων της.

**Company Default Spread:** Σχετίζεται με τη διακύμανση των αποδόσεων των ομολόγων της εταιρίας που διαπραγματεύονται σε οργανωμένη αγορά χρεογράφων. Καθορίζεται από την πιστοληπτική ικανότητα και φερεγγυότητα της εταιρίας, η οποία αξιολογείται σε τακτά χρονικά διαστήματα από διάφορους οίκους αξιολόγησης.

**Country Spread:** Συνήθως χρησιμοποιείται ως μια επιπρόσθετη δικλείδα ασφαλείας ώστε να μην υποεκτιμηθεί το Κόστος Δανεισμού. Αφορά τη διακύμανση των αποδόσεων των ομολόγων που εκδίδει η χώρα όπου δραστηριοποιείται η εταιρία. Καθορίζεται από την πιστοληπτική ικανότητα και φερεγγυότητα της χώρας, η οποία αξιολογείται από τους οίκους αξιολόγησης, αλλά και από τη μεταβλητότητα της αγοράς.

### 3.5.2 Κόστος ιδίων κεφαλαίων (Cost of Equity)

Το κόστος των Ιδίων κεφαλαίων είναι επί της ουσίας η ποσοστιαία απόδοση που επιθυμούν οι μέτοχοι της εταιρίας ως ανταμοιβή για τον κίνδυνο που λαμβάνουν επενδύοντας τα χρήματά τους. Ο υπολογισμός του βασίζεται στο θεωρητικό μοντέλο αποτίμησης κεφαλαιουχικών στοιχείων (Capital Asset Pricing Model - CAPM) και ο τύπος είναι<sup>27</sup>:

$$\text{Cost of Equity} = R_f + \text{Beta} * \text{Risk Premium}$$

---

<sup>26</sup> Damodaran A. (2002). Investment Valuation - Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. 2nd Edition, New York, John Wiley & Sons Inc.

<sup>27</sup> Palepu K., Healy P. and Bernard V. (2004). Business Analysis and Valuation - Using Financial Statements. 3rd Edition

$R_f$ : Όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως είναι το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου και συνήθως λαμβάνεται η απόδοση ενός κυβερνητικού ομολόγου μακροχρόνιας διάρκειας, της χώρας που η επιχείρηση δημιουργεί την πλειοψηφία των εσόδων της.

Risk Premium: Το πριμ κινδύνου της αγοράς ή το επασφάλιστρο κινδύνου είναι η επιπρόσθετη απόδοση που επιθυμεί να λάβει ο επενδυτής, πέρα του επιτοκίου μηδενικού κινδύνου  $R_f$ , ώστε να αντισταθμίσει τον κίνδυνο που αναλαμβάνει από την πραγματοποίηση της επένδυσης.

Ο υπολογισμός του Risk Premium υπολογίζεται από τον παρακάτω τύπο<sup>28</sup> :

$$\text{Risk Premium} = \text{Mature Economy Risk Premium} + \text{Country Spread}$$

Το Country Spread όπως αναλύθηκε πιο πάνω κατά τον υπολογισμό του Κόστους δανεισμού (Cost of Debt). Όσο αφορά το Mature Economy Risk Premium, πρόκειται για το επασφάλιστρο κινδύνου μιας ανεπτυγμένης οικονομίας που διακρίνεται για τη σταθερότητα και την φερεγγυότητα της. Συνήθως επιλέγεται η Οικονομία των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής, όπως και στη δική μας αποτίμηση για τον Όμιλο ΟΤΕ, όπου το Risk Premium είναι μηδενικό.

Εναλλακτικά το Country Spread μπορεί να αντικατασταθεί από Adjusted Equity Spread. Δηλαδή το γινόμενο του Country Spread και του πηλίκου της διαίρεσης της τυπικής απόκλισης της αγοράς μετοχών και της τυπικής απόκλισης της αγοράς ομολόγων της χώρας που διαπραγματεύονται οι μετοχές της υπό αποτίμηση εταιρίας.

$$\text{Adjusted Equity Spread} = \text{Country (Bond) Spread} * \left( \frac{\text{Standard Deviation Equity Market}}{\text{Standard Deviation Bond Market}} \right)$$

Ένας δεύτερος τρόπος υπολογισμού του Risk Premium στηρίζεται στις τρέχουσες τιμές των μετοχών βάση του Γενικού Χρηματιστηριακού Δείκτη και εξάγεται μέσω του Gordon Growth Model [ $P = \frac{D}{(r-g)}$ ]<sup>29</sup>.

$$\text{Value} = \frac{\text{Expected Dividends}}{(\text{Required Return} - \text{Expected Growth})}$$

<sup>28</sup> Brown K. and Reilly F. (2009), Analysis of investment and management portfolios, 9<sup>th</sup> Edition, South Western Cengage Learning, Canada.

<sup>29</sup> Penman S. H. (2007). Financial Statement Analysis and Security Valuation. 3<sup>rd</sup> Edition, International Edition. McGraw – Hill.

Λύνοντας την εξίσωση ως προς το Required Return (r), καταλήγουμε στην εξής σχέση:

$$\text{Required Return} = \left( \frac{\text{Expected Dividends}}{\text{Value}} \right) + \text{Expected Growth}$$

Σε αυτή τη σχέση ο λόγος  $\left( \frac{\text{Expected Dividends}}{\text{Value}} \right)$  μπορεί να θεωρηθεί ως το επασφάλιστρο της συγκεκριμένης μετοχής και το Expected Growth ως το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου  $R_f$ . Συνεπώς, ο τελικός τύπος για τον υπολογισμό του Risk Premium είναι :

$$\text{Equity Risk Premium} = \text{Required Return} - \text{Risk Free Rate}$$

Beta : Αφορά το συστηματικό κίνδυνο της εταιρίας και μετρά την ευαισθησία της απόδοσης μιας μετοχής σε μεταβολές της αγοράς. Ο δείκτης Beta προέρχεται από την παλινδρόμηση των ημερήσιων αποδόσεων ( $R_j$ ) της μετοχής, της υπό εξέταση εταιρίας, και των ημερήσιων αποδόσεων ( $R_i$ ) του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου όπου διαπραγματεύεται.

Μια πιο "αυστηρή" προσέγγιση του Beta είναι το Bottom up Beta ή Levered Beta που προκύπτει από τον ακόλουθο τύπο<sup>30</sup> :

$$\text{Beta (Levered)} = \text{Beta (Unlevered)} * \left[ 1 + (1 - \text{tax rate}) * \left( \frac{\text{Debt}}{\text{Equity}} \right) \right]$$

όπου,

Beta (Levered) : Είναι το μοχλευμένο Beta

Beta (Unlevered) : Είναι το μη μοχλευμένο Beta

Τα τρία βασικά χαρακτηριστικά αυτής της προσέγγισης για το Beta είναι ότι:

- Είναι υψηλότερο του παραδοσιακού συντελεστή Beta.
- Εξάγει μια "δίκαιη τιμή" και ενσωματώνει στο Beta την κεφαλαιακή διάρθρωση και τη χρηματοοικονομική μόχλευση της εταιρίας.
- Υπηρετεί την αρχή της συντηρητικότητας στη διαδικασία της αποτίμησης.

---

<sup>30</sup> Georgiadis N. (2015). Corporate & equity valuation approaches: presentation of approaches and influential factors of value: how the approaches interact, why they are used for different purposes and how to apply the valuation approaches via a weighting methodology. Διδακτορική Διατριβή, Θεσσαλονίκη

### 3.5.3 Ρυθμός ανάπτυξης και υπολειμματική αξία

Είναι χρήσιμο και σημαντικό να αναφέρουμε σε δύο ακόμα μεταβλητές, καθοριστικής σημασίας για το υπόδειγμα προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών ως προς την επιχείρηση δύο σταδίων ανάπτυξης (two stage growth FCFF Valuation Model), το ρυθμό ανάπτυξης ή μεγέθυνσης των λειτουργικών κερδών  $g_{EBIT}$  και την υπολειμματική αξία (Terminal Value).

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

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

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

$$\text{Reinvestment} = \frac{(\text{Net Cap Ex} + \text{Change in WC})}{[EBIT(1 - t)]}$$

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

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

BV Equity : Η λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων, όπως αυτά εμφανίζονται στον ισολογισμό της εταιρίας. Net Cap Ex (Net Capital Expenditures) : Οι καθαρές κεφαλαιουχικές δαπάνες είναι οι κεφαλαιουχικές δαπάνες της εταιρίας για την αγορά νέων παγίων ή αντικατάσταση των παλιών, μείον τις αποσβέσεις που έχουν διενεργηθεί.

Change in WC (Change in Working Capital) : Η μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης της εταιρίας (Κ.Κ = Κυκλοφορούν Ενεργητικό - Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις) είναι η διαφορά

του κεφαλαίου κίνησης του τρέχοντος έτους με το κεφάλαιο κίνησης του προηγούμενου έτους.

Η υπολειμματική αξία<sup>31</sup> (Terminal Value) είναι η αξία της επιχείρησης από το τέλος της πρώτης περιόδου πρόβλεψης (1ο στάδιο) και στο διηνεκές (2ο στάδιο). Στην ουσία εκφράζει το ύψος του κεφαλαίου που ένας επενδυτής θα ήταν διατεθειμένος να επενδύσει σε μια εταιρία, προκειμένου να απολαμβάνει το σύνολο των μελλοντικών ταμειακών ροών που θα προκύψουν. Ο τύπος με τον οποίο υπολογίζεται είναι ο εξής :

$$\text{Υπολειμματική Αξία} = \frac{FCFF_{n-1} * (1 + g)}{WACC - g}$$

$FCFF_{n-1}$ : η FCFF του τελευταίου έτους της πρώτης περιόδου πρόβλεψης (1ο στάδιο).  
g: σταθερός ρυθμός ανάπτυξης που εκτείνεται εις το διηνεκές.

---

<sup>31</sup> Brealy R., Myers S. and Allen F. (2003). Principles of Corporate Finance. 7th Edition, McGraw Hill

## 4. ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ Ο.Τ.Ε.

### 4.1 Γενικές πληροφορίες για τον Ο.Τ.Ε.

Ο Όμιλος ΟΤΕ<sup>32</sup> είναι ο μεγαλύτερος τηλεπικοινωνιακός πάροχος στην Ελλάδα και μαζί με τις θυγατρικές του αποτελεί έναν από τους κορυφαίους τηλεπικοινωνιακούς ομίλους στη Νοτιοανατολική Ευρώπη.

Είναι μία από τις τρεις μεγαλύτερες Εταιρίες στο Χρηματιστήριο Αθηνών, σύμφωνα με την κεφαλαιοποίηση, ενώ οι μετοχές του διαπραγματεύονται στο διεθνές χρηματιστήριο του Λονδίνου. Στο μετοχικό κεφάλαιο του ΟΤΕ μετέχουν η Deutsche Telekom με ποσοστό 40% και το Ελληνικό Δημόσιο με 10%. Ο Όμιλος ΟΤΕ απασχολεί περίπου 22.000 εργαζομένους σε 3 χώρες.

Ο Όμιλος ΟΤΕ προσφέρει όλο το φάσμα των τηλεπικοινωνιακών υπηρεσιών: σταθερή, κινητή τηλεφωνία και ευρυζωνικές υπηρεσίες, συνδρομητική τηλεόραση και λύσεις ICT. Παράλληλα με τις κύριες τηλεπικοινωνιακές του δραστηριότητες, δραστηριοποιείται στην Ελλάδα και στους τομείς των ναυτιλιακών επικοινωνιών, των ακινήτων και της εκπαίδευσης.

Εκτός Ελλάδας, ο Όμιλος δραστηριοποιείται στις αγορές τηλεπικοινωνιών της Ρουμανίας, όπου προσφέρει υπηρεσίες σταθερών και κινητών επικοινωνιών, καθώς και τηλεόρασης και στην Αλβανία όπου προσφέρει υπηρεσίες κινητής τηλεφωνίας.

Με στόχο τη συνεχή βελτίωση της εμπειρίας του πελάτη, ο Όμιλος ΟΤΕ προχώρησε στα τέλη του 2015 στην καθιέρωση της COSMOTE ως ενιαίας εμπορικής μάρκας για τα προϊόντα του Ομίλου σε σταθερή, κινητή και Internet. Το νέο λογότυπο της μάρκας αναδεικνύει την παρουσία εγγύησης του ΟΤΕ.

Ο Όμιλος ΟΤΕ είναι ο μεγαλύτερος εθνικός επενδυτής σε νέες τεχνολογίες και υποδομές, με επενδύσεις στην Ελλάδα που ξεπερνούν τα €2 δισ. τα τελευταία πέντε χρόνια. Για την τετραετία 2016 - 2019 υλοποιεί επενδύσεις ύψους €1,3 δισ., κυρίως σε δίκτυα νέας γενιάς.

Σήμερα, προσφέρει ποιοτική επικοινωνία με τα πλέον σύγχρονα δίκτυα τηλεφωνίας και δεδομένων, με περισσότερα από 35.000 χιλιόμετρα οπτικών ινών, και πολυάριθμες δορυφορικές, υποβρύχιες και επίγειες διεθνείς ζεύξεις με όλα τα σημεία της υδρογείου.

---

<sup>32</sup> <https://www.cosmote.gr/fixed/corporate>

Στην Ελλάδα, εκτός από το τηλεφωνικό δίκτυο που καλύπτει το σύνολο της χώρας ακόμα και στα πιο μακρινά και δυσπρόσιτα σημεία, προσφέρει ευρυζωνικές υπηρεσίες ADSL σε πάνω από 95% των υφιστάμενων τηλεφωνικών συνδέσεων. Ο Όμιλος ΟΤΕ, συνέχισε την αντικατάσταση του δικτύου χαλκού με οπτικές ίνες, παρέχοντας πρόσβαση σε ταχύτητες VDSL έως 50 Mbps σε ακόμα περισσότερους καταναλωτές. Ήδη, συνολικά περίπου 5.000 Καμπίνες είναι διαθέσιμες για VDSL υπηρεσίες με πάνω από 3.000 χιλιόμετρα οπτικών ινών να έχουν εγκατασταθεί από το 2010. Πλέον, πάνω από 2 εκατομμύρια νοικοκυριά και επιχειρήσεις έχουν πρόσβαση στις νέες ταχύτητες. Επιπλέον, αυξήθηκε σημαντικά η χωρητικότητα του Εθνικού Δικτύου Κορμού, διασφαλίζοντας την άψογη διαχείριση του συνεχώς αυξανόμενου όγκου κίνησης δεδομένων του Διεθνούς & Εθνικού Internet.

Και στην κινητή τηλεφωνία, ο Όμιλος ΟΤΕ είναι πρωτοπόρος. Εξελίσσει συνεχώς το δίκτυο 3G που καλύπτει πάνω από το 98% του πληθυσμού της χώρας, ενώ, πρώτος στην ελληνική αγορά, προχώρησε στο τέλος του 2012 στην εμπορική διάθεση δικτύου 4G τεχνολογίας LTE (Long Term Evolution). Είναι Νο 1 σε πληθυσμιακή κάλυψη 4G στην Ελλάδα, έχοντας ξεπεράσει το 85%, ενώ στις αρχές του 2015, προχώρησε στην εμπορική διάθεση και δικτύου 4G+, τεχνολογίας LTE Advanced, για ταχύτητες έως και 300Mbps. Αξιοποιώντας τις αυξημένες δυνατότητες του δικτύου κινητής μετά την απόκτηση νέου φάσματος, έκανε διαθέσιμες στους καταναλωτές, πρώτος στην Ελλάδα και από τους πρώτους στην Ευρώπη, ταχύτητες έως και 375 Mbps. Η πληθυσμιακή κάλυψη του 4G+ έχει ξεπεράσει ήδη το 64%. Στα τέλη του 2015, παρουσίασε ταχύτητες έως και 500 Mbps, πρώτος στην Ελλάδα και από τους πρώτους παγκοσμίως.

#### 4.1.1 Ιστορική Ανάδρομη<sup>33</sup>

- 23 Οκτωβρίου 1949: Ιδρύεται ο ΟΤΕ (Ν.Δ.1049/49)
- 10 Νοεμβρίου 1949: Γίνονται τα επίσημα εγκαίνια των εργασιών του ΟΤΕ
- 1953: Εκδίδεται ο πρώτος τηλεφωνικός κατάλογος
- 1957: Λειτουργεί η υπηρεσία Τηλεγραφικών Συνδρομητών (TELEX)
- 1962: Αρχίζει η αυτοματοποίηση της υπηρεσίας TELEX
- 1965: Αυτοματοποιείται το υπεραστικό τηλεφωνικό δίκτυο της χώρας
- 1968: Ποντίζεται το υποβρύχιο καλώδιο Ελλάδας - Ιταλίας, MED-3

<sup>33</sup> <https://www.cosmote.gr/fixed/corporate/company/who-we-are/history>

- 1969: Λειτουργεί το Αυτόματο - Ημιαυτόματο Διεθνές Τηλετυπικό Κέντρο στην Αθήνα
- 1970: Τοποθετείται η πρώτη κεραία του Κέντρου Δορυφορικών Επικοινωνιών Θερμοπυλών (η 6η στην Ευρώπη)
- 1971: Εκδίδεται το πρώτο τεύχος του Χρυσού Οδηγού
- 1972: Τοποθετείται η δεύτερη κεραία του Κ.Δ.Ε. Θερμοπυλών
- 1974: Πραγματοποιούνται Έργα κατασκευής υποβρυχίων καλωδίων και ραδιοηλεκτρικών ζεύξεων
- 1979: Λειτουργεί το Διεθνές Ηλεκτρονικό Τηλετυπικό Κέντρο στην Αθήνα
- 1981: Μπαίνει σε λειτουργία το Νέο Διεθνές Ηλεκτρονικό Τηλεφωνικό Κέντρο Αθηνών MT-20
- 1986: Εγκαινιάζεται η επίσημη λειτουργία του Παράκτιου Επίγειου Σταθμού ( ΠΕΣ) INMARSAT στο ΚΔΕ Θερμοπυλών
- 1987: Ξεκινά η παροχή Υπηρεσιών Τηλεειδοποίησης (Paging)
- 1988: Τμηματική λειτουργία του πρώτου πλήρως ψηφιακού διεθνούς τηλεφωνικού κέντρου που ακολουθεί τα διεθνή πρότυπα επικοινωνίας (C.C.I.T.T.)
- 1989: Τοποθετούνται τα πρώτα πλήρως ψηφιακά τηλεφωνικά κέντρα (υπεραστικό και κομβικό) του συστήματος EWSD/SIEMENS
- 1989: Λειτουργεί στην Πάτρα το πρώτο πλήρες ψηφιακό τηλεφωνικό κέντρο του συστήματος AXE-10/ERICSSON
- 1990: Εγκαθίσταται ένα ευρύ δίκτυο Οπτικών Ινών
- 1991: Ξεκινά η παροχή Υπηρεσιών Τηλεδιάσκεψης (Video conference)
- 1992: Τοποθετούνται τα πρώτα 350 Καρτοτηλέφωνα
- 1994: Εγκαινιάζεται το νέο Κέντρο Δορυφορικών Επικοινωνιών στην Νεμέα
- 1996: Εισάγεται ο ΟΤΕ στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών,
- 1996: Διεύρυνση δραστηριοτήτων ΟΤΕ σε Βαλκάνια, Ανατολική Ευρώπη και Μέση Ανατολή
- 1998: Εισαγωγή στο NYSE (Χρηματιστήριο Νέας Υόρκης)
- 1998: Ο ΟΤΕ αποκτά το 35% της RomTelecom, του εγχώριου Οργανισμού τηλεφωνίας της Ρουμανίας
- 2000: Ο ΟΤΕ αποκτά άδεια λειτουργίας GSM στη Βουλγαρία και συστήνει για το σκοπό αυτό την εταιρία Globul

- 2001: Ο ΟΤΕ λειτουργεί σε απελευθερωμένη αγορά Τηλεπικοινωνιών
- 2001 - 2003: Ο ΟΤΕ συγκαταλέγεται, από άποψη χρηματιστηριακής αξίας, μεταξύ των πρώτων 500 επιχειρήσεων παγκοσμίως (S&P 500, NYSE) και μεταξύ των δέκα πρώτων τηλεπικοινωνιακών οργανισμών στην Ευρώπη
- 2003: Ο ΟΤΕ ξεκινά την παροχή υπηρεσιών ADSL στην Ελλάδα
- 2003: Εκτόξευση του δορυφόρου Hellas Sat2 από το ακρωτήριο ΚΑΝΑΒΕΡΑΛ
- 2005: Ξεπέρασαν τις 500.000 οι ευρυζωνικές συνδέσεις στο τέλος του 2006, έχοντας 10πλασιαστεί σε σχέση με το 2005
- 2007: Οι ευρυζωνικές συνδέσεις του ΟΤΕ ανήλθαν σε 825.000, ενώ στο δίκτυό του οι διαθέσιμες πόρτες ξεπέρασαν τις 1.200.000
- 2008: Υπογράφηκε η συμφωνία μεταξύ Ελληνικής Κυβέρνησης και Deutsche Telekom
- 2009: Η COSMOTE κατέχει πλέον το 100% της ΓΕΡΜΑΝΟΣ ΑΒΕΕ
- 2010: Τη θέση του Προέδρου και Διευθύνοντος Συμβούλου στον ΟΤΕ αναλαμβάνει ο κ. Μιχάλης Τσαμάς
- 2011: Μετά από επιπλέον πώληση μετοχών και δικαιωμάτων ψήφου του Ελληνικού Δημοσίου, το ποσοστό της Deutsche Telekom στον ΟΤΕ ανέρχεται, από τις 11 Ιουλίου 2011, σε 40% και του Ελληνικού Δημοσίου σε 10%
- 2013: Ο ΟΤΕ ανακοίνωσε τη σύναψη της συμφωνίας με την ArabSat, κύριο πάροχο δορυφορικών υπηρεσιών στη Μέση Ανατολή και την Αφρική για την πώληση του 99,05% που κατέχει στην Hellas Sat
- 2015: Καθιερώνεται η ενιαία εμπορική μάρκα COSMOTE για όλα τα προϊόντα σταθερής, κινητής και internet
- 2016: Η συνδρομητική πλατφόρμα του ΟΤΕ TV, ξεπέρασε τον Απρίλιο τους 460.000 συνδρομητές
- 

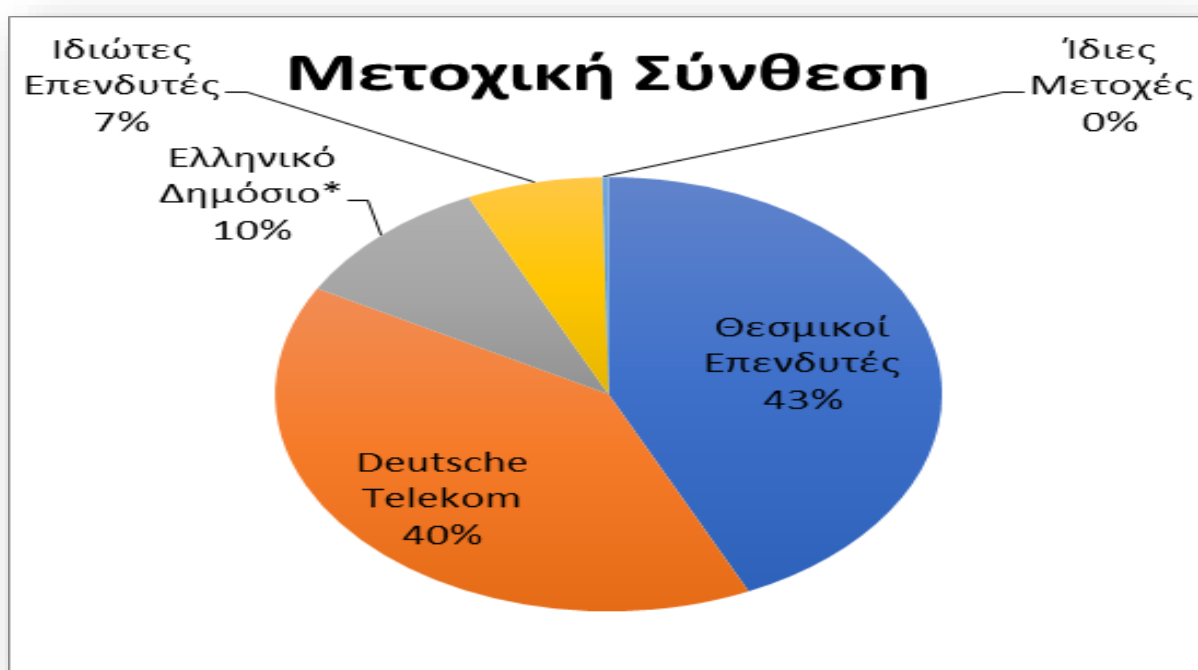
#### 4.1.2 Μετοχική σύνθεση

Με βάση το μετοχολόγιο, η μετοχική σύνθεση του Ομίλου την 31 Δεκεμβρίου 2016 ήταν η ακόλουθη<sup>34</sup>:

<sup>34</sup> <https://www.cosmote.gr/fixcd/corporate/ir/share>

Πίνακας 1: Μετοχική Σύνθεση Ο.Τ.Ε

ΜΕΤΟΧΟΣ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ	ΠΟΣΟΣΤΟ %
Ελληνικό Δημόσιο	4.901.507	1,00%
ΙΚΑ-ΕΤΑΜ	19.606.015	4,00%
ΤΑΙΠΕΔ	24.507.520	5,00%
Deutsche Telekom	196.060.156	40,00%
Θεσμικοί Επενδυτές	211.370.458	43,12%
Ιδιώτες Επενδυτές	32.384.623	6,61%
Ίδιες Μετοχές	1.320.110	0,27%
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>490.150.389</b>	<b>100,00%</b>



Διάγραμμα 1: Μετοχική Σύνθεση Ο.Τ.Ε. (Ελληνικό Δημόσιο: συμπεριλαμβάνεται το ποσοστό του ΙΚΑ-ΕΤΑΜ και του ΤΑΙΠΕΔ)

#### 4.1.3 Σύνθεση διοικητικού συμβούλιου

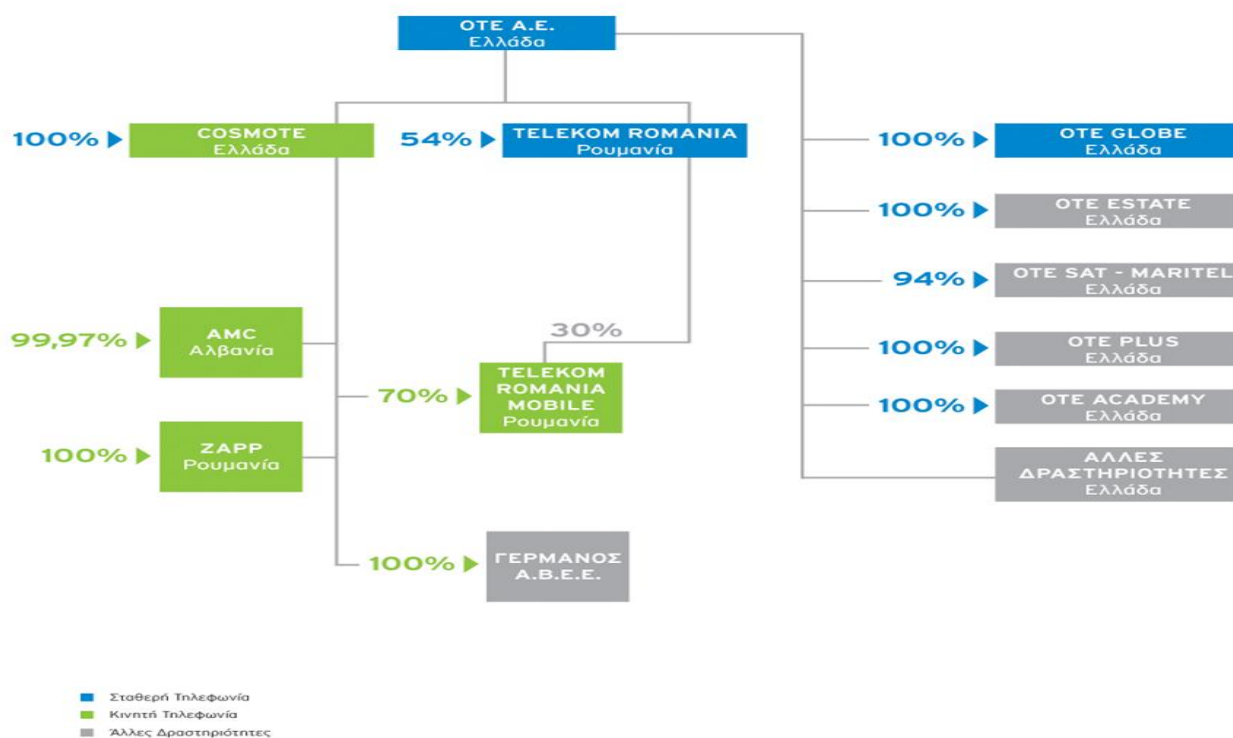
Πίνακας 2: Σύνθεση Διοικητικού Συμβούλιου

ΟΝΟΜΑΤΕΠΩΝΥΜΟ	ΙΔΙΟΤΗΤΑ	ΛΗΞΗ ΘΗΤΕΙΑΣ
Μιχαήλ Τσαμάζ	Πρόεδρος και Δ/νων Σύμβουλος, Εκτελεστικό μέλος	2018

Κων/νος Χριστόπουλος	Αντιπρόεδρος, Ανεξάρτητο μη Εκτελεστικό μέλος	2018
Raphael Kübler	Μη Εκτελεστικό μέλος	2018
Claudia Nemat	Μη Εκτελεστικό μέλος	16.1.2017
Ηλίας Δρακόπουλος	Μη Εκτελεστικό μέλος	2018
Βασίλειος Καφούρος	Μη εκτελεστικό μέλος	31.12.2016
Χαράλαμπος Μαζαράκης	Εκτελεστικό μέλος	2018
Αθανάσιος Μισδανίτης	Μη Εκτελεστικό μέλος	2018
Παναγιώτης Σκευοφύλαξ	Μη Εκτελεστικό μέλος	2018
Παναγιώτης Ταμπούρος	Ανεξάρτητο μη Εκτελεστικό μέλος	2018
Ανδρέας Ψαθάς	Μη Εκτελεστικό μέλος	2018
Klaus Müller	Μη Εκτελεστικό μέλος	29.2.2016

#### 4.1.4 Δομή του ομίλου

Πίνακας 3: Δομή του Ομίλου Ο.Τ.Ε.



#### 4.1.5 Εταιρική Διακυβέρνηση

Η εταιρική διακυβέρνηση<sup>35</sup> αφορά στο σύνολο των αρχών που υιοθετεί μία εταιρία προκειμένου να διασφαλίσει την απόδοση της, τα συμφέροντα των μετόχων της και τα συμφέροντα όλων των ενδιαφερομένων μερών (stakeholders).

Αναγνωρίζοντας τη σημασία των αρχών εταιρικής διακυβέρνησης και τα οφέλη που προκύπτουν από την εφαρμογή τους ακολουθούμε τη διεθνή πρακτική στον τομέα αυτό και επιδιώκουμε τη συστηματική εφαρμογή αρχών εταιρικής διακυβέρνησης στις λειτουργίες της εταιρία. Ακολουθούμε τις ειδικές πρακτικές που προβλέπει ο Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης για τις Εισηγμένες Εταιρίες του Συνδέσμου Επιχειρήσεων και Βιομηχανιών, όπως αυτός ισχύει, ως Ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης (ΕΚΕΔ), μετά από την αναθεώρηση / τροποποίησή του από το Ελληνικό Συμβούλιο Εταιρικής Διακυβέρνησης τον Οκτώβριο 2013.

Ειδικότερα, ως ανώνυμη εταιρία εισηγμένη στην κατηγορία μεγάλης κεφαλαιοποίησης στο Χρηματιστήριο Αθηνών και του Λονδίνου (LSE), ακολουθούμε την κείμενη εγχώρια και ξένη νομοθεσία σε σχέση με την εταιρική διακυβέρνηση, έχοντας ενσωματώσει στη λειτουργία μας κανονισμούς και πρακτικές συμμόρφωσης καθώς επίσης και πρακτικές που δεν είναι υποχρεωτικές από τους νόμους αλλά ακολουθούν διεθνή πρότυπα.

Η θέση αυτή αποτυπώνεται στο Καταστατικό, στον Εσωτερικό Κανονισμό Λειτουργίας, στον Κώδικα Δεοντολογίας Ομίλου ΟΤΕ, στον Γενικό Κανονισμό Προσωπικού και σε άλλους κανονισμούς της εταιρίας που ρυθμίζουν τις επιμέρους λειτουργίες της.

Βασικές Αρχές του Συστήματος Εταιρικής Διακυβέρνησης

Οι βασικές αρχές, στις οποίες στηρίζεται το σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης είναι οι εξής:

- Διασφάλιση της διαφάνειας και του αποτελεσματικού ελέγχου στην άσκηση της διοίκησης
- Αμφίδρομη επικοινωνία με τα ενδιαφερόμενα μέρη (stakeholders) της εταιρίας
- Διασφάλιση της αποδοτικότητας της εταιρίας.

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

#### 4.1.6 Σύστημα εσωτερικού ελέγχου

---

<sup>35</sup> <https://www.cosmote.gr/fixed/corporate/company/who-we-are/etairikhdiakyvernsh>

Ο Όμιλος ΟΤΕ εφαρμόζει ένα σύστημα δικλίδων ασφαλείας<sup>36</sup> (ΣΕΕ/ICS) με σκοπό τη διασφάλιση της αξιοπιστίας των οικονομικών καταστάσεων, την αποτελεσματικότητα και αποδοτικότητα των λειτουργιών και την συμμόρφωση με νόμους και κανονισμούς. Το ΣΕΕ (ICS) του Ομίλου ΟΤΕ στηρίζεται στο διεθνώς αναγνωρισμένο πρότυπο COSO (Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission).

Ο Όμιλος ΟΤΕ έχει θεσπίσει μια τυποποιημένη διαδικασία για την καταγραφή και την αξιολόγηση του ΣΕΕ / (ICS). Το εύρος του ΣΕΕ / (ICS) καθορίζεται βάσει συγκεκριμένων κριτηρίων σημαντικότητας (ποιοτικών και ποσοτικών) για να διασφαλιστεί ότι οι κίνδυνοι χρηματοοικονομικής πληροφόρησης προσδιορίζονται κατάλληλα και αξιολογούνται και ότι σημεία ελέγχου σχεδιάζονται και εφαρμόζονται σε συνεχή βάση από τη διοίκηση και το προσωπικό. Η διαδικασία εμπεριέχει δύο είδη σημείων ελέγχου: α) Βασικές Αρχές, που περιέχουν τις βασικές ασφαλιστικές δικλίδες για τις χρηματοοικονομικές αναφορές, την συμμόρφωση και τις λειτουργίες και β) Λειτουργικά σημεία ελέγχου που εστιάζουν στους κινδύνους χρηματοοικονομικής πληροφόρησης.

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

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

Το σύστημα εσωτερικού ελέγχου περιλαμβάνει το σύνολο των πολιτικών, διαδικασιών, καθηκόντων, συμπεριφορών, τα οποία τίθενται σε εφαρμογή από το ΔΣ, τη Διοίκηση και το υπόλοιπο ανθρώπινο δυναμικό της εταιρίας μας και έχουν ως στόχους:

- Την αποτελεσματική και αποδοτική λειτουργία της, έτσι ώστε να ανταποκρίνεται κατάλληλα στους κινδύνους που σχετίζονται με την επίτευξη των επιχειρηματικών της στόχων.

---

<sup>36</sup> <https://www.cosmote.gr/fixed/corporate/company/who-we-are/etairikhdiakyvernsh/esoterikoselechos>

- Τη διασφάλιση της αξιοπιστίας της παρεχόμενης χρηματοοικονομικής πληροφόρησης, τόσο εντός όσο και εκτός της εταιρίας.

Τη συμμόρφωση με τους ισχύοντες νόμους και κανονισμούς, συμπεριλαμβανομένων και των εσωτερικών εταιρικών πολιτικών.

#### 4.1.7 Πιστοληπτική Διαβάθμιση

Η πιστοληπτική αξιολόγηση<sup>37</sup> αφορά την οικονομική αξιοπιστία μιας επιχείρησης και διενεργείται από ανεξάρτητες εταιρίες χρηματοοικονομικής ανάλυσης. Οι δείκτες της πιστοληπτικής αξιολόγησης και η χρηματοοικονομική έρευνα βοηθούν τους επενδυτές να εκτιμήσουν την χρηματιστηριακή αξία (μιας επιχείρησης) καθώς και το βαθμό επενδυτικής επικινδυνότητας που αυτή παρουσιάζει.

Οι Standard & Poor's (S&P), και η Moody's είναι κορυφαίες εταιρίες αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας των επιχειρήσεων καθώς και εταιρίες έρευνας και ανάλυσης επιχειρηματικών κινδύνων. Ο υψηλότερος δείκτης που δίνουν για μακροπρόθεσμες οφειλές είναι το Aaa και ο χαμηλότερος το C. Η Moody's χρησιμοποιεί επιπλέον των δεικτών και αριθμητικές ενδείξεις (1,2,3) ενώ οι S&P συνδυάζουν τους δείκτες με θετικό ή αρνητικό πρόσημο.

Οι βραχυπρόθεσμες αξιολογήσεις αυτών των εταιριών αξιολογούν την ικανότητα μιας επιχείρησης να αποπληρώνει τις βραχυπρόθεσμες οφειλές της. Οι δείκτες A1/P1 (υψηλότεροι δυνατοί) των Moody's και S&P αντίστοιχα, υποδηλώνουν μεγάλη ικανότητα αποπληρωμής βραχυπρόθεσμων οφειλών, οι δείκτες A2/P2 υποδεικνύουν ικανοποιητική ικανότητα και οι δείκτες A3/P3 μια επαρκή, απλώς, ικανότητα αποπληρωμής των οφειλών.

Πίνακας 4 :Πιστοληπτική Διαβάθμιση Ομίλου Ο.Τ.Ε.

	Moody's	Standard & Poor's
<b>Πιστοληπτική Διαβάθμιση</b>	Caa2	B+
<b>Προοπτική</b>	Υπό παρακολούθηση προς υποβάθμιση	Σταθερή προοπτική

## 4.2 Στρατηγική Ανάλυση

<sup>37</sup> <https://www.cosmote.gr/fixed/corporate/ir/lending/credit-ratings>

#### 4.2.1 Ανάλυση PLEST

Η ανάλυση PLEST είναι ένα στρατηγικό εργαλείο του Μάρκετινγκ που χρησιμοποιείται για την ανάλυση του Μακροπεριβάλλοντος μίας επιχείρησης. Με την έννοια του περιβάλλοντος δεν εννοούμε το φυσικό περιβάλλον αλλά τα συστήματα και τις δομές που περιβάλλουν μία επιχείρηση. Έτσι η ανάλυση PLEST αναλύει<sup>38</sup>:

- Το πολιτικό περιβάλλον (Political)
- Το νομικό (Legal)
- Το οικονομικό περιβάλλον (Economical)
- Το κοινωνικό περιβάλλον (Social)
- Το τεχνολογικό περιβάλλον (Technological)

Πίνακας 5: Ανάλυση PLEST

ΑΝΑΛΥΣΗ PLEST	ΠΑΡΑΓΟΝΤΑΣ	ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ
ΠΟΛΙΤΙΚΗ	Εύθραυστη κυβερνητική ισορροπία, που δημιουργεί αίσθημα αβεβαιότητας στους οικονομικούς παράγοντες.	--
	Αβεβαιότητα εφαρμογής του «Μνημονίου 3 και 4», οι συνέπειες του οποίου στην αγορά δεν είναι ακόμα δυνατό να αξιολογηθούν.	+--
	Αδυναμία κυβέρνησης και αντιπολίτευσης να συγκλίνουν προς ένα κοινό σχέδιο εθνικής ανάπτυξης και ακόμα λιγότερο προς ένα κοινωνικό μοντέλο.	---
	Διαρκής ανάγκη ανακεφαλαιοποιήσεων των τραπεζών.	---
	Εφαρμογή του μέτρου ελέγχου ροής των κεφαλαίων (capital control).	--
	Άμεσος κίνδυνος κατάρρευσης των ασφαλιστικών ταμείων.	---
	Υπερβολικά υψηλός δείκτης ανεργίας, ιδιαίτερα των νέων (κάτω των 25 ετών αγγίζει το 48%).	---
	Υψηλές ασφαλιστικές εισφορές.	---
Καθυστερήσεις στην πραγματική αποκέντρωση -κατά κύριο λόγο οικονομική- του κράτους.	---	

<sup>38</sup> <http://www.statistics.gr/> ΕΛΣΤΑΤ, Eurostat «Η Ελλάδα σε Αριθμούς» – ICAP 2015, «Greece 2015» - OCDE360, «Κρατικός προϋπολογισμός 2016» - Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας.

	<p>Ενεργοποίηση των ευρωπαϊκών αναπτυξιακών προγραμμάτων ΕΣΠΑ 2014-2020.</p> <p>Προτεραιότητα στην υποστήριξη των μικρών και πολύ μικρών επιχειρήσεων.</p> <p>Προγράμματα επιδότησης για τη δημιουργία νέων επιχειρήσεων και στήριξη των ελεύθερων επαγγελματιών παροχής επιστημονικών υπηρεσιών.</p> <p>Έναρξη εφαρμογής του Νέου Αναπτυξιακού Νόμου και Νόμου για τα δίκτυα τηλεπικοινωνίας και ρύθμιση κανόνων στην αγορά.</p>	<p>-</p> <p>+++</p> <p>++</p> <p>++</p> <p>+++</p>
NOMΟΘΕΣΙΑ	<p>Αύξηση του ΦΠΑ.</p> <p>Αύξηση της έμμεσης φορολογίας.</p> <p>Ιδεολογική τάση της κυβέρνησης να έχει την αγορά υπό εξάρτηση μέσω νομοθετημάτων.</p> <p>Προστασία κλειστών επαγγελμάτων.</p>	<p>---</p> <p>---</p> <p>---</p> <p>---</p>
ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ	<p>ΕΑΠ: από +0,8% (2014) σε -2,3% (2015) ; αρνητική πρόβλεψη -1,3% (2016).</p> <p>Εναρμονισμένος Δείκτης Κατανάλωσης: από -1,4% (2014) σε -0,5% (Αύγουστος 2015) ; πρόβλεψη +1,3% (2016).</p> <p>Ανεργία: από 24,6 % (2014) σε 25,4% (2015), 23,7% (2016), πρόβλεψη 22,6% (2017) .</p> <p>Απασχόληση: από +0,7 % (2014) σε -1,6% (2015) ; πρόβλεψη -1,0% (2016).</p> <p>Ιδιωτική κατανάλωση: από +1,3% (2014) σε -1,6% (2015) ; πρόβλεψη -2,4% (2016).</p> <p>Δημόσια κατανάλωση: από -0,9% (2014) σε -1,2% (2015) ; πρόβλεψη -2,1% (2016).</p> <p>Δημόσιες επενδύσεις: η χρηματοδότηση του προγράμματος εθνικών επενδύσεων εκτιμούνταν (τέλη 2015) σε €6.400 εκατομμύρια, εκ των οποίων €5.700 εκατομμύρια σε χρηματοδοτούμενα από την ΕΕ έργα και το υπόλοιπο (€700 εκατομμύρια) σε έργα χρηματοδοτούμενα αποκλειστικά από εθνικούς πόρους.</p> <p>Τοπική αυτοδιοίκηση: το ισοζύγιο του</p>	<p>+</p> <p>+</p> <p>---</p> <p>---</p> <p>---</p> <p>---</p> <p>+</p>

	<p>προϋπολογισμού της αυτοδιοίκησης (περιφέρειες, δήμοι), συμπεριλαμβανομένου του προϋπολογισμού των οργανισμών και επιχειρήσεων του δημοσίου, εκτιμάται ότι θα οριστικοποιηθεί στα €239 εκατομμύρια, δηλαδή κατά €624 εκατομμύρια λιγότερο από τον στόχο του κρατικού προϋπολογισμού 2015 (€863 εκατομμύρια). Αυτή η διαφορά οφείλεται κυρίως στην σημαντική καθυστέρηση των ιδίων εσόδων της τοπικής αυτοδιοίκησης και κυρίως των δήμων, στην αύξηση των λειτουργικών τους εξόδων και στην αύξηση των ακατάβλητων υποχρεώσεών τους του 2015.</p> <p>Ιδιωτικές επενδύσεις: Αβεβαιότητα πλανάται επί των επενδύσεων, οι οποίες βρίσκονται σε άσχημη κατάσταση εξαιτίας της έλλειψης τραπεζικών χρηματοδοτήσεων και την αύξηση του δημόσιου χρέους προς τον ιδιωτικό τομέα. Καμία επανάκαμψη των επενδύσεων δεν προβλέπεται λογικά για το 2017, παρά τις περί του αντιθέτου κυβερνητικές εξαγγελίες. Ίσως κατά το τέλος του επομένου έτους να παρουσιαστεί κάποια τάση βελτίωσης των επενδύσεων, υπό την προϋπόθεση σοβαρής και απαρέγκλιτης εφαρμογής των συμφωνημένων μεταρρυθμίσεων.</p> <p>Ενισχύσεις της ΕΕ: €19 δισ. στο ξεκίνημα του ΕΣΠΑ 2014-2020.</p>	<p>---</p> <p>--</p> <p>+++</p>
ΚΟΙΝΩΝΙΑ	<p>Κοινωνική ένταση και αντιπαλότητα ως παράπλευρη συνέπεια της οικονομικής κρίσης των οχτώ τελευταίων ετών.</p> <p>Ρήξη του κοινωνικού ιστού και λανθάνουσα σύγκρουση μεταξύ δημόσιου και ιδιωτικού τομέα.</p> <p>Μαζική εισροή πολιτικών προσφύγων και οικονομικών μεταναστών από την Ασία και την Αφρική, οι οποίοι εγκλωβισμένοι στην Ελλάδα, ελπίζουν να μεταβούν στις αναπτυγμένες χώρες της ΕΕ, η οποία μοιάζει ν' αδυνατεί να διαχειριστεί αποτελεσματικά την κατάσταση.</p> <p>Έντονη διαμάχη περί του ρόλου του ιδιωτικού τομέα στην οικονομική ανάπτυξη της κοινωνίας.</p>	<p>---</p> <p>---</p> <p>---</p> <p>+-</p>
ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ	<p>Σχεδόν ανύπαρκτες δημόσιες επενδύσεις σε έρευνα και ανάπτυξη εφαρμοσμένων τεχνολογιών.</p>	<p>++</p>

#### 4.2.2 Ανάλυση PORTER

Υπάρχουν διάφορες δυνάμεις που επιδρούν στην ικανότητα ενός οργανισμού να ανταγωνίζεται. Ο Μάικλ Πόρτερ (Michael E. Porter) ανέπτυξε το μοντέλο των πέντε ανταγωνιστικών δυνάμεων που δείχνει την ένταση του ανταγωνισμού σε μια βιομηχανία και καθορίζει την σχετική ελκυστικότητα και κατά συνέπεια την κερδοφορία της. Όπως προκύπτει, όσο εντονότερος είναι ο ανταγωνισμός τόσο λιγότερο ελκυστική είναι η βιομηχανία και το αντίστροφο. Μια εταιρία, όπως παρουσιάζεται στο μοντέλο, αντιμετωπίζει τις εξής εξωτερικές απειλές και ευκαιρίες:

- Υποκατάστατα προϊόντα.
- Απειλή από νεοεισερχόμενους.
- Διαπραγματευτική ισχύς πελατών.
- Διαπραγματευτική ισχύς προμηθευτών.
- Τοποθέτηση και αντιπαλότητα μεταξύ υφιστάμενων ανταγωνιστών.

Πίνακας 6 : Ανάλυση Porter

ΑΝΑΛΥΣΗ PORTER	ΠΑΡΑΓΟΝΤΑΣ	ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ
ΥΠΟΚΑΤΑΣΤΑΤΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ	Δεν υφίστανται σημαντικά και αξιόλογα υποκατάστατα προϊόντα στο κλάδο των τηλεπικοινωνιών. (θεωρείται μονοπωλιακό το προϊόν που παρέχεται)	+++
ΑΠΕΙΛΗ ΑΠΟ ΝΕΟΕΙΣΕΡΧΟΜΕΝΟΥΣ	Δεν υφίστανται κίνητρα για την είσοδο νέων ανταγωνιστών στον κλάδο των τηλεπικοινωνιών, καθότι ο ανταγωνισμός μεταξύ των υφιστάμενων είναι αρκετά έντονος.	+++
ΠΕΛΑΤΕΣ	Όλος εν δυνάμει πληθυσμός των αγορών δραστηριότητας της εταιρίας από 10 ετών και άνω. Όλα τα νομικά πρόσωπα ιδιωτικού και δημόσιου συμφέροντος. Σημαντική ευαισθησία των καταναλωτών ως προς την τιμή και τις παρεχόμενες προσφορές των ανταγωνιστών. Δυσδιάκριτες οι διαφορές των προϊόντων ως προς την ποιότητα για τον τελικό καταναλωτή. Μείωση διαθέσιμου εισοδήματος και αγοραστικής δύναμης.	--
ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΕΣ	Οι προμηθευτές είναι αρκετοί τόσο εντός της Ελλάδος όσο και στο εξωτερικό	

	<p>επομένως, ο Όμιλος επιδιώκει να συνεργάζεται με προμηθευτές που είναι περιβαλλοντικά ευαισθητοποιημένοι και κοινωνικά υπεύθυνοι.</p> <p>Έχει υιοθετήσει τις παρακάτω Πολιτικές και διαδικασίες για να διασφαλιστεί αυτό:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Την Κοινωνική Χάρτα, στην οποία αναφέρονται οι Βασικές Κοινωνικές Αρχές που η Εταιρία δεσμεύεται να τηρεί και εφαρμόζει οπουδήποτε δραστηριοποιείται και εγγυάται να κοινοποιήσει στα ενδιαφερόμενα μέρη και στους προμηθευτές της.</li> <li>• Τον Κώδικα Δεοντολογίας Προμηθευτών, η αποδοχή του οποίου αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση κατά την υπογραφή μίας σύμβασης ή άλλης συμφωνίας.</li> <li>• Ειδικό όρο περί καταπολέμησης της διαφθοράς, ο οποίος είναι υποχρεωτικό να περιλαμβάνεται τόσο στους Γενικούς Όρους Παραγγελιών όσο και ως όρος στις συμβάσεις με τους προμηθευτές.</li> <li>• Διαδικασίες ελέγχου και αξιολόγησης προμηθευτών (προ-συμβατικός έλεγχος ακεραιότητας και αξιολόγηση των υποψήφιων προμηθευτών) σύμφωνα με τα κριτήρια της Κανονιστικής Συμμόρφωσης</li> <li>• Την ετήσια αξιολόγηση προμηθευτών.</li> </ul>	+++
ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΕΣ	<p>Μία κύρια ομάδα σημαντικών ανταγωνιστών στον χώρο: Vodafone και Wind (με προϋποθέσεις συγχώνευσης τους σε μια ενιαία εταιρία). Δυο followers ανταγωνιστές με μικρότερα αλλά αξιόλογα μερίδια αγοράς : Cyta και Forthnet.</p> <p>Ο κλάδος δεν υποφέρει απελπιστικά από την οικονομική κρίση, χάρη στη σημασία που η μέση τάξη αποδίδει στην επικοινωνία και στο ιντερνέτ. Εντούτοις οι σχετικές δαπάνες έχουν υποστεί κατά το μάλλον ή ήττον σημαντικές μειώσεις.</p>	+

#### 4.2.3 Διαφοροποίηση της εταιρίας

## Προϊόντα

- Φιλοσοφία branding
- Ισχυρές οικογένειες προϊόντων
- Προώθηση συμπληρωματικότητας προϊόντων
- Έρευνα και ανάπτυξη νέων προϊόντων
- Σχεδιασμός προϊόντος και outsourcing παραγωγής
- Επαρκή, άμεσα αποδεσμεύσιμα αποθέματα
- Τεκμηριωμένες επιλογές και συνεχής αξιολόγηση προμηθευτών με απόλυτα διαφανείς διαδικασίες

## Οργάνωση

- Σαφής, ευέλικτη οργανωτική δομή
- Δομημένο δίκτυο B2B πωλήσεων πανελλαδικής εμβέλειας
- Έμπειρο και εκπαιδευμένο ανθρώπινο δυναμικό
- Ισχυρότατο τμήμα Marketing
- Ικανότητα προσαρμοστικότητας στις εξελίξεις της αγοράς
- Ικανότητα προσαρμογής της προσφοράς στη ζήτηση
- Ετοιμότητα ανταπόκρισης σε νέες ανάγκες/απαιτήσεις/προσδοκίες του τελικού αγοραστή
- Ενσωμάτωση και χρήση όλων των σύγχρονων τεχνολογιών και τεχνικών που αναπτύσσονται διεθνώς (4G, HD, δίκτυα νέας γενιάς κλπ.)
- Σύστημα διαχείρισης ποιότητας (ISO 9001), περιβαλλοντικής διαχείρισης (ISO 14001), διαχείρισης υγείας και ασφάλειας στην εργασία (OHSAS 18001) και διαχείρισης επιχειρησιακής συνέχειας (ISO 22301), πιστοποίηση με το SOC 1 TYPE II
- Έντονη εξωστρέφεια και ανάπτυξη σε αγορές του εξωτερικού

## Συνοδευτικές υπηρεσίες

- Συμβουλευτική πωλήσεων προς B2B πελάτες
- Merchandising σημείων πώλησης

- Τηλεφωνική υποστήριξη
- After sales service

#### 4.2.4 Εσωτερικό περιβάλλον

Πίνακας 7 : Εσωτερικό Περιβάλλον

	ΣΤΟΙΧΕΙΟ	ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ
ΟΡΓΑΝΩΣΗ & ΔΙΟΙΚΗΣΗ	Πιστοποιημένο σύστημα οργάνωσης Υψηλή εμπορική τεχνογνωσία Τεκμηριωμένες έρευνες αγοράς Διοικητική ευκαμψία Αμεσότητα ενδοεπιχειρησιακής επικοινωνίας Ευελιξία διαδικασιών λήψης αποφάσεων Τεχνολογική/τεχνική επάρκεια Τεκμηριωμένες συνθήκες Υγιεινής και Ασφάλειας στην εργασία	++
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ	Αυτοχρηματοδοτική ικανότητα της επιχείρησης Πρόσβαση στις διεθνείς αγορές ομολόγων Τραπεζικός δανεισμός από διεθνή πιστωτικά ιδρύματα Ισχυρή χρηματοοικονομική στήριξη από την μητρική εταιρία Αμεσότητα οικονομικών ελέγχων και ελέγχου των οικονομικών μεγεθών (ορκωτοί ελεγκτές) Εξειδικευμένη συμβουλευτική υποστήριξη επί χρηματοοικονομικών και φοροτεχνικών θεμάτων	++
ΑΝΘΡΩΠΙΝΟΙ ΠΟΡΟΙ & ΙΚΑΝΟΤΗΤΕΣ	Δυναμισμός και εμπειρία της αγοράς του κλάδου της ομάδας πωλήσεων Συνεχής επαγγελματική κατάρτιση προσωπικού Ύπαρξη υψηλού αριθμού πτυχιούχων και μεταπτυχιακών εργαζομένων Κατάλοιπα νοοτροπίας και συμπεριφοράς εργαζομένων του δημόσιου τομέα	++
ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑ	Αμεσότητα ενδοεπιχειρησιακής επικοινωνίας Επαρκής αντίκτυπος εικόνας προϊόντων Τεκμηριωμένη αναγνωρισιμότητα brands από τον τελικό αγοραστή/καταναλωτή. Επώνυμη ζήτηση προϊόντων.	++

#### 4.2.5 Θέση της επιχείρησης (Positioning)

Για την μέχρι τώρα παρουσία και πορεία της και παρά την πλεονεκτική της θέση στο ανταγωνιστικό περιβάλλον του κλάδου, η εταιρία δείχνει να "αδικείται" ως προς την εικόνα της, η οποία δεν φαίνεται να έχει στην ευρύτερη αγορά του καταναλωτή τον αντίκτυπο που δικαιούται. Αυτό μεταφράζεται σε αργή, αβέβαιη και αποσπασματική πρόοδο στην κατάκτηση μεριδίων αγοράς, που λογικά θα έπρεπε να της ανήκουν.

Παρά την οικονομική κρίση που μαστίζει τη χώρα από το 2009, η επιχείρηση δεν απειλείται πραγματικά από το εξωτερικό περιβάλλον, πράγμα που οφείλεται κυρίως στην αναγκαιότητα για τον καταναλωτή των προϊόντων της και δευτερευόντως στην μετριότητα του ανταγωνισμού στον κλάδο. Εντούτοις, πρώτος δεν σημαίνει ηγέτης, ενώ η ηγεσία του κλάδου στην Ελλάδα θα έπρεπε να αποτελεί στρατηγικό στόχο της επιχείρησης.

Παράλληλα, στο εσωτερικό περιβάλλον, η επιχείρηση μάλλον δεν εκμεταλλεύεται διεξοδικά τις δυνάμεις που διαθέτει, όπως αυτές καταγράφονται και αξιολογούνται στον προηγούμενο πίνακα.

Ενδυναμώνοντας τα εσωτερικά της πλεονεκτήματα και αναπτύσσοντας την εμπορική της επικοινωνία προς τα έξω, η επιχείρηση θα μπορέσει να χτίσει σταδιακά ένα ηγετικό προφίλ, μέσα από την επιβολή στην αγορά του κλάδου μοναδικών ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων, τα οποία θα της διασφαλίσουν:

- αποτελεσματικότερη αντιμετώπιση των όποιων απειλών του εξωτερικού περιβάλλοντος
- εδραίωση του ηγετικού της εκτοπίσματος
- επιτυχία στην κατάκτηση νέων αγορών εκτός Ελλάδας.

Επιγραμματικά, θα λέγαμε ότι η επιχείρηση βρίσκεται σε μία καμπή της ιστορικής της διαδρομής. Οι στρατηγικές επιλογές που της ανοίγονται είναι:

- Η «συντηρητική», δηλαδή η διαφύλαξη και ενίσχυση ενός «τοπικού» κεκτημένου
- Η «αναπτυξιακή», δηλαδή η κατόπιν σχεδίου και μεθοδευμένων κινήσεων ελεγχόμενη απόπειρα «δοκιμής» των δυνατοτήτων της σε υπερεθνικό επίπεδο, με ότι αυτό μπορεί να εμπερικλείει τόσο ως κινδύνους όσο και ως ευκαιρίες.

Ανάλογα με την στρατηγική επιλογή που επιχειρείν θα πρέπει να διαμορφωθεί και η στρατηγική marketing που θα υιοθετηθεί.

Πίνακας 8 : Θέση του Ομίλου Ο.Τ.Ε.

Ευκαιρίες Εξωτερικού Περιβάλλοντος			
Αδυναμίες Εσωτερικού Περιβάλλοντος			Ανάγκες Εσωτερικού Περιβάλλοντος
Απειλές Εξωτερικού Περιβάλλοντος			

#### 4.2.6 Ανάλυση SWOT

Η ανάλυση SWOT είναι ένα εργαλείο στρατηγικού σχεδιασμού το οποίο χρησιμοποιείται για την ανάλυση του εσωτερικού και εξωτερικού περιβάλλοντος μίας επιχείρησης, όταν η επιχείρηση πρέπει να λάβει μία απόφαση σε σχέση με τους στόχους που έχει θέσει ή με σκοπό την επίτευξή τους. (SWOT: Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats)

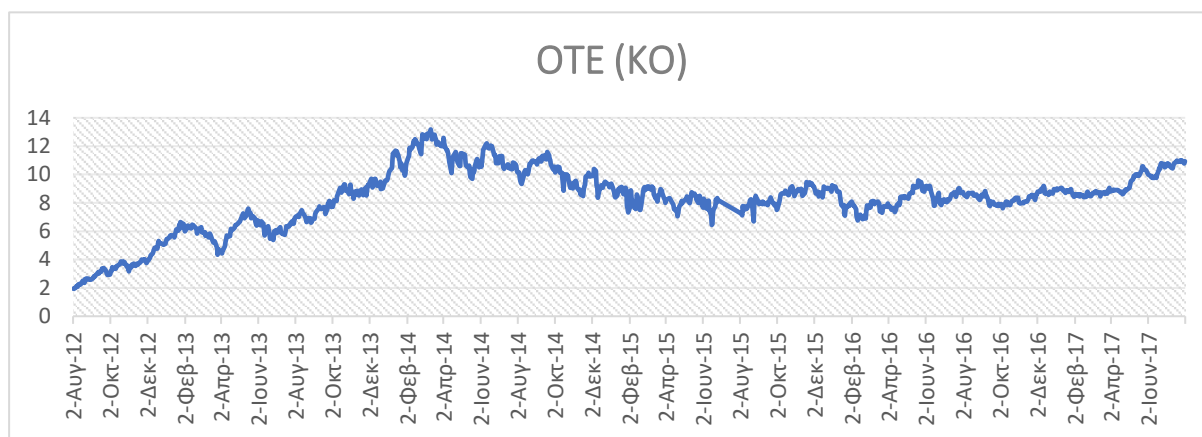
Πίνακας 9 : Ανάλυση SWOT

ΔΥΝΑΜΕΙΣ	ΕΥΚΑΙΡΙΕΣ
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ποιότητα προϊόντων</li> <li>• Ικανότητα αντίληψης των τάσεων της αγοράς του κλάδου</li> <li>• Ικανότητα σχεδιασμού προϊόντος</li> <li>• Μεγάλο δίκτυο διανομής</li> <li>• Πλήρης επάρκεια σε μηχανολογικό εξοπλισμό εφοδιαστικής αλυσίδας</li> <li>• Επάρκεια αποθεμάτων για γρήγορο και αποτελεσματικό εφοδιασμό των σημείων πώλησης</li> <li>• Κουλτούρα επιχείρησης</li> <li>• Έμπειρο και σταθερό προσωπικό</li> <li>• Ισχυρή χρήμα/κη βάση</li> <li>• Επάρκεια σε ίδια κεφάλαια (ρευστότητα)</li> <li>• Σχεδιασμός marketing</li> <li>• Επιχειρηματικός δυναμισμός</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Αδρανή επιχειρηματικά αντανακλαστικά του άμεσου ανταγωνισμού</li> <li>• Πιθανή ανεπάρκεια ιδίων κεφαλαίων των μικρότερων ανταγωνιστών για αυτοχρηματοδότηση αναπτυξιακών σχεδίων</li> <li>• Δυνατότητα ανάπτυξης προς πλησιέστερες γεωγραφικά αγορές του εξωτερικού</li> </ul>
ΑΔΥΝΑΜΙΕΣ	ΑΠΕΙΛΕΣ
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ανεπάρκεια συνοδευτικών υπηρεσιών. Αυτές που υφίστανται, δεν είναι επαρκώς οργανωμένες ούτε προβεβλημένες.</li> <li>• Έλλειψη μεγάλης κλίμακας εμπορικής</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Αβεβαιότητα σχετική με την εξέλιξη της οικονομικής κρίσης στην Ελλάδα</li> <li>• Μειωμένη αγοραστική ικανότητα του καταναλωτικού κοινού</li> </ul>

δραστηριότητας εκτός Ελλάδας (εξαγωγές) • Επιφυλακτικότητα απέναντι στις αλλαγές • Έλλειψη εναλλακτικών τρόπων πώλησης	• Έλλειψη ευνοϊκού για το επιχειρείν περιβάλλοντος στη χώρα • Τιμολογιακή πολιτική ανταγωνισμού
------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----------------------------------------------------------------------------------------------------

#### 4.2.7 Εικόνα μετοχής

Η εικόνα της μετοχής<sup>39</sup> για την πενταετία από τον Αύγουστο του 2012 έως το Αύγουστο του 2017 σε σύγκριση με τον Γενικό Δείκτη του ΧΑΑ, με δεδομένα που αντλήθηκαν από τις βάσεις δεδομένων<sup>40</sup> του Ο.Τ.Ε. και επεξεργάστηκαν με την βοήθεια του excel.



Διάγραμμα 2α : Εικόνα της μετοχής του Ομίλου Ο.Τ.Ε. 2012-2017



Διάγραμμα 2β : Εικόνα του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών Αξιών 2012-2017

Η τιμή της μετοχής στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών την ημερομηνία παράδοσης της παρούσας εργασίας είναι : 10.78 €

<sup>39</sup> <http://www.naftemporiki.gr/finance/quote/hto.ath/ote-ko>

<sup>40</sup> <https://www.cosmote.gr/fixed/corporate/ir/share/share-quotes>

## II. Ερευνητικό Μέρος

## 5. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ

### Ο.Τ.Ε.

#### 5.1 Κάθετη ανάλυση

Με την κάθετη ανάλυση<sup>41</sup> ο αναλυτής είναι σε θέση να εξάγει συμπεράσματα για τις μεταβολές των επιμέρους στοιχείων σε σχέση με το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων, των υποχρεώσεων (βραχυπρόθεσμων ή μακροπρόθεσμων), των ιδίων κεφαλαίων ή των πωλήσεων. Η ανάλυση αυτή μας δίνει την ευκαιρία, ώστε τα δεδομένα των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων να εκφράζονται ως ποσοστό ενός συνολικού μεγέθους (παραδείγματος χάριν το σύνολο ενεργητικού, το σύνολο του κύκλου εργασιών). Το συνολικό μέγεθος που επιλέγεται καθορίζεται ως 100 και τα επιμέρους στοιχεία υπολογίζονται ως εξής :

$(\text{Μέγεθος (επιμέρους)} / \text{Συνολικό Μέγεθος}) * 100$

Η κάθετη ανάλυση συμβάλει στην κατανόηση της σπουδαιότητας ενός στοιχείου σε σχέση με το συνολικό μέγεθος που έχει επιλεγεί ως διαιρέτης. Η κάθετη ανάλυση του ομίλου Ο.Τ.Ε. για τα έτη από το 2012 έως 2016 είναι η εξής:

Πίνακας 10: Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης Ομίλου Ο.Τ.Ε. Κάθετη Ανάλυση

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ	2012	2013	2014	2015	2016
Μη Κυκλοφοριακά Περιουσιακά Στοιχεία	71,54%	68,20%	68,04%	67,69%	63,96%
Κυκλοφοριακά Περιουσιακά Στοιχεία	28,46%	31,80%	31,96%	32,31%	36,04%
<b>Σύνολο περιουσιακών Στοιχείων (ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ)</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>
Ίδια Κεφάλαια	23,77%	29,27%	32,01%	34,97%	35,02%
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	39,57%	40,03%	36,79%	31,66%	32,75%
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	36,66%	30,70%	31,20%	33,36%	32,23%
<b>Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων και Υποχρεώσεων (ΠΑΘΗΤΙΚΟ)</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Από τον παραπάνω πίνακα προκύπτει σταδιακή η μεταβολή της σύνθεσης του ενεργητικού κατά 70% ως μη κυκλοφοριακά περιουσιακά στοιχεία και 30 % σε κυκλοφοριακά περιουσιακά στοιχεία να γίνεται 65% και 35 % αντίστοιχα το 2016. Στο

<sup>41</sup> Λαζαρίδης Γ. και Παπαδόπουλος Δ. (2010) . Επιχειρηματική Ανάλυση και Προσδιορισμός, Θεσσαλονίκη

παθητικό είναι σαφής η τάση αύξησης των ιδίων κεφαλαίων ως ποσοστό με ανάλογες τάσεις μείωσης των υποχρεώσεων.

Πίνακας 11: Κατάσταση Αποτελεσμάτων Ομίλου Ο.Τ.Ε. Κάθετη Ανάλυση

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Κύκλος εργασιών</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>
Κόστος εμπορευμάτων	5,87%	6,82%	7,67%	7,48%	6,88%
Μικτό κέρδος (margin)	94,13%	93,18%	92,33%	92,52%	93,12%
Λοιπά έσοδα	0,68%	1,04%	1,69%	1,56%	1,41%
Σύνολο λειτουργικών εξόδων	62,64%	65,17%	58,66%	62,80%	62,12%
Αποσβέσεις & απομειώσεις	18,90%	20,78%	20,32%	21,25%	22,55%
Έσοδα ή έξοδα από χρημ/κες & επενδ. Δραστηριότητες	-0,12%	-0,51%	-4,94%	-3,70%	-3,41%
EBT Κέρδη προ φόρων	13,15%	7,76%	10,09%	6,32%	6,46%
EBITDA Κέρδη προ φόρων τόκων & αποσβέσεων	32,17%	29,05%	35,36%	31,27%	32,42%

Από τον παραπάνω πίνακα συμπεραίνεται ότι το περιθώριο μικτού κέρδους (margin) παραμένει σταθερό καθ' όλη την διάρκεια της πενταετίας στα επίπεδα του 93 %, το οποίο σημαίνει ότι η πολιτική αποθεματοποίησης είναι σταθερή. Τα λειτουργικά έξοδα με εξαίρεση την διετία 2013-2014 παραμένουν σταθερά ως ποσοστό επί των πωλήσεων στο 62 %. Παρόμοια τάση σταθερότητας παρατηρείται και στα EBITDA που κινούνται ως ποσοστό στο 32 % του κύκλου εργασιών.

## 5.2 Οριζόντια ανάλυση

Η οριζόντια ανάλυση<sup>42</sup> περιλαμβάνει συγκρίσεις λογαριασμών που παρουσιάζονται στις ετήσιες δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις για ένα συγκεκριμένο διάστημα ετών, παραδείγματος χάριν για τρία έως πέντε έτη. Με αυτό τον τρόπο προκύπτουν οι συγκριτικές καταστάσεις (comparative statements). Τα χρηματοοικονομικά στοιχεία γίνονται πιο κατανοητά, καθότι συγκρινόμενα με τα ίδια στοιχεία των προηγούμενων χρήσεων, έχουμε μια εικόνα για τις αποκλίσεις που τυχόν υπάρχουν. Με δεδομένα τις αποκλίσεις και τις μεταβολές που προκύπτουν από χρονιά σε χρονιά έχουμε μια πρώτη άποψη για την πορεία της εταιρίας.

<sup>42</sup> Λαζαρίδης Γ. και Παπαδόπουλος Δ. (2005), Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Βασικές έννοιες χρηματοοικονομικής, χρηματοοικονομικός σχεδιασμός και διοίκηση κεφαλαίου κίνησης. Τεύχος Α, Θεσσαλονίκη.

Η οριζόντια ανάλυση του ομίλου Ο.Τ.Ε. για τα έτη από το 2012 έως 2016 (έτος βάσης 2011) είναι η εξής:

Πίνακας 12: Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης Ομίλου Ο.Τ.Ε. Οριζόντια Ανάλυση

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ	(ΕΤΟΣ ΒΑΣΗΣ ) 2011	2012	2013	2014	2015	2016
Μη Κυκλοφοριακά Περιουσιακά Στοιχεία	100,00%	93,40%	83,49%	82,88%	78,81%	75,58%
Κυκλοφοριακά Περιουσιακά Στοιχεία	100,00%	88,74%	92,94%	92,93%	89,82%	101,68%
<b>Σύνολο περιουσιακών Στοιχείων (ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ)</b>	<b>100,00%</b>	<b>92,03%</b>	<b>86,28%</b>	<b>85,85%</b>	<b>82,06%</b>	<b>83,29%</b>
Ίδια Κεφάλαια	100,00%	113,17%	130,64%	142,17%	148,48%	150,90%
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	100,00%	67,90%	64,41%	58,89%	48,45%	50,86%
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	100,00%	124,77%	97,94%	99,05%	101,24%	99,26%
<b>Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων και Υποχρεώσεων (ΠΑΘΗΤΙΚΟ)</b>	<b>100,00%</b>	<b>92,03%</b>	<b>86,28%</b>	<b>85,85%</b>	<b>82,06%</b>	<b>83,29%</b>

Από τον παραπάνω πίνακα προκύπτει ότι το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων με την πάροδο του χρόνου μειώνεται με παράλληλη σταδιακή αύξηση των ίδιων κεφαλαίων. Σημαντικό εύρημα είναι η μείωση κατά το ήμισυ των μακροχρόνιων υποχρεώσεων και η σταθερή εικόνα των βραχυπρόθεσμων. Ο όλμος βρίσκεται σε διαδικασία απομόχλευσης.

Πίνακας 13: Κατάσταση Αποτελεσμάτων Ομίλου Ο.Τ.Ε. Οριζόντια Ανάλυση

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ	(ΕΤΟΣ ΒΑΣΗΣ) 2011	2012	2013	2014	2015	2016
Κύκλος εργασιών	100,00%	85,95%	80,47%	77,77%	77,46%	77,57%
Κόστος εμπορευμάτων	100,00%	78,29%	85,12%	92,61%	89,96%	82,75%
<b>Μικτό κέρδος (margin)</b>	<b>100,00%</b>	<b>86,48%</b>	<b>80,14%</b>	<b>76,75%</b>	<b>76,60%</b>	<b>77,21%</b>
Λοιπά έσοδα	100,00%	281,73%	406,73%	638,46%	583,65%	530,77%
Σύνολο λειτουργικών εξόδων	100,00%	88,61%	86,31%	75,09%	80,07%	79,30%
Αποσβέσεις & απομειώσεις	100,00%	62,46%	64,30%	60,78%	63,30%	67,27%
Έσοδα ή έξοδα από χρημ/κές & επενδ. Δραστ.	100,00%	197,81%	191,33%	118,44%	139,12%	143,92%
<b>ΕΒΤ Κέρδη προ φόρων</b>	<b>100,00%</b>	<b>494,61%</b>	<b>273,50%</b>	<b>343,53%</b>	<b>214,16%</b>	<b>219,29%</b>
<b>ΕΒΙΤΔΑ Κέρδη προ φόρων τόκων &amp; αποσβ.</b>	<b>100,00%</b>	<b>83,77%</b>	<b>70,84%</b>	<b>83,32%</b>	<b>73,40%</b>	<b>76,20%</b>

Από τον παραπάνω πίνακα προκύπτει η μείωση του κύκλου εργασιών έως και 22,43% το έτος 2016 σε σχέση με το έτος βάσης, με παρόμοιο ρυθμό κινούνται και τα κόστη πωληθέντων με συνεπεία να έχουμε ως πρώτο εύρημα ότι η εταιρία ακολουθεί τα ίδια ποσοστά μικτού κέρδους. Σημαντική είναι η μείωση των λειτουργικών εξόδων έως και 20,70% το 2016, υφίσταται όμως μεγάλη μείωση των εξόδων από τόκους και συναφή έξοδα έχοντας έτσι θετικότερο αντίκτυπο η εικόνα των ΕΒΤ από τα EBITDA που σταδιακά μειώνονται. (θα πρέπει να αναφερθεί ότι ο Όμιλος για το 2016 αναμόρφωσε τα EBITDA σε συνάρτηση με τον υπολογισμό του κόστους που σχετίζετε με τα προγράμματα εθελούσιας αποχώρησης εργαζομένων)

### 5.3 Νεκρό σημείο

Κάθε επιχειρηματική μονάδα ενδιαφέρετε να γνωρίζει ποιος είναι ο ελάχιστος βαθμός παραγωγικής απασχόλησης που πρέπει να πραγματοποιήσει, προκειμένου οι πωλήσεις της να καλύψουν το σύνολο των δαπανών (σταθερών και μεταβλητών). Το σημείο αυτό ονομάζεται νεκρό σημείο (break even point) διότι σε αυτό το σημείο δεν επιτυγχάνονται ούτε κέρδη ούτε ζημιές. Μέχρι αυτού του σημείου πραγματοποιούνται ζημιές ενώ πέραν του σημείου αυτού πραγματοποιούνται κέρδη. Η μαθηματική προσέγγιση λοιπόν του νεκρού σημείου είναι η εξής:  $\text{Πωλήσεις} = \text{Μεταβλητά Έξοδα} + \text{Σταθερά Έξοδα}$ . Άμεση συνάρτηση του νεκρού σημείου είναι το περιθώριο ασφάλειας δηλαδή εκείνο το ποσό πωλήσεων (ή ποσοστό πωλήσεων) που είναι πάνω από το νεκρό σημείο.

Έχουν γίνει οι εξής παραδοχές για την διαμόρφωση του νεκρού σημείου: Τα έξοδα διαχωρίστηκαν σε σταθερά και μεταβλητά σε ποσοστό 60% και 40% σύμφωνα με την ερμηνεία που έγινε από τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις και τον ανάλογο επιμερισμό των επιμέρους εξόδων στα κέντρα κόστους με συντελεστή βαρύτητας μεγαλύτερο στην τελευταία χρήση. Τα χρηματοοικονομικά έξοδα διαχωρίστηκαν σε σταθερά και μεταβλητά σε ποσοστό 90% και 10% αντιστοίχως σύμφωνα με τα ποσοστά των βραχυπρόθεσμων προς μακροπρόθεσμων δάνειων που βρίσκονται στις καταστάσεις χρηματοοικονομικής θέσης με συντελεστή βαρύτητας μεγαλύτερο στην τελευταία χρήση.

Πίνακας 14: Νεκρό Σημείο Ομίλου Ο.Τ.Ε.

<b>ΝΕΚΡΟ ΣΗΜΕΙΟ ΟΜΙΛΟΥ Ο.Τ.Ε.</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Κύκλος Εργασιών (Πωλήσεις)	4.359,60	4.096,40	3.984,80	3.963,60	3.963,30
<b>Μεταβλητά Έξοδα</b>	<b>1.339,72</b>	<b>1.335,30</b>	<b>1.239,51</b>	<b>1.286,96</b>	<b>1.253,06</b>
α. Κόστος Α' & Β' Υλών	254,20	276,40	300,70	292,10	268,70
β. Μεταβλητά λειτουργ. έξοδα	1.085,00	1.056,84	919,44	980,40	971,04
γ. Μεταβλητά Χρηματ/κά έξοδα	0,52	2,06	19,37	14,46	13,32
<b>Σταθερά Έξοδα</b>	<b>2.450,58</b>	<b>2.446,30</b>	<b>2.349,89</b>	<b>2.430,14</b>	<b>2.457,84</b>
α. Σταθερά λειτουργ. έξοδα	1.627,50	1.585,26	1.379,16	1.470,60	1.456,56
β. Αποσβέσεις	818,40	842,50	796,40	829,40	881,40
γ. Σταθερά Χρηματ/κά έξοδα	4,68	18,54	174,33	130,14	119,88
<b>Νεκρό Σημείο</b>	<b>3.537,74</b>	<b>3.629,36</b>	<b>3.410,88</b>	<b>3.598,58</b>	<b>3.594,20</b>
<b>% Νεκρού Σημείου προς Πωλήσεις</b>	<b>81,15%</b>	<b>88,60%</b>	<b>85,60%</b>	<b>90,79%</b>	<b>90,69%</b>
<b>Περιθώριο Ασφαλείας</b>	<b>821,86</b>	<b>467,04</b>	<b>573,92</b>	<b>365,02</b>	<b>369,10</b>

Από τον παραπάνω πίνακα προκύπτει ότι το ποσοστό του νεκρού σημείου ως προς το ύψος των πωλήσεων κυμαίνεται από 85% έως 90 % με εξαίρεση το έτος 2012, είναι αρκετά ψηλά αυτά τα ποσοστά. Αυτό αποτυπώνεται και στο περιθώριο ασφάλειας όπου δείχνει τάσεις μειώσεις στην πενταετία με πιθανό σημείο σταθεροποίησης το ύψος των 360 εκατομμυρίων ευρώ.

#### 5.4 Ανάλυση ευαισθησίας των αποτελεσμάτων χρήσης

Η ανάλυση ευαισθησίας, είναι η μελέτη που εξετάζει την μεταβολή του κόστους και του κέρδους, σε αλλαγές μεταβλητών όπως είναι η διάρκεια ζωής μιας επένδυσης, η ποσότητα παραγωγής, οι απαιτήσεις της επένδυσης και τον εξοπλισμό που χρησιμοποιείται. Ο τρόπος που θα εφαρμόσουμε στην παρούσα εργασία είναι η διαφοροποίηση του επιπέδου των πωλήσεων με ποσοστιαία μεταβολή. (sensitivity analysis) Μια ανάλυση ευαισθησίας είναι μια τεχνική που χρησιμοποιείται για τον προσδιορισμό του τρόπου με τον οποίο οι διαφορετικές τιμές μιας ανεξάρτητης μεταβλητής επηρεάζουν μια συγκεκριμένη εξαρτημένη μεταβλητή κάτω από ένα δεδομένο σύνολο υποθέσεων. Η τεχνική αυτή χρησιμοποιείται σε συγκεκριμένα όρια που εξαρτώνται από μία ή περισσότερες μεταβλητές εισροών, όπως το αποτέλεσμα που έχουν οι μεταβολές των επιτοκίων στις τιμές των ομολόγων. Ως παραδοχή στην παρούσα εργασία, για την ανάλυση της ευαισθησίας, θεωρήσαμε την αύξηση των πωλήσεων κατά 5%.

Πίνακας 15: Ανάλυση Ευαισθησίας Ομίλου Ο.Τ.Ε.

Σε χιλ. Ευρώ	Στοιχεία Αποτελεσμάτων	2012	Μεταβολή	% μεταβ.	2013	Μεταβολή	% μεταβ.
	Πωλήσεις	4.330	4.547	5,00%	4.054	4.257	5,00%
Μείον:	Κόστος Πωληθέντων	254	267	5,00%	276	290	5,00%
	<b>Μικτά αποτελέσματα εκμετ/σεως</b>	<b>4.076</b>	<b>4.280</b>	<b>5,00%</b>	<b>3.778</b>	<b>3.967</b>	<b>5,00%</b>
Πλέον :	Άλλα έσοδα εκμετ/σεως	29	29	0,00%	42	42	0,00%
	<b>Σύνολο</b>	<b>4.105</b>	<b>4.309</b>	<b>4,96%</b>	<b>3.820</b>	<b>4.009</b>	<b>4,94%</b>
Μείον:	Λειτουργικά έξοδα	3.531	3.585	1,54%	3.485	3.537	1,52%
	Σταθερά	2.446	2.446	0,00%	2.428	2.428	0,00%
	Μεταβλητά	1.085	1.139	5,00%	1.057	1.110	5,00%
	<b>Μερικά αποτελέσματα εκμετ/σεως</b>	<b>575</b>	<b>724</b>	<b>26,03%</b>	<b>335</b>	<b>471</b>	<b>40,56%</b>
Πλέον :	Πιστωτικοί τόκοι & συναφή έσοδα		0	0,00%		0	0,00%
Μείον:	Χρεωστικοί τόκοι & συναφή έξοδα	5	5	0,50%	21	21	0,50%
	Σταθερά	5	5	0,00%	19	19	0,00%
	Μεταβλητά	1	1	5,00%	2	2	5,00%
	<b>Καθαρά Αποτελέσματα Χρήσεως προ φόρων</b>	<b>569</b>	<b>719</b>	<b>26,27%</b>	<b>315</b>	<b>451</b>	<b>43,18%</b>

	Στοιχεία Αποτελεσμάτων	2014	Μεταβολή	% μεταβ.	2015	Μεταβολή	% μεταβ.
	Πωλήσεις	3.918	4.114	5,00%	3.903	4.098	5,00%
Μείον:	Κόστος Πωληθέντων	301	316	5,00%	292	307	5,00%
	<b>Μικτά αποτελέσματα εκμετ/σεως</b>	<b>3.618</b>	<b>3.799</b>	<b>5,00%</b>	<b>3.611</b>	<b>3.791</b>	<b>5,00%</b>
Πλέον:	Άλλα έσοδα εκμετ/σεως	66	66	0,00%	61	61	0,00%
	<b>Σύνολο</b>	<b>3.684</b>	<b>3.865</b>	<b>4,91%</b>	<b>3.672</b>	<b>3.852</b>	<b>4,92%</b>
Μείον:	Λειτουργικά έξοδα	3.095	3.141	1,49%	3.280	3.329	1,49%
	Σταθερά	2.176	2.176	0,00%	2.300	2.300	0,00%
	Μεταβλητά	919	965	5,00%	980	1.029	5,00%
	<b>Μερικά αποτελέσματα εκμετ/σεως</b>	<b>589</b>	<b>724</b>	<b>22,90%</b>	<b>391</b>	<b>523</b>	<b>33,63%</b>
Πλέον:	Πιστωτικοί τόκοι & συναφή έσοδα		0	0,00%		0	0,00%
Μείον:	Χρεωστικοί τόκοι & συναφή έξοδα	194	195	0,50%	145	145	0,50%
	Σταθερά	174	174	0,00%	130	130	0,00%
	Μεταβλητά	19	20	5,00%	14	15	5,00%
	<b>Καθαρά Αποτελέσματα Χρήσεως προ φόρων</b>	<b>395</b>	<b>529</b>	<b>33,88%</b>	<b>247</b>	<b>377</b>	<b>53,06%</b>

	Στοιχεία Αποτελεσμάτων	2016	Μεταβολή	% μεταβ.
--	------------------------	------	----------	----------

	Πωλήσεις	3.908	4.104	5,00%
Μείον:	Κόστος Πωληθέντων	269	282	5,00%
	<b>Μικτά αποτελέσματα εκμετ/σεως</b>	<b>3.639</b>	<b>3.821</b>	<b>5,00%</b>
Πλέον:	Άλλα έσοδα εκμετ/σεως	55	55	0,00%
	<b>Σύνολο</b>	<b>3.695</b>	<b>3.877</b>	<b>4,93%</b>
Μείον:	Λειτουργικά έξοδα	3.309	3.358	1,47%
	Σταθερά	2.338	2.338	0,00%
	Μεταβλητά	971	1.020	5,00%
	<b>Μερικά αποτελέσματα εκμετ/σεως</b>	<b>386</b>	<b>519</b>	<b>34,60%</b>
Πλέον:	Πιστωτικοί τόκοι & συναφή έσοδα		0	0,00%
Μείον:	Χρεωστικοί τόκοι & συναφή έξοδα	133	134	0,50%
	Σταθερά	120	120	0,00%
	Μεταβλητά	13	14	5,00%
	<b>Καθαρά Αποτελέσματα Χρήσεως προ φόρων</b>	<b>252</b>	<b>385</b>	<b>52,60%</b>

Από τον παραπάνω πίνακα προκύπτει ότι με δεδομένη την μεταβολή των πωλήσεων κατά 5% τότε τα αντίστοιχα κονδύλια των αποτελεσμάτων κινούνται με θετικό ρυθμό έχοντας ως αύξηση το καθαρό αποτέλεσμα χρήσεως προ φόρων (EBT) το 2016 να διαμορφώνεται σε ποσοστό 52,60% .

## 5.5 Βαθμοί μόχλευσης

Οι κίνδυνοι που αντιμετωπίζει μια επιχείρηση και κατά ένα μεγάλο βαθμό επηρεάζουν τη βιωσιμότητα της, συνιστούν σημαντικό παράγοντα προσδιορισμού της παρούσας αξίας της επιχείρησης, της προεξόφλησης των ταμειακών ροών της και των κερδών ανά μετοχή. Οι κίνδυνοι που αντιμετωπίζει μια επιχείρηση είναι οι εξής:

- Επιχειρηματικός κίνδυνος
- Χρηματοοικονομικός κίνδυνος
- Ολικός κίνδυνος ( ή συνδυασμένος)

Ως παραδοχή για την δημιουργία του πίνακα βαθμών μόχλευσης θεωρήσαμε την αύξηση των πωλήσεων κατά 5%.

Πίνακας 16: Βαθμοί Μόχλευσης Ομίλου Ο.Τ.Ε

<b>ΒΑΘΜΟΙ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ ΟΜΙΛΟΥ Ο.Τ.Ε.</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Λειτουργική Μόχλευση (Επιχειρηματικός Κίνδυνος)	5,21	8,11	4,58	6,73	6,92
Χρηματοοικονομική Μόχλευση (Χρηματοοικονομικός Κίνδυνος)	1,01	1,06	1,48	1,58	1,52
Ολική Μόχλευση (Ολικός Κίνδυνος)	5,25	8,64	6,78	10,61	10,52

Από τον παραπάνω πίνακα προκύπτει ότι η λειτουργική μόχλευση το 2015 και 2016 σταθεροποιείται κάτω από 7 με την χρηματοοικονομική μόχλευση να είναι σταθερή για την τριετία 2014-2016 κοντά 1,50. Επομένως η ολική μόχλευση διαμορφώνεται το 2016 στο 10,52.

## 5.6 Ανάλυση Αριθμοδεικτών

Στην χρηματοοικονομική ανάλυση<sup>43</sup>, αριθμοδείκτης ονομάζεται η σχέση που υπάρχει μεταξύ δυο χαρακτηριστικών στοιχείων της οικονομικής κατάστασης, της παραγωγικής δυναμικότητας, της τεχνοοικονομικής δραστηριότητας ή της απόδοσης έργου μιας επιχείρησης. Ο αριθμοδείκτης χρησιμοποιείται για να περιγράψει σημαντικές σχέσεις μεταξύ στοιχείων του ισολογισμού, του λογαριασμού αποτελεσμάτων χρήσης, του συστήματος προϋπολογισμού και ελέγχου δράσης επιχειρήσεων ή οποιουδήποτε άλλου τομέα της επιχείρησης.

Ο αριθμοδείκτης παριστάνεται είτε με την μορφή πηλίκου (λογού) του ενός προς το άλλο στοιχείο είτε με τη μορφή ποσοστού ( εκατοστιαία αναλογία). Το πραγματικό όμως ενδιαφέρον στον υπολογισμό των αριθμοδεικτών έγκειται στο ότι δείχνουν τα αδύνατα σημεία και δεν πρέπει να δημιουργούν απολυτά βέβαιες εντυπώσεις παρά μόνο πιθανές.

### 5.6.1 Αριθμοδείκτες ρευστότητας

$$\text{Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό} + \text{Μεταβ. Λογ. Ενεργητικού}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις} + \text{Μεταβ. Λογ. Παθητικού}}$$

Μας δείχνει την ικανότητα που έχει η επιχείρηση να μετατρέψει το κυκλοφορούν ενεργητικό σε μετρητά, ώστε να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

Πίνακας 17: Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Α.Γ. Ρευστότητας</b>	0,78	1,04	1,02	0,97	1,12

<sup>43</sup> Μπασινίλας Ε. και Πατατούκας Κ., (2012), Σύγχρονη ανάλυση και διερεύνηση των οικονομικών καταστάσεων, Αθήνα, Εκδόσεις Αθ. Σταμούλη



Διάγραμμα 3 : Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας

Η επιχείρηση μπορεί να ρευστοποιήσει για το 2016 1,12 ευρώ για κάθε ευρώ που οφείλει, ο αριθμοδείκτης χαρακτηρίζεται ως οριακά θετικός με σαφείς τάσεις βελτιώσεις στην πάροδο του χρόνου. Ιδανική τιμή του αριθμοδείκτη πάνω από 2 και μικρότερη από 4 ή 5.

$$\text{Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας} = \frac{\text{Χρημ. Διαθέσιμα} + \text{Χρεογρ.} + \text{Απαιτ. Έσοδα Εισπρ.}}{\text{Βραχυπρ. Υποχρ.} - \text{Προκ. πελατών} + \text{Έξοδα Δουλεμ.}}$$

Είναι πιο ορθολογικός δείκτης σε σχέση με τον προηγούμενο, γιατί περιλαμβάνει τα στοιχεία του κυκλοφορούν ενεργητικού που μπορούν να μετατραπούν πιο άμεσα σε μετρητά ( δεν λαμβάνει υπόψη του τα αποθέματα)

Πίνακας 18: Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Α.Α. Ρευστότητας</b>	0,74	1,00	0,99	0,93	1,08



Διάγραμμα 4 : Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας

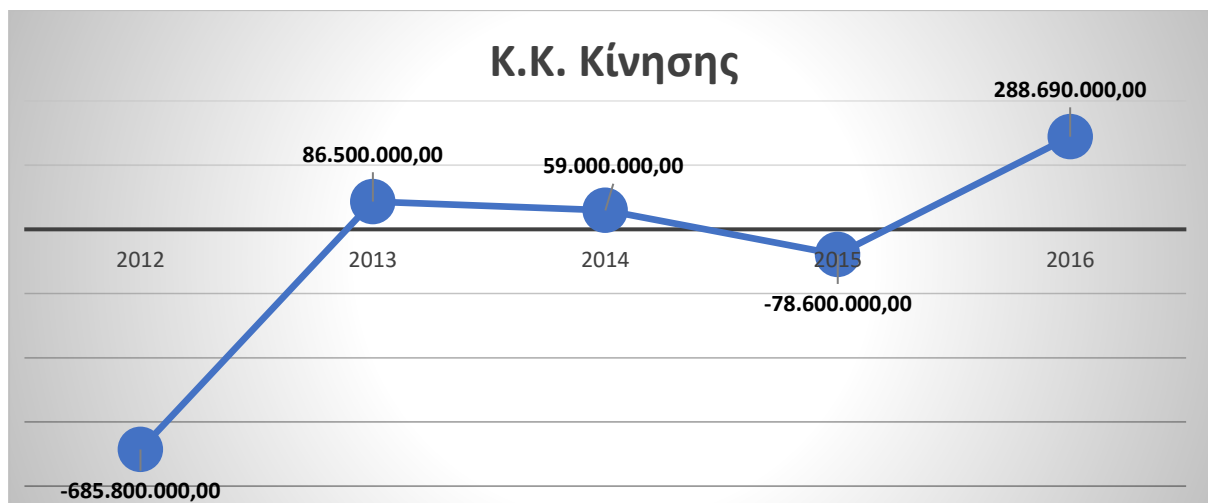
Ιδανική τιμή του αριθμοδείκτη άμεσης ρευστότητας είναι 1 και σημαίνει ότι επιχείρηση μπορεί να ρευστοποιήσει άμεσα ενεργητικά στοιχεία ποσού ενός ευρώ για κάθε ευρώ που χρωστάει, στην περίπτωση μας ο δείκτης το 2016 είναι 1,08.

$$\boxed{\text{Καθαρό Κεφαλαίο Κίνησης} = \text{Κυκλοφορούν Ενεργ.} - \text{Βραχυπρ. Υποχρεωσ.}}$$

Μετρά τη συνολική ρευστότητα της επιχείρησης. Το αρνητικό Κεφάλαιο Κίνησης αποτελεί αρνητική ένδειξη για την επιχείρηση, διότι υποδηλώνει προβλήματα στην ικανοποίηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων

Πίνακας 19: Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Κ.Κ. Κίνησης</b>	-685.000.000,00	86.500.000,00	59.000.000,00	-78.600.000,00	288.690.000,00



Διάγραμμα 5 : Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης

Το 2016 φαίνεται σαφώς βελτιωμένη η εικόνα για το κεφάλαιο κίνησης 288.690.000 €, το οποίο σημαίνει ότι οι ανάγκες χρηματοδοτήσεις για την επόμενη χρονιά θα είναι μειωμένες αν όχι μηδενικές.

#### 5.6.2 Αριθμοδείκτες κυκλοφοριακής ταχύτητας

$$\text{Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού} = \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Συνόλο Ενεργητικού}}$$

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα του ενεργητικού μας δείχνει εάν η επιχείρηση χρησιμοποιεί τα περιουσιακά της στοιχεία (assets) αποδοτικά για να πραγματοποιήσει πωλήσεις. Επομένως, όσο μεγαλύτερος ο δείκτης τόσο πιο αποτελεσματική η επιχείρηση.

Πίνακας 20: Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Κ.Τ. Ενεργητικού</b>	0,52	0,54	0,50	0,52	0,52



Διάγραμμα 6 : Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα του ενεργητικού για όλη την διάρκεια της πενταετίας που μελετάμε είναι κοντά 0,50, το οποίο σημαίνει ότι δεν αξιοποιούνται αποτελεσματικά τα περιουσιακά της στοιχεία (assets) ώστε να πραγματοποιεί τις πωλήσεις.

$$\text{Μέση Περίοδος Είσπραξης Απαιτήσεων (σε ημέρες)} = \frac{\text{Μ.Ο. Απαιτήσεων} * 365}{\text{Πωλήσεις}}$$

Η μέση περίοδος είσπραξης απαιτήσεων προσδιορίζει το μέσο αριθμό ημερών που είναι απαραίτητες έτσι ώστε η επιχείρηση για να εισπράξει τις απαιτήσεις της. Όσες λιγότερες μέρες είναι αυτός ο αριθμοδείκτης τόσο καλύτερη είναι η ρευστότητα και η κερδοφορία της επιχείρησης.

Πίνακας 21: Μέση Περίοδος Είσπραξης Απαιτήσεων

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Μ.Περ.Εισπ.Απαιτήσεων</b>	68	60	66	72	73



Διάγραμμα 7 : Μέση Περίοδος Είσπραξης Απαιτήσεων (σε ημέρες)

Ο παραπάνω αριθμοδείκτης με την πάροδο της πενταετίας κυμαίνεται αυξητικά στις 70 μέρες, συμπεραίνεται ότι η επιχείρηση δυσκολεύεται να εισπράξει από τους πελάτες της, γεγονός που μπορεί να δικαιολογηθεί από την οικονομική κρίση που μαστίζει την κύρια αγορά δραστηριοτήτων του ομίλου, την Ελλάδα.

$$\text{Μέση Περίοδος Διάρκειας Αποθεμάτων (σε ημέρες)} = \frac{\text{Μ.Ο. Αποθεμάτων} * 365}{\text{Κόστος Πωληθέντων}}$$

Η μέση περίοδος διαρκείας των αποθεμάτων προσδιορίζει το μέσο αριθμό ημερών που η επιχείρηση κρατάει τα αποθέματα στις αποθήκες της. Όσοι λιγότερες μέρες είναι αυτός ο αριθμοδείκτης τόσο καλύτερη είναι η ρευστότητα και η κερδοφορία της επιχείρησης γιατί σημαίνει ότι χρησιμοποιεί ορθά τα διαθέσιμα κεφάλαια για να πραγματοποιεί πωλήσεις και δεν αποθεματοποιεί χρήσιμα κεφάλαια που ενδεχομένως να τις χρειαστούν για άλλες δραστηριότητες.

Πίνακας 22: Μέση Περίοδος Διάρκειας Αποθεμάτων

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Μ.Περ.Διαρκ.Αποθεμ.</b>	17	14	16	18	18



Διάγραμμα 8 : Μέση Περίοδος Διάρκειας Αποθεμάτων (σε ημέρες)

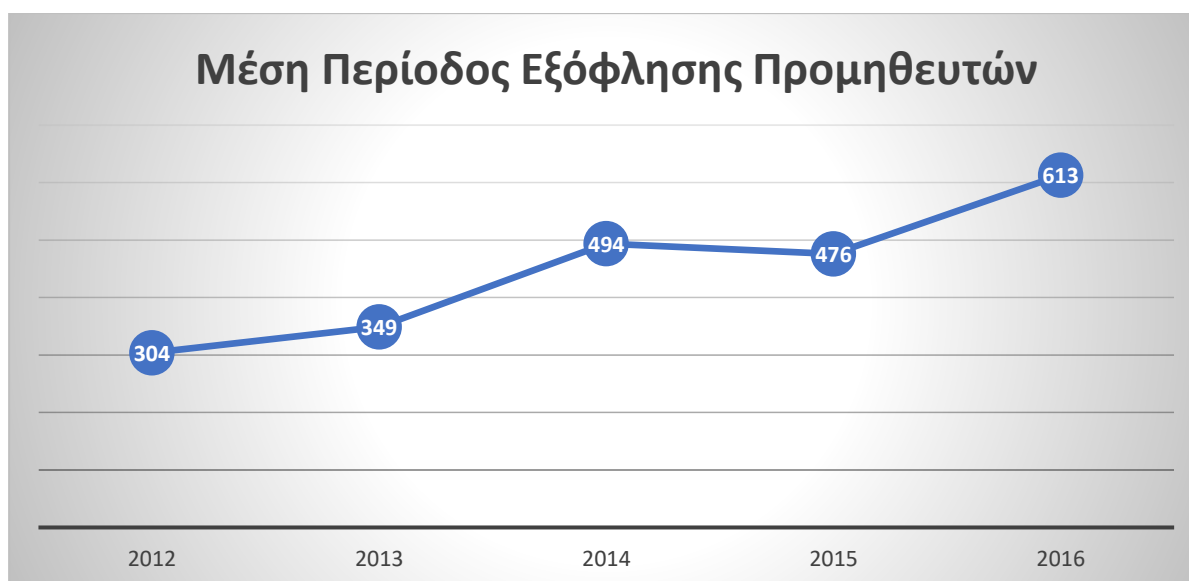
Από το παραπάνω πίνακα και διάγραμμα γίνεται αντιληπτό ότι μέσος αριθμός παραμονής των αποθεμάτων εντός της επιχείρησης είναι αρκετά μικρός (το 2016 & 2015 18 μέρες) έτσι καταλήγουμε ότι η πολιτική αποθεματοποίησης της εταιρίας είναι βέλτιστη.

$$\text{Μέση Περίοδος Εξόφλησης Προμηθευτών (σε ημέρες)} = \frac{\text{Μ.Ο. Προμηθευτών} * 365}{\text{Πωλήσεις}}$$

Η μέση περίοδος εξόφλησης των προμηθευτών μας δείχνει το μέσο αριθμό ημερών που χρειάζεται η επιχείρηση για να εξοφλήσει τους προμηθευτές της. Όσο μεγαλύτερος είναι αυτός ο αριθμοδείκτης τόσο καλύτερη είναι η ρευστότητα και η κερδοφορία της επιχείρησης.

Πίνακας 23: Μέση Περίοδος Εξόφλησης Προμηθευτών

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Μ.Περ.Εξοφ.Προμηθ.</b>	304	349	494	476	613



Διάγραμμα 9 : Μέση Περίοδος Εξόφλησης Προμηθευτών (σε ημέρες)

Ο παραπάνω δείκτης κρίνεται ιδιαίτερος ικανοποιητικός, καθότι οι ημέρες εξόφλησης των προμηθευτών αυξάνονται ( η εταιρία αντλεί ρευστότητα από τους προμηθευτές της) το 2016 να αγγίζουν τις 613 μέρες. Ο αριθμοδείκτης αυτός, σε συνδυασμό με τον αριθμοδείκτη για τις ημέρες εισπράξεις από τους πελάτες, μας δημιουργεί την εικόνα της ισχυρής και στέρεας ρευστότητας για την επιχείρηση.

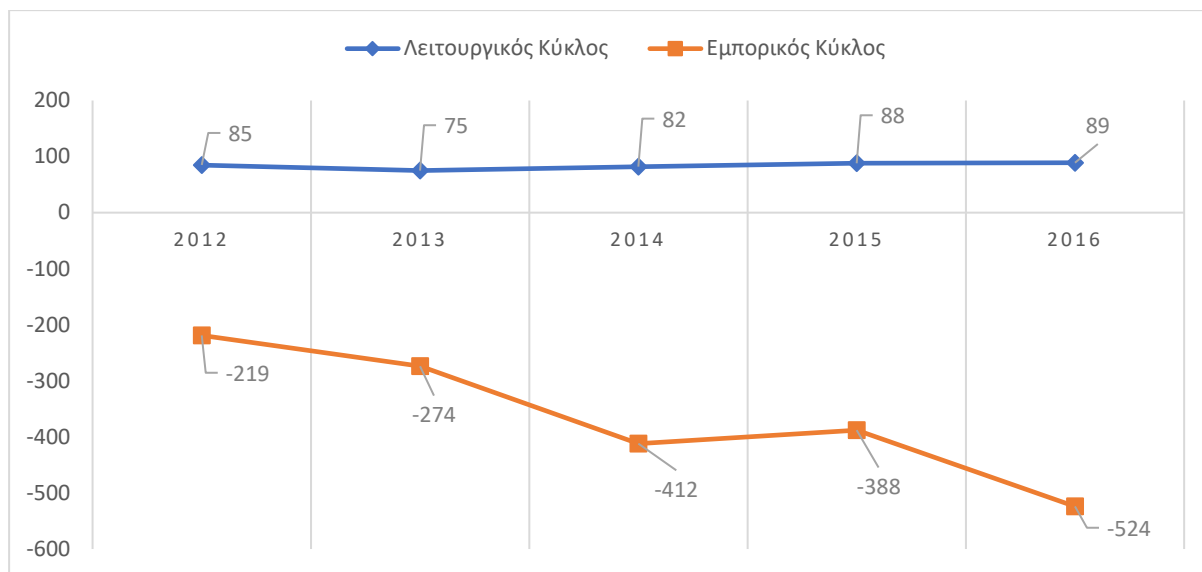
$$\text{Εμπορικός Κύκλος} = \text{Λειτουργικός Κύκλος} - \text{Κυκλ. Ταχύτητα Υποχρεώσεων}$$

$$\text{Λειτουργικός Κύκλος} = \text{Κυκλ. Ταχύτητα Αποθεμάτων} + \text{Κυκλ. Ταχύτητα Απαιτήσεων}$$

Ο λειτουργικός κύκλος μας δείχνει τον χρόνο που απαιτείται από την απόκτηση (μετρητοίς ή με πίστωση) εμπορευμάτων ή πρώτων υλών, τη μετατροπή αυτών σε προϊόντα, την πώληση εμπορευμάτων/προϊόντων και μέχρι την εισπραξη του τιμήματος. Εάν αφαιρέσουμε την κυκλοφοριακή ταχύτητα των υποχρεώσεων από τον λειτουργικό κύκλο, θα βρούμε τις ενδιάμεσες ημέρες για τις οποίες η επιχείρηση καλείται να βρει τρόπο κάλυψης των αναγκών της. Αυτός είναι ο εμπορικός κύκλος της επιχείρησης.

Πίνακας 24: Λειτουργικός & Εμπορικός Κύκλος

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Λειτουργικός Κύκλος</b>	85	75	82	88	89
<b>Εμπορικός Κύκλος</b>	-219	-274	-412	-388	-524



Διάγραμμα 10 : Λειτουργικός & Εμπορικός Κύκλος (σε ημέρες)

Είναι σαφές ότι ο εμπορικός κύκλος της επιχείρησης είναι ιδιαίτερος καλός καθότι έχει αρνητικές τιμές, αυτό σημαίνει ότι η επιχείρηση έχει την απαραίτητη ρευστότητα για να καλύπτει τις τρέχουσες αλλά και μακροχρόνιες λειτουργίες της.

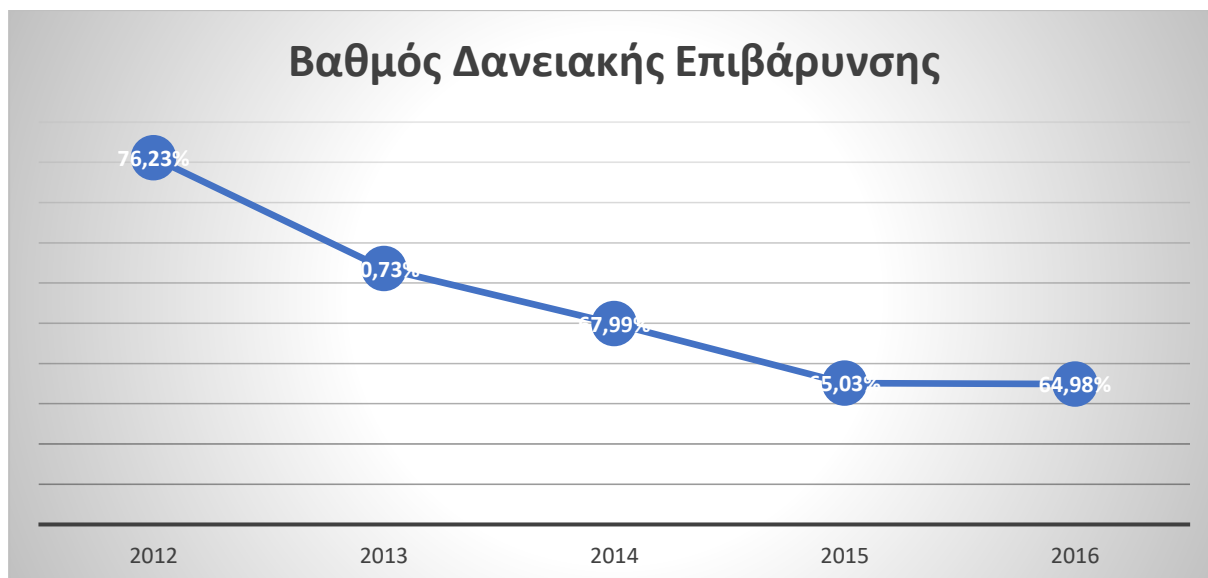
### 5.6.3 Αριθμοδείκτες οικονομικής διάρθρωσης

$$\text{Βαθμός Δανειακής Επιβάρυνσης} = \frac{\text{Μακροπρ. Υποχρ.} + \text{Βραχυπρ. Υποχρ.}}{\text{Συνολικά Κεφάλαια}}$$

Ο δείκτης αυτός ουσιαστικά μπορεί να εκφραστεί και ως Ξένα Κεφάλαια / Ίδια Κεφάλαια. Εκφράζει την σχέση μεταξύ του ιδίου κεφαλαίου και του συνόλου των κεφαλαίων που είναι διαθέσιμα στην επιχείρηση. Οι τιμές που παίρνει είναι από 0-100. Οι τιμές που πλησιάζουν προς το 100 είναι προτιμότερες. Ένας υψηλός δείκτης δεν προδιαθέτει αρνητικά για την ρευστότητα στα επόμενα χρόνια, αφού από την πλευρά των ξένων κεφαλαίων η πίεση για ταμειακές εκροές για εξυπηρέτηση τους θα είναι χαμηλή και αντιμετωπίσιμη. Επίσης ο δείκτης αυτός δίνει και μια εικόνα της αυτονομίας που μπορεί να έχει μια επιχείρηση και της ανεξαρτησίας της από δανεικά κεφάλαια και άλλους πιστωτές.

Πίνακας 25: Βαθμός Δανειακής Επιβάρυνσης

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Βαθ. Δαν. Επιβάρυνσ.</b>	76,23%	70,73%	67,99%	65,03%	64,98%



Διάγραμμα 11 : Βαθμός Δανειακής Επιβάρυνσης

Από τα παραπάνω φαίνεται ότι ο δείκτης με την πάροδο του χρόνου μειώνετε και σταθεροποιείται στο επίπεδο των 65 ποσοστιαίων μονάδων, που σημαίνει ότι ο όμιλος έχει χαμηλές ταμειακές εκροές για να αντιμετωπίσει την εξυπηρέτηση του χρέους του.

$$\text{Βαθμός Κάλυψης Τόκων} = \frac{EBITDA}{\text{Χρεωστικοί Τόκοι}}$$

Ο αριθμοδείκτης κάλυψης τόκων μας δείχνει την ικανότητα της επιχείρησης να πληρώνει τόκους και το βαθμό κάλυψης τους από τα κέρδη προ τόκων και φόρων και αποσβέσεων (EBITDA).

Πίνακας 26: Βαθμός Κάλυψης Τόκων

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Βαθ. Κάλυψης Τόκων</b>	5,63	5,61	6,84	7,75	8,48



Διάγραμμα 12 : Βαθμός Κάλυψης Τόκων

Το παραπάνω διάγραμμα σε συνδυασμό με τον πίνακα των αποτελεσμάτων δείχνει ότι όμιλος σταδιακά με το πέρασμα των ετών βελτιώνει τον αριθμοδείκτη και αρά την ικανότητα του να ανταποκρίνεται στις χρηματοδοτικές του υποχρεώσεις προς τα τραπεζικά ιδρύματα.

$$\text{Δείκτης Απομόχλευσης} = \frac{(\text{Μακροπρ.} + \text{Βραχυπρ. Υποχρ.} - \text{Ταμειακά Διαθέσιμα})}{\text{EBITDA}}$$

Ο δείκτης αυτός είναι από τους πιο συγχρόνους αριθμοδείκτες της διεθνούς επενδυτικής κοινότητας που χρησιμοποιείται ευρέως από του αναλυτές για να κρίνουν τις δυνατότητες της εταιρίας να αποπληρώσει τα δάνεια της τόσο βραχυπρόθεσμα όσο και μακροπρόθεσμα. Μας δείχνει σε ποσά χρόνια η εταιρία θα αποπληρώσει τις υποχρεώσεις της. Όσο μικρότερος ο δείκτης τόσο πιο γρηγορά μπορεί να αποπληρώσει η εταιρία τις υποχρεώσεις της.

Πίνακας 27: Δείκτης Απομόχλευσης

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Δείκτης Απομόχλευσης</b>	1,06	0,90	0,48	0,35	0,28



Διάγραμμα 13 : Δείκτης Απομόχλευσης

Από τα παραπάνω συμπεραίνουμε ότι η επιχείρηση μειώνει με την πάροδο των χρόνων τον δείκτη αυτό, που σημαίνει ότι είναι σε θέση να αποκληρώσει τις βραχυχρόνιες και μακροχρόνιες υποχρεώσεις της πιο σύντομα. Οι επενδυτές αξιολογούν αρκετά τον παραπάνω δείκτη, επομένως ο παραπάνω δείκτης αποτελεί και ένα λόγο για τον οποίο η εταιρία δανείζεται με χαμηλότερα επιτόκια τα τελευταία χρόνια παρά το δυσμενές οικονομικό περιβάλλον.

#### 5.6.4 Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας

Η απόδοση<sup>44</sup> μιας επιχείρησης επηρεάζεται από τις αποφάσεις και τις διάφορες πολιτικές που ακολουθεί το μανάτζμεντ της. Οι δείκτες απόδοσης παρουσιάζουν την αποτελεσματικότητα με την οποία διοικείται μια επιχείρηση. Η κερδοφορία, οι πωλήσεις τα κόστη πωληθέντων, το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων, του ενεργητικού ή του παθητικού είναι μερικά μόνο από τα οικονομικά δεδομένα που θα πρέπει να συνδυαστούν για να βγάλουμε χρήσιμα συμπεράσματα, για την απόδοση του ομίλου Ο.Τ.Ε.

$$\text{Περιθώριο Μικτού Κέρδους} = \frac{\text{Πωλήσεις} - \text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Πωλήσεις}}$$

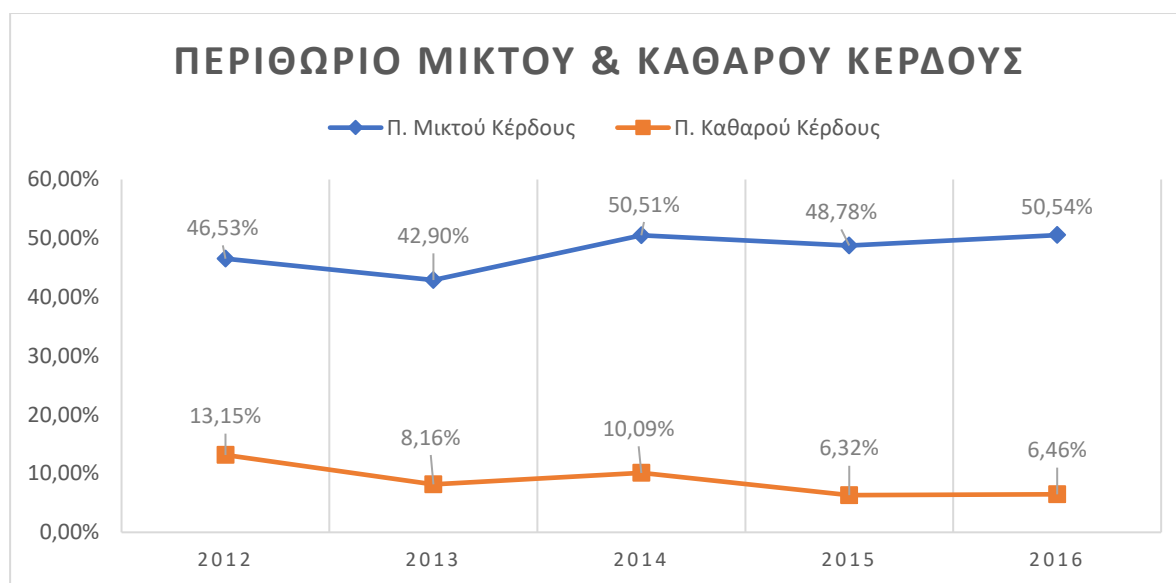
<sup>44</sup> Ευθυμόγλου Π. (2009). *Θέματα Χρηματοοικονομικής Διοίκησης*. Τεύχος Α', Πειραιάς

$$\text{Περιθώριο Καθαρού Κέρδους} = \frac{\text{Καθαρό Κέρδος (προ φόρων)}}{\text{Πωλήσεις}}$$

Οι αριθμοδείκτες μας δείχνουν το ποσοστό των εσόδων που απομένει στην εταιρία όταν έχει πληρώσει το κόστος των πωληθέντων ή αλλιώς την απόδοση που έχει η επιχείρηση για κάθε ευρώ πωλήσεων. Όσο μεγαλύτεροι ο αριθμοδείκτες τόσο καλύτερη ένδειξη έχουμε για την επιχείρηση, ότι λειτουργεί αποτελεσματικά και εφαρμόζει αποτελεσματική πολιτική τιμών για να ελέγξει τα διάφορα έξοδα της. Επομένως μπορούμε να μετρήσουμε την αποδοτικότητα των πωλήσεων σε σχέση με τα καθαρά κέρδη και τις πωλήσεις.

Πίνακας 28: Περιθώριο Μικτού και Καθαρού Κέρδους

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Π. Μικτού Κέρδους</b>	46,53%	42,90%	50,51%	48,78%	50,54%
<b>Π. Καθαρού Κέρδους</b>	13,15%	8,16%	10,09%	6,32%	6,46%



Διάγραμμα 14 : Περιθώριο Μικτού και Καθαρού Κέρδους

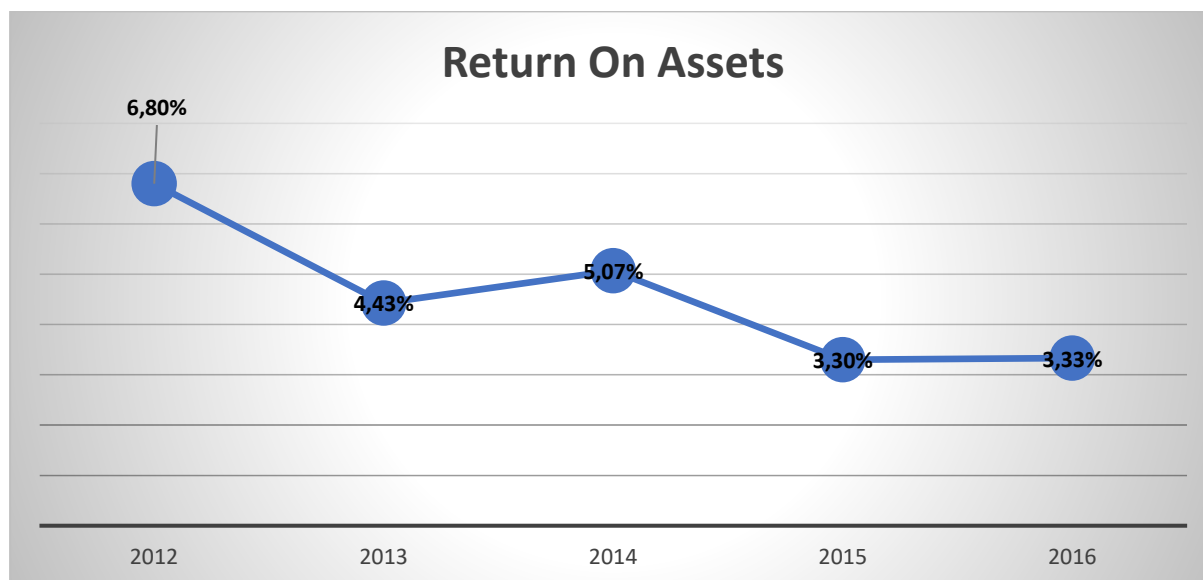
Από τους παραπάνω πίνακες και διαγράμματα συμπεραίνουμε ότι το μεν περιθώριο μικτού κέρδους σταδιακά αυξάνεται, που σημαίνει ότι εταιρία έχει ορθότερη τιμολογιακή πολιτική βελτιώνοντας το margin της. Το δε όμως περιθώριο καθαρού κέρδους βαίνει μειούμενο με τάσεις σταθεροποίησης την τελευταία διετία στα επίπεδα του 6,50%, το οποίο σημαίνει ότι η εταιρία έχει αύξηση στα έξοδα της χωρίς όμως να αυξήσει επαρκώς τις πωλήσεις για να μπορούν να διατηρήσουν τον δείκτη στα επίπεδα του 2012.

$$\text{Απόδοση Συνόλου Ενεργητικού (ROA)} = \frac{\text{Κέρδη προ φόρων}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Ο αριθμοδείκτης ROA μας δείχνει την αποδοτικότητα της επιχείρησης ανεξάρτητα από τις πηγές προέλευσης των κεφαλαίων της. Επίσης δείχνει την ικανότητα της διοίκησης της επιχείρησης να παράγει κέρδη με σωστή χρησιμοποίηση των ιδίων και ξένων κεφαλαίων. Ο υπολογισμός της αποδοτικότητας του συνόλου των απασχολουμένων κεφαλαίων αποτελεί κατά κάποιο τρόπο οδηγό, στις περιπτώσεις που κάποια επιχείρηση, πρόκειται να εξαγοράσει κάποια άλλη επιχείρηση ή να αναλάβει νέες δραστηριότητες. Εάν ο δείκτης αυτός είναι χαμηλότερος από το κόστος των δανειακών κεφαλαίων, τυχόν αύξηση αυτών θα μειώσει τα κέρδη της επιχείρησης. Επίσης ένας χαμηλός δείκτης μπορεί εύκολα να μηδενισθεί σε περιόδους κρίσεως της επιχείρησης.

Πίνακας 29: Απόδοση Συνόλου Ενεργητικού (ROA)

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>ROA</b>	6,80%	4,43%	5,07%	3,30%	3,33%



Διάγραμμα 15 : Απόδοση Συνόλου Ενεργητικού (ROA)

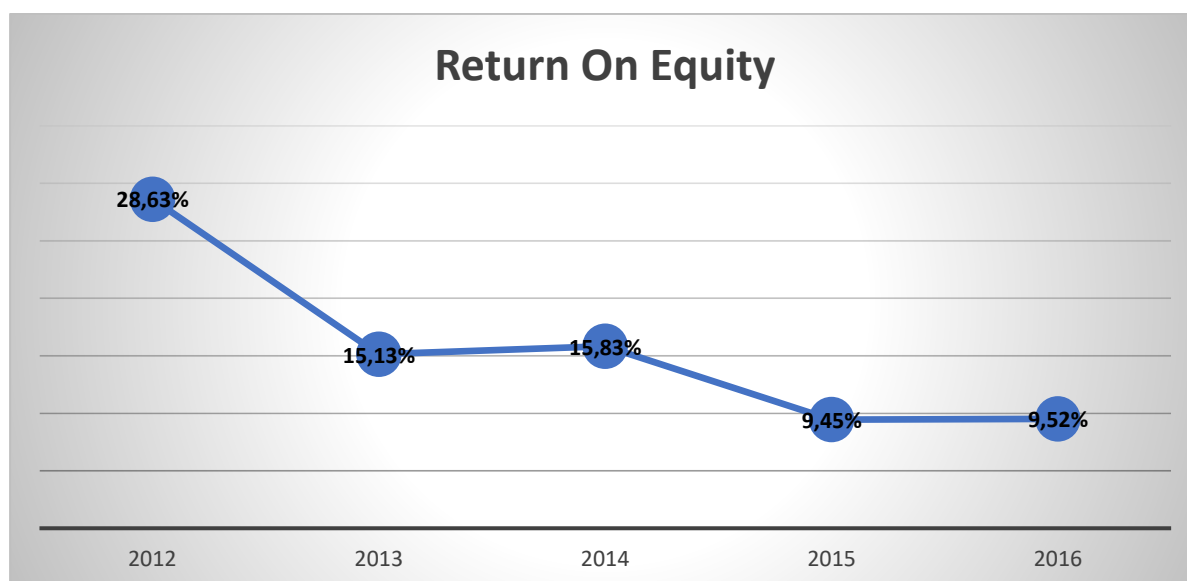
Η απόδοση του συνόλου του ενεργητικού δείχνει ότι μειώνεται και σταθεροποιείται στα 3,30 % για την διετία του 2015 και 2016. Ο δείκτης καλό θα είναι να συγκρίνεται, με το κόστος δανειακών κεφαλαίων του ομίλου, που θα τον εξετάσουμε και στο επόμενο κεφάλαιο.

$$\text{Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)} = \frac{\text{Κέρδη προ φόρων}}{\text{Συνόλο Ιδίων Κεφαλαίων}}$$

Ο αριθμοδείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων (ROE) δείχνει την κερδοφόρα δυναμικότητα μιας επιχείρησης και μας πληροφορεί για το εάν επιτεύχθηκε ο στόχος ενός ικανοποιητικού αποτελέσματος. Ένας υψηλός δείκτης αποτελεί ένδειξη ότι η επιχείρηση πηγαίνει καλά και μπορεί να οφείλεται είτε στην επιτυχημένη διοίκηση της, είτε σε ευνοϊκές οικονομικές συνθήκες, είτε στη σωστή χρησιμοποίηση των κεφαλαίων της. Σε αυτή την τελευταία περίπτωση ωφελούνται οι μέτοχοι επειδή τα ξένα κεφάλαια κοστίζουν λιγότερο από ότι αυτά αποδίδουν στην επιχείρηση.

Πίνακας 30: Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>ROE</b>	28,63%	15,13%	15,83%	9,45%	9,52%



Διάγραμμα 16 : Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)

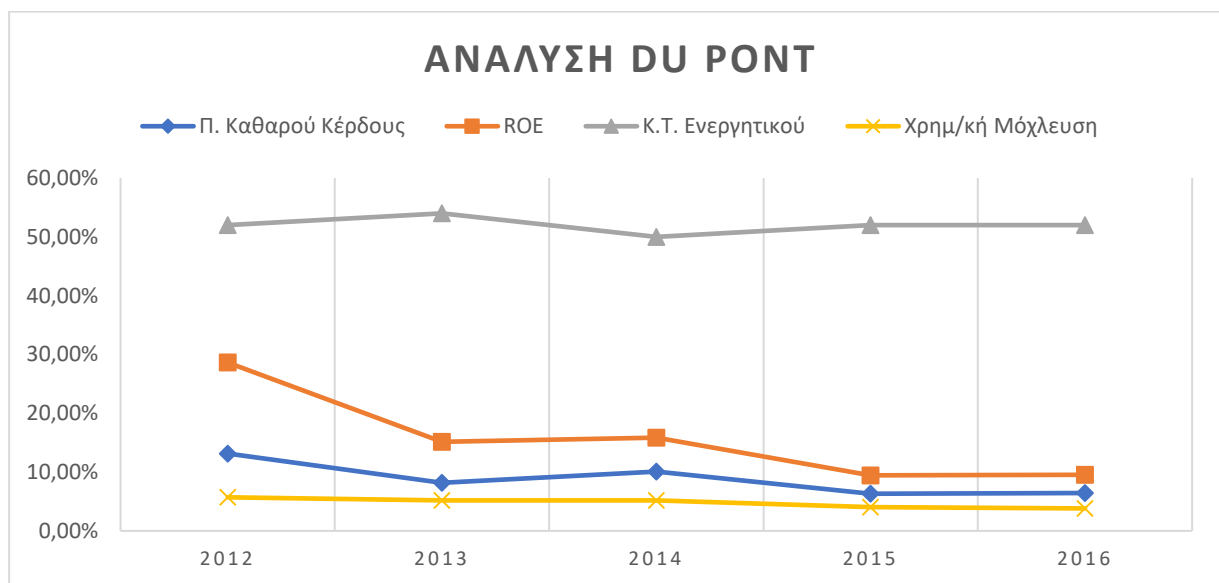
Από τα παραπάνω δεδομένα προκύπτει ότι δείκτης μειώνεται κατά την διάρκεια της πενταετίας με τάσεις σταθεροποίησης στα επίπεδα του 9,50% για την τελευταία διετία της παρούσας μελέτης μας. Η μείωση του δείκτη θα πρέπει να προβληματίζει την διοίκηση, διότι τα ξένα κεφάλαια κοστίζουν παραπάνω για την επιχείρηση την τελευταία διετία, απ' ότι πριν από πέντε χρόνια.

$$\text{Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)} = \frac{\text{Καθαρά Έσοδα}}{\text{Περιουσιακά Στοιχεία}} * \frac{\text{Περιουσιακά Στοιχεία}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

$$\text{Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)} = \text{Περιθώριο Κέρδους} * \text{Κύκλος Εργασιών} * \text{Μόχλευση}$$

$$\text{Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)} = \frac{\text{Καθαρά Έσοδα}}{\text{Πωλήσεις}} * \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Περιουσιακά Στοιχεία}} * \frac{\text{Περιουσιακά Στοιχεία}}{\text{Ίδια κεφάλαια}}$$

Ένας άλλος<sup>45</sup> τρόπος υπολογισμού του ROE, ο οποίος ονομάζεται ανάλυση DuPont ή διευρυμένη εξίσωση DuPont, αναλύει ακόμα περισσότερο τους θεμελιώδεις παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση ιδίων κεφαλαίων, προβάλλοντας έτσι μια αντιπροσωπευτικότερη εικόνα της επιχείρησης.



Διάγραμμα 17 : Ανάλυση Du Pont

Η απόδοση των Ιδίων Κεφαλαίων (ROE) του Ομίλου παρουσιάζει σημαντικές διακυμάνσεις, όπως και το ROA. Από τα επιμέρους στοιχεία της εξίσωσης DuPont παρατηρούμε πως η πορεία του δείκτη ROE επηρεάστηκε άμεσα από τα κέρδη μετά φόρων που εμφάνισε ο Όμιλος και τη χαμηλή τιμή της χρηματοοικονομικής μόχλευσης, παρόλο που η κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού κρίνεται πως εξελίσσεται θετικά κατά τη διάρκεια της πενταετίας.

### 5.6.5 Αριθμοδείκτες επένδυσης

<sup>45</sup> <https://www.euretiro.com/apodosi-idion-kefalaion-roe/>

$$P/E = \frac{\text{Τρέχουσα Χρηματιστηριακή Τιμή Μετοχής}}{\text{Κέρδη Ανά Μετοχή}}$$

Δείκτης<sup>46</sup> τιμής μιας μετοχής (Price) προς κέρδη ανά μετοχή (Earnings) είναι ο αριθμοδείκτης που ορίζεται διαιρώντας την τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή μιας μετοχής ως προς τα κέρδη ανά μετοχή της τελευταίας λογιστικής χρήσης. Ο δείκτης αυτός υποδεικνύει το χρονικό διάστημα σε έτη, που χρειάζεται ένας επενδυτής για να ανακτήσει (χωρίς επανεπένδυση), το κεφάλαιο που δαπάνησε για την αγορά μίας μετοχής. Εναλλακτικά, μέσω του δείκτη ένας επενδυτής αντιλαμβάνεται τι ποσό ανά μονάδα κερδών πρέπει να καταβάλει για να αποκτήσει τη μετοχή μιας συγκεκριμένης εταιρίας.

Συνεπώς, ένας χαμηλό P/E σε συνδυασμό με μια χαμηλή τιμή μετοχής και υψηλά κέρδη αποτελεί ένδειξη πως η μετοχή είναι υποτιμημένη. Αντίθετα, μια επιχείρηση με υψηλή χρηματιστηριακή αξία και χαμηλά κέρδη είναι υπερτιμημένη και η τιμή της μετοχής της αναμένεται να υποχωρήσει.

Παρόλα αυτά η χρήση μόνο αυτού του δείκτη δεν μπορεί να μας οδηγήσει σε χρήσιμα συμπεράσματα. Για αυτό θα πρέπει να κάνουμε κάποιες συγκρίσεις:

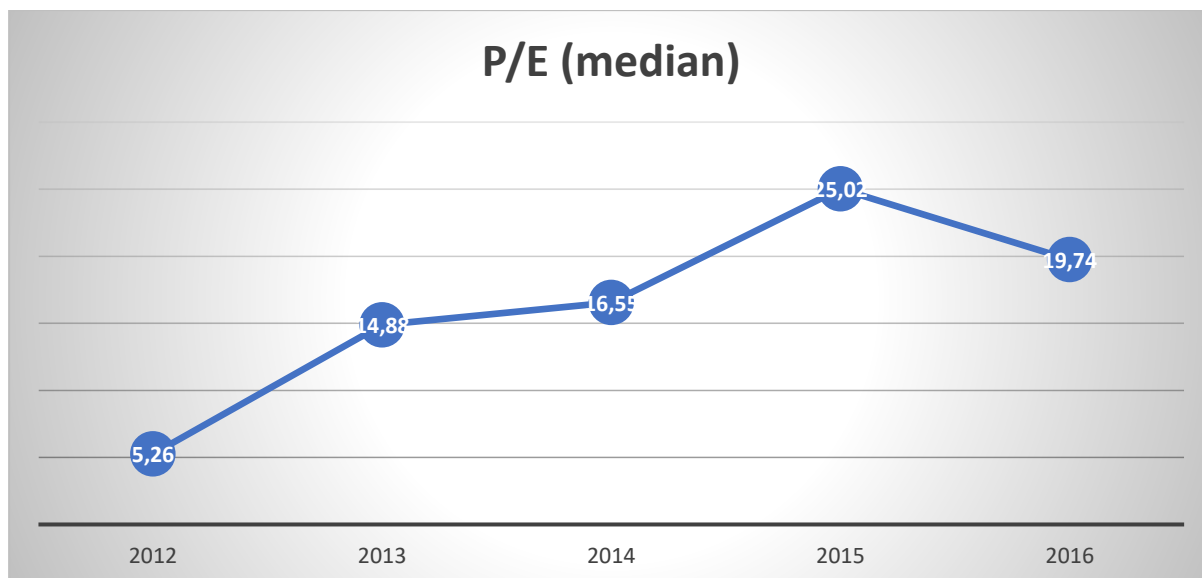
- Ανάμεσα στο P/E μιας συγκεκριμένης μετοχής με το μέσο P/E του κλάδου.
- Ανάμεσα στο P/E μιας συγκεκριμένης μετοχής με το μέσο P/E όλων των μετοχών που διαπραγματεύονται στο συγκεκριμένο Χρηματιστήριο.
- Ανάμεσα στο τρέχον P/E μιας συγκεκριμένης μετοχής με το ιστορικό μέσο P/E μιας πενταετίας της ίδιας μετοχής.

Επομένως, ο δείκτης P/E είναι πιο αποτελεσματικός εάν τον χρησιμοποιήσουμε ως ένα εργαλείο σύγκρισης.

Πίνακας 31: P/E (median)

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>P/E (median)</b>	5,26	14,88	16,55	25,02	19,74

<sup>46</sup> Γεωργιάδης Ν , Λιβάνης Ε. (2015). *Μέθοδοι Ανάλυσης Αγοράς και Μετοχών - Θεμελιώδη και Τεχνικά Κριτήρια*. Εκδόσεις Πανεπιστήμιο Μακεδονίας.



Διάγραμμα 18 : P/E

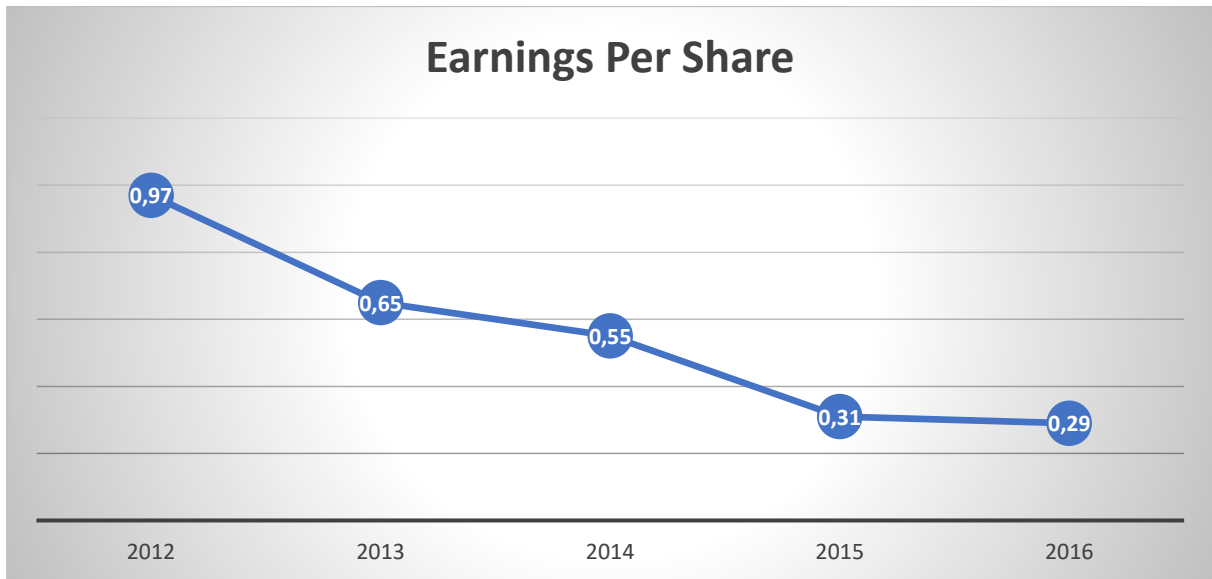
Υπάρχει σαφής επιδείνωση του δείκτη P/E κατά την διάρκεια της πενταετίας ξεκινώντας από το χαμηλό του 5,26 το 2012 και καταλήγοντας στο υψηλό 19,74 για το 2016. Ορθότερο θα ήταν να συγκριθεί αυτός ο δείκτης με τον αντίστοιχο δείκτη από τις ανταγωνίστριες εταιρίες του ΟΤΕ (που είναι Vodafone και Wind) ( η Vodafone όμως δεν είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο)

$$EPS = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Αριθμός Μετοχών}}$$

Το earnings per share (EPS) είναι χρηματοοικονομικός δείκτης που μετράει τα καθαρά έσοδα (κέρδη) ανά μετοχή μιας εταιρίας. Μία μετοχή με υψηλό EPS συνήθως έχει και πιο υψηλή τιμή από μία μετοχή με χαμηλό EPS. Όμως, αν η αγορά πιστεύει ότι μία εταιρία έχει καλό μέλλον τότε μπορεί η μετοχή της να έχει χαμηλό EPS και υψηλή τιμή. Το αντίθετο ισχύει αν η αγορά πιστεύει ότι μία εταιρία δεν έχει θετικό μέλλον. Τότε η τιμή της μετοχής μπορεί να είναι χαμηλή ενώ η εταιρία έχει υψηλό EPS.

Πίνακας 32: EPS (Earnings Per Share)

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>EPS</b>	0,97	0,65	0,55	0,31	0,29



Διάγραμμα 19 : : EPS (Earnings Per Share)

Διαφαίνεται μια σταδιακή μείωση του δείκτη Eps με τάσεις σταθεροποίησης την τελευταία 2ετία στα επίπεδα του 0,3 € ανά μετοχή. Ο δείκτης έρχεται σε πλήρη ακολουθία με τον τρόπο κίνησης των καθαρών κερδών προ τόκων (EBT) και των κερδών προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων (EBITDA).

$$PEG = \frac{P/E}{\text{Μέσος Ετήσιος Ρυθμός Αύξησης Κερδών}}$$

Το price earnings to growth ratio (PEG ratio) είναι η αναλογία του PE ratio με το ρυθμό ανάπτυξης μιας εταιρίας. Ο ρυθμός ανάπτυξης υπολογίζεται από την αλλαγή του earnings per share (EPS) από χρόνο σε χρόνο. Όπως και με το PE ratio, ένα υψηλό PEG ratio σηματοδοτεί υπερέτιμηση της μετοχής από την αγορά και ένα χαμηλό PEG ratio σηματοδοτεί υποτίμηση της μετοχής. Το PEG ratio προτιμάται ως μέτρο υπερέτιμησης/υποτίμησης διότι συμπεριλαμβάνει και την επιρροή της αντιληπτής ανάπτυξης της εταιρίας.

Στην δικιά μας περίπτωση ο ρυθμός αύξησης των κερδών είναι αρνητικός για την τελευταία 5ετία, επομένως ο παραπάνω δείκτης δεν εμφανίζει χαρακτηριστικά ουσιώδους παρατήρησης παρά μόνο στα πλαίσια της ακαδημαϊκής αναφοράς του ορισμού του.

## 6. ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ Ο.Τ.Ε.

### 6.1 Μέθοδος Αποτίμησης και Μεθοδολογία

Για την αποτίμηση της αξίας του Ομίλου Ο.Τ.Ε. χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος των προ εξοφλημένων ελεύθερων ταμειακών ροών δύο σταδίων (two-stage growth FCFF model). Η πρώτη περίοδος ορίστηκε στα 5 έτη και αφορά το διάστημα από το έτος 2017 έως και το έτος 2021, με ένα υψηλό ρυθμό ανάπτυξης. Η δεύτερη περίοδος ξεκινάει από το τέλος της πρώτης περιόδου, δηλαδή το έτος 2022, και εκτείνεται εις στο διηνεκές, με ένα χαμηλότερο ρυθμό ανάπτυξης. Η εφαρμογή της μεθόδου έλαβε χώρα με την χρήση του προγράμματος Microsoft Excel και με τη χρήση των ιστορικών δεδομένων του ομίλου. Η μεθοδολογία της αποτίμησης περιλαμβάνει τα παρακάτω στάδια:

- Υπολογισμός των ελεύθερων ταμειακών ροών (FCFF)
- Υπολογισμός του μεσοσταθμικού κόστους κεφαλαίων (WACC)
- Εκτίμηση της Υπολειμματικής Αξίας (Terminal Value).
- Προσδιορισμός της αξίας της εταιρίας, με την προεξόφληση όλων των προβλεπόμενων ελεύθερων ταμειακών ροών (FCFF), καθώς και της Υπολειμματικής Αξίας (Terminal Value).
- Διενέργεια ανάλυση ευαισθησίας.

### 6.2 Υπολογισμός του FCFF

Για να υπολογίσουμε τις ελεύθερες ταμειακές ροές για την περίοδο (2017-2021) πρέπει να εκτιμήσουμε τα μελλοντικά χρηματοοικονομικά μεγέθη. Συνεπώς, για την εκτίμηση των χρηματοοικονομικών μεγεθών, βασιστήκαμε σε ορισμένους χρηματοοικονομικούς δείκτες που τους υπολογίσαμε στηριζόμενοι στα ιστορικά οικονομικά μεγέθη της προηγούμενης δεκαετίας (2009-2016), όπως αυτά έχουν δημοσιευθεί στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις του Ομίλου.

#### 6.2.1 Υπολογισμός χρηματοοικονομικών δεικτών

Οι τύποι για τους χρηματοοικονομικούς δείκτες είναι οι εξής:

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

Με στόχο να υπολογίσουμε τους μέσους όρους των χρηματοοικονομικών δεικτών για την περίοδο 2010-2016.

Πίνακας 33: Χρηματοοικονομικοί Δείκτες και Μέσος Όρος 2010-2016

ΔΕΙΚΤΗΣ ΠΟΣΟΣΤΟ %	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Μ.Ο.
Ρυθμός Μεταβ. Πωλήσεων	7,99%	-8,11%	-14,05%	-1,76%	-7,89%	-0,40%	-0,26%	-3,50%
EBIT / Πωλήσεις	7,02%	7,00%	13,27%	8,78%	15,03%	10,02%	9,87%	10,14%
Αποσβέσεις / Πωλήσεις	24,86%	26,00%	18,90%	20,49%	20,32%	21,25%	22,55%	22,05%
Δαπάνες για Πάγια / Πωλήσεις	13,70%	14,22%	12,80%	14,21%	15,41%	16,87%	16,71%	14,85%
Μεταβολή Κ.Κίνησης/ Πωλήσεις	-7,32%	-5,29%	-0,50%	2,70%	-0,24%	-0,57%	-4,00%	-2,18%

#### 6.2.2 Πρόβλεψη για τους χρηματοοικονομικούς δείκτες για την περίοδο 2017-2021

Ως βάση για τα χρηματοοικονομικά μεγέθη θα λάβουμε τα τελευταία δημοσιευμένα που έχουμε, δηλαδή του 2016, με τις ανάλογες προσαρμογές που θα κάνουμε με βάση τον

παραπάνω πίνακα. Ιδιαίτερα για τον ρυθμό αύξησης των πωλήσεων λάβαμε υπόψιν μας και τις δημοσιεύσεις καταστάσεις του 1 τμήνου του 2017 (929 εκατ. Ευρώ) σε σύγκριση με το αντίστοιχο τρίμηνο του 2016 (928,5 εκατ. Ευρώ). Παρουσιάζεται αύξηση 0,1%, και ποσοστιαία οι πωλήσεις του 1 τμήνου, αποτελούν το 25% περίπου του συνόλου, σύμφωνα με τα ιστορικά στοιχεία που έχουμε στην διάθεση μας. Δείχνουν λοιπόν μια τάση για αύξηση 0,1%, για κάθε τρίμηνο, οπότε θα θεωρήσουμε ως ετήσιο ρυθμό αύξησης το ποσοστό 0,46% .

Πίνακας 34: Πρόβλεψη για Χρηματοοικονομικά Μεγέθη 2017-2021

<b>Ποσά σε χιλιάδες Ευρώ</b>	<b>2016 Έτος Βάσης</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Ρυθμός Μεταβ. Πωλήσεων		0,46%	0,46%	0,46%	0,46%	0,46%
<b>Πωλήσεις</b>	3.908.100	3.926.077	3.944.137	3.962.280	3.980.507	3.998.817
EBIT / Πωλήσεις		10,14%	10,14%	10,14%	10,14%	10,14%
<b>EBIT</b>	385.600	424.702	467.770	515.204	567.449	624.992
Αποσβέσεις / Πωλήσεις		22,05%	22,05%	22,05%	22,05%	22,05%
<b>Αποσβέσεις</b>	881.400	1.075.787	1.313.045	1.602.628	1.956.077	2.387.477
Δαπάνες για Πάγια / Πωλήσεις		14,85%	14,85%	14,85%	14,85%	14,85%
<b>Δαπάνες για Πάγια</b>	653.000	749.947	861.288	989.159	1.136.014	1.304.672
Μεταβολή Κ.Κίνησης/ Πωλήσεις		-2,18%	-2,18%	-2,18%	-2,18%	-2,18%
<b>Μεταβολή Κ.Κίνησης</b>	-156.200	-152.802	-149.478	-146.227	-143.046	-139.934

Ο φορολογικός συντελεστής για τις ανώνυμες εταιρίες, σύμφωνα με τον κώδικα φορολογίας εισοδήματος φυσικών και νομικών προσώπων Ν.4172/2013 είναι 29%. Για την εκτίμηση των ελεύθερων ταμειακών ροών (FCFF), θα θεωρήσουμε ότι ο συντελεστής, θα παραμείνει σταθερός κατά την διάρκεια της παρούσας μελέτη μας.

### 6.2.3 Υπολογισμός FCFF για την περίοδο 2017-2021

Υπενθυμίζουμε τον τύπο για τον υπολογισμό του FCFF = EBIT (1 - Φορολογικός συντελεστής) + Αποσβέσεις - Μεταβολή στο Κεφάλαιο Κίνησης - Επενδύσεις σε Πάγιο Κεφάλαιο.

Πίνακας 35: Ελεύθερες Ταμειακές Ροές προς την Εταιρία (FCFF) 2017-2021

Ποσά σε χιλιάδες Ευρώ	2017	2018	2019	2020	2021	2022*
EBIT	424.702	467.770	515.204	567.449	624.992	631.242
Μείον Φόρος (T=29%)	123.164	135.653	149.409	164.560	181.248	183.060
Πλέον Αποσβέσεις	1.075.787	1.313.045	1.602.628	1.956.077	2.387.477	2.411.351
Μείον Δαπάνες για Πάγια	749.947	861.288	989.159	1.136.014	1.304.672	1.317.718
Μείον Μεταβολή στο Κ. Κίνησης	-152.802	-149.478	-146.227	-143.046	-139.934	-141.333
<b>FCFF</b>	<b>780.180</b>	<b>933.351</b>	<b>1.125.491</b>	<b>1.365.998</b>	<b>1.666.484</b>	<b>1.683.148</b>

### 6.3 Εκτίμηση του μεσοσταθμικού κόστους κεφαλαίου WACC

Υπενθυμίζουμε το τύπο για τον υπολογισμό του μεσοσταθμικού κόστους κεφαλαίων (WACC), είναι ο εξής:

$$WACC = Cost\ of\ Equity * \left( \frac{Equity}{Debt+Equity} \right) + Cost\ of\ Debt * (1 - t) * \left( \frac{Debt}{Debt+Equity} \right)$$

Γίνεται αντιληπτό ότι πρέπει να υπολογίσουμε πρώτα το κόστος των ιδίων κεφαλαίων (Cost of Equity) και το κόστος δανεισμού (Cost of Debt).

#### 6.3.1 Κόστος δανεισμού (Cost of Debt)

Θα υπολογίσουμε το κόστος δανεισμού για τα πέντε ιστορικά έτη (2012-2016) και εν συνέχεια θα προσδιορίσουμε το μέσο όρο της πενταετίας αυτής. Τα στοιχεία που θα χρειαστούμε θα τα αντλήσουμε από τις δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις, οι οποίες παρουσιάζονται στο τέλος της παρούσας μελέτης, στο σχετικό παράρτημα. Ο τύπος είναι ο εξής:

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

Πίνακας 36: Κόστος Δανεισμού (Cost of Debt)

Ποσά σε χιλιάδες Ευρώ	2012	2013	2014	2015	2016	Μ.Ο.
Χρημ/κό Κόστος	123.650	124.500	101.350	78.700	74.700	100.580
Βραχυπρ. Δανεισμός	1.400	11.000	0	0	0	2.480
Μακροπρ. Δανεισμός	2.635.200	2.556.500	2.173.100	1.755.600	1.941.000	2.212.280
<b>Κόστος Δανεισμού (Cost of Debt)</b>	4,69%	4,85%	4,66%	4,48%	3,85%	4,51%

Παρόλο που ο μέσος όρος του κόστους δανεισμού υπολογίζεται στο 4,51% θα λάβουμε ως κόστος των ιδίων κεφαλαίων το πιο αισιόδοξο σενάριο, το 3,85% που είναι του 2016 (τελευταία χρονιά μελέτης μας) συνυπολογίζοντας και την πρόσφατη επιτυχία της Ελλάδας (Ιούλιος 2017) με την έκδοση του 5ετους ομολόγου και με κόστος δανεισμού στο 4,625%.

### 6.3.2 Κόστος ιδίων κεφαλαίων (Cost of Equity)

Υπενθυμίζουμε τον τύπο για το κόστους των Ιδίων Κεφαλαίων είναι ο εξής :

$$\text{Cost of Equity} = R_f + \text{Beta} * \text{Risk Premium}$$

Για το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου (Risk Free Rate) λαμβάνουμε το μέσο όρο της απόδοσης του ελληνικού ομολόγου δεκαετούς διάρκειας το τελευταίο τρίμηνο από την παράδοση της παρούσας διπλωματικής εργασίας του 2017 ( δηλαδή Μάιο με Ιούλιο) που είναι 5,63%<sup>47</sup>, επειδή η Ελλάδα είναι χώρα όπου ο όμιλος Ο.Τ.Ε. δραστηριοποιείται και αποκτά την πλειοψηφία του συνόλου των εσόδων του.

Πίνακας 37: Απόδοση 10 έτους Ελληνικού Ομολόγου το 2016

Ποσοστό %	Μάιος 2017	Ιούνιος 2017	Ιούλιος 2017	Μ.Ο.
Απόδοσή 10 ετούς Ομολόγου	6,096%	5,433%	5,372%	5,63%

Ο συντελεστής beta που εφαρμόστηκε είναι το 5-Years Beta όπως έχει υπολογιστεί και παρουσιάζεται στις ιστοσελίδες των Financial Times<sup>48</sup> και Reuters<sup>49</sup>. Επομένως, ο συντελεστής beta που εφαρμόσαμε είναι 1,09.

<sup>47</sup> <https://gr.investing.com/rates-bonds/greece-10-year-bond-yield-historical-data>

<sup>48</sup> <https://markets.ft.com/data/equities/tearsheet/summary?s=HTO:ATH>

<sup>49</sup> <http://www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=OTEr.AT>

Για το επασφάλιστρο κινδύνου (Risk Premium), θεωρήσαμε το Risk Premium την αγορά των Η.Π.Α και προσθέσαμε τον κίνδυνο της χώρας (Ελλάδα- country spread),  $\text{Risk Premium} = \text{US Risk Premium} + \text{Country Spread}$ . Ο παρακάτω πίνακας όποιος εμφανίζει αυτά τα στοιχεία, διεξήλθε από τα στοιχεία της μελέτης του καθηγητή Α. Damodaran όπως εμφανίζονται στην ιστοσελίδα του<sup>50</sup>

Πίνακας 38: Οικονομικοί Δείκτες για Ελλάδα και Η.Π.Α. για το έτος 2017

Χώρα	Rating-based Default Spread	Country Risk Premium
Ελλάδα	11,55%	14,21%
Η.Π.Α.	0,00%	0,00%

Επομένως,  $\text{Risk Premium} = 0\% + 11,55\% = 11,55\%$ .

Καταλήγοντας λοιπόν, το κόστος των Ιδίων Κεφαλαίων είναι:  $\text{Cost of Equity} = \text{Risk Free Rate} + \text{Beta} \times \text{Risk Premium} = 5,63\% + (1,09 \times 11,55\%) = 18,22\%$

### 6.3.3 Υπολογισμός του WACC

Σύμφωνα με όσα αναφέρθηκαν παραπάνω και εφόσον υπολογίσουμε το μέσο όρο της πενταετίας 2012-2016 για το φορολογικό συντελεστή της Ελλάδος, τα ποσοστά των ιδίων κεφαλαίων:  $\text{Equity}/(\text{Debt}+\text{Equity})$  και ξένων κεφαλαίων:  $\text{Debt}/(\text{Debt}+\text{Equity})$ , όπως αυτά εμφανίζονται στις ετήσιες χρηματοοικονομικές εκθέσεις του Ομίλου Ο.Τ.Ε., είμαστε σε θέση να εκτιμήσουμε το μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίων.

Μέσο ποσοστό Ιδίων Κεφαλαίων (2012-2016) : 31,01%

Μέσο ποσοστό Ξένων Κεφαλαίων (2012-2016) : 68,99%

Μέσος Όρος Φορολογικού Συντελεστή (2012-2016)<sup>51</sup> : 25,40%

Πίνακας 39: Υπολογισμός του WACC για τον Όμιλο Ο.Τ.Ε.

	% Ιδίων Κεφ.	Κόστος Ιδίων Κεφ.	% Ξένων Κεφ.	Κόστος Ξένων Κεφ.	Κόστος Ξένων Κεφ. μετά από φόρους	
<b>WACC</b>	31,01%	18,22%	68,99%	3,85%	2,87%	<b>7,63%</b>

## 6.4 Εκτίμηση της υπολειμματικής αξίας

<sup>50</sup> [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)

<sup>51</sup> <https://www.taxheaven.gr/pages/klimakes>

Θα πρέπει να εκτιμήσουμε ένα ρυθμό μεγέθυνσης. Για τον υπολογισμό του θα βασιστούμε στα ιστορικά στοιχεία που έχουμε από τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις των ετών 2012 – 2016. Υπενθυμίζουμε τους τύπους που θα χρειαστούμε για τους υπολογισμούς μας:

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

$$\text{Reinvestment} = \frac{(\text{Net Cap Ex} + \text{Change in WC})}{[\text{EBIT}(1 - t)]}$$

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

Πίνακας 40: Εκτίμηση ρυθμού μεγέθυνσης (g)

Σε χιλ. Ευρώ	2012	2013	2014	2015	2016	M.O.
Net Capital Expenditures	-264.100	-237.800	-192.500	-171.000	-228.400	
Change in W. capital	-911.100	772.300	-27.500	-137.600	367.290	
EBIT (1-T)	459.600	921.300	435.934	289.414	273.776	
<b>Reinvestment Rate</b>	<b>-2,56</b>	<b>0,58</b>	<b>-0,50</b>	<b>-1,07</b>	<b>0,51</b>	
EBIT (1-T)	459.600	921.300	435.934	289.414	273.776	
BV Debt	2.636.600	2.567.500	2.173.100	1.755.600	1.941.000	
BV Equity	1.988.800	2.295.700	2.498.400	2.609.200	2.651.700	
<b>ROC</b>	<b>0,10</b>	<b>0,19</b>	<b>0,09</b>	<b>0,07</b>	<b>0,06</b>	
<b>g<sub>EBIT</sub></b>	<b>-25,41%</b>	<b>10,99%</b>	<b>-4,71%</b>	<b>-7,07%</b>	<b>3,02%</b>	<b>-4,63%</b>

Από τον παραπάνω πίνακα προκύπτει ως μέσος όρος ρυθμού μεγέθυνσης για την 5ετία 2012-2016 αρνητικός -4,63%. Αυτό οφείλεται στην επίδραση των αρνητικών g τις χρονιές 2012,2014 και 2015. Δηλαδή από την αρνητική μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης που είχαμε αυτές τις χρονιές. Είναι σαφές όμως, ότι ο ρυθμός μεγέθυνσης δεν μπορεί να είναι αρνητικός, για αυτό θα επαναπροσδιορίσουμε την τεχνική με την όποια θα καθορίσουμε το g. Θα πάρουμε ως ρυθμό μεγέθυνσης το g της τελευταίας χρονιάς, το 2016, που είναι g=3,02% και για λόγους στρογγυλοποίησης θα πάρουμε το g = 3,00%. Μετά το τέλος της πρώτης περιόδου δηλαδή από το 2022 και εις το διηνεκές ο ρυθμός ανάπτυξης υπολογίζεται g=1%

και αυτό δικαιολογείται από τις θετικές προβλέψεις για την εξέλιξη του ΑΕΠ της Ελλάδος σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του ΔΝΤ και της Ευρωπαϊκής Ένωσης<sup>52</sup>.

Πέρα του ότι θεωρούμε την τελευταία χρονιά, ως δεσπόζουσα σημασίας για τον ορισμό του ρυθμού μεγέθυνσης με το ποσοστό του 3,02%, η παραπάνω παραδοχή μας βασίζεται και στην αυξητική τάση που ακολούθησαν τα οικονομικά μεγέθη του ομίλου τα δυο πρώτα τρίμηνα του 2017 όπως αυτά έχουν δημοσιεύσει. Ακόμη η ετησία έκθεση της εθνικής επιτροπής τηλεπικοινωνιών και ταχυδρομείων (ΕΕΤΤ)<sup>53</sup> στις αναφορές τις για τις προοπτικές του κλάδου των τηλεπικοινωνιών δίνει ιδιαίτερη σημασία συνεχιζόμενη ανάπτυξη της ευρυζωνικής πρόσβασης σε υπέρ-υψηλές ταχύτητες (με έμφαση σε δίκτυα οπτικών ινών) και την αυξανόμενη ζήτηση για κινητές ευρυζωνικές υπηρεσίες (ιδιαίτερα σε δίκτυα 4G/LTE), που θα αποφέρουν στον κλάδο τάσεις ανάπτυξης και μεγέθυνσης. Για το λόγο αυτό παραθέτουμε ενδεικτικά, και τις επενδυτικές ανακοινώσεις που έχουν γίνει από την μεριά της διοίκησης του Ο.Τ.Ε.<sup>54</sup> : «Σε €1,5 δισ. αυξάνει ο Όμιλος ΟΤΕ τις επενδύσεις του για την ανάπτυξη Δικτύων Νέας Γενιάς σε σταθερή και κινητή τηλεφωνία την τετραετία 2017-2020. Παρά τη δύσκολη οικονομική συγκυρία, ο Όμιλος αυξάνει κατά €200 εκατ. το επενδυτικό του πλάνο, περνώντας οπτικές ίνες και συμβάλλοντας στην τεχνολογική ανάπτυξη της χώρας. Έχοντας ήδη επενδύσει πάνω από €2 δισ. την περασμένη εξαετία, ο Όμιλος είναι, με διαφορά, ο μεγαλύτερος επενδυτής σε υποδομές τηλεπικοινωνιών στην Ελλάδα. Αξίζει να σημειωθεί ότι στα ποσά αυτά δεν περιλαμβάνονται οι επιπλέον επενδύσεις του Ομίλου για φάσμα και υπηρεσίες τηλεόρασης.»

Επομένως η υπολειμματική αξία είναι η έξης:

$FCFF \text{ διηλεκές} = [FCFF \text{ 2021} \times (1+g)] / WACC - g = \underline{25.380.112,86}$  Ευρώ

## 6.5 Προσδιορισμός της αξίας

Για να υπολογίσουμε την αξία του Ομίλου Ο.Τ.Ε. θα πρέπει να προεξοφλήσουμε τις ελεύθερες ταμειακές ροές και την υπολειμματική αξία που υπολογίσαμε προηγουμένως χρησιμοποιώντας το μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίων (WACC) 7,63%. Υπενθυμίζουμε τον τύπο που χρησιμοποιούμε:

<sup>52</sup><http://www.kathimerini.gr/858422/article/oikonomia/ellhnikh-oikonomia/anapy3h-me-asteriskoys-provlepei-h-ee-gia-thn-ellada>

<sup>53</sup> <http://www.eett.gr/opencms/opencms/EETT/Journalists/MarketAnalysis/MarketReview/>

<sup>54</sup>[https://www.cosmote.gr/fixed/corporate/media-center/news/details/-/asset\\_publisher/](https://www.cosmote.gr/fixed/corporate/media-center/news/details/-/asset_publisher/)

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

Καταλήγοντας, η "δίκαιη" αξία της μετοχής προκύπτει διαιρώντας την καθαρή αξία με τον αριθμό των κοινών μετοχών που είναι σε κυκλοφορία. Με βάση την ετήσια οικονομική έκθεση ο αριθμός των κοινών μετοχών σε κυκλοφορία στις 31/12/2016 ανέρχεται σε 490.150.389.

Πίνακας 41: Προσδιορισμός Αξίας του Ομίλου Ο.Τ.Ε. και της Μετοχής

	2017 Εκτιμηθέν	2018 Εκτιμηθέν	2019 Εκτιμηθέν	2020 Εκτιμηθέν	2021 Εκτιμηθέν	Μακροχρόνια Εκτίμηση
FCFF	780.180	933.351	1.125.491	1.365.998	1.666.484	1.683.148,71
Συντελεστής Προεξόφλησης	0,9291	0,8632	0,8020	0,7451	0,6923	0,6923
Παρούσα Αξία FCFF	724.861	805.683	902.653	1.017.861	1.153.716	
Σωρευμένη Παρούσα Αξία	724.861	1.530.544	2.433.197	3.451.057	4.604.773	
Υπολειμματική Αξία						25.380,11
Παρούσα Αξία Υπολειμματικής Αξίας						17.570,79
Αξία Ομίλου	4.622.343,88					
Αριθμός Μετοχών	490.150,39					
Αξία Μετοχής	9,43					

## 6.6 Ανάλυση ευαισθησίας

Το υπόδειγμα της προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών (FCFF) προς την επιχείρηση που εφαρμόστηκε στηρίζεται σε σημαντικό βαθμό σε εκτιμήσεις και προβλέψεις που διεξήγαμε, στις οποίες εμπεριέχεται η δυνατότητα να υφίσταται κάποιο σφάλμα εκτίμησης. Για το λόγο αυτό θα πραγματοποιήσουμε μια ανάλυση ευαισθησίας όπου θα συμπεριλάβουμε τις μεταβλητές, μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίων (WACC) και ρυθμό μεγέθυνσης των κερδών (g). Οι μεταβλητές αυτές χρησιμοποιήθηκαν γιατί εξαρτώνται σε

σημαντικό βαθμό από τη μικροοικονομικό και μακροοικονομικό περιβάλλον τόσο του ίδιου του Ομίλου όσο και της ελληνικής οικονομίας γενικότερα.

Για τον το ρυθμό μεγέθυνσης, ως ελάχιστη τιμή πήραμε το 0,50% και ως μέγιστη το 4%. Για μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίων (WACC), ως ελάχιστη τιμή θεωρούμε το 6% και μπορεί να μεταβάλλεται μέχρι το 11%. Η αύξηση του μπορεί να συμβεί από επιδείνωση των συνθηκών της αγοράς σε συνάρτηση με τις προβλέψεις που κάναμε. Αντιθέτως, η μείωση του μπορεί να προέλθει από ομαλοποίηση των προβλέψεων μας σχετικά με την πορεία της αγοράς και των μακροοικονομικών μεγεθών.

Διαπιστώνουμε πως το εύρος της τιμής της μετοχής κυμαίνεται από 8,53€ έως 10,00€, με την αξία του Ομίλου να διαμορφώνεται στις 4.181.658,89 χιλιάδες € στο αρνητικό σενάριο και στις τις 4.901.862,15 χιλιάδες € στο πιο θετικό σενάριο.

Πίνακας 42: Ανάλυση Ευαισθησίας της Μετοχής του Ομίλου Ο.Τ.Ε.

	Ρυθμός Μεγέθυνσης (g)							
WACC	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%
6,00%	9,92 €	9,92 €	9,93 €	9,94 €	9,95 €	9,96 €	9,98 €	10,00 €
6,50%	9,76 €	9,77 €	9,77 €	9,78 €	9,78 €	9,79 €	9,81 €	9,82 €
7,00%	9,61 €	9,62 €	9,62 €	9,62 €	9,63 €	9,64 €	9,65 €	9,66 €
7,50%	9,47 €	9,47 €	9,47 €	9,48 €	9,48 €	9,49 €	9,49 €	9,50 €
7,63%	9,43 €	9,43 €	9,43 €	9,44 €	9,44 €	9,45 €	9,45 €	9,46 €
8,00%	9,32 €	9,32 €	9,33 €	9,33 €	9,33 €	9,34 €	9,34 €	9,35 €
8,50%	9,18 €	9,18 €	9,19 €	9,19 €	9,19 €	9,20 €	9,20 €	9,21 €
9,00%	9,05 €	9,05 €	9,05 €	9,05 €	9,05 €	9,06 €	9,06 €	9,06 €
9,50%	8,91 €	8,91 €	8,92 €	8,92 €	8,92 €	8,92 €	8,93 €	8,93 €
10,00%	8,78 €	8,78 €	8,79 €	8,79 €	8,79 €	8,79 €	8,79 €	8,80 €
10,50%	8,66 €	8,66 €	8,66 €	8,66 €	8,66 €	8,66 €	8,66 €	8,67 €
11,00%	8,53 €	8,53 €	8,53 €	8,53 €	8,54 €	8,54 €	8,54 €	8,54 €

Ως συμπέρασμα από την ανάλυση και την μελέτη που διενεργήθηκε στους παραπάνω πίνακες, έχουμε ότι η εύλογη τιμή της μετοχής του Ο.Τ.Ε είναι 9,43 €. Η τιμή της μετοχής μέσος όρος τον τελευταίο μήνα μελέτης μας (Ιούλιος 2017) στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ήταν 10,78 €. Επομένως με βάση την έρευνα μας, η μετοχή παρουσιάζεται υπερτιμημένη σε ποσοστιαία κλίμακα κατά 12,52%.

## 7. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Με δεδομένο ότι βρισκόμαστε στην εβδόμη χρονιά της οικονομικής επιτήρησης και την ογδόη κατά σειρά ύφεσης της Ελληνικής οικονομίας, η κοινωνική δομή και οργάνωση της Ελλάδας δοκιμάζονται έντονα, με τις συνέπιες να είναι ορατές και εμφανείς στις επιχειρήσεις και τους ομίλους που έχουν ως έδρα και δραστηριότητα την χώρα μας. Με βάση την μελέτη και ερευνά που πραγματοποιήσαμε για τον Οργανισμό Τηλεπικοινωνιών Ελλάδος, μπορούμε να συμπεράνουμε ότι αποτελεί μια εξαίρεση στον γενικό κανόνα της χώρας.

Η στρατηγική ανάλυση, που πραγματοποιήσαμε στο τέταρτο κεφάλαιο, μας δείχνει την πλήρη εικόνα για την θέση της εταιρίας στον κλάδο των τηλεπικοινωνιών, που δεν είναι άλλη, από τον ηγεσία του κλάδου. Η ανάλυση Porter μας δείχνει τα σημαντικά πλεονεκτήματα που έχει ο όμιλος ως προς τα υποκατάστατα προϊόντα, του νεοεισερχομένου και υφιστάμενους ανταγωνιστές και την σχέση με τους προμηθευτές της. Οι δυνάμεις και ευκαιρίες της εταιρίας υπερσχύουν έναντι των αδυναμιών και απειλών στην SWOT ανάλυση. Με τον κύριο κίνδυνο να θεωρείται η αβεβαιότητα για την εξέλιξη της οικονομικής κρίσης, τον οποίο όμως αντιμετωπίζει με επιτυχία, ο όμιλος τα τελευταία οχτώ χρόνια.

Στην χρηματοοικονομική ανάλυση του ομίλου ΟΤΕ στο πέμπτο κεφάλαιο έχουμε χρήσιμα συμπεράσματα που όλα συγκλίνουν από διαφορετική πλευρά στα ίδια αποτελέσματα. Πιο συγκεκριμένα από την καθετή ανάλυση, έχουμε ως συμπέρασμα, την σταδιακή μείωση του συνόλου των υποχρεώσεων ως ποσοστού του παθητικού (πίνακας 10). Παρόμοια δεδομένα αντλούμε από τους αριθμοδείκτες δανειακής επιβάρυνσης και απομόγλευσης, που ο μεν πρώτος για το 2016 έχει τιμή 64,98% από 76,23% που είχε το 2012 (πίνακας 25) και για τον δεύτερο η τιμή του από 1,06 το 2012 έγινε το 2016 0,28 (πίνακας 27). Δείχνουν και τα δυο στοιχεία την γενικότερη πολιτική που ακολουθεί ο όμιλος για την σταδιακή μείωση των δανειακών του υποχρεώσεων. Επιπροσθέτως στα παραπάνω στοιχεία, συντελεί και το γεγονός, της μείωσης του κόστους δανειακών κεφαλαίων που υπολογίσαμε στο κεφάλαιο έξι, από 4,69% το 2012 γίνεται 3,85% το 2016 (πίνακας 36).

Μια άλλη σημαντική παρατήρηση, είναι η σταδιακή μείωση του ύψους των πωλήσεων (οριζόντια ανάλυση), με το 2016 να αποτελεί το 77,57% του ύψους των πωλήσεων, το έτος βάσης του 2011 (πίνακας 13). Ήπια θετική εξέλιξη, θεωρείται η σταθερή τάση, ως ποσοστό των συνολικών λειτουργικών εξόδων στο κύκλο εργασιών, που κυμαίνεται στο 62,12% το 2016, παρόμοια με το 2012, που ήταν 62,64% (πίνακας 11) Το κόστος

πωληθέντων αυξάνεται ως ποσοστό του κύκλου εργασιών με συνέπεια να επηρεάζεται το ύψος του μικτού κέρδους ενώ αντιθέτως τα χρηματοοικονομικά έξοδα μειώνονται ως ποσοστό (πίνακας 11). Τα στοιχεία αυτά επιβεβαιώνονται και από την ανάλυση του νεκρού σημείου που ως ποσοστό επί των πωλήσεων, το νεκρό σημείο το 2016 είναι 90,69%, ενώ το 2012 ήταν 81,15% (πίνακας 14) (παρόμοια τάση έχει και το περιθώριο ασφαλείας) Επιβεβαίωση, επίσης, υπάρχει και από τους αριθμοδείκτες καθαρού και μικτού κέρδους, με το περιθώριο καθαρού κέρδους το 2016 να είναι 6,46%, ενώ το 2012 ήταν 13,15% (πίνακας 28).

Σημαντικότερα ευρήματα αποτελούν οι αριθμοδείκτες για την μέση περίοδο είσπραξης απαιτήσεων, διάρκειας αποθεμάτων και εξόφλησης προμηθευτών. Για το 2016 οι τιμές των προαναφερόμενων αριθμοδεικτών είναι 73, 18 και 613 μέρες αντίστοιχα. (πίνακες 21,22 και 23) Οι παραπάνω δείκτες είναι όλοι θετικοί για τον όμιλο, με συνέπεια ο λειτουργικός κύκλος της εταιρείας να είναι 89 μέρες και δε εμπορικός να έχει αρνητικές τιμές, για το 2016 (πίνακας 24 και διάγραμμα 10). Αυτά τα ευρήματα μας δείχνουν ότι όμιλος πληρώνεται από τους πελάτες (73 μέρες) γρηγορότερα από ότι πληρώνει τους προμηθευτές (613 μέρες) και όταν πραγματοποιεί τις αγορές δεν κρατεί στοκ εμπορευμάτων για πολλές μέρες (18 μέρες).

Ο αριθμοδείκτης απόδοσης συνόλου ενεργητικού (ROA), για το 2016 είναι 3,33% ενώ αντιστοίχως το 2012 είναι 6,80% (πίνακας 29). Ο αριθμοδείκτης το 2016 είναι χαμηλότερος από το κόστος δανειακών κεφαλαίων που υπολογίσαμε (3,85%), όμως με βάση τα πρόσφατα στοιχεία για τις τελευταίες εκδόσεις του ομίλου σε ομολογιακά δάνεια, το κόστος αυτό θα διαμορφωθεί φέτος σε κάτω από 3% (άρθρο του πρόεδρου και διευθύνοντα συμβούλου Μ. Τσαμάζ στην ιστοσελίδα [europeanseo.com](http://europeanseo.com) στις 19.07.2017).

Στην αποτίμηση της εταιρίας που πραγματοποιήθηκε στο έκτο κεφάλαιο συμφωνά με το μοντέλο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών βρέθηκαν πολύ ουσιαστικά και χρήσιμα στοιχεία για τον όμιλο ΟΤΕ. Οι ελεύθερες ταμειακές ροές προς την εταιρεία (FCFF) για το 2022 είναι 1.683.148 χιλ. ευρώ (πίνακας 35), η απόδοση του ελληνικού δεκαετούς ομολόγου ως μέσος όρος των μηνών Μαΐου-Ιουλίου του 2017 είναι 5,98% (πίνακας 37) με συνέπεια το κόστος ιδίων κεφαλαίων για τον όμιλο να ανέρχεται στο αρκετά υψηλό ποσοστό του 18,22%. Κύριο μερίδιο για αυτό το υψηλό ποσοστό, έχει η οικονομική κρίση που πλήττει την ελληνική οικονομία και η αναξιοπιστία των κυβερνήσεων της Ελλάδας τα τελευταία χρόνια, με συνέπεια την χαμηλή πιστοληπτική αξιολόγηση της χώρας. Αντίστοιχα ποσοστά των ευρωπαϊκών ομιλών τηλεπικοινωνιών κυμαίνονται, σε πολλαπλάσια ποσοστά, χαμηλότερα.

Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου υπολογίστηκε στο 7,63% (πίνακας 39), ο ρυθμός μεγέθυνσης για το διάστημα 2012-2016 είναι 3,02% (πίνακας 40) και υπολειμματική αξία του ομίλου ανήλθε στις 25.380,11 χιλ. ευρώ. Απ' όλα τα παραπάνω υπολογίστηκε η αξία του ομίλου στις 4.622.343,88 χιλ. ευρώ (πίνακας 41) με συνέπεια η 'δίκαιη' τιμή της μετοχής να ανέλθει στα 9,43 € (πίνακας 41), υπερτιμημένη κατά 12,52% σε σχέση με την μέση τιμή του τελευταίου μήνα προετοιμασίας της παρούσας εργασίας (Ιούλιος 2017).

Συνοψίζοντας, η πορεία και η εξέλιξη του ομίλου Ο.Τ.Ε., με βάση τα στοιχεία και τα δεδομένα που παρουσιάστηκαν στην διπλωματική εργασία, προμηνύεται θετική, παρά τις δύσκολες συνθήκες που αντιμετωπίζει και θα αντιμετωπίσει, τόσο στο εσωτερικό όσο και εξωτερικό περιβάλλον δραστηριοτήτων του.

## Βιβλιογραφία

### Ελληνική Βιβλιογραφία

Βασιλείου Δ., Ηρειώτης Ν.(2008), Χρηματοοικονομική Διοίκηση - Θεωρία και Πρακτική, Εκδόσεις Rosili, Αθήνα.

Γεωργιάδης Ν , Λιβάνης Ε. (2015), Μέθοδοι Ανάλυσης Αγοράς και Μετοχών - Θεμελιώδη και Τεχνικά Κριτήρια, Εκδόσεις Πανεπιστήμιο Μακεδονίας.

Ευθυμόγλου Π. (2009), Θέματα Χρηματοοικονομικής Διοίκησης, Τεύχος Α΄, Πειραιάς.

Λαζαρίδης Γ. και Παπαδόπουλος Δ. (2005), Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Βασικές έννοιες χρηματοοικονομικής, χρηματοοικονομικός σχεδιασμός και διοίκηση κεφαλαίου κίνησης. Τεύχος Α, Θεσσαλονίκη.

Λαζαρίδης Γ. και Παπαδόπουλος Δ., (2010), Επιχειρηματική Ανάλυση και προσδιορισμός αξίας, Θεσσαλονίκη.

Λαζαρίδης Θ. (2014), Αποτίμηση επιχειρήσεων : Θεωρία – Μεθοδολογία - Πρακτική, Εκδόσεις Αφοί Κυριακίδη Α.Ε., Θεσσαλονίκη.

Μπατσινίλας Ε. και Πατατούκας Κ., (2012), Σύγχρονη ανάλυση και διερεύνηση των οικονομικών καταστάσεων, Εκδόσεις Αθ. Σταμούλη, Αθήνα.

Μπατσινίλας Ε. και Πατατούκας Κ., (2012), Σύγχρονη Λογιστική, Τόμος Α, Εκδόσεις Αθ. Σταμούλη, Αθήνα.

Νεγκάκης Χ., (2015), Διεθνή πρότυπα χρηματοοικονομικής αναφοράς θεωρία και εφαρμογές, Θεσσαλονίκη.

Νούλας Α. (2015), Χρηματοοικονομική διοίκηση, Θεσσαλονίκη.

Νούλας Α. (2006), Αγορές χρήματος και κεφαλαίου, Θεσσαλονίκη.

Πρωτοψάλτης Ν., (1999), Καταστάσεις ταμειακών ροών, Εκδόσεις Αθ. Σταμούλη, Αθήνα.

Πρωτοψάλτης Ν. Στεφάνου Α και Τρισμπιώτη Α., (2012), Επενδύσεις νέα χρηματοπιστωτικά μέσα νέοι χρηματοοικονομικοί θεσμοί, Ινστιτούτο Εκπαίδευσης Σώματος Ορκωτών Ελεγκτών Λογιστών (ΙΕΣΟΕΛ), Αθήνα.

Τσακλάγκανος Α., (2005), Προϋπολογισμοί Budgeting, Εκδόσεις Αφοί Κυριακίδη Α.Ε, Θεσσαλονίκη.

Τσακλάγκανος Α., (2006), Χρηματοδότηση και αξιολόγηση επενδύσεων, Τόμος III, Εκδόσεις Αφοί Κυριακίδη Α.Ε., Θεσσαλονίκη.

Τσακλάγκανος Α, (2007), Χρηματοδότηση και αξιολόγηση επενδύσεων, Τόμος II, Εκδόσεις Αφοί Κυριακίδη Α.Ε., Θεσσαλονίκη.

Ρέππας Π. (2002), Οικονομική ανάπτυξη θεωρίες και στρατηγική, Τόμος Α, Εκδόσεις Παπαζήση, Θεσσαλονίκη.

Σαπουντζόγλου Γ. και Πεντότης Χ. (2009), Τραπεζική Οικονομική, Τόμος Α, Εκδόσεις Μπενού Γ., Αθήνα.

Σφαρνάς Α. (1993). Αποτίμηση Επιχειρήσεων, Γαλαίος, Αθήνα.

Φιλίππατος Γ .(1986), Κόστος Κεφαλαίου - Πολιτική Μερισμάτων και Χαρτοφυλακίου. Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα.

Χατζησταυράκης Μ., (2013) Διεθνή πρότυπα χρηματοοικονομικής αναφοράς (Δ.Π.Χ.Α.) Ινστιτούτο Εκπαίδευσης Σώματος Ορκωτών Ελεγκτών Λογιστών (ΙΕΣΟΕΛ), Αθήνα.

Georgiadis N. (2015), Corporate & equity valuation approaches: presentation of approaches and influential factors of value: how the approaches interact, why they are used for different purposes and how to apply the valuation approaches via a weighting methodology. Διδακτορική Διατριβή, Θεσσαλονίκη.

## **Ξενογλώσση Βιβλιογραφία**

Brealy R., Myers S. and Allen F. (2003), Principles of Corporate Finance. 7th Edition, McGraw Hill.

Brown K. and Reilly F. (2009), Analysis of investment and management portfolios, 9th Edition, South Western Cengage Learning, Canada.

CFA Institute (2007), Equity Asset Valuation. 2nd Edition, New Jersey.

Damodaran A., (2001), Twelve myths in valuation. P3-41.

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

Damodaran A. (2010), The Dark Side of Valuation. Upper Saddle River, New Jersey, Pearson Education.

Damodaran A. (2011), Applied Corporate Finance, 3rd Edition, John Wiley & Sons Inc.

Fernandez P. (2004), Company Valuation Methods - The Most Common Errors in Valuation, Paper No 449, IESE Business School.

Gordon M.J. (1959), Dividends, earnings and stock prices, The review of economics and statistics.

Hunger D. and Wheelen T. (2003), Essentials of strategic management, 3<sup>rd</sup> Edition, Prentice Hall, New Jersey.

Palepu K., Healy P. and Bernard V. (2004), Business Analysis and Valuation - Using Financial Statements, 3<sup>rd</sup> Edition.

Penman S. H. (2007), Financial Statement Analysis and Security Valuation. 3rd Edition, International Edition, McGraw – Hill.

## **Ιστοσελίδες**

<http://www.bankofgreece.gr>

<https://www.bloomberg.com>

<https://www.cosmote.gr>

<http://www.eett.gr>

<https://www.europeanceo.com>

<https://gr.investing.com>

[http://iraj.gr/IRAJ/IRAJ\\_VIEW on Valuation Myths and Truths.pdf](http://iraj.gr/IRAJ/IRAJ_VIEW on Valuation Myths and Truths.pdf)

<http://www.kathimerini.gr>

<https://markets.ft.com>

<http://www.naftemporiki.gr>

<https://www.euretirio.com>

<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>

<http://www.reuters.com>

<http://www.statistics.gr/> ΕΛΣΤΑΤ, Eurostat «Η Ελλάδα σε Αριθμούς» – ICAP 2015, «Greece 2015» - OCDE360, «Κρατικός προϋπολογισμός 2016» - Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας.

<https://www.taxheaven.gr>

## **Οικονομικές Εκθέσεις**

Ετήσιες δημοσιευμένες οικονομικές εκθέσεις του Ομίλου Ο.Τ.Ε. 2012

Ετήσιες δημοσιευμένες οικονομικές εκθέσεις του Ομίλου Ο.Τ.Ε. 2013

Ετήσιες δημοσιευμένες οικονομικές εκθέσεις του Ομίλου Ο.Τ.Ε. 2014

Ετήσιες δημοσιευμένες οικονομικές εκθέσεις του Ομίλου Ο.Τ.Ε. 2015

Ετήσιες δημοσιευμένες οικονομικές εκθέσεις του Ομίλου Ο.Τ.Ε. 2016









