



ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ

Διπλωματική Εργασία

**ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ (ΕΛΛΑΣ) Α.Ε. ΜΕ ΤΗ
ΜΕΘΟΔΟ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΤΩΝ ΑΔΕΣΜΕΥΤΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ**

ΤΟΥ

ΝΙΚΟΛΑΟΥ ΜΕΡΜΗΓΚΑ

Επιβλέπων Καθηγητής: Ευστράτιος Λιβάνης

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

Νοέμβριος 2018

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή μου κ. Λιβάνη Ευστράτιο για την αποτελεσματική και πολύτιμη καθοδήγησή του κατά τη διάρκεια εκπόνησης της διπλωματικής μου εργασίας.

Επίσης, θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένεια μου για την ηθική στήριξη και ενθάρρυνση προς το πρόσωπό μου.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η επιτυχία μιας εταιρείας μετριέται από την αξία της. Πολλοί επιχειρηματίες δεν γνωρίζουν την πραγματική αξία της εταιρείας τους και ασχολούνται με αυτήν μόνον όταν αναγκαστούν να το κάνουν (π.χ. σε περίπτωση εξαγοράς ή συγχώνευσης) αλλά, ακόμα και τότε, συνηθίζουν να καταφεύγουν σε εμπειρικούς τρόπους εκτίμησης. Στην κατηγορία των «μικρών επιχειρήσεων» ο καθορισμός της αξίας της επιχείρησης είναι πρακτικά σχεδόν άγνωστη. Όμως η γνώση είναι δύναμη, οπότε η γνώση της καθαρής αξίας μιας εταιρείας και των παραγόντων που την διαμορφώνουν, αποτελεί σημαντικό εργαλείο και ένδειξη για το που βρίσκεται η εταιρεία και κυρίως για το πώς μπορεί μακροπρόθεσμα να βελτιωθεί.

Η αποτίμηση μιας εταιρείας είναι εκ φύσεως μια πολύπλοκη διαδικασία που απαιτεί γνώση της αγοράς, αναλυτικές ικανότητες καθώς και κριτική ικανότητα. Κατά τις περιόδους οικονομικής ύφεσης, οι απόπειρες αποτίμησης μιας εταιρείας δυσχεραίνονται περαιτέρω για πολλούς λόγους. Στην διαδικασία Αποτίμησης της Αξίας Επιχειρήσεων (Business Valuation), είναι απαραίτητη η χρησιμοποίηση επιστημονικών μεθόδων για τον προσδιορισμό αυτής. Το πρώτο βήμα για την αποτίμηση μιας επιχείρησης είναι η καταγραφή, επεξεργασία και ανάλυση των βασικών οικονομικών και νομικών της δεδομένων. Με βάση τα αποτελέσματα της ανάλυσης γίνεται η επιλογή της κατάλληλης μεθόδου αποτίμησης με στόχο να προσδιοριστεί ένα λογικό εύρος για την αξία της επιχείρησης. Οι συνηθέστεροι χρησιμοποιούμενοι μέθοδοι αποτίμησης επιχειρήσεων είναι αυτές που στηρίζονται στα λογιστικά δεδομένα, στη πρόβλεψη των μελλοντικών Ταμειακών Ροών και αυτές βάσει των Δεικτών Αγοράς. Σε κάθε περίπτωση, η αποτίμηση μιας επιχείρησης είναι απαραίτητη προκειμένου να γίνει η εξαγορά εταιρικού μεριδίου ή συγχώνευση της με κάποια άλλη επιχείρηση. Συχνά, η αποτίμηση γίνεται και για την ενημέρωση των μετόχων μιας εταιρείας.

Στην παρούσα εργασία θα πραγματοποιηθεί πρακτική εφαρμογή του Μοντέλου Προεξόφλησης των Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών της Εταιρείας ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ (ΕΛΛΑΣ) ΔΙΥΛΙΣΤΗΡΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ Α.Ε., με σκοπό τον προσδιορισμό της Εσωτερικής Αξίας-Δίκαιης Τιμής της μετοχής και με βάση τη χρηματοοικονομική ανάλυση της υπό αποτίμηση εταιρείας. Οι προβλέψεις που αναφέρονται στην παρούσα ανάλυση δύνανται να αποτελούν ένα μόνο από τα πολλά υποψήφια / πιθανά σενάρια μελλοντικών εξελίξεων, ανάλογα με τις διαφορετικές κάθε φορά υποθέσεις που λαμβάνονται υπόψη για την εξαγωγή τους.

ABSTRACT

The success of a company is measured by the value thereof. Many businessmen do not know the real value of their company and are concerned about it only when they are forced to do it (for example, in the event of a takeover or a merger), but even then they usually resort to empirical assessment methods. In the category of "small business", the determination of the value of the business is practically almost unknown. But knowledge is power, so knowing the net worth of a company and the factors that form it is an important tool and an indication for the position of the company, and especially how it can be improved in the long run.

A company's valuation is by nature a complex process requiring market knowledge, analytical skills and critical competence. During recession periods, attempts to assess a company are further hampered by a number of reasons. During the process of Business Valuation, it is necessary to apply scientific methods to determine thereof. The first step in evaluating a business is to record, process and analyze the basic financial and legal data. Based on the results of the analysis, the choice of the appropriate valuation method is made in order to determine a reasonable range for the value of the business. The most commonly used business valuation methods are those based on accounting data, forecasting future Cash Flows and those based on Market Indicators. In any case, the valuation of a business is necessary in order to acquire a shareholding or merge it with another company. Often, valuation is also carried out to update the shareholders of a company.

In this survey, the implementation of the Discount of Free Cash Flows of the company Motor Oil (Hellas) Corinth Refineries S.A. will be carried out to determine the Intrinsic Value - Fair Price of the share, also based on the financial analysis of this company. The forecasts referred to in this analysis may be only one of the many potential / possible scenarios of future developments, depending on the different assumptions taken into account each time.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1 Εισαγωγικά.	11
1.2 Σκοπός της Διπλωματικής Εργασίας.	12

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΤΗΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

2.1 Παράγοντες Προσδιορισμού της Αξίας μιας Επιχείρησης.	14
2.2 Ταξινόμηση των Ταμειακών Ροών.	20
2.2.1 Η χρησιμότητα της Κατάστασης των Ταμειακών Ροών.	21
2.3 Σύγκριση EBITDA και Ταμειακών Ροών.	24
2.4 Αποτίμηση: Τεχνική ή Επιστήμη.	26
2.5 Στόχοι Αποτίμησης.	28
2.6 Βήματα που ακολουθούν οι ερευνητές για αντικειμενικές προβλέψεις.	29
2.7 Μύθοι για την Αποτίμηση.	31
2.8 Αξίες της Μετοχής.	35
2.9 Θεωρία της Αποτελεσματικής Αγοράς.	36

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

3.1 Γενική Εισαγωγή στις Μεθόδους.	38
3.2 Η Μέθοδος της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης.	41
3.3 Μέθοδος των Συγκρίσιμων Αγοραπωλησιών.	42
3.4 Η Μέθοδος της Υπερπροσόδου.	43
3.5 Η Μέθοδος των Κεφαλαιοποιημένων Οργανικών Κερδών.	44

3.6 Η Μέθοδος του P/E (Price/Earnings ratio).	45
3.7 Η Μέθοδος των Δεικτών της Κεφαλαιαγοράς.	49
3.8 Μέθοδοι στηριζόμενες στην Προεξόφληση των Μελλοντικών Ταμειακών Ροών.	51
3.9 Μοντέλο Προεξόφλησης Μερισμάτων (DDM).	54
3.10 Μοντέλα Προεξόφλησης Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών (DFCF).	58
3.10.1 Ελεύθερες Ταμειακές Ροές προς τους Μετόχους και την Επιχείρηση	59
3.10.2 Μοντέλο Προεξόφλησης των Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών της Επιχείρησης (Free Cash Flow to the Firm – FCFF).	61
3.10.3 Μοντέλο Προεξόφλησης των Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών των Μετόχων (Free Cash Flow to Equity – FCFE).	62
3.10.4 Η Υπολειμματική Αξία (Residual Value).	64
3.11 Σύνοψη των Μοντέλων Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών FCFF και FCFE.	69

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ

4.1 Περιγραφή της Εταιρείας και του Ομίλου.	71
4.1.1 Ιστορικό.	73
4.1.2 Θυγατρικές – Συμμετοχές.	76
4.2 Πορεία Εργασιών.	79
4.3 Τα Οικονομικά Μεγέθη Χρήσης 2017.	82
4.4 Σύνοψη Αποτελεσμάτων 2017.	84
4.5 Διαχείριση Χρηματοοικονομικών Κινδύνων.	85
4.6 Ο Κλάδος των Πετρελαιοειδών στην Ελλάδα.	87
4.7 Πορεία Τιμής Μετοχής.	94
4.8 Βασικοί Χρηματοοικονομικοί Δείκτες.	99

4.8.1 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητα.	99
4.8.2 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας.	102
4.8.3 Δείκτες Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης.	104
4.8.4 Επενδυτικοί Αριθμοδείκτες.	107
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΜΕΘΟΔΟΥ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΑΔΕΣΜΕΥΤΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ	
5.1 Υπολογισμός Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (WACC).	114
5.1.1 Υπολογισμός του κόστους των Ιδίων Κεφαλαίων.	115
5.1.2 Υπολογισμός του κόστους Δανειακών Κεφαλαίων.	122
5.1.3 Ποσοστό Ξένων και Ιδίων Κεφαλαίων.	123
5.1.4 Υπολογισμός Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (μετά από φόρους).	124
5.2 Εκτίμηση Ρυθμού Μεγέθυνσης της Εταιρείας.	124
5.3 Προσδιορισμός των Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών.	128
5.4 Προσδιορισμός της Εσωτερικής Αξίας (Δίκαιης Τιμής) της Μετοχής.	131
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	
6.1 Σχολιασμός Αποτελέσματος.	132
6.2 Περιορισμοί της Έρευνας.	133
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.	135
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ: ΕΤΗΣΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΚΘΕΣΗ ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ (ΕΛΛΑΣ) Α.Ε.	137

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 2.1: Παράγοντες προσδιορισμού της πορείας της Αξίας των Μετοχών.	18
Πίνακας 2.2: Ο ρόλος των εσωτερικών διεργασιών στη διαδικασία αποτίμησης.	27
Πίνακας 4.1: Ανάλυση των πωλήσεων της Εταιρείας.	80
Πίνακας 4.2: Μερίδιο Αγοράς “MOTOR OIL (ΕΛΛΑΣ) Α.Ε”	81
Πίνακας 4.3: Δείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού (ROA).	99
Πίνακας 4.4: Δείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (ROE).	100
Πίνακας 4.5: Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους.	101
Πίνακας 4.6: Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού.	101
Πίνακας 4.7: Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων.	102
Πίνακας 4.8: Δείκτης Γενικής Ρευστότητας.	103
Πίνακας 4.9: Δείκτης Ειδικής Ρευστότητας.	104
Πίνακας 4.10: Δείκτης Ξένα προς Ίδια Κεφάλαια.	105
Πίνακας 4.11: Δείκτης Κεφαλαιακής Μόχλευσης.	106
Πίνακας 4.12: Δείκτης Κάλυψης Τόκων.	107
Πίνακας 4.13: Κέρδη ανά Μετοχή.	108
Πίνακας 4.14: Μερισματική Απόδοση.	110
Πίνακας 4.15: Τιμή προς Κέρδη ανά Μετοχή.	111
Πίνακας 4.16: Χρηματιστηριακή προς Λογιστική Αξία (P/BV).	113

Πίνακας 5.1: Μέση Απόδοση 10ετούς Ελληνικού Κρατικού Ομολόγου.	115
Πίνακας 5.2: Υπολογισμός Κόστους Δανειακών Κεφαλαίων.	123
Πίνακας 5.3: Ποσοστό Ιδίων Κεφαλαίων Χρήσης 2017.	123
Πίνακας 5.4: Ποσοστό Ξένων Κεφαλαίων Χρήσης 2017.	124
Πίνακας 5.5: Υπολογισμός Καθαρών Κεφαλαιουχικών Δαπανών.	125
Πίνακας 5.6: Υπολογισμός Μεταβολής Καθαρού Κεφαλαίου Κίνησης.	125
Πίνακας 5.7: Υποθέσεις Μοντέλου Αποτίμησης FCFE Μεγέθυνσης δύο σταδίων.	130
Πίνακας 5.8: Υπολογισμός Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών.	130

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Διάγραμμα 4.1: Πωλήσεις της ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ ανά αγορά (χιλ. Mt).	81
Διάγραμμα 4.2: Δείκτης εξέλιξης εσωτερικής και διεθνούς αγοράς πετρελαιοειδών.	88
Διάγραμμα 4.3: Κατανομή Κατανάλωσης καυσίμων ανά κατηγορία προϊόντων.	88
Διάγραμμα 4.4: Πορεία των τιμών του αργού πετρελαίου 2009-2017.	90
Διάγραμμα 4.5: Εξέλιξη περιθωρίων διύλισης αναφοράς περιοχής Μεσογείου.	91
Διάγραμμα 4.6: Εξέλιξη πωλήσεων πετρελαιοειδών του κλάδου.	92
Διάγραμμα 4.7: Καταναλώσεις Καυσίμων περιόδου 2013-2017.	92
Διάγραμμα 4.8: Συντελεστές Ειδικών Φόρων Υγρών Καυσίμων.	93
Διάγραμμα 4.9: Πορεία Τιμής Μετοχής ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ.	95

Διάγραμμα 4.10: Πορεία Τιμής Μετοχής σε σχέση με το Γενικό Δείκτη.	96
Διάγραμμα 4.11: Γενικός Δείκτης ΧΑΑ (μονάδες βάσης).	97
Διάγραμμα 5.1: Πορεία Απόδοσης 10ετούς Ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου.	116
Διάγραμμα 5.2: Στοιχεία έρευνας καταναλωτών για την οικονομική κατάσταση του νοικοκυριού τους (μέσος όρος Απριλίου-Ιουνίου 2018).	127

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1 Εισαγωγικά

Η αποτίμηση μιας εταιρείας είναι ουσιώδης και καθοριστικής σημασίας για όλες τις εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρείες. Η αξία των εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιρειών προσδιορίζεται από το χρηματιστήριο. Η αξία των εταιρειών που δεν είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο επίσης επηρεάζεται έντονα από το χρηματιστήριο.

Όταν αναφερόμαστε στην αξία μιας εταιρείας, εννοούμε τη συνολική αξία της με βάση το ύψος της χρηματιστηριακής της κεφαλαιοποίησης ή, αλλιώς, τη συνολική χρηματιστηριακή αξία των κοινών μετοχών της. Συνεπώς, η αξία του μετοχικού κεφαλαίου ισούται με το τίμημα που θα πρέπει να πληρώσει ένας αγοραστής για να εξαγοράσει το μετοχικό κεφάλαιο μιας επιχείρησης.

Μέσω της διαδικασίας αποτίμησης της αξίας μίας εταιρείας και του προσδιορισμού της «δίκαιης» αξίας της μετοχής της, επιχειρείται να εκτιμηθεί εάν η εταιρεία αυτή είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη και κατ'επέκταση εάν το ποσό που καλείται να καταβάλλει για αυτήν ένας επενδυτής αντανακλά την πραγματική της αξία. Επίσης, εξάγονται χρήσιμα συμπεράσματα για τις γενικότερες προσδοκίες της αγοράς, τη βιωσιμότητα και την κερδοφορία της υπό ανάλυση εταιρείας. Η πραγματική τιμή της αξίας της μετοχής είναι ιδιαίτερα σημαντικό να γνωστοποιείται τόσο στους υφιστάμενους όσο και στους μελλοντικούς επενδυτές. Για το γεγονός αυτό απαιτείται πλήρης πληροφόρηση, πολλές φορές από πηγές διαθέσιμες μόνο στο εσωτερικό της εταιρείας. Σε κάθε περίπτωση, το ζητούμενο είναι η αξιολόγηση της τιμής μίας μετοχής, ούτως ώστε να εντοπίσουμε επενδυτικές ευκαιρίες.

Η αποτίμηση συχνά βασίζεται στις προβλέψεις της μελλοντικής απόδοσης και του κόστους κεφαλαίου της εταιρείας. Είναι προφανές ότι και οι δύο αυτοί οι παράγοντες περιέχουν υψηλό βαθμό αβεβαιότητας.

1.2 Σκοπός της Διπλωματικής Εργασίας

Η MOTOP ΟΪΛ (ΕΛΛΑΣ) – Διυλιστήρια Κορίνθου Α.Ε. είναι εταιρεία πετρελαιοειδών, η οποία κατέχει ηγετικό ρόλο στον τομέα της διύλισης και εμπορίας αργού πετρελαίου, προμηθεύοντας τις αγορές που εξυπηρετεί με ένα ευρύ φάσμα αξιόπιστων ενεργειακών προϊόντων, και σήμερα έχει εξελιχθεί σε βασικό πρωταγωνιστή του κλάδου στην Ανατολική Ευρώπη και τα Βαλκάνια.

Στη παρούσα εργασία θα ασχοληθούμε με την αποτίμηση της εταιρείας MOTOP ΟΪΛ, η οποία είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών από το 2001. Συμπεριλαμβάνεται στο δείκτη των 25 εταιρειών με τη μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση (FTSE/X.A. Large Cap), στο Γενικό Δείκτη, καθώς και σε άλλους κλαδικούς δείκτες.

Σκοπός αυτής της διπλωματικής εργασίας είναι να προσδιοριστεί η πραγματική αξία της εταιρείας MOTOP ΟΪΛ και κατ' επέκταση η πραγματική τιμή της μετοχής της, δηλαδή εξετάζεται αν η τιμή στην οποία διαπραγματεύεται η μετοχή στο χρηματιστήριο είναι η εύλογη. Η αποτίμησή της θα πραγματοποιηθεί με βάση τις επίσημες δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις της.

Στο δεύτερο κεφάλαιο επιχειρείται μία σύντομη ανασκόπηση της βιβλιογραφίας πάνω στο θέμα της αποτίμησης. Πιο συγκεκριμένα, εξετάζονται οι διάφορες παράγοντες που επηρεάζουν την αξία μιας επιχείρησης. Ακολούθως, αναλύονται οι σκοποί της αποτίμησης καθώς και ορισμένα βήματα που θα πρέπει να ακολουθούν οι ερευνητές για αντικειμενικές προβλέψεις ενώ καταρρίπτονται και ορισμένοι μύθοι γύρω από την αποτίμηση. Επιπλέον, τονίζεται η σπουδαιότητα των ταμειακών ροών σε σχέση με τα λογιστικά κέρδη για την οικονομική ανάλυση μιας εταιρείας και κατ' επέκταση την αποτίμηση της αξίας της.

Στο τρίτο κεφάλαιο εστιάζουμε στις διάφορες και πιο σημαντικές μεθόδους αποτίμησης μετοχών, οι οποίες επιχειρούν ουσιαστικά να προσδιορίσουν την Οικονομική-Εσωτερική Αξία (Fair Price) μιας μετοχής. Επιπλέον, παρουσιάζεται λεπτομερώς η κύρια μέθοδος αποτίμησης που αφορά την παρούσα διπλωματική εργασία και η οποία θα εφαρμοστεί στη πράξη.

Στο τέταρτο κεφάλαιο γίνεται συνοπτική περιγραφή της εταιρείας MOTOP ΟΪΛ και του ιστορικού της. Στη συνέχεια ακολουθεί παρουσίαση των βασικών οικονομικών μεγεθών της εταιρείας MOTOP ΟΪΛ για τη χρήση 2017 καθώς και ανάλυση των οικονομικών της

καταστάσεων της περιόδου 2013-2017 με τη χρήση αριθμοδεικτών. Επιπλέον, γίνεται σχολιασμός της πορείας της τιμής της μετοχής καθώς και σύγκριση με την αντίστοιχη πορεία του Γενικού Δείκτη ενώ περιγράφουμε και την πορεία του κλάδου πετρελαιοειδών τα τελευταία χρόνια στην Ελλάδα.

Στο πέμπτο κεφάλαιο πραγματοποιείται πρακτική εφαρμογή της Μεθόδου Προεξόφλησης των Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών της Εταιρείας ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ (ΕΛΛΑΣ) Α.Ε. Τέλος, στο έκτο κεφάλαιο καταγράφονται τα βασικά συμπεράσματα της έρευνας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΤΗΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

2.1 Παράγοντες Προσδιορισμού της Αξίας μιας Επιχείρησης

Κρίσιμο μέγεθος για τη πώληση ή τη μεταβίβαση μιας επιχείρησης είναι ο υπολογισμός της αξίας της.

Η αξία μιας επιχείρησης αφορά μια μεγάλη μερίδα ανθρώπων από τον επιχειρηματία, τους πελάτες, τους προμηθευτές, τους εργαζομένους, τους μετόχους, την κοινωνία μέχρι τους εποπτικούς και φορολογικούς φορείς. Όμως η αξία της πληροφορίας αυτής δεν είναι ίδια για όλους. Ο καθένας από τους παραπάνω ανθρώπους έχει να λάβει διαφορετικές αποφάσεις με την ίδια πληροφορία. Οι ενδιαφερόμενοι χωρίζονται στις εξής κατηγορίες:

- Ο ίδιος ο επιχειρηματίας ζητάει την πληροφόρηση της αποτίμησης που θα του καθορίσει τη μελλοντική πορεία της εταιρείας με συγκεκριμένες στρατηγικές. Η αποτίμηση μπορεί να δείξει τη θέση της εταιρείας σε σύγκριση με άλλες του ίδιου κλάδου που δραστηριοποιείται, οπότε ο επιχειρηματίας μπορεί να πάρει τις ανάλογες αποφάσεις.
- Τα διοικητικά στελέχη βλέπουν μια εσωτερική εικόνα από την εταιρεία συνολικά και τμηματικά. Στη συνέχεια μπορούν να δημιουργήσουν στρατηγική που θα ακολουθήσουν είτε γενική είτε ανά τμήμα. Όσον αφορά τα τμήματα τα στελέχη μπορούν να δουν και να κρίνουν ποια τμήματα λειτουργούν σωστά και συμμετέχουν στο κέρδος της εταιρείας και ποια όχι. Στη πορεία αποφασίζουν για τον προϋπολογισμό του κάθε τμήματος αλλά και για τις πιθανές μελλοντικές αυξήσεις ή μειώσεις στους μισθούς των εργαζομένων.
- Οι εργαζόμενοι βλέποντας την οικονομική κατάσταση της επιχείρησης ,μπορούν να αισθάνονται πιο ασφαλείς. Κρίνουν εάν μπορούν να ζητήσουν αύξηση στον μισθό τους ή επιπλέον παροχές κατά την διάρκεια της εργασίας τους και βλέπουν το μέλλον

της εταιρείας, εάν θα υπάρξει καθυστέρηση στην αμοιβή τους ή ακόμα και κατάρρευση της ίδιας της εταιρείας. Επιπλέον, άτομα που σκόπευαν να εργαστούν στην εταιρεία, μέσα από την αποτίμηση, βλέπουν την φερεγγυότητά της, τις δυνατότητες της αλλά και τις παροχές που τους προσφέρει. Ανάλογα τις πληροφορίες, κρίνουν εάν τελικά θα εργαστούν ή όχι.

- Οι δανειστές, με τις πληροφορίες που λαμβάνουν βλέπουν την συνολική αξία της επιχείρησης, οπότε παίρνουν τις απαραίτητες εγγυήσεις για την ύπαρξη δανεισμού και καθορίζουν την φερεγγυότητα της επιχείρησης. Ανάλογα το αποτέλεσμα της αποτίμησης, διαφοροποιείται το επιτόκιο δανεισμού, το ύψος δανείου και οι όροι για την πληρωμή του.
- Οι προμηθευτές χρησιμοποιούν τις πληροφορίες για να προσδιορίσουν την στρατηγική πίστωσης.
- Οι πελάτες για να μπορούν να είναι σίγουροι για την αξιοπιστία της επιχείρησης.
- Οι μέτοχοι χρησιμοποιούν τις πληροφορίες με σκοπό να δουν εάν τους συμφέρει να επενδύσουν στην εταιρεία. Επιπλέον, προσπαθούν να προβλέψουν την πορεία των μετοχών τους στην εταιρεία και το εάν είναι σωστή η στρατηγική της εταιρείας για το μέλλον.
- Οι λογιστές από την μεριά τους προσπαθούν με τις πληροφορίες που θα πάρουν να τις χρησιμοποιήσουν με τέτοιο τρόπο ώστε να αναδιαμορφώνουν τις τακτικές και τις πολιτικές της εταιρείας για να αυξηθεί η αξία της.
- Οι ελεγκτές ανάλογα εάν είναι εσωτερικοί ή εξωτερικοί αξιοποιούν διαφορετικά τις πληροφορίες. Οι εσωτερικοί προσπαθούν να προσδιορίζουν πάντα τους στόχους και τους σκοπούς του κάθε τμήματος καθώς και να τα συγκρίνουν μεταξύ τους. Από την άλλη πλευρά οι εξωτερικοί ελεγκτές μαζί με τους συμβούλους προσπαθούν να προστατέψουν το επενδυτικό κοινό.

- Η επιτροπή κεφαλαιαγοράς ελέγχει εάν η εταιρεία είναι φερέγγυα και αν μπορεί να εισαχθεί στο Χρηματιστήριο Αξιών. Επίσης, προσδιορίζει την τιμή της μετοχής στην αγορά.
- Η εφορία ελέγχει τα αποτελέσματα και προσδιορίζει την φορολογητέα ύλη και την αξία εκκαθάρισης.
- Τέλος, η ευρύτερη κοινωνία για τον προσδιορισμό της κοινωνικής ευθύνης της επιχείρησης.

Ο κάθε ενδιαφερόμενος αντιλαμβάνεται διαφορετικά την αξία της επιχείρησης και δεν χρησιμοποιούν όλοι τα ίδια στοιχεία. Ανάλογα με την αξία διαμορφώνεται και η συμπεριφορά τους απέναντι στην ίδια την επιχείρηση.

Για κάθε πρόταση επένδυσης χρειαζόμαστε πληροφορίες για τις μελλοντικές καθαρές ταμειακές ροές. Εκείνο που έχει σημασία δεν είναι η απόδοση της επιχείρησης στο παρελθόν, αλλά η ικανότητα της επένδυσης να δημιουργήσει καθαρές ταμειακές ροές στο μέλλον.

Μία επιχείρηση είναι μία επένδυση και ως επένδυση αφορά στη δέσμευση ενός κεφαλαίου με σκοπό την εξασφάλιση κέρδους. Μπορούμε επομένως να πούμε απλά ότι η αξία της επιχείρησης είναι η ικανότητά της να παράγει, τώρα και στο μέλλον, καθαρό κέρδος για τους μετόχους της.

Η ικανότητα αυτή να παράγει κέρδη, τώρα και στο μέλλον, εξαρτάται από πολλούς παράγοντες, άλλους εσωτερικούς και άλλους εξωτερικούς. Επειδή η επιχείρηση είναι ένας οργανισμός μέσα σε ένα συνεχώς μεταβαλλόμενο περιβάλλον, οι ικανότητες της να λειτουργήσει αποδοτικά μέσα στο επιχειρησιακό περιβάλλον και να παράγει κέρδη είναι στενά συνδεδεμένη με:

- α) το ανθρώπινο δυναμικό της επιχείρησης (γνωσιακό υπόβαθρο, έμπειρο, εξελισσόμενο, ηλικιακό μίγμα κ.λ.π.)
- β) τις δομές και τα συστήματά της (χρήση πληροφοριακών συστημάτων)
- γ) τις διαδικασίες και τον τρόπο οργάνωσής της (καταγεγραμμένες διαδικασίες και ρόλοι, αυτοματισμοί διεργασιών κ.τ.λ.)

δ) τη στρατηγική που έχει αποφασίσει να ακολουθήσει (σχέσεις με πελάτες, αριθμός πελατών, ποιότητα και μέγεθος, μάρκετινγκ, καινοτομία παραγωγής, διανομής κ.λ.π.)

ε) τα απορρέοντα από αυτά πελατολόγιο, έσοδα και κέρδη

Αυτά αφορούν τα περιουσιακά άυλα στοιχεία τα οποία βοηθούν την επιχείρηση στο να υλοποιήσει αυτό που υπόσχεται (την παροχή προϊόντων ή υπηρεσιών). Για αυτά τα περιουσιακά στοιχεία, τόσο οι ιδιοκτήτες των επιχειρήσεων όσο και οι δυνητικοί αγοραστές/επενδυτές δεν έχουν άποψη ή καλύτερα, οι απόψεις τους δίστανται αναφορικά με την αξία τους και σε περιόδους οικονομικής ύφεσης, τα μειώνουν ή δεν συνεχίζουν να επενδύουν σε αυτά, με αποτέλεσμα να τα απαξιώνουν. Άλλοι τα αξιολογούν υπερβολικά, άλλοι σύμφωνα με τις επιθυμίες τους, άλλοι τα υποεκτιμούν. Αυτό συμβαίνει γιατί δεν υπάρχουν ποσοτικές κλίμακες μέτρησης, εύκολος τρόπος εκτίμησής τους και συγκρίσιμες πληροφορίες, όπως στην κατηγορία των ενσώματων περιουσιακών στοιχείων, για τα οποία οι ιδιοκτήτες των επιχειρήσεων γνωρίζουν σε μεγάλο βαθμό τί πρέπει να κάνουν για να αυξήσουν την αξία τους. (κάνουν δηλαδή επενδύσεις στα ακίνητα, στα μηχανήματα, στον εξοπλισμό, ενισχύουν την αποθήκη τους για να μπορούν να ικανοποιούν τη ζήτηση, αυξάνουν τα διαθέσιμα για να μπορούν να εκπληρώνουν τις άμεσες υποχρεώσεις τους κ.ο.κ.)

Συνήθως, οι επιχειρηματίες αφοσιώνουν περισσότερη προσπάθεια και χρόνο στην κατηγορία των ενσώματων περιουσιακών στοιχείων (πάγια και κυκλοφορούντα) για τους λόγους που προαναφέραμε, με αποτέλεσμα η συνεισφορά της κατηγορίας των άυλων περιουσιακών στοιχείων στην τελική αξία της επιχείρησης να είναι μικρότερη σε σχέση με την πρώτη κατηγορία. Και τα πράγματα είναι ακόμη χειρότερα για μικρομεσαίες επιχειρήσεις που δεν έχουν καθόλου πάγια περιουσιακά στοιχεία, και τελικά δεν έχουν τίποτα. Οι ιδιοκτήτες αυτών των επιχειρήσεων, στο τέλος της επαγγελματικής τους καριέρας ή στην απόφαση εξόδου τους από αυτή την δραστηριότητα, συνήθως κλείνουν ή πτωχεύουν αυτές τις επιχειρήσεις, ως αποτέλεσμα της μη ύπαρξης αξίας για κάποιον τρίτο.

Οι επιχειρήσεις αποτελούν διακριτή οντότητα από τους μετόχους. Υπό αυτό το πρίσμα, οι μέτοχοι θα πρέπει να στοχεύουν στην αύξηση της αξίας των επιχειρήσεων τους, μέσω της ενίσχυσης της αξίας όλων των περιουσιακών στοιχείων που κατέχουν αυτές. Επιπρόσθετα, θα πρέπει να "βλέπουν" τις επιχειρήσεις τους ως περιουσιακό στοιχείο και όχι μέσο (αυτο)απασχόλησης και ως τέτοιο να τις αντιμετωπίζουν. Και ένα περιουσιακό στοιχείο για να μην εκποιηθεί, αλλά να βρει αποδέκτη σε έναν αγοραστή, θα πρέπει συνεχώς να αυξάνει την αξία τους μέσω επανεπένδυσης (reinvestment).

Τα παραπάνω άυλα στοιχεία μαζί με μια σειρά απο εξωτερικούς παράγοντες όπως:

- α) το μέγεθος και οι προοπτικές του κλάδου
- β) α αριθμός και η δύναμη των ανταγωνιστών και
- γ) το μακροοικονομικό περιβάλλον,

διαμορφώνουν την τελική ικανότητά της να παράγει κέρδος/εισόδημα ή αλλιώς να δημιουργεί αξία.

Η τιμή που θα πληρώσει ένας αγοραστής για να αγοράσει μια επιχείρηση δεν αντιπροσωπεύει την αξία της επιχείρησης σε κάθε περίπτωση. Η τιμή αυτή μπορεί να εξαρτηθεί από την ρευστότητα της επιχείρησης, τη δεδομένη χρονική στιγμή, από το πόσοι αγοραστές ενδιαφέρονται για την αγορά και από άλλες πολλές παραμέτρους. Η αξία της επιχείρησης υποδεικνύεται διαχρονικά από την πορεία της επιχείρησης.

Ο πληθωρισμός, τα επιτόκια και η ρευστότητα της αγοράς και της μετοχής της επιχείρησης είναι οι σημαντικότεροι εξωτερικοί παράγοντες που επηρεάζουν την αξία της επιχείρησης. Και οι τρεις παράγοντες συνδέονται άμεσα και σχηματίζουν τις προσδοκίες των ενδιαφερόμενων μελών (επενδυτών, τραπεζών, μετόχων). Και οι τρεις παράγοντες έχουν σημαντική επίδραση στην αποτίμηση της επιχείρησης.

Πίνακας 2.1: Παράγοντες προσδιορισμού της πορείας της αξίας των μετοχών-επιχειρήσεων

Παράγοντες	Πορεία παράγοντα	Πορεία τιμών των μετοχών –αξία επιχείρησης
Πληθωρισμός	↑	↓
	↓	↑
Ρευστότητα	↑	↑
	↓	↓
Επιτόκια	↑	↓
	↓	↑

Πηγή: Θ.Γ. Λαζαρίδης, (2005), *Αποτίμηση Επιχειρήσεων, Θεωρία, Μεθοδολογία, Πρακτική*,

Εκδοτικός οίκος Αδελφών Κυριακίδη Α.Ε., σελ.28

Όλοι οι παραπάνω παράγοντες αντανακλούν θετικά ή αρνητικά στην ικανότητά της να παράγει κέρδη και αποδόσεις στους μετόχους της και διαμορφώνουν την αξία της. Επιπλέον, επειδή όλοι οι παραπάνω παράγοντες μεταβάλλονται με το χρόνο, είναι προφανές ότι η αξία μιας επιχείρησης στο χρόνο μεταβάλλεται. Όλα αυτά κάνουν σαφές ότι η αξία μιας επιχείρησης σχετίζεται περισσότερο με την ικανότητά της να παράγει κέρδη παρά με τη σημερινή της περιουσία. (Στην πραγματικότητα, η αξία της είναι η μέγιστη μεταξύ της καθαρής της περιουσίας της (Ενεργητικό μείον Παθητικό) και της αξίας των μελλοντικών της κερδών.)

Τα παραπάνω εξηγούν γιατί μια επιχείρηση ενώ δεν έχει κέρδη ή ακόμα και στην περίπτωση που έχει ζημιές, παρ' όλα αυτά μπορεί να έχει μια σημαντική αξία αφού οι παράγοντες εκείνοι που επηρεάζουν την αξία εξακολουθούν να υπάρχουν και διασφαλίζουν τις προοπτικές και την μελλοντική πορεία της επιχείρησης.

Είναι προφανές ότι για την εκτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης πρέπει να γίνει εκτίμηση των παραγόντων εκείνων που συνθέτουν την αξία της και οι οποίοι είναι συνήθως άυλοι. Σε αυτή πρέπει να συμπεριληφθεί η ανάλυση της συγκεκριμένης αγοράς που δραστηριοποιείται η επιχείρηση και οι προοπτικές της, να εξεταστούν οι βασικοί ανταγωνιστές της και να αναλυθούν τα οικονομικά τους στοιχεία, και τέλος να συνεκτιμηθούν διάφοροι άλλοι καθοριστικοί παράγοντες όπως το γενικότερο οικονομικό περιβάλλον, οι πιθανές κυκλικές διακυμάνσεις, η συσχέτιση με την παγκόσμια οικονομία και άλλοι πολλοί.

Κάνοντας ένα βήμα παραπέρα, πρέπει να πούμε ότι η αξία μίας επιχείρησης δεν είναι ανάλογη της κερδοφορίας, γεγονός που είναι αυτονόητο γιατί αλλιώς η αποτίμηση θα ήταν ένας απλός μαθηματικός τύπος. Η αξία δεν σχετίζεται τόσο με τα κέρδη όσο με τις ελεύθερες ταμειακές ροές. Στη μέχρι τώρα αναφορά μας για εισόδημα αναφερόμαστε σε Ταμειακές ροές και όχι σε Κέρδη. Με τον όρο ταμειακές ροές εννοούμε την καθαρή εισροή χρημάτων στους συνεισφέροντες κεφαλαίων στην επιχείρηση (μετόχους και δανειστές). Η έννοια της ελεύθερης ταμειακής ροής διαφοροποιείται από τα κέρδη στο ότι μια επιχείρηση μπορεί να έχει κέρδη αλλά αυτά να τα επενδύσει σε διάφορα σημεία μέσα στην επιχείρηση (π.χ. σε πάγια, σε αποθέματα, σε αποπληρωμή προμηθευτών, σε πιστώσεις σε πελάτες κλπ.) (Οι ταμειακές ροές στους μετόχους προσομοιάζουν περισσότερο στα μερίσματα αλλά διαφέρουν από αυτά στο ότι μια επιχείρηση μπορεί να έχει ελεύθερες ταμειακές ροές αλλά να μην τις μοιράσει όλες σαν μερίσματα. Με άλλα λόγια οι ελεύθερες ταμειακές ροές στους μετόχους είναι τα μέγιστα μερίσματα που μπορεί να μοιράσει μια επιχείρηση)

Είναι λοιπόν κατανοητό ότι η αποτίμηση της αξίας μίας επιχείρησης έχει ένα σημαντικό κομμάτι μεθοδολογίας με θεωρητική επιστημονική βάση που βασίζεται σε ένα αποδεκτό οικονομικό μοντέλο, αλλά οι παράγοντες που πρέπει να συνεκτιμηθούν και να εισαχθούν στο μοντέλο καθώς και η συνεκτίμηση ποιοτικών (μη ποσοτικών) παραγόντων απαιτούν σωστή κρίση και εκτίμηση.

2.2 Ταξινόμηση των Ταμειακών Ροών

Η κατάσταση των ταμειακών ροών (Cash Flow Statement) απεικονίζει τις εισπράξεις και τις πληρωμές για μια δεδομένη χρονική περίοδο, η οποία ταξινομείται σε τρεις βασικές κατηγορίες:

1) Ταμειακές ροές που προέρχονται από ή χρησιμοποιούνται σε λειτουργικές δραστηριότητες (Operating Cash Flow). Αυτή η κατηγορία περιλαμβάνει τις ταμειακές ροές που προέρχονται από τη βασική λειτουργία της επιχείρησης, όπως, για παράδειγμα, χρήματα που εισπράχθηκαν από τους πελάτες ή χρήματα που κατέβαλε η επιχείρηση για εξόφληση μισθών ή προμηθευτών. Επιπλέον, οι ταμειακές ροές που προέρχονται από τις λειτουργικές δραστηριότητες αποτελούν το μεγαλύτερο κύκλωμα για μια επιχείρηση. Το πιο δύσκολο πρόβλημα που ανακύπτει από τις λειτουργικές ταμειακές ροές είναι ο προσδιορισμός των πράγματι λειτουργικών ταμειακών ροών, δεδομένου ότι εμπλέκονται οι περισσότεροι λογαριασμοί από την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως και τον ισολογισμό. Γενικά περιλαμβάνουν όλες τις συναλλαγές που επιδρούν στο κυκλοφορούν ενεργητικό και στις τρέχουσες υποχρεώσεις (εκτός από έκδοση – εξόφληση πληρωτέου γραμματίου), καθώς επίσης και τις μεταβολές σε λογαριασμούς παγίων που επηρεάζουν άμεσα το καθαρό κέρδος (όπως συσσωρευμένες αποσβέσεις). Ο σκοπός των λειτουργικών ροών είναι να καλύψουν τα λειτουργικά της έξοδα, να χρηματοδοτήσουν τις επενδυτικές της δραστηριότητες στο μέλλον και να ικανοποιήσουν τις δανειακές της ανάγκες, την πληρωμή μερισμάτων καθώς και την πιθανή εξαγορά των μετοχών (Chung, 2005)

Ειδικότερα, οι λειτουργικές ταμειακές ροές (Operating Cash Flow) δίνονται από τον τύπο:

[Λειτουργικές Ταμειακές Ροές] = Καθαρά Κέρδη + Αποσβέσεις – Επενδύσεις Κ. Κίνησης

2) Ταμειακές ροές που προέρχονται από ή χρησιμοποιούνται σε επενδυτικές δραστηριότητες (Investment Cash Flow). Αυτή η κατηγορία περιλαμβάνει τις ταμειακές ροές που προέρχονται από κεφαλαιουχικές δαπάνες, όπως π.χ. η αγορά ενός μηχανήματος ή ενός

φορτηγού αυτοκινήτου. Με την ίδια λογική, εάν η επιχείρηση πουλήσει ένα μηχάνημα ή ένα άλλο πάγιο (περιουσιακό στοιχείο), τα χρήματα που θα εισπράξει θα εμφανισθούν σε αυτήν την κατηγορία. Επίσης περιλαμβάνουν αγοραπωλησίες τίτλων άλλων εταιρειών, όπως μετοχές και ομόλογα, καθώς επίσης και το δανεισμό χρημάτων σε άλλη εταιρεία.

3) Ταμειακές ροές που προέρχονται από ή χρησιμοποιούνται σε χρηματοδοτικές δραστηριότητες (Financial Cash Flow). Αυτή η κατηγορία περιλαμβάνει τη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων της επιχείρησης τόσο από ξένα όσο και από ίδια κεφάλαια. Δηλαδή η αποπληρωμή ενός δανείου, η αύξηση του κεφαλαίου της επιχείρησης ή η πληρωμή μερισμάτων θα εμφανισθούν σε αυτήν την κατηγορία.

2.2.1 Η χρησιμότητα της κατάστασης των ταμειακών ροών

Οι ταμειακές ροές οι οποίες προέρχονται από τις λειτουργικές δραστηριότητες της επιχείρησης είναι ένα από τα πιο χρήσιμα μεγέθη της. Θετικές λειτουργικές ροές σημαίνει ότι η επιχείρηση μάλλον είναι και κερδοφόρα και πιθανόν μετατρέπει τα κέρδη της σε μετρητά. Συνεπώς, η επιχείρηση μπορεί να χρηματοδοτήσει τις επενδύσεις της χωρίς να χρειαστεί να προβεί σε αύξηση κεφαλαίου ή να δανειστεί. Οι ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες μας δείχνουν κατά πόσο η επιχείρηση σκέφτεται να επενδύσει στο μέλλον. Αυτό το είδος των ταμειακών ροών προσδιορίζει και τη στάση της διοίκησης προς την επιχείρηση. Εάν δηλαδή η διοίκηση της εταιρείας αντιμετωπίζει την εταιρεία ως «αγελάδα» μετρητών που την αρμέγει αποκομίζοντας όσο το δυνατόν περισσότερα στο παρόν, χωρίς να επενδύει για τη μελλοντική της επιβίωση και ανάπτυξη ή να επενδύει σημαντικά υψηλά ποσά έχοντας υψηλές προσδοκίες γι' αυτήν στο μέλλον. Οι ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες μας δείχνουν πώς χρηματοδοτείται η εταιρεία, δηλαδή μέσω χρέους, π.χ. τραπεζικός δανεισμός, ή μέσω αύξησης του μετοχικού της κεφαλαίου. Σε αυτήν την κατηγορία η εταιρεία φαίνεται εάν δανείζεται περισσότερο απ' ό,τι αποπληρώνει, δηλαδή δείχνει σε ποιο βαθμό η επιχείρηση εξαρτάται από τους δανειστές της (εξωτερική χρηματοδότηση). Επίσης οι ταμειακές ροές αυτής της κατηγορίας μας δείχνουν τη μερισματική πολιτική της επιχείρησης, εάν δηλαδή η επιχείρηση διανέμει υψηλό ανά μετοχή μέρισμα σε σχέση με το ανά μετοχή κέρδος.

Σύμφωνα με τον Buffet, ένα μεγάλο πλεονέκτημα των ταμειακών ροών είναι ότι μπορούν να αποκαλύψουν τη ροή των μετρητών εντός της επιχείρησης καθώς και το γεγονός ότι οι ταμειακές ροές μπορούν να κατασκευάσουν ένα συγκριτικό εργαλείο μεταξύ επιχειρήσεων που χρησιμοποιούν διαφορετικές λογιστικές πολιτικές. Ακόμη, με βάση τις ταμειακές ροές

μπορεί ο χρήστης να ερμηνεύσει την χρηματοοικονομική δομή της επιχείρησης, να προσδιορίσει την φερεγγυότητά της και τέλος την ικανότητα της να προσαρμόζεται στις αλλαγές του περιβάλλοντός της και της αγοράς. (Buffet and Clark, 2008)

Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να τονίσουμε ότι οι ταμειακές ροές μιας επιχείρησης, για να μας δώσουν κάποια πληροφορία η οποία θα έχει αξία, θα πρέπει να συγκριθούν με τις ταμειακές ροές άλλων ομοειδών επιχειρήσεων. Επίσης σημαντικός παράγοντας είναι το είδος της υπό εξέταση επιχείρησης. Δηλαδή μια επιχείρηση παροχής υπηρεσιών συνήθως επενδύει λιγότερο σε κεφαλαιουχικό εξοπλισμό σε σχέση με μια βιομηχανική επιχείρηση. Συνεπώς, η ανάλυση των ταμειακών ροών μιας επιχείρησης θα πρέπει να γίνεται σε σχέση με τον κλάδο αλλά και την ευρύτερη κατάσταση της οικονομίας όπου δραστηριοποιείται.

Μια μελέτη που διενεργήθηκε από τους Abdul Aziz και Gerald H. Lawson (1990) έδειξε ότι οι ροές χρήματος που προκύπτουν από τις λειτουργικές δραστηριότητες, από τη χρηματοδότηση από δάνεια, από τις καθαρές ταμειακές ροές για επένδυση και από τους φόρους, είναι σημαντικές μεταβλητές για την πρόβλεψη της χρεοκοπίας μιας επιχείρησης.

Επίσης, οι καταστάσεις ταμειακών ροών μας βοηθούν στην εκτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης, με τη μέθοδο της προ-εξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών, χρησιμοποιώντας ένα προεξοφλητικό επιτόκιο, το ονομαζόμενο μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC). Οι ελεύθερες ταμειακές ροές προκύπτουν εάν από τις ταμειακές ροές από τις λειτουργικές δραστηριότητες αφαιρεθούν οι επενδύσεις για κεφαλαιουχικό εξοπλισμό. Θα αναφερθούμε στο επόμενο κεφάλαιο λεπτομερώς στη συγκεκριμένη μέθοδο, ενώ θα πραγματοποιηθεί και εφαρμογή αυτής της μεθόδου στο τελευταίο κεφάλαιο.

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές είναι ίσως από τους καλύτερους δείκτες της απόδοσης μιας επιχείρησης, και αυτό διότι μας δείχνουν τα ταμειακά διαθέσιμα που προέρχονται από τη λειτουργική δραστηριότητά της μείον τα διαθέσιμα που χρειάζεται για να διατηρηθεί εύρωστη στο μέλλον.

Θετικές ελεύθερες ταμειακές ροές δείχνουν ότι:

1. Η επιχείρηση είναι ανεξάρτητη, δηλαδή έχει επιλογές, έχει τη δυνατότητα να διαθέσει τις ελεύθερες ταμειακές ροές έτσι ώστε να εξαγοράσει μια ανταγωνίστρια εταιρεία ή να καταβάλλει μερίσματα ή bonus.

2. Η διοίκηση της επιχείρησης δεν επικεντρώνεται μόνο στο πώς θα εξυπηρετήσει τις τρέχουσες ανάγκες (εξόφληση μισθοδοσίας, προμηθευτών) αλλά στο πώς η εταιρεία μπορεί να γίνει περισσότερο ανταγωνιστική.

3. Εάν η επιχείρηση είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο, η εποπτεύουσα αρχή αλλά και οι επενδυτές μάλλον θα δουν ευνοϊκά τη μετοχή της.

Μια αρνητική ελεύθερη ταμειακή ροή δεν σημαίνει ότι οι δραστηριότητες της εταιρείας είναι ασύμφορες αλλά θα μπορούσε να είναι ένα σημάδι ότι η εταιρεία αναπτύσσεται γρήγορα και ως εκ τούτου κάνει μεγάλες επενδύσεις. Η γρήγορη ανάπτυξη είναι καλή για την εταιρεία όσο κερδίζει περισσότερο από το κόστος του κεφαλαίου για τις επενδύσεις της (Brealey and Myers et. Al., 2007)

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές έχουν το πλεονέκτημα ότι περιλαμβάνουν όλες τις ταμειακές ροές που είναι διαθέσιμες για την ικανοποίηση τόσο των μετόχων όσο και των κατόχων τίτλων χρέους της επιχείρησης. Προκειμένου να προβλεφθούν οι μελλοντικές ταμειακές ροές της εταιρείας, είναι απαραίτητο να αξιολογηθεί η χρηματοοικονομική απόδοσή της. Με αυτό τον τρόπο οι βασικές κινητήριες δυνάμεις της αξίας μιας επιχείρησης: η απόδοση του επενδεδυμένου κεφαλαίου (ROIC), ο ρυθμός ανάπτυξης και οι ελεύθερες ταμειακές ροές δύναται να προσδιοριστούν. Επιπλέον, είναι επίσης δυνατό να συμπεράνει κατά πόσον η εταιρεία έχει δημιουργήσει αξία, αν έχει αυξηθεί, καθώς και να συγκρίνει τις επιδόσεις της στους ανταγωνιστές. Ωστόσο η απόδοση του ενδεδυμένου κεφαλαίου και οι ελεύθερες ταμειακές ροές δεν μπορούν υπολογιστούν άμεσα από τις οικονομικές καταστάσεις μιας εταιρείας, έτσι είναι απαραίτητο να αναδιατυπώσει τις δηλώσεις αυτές, έτσι ώστε να προσδιορίσει τα στοιχεία λειτουργίας της εταιρείας, μη λειτουργικά έξοδα και οικονομική δομή (Koller, 2005)

Σε αυτό το σημείο θα προβούμε σε μία σύντομη ανασκόπηση στους παράγοντες που επηρεάζουν την παραγωγή ελεύθερων ταμειακών ροών. Αυτοί είναι οι εξής:

- ✓ Η σωστή διαχείριση των διαθεσίμων και του κεφαλαίου κίνησης
- ✓ Η πιστωτική πολιτική και η ικανότητα της εκάστοτε εταιρείας να μετασχηματίζει τις πωλήσεις της σε ταμειακές ροές
- ✓ Η επενδυτική πολιτική της

- ✓ Η πολιτική αποσβέσεων που ακολουθεί
- ✓ Η φορολογία και,
- ✓ Το κόστος χρήματος

2.3 Σύγκριση EBITDA και Ταμειακών Ροών

Υπάρχει σύγχυση μεταξύ EBITDA (Earnings Before Interest, Depreciation, and Amortization) και ταμειακής Ροής (Cash Flow). Το EBITDA χρησιμοποιούταν από το 1980 κυρίως στο LBO (Leverage BuyOut) από τις εξαγοράζουσες εταιρείες για να υπολογιστεί το ύψος του δανείου που μία εταιρεία θα μπορούσε να λάβει για να επιτευχθεί η εξαγορά. Η τιμή εξαγοράς και το δάνειο συνυπολογίζονταν πολλές φορές για να εξαχθεί ο πολλαπλασιαστής EBITDA, ο οποίος όμως διαφοροποιούταν από εταιρεία σε εταιρεία και πολλές φορές οδηγούσε σε σύγχυση αναφορικά με την ικανότητα της εταιρεία να παράγει cash flow.

Το EBITDA, εξ' ορισμού, δεν λαμβάνει υπόψη τις ανάγκες σε κεφαλαιουχικές επενδύσεις (capital expenditures), τις ανάγκες σε κεφάλαιο κίνησης (working capital requirements), τις αποπληρωμές δανείων (current debt payments), τους φόρους (taxes), και άλλα σταθερά-πάγια κόστη που δεν πρέπει να αγνοούνται. Οι ροές (cash) που απαιτούνται για την χρηματοδότηση αυτών των υποχρεώσεων, για να μπορεί η επιχείρηση να αναπτύσσεται, ή να διατηρήσει τη τρέχουσα κερδοφόρα λειτουργία της, επηρεάζει σημαντικά το EBITDA.

Τα λογιστικά κέρδη που απεικονίζονται στις οικονομικές καταστάσεις μιας επιχείρησης δεν αντικατοπτρίζουν απαραίτητα και την ικανότητά της για παραγωγή ταμειακών ροών. Έτσι, είναι προτιμότερο να χρησιμοποιούνται οι ταμειακές ροές ως κριτήριο για την αποτίμηση μίας εταιρείας, καθώς αυτές δεν επηρεάζονται από παράγοντες όπως για παράδειγμα οι αποσβέσεις κ.τ.λ.

«Καλά και χρυσά τα λογιστικά κέρδη, αλλά στις μέρες μας που χαρακτηρίζονται από έντονη χρηματοπιστωτική στενότητα, μεγαλύτερη σημασία έχει το πόσο ταμείο παράγει μια εταιρεία, δηλαδή οι ελεύθερες ταμειακές της ροές. Αφήστε, που σε αντίθεση με τα λογιστικά κέρδη, οι ταμειακές ροές δεν μπορούν να... μαγειρευτούν».

Η δήλωση αυτή ανήκει σε παράγοντα της χρηματιστηριακής αγοράς και δείχνει το πόσο σημαντικό για έναν επενδυτή είναι να μην στέκεται μόνο στο ύψος των κερδών μιας εταιρείας, αλλά να επεκτείνει την ανάγνωσή του και στον πίνακα των ταμειακών ροών.

Η ουσία είναι πως πολλές διοικήσεις **εισηγμένων** έχει δώσει μεγαλύτερη βαρύτητα στο μέτωπο των ταμειακών ροών παρά στην κερδοφορία, προσπαθώντας να μειώσουν δραστικά την έκθεσή τους προς τον τραπεζικό δανεισμό, να θωρακίσουν το μέλλον των εταιρειών τους και να εκμεταλλευθούν ενδεχομένως τις αποκαλούμενες «ευκαιρίες της κρίσης».

Κλασικές πολιτικές δημιουργίας ταμειακών ροών πέρα από την μείωση του κόστους, είναι η συρρίκνωση της περιόδου πίστωσης που δίδεται στους πελάτες, ο περιορισμός των αποθεμάτων και του μέσου χρόνου αποθήκευσης, η διεύρυνση της περιόδου αποπληρωμής των προμηθευτών, όπως επίσης και η πώληση περιουσιακών στοιχείων.

Έτσι, οι ελεύθερες ταμειακές ροές που παράγουν οι επιχειρήσεις μπορεί να κατευθυνθεί είτε στους μετόχους τους (μέσα από τη διανομή μερισμάτων ή επιστροφή κεφαλαίου, αν φυσικά η γενική συνέλευση των μετόχων έχει ψηφίσει σχετικά), είτε να χρησιμοποιηθεί από την εταιρεία για να μειώσει τον καθαρό της δανεισμό. Φυσικά, μπορεί να υιοθετηθεί και ένας συνδυασμός των δύο παραπάνω επιλογών.

Ποια είναι τα κόστη που αν δεν συμπεριληφθούν στον υπολογισμό του EBITDA οδηγούν σε **υπερεκτίμηση** των λειτουργικών ταμειακών ροών (operating cash flows):

Κεφαλαιουχικές επενδύσεις (Capital Expenditures)

Συγκεκριμένοι κλάδοι, όπως η ναυτιλία, η βιομηχανία, οι τηλεπικοινωνίες, αερομεταφορές, κλπ απαιτούν υψηλές επενδύσεις σε εξοπλισμό και μηχανήματα (ongoing or up front investments). Το EBITDA δεν λαμβάνει υπόψη τις κεφαλαιουχικές επενδύσεις (capex). Ουσιαστικά, με αυτό τον τρόπο μειώνονται τα λειτουργικά έξοδα και αυξάνεται το EBITDA.

Αποσβέσεις (Depreciation)

Εταιρείες με υψηλά πάγια όπως τηλεπικοινωνίες, εταιρείες μεταφορών, κλπ διαφοροποιούν σημαντικά τις ταμειακές τους ροές ανάλογα το πώς χρησιμοποιούν τις αποσβέσεις και τις κεφαλαιουχικές επενδύσεις. Προσθέτοντας στο EBITDA όλες τις αποσβέσεις, χωρίς να γίνονται κεφαλαιουχικές επενδύσεις, θα οδηγήσει σε υπερεκτίμηση των ταμειακών ροών. Από την άλλη πλευρά, μη προσθέτοντας πίσω τις αποσβέσεις οδηγούμαστε σε υποεκτίμηση των ταμειακών ροών ειδικά όταν η εταιρεία χρησιμοποιεί επιταχυνόμενη μέθοδο αποσβέσεων.

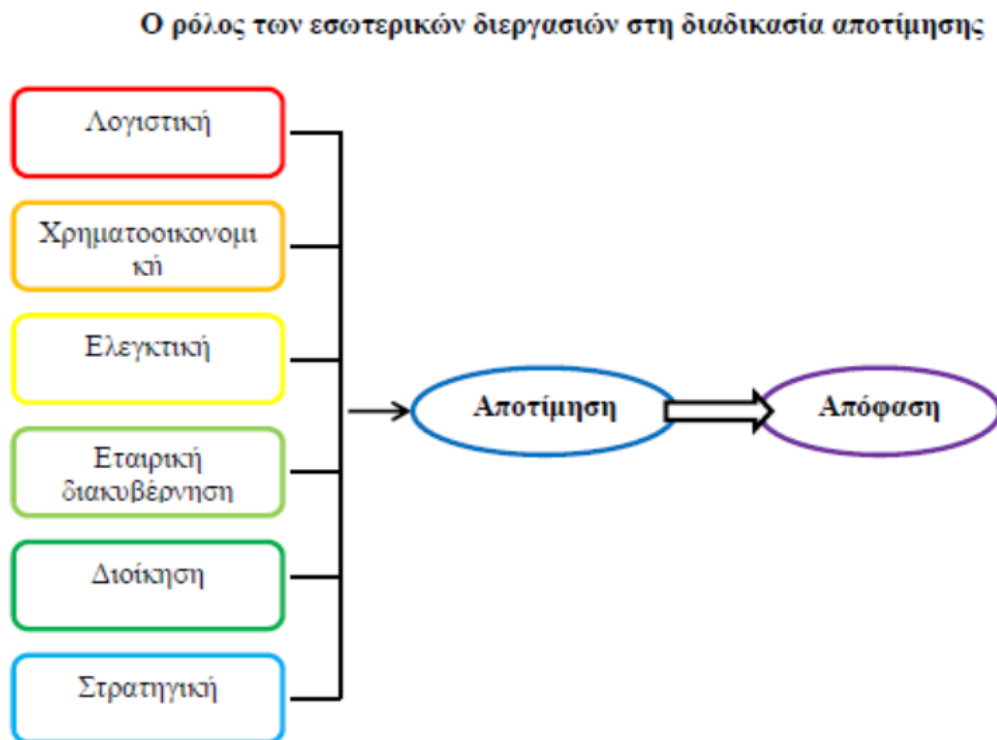
Ανάγκες σε Κεφάλαιο Κίνησης (Working Capital Adjustments)

Οι επιχειρήσεις χρειάζεται να επενδύουν ένα μέρος των εσόδων τους για να διατηρήσουν την ανάπτυξή τους. Το EBITDA δεν λαμβάνει υπόψη τις ανάγκες σε κεφάλαιο κίνησης (τη διαφορά του κυκλοφορούν ενεργητικού από τις τρέχουσες υποχρεώσεις) και τις ανάγκες σε διαθέσιμα για την διευθέτηση των καθημερινών αναγκών. Αγνοώντας τις ανάγκες σε κεφάλαιο κίνησης υποθέτουμε ότι μία εταιρεία πληρώνεται πριν ακόμα πουλήσει τα προϊόντα της. Οι περισσότερες επιχειρήσεις πρώτα πωλούν τα προϊόντα τους και κατόπιν εισπράττουν. Αυτή η σχέση μεταξύ Πηγών και Χρήσης κεφαλαίων προσδιορίζει την ικανότητα μιας επιχείρησης να αναλάβει ένα ή περισσότερα projects, όπως ένα υψηλότερο δάνειο στην περίπτωση του LBO(Leveraged Buyout). Η μη ενσωμάτωση των αναγκών σε κεφάλαιο κίνησης επηρεάζει θετικά ή αρνητικά τις ταμειακές ροές από το EBITDA.

2.4 Αποτίμηση Τεχνική ή Επιστήμη

Όταν αναφερόμαστε στην «αποτίμηση των επιχειρήσεων», μιλάμε για μια διαδικασία μέσα από την οποία γίνεται ευρέως γνωστή η τελική αξία της κάθε επιχείρησης. Κατά καιρούς υπάρχουν πολλές απόψεις σχετικά με τη διαδικασία της αποτίμησης, οι μελετητές διαφωνούν μεταξύ τους για το εάν η αποτίμηση είναι μια τεχνική ή είναι επιστήμη. Σύμφωνα με τον κύριο Θ. Λαζαρίδη, *«Τεχνική είναι το σύνολο των μεθόδων και κανόνων με τους οποίους επιτυγχάνεται συγκεκριμένο αποτέλεσμα καθώς και η ικανότητα της χρήσης των μεθόδων αυτών, ενώ Επιστήμη είναι το σύνολο των συστηματικών γνώσεων που αναφέρονται σε ορισμένο κύκλο φαινομένων»*. Για να καταφέρουμε όμως να φτάσουμε σε ένα επιθυμητό αποτέλεσμα, θα πρέπει να υπάρξει σωστός συνδυασμός τεχνικής και επιστήμης, καθώς για να είναι όσο γίνεται πιο ακριβές ένα αποτέλεσμα είναι αναγκαίο να αξιοποιηθούν τα λογιστικά δεδομένα αλλά και οι προβλέψεις που κάνει η κάθε επιχείρηση.

Πίνακας 2.2: Ο ρόλος των εσωτερικών διεργασιών στη διαδικασία αποτίμησης



Πηγή: Θ.Γ. Λαζαρίδης, (2005), *Αποτίμηση Επιχειρήσεων, Θεωρία, Μεθοδολογία, Πρακτική*, σελ. 55

Ενώ και ο καθηγητής Aswath Damodaran όταν ερωτήθηκε από δημοσιογράφο της εφημερίδας "Η ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ" τον Οκτώβριο του 2002 για το εάν η αποτίμηση των επιχειρήσεων είναι επιστήμη ή τέχνη αυτός απάντησε: *Θα έλεγα ότι είναι λίγο και από τα δύο. Νομίζω ότι προσπαθούμε να διδάξουμε την επιστήμη, αλλά υπάρχει και το στοιχείο της τέχνης, με την έννοια της απαίτησης για δημιουργικότητα. Η αποτίμηση δεν είναι ποτέ μια διαδικασία όπου απλά παίρνεις τα δεδομένα και τα συνταιριάζεις, απαιτεί πολλές υποκειμενικές κρίσεις. Λοιπόν είναι τέχνη και επιστήμη μαζί. Μπορώ να διδάξω την επιστήμη αλλά όχι την τέχνη. Θα υπάρχουν πάντα κάποιοι άνθρωποι που δεν θα είναι ποτέ καλοί στην αποτίμηση, ακόμη και αν μάθουν όλες τις βασικές αρχές της αποτίμησης. Ένας άλλος τρόπος να το θέσουμε, ιδίως στην αποτίμηση μετοχών, εταιρειών, είναι ότι πρέπει να αναλάβεις κίνδυνο, να πάρεις μια θέση σε πράγματα που γνωρίζεις ότι μπορεί να έχεις και λάθος, επειδή κάνεις εκτιμήσεις για το μέλλον. Δεν υπάρχει ασφαλής δρόμος, δεν μπορείς να πεις ότι δεν θα κάνω εκτίμηση παρά μόνο αν είμαι εντελώς σίγουρος -γιατί τότε δεν πρόκειται ποτέ να κάνεις μια εκτίμηση. το κομμάτι που είναι τέχνη απαιτεί να βάλεις όλα όσα ξέρεις για μια εταιρεία, ποσοτικά και ποιοτικά δεδομένα, και να τα χρησιμοποιήσεις για να κάνεις πρόβλεψη για το μέλλον. Λοιπόν, είναι λίγο και από τα δύο. Ειδικά όσον αφορά τις νέες εταιρείες και τις αναδυόμενες αγορές το κομμάτι που είναι*

τέχνη επικρατεί, γιατί υπάρχουν πολύ περισσότερα πράγματα σχετικά με το μέλλον παρά για το παρελθόν.

Η λογιστική και χρηματοοικονομική είναι δύο επιστήμες που βοηθούν πολύ τον μελετητή στην εργασία του. Παρ' όλα αυτά ο μελετητής χρειάζεται ένα σύνολο κανόνων και αλγορίθμων για την εκτέλεση της εργασίας του. Τέλος, απαραίτητη προϋπόθεση για να αποτιμήσει ένας μελετητής την αξία μιας επιχείρησης είναι η εμπειρία. Ο μελετητής δεν θα μπορέσει να αποτιμήσει την αξία μιας επιχείρησης χωρίς την εμπειρία λόγων των περιορισμένων χρονικών πλαισίων που έχει στη διάθεση του, τους περιορισμένους πόρους και ιδιαίτερα τη σχετική ικανότητα σύνδεσης και χρήσης των διάφορων επιστημών μεταξύ τους.

Συνοψίζοντας, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι τόσο η τεχνική όσο και η επιστήμη είναι απαραίτητες για να αποτιμηθεί η αξία μιας επιχείρησης.

2.5 Στόχοι Αποτίμησης

Μέσω της διαδικασίας της αποτίμησης όπως αναφέραμε, προσδιορίζεται μια συγκεκριμένη τιμή για την αξία της επιχείρησης ή της μετοχής ώστε εάν:

- α) η αγοραία αξία είναι ίση με την υπολογιζόμενη, η μετοχή έχει δίκαιη τιμή
- β) η αγοραία αξία είναι χαμηλότερη από την υπολογιζόμενη, η μετοχή είναι υποτιμημένη
- γ) η αγοραία αξία είναι υψηλότερη από την υπολογιζόμενη, η μετοχή είναι υπερτιμημένη

Οι στόχοι που επιτυγχάνονται μέσω της αποτίμησης είναι πολυάριθμοι. Αρχικά εξυπηρετείται η πληροφόρηση των αγοραστών και των πωλητών, οι οποίοι γνωρίζουν την ανώτατη τιμή που πρέπει να πληρώσουν και την κατώτατη τιμή στην οποία πρέπει να πουλήσουν αντίστοιχα. Επίσης, αποτιμώνται οι εισηγμένες εταιρείες, με αποτέλεσμα να μπορεί ο επενδυτής αφενός να συγκρίνει την αξία που αποκτά με την τιμή της μετοχής, αφετέρου να εστιάσει στις μετοχές εκείνες που είναι υποεκτιμημένες, εκ τρίτου να κάνει συγκρίσεις μεταξύ εταιρειών. Επιπλέον, δικαιολογείται πλήρως η τιμή στην οποία μια μετοχή προσφέρεται στο κοινό. Περαιτέρω, διευκολύνεται η σύγκριση της αξίας των μετοχών με την αξία άλλων στοιχείων του ενεργητικού. Ακόμα, διαμορφώνονται με μεγαλύτερη ακρίβεια προγράμματα αποζημιώσεων/ανταμοιβών, καθώς η αποτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης βοηθά στη ποσοτικοποίηση της προστιθέμενης αξίας που οφείλεται στα στελέχη της. Πρόσθετα στα ανωτέρω, μέσω της αποτίμησης εντοπίζονται οι παράγοντες που καθορίζουν

την αξία. Τέλος, διευκολύνονται οι στρατηγικές αποφάσεις ανωτάτου επιπέδου μιας επιχείρησης και ο στρατηγικός σχεδιασμός (Fernandez, 2002)

Όπως ήδη αναφέρθηκε, σκοπός κάθε μεθόδου αποτίμησης είναι να υπολογίσει την παρούσα αξία της επιχείρησης και να προσδιορίσει κάποιες μελλοντικές προβλέψεις τις οποίες θα προσπαθήσει να πραγματοποιήσει γνωρίζοντας τους κινδύνους που μπορεί να αντιμετωπίσει. Κατά καιρούς έχουν γίνει πολλές έρευνες για τις μεθόδους αποτίμησης, σχετικά με το ποια είναι καλύτερη και πιο αποδοτική για μια επιχείρηση. Οι ερευνητές δεν κατάφεραν να συμφωνήσουν έτσι ώστε να ξεχωρίσουν τις μεθόδους ανάλογα με την αποδοτικότητα τους, αλλά κατάφεραν να συμφωνήσουν ως προς τους στόχους που θα πρέπει να ικανοποιεί η κάθε μέθοδος. Αυτοί είναι:

- ✓ Οι πληροφορίες που δίνονται από τις μεθόδους θα πρέπει να είναι όσο το δυνατόν πιο αντικειμενικές και εύκολες στο να κατανοηθούν αλλά και στο να εφαρμοστούν. Επιπλέον θα πρέπει πάντα να τεκμηριώνονται.
- ✓ Μέσα από κάθε μέθοδο θα πρέπει να προσδιορίζεται όσο γίνεται πιο ικανοποιητικά η τρέχουσα αξία κάθε επιχείρησης.
- ✓ Κάθε αποτέλεσμα και κάθε στοιχείο που χρησιμοποιείται θα πρέπει να τεκμηριώνεται. Στην περίπτωση που κάποια στοιχεία δεν είναι σαφή και εύκολα ως προς την αξιοποίησή τους, θα πρέπει να τεκμηριώνεται ο ακριβής λόγος για τον οποίο δεν χρησιμοποιήθηκαν.

2.6 Βήματα που ακολουθούν οι ερευνητές για Αντικειμενικές Προβλέψεις

Το αποτέλεσμα της αποτίμησης πάντα συνοδεύεται με κάποιες προβλέψεις για το μέλλον της εταιρείας. Οι ερευνητές ακολουθούν κάποια βήματα, προκειμένου οι προβλέψεις να είναι αντικειμενικές και να μην υπάρχει μεγάλη απόκλιση με την πραγματικότητα, τα οποία είναι:

- Ανάλυση των χαρακτηριστικών και των ιδιοτήτων κάθε επιχείρησης.
- Ο προσδιορισμός και η γνωστοποίηση του επιπέδου ρίσκου κάθε επένδυσης.
- Η σωστή επεξεργασία των οικονομικών καταστάσεων έτσι ώστε να κατανοηθεί η οικονομική απόδοση της εταιρείας. Μέσα από τις οικονομικές καταστάσεις μπορούμε

να δούμε κατά πόσο η εταιρεία αναπτύσσεται καθώς και τους ρυθμούς ανάπτυξής της. Επιπλέον βλέπουμε κατα πόσο η εταιρεία μπορεί να συγκριθεί με τους ανταγωνιστές της. Η σωστή επιλογή των κατάλληλων εταιρειών για σύγκριση αποτελεί ακόμα έναν παράγοντα που επηρεάζει την αποτίμηση. Η σύγκριση των εταιρειών πρέπει να γίνει ανάμεσα σε εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο και τα στοιχεία που θα χρησιμοποιηθούν θα πρέπει να είναι περίπου τα ίδια έτσι ώστε να γίνει όσο τον δυνατόν πιο αντικειμενική η σύγκριση.

- Η χρονική διάρκεια ύπαρξης μιας εταιρείας πολλές φορές παίζει σημαντικό ρόλο. Όταν μια εταιρεία διανύει τα πρώτα χρόνια της ύπαρξης της, έχει συνήθως περισσότερες ζημίες απ'ότι κέρδος. Αυτό οφείλεται στην απειρία των μελών της επιχείρησης, είτε στις λάθος προβλέψεις που έχουν κάνει, είτε σε ζημίες που έχουν υπάρξει από το γεγονός ότι δεν έχουν αποσβεστεί σωστά τα αντικείμενα που έχει στην κατοχή της η εταιρεία, καθώς και στην έλλειψη παρελθοντικών χρηματοοικονομικών στοιχείων και καταστάσεων για επαρκείς αναλύσεις.
- Η κατανόηση του περιβάλλοντος και των προοπτικών της ίδιας της εταιρείας (σε σχέση με την εξέλιξή της στην αγορά, τις πιθανές διακυμάνσεις, τις προοπτικές της, τους κινδύνους που θα χρειαστεί να αντιμετωπίσει, όπως και επιπρόσθετους παράγοντες που μπορεί να την επηρεάσουν). Για παράδειγμα, κατά τη διάρκεια μιας οικονομικής κρίσης αλλάζει η οικονομική εικόνα της επιχείρησης. Υπάρχει συχνή αυξομειώση των κερδών της επιχείρησης καθώς οι αγοραπωλησίες που γίνονται δεν είναι αντικειμενικές.
- Όλες οι προβλέψεις που γίνονται πρέπει να είναι στα πλαίσια της απόδοσης και ανάπτυξης της εταιρείας και κυρίως να είναι πραγματοποιήσιμες. Η κάθε πρόβλεψη συμβάλλει με τον τρόπο της και το περιεχόμενό της στην ανάπτυξη ενός μοντέλου κερδών για το μέλλον (συνήθως για περίοδο 3-5 χρόνων) μέσα από το οποίο διατηρείται η ύπαρξη της εταιρείας. Τα στελέχη έχουν σαν σκοπό τη μεγιστοποίηση της επιχείρησης για αυτό και στις προβλέψεις τους χρησιμοποιούν μεθόδους που θα τεκμηριώνουν τις αποφάσεις τους και θα αποφεύγουν λάθη που θα βλάψουν την ίδια την επιχείρηση. Έτσι, η διοίκηση της εταιρείας μπαίνει στην διαδικασία αξιολόγησης των προβλέψεων για να δει εάν τα κέρδη που θα έχει, θα καταφέρουν να καλύψουν τις μελλοντικές ζημίες που πιθανόν να υπάρξουν.

- Τέλος, ο ερευνητής θα πρέπει να οδηγείται σε ένα αποτέλεσμα το οποίο θα μπορεί να το αξιολογήσει και να το ερμηνεύσει. Ουσιαστικά μέσα από το αποτέλεσμα η εταιρεία βοηθείται ως προς τη λήψη μιας επενδυτικής απόφασης.

Ένα από τα σημαντικότερα εργαλεία αποτίμησης θεωρείται ότι είναι η ανάλυση επιχειρηματικής στρατηγικής, η οποία ουσιαστικά αποτελεί την αφετηρία της ανάλυσης των λογιστικών καταστάσεων της εταιρείας. Η ανάλυση της επιχειρηματικής στρατηγικής επιτρέπει στον αναλυτή να παρουσιάσει τα οικονομικά στοιχεία της επιχείρησης σε ένα καλύτερο επίπεδο, και συγχρόνως να κατανοήσει κάποιους παράγοντες που επιφέρουν την κερδοφορία της αλλά και τους κινδύνους της. Με αυτό τον τρόπο ο αναλυτής εκτιμά καλύτερα την ικανότητα της επιχείρησης να συνεχίσει την οικονομική της επίδοση και συγχρόνως να είναι πιο ρεαλιστικός ως προς τις μελλοντικές προβλέψεις για την απόδοση της επιχείρησης.

2.7 Μύθοι για την Αποτίμηση

Ωστόσο επικρατούν κάποιοι μύθοι γύρω από την αποτίμηση μίας εταιρείας, οι οποίοι όμως καταρρίπτονται από τις αντίστοιχες αλήθειες. Σύμφωνα με τον καθηγητή Aswath Damodaran, κάποιοι από αυτούς είναι:

1. **Μύθος** : *Η αποτίμηση είναι μια επιστήμη που «παράγει» ακριβή αποτελέσματα και δίνει συγκεκριμένες και ακριβείς απαντήσεις.*

Αλήθεια : Οι διάφορες μέθοδοι αποτίμησης χρειάζονται κάποιες υποθέσεις και παραδοχές που επιλέγονται από τον μελετητή και γι'αυτό είναι σημαντικό ο μελετητής να είναι αμερόληπτος. Όλες οι μελέτες μεροληπτούν. Το ερώτημα είναι πόσο και προς ποια κατεύθυνση.

Για παράδειγμα: Σε ποιο αντικειμενικό βαθμό μπορεί κάποιος να εκτιμήσει το μέσο ετήσιο ρυθμό ανάπτυξης των κερδών (προ τόκων και φόρων) ή των μερισμάτων μιας επιχείρησης στο μέλλον ή ακόμη και στο διηνεκές; Είναι φυσικό σε πολλές από αυτές τις παραμέτρους/υποθέσεις αποτίμησης, να υπεισέρχεται ο υποκειμενικός παράγοντας του αναλυτή ή του εκτιμητή που βασίζεται μεταξύ των άλλων και στις ακόλουθες συνισταμένες: Το κατά πόσον «πιστεύει» κάποιος στην εταιρεία που αποτιμά, την έκταση στην οποία είναι

εξοικειωμένος με τον κλάδο της, καθώς και τα βιώματα που έχει ο ίδιος ο αναλυτής αναφορικά με τις αποτιμήσεις εταιρειών.

Εξαρτάται και από τον φορέα ο οποίος ζητά την έρευνα (και καταβάλλει το σχετικό κόστος). Πιο συγκεκριμένα, όταν μία χρηματιστηριακή εταιρεία ή μία επενδυτική τράπεζα πληρώνει την ανάλυση στοχεύοντας στη διενέργεια χρηματιστηριακών πράξεων, τότε η αποτίμηση μπορεί να τείνει -όχι όμως πάντα- και να εξάγεται πιο ευνοϊκή απ' όσο θα έπρεπε. Όταν η ανάλυση πληρώνεται από την ίδια την εισηγμένη εταιρεία -επειδή η τελευταία επιθυμεί να υπάρχει κάλυψη της μετοχής της σε επίπεδο ανάλυσης- τότε και σε αυτήν την περίπτωση, οι υποθέσεις αποτίμησης και το τελικό αποτέλεσμα ενδέχεται να είναι πιο ευνοϊκά. Αντίθετα όμως, όταν η ανάλυση πληρώνεται από μία επιχείρηση που θέλει να εξαγοράσει την εξεταζόμενη εταιρεία, τότε ασφαλώς η δίκαιη αξία της τελευταίας, εξάγεται χαμηλότερη σε σύγκριση με τις παραπάνω περιπτώσεις, καθώς η εξαγοράζουσα επιχείρηση επιθυμεί την αγορά της εταιρείας - στόχου με το χαμηλότερο δυνατό κόστος.

Βέβαια υπάρχει πάντα και η περίπτωση σφάλματος από τον μελετητή. Για να αποφύγουμε τα παραπάνω θα ήταν επιθυμητό να υπάρχουν τουλάχιστον δύο μέθοδοι αποτίμησης για να υπολογιστεί η αξία της επιχείρησης, ώστε να υπολογιστεί ένα εύρος τιμών και όχι μια απόλυτη τιμή. Δεν υπάρχουν ακριβείς αποτιμήσεις.

2. **Μύθος** : *Η αποτίμηση είναι περίπλοκη και εφαρμόζεται μόνο σε εισηγμένες στο Χρηματιστήριο εταιρείες.*

Αλήθεια : Η κάθε μέθοδος και το κάθε μοντέλο απευθύνεται σε συγκεκριμένους κλάδους επιχειρήσεων και μπορεί να λειτουργήσει αποτελεσματικά μόνο αν ληφθούν υπόψη οι υποθέσεις και οι παραδοχές που το κάνουν να δίνει επαρκή και σωστά αποτελέσματα. Η πλειοψηφία των χρηματοοικονομικών μοντέλων αποτίμησης (όπως το μοντέλο προεξόφλησης ταμειακών ροών) εφαρμόζεται τόσο σε εισηγμένες στο Χρηματιστήριο επιχειρήσεις όσο και σε μη εισηγμένες εταιρείες. Το γεγονός ότι η απαιτούμενη πληροφόρηση -η οποία είναι κάθε φορά αναγκαία για τη δημιουργία ενός εξειδικευμένου μοντέλου- προσφέρεται ευκολότερα και πιο οργανωμένα από τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο εταιρείες σε σύγκριση με τις μη εισηγμένες, είναι φυσικό να καθιστά τις αντίστοιχες αποτιμήσεις εισηγμένων εταιρειών ρεαλιστικότερες και φαινομενικά πιο αξιόπιστες. Όμως στην πράξη, αποτιμήσεις βάσει τέτοιων μοντέλων γίνονται και για μη εισηγμένες επιχειρήσεις και μάλιστα με αρκετά μεγάλη συχνότητα, ιδιαίτερα σε χρονικές

περιόδους όπου παρατηρείται σημαντική ζύμωση ή κινητικότητα σε επίπεδο εξαγορών και συγχωνεύσεων.

3. **Μύθος** : *Όσο πιο ποσοτικό το μοντέλο, τόσο καλύτερη η εκτίμηση.*

Αλήθεια : Η κατανόηση ενός υποδείγματος δεν σχετίζεται απαραίτητα με τα δεδομένα που πρέπει να χρησιμοποιηθούν. Επίσης, ορισμένες φορές απλοϊκά μοντέλα έχουν μεγαλύτερη πιθανότητα επιτυχίας από τα πιο σύνθετα.

4. **Μύθος** : *Το επιτόκιο δανεισμού ταυτίζεται με το κόστος δανεισμού.*

Αλήθεια : Αυτά τα δύο στοιχεία δεν σχετίζονται ιστορικά. Το κόστος δανεισμού δεν είναι το ιστορικό επιτόκιο δανεισμού, αλλά το επιτόκιο στο οποίο μπορεί κανείς να δανειστεί σήμερα.

5. **Μύθος** : *Ο Υπολογισμός της Αξίας μιας επιχείρησης είναι αποτέλεσμα πολύπλοκων μαθηματικών μοντέλων στα οποία αρκεί κανείς να εισάγει τα Λογιστικά μεγέθη της επιχείρησης.*

Αλήθεια : Ο υπολογισμός της αξίας μιας επιχείρησης είναι πρώτα και κύρια κοινή Λογική και η χρήση των μαθηματικών (χρηματοοικονομικών) μοντέλων ακολουθεί. Εισάγοντας μηχανικά νούμερα σε ένα μοντέλο, το αποτέλεσμα θα είναι τόσο καλό (και συνήθως τόσο κακό) όσο τα νούμερα που χρησιμοποιήθηκαν.

Όπως προαναφέρθηκε, η εκπόνηση ενός χρηματοοικονομικού μοντέλου προϋποθέτει την εισαγωγή πλήθους παραμέτρων/υποθέσεων, η ακριβής υιοθέτηση των οποίων εναπόκειται στη διακριτική ευχέρεια του κάθε αναλυτή. Σε ένα μοντέλο DCFM (Discounted Cash Flow Model) καθίσταται εμφανές ότι μία μικρή μεταβολή ορισμένων εκ των παραμέτρων -π.χ. του διατηρήσιμου κόστους δανεισμού, του συντελεστή κινδύνου beta ή ακόμη και του φορολογικού συντελεστή ή του διατηρήσιμου ρυθμού ανάπτυξης των πωλήσεων- δύναται να προκαλέσει σημαντική και πολλαπλάσια μεγαλύτερη μεταβολή στην εξαγόμενη δίκαιη αξία μιας επιχείρησης. Με άλλα λόγια, η διαδικασία αποτίμησης τείνει να παρουσιάζει υψηλή μόχλευση, γεγονός το οποίο σημαίνει ότι μεταβάλλοντας σε μικρό βαθμό μία υπόθεση του αντίστοιχου μοντέλου, ο αναλυτής ή εκτιμητής της εταιρικής αξίας μπορεί να φθάσει σχετικά εύκολα στο οποιοδήποτε επιθυμητό αποτέλεσμα.

6. **Μύθος** : *Η χρήση των λογιστικών δεικτών και μεγεθών για τον υπολογισμό της αξίας του μετοχικού κεφαλαίου ή του κόστους των δανείων θεωρείται συντηρητική.*

Αλήθεια : Εάν ισχύει η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς, τότε η αγοραία αξία είναι η σωστή και η δίκαιη αξία. Πολλές φορές όμως (στην πραγματικότητα) ο υπολογισμός των μετοχών και των δανείων μπορεί να προκαλέσει σύγχυση και διαστρέβλωση της πραγματικής αξίας.

7. **Μύθος** : *Η αξία μιας επιχείρησης εξαρτάται από τα Κέρδη της.*

Αλήθεια : Η αξία μιας επιχείρησης εξαρτάται από τις ταμειακές ροές της.

8. **Μύθος** : *Η αξία μιας επιχείρησης εξαρτάται από τα ιστορικά οικονομικά στοιχεία της.*

Αλήθεια : Η αξία μιας επιχείρησης εξαρτάται από τα αναμενόμενα μελλοντικά οικονομικά στοιχεία της. Το παρελθόν έχει αξία στο βαθμό που μας επιτρέπει να κατανοήσουμε και να προσεγγίσουμε το μέλλον. Ο καθοριστικός παράγοντας υπολογισμού της αξίας μιας επιχείρησης είναι το ρεαλιστικά αναμενόμενο και διατηρήσιμο μελλοντικό εισόδημα.

9. **Μύθος** : *Η αξία μιας επιχείρησης εξαρτάται από τα περιουσιακά της στοιχεία.*

Αλήθεια : Η αξία μιας επιχείρησης εξαρτάται σε σημαντικό βαθμό από τη φήμη και τη πελατεία της. Τα περιουσιακά στοιχεία (με εξαίρεση κάποιο software ή μια πατέντα) μπορούμε εύκολα να τα αντιγράψουμε. Την πελατεία δεν μπορούμε.

10. **Μύθος** : *Η αξία μιας επιχείρησης είναι κάποιο Πολλαπλάσιο των Κερδών της.*

Αλήθεια : Η χρήση του Πολλαπλασιαστή Κερδών προϋποθέτει ότι: α) τα Κέρδη αποτελούν καλή προσέγγιση των ταμειακών ροών και β) τα κέρδη είναι σαν τα διαμάντια: «παντοτινά».

11. **Μύθος** : *Μια καλά τεκμηριωμένη αποτίμηση της αξίας μιας εταιρείας ισχύει επ' αόριστον.*

Αλήθεια : Ωστόσο η πραγματικότητα είναι ότι καμία αποτίμηση δεν ισχύει επ' αόριστον. Όλα τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται για την αποτίμηση υπόκεινται σε αλλαγές, όσο προκύπτουν νέες πληροφορίες για την εταιρεία, τους ανταγωνιστές της και την οικονομία στο σύνολό της. Σε μια δυναμική οικονομία τα οικονομικά δεδομένα αλλάζουν γρήγορα, ο πληθωρισμός και τα επιτόκια διακυμαίνονται, τα νομοθετικά δεδομένα αλλάζουν και γενικά όλη η εταιρεία αλλάζει.

Επιπρόσθετα, οι επενδυτικές αποφάσεις πρέπει να λαμβάνονται όχι μόνο βάσει ενός εύρους τιμών, αλλά και μέσω μιας ανάλυσης ευαισθησίας όπου εξάγονται δίκαιες αξίες για την ίδια την επιχείρηση με διαφορετικό κάθε φορά συνδυασμό παραμέτρων (όπως π.χ. βάσει του συνδυασμού του ρυθμού ανάπτυξης (g) και του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC)). Κατά συνέπεια, μία «απόλυτη» εκτίμηση της εταιρικής αξίας είναι πολύ πιθανό να μη συνεισφέρει αποτελεσματικά στο σκοπό για τον οποίο υλοποιήθηκε και οποίος δεν είναι άλλος από τη διαμόρφωση των κριτηρίων εκείνων που βοηθούν στη λήψη των εκάστοτε επενδυτικών αποφάσεων.

2.8 Αξίες της Μετοχής

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να γίνει και μια αναφορά στους τρεις τύπους αξιών της μετοχής και στις διαφορές μεταξύ τους ώστε να μην δημιουργείται σύγχυση σχετικά με τον ορισμό τους. Για κάθε μετοχή υπάρχει μία:

- Ονομαστική Αξία (Τιμή) Μετοχής (Nominal Value) : Είναι η τιμή της μετοχής που προκύπτει εάν διαιρέσουμε το Μετοχικό (ή Καταβεβλημένο) Κεφάλαιο μιας επιχείρησης με τον συνολικό αριθμό μετοχών. Είναι κατά μεγάλο μέρος μια θεωρητική χαμηλή τιμή που δίνεται αυθαίρετα στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας. Χρησιμεύει για να προσδιορίζει την αξία των «εκδοθεισών κοινών μετοχών».
- Λογιστική Αξία (Τιμή) Μετοχής (Equity ή Accounting Value) ή αλλιώς «αξία καθαρής θέσης ανά μετοχή»: Είναι η τιμή της Μετοχής που προκύπτει εάν διαιρέσουμε την Καθαρή Θέση της επιχείρησης (Ιδια Κεφάλαια) με το συνολικό αριθμό μετοχών (μπορεί να είναι μεγαλύτερη, μικρότερη ή ίση της Ονομαστικής Αξίας)
- Αγοραία Αξία ή Χρηματιστηριακή Τιμή Μετοχής (Market Value) : Αντιπροσωπεύει την Αξία της Επιχείρησης σε κάθε χρονική στιγμή. Ουσιαστικά είναι το τίμημα που κάποιος είναι διατεθειμένος να καταβάλλει για την απόκτηση ποσοστών Ιδιοκτησίας σε μία εταιρεία. Η Αγοραία Αξία στις περισσότερες περιπτώσεις διαφέρει σημαντικά τόσο από την Λογιστική αλλά κυρίως από την Ονομαστική Αξία της Μετοχής.

Συνεπώς, η χρηματιστηριακή αξία είναι η τιμή που καταγράφεται στο χρηματιστήριο για μια εισηγμένη εταιρεία ή η εκτιμώμενη τιμή για μια μη εισηγμένη εταιρεία. Στο χρηματιστήριο, η τιμή μεταβάλλεται καθημερινά, ανταποκρινόμενη στα πραγματικά ή στα αναμενόμενα

αποτελέσματα και στο αίσθημα της αγοράς για το σύνολο ή τους επιμέρους κλάδους των εταιρειών όπως αντανακλάται στους χρηματιστηριακούς δείκτες.

Επιπλέον, η εισαγωγή μιας εταιρείας σε μία οργανωμένη Δευτερογενή αγορά Κεφαλαίου (π.χ. Χ.Α.Α.) αποτελεί μία από τις βασικότερες μορφές Άμεσης Χρηματοδότησης, των επενδυτικών σχεδίων κάθε εταιρείας. Η διαδικασία αποτίμησης – προσδιορισμός της αξίας της εταιρείας είναι ένας συνδυασμός πολλών ποιοτικών και ποσοτικών παραμέτρων, καθώς επίσης και του γενικότερου «κλίματος» των αγορών τη στιγμή εισαγωγής. Όλοι αυτοί οι παράγοντες, ενσωματώνονται στα κατάλληλα μοντέλα αποτίμησης.

Συνεπώς, κάποια από τα πλεονεκτήματα μιας εταιρείας που μπαίνει στο χρηματιστήριο είναι

- 1) Απόκτηση νέου μετοχικού κεφαλαίου για ανάπτυξη των δραστηριοτήτων της εταιρείας
- 2) η δυνατότητα της εταιρείας να αποκτήσει κεφάλαια στο μέλλον και
- 3) η διευκόλυνση της δυνατότητας της αποτίμησης της εταιρείας για μελλοντικές συνεργασίες, εξαγορές ή συγχωνεύσεις.

Σε κάθε περίπτωση, το ζητούμενο είναι η αξιολόγηση της τιμής μίας μετοχής ούτως ώστε να εντοπίσουμε επενδυτικές ευκαιρίες. Αυτό μπορεί να επιτευχθεί μέσω της εφαρμογής των διάφορων μεθόδων αποτίμησης επιχειρήσεων.

2.9 Θεωρία της Αποτελεσματικής Αγοράς

Ένα θέμα που αποτελεί αντικείμενο εκτενών συζητήσεων μεταξύ ακαδημαϊκών και χρηματοοικονομικών στελεχών είναι η Θεωρία της Αποτελεσματικής Αγοράς.

Ο Fama (1965) ορίζει την «αποτελεσματική» αγορά μετοχών, σύμφωνα με την οποία η αξία των μετοχών αντικατοπτρίζει το σύνολο των διαθέσιμων πληροφοριών, ώστε είναι αδύνατον για έναν επενδυτή τόσο να αγοράσει υποεκτιμημένες μετοχές όσο και να πουλήσει υπερτιμημένες. Είναι μια αγορά όπου οι τρέχουσες πληροφορίες είναι διαθέσιμες σε όλους.

Σε μια αποτελεσματική αγορά, ο ανταγωνισμός δημιουργεί μια κατάσταση, όπου οι τιμές των χρεογράφων αντικατοπτρίζουν πληροφορίες, οι οποίες πηγάζουν τόσο από γεγονότα που ήδη έχουν λάβει χώρα, όσο και από γεγονότα που αναμένεται να λάβουν χώρα. Με άλλα λόγια, σε μια αποτελεσματική αγορά, η πραγματική τιμή ενός χρεογράφου θα αποτελεί οποιαδήποτε στιγμή μια καλή εκτίμηση της εσωτερικής του αξίας.

Κατά τον Fama, υπάρχουν τρεις εναλλακτικές μορφές αποτελεσματικότητας, η ασθενής, η μέτρια και η ισχυρή. Στην εκδοχή της ασθενούς μορφής, οι τιμές των μετοχών εξ'αρχής αντανακλούν το σύνολο των ιστορικών διαθέσιμων πληροφοριών. Σε αυτήν της μέτριας μορφής, οι τιμές όχι μόνο αντανακλούν το σύνολο των πληροφοριών αλλά επιπλέον αντιδρούν αυτόματα στη διάθεση κάθε νέας πληροφορίας (π.χ. ισολογισμοί εταιρειών, ανακοινώσεις κερδών, μερισμάτων κ.τ.λ.) Τέλος, στην εκδοχή της ισχυρής μορφής αποτελεσματικότητας της αγοράς, υπάρχει η επιπλέον παραδοχή ότι οι τιμές των μετοχών αντανακλούν ακόμα και εσωτερικές πληροφορίες της εταιρείας, μη διαθέσιμες στο κοινό.

Οι επιπτώσεις της θεωρίας της αποτελεσματικής αγοράς είναι πραγματικά βαθιές. Τα περισσότερα άτομα που αγοράζουν και πωλούν χρεόγραφα, το κάνουν θεωρώντας, ότι τα χρεόγραφα που αγοράζουν έχουν μεγαλύτερη αξία από αυτή που πληρώνουν, ενώ τα χρεόγραφα που πωλούν έχουν μικρότερη αξία από την αξία πώλησης. Αλλά εάν οι αγορές είναι αποτελεσματικές και οι τρέχουσες τιμές αντικατοπτρίζουν πλήρως όλες τις πληροφορίες, τότε η αγοραπωλησία χρεογράφων σε μια προσπάθεια υπέρβασης της απόδοσης της αγοράς θα είναι μάλλον θέμα τύχης παρά ικανότητας.

Παρ'όλα αυτά δεδομένου ότι οι αγορές δεν λειτουργούν αποτελεσματικά, τα Μοντέλα Αποτίμησης στοχεύουν στον εντοπισμό **Υπερτιμημένων** (Overvalued) ή **Υποτιμημένων** (Undervalued) Μετοχών (απόλυτα ή συγκριτικά), τα οποία αναλύονται στο επόμενο κεφάλαιο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

3.1 Γενική Εισαγωγή στις Μεθόδους

Υπάρχουν διάφοροι αποδεκτοί τρόποι για την αποτίμηση μίας εταιρείας, οι οποίοι έχουν αναπτυχθεί για την ενσωμάτωση των διαφορετικών πραγματικών στοιχείων που διέπουν την κάθε αποτιμώμενη εταιρεία, των γενικότερων οικονομικών συνθηκών του περιβάλλοντός της και των δυνατοτήτων και προοπτικών του κλάδου ή των κλάδων στον/στους οποίο/ους δραστηριοποιείται. Επιπλέον, είναι σκόπιμο - και ακολουθείται στη διεθνή πρακτική - να χρησιμοποιούνται σε κάθε περίπτωση περισσότερες της μίας μέθοδοι, προκειμένου να καλύπτεται κάθε δυνατή παράμετρος.

Αφου έχει ολοκληρωθεί η αξιολόγηση της στρατηγικής της επιχείρησης, έρχεται η ώρα να δει ο αναλυτής την στρατηγική μεταφρασμένη σε συγκεκριμένα νούμερα προβλέψεων. Η επιχείρηση, με βάση τη στρατηγική της και τους τρόπους με τους οποίους θα την υλοποιήσει καλείται να δώσει στον υποψήφιο επενδυτή τα νούμερα που θα καταστήσουν την επένδυση ελεγκτική ή μη.

Για να είναι σε θέση ο αναλυτής να προχωρήσει σε αποτίμηση της επιχείρησης πρέπει να έχει προβλέψεις της εταιρίας εκφρασμένες σε καταστάσεις αποτελεσμάτων χρήσεων και ισολογισμούς. Συνήθως ο χρονικός ορίζοντας στον οποίο επεκτείνονται οι προβλέψεις είναι πέντε έτη χωρίς αυτο να αποτελεί τον κανόνα.

Μέσα από αυτές τις προβλέψεις ο αναλυτής είναι σε θέση να αναπτύξει την κατάσταση ταμιακών ροών και να προχωρήσει στην αποτίμηση της επιχείρησης. Μερικά σημεία που θα πρέπει να προσεχθούν ιδιαίτερα είναι:

- Να συνδεθεί το μοντέλο των προβλέψεων με την στρατηγική της επιχείρησης και να είναι έτσι δομημένο ώστε ο αναλυτής να είναι σε θέση να προσδιορίσει την εφικτότητα των προβλέψεων.

- Να έχει την δυνατότητα ο αναλυτής να εξάγει τα στοιχεία που χρειάζεται για να προχωρήσει στην σύνταξη των ταμειακών ροών.
- Να προσεχθούν ιδιαίτερα οι βασικές υποθέσεις στις οποίες βασίζονται οι προβλέψεις (πχ πολλά επιχειρηματικά σχέδια εμφανίζουν τα έξοδα διάθεσης ως ένα σταθερό ποσό επί των πωλήσεων). Μια τέτοια λανθασμένη υπόθεση θα καταλήξει σε μία περαιτέρω αύξηση των εξόδων διάθεσης χωρίς αυτό στην πραγματικότητα να δικαιολογείται από την στρατηγική της εταιρείας.

Τα υποδείγματα αποτίμησης μπορούν να χωριστούν σε δύο βασικές κατηγορίες: α) τα σχετικά (relative) και β) τα απόλυτα (absolute).

Σχετικά Μοντέλα Αποτίμησης (Relative Valuation Models)

Τα σχετικά υποδείγματα αποτίμησης στηρίζονται στη χρήση πολλαπλασιαστών και αριθμοδεικτών, ώστε βάσει αυτών να συγκριθούν μεταξύ τους οι επιχειρήσεις που λειτουργούν σε ομοειδείς κλάδους. Οι δείκτες μπορούν να κατηγοριοποιηθούν στους πολλαπλασιαστές κερδών, στους πολλαπλασιαστές λογιστικής αξίας και στους πολλαπλασιαστές πωλήσεων.

Αναγκαία προϋπόθεση για την χρησιμοποίηση ενός σχετικού μοντέλου αποτίμησης είναι να καθοριστεί επακριβώς ο πολλαπλασιαστής που θα χρησιμοποιηθεί για όλες τις συγκρινόμενες επιχειρήσεις. Επίσης, ο αναλυτής πρέπει να έχει αποφασίσει τί συνιστά υψηλή τιμή και τί χαμηλή τιμή για τον χρησιμοποιούμενο πολλαπλασιαστή, ώστε να έχει κοινό σημείο αναφοράς. Τέλος, πρέπει να γίνει ορθή επιλογή των επιχειρήσεων με τις οποίες ο αναλυτής θέλει να συγκρίνει τη δική του, λαμβάνοντας υπόψη κοινά στοιχεία όπως ο κίνδυνος, ο ρυθμός ανάπτυξης και οι ταμειακές ροές.

Προκειμένου να κανουμε σχετική αποτίμηση:

1. Πρέπει να βρούμε εταιρίες οι οποίες είναι συγκρίσιμες, και να αποκτήσουμε αγοραίες αξίες για τις εταιρίες αυτές
2. Να μετατρέψουμε αυτές τις αγοραίες αξίες σε κανονικοποιημένες αξίες, προκειμένου να είναι συγκρίσιμες (εύρεση πολλαπλασιαστών τιμών – price multiples)

3. Να συγκρίνουμε τις κανονικοποιημένες αυτές αξίες, σταθμίζοντας για παραμέτρους που μπορεί να αλλοιώνουν το αποτέλεσμα της σύγκρισης.

Ιδιαίτερη προσοχή χρειάζεται στην ανάλυση της κατανομής κάθε υπό εξέταση δείκτη, προκειμένου ο αναλυτής να είναι σε θέση να αποφανθεί αν ο δείκτης είναι υψηλός ή χαμηλός.

Απόλυτα Μοντέλα Αποτίμησης (Absolute Valuation Models)

Τα απόλυτα μοντέλα αποτίμησης ή μοντέλα προεξόφλησης ταμειακών ροών, αποτελούν τη μέθοδο εκείνη σύμφωνα με την οποία η τιμή μίας μετοχής όπως και κάθε περιουσιακού στοιχείου που υπόκειται σε αξιολόγηση, είναι η παρούσα αξία των μελλοντικών ροών (κέρδη, μερίσματα, καθαρές ταμειακές ροές).

Κάθε εταιρεία έχει μία **Εσωτερική Αξία (intrinsic value)** που μπορεί να εκτιμηθεί με βάση τις αναμενόμενες Ταμειακές Ροές, την αναμενόμενη αύξηση των ροών, καθώς και τον κίνδυνο που ενέχει.

Οι πληροφορίες που χρειαζόμαστε είναι οι ακόλουθες:

1. Η χρονική διάρκεια του υπό αποτίμηση στοιχείου
2. Οι ταμειακές Ροές κατά τη διάρκεια της χρονικής του διάρκειας
3. Το προεξοφλητικό επιτόκιο για να υπολογίσουμε τις παρούσες αξίες

Διακρίνουμε τα ακόλουθα απόλυτα μοντέλα αποτίμησης:

I. Μοντέλο Προεξόφλησης Μερισμάτων (DDM)

II. Μοντέλο Προεξόφλησης Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών (DFCF)

Το μοντέλο προεξόφλησης αδέσμευτων ταμειακών ροών θα παρουσιάσουμε αναλυτικά στη συνέχεια του κεφαλαίου, καθώς θα αποτελέσει και τη κύρια μέθοδο αποτίμησης της Μότορ Όιλ στην παρούσα εργασία.

Στη συνέχεια θα περιγράψουμε συνοπτικά κάποιες ακόμη βασικές μεθόδους αποτίμησης επιχειρήσεων, ορισμένες εκ των οποίων έχουν περισσότερο λογιστική προσέγγιση, οι οποίες ωστόσο δεν πρόκειται να μας απασχολήσουν περαιτέρω.

3.2 Η Μέθοδος της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης

Η μέθοδος της αναπροσαρμοσμένης καθαρής θέσης είναι μια έμμεση μέθοδος αποτίμησης της αξίας της επιχείρησης. Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή η αξία της επιχείρησης είναι ίση με την Καθαρή Θέση της όπως εμφανίζεται στον Ισολογισμό κατά την ημερομηνία αποτίμησης, αφού προηγουμένως γίνουν λογιστικές διορθώσεις στα στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού με βάση τις παρατηρήσεις των πιστοποιητικών των Ορκωτών Ελεγκτών-Λογιστών.

Κατά την μέθοδο αυτή, οι αξίες όλων των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας εκτιμώνται και προστίθενται. Κατά συνέπεια, η μέθοδος αυτή απαιτεί χωριστή αποτίμηση των παρακάτω κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων:

1. Βραχυπρόθεσμα στοιχεία του ενεργητικού (διαθέσιμα, χρεόγραφα, αποθέματα, απαιτήσεις, κ.λ.π.)
2. Κινητά περιουσιακά στοιχεία, όπως εξοπλισμός, μηχανήματα κ.λ.π.
3. Ακίνητα περιουσιακά στοιχεία, όπως οικόπεδα, κτίρια, κ.λ.π.
4. Άυλα περιουσιακά στοιχεία, όπως ευρεσιτεχνίες, σήματα κατατεθέντα, κατάλογοι πελατών, εργατικό δυναμικό, καλή φήμη, αξία συνεχιζόμενης λειτουργίας κ.λ.π.

Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, η αξία καθενός από τα παραπάνω περιουσιακά στοιχεία εκτιμάται χωριστά, χρησιμοποιώντας την καταλληλότερη μέθοδο για το καθένα. Το άθροισμα όλων των αξιών είναι η αξία των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης.

Οι παρούσες αξίες των υποχρεώσεων, βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων, προσδιορίζονται επίσης και προστίθενται, ώστε να βρεθεί η συνολική αξία των υποχρεώσεων της επιχείρησης.

Η αξία των υποχρεώσεων αφαιρείται από την αξία των περιουσιακών στοιχείων. Η προκύπτουσα διαφορά είναι η καθαρή αξία της επιχείρησης για τους ιδιοκτήτες της.

Η μέθοδος αυτή ενδείκνυται σε περιπτώσεις που η εταιρία είναι ζημιογόνος ή τα κέρδη της είναι πολύ μικρά σε σχέση με τα περιουσιακά της στοιχεία.

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η μέθοδος αυτή είναι στατική, δηλαδή δεν λαμβάνει υπόψη την αξία που προσδίδουν στην εταιρεία άλλα στοιχεία πέραν αυτών που εμφανίζονται στις

δημοσιευμένες καταστάσεις της, όπως η φήμη και η πελατεία της, οι ικανότητες της Διοίκησης καθώς και οι προοπτικές της Εταιρείας για πραγματοποίηση κερδών στο μέλλον. Για το λόγο αυτό, η συγκεκριμένη μέθοδος χρησιμοποιείται σε συνδυασμό με άλλες αναγνωρισμένες μεθόδους αποτίμησης.

3.3 Μέθοδος των Συγκρίσιμων Αγοραπωλησιών

Η συγκεκριμένη μέθοδος είναι δυνατό να πραγματοποιηθεί όταν είναι διαθέσιμα ακριβή στοιχεία σχετικά με συμφωνίες αγοραπωλησιών μεταξύ αντίστοιχων εταιρειών. Η μέθοδος των συγκρίσιμων αγοραπωλησιών προσδιορίζει την αξία μιας εταιρίας με βάση την αξία με την οποία εξαγοράστηκαν άλλες παρόμοιες (συγκρίσιμες) επιχειρήσεις κατά το πρόσφατο παρελθόν. Το πρώτο βήμα της μεθόδου είναι ο προσδιορισμός ενός δείγματος τέτοιων εταιρειών. Αυτές οι εταιρείες μπορεί να είναι εισηγμένες ή μη, ολόκληρες εταιρίες ή τμήματα εταιρειών κ.λ.π. Προφανώς η σωστή επιλογή του δείγματος των συγκρίσιμων εταιριών έχει μεγάλη σημασία για αυτή την μέθοδο, και τα κριτήρια συγκρισιμότητας κυμαίνονται κατά περίπτωση.

Και σε αυτήν την μέθοδο, η συγκρισιμότητα των επιχειρήσεων για τις οποίες διατίθενται συναλλαγές, έχει ιδιαίτερα μεγάλη σημασία, καθώς και η κατάσταση του οικονομικού περιβάλλοντος στο οποίο πραγματοποιήθηκαν αυτές οι συναλλαγές, αλλιώς η χρήση αυτής της μεθόδου μπορεί να οδηγήσει επίσης σε εσφαλμένα συμπεράσματα. Η μέθοδος αυτή είναι περισσότερο αποτελεσματική εάν έχουν γίνει πρόσφατα πολλές αγοραπωλησίες εταιρειών στον κλάδο που δραστηριοποιείται η εταιρεία που μελετάμε και τα χαρακτηριστικά των εταιρειών αυτών είναι συγκρίσιμα με αυτήν την εταιρεία.

Για κάθε εταιρεία του δείγματος προσδιορίζονται διάφοροι δείκτες σχετικοί με την αγοραπωλησία. Αυτοί οι δείκτες μπορεί να περιλαμβάνουν τους λόγους τιμή/κέρδη, τιμή/πωλήσεις κ.λ.π., διάφορα χαρακτηριστικά όπως μέγεθος, ρυθμούς ανάπτυξης, ρευστότητα, λόγο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων προς ίδια κεφάλαια, απόδοση ιδίων κεφαλαίων, κ.λ.π. Με βάση αυτούς τους δείκτες ο αναλυτής επιλέγει τον κατάλληλο συντελεστή που εφαρμοζόμενος στα μεγέθη της υπό μελέτη εταιρείας θα δώσει την εκτίμηση της αξίας της.

Αυτή η εκτίμηση μπορεί να διορθωθεί, κατά την κρίση και την πείρα του αναλυτή, για την όποια μειωμένη συγκρισιμότητα της εταιρίας με τις εταιρίες του δείγματος. Το διορθωμένο

αποτέλεσμα εκφράζει την αξία της επιχείρησης κατά την μέθοδο των συγκρίσιμων αγοραπωλησιών.

3.4 Η Μέθοδος της Υπερπροσόδου

Η μέθοδος της υπερπροσόδου στηρίζεται στην ιδέα πως η αξία μίας κερδοφορας επιχείρησης είναι μεγαλύτερη από το άθροισμα των περιουσιακών της στοιχείων. Η επιπλέον αυτή αξία οφείλεται στο γεγονός ότι το κεφάλαιο της επιχείρησης εξασφαλίζει μεγαλύτερες αποδόσεις από το τραπεζικό επιτόκιο.

Η μέθοδος αυτή στηρίζεται στον υπολογισμό της διαφοράς σε ετήσια βάση των οργανικών κερδών και του τόκου του απασχολούμενου κεφαλαίου. Η διαφορά αυτή ονομάζεται υπερπρόσοδος. Αν οι θετικές αυτές διαφορές υπολογισθούν σε ένα χρονικό ορίζοντα προβλέψεων και προεξοφληθούν με το κόστος του κεφαλαίου μπορεί να υπολογισθεί η υπεραξία της επιχείρησης η οποία και αθροίζεται στην καθαρή περιουσιακή θέση ίδια κεφάλαια για να εξαχθεί η συνολική αξία της επιχείρησης.

Για να υπολογισθεί η αξία της επιχείρησης με την μέθοδο της υπερπροσόδου ο αναλυτής χρειάζεται τις προβλέψεις σε έναν ορίζοντα πενταετίας σε επίπεδο αποτελεσμάτων και ισολογισμών.

Οι υπολογισμοί γίνονται ως εξής:

- Υπολογίζονται τα κέρδη προ φόρων και τόκων
- Υπολογίζεται το απασχολούμενο κεφάλαιο της επιχείρησης αφαιρώντας από το σύνολο του ενεργητικού όλα εκείνα τα στοιχεία τα οποία δεν είναι λειτουργικά (συμμετοχές επισφάλειες κ.λ.π.)
- Αντίστοιχα υπολογίζεται για κάθε χρόνο ο τόκος του απασχολούμενου κεφαλαίου.
- Υπολογίζεται η διαφορά μεταξύ των κερδών προ φόρων και τόκων και της κανονικής προσόδου για κάθε έτος (υπερπρόσοδος).
- Και τέλος εξάγεται ο μέσος όρος της υπερπροσόδου για όλα τα έτη και προεξοφλείται με το κόστος του κεφαλαίου.

Όπως όλοι οι μέθοδοι αποτίμησης έτσι και η μέθοδος της υπερπροσόδου παρουσιάζει σημαντικά προβλήματα τα οποία και θα παρουσιαστούν:

- Αρχικά 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 εταιρείας.
- Στηρίζεται σε αποκλειστικά λογιστικά μεγέθη χωρίς να λαμβάνει υπόψη της την ρευστότητα της μονάδας. Αγνοεί τους υπόλοιπους προσδιοριστικούς παράγοντες της αξίας (φόρους, κεφάλαιο κίνησης, και επενδύσεις)
- Κατά τον υπολογισμό του μέσου όρου των υπερπροσόδων αγνοείται η πορεία των κερδών πέραν της πενταετίας χωρίς έτσι να λαμβάνεται υπόψη ο αναπτυξιακός χαρακτήρας της επιχείρησης με αποτέλεσμα να τείνει να υποτιμά της αξία της επιχείρησης.

3.5 Η Μέθοδος των Κεφαλαιοποιημένων Οργανικών Κερδών

Η μέθοδος των κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών στηρίζεται σε προβλέψεις αποτελεσμάτων τα οποία προεξοφλούνται με ένα συντελεστή ο οποίος αγνοεί συνήθως τον παράγοντα κινδύνου (μέση απόδοση της αγοράς). Υπάρχει μεγάλη ομοιότητα ως προς τον τρόπο υπολογισμού της αποτίμησης με την μέθοδο των ταμειακών ροών αφού βασίζεται σε προβλέψεις περιόδου οι οποίες προεξοφλούνται με ένα συντελεστή και αθροίζουν με την προεξοφλημένη υπολειμματική αξία. Η μέθοδος των κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών περιλαμβάνει μόνο τα οργανικά κέρδη μετά από τόκους και αποσβέσεις χωρίς να συνυπολογίζονται ανόργανα έσοδα και έξοδα καθώς και οι φόροι.

Σύμφωνα με την βιβλιογραφία δεν υπάρχει λόγος να μην χρησιμοποιηθεί το σταθμισμένο κόστος του κεφαλαίου συνυπολογίζοντας και τον κίνδυνο στο συντελεστή προεξόφλησης.

Παρ'όλα αυτά η μέθοδος αυτή εξακολουθεί να έχει μια περισσότερο λογιστική προσέγγιση και όχι πραγματική αφού αγνοεί παράγοντες που προσδιορίζουν της αξία μίας επιχείρησης όπως οι μεταβολές στο κεφάλαιο κίνησης και οι επενδύσεις παγίων.

Σύμφωνα με την βιβλιογραφία αυτοί οι παράγοντες μπορούν να συνυπολογισθούν προσθετικά στις προβλεπόμενες καταστάσεις αποτελεσμάτων επιβαρύνοντας τα

χρηματοοικονομικά έξοδα από πρόσθετο δανεισμό που κρίνεται αναγκαίος για να χρηματοδοτήσει είτε ανάγκες σε κεφάλαιο κίνησης είτε σε επενδύσεις σε πάγιο εξοπλισμό. Η μέθοδος αυτή όμως δεν δίνει ούτε στο συντάκτη του επιχειρηματικού σχεδίου τη δυνατότητα να συντάξει σωστά τις προβλέψεις του και να διαχειριστεί σωστά το επιχειρηματικό του σχέδιο για την υλοποίησή του αλλά ούτε υποστηρίζει τον αξιολογητή στο να βγάλει ουσιαστικά συμπεράσματα για το πώς οι ενέργειες του επιχειρηματικού σχεδίου μεταφράζονται σε συγκεκριμένες ανάγκες χρηματοδότησης.

3.6 Η Μέθοδος του P/E (price/earnings ratio)

Ο πιο δημοφιλής δείκτης που χρησιμοποιείται για το σύνολο των εταιρειών (πλην των επενδυτικών). Ο υπολογισμός του είναι κάτι σχετικά εύκολο, σε αντίθεση με την ερμηνεία του αποτελέσματος που προκύπτει, η οποία μπορεί να είναι σχετικά δύσκολη ή και ευμετάβλητη. Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται εάν διαιρέσουμε την τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή της υπό ανάλυση μετοχής με τα κέρδη ανά μετοχή και εκφράζει το ποσό των χρηματικών μονάδων που είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν οι επενδυτές για κάθε ευρώ κέρδους της επιχείρησης. Μέσω αυτής της σχέσης, κεφαλαιοποιούνται στη πραγματικότητα τα μελλοντικά κέρδη της εταιρείας. Διαφορετικά μπορούμε να πούμε ότι αυτός ο δείκτης δείχνει πόσα χρόνια απαιτούνται για να πάρουμε τα χρήματά μας πίσω με την προϋπόθεση ότι τα κέρδη της εταιρείας διατηρούνται σταθερά. Ο δείκτης αυτός είναι γνωστός και ως **πολλαπλασιαστές κερδών** και περιλαμβάνεται στην κατηγορία των σχετικών μοντέλων αποτίμησης.

Υπάρχουν διάφοροι τρόποι υπολογισμού, ανάλογα με τα στοιχεία τα οποία χρησιμοποιούμε:

1. Τιμή: Τρέχουσα Τιμή

Μέση Τιμή έτους

2. Κέρδη: Κέρδη ανά μετοχή του πιο πρόσφατου έτους

Κέρδη ανά μετοχή των τελευταίων 12 μηνών (Trailing PE)

Προβλεπόμενα κέρδη ανά μετοχή των επόμενων 12 μηνών (Leading PE)

Προβλεπόμενα κέρδη ανά μετοχή του επόμενου έτους

Ο αναλυτής είναι υποχρεωμένος, προκειμένου να είναι σωστό και όσο γίνεται περισσότερο αντικειμενικό το αποτέλεσμα, να χρησιμοποιεί τον ίδιο τρόπο υπολογισμού του δείκτη σε όλες τις υπό εξέταση εταιρείες και σε όλες τις χρονικές περιόδους. Επιπλέον, ο ερευνητής θα

πρέπει πάντα να ερευνά την επιχείρηση που θέλει να συγκρίνει γιατί κατά καιρούς κάποιες επιχειρήσεις εξαγοράζονται ή συγχωνεύονται, με αποτέλεσμα να αλλάζουν το αντικείμενο τους, οπότε αλλάζει και ο δείκτης P/E που πολλές φορές δεν είναι αντιπροσωπευτικός για να εκφράσει τη πορεία της καινούριας επιχείρησης.

Ουσιαστικά ο δείκτης P/E δίνει μία ένδειξη του πως αξιολογεί η αγορά τις δυνατότητες των μελλοντικών κερδών της εταιρείας. Η αγορά θα διαμορφώσει μία άποψη σχετικά με τα κέρδη τα οποία μπορεί να πραγματοποιηθούν και αυτή η άποψη θα εκφραστεί μέσω της τιμής μιας μετοχής η οποία με την σειρά της θα διαμορφώσει και το δείκτη P/E.

Το P/E των μετοχών αλλάζει καθημερινά, καθώς οι τιμές των μετοχών μεταβάλλονται. Αλλάζει και ετησίως, όταν ανακοινώνονται τα κέρδη της εταιρείας. Για τη ληψη μιας επενδυτικής απόφασης, το P/E πρέπει να υπολογίζεται λαμβάνοντας υπόψη τα πιο πρόσφατα διαθέσιμα στοιχεία.

Και ενώ ο υπολογισμός του αριθμοδείκτη βασίζεται σε παρελθόντα στοιχεία, η αξία του προσδιορίζεται από επενδυτές που το ενδιαφέρον τους εστιάζεται στο μέλλον. Πρωταρχικά ενδιαφέρονται για τις προοπτικές **αύξησης των κερδών**. Για να κάνουν τις εκτιμήσεις τους, θα εξετάσουν το βιομηχανικό κλάδο, τα προϊόντα της εταιρείας, το μάνατζμεντ, τη χρηματοοικονομική της σταθερότητα και την ιστορική της ανάπτυξη.

Η εταιρεία δεν έχει άμεσο έλεγχο στον αριθμοδείκτη. Μπορεί να τον επηρεάσει βραχυπρόθεσμα με μια καλή πολιτική δημοσίων σχέσεων. Μακροπρόθεσμα όμως θα πρέπει να έχει καλή απόδοση για τον κοινό μέτοχο, προκειμένου να διασφαλίσει συνεχή υψηλή κατάταξη.

Η λογική για τη χρησιμότητα του P/E έγκειται στο γεγονός ότι η τιμή της μετοχής μιας εταιρείας πρέπει να αντανακλά την κερδοφορία της. Μια εταιρεία που έχει υψηλά κέρδη ανά μετοχή πρέπει επίσης να έχει και μεγάλη χρηματιστηριακή αξία. Μια εταιρεία με χαμηλά κέρδη ή ζημιές πρέπει να έχει μικρή χρηματιστηριακή αξία. Ένας χαμηλός δείκτης P/E, σε συνδυασμό με μια χαμηλή τιμή μετοχής και μεγάλα κέρδη αποτελεί ένδειξη ότι: η μετοχή είναι υποτιμημένη και θα πρέπει να ανέβει στο άμεσο ή στο απώτερο μέλλον, επειδή λόγω της ελκυστικότητας της, οι επενδυτές θα έχουν την τάση να την αγοράσουν.

Τα πλεονεκτήματα της υψηλής τιμής του αριθμοδείκτη τιμής προς κέρδη είναι σημαντικά. Η περιουσία των ιδιοκτητών της εταιρείας αυξάνεται αναλογικά. Νέα κεφάλαια μπορούν να συγκεντρωθούν σε ευνοϊκές τιμές. Η δυνατότητα επιτυχίας μιας εχθρικής εξαγοράς μειώνεται

κατά πολύ. Και το πιο σημαντικό είναι ότι η εταιρεία αποκτά τα μέσα να προχωρήσει σε εξαγορές με ευνοϊκούς όρους χρησιμοποιώντας τα «χαρτιά» της (μετοχές) αντί για μετρητά.

Παρ'όλα αυτά, ο δείκτης P/E από μόνος του αν και απλός, δεν προσφέρει επαρκή πληροφόρηση για την αξία μιας μετοχής, αντίθετα ως προς την εφαρμογή του έχει κάποιες ασάφειες και προβλήματα. Για παράδειγμα, αν και είναι εύκολο το να βρούμε την τρέχουσα αγοραία τιμή μιας μετοχής, είναι δύσκολο να υπολογίσουμε τα κέρδη ανά μετοχή. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι υπάρχουν διαφορές ως προς τον τρόπο αναγνώρισης των εσόδων και ότι ο υπολογισμός των κερδών ανά μετοχή στηρίζεται στην πολύπλοκη λογιστική αρχή της δεδουλευμένης βάσης, η οποία αναγνωρίζει τα έσοδα την στιγμή της πραγματοποίησης τους και όχι τη στιγμή της είσπραξης των μετρητών. Επιπλέον ο δείκτης έχει κάποιες τεχνικές αδυναμίες από τη στιγμή όπου συγκρίνεται ένα Δυναμικό μέγεθος (Τρέχους Τιμή Μετοχής) με ένα στατικό (τελευταία δημοσιευμένα κέρδη). Συνεπώς, είναι δύσκολο να φτάσουμε σε κάποιο χρήσιμο ή εξαντλητικό συμπέρασμα απλά με τη χρήση του P/E μιας εταιρείας χωρίς να κάνουμε κάποιες συγκρίσεις ή χωρίς να χρησιμοποιήσουμε και άλλα κριτήρια.

Δύο από τις συγκρίσεις που γίνονται συνήθως από τους επενδυτές είναι οι ακόλουθες:

- Ανάμεσα στο P/E μιας συγκεκριμένης μετοχής και το μέσο P/E όλων των μετοχών που διαπραγματεύονται στο συγκεκριμένο χρηματιστήριο
- Ανάμεσα στο P/E μιας συγκεκριμένης μετοχής και το μέσο P/E των άλλων εταιρειών που συμμετέχουν στον ίδιο κλάδο

Το αρνητικό σημείο της υπόθεσης του P/E προκύπτει από την αδυναμία του ίδιου του δείκτη να λάβει υπόψη τη δυναμική πορεία και την ενδεχόμενη δυναμική μεγέθυνση μιας εισηγμένης στο χρηματιστήριο εταιρείας. Οι υποστηρικτές βέβαια του δείκτη P/E εικάζουν ότι το πρόβλημα δεν υφίσταται, καθώς η χρηματιστηριακή αγορά έρχεται να προσφέρει μόνη της τη λύση στο θέμα αυτό, ανταμείβοντας με μεγάλο P/E τις εταιρείες που παρουσιάζουν υψηλούς ρυθμούς ανόδου στην κερδοφορία τους και αντίστοιχα με χαμηλό P/E τις εταιρείες που εμφανίζουν στασιμότητα.

Δεν είναι ασυνήθιστο για δύο διαφορετικούς χρηματιστηριακούς αναλυτές να μεταφράσουν τον δείκτη P/E μιας συγκεκριμένης εταιρείας και να εξάγουν εντελώς διαφορετικά συμπεράσματα για την αξία των μετοχών. Το βασικό θέμα διαφωνίας στην αιτιολόγηση του βαθμού στον οποίο μια μετοχή έχει υψηλή ή χαμηλή τιμή (άρα και P/E) είναι: **οι μελλοντικές**

προοπτικές κερδοφορίας που ανοίγονται για την εταιρεία, τις οποίες ο καθένας μπορεί ενδεχομένως να βλέπει διαφορετικά. Η πιο χαρακτηριστική περίπτωση για την ύπαρξη ασυνήθιστα υψηλών P/E αφορά εταιρείες που χαρακτηρίζονται από ιδιαίτερα υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Οι επιδόσεις τους, όσον αφορά τα μελλοντικά τους κέρδη, αναμένεται να είναι σημαντικά μεγαλύτερες σε σχέση με τις επιδόσεις των τελευταίων ετών.

Συνήθως εταιρείες με υψηλότερο δείκτη ανάπτυξης και χαμηλότερο ρίσκο, θα έχουν μεγαλύτερο δείκτη P/E από ότι εταιρείες με χαμηλό δείκτη ανάπτυξης. Η τιμή μιας μετοχής συνυπολογίζει μελλοντικά κέρδη που αναμένεται να είναι υψηλά στην περίπτωση μιας ταχέως αναπτυσσόμενης εταιρείας. Όταν χρησιμοποιούνται τα ιστορικά κέρδη ανά μετοχή, που αντιστοιχούν στο E του P/E, τότε αυτά είναι πιθανώς χαμηλότερα σε σχέση με τα αναμενόμενα μελλοντικά κέρδη. Εφόσον ο δείκτης χρησιμοποιεί ένα μέγεθος από το μέλλον και ένα μέγεθος που ανάγεται στο παρελθόν, καθώς οι δυο περίοδοι (παρελθόν και μέλλον) διαφέρουν, το P/E μπορεί να είναι εξαιρετικά υψηλό. Ωστόσο ένας τέτοιος δείκτης μπορεί να αποδειχθεί εξαιρετικά παραπλανητικός για την αξία μιας επιχείρησης, στην περίπτωση που δεν τεκμηριωθούν επαρκώς οι υποθέσεις για την μελλοντική οικονομική απόδοση της υπό εξέταση εταιρείας. Επίσης, εταιρείες με χαμηλότερες ανάγκες επανεπένδυσης των κερδών τους, θα έχουν μεγαλύτερο δείκτη P/E από ότι εταιρείες με υψηλά ποσοστά επανεπένδυσης των κερδών.

Πώς μπορεί να βοηθήσει όμως ο δείκτης P/E στην αποτίμηση μίας μη εισηγμένης εταιρείας; Ένας καθαρά πρακτικός τρόπος που χρησιμοποιείται περισσότερο σε επενδύσεις του τύπου bridge financing (όπου η εισαγωγή στο χρηματιστήριο βρίσκεται πολύ κοντά και άρα η επιχέρηση είναι πολύ πιθανό να ακολουθήσει τις τάσεις της αγοράς) είναι η ανεύρεση των εισηγμένων εταιρειών του κλάδου στον οποίο ανήκει η υπο αξιολόγηση εταιρεία, η εξαγωγή του μέσου P/E και ο πολλαπλασιασμός του με τα κέρδη της υπό αξιολόγηση εταιρείας.

Στον υπολογισμό αυτό θα ήταν σκόπιμο να λαμβάνονται υπόψη τα πραγματοποιηθέντα κέρδη της τελευταίας χρήσης και τα μέσα προβλεπόμενα κέρδη της επερχόμενης διετίας-τριετίας και μετά να εξάγεται ο μέσος όρος τους, ώστε να πληρείται και το κριτήριο του παρελθόντος της εταιρείας το οποίο διαδραματίζει ένα σημαντικό ρόλο στην εισαγωγή στο χρηματιστήριο. Εκτός από τα προβλήματα που αντιμετωπίζει ο δείκτης P/E καθ'αυτός, η μέθοδος δεν είναι ενδεδειγμένη για δύο απλούς λόγους:

- Το P/E δε συνδέεται με το επιχειρηματικό σχέδιο παρά μόνο στο επίπεδο προβλεπόμενων κερδών, και όχι στο επίπεδο όλων των μεταβλητών εκείνων που

προσδιορίζουν την αξία της επιχείρησης. Συνεπώς, η αξιολόγηση του επιχειρηματικού σχεδίου χάνει το νοημά της.

- Η μέθοδος του P/E είναι πιο χρήσιμη όταν τα αποτελέσματα της αποτίμησης με βάση τις ταμειακές ροές ανάγονται σε P/E με βάση τα προβλεπόμενα κέρδη. Αυτός ο δείκτης σε συνδιασμό με το μέσο P/E εισαγωγής και τα P/E των εταιρειών του κλάδου μπορεί να δώσει μία πρώτη προσέγγιση της χρηματιστηριακής τιμής που θα μπορούσε ίσως να επιτύχει η επιχείρηση μπαίνοντας στο χρηματιστήριο.

Μέθοδος του benchmarking: Ένας από τους λόγους που χρησιμοποιούμε τον δείκτη P/E είναι για να συγκρίνουμε απευθείας τις μετοχές και να επιλεγεί η πιο ελκυστική. Το όνομά της η μέθοδος το πήρε από την επιστήμη που είναι η σύγκριση των επιχειρήσεων για τον εντοπισμό των δυνατών και αδύνατων σημείων. Αρχικά εντοπίζουμε το αντικείμενο σύγκρισης, κυρίως είναι ο μέσος P/E του κλάδου γιατί έχουν σαν πλεονέκτημα ότι μειώνουν το τυχαίο σφάλμα που μπορεί να προκύψει, γενικά όσο πιο μεγάλο είναι το εύρος του μέσου τόσο πιο λίγα είναι τα τυχαία λάθη. Στη συνέχεια συγκρίνεται ο πολλαπλασιαστής κερδών της μετοχής και οι διαφορές που θα προκύψουν θα γίνει μια προσπάθεια να εξηγηθούν με βάση τα θεμελιώδη μεγέθη της επιχείρησης. Αν η διαφορά προκύπτει από τις διαφορές στον ρυθμό ανάπτυξης ή στην απόδοση της μετοχής, τότε η μετοχή είναι σωστά τιμολογημένη, αλλιώς η μετοχή ενδέχεται να είναι υπερτιμολογημένη ή υποτιμολογημένη.

3.7 Η Μέθοδος των Δεικτών της Κεφαλαιαγοράς

Η μέθοδος με βάση τα πολλαπλάσια χρηματοοικονομικών δεικτών βασίζεται στο ότι η πιθανή αξία μιας εταιρείας μπορεί να εκτιμηθεί βάσει εμπειρικών δεικτών που προκύπτουν από αντίστοιχες ομοειδείς και συγκρίσιμες εταιρείες που διαπραγματεύονται δημόσια και καθημερινά (εισηγμένες). Η μέθοδος παρέχει ενδείξεις για την πιθανή αξία μιας επιχείρησης γιατί είναι προσανατολισμένη σε μεγάλες ώριμες αγορές με πλήθος ομοειδών επιχειρήσεων που διαπραγματεύονται δημόσια.

Μεγάλη σημασία έχει η συγκρισιμότητα των επιχειρήσεων. Συγκρισιμότητα αναφορικά με το:

- Αντικείμενο δραστηριότητας (από που προέρχεται ο τζίρος)

- Μέγεθος
- Ανάπτυξη
- Ρίσκο (που σχετίζεται με την λειτουργική και χρηματοοικονομική μόχλευση).

Συνεπώς, για τη χρησιμοποίηση αυτής της μεθόδου επιλέγουμε ένα δείγμα εταιρειών, παρόμοιων (συγκρίσιμων) με την υπό μελέτη Εταιρία, των οποίων οι μετοχές τους είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο.

Όπως και στην μέθοδο των συγκρίσιμων αγοραπωλησιών και του P/E που προαναφέραμε, το κρίσιμο σημείο στην μέθοδο της κεφαλαιαγοράς είναι η επιλογή του κατάλληλου δείγματος συγκρίσιμων εταιρειών βάσει κάποιων λογικών κριτηρίων. Κατά κανόνα το δείγμα πρέπει να περιλαμβάνει τουλάχιστον έξι έως οκτώ εταιρείες για να είναι ουσιαστικά τα αποτελέσματα της σύγκρισης.

Σε περίπτωση που η συγκρισιμότητα δεν είναι ικανοποιητική, η χρήση αυτής της μεθόδου μπορεί να οδηγήσει σε πολύ εσφαλμένα συμπεράσματα.

Το δεύτερο στάδιο είναι ο υπολογισμός για τις εταιρίες του δείγματος μίας σειράς δεικτών (ανάλογα με τη διαθεσιμότητα των δημοσιοποιημένων στοιχείων), στους οποίους συνήθως συμπεριλαμβάνονται οι εξής :

1. Πολλαπλασιαστές Κερδών

Price / Earnings ανά μετοχή (P/E)

Price / EBIT

Price / EBITDA

Price / Cash Flow

2. Πολλαπλασιαστές Λογιστικής Αξίας (Book Value)

Price / Book Value (P/BV)

Price / Replacement Cost

3. Πολλαπλασιαστές Εσόδων

Price / Sales per share

Επειδή τα στοιχεία αυτά, είναι συνήθως δύσκολο να βρεθούν για μη εισηγμένες εταιρίες, χρησιμοποιούμε εισηγμένες που έχουν την υποχρέωση να δημοσιοποιούν όλα τα οικονομικά μεγέθη. Επειδή όμως οι μετοχές των εισηγμένων είναι άμεσα ρευστοποιήσιμες μέσω του χρηματιστηρίου ενώ των μη-εισηγμένων όχι (άρα πρέπει να αναζητηθούν και να προσελκυστούν οι αγοραστές), αφαιρείται ένα ποσοστό (discount rate) έκπτωσης της τάξεως του 10-30% για να επιτύχουμε ρεαλιστικότερη αποτίμηση.

Στη συνέχεια οι παραπάνω δείκτες εφαρμόζονται στα μεγέθη της εταιρείας για την οποία πραγματοποιείται η μελέτη αποτίμησης.

Ο υπολογισμός της αξίας μίας εταιρίας μπορεί να γίνει με βάση μία στάθμιση των παραπάνω δεικτών, όπου οι συντελεστές εξαρτώνται από τα πραγματικά περιστατικά και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των εταιρειών του δείγματος καθώς και των αποτιμωμένων εταιρειών.

Αυτή η πρώτη εκτίμηση πρέπει να διορθωθεί όταν η συγκρισιμότητα της εταιρείας με τις εισηγμένες εταιρείες του δείγματος είναι περιορισμένη. Τέτοιες διορθώσεις μπορεί να αφορούν στο γεγονός ότι προκειμένου να αποτιμηθεί η αξία των μετοχών της μειοψηφίας (αντιστοίχως: πλειοψηφίας) των ιδιοκτητών πρέπει να ληφθεί υπόψη η αδυναμία (αντιστοίχως: ικανότητα) τους να ελέγξουν την πορεία της επιχειρήσεως και άρα πρέπει να γίνει διόρθωση της εκτιμώμενης αξίας προς τα κάτω (αντιστοίχως: άνω), στην ενδεχόμενη περιορισμένη εμπορευσιμότητα, στην ενδεχόμενη ύπαρξη μη λειτουργικών περιουσιακών στοιχείων κλπ. Η διορθωμένη τιμή εκφράζει τότε την εκτίμηση της κεφαλαιαγοράς για την αξία της επιχείρησης.

3.8 Μέθοδοι στηριζόμενοι στην Προεξόφληση των Μελλοντικών Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flow Methods)

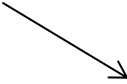
Στις προηγούμενες ενότητες εξετάσαμε ορισμένες μεθόδους και παραδοσιακές προσεγγίσεις (ακόμη και με βάση ορισμένους χρηματιστηριακούς δείκτες) της αποτίμησης μίας εταιρείας. Αυτά χρησιμοποιήθηκαν για πολλά χρόνια, εξακολουθούν να χρησιμοποιούνται ευρέως και υπηρέτησαν ικανοποιητικά την επιχειρηματική κοινότητα με αποτελεσματικότητα. Εντούτοις, σήμερα πολλοί επιχειρηματίες έχουν καταλήξει στο συμπέρασμα ότι υπάρχει ανάγκη για κάτι περισσότερο.

Διεθνής ανταγωνισμός, διεθνής ύφεση και πολύπλοκες χρηματοοικονομικές πράξεις αποκάλυψαν τις αδυναμίες αυτών των παραδοσιακών προσεγγίσεων. Το γεγονός αυτό έγινε αφορμή να αναζητηθούν ακριβέστερα εργαλεία αξιολόγησης.

Ένα από τα μεγαλύτερα προβλήματα με την καθαρή λογιστική προσέγγιση είναι ότι στηρίζεται σε μεγάλο βαθμό σε ιστορικές τιμές και στοιχεία. Επιπλέον, αυτές οι τιμές προέρχονται από λογιστικές καταστάσεις, που προέκυψαν σύμφωνα με διάφορες λογιστικές συνθήκες και παραδοχές. Συχνά, αυτές οι παραδοχές είναι περισσότερο χρήσιμες για ελεγκτικούς σκοπούς και όχι για την αξιολόγηση της αποδοτικότητας ή την αποτίμηση.

Τις τελευταίες δεκαετίες ολοένα και περισσότεροι αναλυτές – μελετητές και επιχειρήσεις χρησιμοποιούν τις ταμειακές ροές ως το κύριο εργαλείο μέτρησης για την απόδοση και την αξία της επιχείρησης. Οι μέθοδοι αποτίμησης οι οποίες στηρίζονται στην προεξόφληση των ταμειακών ροών (DCF) της επιχείρησης, είναι γενικά οι πιο διαδεδομένες για την εκτίμηση της απόδοσης καθώς και της αξίας, τόσο των εισηγμένων, όσο και των μη εισηγμένων εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Με την εφαρμογή αυτών, εξετάζουμε την επιχείρηση σε βάθος, αναλύοντας έτσι την απόδοση της κατά την διάρκεια των χρόνων και τη δυνατότά της να δημιουργεί ταμειακά διαθέσιμα.

Συνεπώς, σύμφωνα με τα μοντέλα προεξόφλησης μελλοντικών ταμειακών ροών, ο προσδιορισμός της Οικονομικής Αξίας (διαφορετικά Εσωτερική Αξία ή Δίκαιη Τιμή) μιας μετοχής (P) σε μία δεδομένη χρονική στιγμή (t), είναι η Παρούσα Αξία των Μελλοντικών Ταμειακών Ροών, προεξοφλημένες με την ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση (κόστος κεφαλαίου).


$$P = \sum_{t=1}^n \frac{T.P.t}{(1+k)^t}$$

όπου $T.P.t$ είναι η ταμειακή ροή στον χρόνο t,

t είναι το εκάστοτε έτος πραγματοποίησης της χρηματοροής και

k είναι το προεξοφλητικό επιτόκιο

Από οικονομική άποψη η αξία προσδιορίζεται από μελλοντικές ταμειακές ροές και όχι από το ιστορικό κέρδος ή τους υπολογισμούς του ισολογισμού. Μετρητά επενδύονται σήμερα προκειμένου να υπάρξει πλεόνασμα στο μέλλον. Αυτή η μελλοντική ταμειακή ροή πρέπει να αποπληρώνει πλήρως την αρχική επένδυση και επίσης να καλύπτει το κόστος των κεφαλαίων για όλη τη χρονική περίοδο της επένδυσης.

Η λογική της προεξόφλησης μελλοντικών ταμειακών ροών στηρίζεται στη θεωρία της διαχρονικής αξίας του χρήματος, όπου οι μελλοντικές ροές χρήματος, αφού προεξοφληθούν με το κατάλληλο επιτόκιο, δίνουν τις παρούσες αξίες. Συνολικά, η αξία μιας επιχείρησης ισούται με το άθροισμα των προεξοφλημένων αυτών ροών, όπου ο συντελεστής προεξόφλησης αντιπροσωπεύει τον κίνδυνο τους. Αφορά σε επενδύσεις υψηλού ρίσκου και αβεβαιότητας, όταν είναι υψηλός και αντίστοιχα σε επενδύσεις μικρότερου κινδύνου, όταν είναι χαμηλός.

Δεν χρησιμοποιείται εδώ η έννοια του λογιστικού κέρδους, διότι τον επενδυτή τον ενδιαφέρει η δυνατότητα να μπορεί να εισπράξει από την επιχείρηση ή να επανεπενδύσει. Ας αναλογιστεί κανείς μία επιχείρηση που πραγματοποιεί τεράστιες πωλήσεις παρέχοντας παράλληλα τεράστιες πιστώσεις. Αν αυτή η εταιρεία δεν μπορεί να αντλήσει ανάλογες πιστώσεις προς τους προμηθευτές της, τότε παρά τη λογιστική κερδοφορία της, μπορεί να φτάσει και στην χρεοκοπία ή να αναγκαστεί να προσφύγει σε υπέρογκο δανεισμό ώστε να καλύψει τις ανάγκες της σε κεφάλαιο κινήσεως, επιβαρύνοντας τελικά τα αποτελέσματά της λόγω χρεωστικών τόκων.

Πολλοί θεωρούν ότι οι ταμειακές ροές είναι πιο αξιόπιστο μέσο για τη σύγκριση και την αποτίμηση των επιχειρήσεων. Αυτό συμβαίνει γιατί οι ταμειακές ροές δίνουν περισσότερες πληροφορίες, δεν επηρεάζονται από στρεβλώσεις στην φορολογία, τις αποσβέσεις, την αποτίμηση των αποθεμάτων κ.λ.π., δεν γίνεται δημιουργική λογιστική στις καταστάσεις των ταμειακών ροών, είναι πιο κατανοητό ως μέτρο αποτίμησης και είναι εστιασμένες στους στόχους των περισσότερων ενδιαφερόμενων μελών.

Αυτή η τεχνική της ταμειακής ροής χρησιμοποιήθηκε για πολλά χρόνια στην αξιολόγηση των επενδύσεων κεφαλαίου. Ας υποθέσουμε ότι βρισκόμαστε αντιμέτωποι με μια απόφαση επένδυσης κεφαλαίου: κατά πόσον θα πρέπει να δαπανήσουμε ένα συγκεκριμένο χρηματικό ποσό σε μια συγκεκριμένη μονάδα εξοπλισμού. Προϋπολογίζουμε τα μελλοντικά έσοδα και το κόστος για τη χρονική διάρκεια της ζωής του εξοπλισμού. Τα μετατρέπουμε στις επιπλέον ταμειακές εισροές που θα παραγάγει ο εξοπλισμός. Συνδυάζουμε αυτή την ταμειακή εισροή

με άλλες ταμειακές κινήσεις, που προκύπτουν από το κεφάλαιο κίνησης κ.τ.λ. Στη συνέχεια ανάγουμε τη συνολική ταμειακή ροή σε καθαρή παρούσα αξία (ΚΠΑ). Χρησιμοποιούμε αυτό το αποτέλεσμα για να αξιολογήσουμε τη χρηματοοικονομική αξία της επένδυσης.

Η μέθοδος των ταμειακών ροών χρησιμοποιεί την ίδια τεχνική για να αποτιμήσει την αξία μιας επιχείρησης. Εντούτις, όταν πρόκειται για εταιρεία, λαμβάνονται υπόψη ειδικοί παράγοντες:

- 1) Οι αποδόσεις μιας εταιρείας δεν είναι δυνατόν να ομαδοποιηθούν τόσο ξεκάθαρα όπως στην περίπτωση μιας απλής μονάδας εξοπλισμού. Σε μια εταιρεία, θα υπάρχουν πολλές διαφορετικές λειτουργίες, που η καθεμιά δημιουργεί ξεχωριστή ταμειακή ροή.
- 2) Η μονάδα εξοπλισμού έχει πολύ συγκεκριμένη και περιορισμένη διάρκεια ζωής, πράγμα που δεν ισχύει για μια εταιρεία.
- 3) Σε άμεσες αξιολογήσεις επενδυτικών σχεδίων, είναι κοινή πρακτική να γίνεται μια πολύ πραγματιστική προσέγγιση στην επιλογή του προεξοφλητικού συντελεστή. Αλλά ποιός προεξοφλητικός συντελεστής πρέπει να εφαρμοστεί στην ταμειακή ροή μιας εταιρείας συνολικά; Αυτή είναι πολύ σημαντική απόφαση, γιατί οι συντελεστές που θα επιλεγούν θα έχουν σοβαρές επιπτώσεις στην αξιολόγηση.
- 4) Οι εταιρείες μπορούν να χρηματοδοτηθούν με πολλούς διαφορετικούς τρόπους. Χρησιμοποιώντας ποικίλες συνθέσεις μετοχικού κεφαλαίου και δανειακών κεφαλαίων.

Στην αρχή του κεφαλαίου αναφερθήκαμε στα απόλυτα μοντέλα αποτίμησης και τη χρησιμότητά τους. Διακρίνουμε τα ακόλουθα απόλυτα μοντέλα αποτίμησης:

I. Μοντέλο Προεξόφλησης Μερισμάτων (DDM)

II. Μοντέλο Προεξόφλησης Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών (DFCF)

3.9 Μοντέλο Προεξόφλησης Μερισμάτων (DDM)

Τα μοντέλα προεξόφλησης μερισμάτων, τα οποία προτάθηκαν από τον John Burr Williams το 1938, βασίζονται πάνω στη γενική ιδέα όπου η αξία μιας μετοχής σήμερα ισούται με την παρούσα αξία των αναμενόμενων ταμειακών ροών που πιθανόν να εισπράξει ένας ενδεχόμενος επενδυτής. Λαμβάνοντας υπόψη ότι ένα χρηματικό ποσό σήμερα έχει μεγαλύτερη αξία από το ίδιο ποσό που αναμένεται να εισπραχθεί στο μέλλον και μειώνοντας την αξία κάθε επερχόμενης ταμειακής εισροής ανάλογα με το πόσο μακροπρόθεσμα

πρόκειται να εισπραχθεί, προκύπτει η παρούσα αξία της μετοχής. Στα μοντέλα αποτίμησης με τη μέθοδο προεξόφλησης μερισμάτων, λεγοντας μελλοντική ταμειακή ροή, εννοούμε τα μερίσματα που αναμένεται να μοιράσει η επιχείρηση στους μετόχους της μετά από απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της. Άρα τα μερίσματα είναι μία μεταβλητή των κερδών, δηλαδή ένα υποσύνολο των λογιστικών κερδών, μιας και μόνο αυτά μπορεί να μοιράσει μία εταιρεία στους μετόχους της.

Με τη χρήση των εν λόγω μεθόδων, καθίσταται δυνατό κάθε αναλυτής να καταληγει στο συμπέρασμα σχετικά με την τιμή της μετοχής, δηλαδή εάν είναι σωστά τιμολογημένη, υπερτιμημένη ή υποτιμημένη.

A) **Το Γενικό Μοντέλο Προεξόφλησης Μερισμάτων**, η Οικονομική Αξία μιας μετοχής είναι συνάρτηση των Μελλοντικών προβλεπόμενων Μερισμάτων που θα αποδώσει η μετοχή, προεξοφλημένα με το κόστος Κεφαλαίου των Μετόχων.

Γενικό Μοντέλο Μη Πεπερασμένο
--

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+k)^1} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{D_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{D_t}{(1+k)^t} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

Δεδομένου ότι η εκτίμηση του Γενικού Μοντέλου, απαιτεί την χρησιμοποίηση μελλοντικών χρηματικών ροών στο Διηκεές, η χρηστικότητα του αμφισβητείται, με αποτέλεσμα να χρησιμοποιείται μόνο ως γενικός κανόνας. Οι παραλλαγές του μοντέλου που χρησιμοποιούνται στη πράξη είναι οι εξής:

B) **Το Μοντέλο Μηδενικής Μεγέθυνσης**, υποθέτουμε ότι η επιχείρηση διανέμει σταθερά ένα ποσοστό από τα ετήσια κέρδη τα οποία και επανεπενδύει με αναμενόμενη απόδοση (EBA) ίση με την ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση (ή κόστος κεφαλαίου). Εναλλακτικά, ονομάζεται και Στατικό Μοντέλο Αποτίμησης, στο οποίο το σύνολο των κερδών διανέμονται στους μετόχους.

$$P_0 = \frac{D}{(1+k)^1} + \frac{D}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D}{(1+k)^{\infty}} = \frac{D}{k}$$

όπου D τα αναμενόμενα μερίσματα ανά μετοχή και k το κόστος Μετοχικού Κεφαλαίου.

Γ) **Το Μοντέλο Σταθερής Μεγέθυνσης.** Στην λογική του μοντέλου αυτού, η επιχείρηση υιοθετεί ένα σταθερό ποσοστό παρακράτησης κερδών κάθε έτος (b) το οποίο και επενδύει με σταθερή απόδοση (r). Η τιμή της μετοχής σήμερα (αφού έχουμε παραλάβει το παρόν μέρισμα D_0), προσδιορίζεται από μία ακολουθία με σταθερό ρυθμό μεγέθυνσης ($g=b*r$) των κερδών (και κατά συνέπεια των μερισμάτων) κάθε έτος στο Διηλεκές:

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{(1+k)^1} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_0(1+g)^\infty}{(1+k)^\infty} = \dots = \frac{D_1}{k-g} = \frac{D_0(1+g)}{k-g}$$

Προσδιορισμός του ρυθμού Μεγέθυνσης Μερισμάτων (g)

Ο εκτιμώμενος ρυθμός μεγέθυνσης Μερισμάτων εξαρτάται από την μεγέθυνση της Κερδοφορίας και την Πολιτική Διανομής Κερδών ($1-b$) ή Payout Ratio όπου b το ποσοστό παρακράτησης κερδών.

Συνεπώς, $g = \text{Ποσοστό Παρακράτησης Κερδών } (b) \times \text{Απόδοση Νέων Επενδύσεων } (r)$

όπου Payout Ratio = (μέρισμα ανά μετοχή που καταβλήθηκε DPS) / (κέρδη ανά μετοχή EPS)

Δ) **Το Μοντέλο Μεγέθυνσης Δύο Σταδίων.** Η προσέγγιση της σταθερής μεγέθυνσης στο διηλεκές, θεωρείται αφελής, αφού αντιβαίνει σε βασικές λογικές των οικονομικών όπως ο Κύκλος Ζωής μίας Επιχείρησης. Στην λογική της ωρίμανσης, μία επιχείρηση αναπτύσσεται με χαμηλότερους ρυθμούς στο μέλλον (g_2) από ότι τα πρώτα έτη ($g_1 > g_2$). Το Μοντέλο Σταθερής Μεγέθυνσης για μία εταιρεία οι ρυθμοί μεγέθυνσης της οποίας αλλάζουν από το έτος N και έπειτα, μετασχηματίζεται ως εξής:

$$P = \sum_{i=1}^N \frac{D_0(1+g_1)^i}{(1+k)^i} + \frac{P_N}{(1+k)^N}$$

$$P = \sum_{i=1}^N \frac{D_0(1+g_1)^i}{(1+k)^i} + \frac{D_{N+1}/(k-g_2)}{(1+k)^N}$$

Σύμφωνα με το παρόν μοντέλο αποτίμησης επιχειρήσεων, η αξία οποιασδήποτε μετοχής ισούται με την παρούσα αξία των μερισμάτων κατά τη διάρκεια της αρχικής φάσης (εξαιρετικής ανάπτυξης) προσαυξημένη κατά την παρούσα αξία της τελικής τιμής της μετοχής.

Όπως και στο Μοντέλο Σταθερής Μεγέθυνσης, έτσι και στο εν λόγω μοντέλο, ο (τελικός) ρυθμός ανάπτυξης (g_2) θα πρέπει να σχετίζεται με τον ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας στην οποία δραστηριοποιείται η εκάστοτε επιχείρηση και ο ρυθμός διανομής των μερισμάτων στους μετόχους θα πρέπει να είναι σύμφωνος με τον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης της εταιρείας.

Καθώς οι αναλυτές εφαρμόζουν το συγκεκριμένο μοντέλο, αντιμετωπίζουν ορισμένους προβληματισμούς. Όπως υποστηρίζει και ο Damodaran, αυτοί είναι:

- Ο προσδιορισμός της διάρκειας του αρχικού σταδίου ανάπτυξης. Αφού μετά το πέρας της περιόδου εξαιρετικής αύξησης, ο ρυθμός ανάπτυξης προβλέπεται να μειωθεί σε έναν σταθερού επιπέδου, όσο μεγαλύτερη είναι η περίοδος αυτή, τόσο η αξία μιας μετοχής αυξάνεται.
- Η απότομη μεταβολή του ρυθμού μεγέθυνσης από υψηλό σε ένα χαμηλότερο σταθερού επιπέδου. Είναι λοιπόν προτιμότερο να υποθέσουμε ότι η τροποποίηση αυτή πραγματοποιείται σταδιακά.
- Η ενδεχόμενη υποεκτίμηση της αξίας των μετοχών εταιρειών που διαθέτουν λιγότερης αξίας μερίσματα από αυτά που έχουν την ικανότητα να πληρώσουν, συνεπώς υπάρχει μεγαλύτερο ποσοστό κερδών σε μετρητά. Η μέθοδος όμως αυτή είναι εξαρτώμενη των μερισμάτων.

Συμπερασματικά, το μοντέλο μεγέθυνσης δύο σταδίων είναι ιδανικό για επιχειρήσεις όπου κατά το πρώτο στάδιο α) έχουν υψηλό ρυθμό ανάπτυξης και έπειτα οι πηγές υψηλής ανάπτυξης ενδείκνυται να εξαφανιστούν, λόγου χάρη, επιχειρήσεις που κατέχουν δικαιώματα ευρεσιτεχνίας πάνω σε κάποιο προϊόν και β) αυτές που χαρακτηρίζονται από μέτριο ρυθμό ανάπτυξης.

Τέλος, το Μοντέλο Αποτίμησης Μερισμάτων χρησιμοποιείται για εταιρείες οι οποίες: ακολουθούν μία σταθερή Μερισματική Πολιτική διαχρονικά και δεν υπάρχουν Μέτοχοι με Καταστατική Πλειοψηφία ή με ποσοστό Ιδιοκτησίας ικανό να ελέγχουν την Διαδικασία Λήψης Αποφάσεων (controlling Interests).

3.10 Μοντέλα Προεξόφλησης Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών (DFCF)

Τα μοντέλα τα οποία βασίζονται στην Προεξόφληση των Αδέσμευτων (Ελεύθερων) Ταμειακών Ροών, ουσιαστικά αποτελούν τροποποίηση της μεθόδου Προεξόφλησης Μερισμάτων. Η Discounted Free Cash Flow Method θεωρείται η πιο διαδεδομένη μέθοδος σε παγκόσμιο επίπεδο, όσον αφορά στην αποτίμηση επιχειρήσεων, και συγκεκριμένα στην ειδική περίπτωση της εξαγοράς και της συγχώνευσης εταιρειών. Επιλέγουμε το DFCF όταν η επιχείρηση δεν διανέμει μερίσματα ή όταν διανέμει αυτά υπολείπονται των Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών των Μετόχων.

Για την εφαρμογή της μεθόδου καταρτίζονται Ισολογισμοί, Καταστάσεις Αποτελεσμάτων Χρήσης και Καταστάσεις Ταμειακών Ροών με βάση τις προβλέψεις διαφόρων μεγεθών (π.χ. πωλήσεων, επενδύσεων κλπ) για την προσεχή πενταετία, όπως αυτές εκτιμήθηκαν από τους αρμόδιους της Εταιρείας.

Η ύπαρξη ελεύθερων ταμειακών ροών στην επιχείρηση αποτελεί κύριο χαρακτηριστικό για την αξιολόγηση της ελκυστικότητας της αγοράς μιας μετοχής, διότι όπως είναι φυσικό οι επενδυτές, γενικά, απέχουν από την επένδυση σε επιχειρήσεις χωρίς ελεύθερες ταμειακές ροές. Αυτό οφείλεται στο ότι έχοντας η συγκεκριμένη εταιρεία ελεύθερες ταμειακές ροές, καθίσταται αυτομάτως ικανή να διαθέσει μερίσματα στους μετόχους της (και αν χρησιμοποιήσει κατάλληλα τις επενδυτικές της ευκαιρίες, θα είναι πιο αποδοτική). Διαφορετικά, θα αναγκαστεί να προβεί στη λήψη δανείου ή την αύξηση της καθαρής της θέσης.

Πλεονέκτημα των ελεύθερων ταμειακών ροών είναι ότι περιλαμβάνουν το σύνολο των ταμειακών ροών που είναι διαθέσιμες για την ικανοποίηση των μετόχων και των κατόχων τίτλων χρέους της επιχείρησης.

Συνεπώς, σύμφωνα με το μοντέλο Προεξόφλησης των Αδέσμευτων (Ελεύθερων) Ταμειακών Ροών αυτό που περιγράφει με τον καλύτερο τρόπο την αξία κάθε επιχείρησης, είναι οι Ταμειακές Ροές – Cash Flow (τα μετρητά) που θα είναι διαθέσιμες στους Χρηματοδότες της Επιχείρησης (Μετόχους ή Δανειστές), μετά την αφαίρεση των δαπανών προκειμένου την διατήρηση ή επέκταση των Περιουσιακών Στοιχείων της Επιχείρησης.

Ο Μαθηματικός Τύπος των Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών είναι ο εξής:

Αδέσμευτες Ταμειακές Ροές (FCF) = Ταμειακές Ροές από Λειτουργία (CFO)

+ Τόκοι × (1-Φ.Σ.)

- Επενδύσεις (CAPEX)

*Αδέσμευτες Ταμειακές Ροές (FCF) = Καθαρά Κέρδη + Τόκοι × (1- Φ.Σ.) + Αποσβέσεις
- Μεταβολές Κεφ.Κίνησης - Επενδύσεις σε Πάγια (CAPEX)*

Η ανάλυση των συντελεστών της ως άνω εξίσωσης παρουσιάζεται παρακάτω:

- Τα Καθαρά Κέρδη αποτελούν τα Καθαρά Αποτελέσματα Χρήσεως στην Κατάσταση Λογαριασμού Αποτελεσμάτων Χρήσεως μειωμένα κατά τους εταιρικούς φόρους.
- Με τον όρο Αποσβέσεις αναφερόμαστε στις Καθαρές Μη Ταμειακές Χρεώσεις, εννοώντας τις μη ταμειακές αυξήσεις ή μειώσεις στο διαθέσιμο εισόδημα.
- Τα έξοδα για τους τόκους είχαν αφαιρεθεί προηγουμένως για τον προσδιορισμό του καθαρού αποτελέσματος και διότι θεωρούνται διαθέσιμη ταμειακή ροή για τους επενδυτές της εταιρείας. Επομένως, θα πρέπει να προστεθεί το καθαρό αποτέλεσμα κατά τα Μετά Φόρων Έξοδα για τους τόκους.
- Οι Επενδύσεις σε Πάγια Περιουσιακά Στοιχεία, δηλαδή η εξαγορά άλλης εταιρείας, ή απλά η αγορά οικοπέδου, κτηρίου, μηχανολογικού εξοπλισμού, θεωρείται αναγκαία ταμειακή εκροή για την περαιτέρω εξέλιξη καθώς και τη βιωσιμότητα οποιασδήποτε εταιρείας.
- Τέλος, το Κεφάλαιο Κίνησης ισοδυναμεί με τον Κυκλοφορούν Ενεργητικό μειωμένο κατά τις Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις.

3.10.1 Ελεύθερες Ταμειακές Ροές προς τους Μετόχους και την Επιχείρηση

Ανάλογα με τη λειτουργική δραστηριότητα της προς αποτίμηση Εταιρείας υπάρχουν κυρίως δύο προσεγγίσεις: προεξόφληση ελεύθερων ταμειακών ροών προς το σύνολο της Εταιρείας (Free Cash Flows to the Firm) ή προς τους μετόχους (Free Cash Flows to Equity). Ως ελεύθερες ταμειακές ροές προς την εταιρεία ορίζονται οι ροές που απομένουν αφού

καλυφθούν οι ανάγκες σε κεφάλαια κίνησης, σε επενδύσεις, σε πάγιο εξοπλισμό καθώς και σε χρηματοοικονομικές επενδύσεις και συμμετοχές. Στην περίπτωση των ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους θα πρέπει να καλυφθούν επιπλέον των ανωτέρω οι τόκοι και η εξόφληση των δανείων της Εταιρείας.

Για τον υπολογισμό των ροών απαιτούνται επομένως επιμέρους αναλύσεις τόσο των εσόδων, εξόδων και των κεφαλαιουχικών επενδύσεων όσο και της κεφαλαιακής δομής και των αναγκών σε κεφάλαιο κίνησης της Εταιρείας.

Η ανάλυση **εσόδων** περιλαμβάνει πρόβλεψη εσόδων από τις πωλήσεις των προϊόντων ή των υπηρεσιών της Εταιρείας. Σε αυτή την ανάλυση λαμβάνονται υπόψη οι εξελίξεις της αγοράς, οι συνθήκες ανταγωνισμού, οι μεταβολές του νομικού πλαισίου λειτουργίας τους κλπ.

Η ανάλυση **κεφαλαιουχικών επενδύσεων** περιλαμβάνει επί μέρους αναλύσεις του ελάχιστου απαιτούμενου κεφαλαίου κίνησης, των προϋπολογιζόμενων εξόδων για επενδύσεις κεφαλαίου, της επενδυτικής πολιτικής κλπ.

Η ανάλυση **κεφαλαιακής δομής** περιλαμβάνει επί μέρους αναλύσεις της παρούσας δομής κεφαλαίου (χρηματοοικονομική διάρθρωση της εταιρείας) και του κόστους κεφαλαίου όπως καθορίζεται από το κόστος κάθε επιμέρους στοιχείου του κεφαλαίου (δάνεια, ίδια κεφάλαια κλπ) και από τους αντίστοιχους παράγοντες συστηματικού και μη συστηματικού κινδύνου.

Με βάση τα αποτελέσματα των παραπάνω αναλύσεων, διενεργείται πρόβλεψη των ελεύθερων ταμειακών ροών που προκύπτουν από τη λειτουργία της επιχείρησης για το χρονικό ορίζοντα που προκαθορίστηκε και οι οποίες προεξοφλούνται με το κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο. Το προεξοφλητικό αυτό επιτόκιο εκφράζει είτε το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίων της εταιρείας (Μ.Σ.Κ.Κ.) στην περίπτωση των ελεύθερων ταμειακών ροών προς το σύνολο της εταιρείας, είτε το κόστος των ιδίων κεφαλαίων στην περίπτωση των ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους.

Επιπρόσθετα, υπολογίζεται η παρούσα αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών που ακολουθούν μετά από το τέλος του χρονικού διαστήματος για το οποίο γίνονται οι προβλέψεις (**Υπολειμματική Αξία**). Η τελική αξία της Εταιρείας προκύπτει από την άθροιση των προεξοφλημένων ταμειακών ροών της περιόδου πρόβλεψης και της Υπολειμματικής Αξίας της Εταιρείας κατά την ημερομηνία αποτίμησης. Η αξία των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας προκύπτει εάν από την αξία της εταιρείας αφαιρεθεί η αγοραία αξία των υφιστάμενων δανείων της εταιρείας κατά την ημερομηνία αποτίμησης.

Ο υπολογισμός της υπολειμματικής αξίας περιλαμβάνει τον προσδιορισμό της ταμειακής ροής που παράγει η εταιρεία μετά το τέλος της περιόδου για την οποία γίνονται συγκεκριμένες προβλέψεις και μπορεί να υπολογιστεί με διάφορους τρόπους.

Ο καθορισμός του προεξοφλητικού επιτοκίου εξαρτάται από το εάν οι ταμειακές ροές που προεξοφλούνται είναι πριν την εξυπηρέτηση του καθαρού δανεισμού της εταιρείας, οπότε εφαρμόζεται το Μ.Σ.Κ.Κ. ή άλλως εφαρμόζεται η προεξόφληση με το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου.

Με βάση την ανωτέρω μέθοδο προεξοφλητικών ταμειακών ροών προσδιορίζεται η αξία μιας εταιρείας. Ενδέχεται όμως από τις προς αποτίμηση εταιρείες μερικές να διαθέτουν περιουσιακά στοιχεία όπως χαρτοφυλάκια χρεογράφων, συμμετοχές σε ομοιειδείς ή/ και σε άλλες εταιρείες, πλεονάζοντα πάγια ή/ και υποχρεώσεις, καθώς επίσης και σημαντικά επίπεδα διαθεσίμων ή/ και δανεισμού. Σε αυτές τις περιπτώσεις, η πραγματική αξία μιας εταιρείας προκύπτει βάσει της ακόλουθης σχέσης :

1) Παρούσα Αξία των Μελλοντικών Ταμειακών Ροών (περιόδου προβλέψεων) + Παρούσα Αξία στο Διηκεές = Αξία Επιχείρησης

2) Αξία Επιχείρησης + Παρούσα Αξία Συμμετοχών + Πλεόνασμα Πάγια / Υποχρεώσεις + Αγοραία Αξία Διαθεσίμων / Δανεισμού = Συνολική Αξία Επιχείρησης

3.10.2 Μοντέλο Προεξόφλησης των Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών της Επιχείρησης (Free Cash Flow to the Firm – FCFF)

Οι Αδέσμευτες Ταμειακές Ροές που προέρχονται από τη Λειτουργία της Επιχείρησης (αφαιρώντας τη Φορολογική Εξοικονόμηση από την καταβολή Τόκων στις Λειτουργικές Ταμειακές Ροές) αφαιρώντας τις Δαπάνες για νέες επενδύσεις σε Πάγια και τις Δαπάνες σε Κεφάλαιο Κίνησης.

FCFF = [Καθαρά Κέρδη + Αποσβέσεις – Επενδύσεις Κ. Κίνησης]

+ [Τόκοι × (1 – Φ.Σ.)]

– Επενδύσεις σε Πάγια

Όπου [Λειτουργικές Ταμειακές Ροές] = Καθαρά Κέρδη + Αποσβέσεις – Επενδύσεις Κ. Κίνησης

Η Αξία της Εταιρείας προσδιορίζεται με βάση το άθροισμα των Προβλεπόμενων Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών της Επιχείρησης προεξοφλημένες με το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου –Μ.Σ.Κ.Κ. (WACC)

$$\boxed{\text{FCFF}}$$

$$P = \text{Αξία Εταιρείας} = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{\text{FCFF}_i}{(1+WACC)^i}$$

Προσδιορισμός Μ.Σ.Κ.Κ. (WACC) : Εφόσον οι FCFF είναι οι Ταμειακές Ροές διαθέσιμες στο σύνολο των Χρηματοδοτών της εταιρείας, το επιτόκιο προεξόφλησης σταθμίζει την απαιτούμενη απόδοση τόσο των δανειστών όσο και των Μετόχων.

$$\text{Μ.Σ.Κ.Κ.} = \frac{\text{Δάνεια}}{(\text{Δάνεια} + \text{Ίδια Κεφάλαια})} \times k_d \times (1 - \Phi. \Sigma.) + \frac{\text{Ίδια Κεφάλαια}}{(\text{Δάνεια} + \text{Ίδια Κεφάλαια})} \times k_e$$

Όπου k_d είναι η απαιτούμενη απόδοση των συνολικών Υποχρεώσεων της Επιχείρησης (μέσο-σταθμικό επιτόκιο Δανεισμού) και k_e το Κόστος Κεφαλαίου των Μετόχων.

3.10.3 Μοντέλο Προεξόφλησης των Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών των Μετόχων (Free Cash Flow to Equity – FCFE)

Οι Αδέσμευτες Ταμειακές Ροές που αντιστοιχούν στους μετόχους της εταιρείας είναι οι Αδέσμευτες Ταμειακές Ροές της Επιχείρησης, συν το Καθαρό Δανεισμό κάθε έτος (Εισροές από Δάνεια – Επιστροφή Δανείων) μείον τις Κεφαλαιουχικές επενδύσεις, αφαιρώντας και τους πληρωτέους τόκους.

$$\text{FCFE} = \text{FCFF} + \text{Καθαρός Δανεισμός} - \text{Τόκοι} \times (1 - \Phi. \Sigma.)$$

Όπου **Καθαρός Δανεισμός = Νέος Δανεισμός – Αποπληρωμή Δανείων**

Η Αξία των Μετόχων (και κατ' επέκταση η τιμή της Μετοχής) προσδιορίζεται με βάση το άθροισμα των Προβλεπόμενων Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών της Επιχείρησης προεξοφλημένες με το Κόστος των Ιδίων Κεφαλαίων ή Απαιτούμενη Απόδοση των Μετόχων (k_e).

FCFE

$$P = \text{Αξία Ιδίων Κεφαλαίων} = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{FCFE_i}{(1+k_e)^i}$$

Το κόστος μετοχικού κεφαλαίου εκφράζει την ελάχιστη απόδοση που θα απαιτούσε ένας επενδυτής προκειμένου να αποκτήσει μετοχές στην εταιρεία. Το κόστος αυτό μπορεί να εκτιμηθεί με το **Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model ή «CAMP»)** βάσει της ακόλουθης σχέσης:

$k_e =$ Χωρίς Κίνδυνο Απόδοση (Risk Free Rate) + Πριμ Κινδύνου (Risk Premium)

$$k_e = R_f + \beta * (R_M - R_f)$$

Όπου:

k_e : το κόστος μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρείας

R_f : η απόδοση μηδενικού (άνευ) κινδύνου

β : ο συντελεστής κινδύνου β (beta coefficient)

$R_M - R_f$: η προσαύξηση κινδύνου κεφαλαιαγοράς

Εναλλακτικά, η αξία του μετοχικού κεφαλαίου μπορεί να υπολογιστεί απευθείας από τις Αδέσμευτες Ταμειακές Ροές της εταιρείας, αφού αφαιρέσουμε την παρούσα αξία των δανείων και προσθέσουμε τα μετρητά της εταιρείας.

FCFE

$$P = \text{Αξία Ιδίων Κεφαλαίων} = FCFF - \text{Δάνεια} + \text{Μετρητά}$$

Για πρακτικούς λόγους οι εκτιμήσεις μας για την πορεία των Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών στο Διηκεές, κάνουν χρήση της Τελικής ή Υπολλεμματικής Αξίας (Terminal or Residual Value). Θεωρούμε ότι οι ΑΤΡΕ αυξάνονται σταθερά μετά τα πρώτα n έτη, κατά g στο διηκεές (ή απλά παραμένουν σταθερές στα επίπεδα του τελευταίου έτους των

εκτιμήσεων, $g=0$) Η Αξία της εταιρείας (αν υιοθετήσουμε το Μοντέλο Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών της Επιχείρησης FCFF) υπολογίζεται ως εξής:

Αξία Εταιρείας = Αξία Εταιρείας 0 έως n έτος + Αξία Εταιρείας στο τέλος του n έτους

$$\text{Αξία Εταιρείας} = \sum_{i=1}^n \frac{FCFF_i}{(1+WACC)^i} + \frac{FCFF_{n+1} = FCFF_n \times (1+g)}{(WACC-g) \times (1+WACC)^n}$$

3.10.4 Η Υπολειμματική Αξία (Residual Value)

Η επιχείρηση δεν παύει να υφίσταται μετά την πάροδο της περιόδου των προβλέψεων, είναι ανάγκη να υπολογιστεί η αξία της και μετά το πέρας αυτής.

Η παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών μιας εταιρείας υπολογίζεται κατά την προεξόφληση των ταμειακών ροών μιας συγκεκριμένης χρονικής περιόδου για την οποία υπάρχουν συγκεκριμένες προβλέψεις. Η Υπολειμματική Αξία της επιχείρησης είναι η αξία που υπολογίζεται ότι θα έχει η επιχείρηση μετά τον προσδιορισμό της ταμειακής ροής που παράγει στο τέλος της περιόδου για την οποία γίνονται συγκεκριμένες προβλέψεις, δηλαδή τη συνεχιζόμενη αξία της στο τέλος της περιόδου των προβλέψεων. Διαφορετικά, η παρούσα αξία στο διηνεκές εκφράζει το ύψος του κεφαλαίου το οποίο ένας επενδυτής θα ήταν διατεθειμένος να επενδύσει σε μια εταιρεία, προκειμένου να απολαμβάνει το σύνολο των μελλοντικών ταμειακών ροών που θα προκύψουν μετά το πέρας της ανωτέρω περιόδου των προβλέψεων.

Ο προσδιορισμός των μελλοντικών αυτών εσόδων προϋποθέτει την εκτίμηση του ρυθμού ανάπτυξης μιας εταιρείας στο διηνεκές, λαμβάνοντας υπόψη τη δυναμική και τις προοπτικές της.

Για την περίοδο αυτή (μετά τη χρονική περίοδο πρόβλεψης), οι αποσβέσεις, οι κεφαλαιουχικές δαπάνες και οι ανάγκες σε κεφάλαιο κίνησης της εταιρείας αναπροσαρμόζονται έτσι ώστε να εκφράζουν τα «κανονικοποιημένα» (normalized) αποτελέσματα της περιόδου αυτής. Ως «κανονικοποιημένα» θεωρούνται τα αποτελέσματα που πραγματοποιεί μια εταιρεία σε κατάσταση ισορροπίας και ωρίμανση των εργασιών της.

Η σημασία της Υπολειμματικής Αξίας ως ποσοστό της συνολικής αξίας της επιχείρησης εξαρτάται από τον κλάδο, το παραγόμενο προϊόν, το στάδιο του οικονομικού κύκλου που διανύει η οικονομία, τον κύκλο ζωής προϊόντος, κ.τ.λ. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η προεξοφλημένη υπολειμματική αξία της επιχείρησης αυξάνεται στην περίπτωση που ο

χρονικός ορίζοντας για τον οποίο γίνονται αναλυτικές προβλέψεις είναι μικρός, ενώ η αξία της φθίνει όσο μεγαλύτερο είναι το χρονικό διάστημα εκτίμησης.

Κόστος Κεφαλαίου

Στην περίπτωση της αποτίμησης μιας επιχείρησης το κόστος του κεφαλαίου ενσωματώνει τις αποδόσεις που απαιτούν τόσο οι μέτοχοι όσο και οι δανειστές της επιχείρησης και για αυτό τον λόγο ενσωματώνει δύο μεταβλητές:

- Το κόστος των Ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης (cost of equity).
- Το κόστος του δανεισμού μετά τους φόρους (cost of debt).

Το κόστος των δανειακών κεφαλαίων είναι απλώς το κόστος των τόκων μετά από φόρους. Το κόστος των ιδίων κεφαλαίων δεν είναι τόσο εύκολο να προσδιοριστεί. Το πρόβλημα είναι ότι το κόστος των κοινών μετοχικών κεφαλαίων δεν στηρίζεται σε κάποιο συμβόλαιο αλλά σε προσδοκίες.

Η αποτίμηση της προσδοκώμενης απόδοσης, όταν ο κοινός μέτοχος επενδύει, θα βασίζεται στην άποψη του επενδυτή ως προς τα εξής οφέλη: τη ροή των ετήσιων μερισμάτων και την αύξηση της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής. Επιπλέον, όσο μεγαλύτερος είναι ο διαβλεπόμενος κίνδυνος, τόσο υψηλότερη απόδοση θα απαιτήσει ο επενδυτής.

Ο επενδυτής έχει πολλές δυνατότητες επενδύσεων. Οι δυνατότητες αυτές διακρίνονται σε επενδύσεις χαμηλού κινδύνου, που αποδίδουν σχετικά χαμηλές αποδόσεις π.χ. κρατικά ομόλογα, και επενδύσεις υψηλότερου κινδύνου, που πρέπει να παρέχουν ελπίδες για υψηλότερες αποδόσεις. Οι κοινές μετοχές εμπίπτουν σ' αυτή την τελευταία κατηγορία.

Επειδή εξετάζουμε εκτιμήσεις που βρίσκονται στο μυαλό χιλιάδων επενδυτών, είναι πολύ δύσκολο να ποσοτικοποιήσουμε αυτούς τους παράγοντες. Το μόνο που μπορούμε να κάνουμε είναι να παρατηρήσουμε τη συμπεριφορά της αγοράς και να προσπαθήσουμε να κατασκευάσουμε υποδείγματα που να ερμηνεύουν αυτή τη συμπεριφορά.

Περίπλοκα υποδείγματα χρησιμοποιούνται προκειμένου να εκτιμηθεί το κόστος των ιδίων κεφαλαίων μιας συγκεκριμένης εταιρείας. Το ανθεκτικότερο απ' αυτά στο χρόνο είναι το γνωστό ως «Υπόδειγμα Τιμολόγησης Κεφαλαιουχικών Περιουσιακών Στοιχείων» (CAPM).

$$\text{Cost of Equity} = \text{Risk Free Rate} + \text{Beta} \times \text{Risk Premium}$$

Το υπόδειγμα αυτό βασίζεται στην παραδοχή ότι οι επενδυτές απαιτούν μια ελάχιστη απόδοση ακόμη και όταν δεν υπείσέρχεται κίνδυνος και ότι αυτή η απαιτούμενη απόδοση αυξάνεται καθώς αυξάνεται ο εμφανής κίνδυνος.

Οι μεταβλητές που απαιτούνται από το υπόδειγμα είναι:

(1) Το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο (R_f): Την απόδοση αυτή θεωρείται ότι προσφέρουν τα Ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου (ΟΕΔ) διάρκειας αντίστοιχης με εκείνης της προς αποτίμηση επένδυσης. Η κοινή πρακτική στο υπολογισμό του Risk Free Rate είναι η χρήση της απόδοσης ενός δεκαετούς κρατικού ομολόγου. Είναι πάντα στην διακριτική ευχέρεια του αναλυτή να χρησιμοποιήσει οποιαδήποτε εναλλακτική λύση θεωρεί εκείνος πιο σωστή για την περίπτωση που εξετάζει, αρκεί φυσικά να περιέχει την εξάλειψη του επενδυτικού κινδύνου και την σωστή καταγραφή των αποδόσεων.

(2) Το μέσο ποσοστό απόδοσης σε ολόκληρη την κεφαλαιαγορά στη διάρκεια μιας συγκεκριμένης χρονικής περιόδου (R_M): Για μια χρονική περίοδο που θεωρείται φυσιολογική, δηλαδή όταν οι τιμές δεν είναι τεχνητά ανεβασμένες ή πεσμένες, αποτυπώνονται γραφικά οι αποδόσεις ενός δείγματος μετοχών, αντιπροσωπευτικών ολόκληρης της αγοράς. Συνεπώς η συγκεκριμένη μεταβλητή αναφέρεται συνήθως στην προσδοκώμενη απόδοση χαρτοφυλακίου όλης της αγοράς και προσδιορίζεται βάσει του Γενικού Δείκτη τιμών του Χ.Α.Α.

(3) Επασφάλιστρο κινδύνου (Risk Premium) ($R_M - R_f$): Η προσαύξηση κινδύνου κεφαλαιαγοράς εξαρτάται από πολλούς παράγοντες, ο σημαντικότερος εκ των οποίων σχετίζεται με τις αποδόσεις του συνόλου της κεφαλαιαγοράς και τη γενικότερη κατάσταση της οικονομίας.

Μελέτες που αναλύουν αντίστοιχες αγορές των ΗΠΑ, μεταξύ των οποίων και η μελέτη της Ibbotson Associates, χρησιμοποιώντας διαφορετικές μεθόδους συλλογής και ανάλυσης στατιστικών στοιχείων, καταλήγουν σε προσαύξηση κινδύνου η οποία κυμαίνεται μεταξύ 4% και 6%.

Η απαιτούμενη απόδοση πάνω από την απόδοση χωρίς κίνδυνο δεν είναι εύκολο να υπολογιστεί, ειδικά σε αγορές όπως η Ελληνική η οποία δεν έχει φτάσει σε επίπεδα ωριμότητας όπως εκείνη των ΗΠΑ και της Αγγλίας.

Σε μία αναδυόμενη αγορά μετοχών, η πιο σύνηθης πρακτική είναι να λαμβάνεται υπόψη το 'risk premium' της αγοράς των Η.Π.Α. και σε αυτό να προστίθεται ο κίνδυνος της χώρας (country spread). Το 'country spread' βασίζεται στην πιστοληπτική ικανότητα της χώρας και στη μεταβλητότητα (volatility) της αγοράς της.

$$\text{Risk Premium} = \text{US Risk Premium} + \text{Country Spread}$$

Στη περίπτωση της Ελλάδας μπορεί κανείς να χρησιμοποιήσει την απαιτούμενη απόδοση μιας ώριμης αγοράς όπως της Γερμανίας, η οποία βρίσκεται και στην Ευρωζώνη και να προσθέσει τον επενδυτικό κίνδυνο της Ελλάδας.

$$\text{Εναλλακτικά, Risk Premium} = \text{Market Return} - \text{Risk Free Rate}$$

$$\text{Country Risk Premium} = \text{Country Default Spread} \times (\text{Std.Dev.Equity} / \text{Std. Dev.Country Bond})$$

(4) Τιμή βήτα: Είναι το μέτρο του κινδύνου της συγκεκριμένης εταιρείας, συγκρινόμενο με το σύνολο της κεφαλαιαγοράς. Μετράει το βαθμό με τον οποίο οι αποδόσεις της συγκεκριμένης μετοχής μετακινήθηκαν σύμφωνα με το σύνολο της αγοράς.

Επιπλέον, υπόθεση του υποδείγματος αποτελεί η δυνατότητα των επενδυτών να δανείζονται και να δανείζουν χρήματα στο επίπεδο του ακίνδυνου αξιογράφου. Στην πραγματική οικονομία βέβαια το επιτόκιο για τον επενδυτή που χρεώνεται ένα δάνειο είναι μεγαλύτερο από το επιτόκιο που λαμβάνει δανείζοντας χρήματα. Αν το beta στην εξίσωση του CAPM είναι ίσο με το μηδέν, τότε η προσδοκώμενη απόδοση της μετοχής ισοδυναμεί με το επιτόκιο του ακίνδυνου αξιογράφου. Αν το beta μιας μετοχής είναι ίσο με το 1 τότε η προσδοκώμενη τιμή της μετοχής ισοδυναμεί με την απόδοση της αγοράς. Ο μέσος επενδυτής, τοποθετώντας τα κεφάλαιά του σε μετοχές μιας εταιρείας με υψηλότερο κίνδυνο ($\beta > 1$) αναμένει απόδοση μεγαλύτερη από την απόδοση μιας μετοχής με μικρότερο κίνδυνο ($\beta < 1$).

Οι μη εισηγμένες εταιρείες δεν έχουν beta, στην περίπτωση αυτή προκειμένου ο αναλυτής να μπορέσει να υπολογίσει το κόστος των ιδίων κεφαλαίων, η καλύτερη λύση είναι η επιλογή μίας ομάδας εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιρειών που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο ή παρόμοιο και η εξαγωγή του μέσου beta των εταιρειών αυτών. Βέβαια η λύση δεν είναι η βέλτιστη επιστημονικά αλλά μπορεί να διευκολύνει το έργο του αναλυτή. Στην περίπτωση που ο αναλυτής θέλει να προχωρήσει σε μεγαλύτερου βάθους ανάλυση έχει την δυνατότητα να σταθμίσει το μέσο beta με βάση την κεφαλαιοποίηση των εταιρειών ή να

διαλέξει μία ή περισσότερες από αυτές τις εταιρείες που έχουν κοινά χαρακτηριστικά με την υπό αξιολόγηση εταιρεία και να υπολογίσει το δικό τους beta.

Επιπλέον, ο δείκτης Beta μπορεί να υπολογιστεί με ανάλυση παλινδρόμησης ανάμεσα στις ημερήσιες αποδόσεις (R_j) της μετοχής της εξεταζόμενης εταιρείας και των ημερήσιων αποδόσεων (R_M) του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου, στο οποίο η μετοχή της εταιρείας διαπραγματεύεται.

Οι αδυναμίες του συγκεκριμένου δείκτη εντοπίζονται στο γεγονός ότι μέσω εξαγωγής του αντανακλώνται ιστορικές (μέσω της επιλεγμένης χρονικής περιόδου παλινδρόμησης) και όχι τρέχουσες επιδόσεις.

Κόστος Δανειακών κεφαλαίων (Cost of Debt)

Υπολογίζεται με βάση το σύνολο των δαπανών μιας επιχείρησης ως αποτέλεσμα της χρηματοδότησής της. Έτσι:

$$r_d = \frac{\text{Χρεωστικοί Τόκοι}}{\text{Δανειακά Κεφάλαια}}$$

Ένας εναλλακτικός τρόπος υπολογισμού του κόστους δανεισμού (r_d) είναι ο εξής τύπος:

$$\text{Cost of Debt} = \text{Risk Free Rate} + \text{Company Default Spread} + \text{Country Default Spread}$$

Όπου *Risk Free Rate* το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου, *Company Default Spread* είναι η διακύμανση των αποδόσεων των ομολόγων που εκδίδει η εταιρεία και *Country Default Spread* η διακύμανση του εύρους αποδόσεων μεταξύ του ελληνικού και του γερμανικού 10ετούς ομολόγου.

Για τον υπολογισμό του κόστους των δανειακών κεφαλαίων μετά από φόρους:

$$\text{Cost of Debt after Taxes} = \text{Cost of Debt before Taxes} \times (1 - \text{Tax Rate})$$

Ο λόγος για τον οποίο χρησιμοποιείται το κόστος μετά από φόρους είναι επειδή οι τόκοι ουσιαστικά μειώνουν το κέρδος, και άρα το ποσό του φόρου με το οποίο επιβαρύνεται η επιχείρηση. Το ποσό αυτό του φόρου το οποίο κερδίζει η επιχείρηση λόγω των τόκων ενσωματώνεται έτσι στο κόστος του δανεισμού.

3.11 Σύνοψη των Μοντέλων Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών FCFF και FCFE

Συνοψίζοντας, για να γίνει πλήρης και ολοκληρωμένη αποτίμηση μιας εταιρείας, είναι απαραίτητο:

- Να αποφασίσουμε για το χρονικό ορίζοντα, δηλαδή τον αριθμό των ετών για τα οποία οι τρέχουσες στρατηγικές θα συνεχίσουν να προσθέτουν αξία στην εταιρεία. Στην πράξη, ο αριθμός αυτός τείνει να είναι μεταξύ πέντε και δέκα έτη.
- Να προβλέψουμε λεπτομερώς, για το καθένα από αυτά τα έτη, τις αδέσμευτες (ελεύθερες) ταμειακές ροές. Ανάγουμε κάθε έτος στο παρόν χρησιμοποιώντας συντελεστή προεξόφλησης το Μ.Σ.Κ.Κ (WACC) στην περίπτωση των ελεύθερων ταμειακών ροών προς το σύνολο της επιχείρησης ή το κόστος των ιδίων κεφαλαίων στην περίπτωση των ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους.
- Να κεφαλαιοποιήσουμε την ταμειακή ροή του τελευταίου έτους χρησιμοποιώντας το μακροπρόθεσμο κόστος κεφαλαίου. Αυτό δίνει την υπολειμματική αξία στο τέλος του χρονικού ορίζοντα. Προεξοφλούμε (ανάγουμε) τη συγκεκριμένη αξία στο παρόν χρησιμοποιώντας ξανά είτε το Μ.Σ.Κ.Κ. είτε το κόστος ιδίων κεφαλαίων.

Επιπλέον, περιγράψαμε πώς μπορούμε να αποδώσουμε μία αξία στη λειτουργία μιας επιχείρησης λαμβάνοντας υπόψη ορισμένες παραδοχές όπως:

- (1) Αύξηση μελλοντικών πωλήσεων
- (2) Περίοδο πρόβλεψης
- (3) Περιθώριο Κέρδους επί των πωλήσεων
- (4) Φορολογικός συντελεστής
- (5) Επενδύσεις σε νέο πάγιο ενεργητικό
- (6) Απαιτούμενο καθαρό κεφάλαιο κίνησης
- (7) Συντελεστής προεξόφλησης

Όπως προαναφέρθηκε, η εκπόνηση ενός χρηματοοικονομικού μοντέλου προϋποθέτει την εισαγωγή πλήθους παραμέτρων/υποθέσεων, η ακριβής υιοθέτηση των οποίων εναπόκειται στη διακριτική ευχέρεια του κάθε αναλυτή. Σε ένα μοντέλο DCFM (Discounted Cash Flow Model) καθίσταται εμφανές ότι μία μικρή μεταβολή ορισμένων εκ των παραμέτρων -π.χ. του διατηρήσιμου κόστους δανεισμού, του συντελεστή κινδύνου beta ή ακόμη και του φορολογικού συντελεστή ή του διατηρήσιμου ρυθμού ανάπτυξης των πωλήσεων- δύναται να προκαλέσει σημαντική και πολλαπλάσια μεγαλύτερη μεταβολή στην εξαγόμενη δίκαιη αξία μιας επιχείρησης. Με άλλα λόγια, η διαδικασία αποτίμησης τείνει να παρουσιάζει υψηλή μόχλευση, γεγονός το οποίο σημαίνει ότι μεταβάλλοντας σε μικρό βαθμό μία υπόθεση του αντίστοιχου μοντέλου, ο αναλυτής ή εκτιμητής της εταιρικής αξίας μπορεί να φθάσει σχετικά εύκολα στο οποιοδήποτε επιθυμητό αποτέλεσμα.

Τέλος, προτιμούμε το FCFF από το FCFE, όταν η Χρηματοοικονομική Διάρθρωση της Εταιρείας μεταβάλλεται διαχρονικά ή οι Αδέσμευτες Ταμειακές Ροές των Μετόχων είναι αρνητικές.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ

4.1 Περιγραφή της Εταιρείας και του Ομίλου

Η Μότορ Όιλ Ελλάς (MOE) είναι μία εταιρεία με ηγετικό ρόλο στον τομέα της διύλισης πετρελαίου, προμηθεύοντας τις αγορές που εξυπηρετεί με ένα ευρύ φάσμα αξιόπιστων ενεργειακών προϊόντων. Η εταιρεία έχει εξελιχθεί σε έναν από τους κύριους στυλοβάτες της εθνικής οικονομίας, ενώ παράλληλα διατηρεί και πρωταγωνιστικό ρόλο στην ευρύτερη περιοχή της Νοτιοανατολικής Ευρώπης. Η MOE είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών και συμπεριλαμβάνεται στο Γενικό δείκτη (ATHEX COMPOSITE INDEX), στο δείκτη Υψηλής κεφαλαιοποίησης (FTSE/ATHEX LARGE CAP) καθώς και σε επιμέρους κλαδικούς δείκτες.

Το Διυλιστήριο μαζί με τις βοηθητικές εγκαταστάσεις και τις εγκαταστάσεις διακίνησης καυσίμων αποτελεί το μεγαλύτερο αμιγώς ιδιωτικό βιομηχανικό συγκρότημα της Ελλάδος και θεωρείται ένα από τα πιο ευέλικτα διυλιστήρια της Ευρώπης. Μπορεί να κατεργάζεται αργό πετρέλαιο διαφόρων τύπων, παράγοντας ένα ευρύ φάσμα πετρελαϊκών προϊόντων, που καλύπτουν τις πιο αυστηρές διεθνείς προδιαγραφές, εξυπηρετώντας έτσι μεγάλες εταιρείες εμπορίας πετρελαίου στην Ελλάδα και στο εξωτερικό. Επιπλέον, η MOE είναι η μοναδική ελληνική εταιρεία παραγωγής και συσκευασίας λιπαντικών. Τα παραγόμενα βασικά και τελικά λιπαντικά είναι εγκεκριμένα από διεθνείς οργανισμούς (Association des Constructeur Europeens d'Automobiles, American Petroleum Institute) και από τις Ένοπλες δυνάμεις των ΗΠΑ. Το Διυλιστήριο βρίσκεται στους Αγίους Θεοδώρους, Κορινθίας, περίπου 70 χλμ. έξω από την Αθήνα. Η Διοίκηση της εταιρείας, καθώς και οι Γενικές Διευθύνσεις Εμπορίας, Οικονομικών, Διοικητικού & Ανθρωπίνων Πόρων και Στρατηγικού Επιχειρησιακού Σχεδιασμού & Ανάπτυξης, στεγάζονται σε σύγχρονο κτίριο στο Μαρούσι Αττικής.

Όσον αφορά το δίκτυο πωλήσεων και διανομής, ο μεγαλύτερος όγκος των προϊόντων της εταιρείας παραδίδεται στους πελάτες FOB (Free of Board) από τις εγκαταστάσεις του διυλιστηρίου στους Αγίους Θεοδώρους. Μέρος της παραγωγής το οποίο προορίζεται για κατανάλωση στις μεγάλες αστικές περιοχές, μεταφέρεται με πλοία για αποθήκευση και

παράδοση σε εγκαταστάσεις τρίτων, ενώ το υπόλοιπο είτε μεταφέρεται με αγωγούς στις παρακείμενες του διυλιστηρίου εγκαταστάσεις της εταιρείας εμπορίας AVINOIL, είτε παραδίδεται ελεύθερα επί βυτιοφόρων ή φορτηγών από το διυλιστήριο.

Το Σύστημα Διαχείρισης Ποιότητας της MOE είναι πιστοποιημένο σύμφωνα με το ISO 9001:2015 για την παραγωγή, εμπορία και παράδοση καυσίμων, βιοκαυσίμων, λιπαντικών, κεριών και προϊόντων ασφάλτου. Το Σύστημα Περιβαλλοντικής Διαχείρισης είναι και αυτό πιστοποιημένο σύμφωνα με το ISO 14001:2015 για συστήματα περιβαλλοντικής διαχείρισης, καθώς επίσης και το σύστημα Υγιεινής και Ασφάλειας με το OHSAS 18001:2007. Το διυλιστήριο της MOE είναι ένα από τα ελάχιστα στην Ευρώπη το οποίο έχει πιστοποιηθεί και για τα τρία συστήματα.

Η δέσμευση της Εταιρείας για συνεχή βελτίωση της ποιότητας είναι καθολική. Στα πλαίσια της δέσμευσης αυτής, το Σεπτέμβριο του 2006 έγινε Διαπίστευση του Χημείου του Διυλιστηρίου, σύμφωνα με το πρότυπο ISO 17025:2005, από το Εθνικό Σύστημα Διαπίστευσης (Ε.ΣΥ.Δ.). Η πιστοποίηση ισχύει μέχρι το Σεπτέμβριο του 2018.

Επιπρόσθετα, από το 2007 η Εταιρεία υλοποιώντας τη δέσμευσή της για συνεχή βελτίωση στη Διαχείριση του Περιβάλλοντος, εκδίδει σε εθελοντική βάση την ετήσια Περιβαλλοντική Δήλωση, σύμφωνα με τον Ευρωπαϊκό Κανονισμό EMAS (Eco-Management and Audit Scheme) 1221/2009 επικυρωμένη από τη Bureau Veritas.

Η μεγάλη επιτυχία της MOE οφείλεται κατά ένα μεγάλο μέρος στο ανθρώπινο δυναμικό, που αποτελεί ένα ανεκτίμητο κεφάλαιο για την εταιρεία. Μέσα από συνεχή εκπαίδευση, διασφάλιση πολύ καλών συνθηκών εργασίας, και σημαντικές παροχές η εταιρεία προσπαθεί να αναπτύξει τους εργαζομένους στο καλύτερο δυνατό επίπεδο ώστε να συμβάλλουν στις προοπτικές περαιτέρω ανάπτυξης της.

Όραμα της εταιρείας είναι να αποτελέσει την ηγέτιδα εταιρεία στον τομέα διύλισης πετρελαίου και εμπορίας των προϊόντων του στην ευρύτερη περιοχή ενώ εταιρικός σκοπός είναι να αυξάνεται η μετοχική αξία μέσω της αξιοποίησης αποτελεσματικής τεχνολογίας διύλισης και πρακτικών πωλήσεων & προώθησης, να αξιοποιούνται οι ανάγκες των πελατών της και να διευρύνεται το μερίδιο αγοράς στο εσωτερικό.

4.1.1 Ιστορικό

1970-1972

Σύσταση και έναρξη της λειτουργίας του διυλιστηρίου το οποίο διαθέτει μονάδα διύλισης αργού πετρελαίου, διυλιστήριο παραγωγής βασικών λιπαντικών, προβλήτα με σταθμό φόρτωσης, σταθμούς φόρτωσης βυτιοφόρων οχημάτων.

1975

Επέκταση των εργασιών στον τομέα παραγωγής καυσίμων με την προσθήκη της μονάδας Ατμοσφαιρικής Απόσταξης.

1978

Κατασκευή μονάδας Καταλυτικής Αναμόρφωσης (περαιτέρω επεξεργασία νάφθας).

1980

Εγκατάσταση Μονάδας Καταλυτικής Πυρόλυσης (επεξεργασία μαζούτ σε προϊόντα υψηλής προστιθέμενης αξίας).

1984

Κατασκευή μονάδας Παραγωγής Ηλεκτρικής Ενέργειας που χρησιμοποιεί ως πρώτη ύλη αέριο καύσιμο. Δικαίωμα πώλησης ενέργειας στο εθνικό δίκτυο.

1989

Μέχρι το 1989 η Motor Oil διέθετε όλη της την παραγωγή στην εξωτερική αγορά. Από το 1989, όταν έγινε και η απελευθέρωση του κλάδου, η εταιρεία κατάφερε να συγκεντρώσει περίπου το 25% της εσωτερικής αγοράς, παραμένοντας ταυτόχρονα ένα ισχυρό εξαγωγικό διυλιστήριο.

1993

Πιστοποίηση για όλο το φάσμα των δραστηριοτήτων την Εταιρείας κατά ISO 9002.

1996

Αγορά του 50% των μετοχών της Εταιρείας από την Aramco Overseas Company BV, 100% θυγατρική της Saudi Arabian Oil Company (Saudi Aramco).

2000

Ολοκλήρωση επενδύσεων με σκοπό την παραγωγή προϊόντων σύμφωνα με τις προδιαγραφές της Ευρωπαϊκής Ένωσης για το 2000. Την ίδια χρονιά πιστοποιείται το Σύστημα Περιβαλλοντικής Διαχείρισης της Εταιρείας κατά ISO 14001:1996.

2001

Εγκατάσταση νέου αεριοστροβίλου στο σταθμό παραγωγής ηλεκτρικής ενέργειας. Αναβάθμιση της μονάδας κενού των λιπαντικών. Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρείας με δημόσια εγγραφή και έναρξη διαπραγμάτευσης των μετοχών της στο Χ.Α.

2002

Εξαγορά του 100% της εταιρείας εμπορίας πετρελαιοειδών AVIN OIL A.B.E.N.E.Π.

2005

Έναρξη λειτουργίας του συγκροτήματος Υδρογονοπυρόλυσης (Hydrocracker) που δίνει τη δυνατότητα παραγωγής «καθαρών» καυσίμων σύμφωνα με τις προδιαγραφές της Ευρωπαϊκής Ένωσης του 2009 (Auto Oil II). Απόκτηση από τη Motor Oil Holdings Ltd. του ποσοστού που κατείχε η Aramco Overseas Company B.V στην Εταιρεία.

2006

Διαπίστευση του Χημείου του Διύλιστηρίου κατά ISO/IEC 17025:2005 από το Εθνικό Σύστημα Διαπίστευσης (Ε.ΣΥ.Δ.).

2007

Έκδοση σε εθελοντική βάση της πρώτης ετήσιας Περιβαλλοντικής Δήλωσης σύμφωνα με τον Ευρωπαϊκό Κανονισμό EMAS ER 761/2006 (Eco-Management and Audit Scheme – EMAS) επικυρωμένη από τη Bureau Veritas.

2008

Συμφωνία συνεργασίας με τη ΜΥΤΙΑΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. – ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ μέσω της ΚΟΡΙΝΘΟΣ POWER Α.Ε. για την κατασκευή, λειτουργία και εκμετάλλευση μονάδας συνδυασμένου κύκλου με καύσιμο φυσικό αέριο που θα ευρίσκεται εντός των εγκαταστάσεων του Διύλιστηρίου της ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ στους Αγίους Θεοδώρους Κορινθίας.

Πιστοποίηση του Συστήματος Υγιεινής & Ασφάλειας του Διύλιστηρίου (Health & Safety Management) κατά το διεθνές πρότυπο OHSAS 18001:2007.

2009

Απόκτηση ποσοστού 64,06% του μετοχικού κεφαλαίου της “ΟFC ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΑΕΡΟΠΟΡΙΚΟΥ ΚΑΥΣΙΜΟΥ Α.Ε.” με αποτέλεσμα η συμμετοχή του Ομίλου ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ στην OFC Α.Ε. να αυξηθεί σε 92,06%.

2010

Έναρξη λειτουργίας της νέας Μονάδας Απόσταξης Αργού (new Crude Distillation Unit) με ικανότητα διύλισης 60.000 βαρελιών αργού ημερησίως. Ολοκλήρωση της εξαγοράς του 100% των μετοχών των εταιρειών “SHELL HELLAS Α.Ε.” (μετονομάστηκε σε “Coral Α.Ε.”) και “SHELL GAS Α.Ε.Β.Ε. ΥΓΡΑΕΡΙΩΝ” (μετονομάστηκε σε “Coral Gas Α.Ε.Β.Ε.Υ”). Η συμφωνία αυτή αφορά τον τομέα των πρατηρίων των εμπορικών και βιομηχανικών καυσίμων, της ασφάλτου, τις δραστηριότητες εφοδιασμού και διανομής. Έκδοση της ετήσιας Περιβαλλοντικής Δήλωσης σύμφωνα με τον πιο πρόσφατο Ευρωπαϊκό Κανονισμό EMAS III 1221/2009. Η ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ ιδρύει από κοινού με τη ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. – ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ την εταιρεία “Μ και Μ Α.Ε. ΦΥΣΙΚΟΥ ΑΕΡΙΟΥ”.

2011

Ολοκλήρωση της κατασκευής του 5ου αεριοστρόβιλου στο συγκρότημα συμπαραγωγής ηλεκτρικής ενέργειας και ατμού του Διυλιστηρίου, του οποίου η συνολική ισχύς διαμορφώνεται σε 85 MW (από 68 MW) . Ολοκλήρωση κατασκευής της μονάδας παραγωγής ηλεκτρικής ενέργειας της ΚΟΡΙΝΘΟΣ POWER Α.Ε.

2014

Εξαγορά μέσω δημόσιας πρότασης του 100% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας CYCLON ΕΛΛΑΣ και διαγραφή των μετοχών της τελευταίας από το Χρηματιστήριο Αθηνών.

2016

Η εταιρεία ήρθε σε συμφωνία με την ρωσική Lukoil για την αγορά του δικτύου λιανικής εμπορίας υγρών καυσίμων στην Κύπρο το οποίο αριθμεί συνολικά 286 πρατήρια.

4.1.2 Θυγατρικές – Συμμετοχές

AVIN OIL

Τον Μάρτιο του 2002 η AVIN OIL A.B.E.N.E.Π κατέστη 100% θυγατρική της MOTOP ΟΪΛ. Η AVIN OIL είναι εταιρεία εμπορίας πετρελαιοειδών που προσφέρει υψηλής ποιότητας καύσιμα, λιπαντικά και άσφαλτο, για όλες τις χρήσεις (μεταφορές, βιομηχανική και οικιακή χρήση). Η Εταιρία διαθέτει πανελλαδικό δίκτυο 500 πρατηρίων υγρών καυσίμων με το εμπορικό σήμα AVIN και επιπλέον πανελλαδικό δίκτυο περίπου 200 πρατηρίων με το εμπορικό σήμα CYCLON. Το συνολικό μερίδιο αγοράς της AVIN OIL (μετά την ενσωμάτωση των πρατηρίων της CYCLON) διαμορφώνεται σε 12,3% περίπου και κατατάσσεται στην τέταρτη θέση της Ελληνικής αγοράς. Βασικός προμηθευτής της Εταιρείας είναι η MOTOP ΟΪΛ. Τα καύσιμα της AVIN πληρούν όλες τις Ευρωπαϊκές και Ελληνικές προδιαγραφές ενώ τα λιπαντικά υπερκαλύπτουν τις διεθνείς προδιαγραφές API, SAE, CCMC καθώς και τις προδιαγραφές των μεγαλύτερων κατασκευαστών αυτοκινήτων. Πρωταρχικός στόχος της AVIN είναι η ποιοτική αναβάθμιση του δικτύου της καθώς επίσης και η ενδυνάμωση των νέων δραστηριοτήτων της. Ως εκ τούτου η AVIN στα πλαίσια της στρατηγικής ανάπτυξης της έχει επιλεκτικά τοποθετηθεί σε κλειστούς αυτοκινητόδρομους της χώρας. Έτσι έχει κατασκευάσει και λειτουργεί τους Σταθμούς Εξυπηρέτησης Αυτοκινήτων (ΣΕΑ) στα Μέγαρα, στη Λεπτοκαρυά και στην Εγνατία οδό στην θέση Πλάτανος, όπου προσφέρουν πέραν των υπηρεσιών συντήρησης και ανεφοδιασμού των αυτοκινήτων με καύσιμα, τραπεζικές υπηρεσίες, υπηρεσίες εστίασεως καθώς και διάφορες άλλες υπηρεσίες.

CORAL A.E.

Στις 30 Ιουνίου 2010 ανακοινώθηκε η ολοκλήρωση της συναλλαγής για την απόκτηση από τη MOTOP OIA (ΕΛΛΑΣ) ΔΙΥΛΙΣΤΗΡΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ Α.Ε. των δραστηριοτήτων εμπορίας (downstream) της SHELL στην Ελλάδα με την μεταβίβαση του συνόλου των μετοχών των εταιρειών “Shell Hellas A.E.” και “Shell Gas A.E.B.E.Y.”. Αντικείμενο της συναλλαγής ήταν οι δραστηριότητες της SHELL στον τομέα των πρατηρίων, των εμπορικών και βιομηχανικών καυσίμων, της ασφάλτου, τις δραστηριότητες εφοδιασμού και διανομής, το υγραέριο, τα χημικά και τις εγκαταστάσεις παραγωγής λιπαντικών στην Ελλάδα. Διαθέτοντας περίπου 730 πρατήρια που δραστηριοποιούνται με το εμπορικό σήμα SHELL, η εταιρεία έχει μερίδιο αγοράς 23,8% στις βενζίνες και κατέχει την πρώτη θέση στην Ελληνική αγορά. Κύριες δραστηριότητες της εταιρείας είναι η διανομή και εμπορία μιας ευρείας γκάμας

πετρελαιοειδών προϊόντων, όπως βενζίνη, πετρέλαιο και λιπαντικά, μέσω του δικτύου των πρατηρίων της. Παράλληλα οι δραστηριότητές της καλύπτουν και τον εμπορικό τομέα, τα χημικά καθώς και την ναυτιλία. Το όραμα της Coral στην Ελλάδα είναι να είναι η καλύτερη εταιρεία εμπορίας πετρελαιοειδών στην Ελλάδα και η πρώτη επιλογή του πελάτη, με ανθρώπινο πρόσωπο και σεβασμό στο περιβάλλον. Η στρατηγική της είναι να αναβαθμίζει διαρκώς τις υπηρεσίες της προκειμένου να ανταποκρίνεται στις μεταβαλλόμενες ανάγκες της αγοράς και των πελατών και να διαφοροποιείται από τον ανταγωνισμό σε όλα τα επίπεδα.

OFC Υπηρεσίες Αεροπορικού Καυσίμου Α.Ε.

Η OFC Υπηρεσίες Αεροπορικού Καυσίμου Α.Ε. λειτουργεί το Σύστημα Αποθήκευσης και Διανομής Αεροπορικού Καυσίμου στο Διεθνή Αερολιμένα Αθηνών "Ελευθέριος Βενιζέλος". Οι εγκαταστάσεις της OFC Α.Ε., κατασκευασμένες σύμφωνα με τις πλέον σύγχρονες προδιαγραφές, είναι σχεδιασμένες με γνώμονα τόσο την απρόσκοπτη επιχειρησιακή λειτουργία όσο και την πλήρη προστασία του περιβάλλοντος και συγκαταλέγονται στις πλέον σύγχρονες παγκοσμίως. Η εξαιρετικά επιτυχής λειτουργία της εταιρείας από την πρώτη στιγμή συνέβαλε αποφασιστικά στην εύρυθμη έναρξη και λειτουργία του Διεθνούς Αερολιμένα Αθηνών προς όφελος των επιβατών, των αεροπορικών εταιρειών και της εθνικής οικονομίας γενικότερα. Διατηρώντας το αποκλειστικό δικαίωμα αποθήκευσης και διανομής αεροπορικού καυσίμου στο Διεθνή Αερολιμένα Αθηνών, η εταιρεία προσφέρει στους μετόχους της τα προσδοκώμενα οφέλη, ενώ ταυτόχρονα κατοχυρώνει μερίδια αγοράς στην αναπτυσσόμενη αγορά αεροπορικού καυσίμου. Βασικοί μέτοχοι της OFC Α.Ε. είναι η ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ (46,03%) και η ΑΒΙΝΟΙΛ (46,03%).

Μ και Μ Α.Ε. Φυσικού Αερίου

Η εταιρεία ιδρύθηκε το 2010 με αντικείμενο τη διανομή και εμπορία φυσικού αερίου. Η μετοχική της σύνθεση έχει ως εξής: "ΜΥΤΙΑΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ" - 50%, "ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ (ΕΛΛΑΣ) Α.Ε." - 50%.

ΚΟΡΙΝΘΟΣ POWER Α.Ε.

Η εταιρεία ιδρύθηκε το 2005 και η μετοχική σύνθεσή της είναι: "ΠΡΟΤΕΡΓΙΑ ΘΕΡΜΟΗΛΕΚΤΡΙΚΗ Α.Ε." (θυγατρική της ΜΥΤΙΑΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. – ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ) – 65%, "ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ (ΕΛΛΑΣ) Α.Ε." – 35%. Η ΚΟΡΙΝΘΟΣ POWER Α.Ε. διαθέτει μονάδα παραγωγής ηλεκτρικού ρεύματος εγκατεστημένης ισχύος 436,6 MW συνδυασμένου κύκλου με καύσιμο φυσικό αέριο η οποία ευρίσκεται εντός των

εγκαταστάσεων της MOTOP ΟΪΛ (ΕΛΛΑΣ) Α.Ε. στους Αγίους Θεοδώρους Κορινθίας. Το Μάρτιο 2012 η εταιρεία έλαβε την άδεια εμπορικής λειτουργίας και ξεκίνησε τις επιχειρηματικές της δραστηριότητες.

LPC A.E

Το 2012 η MOTOP ΟΙΛ (ΕΛΛΑΣ) Α.Ε. απέκτησε μέσω Χρηματιστηρίου το 26,71% του μετοχικού κεφαλαίου της CYCLON ΕΛΛΑΣ. Το Νοέμβριο 2014 ολοκληρώθηκε η διαδικασία της υποχρεωτικής δημόσιας πρότασης που η MOTOP ΟΙΛ (ΕΛΛΑΣ) Α.Ε. υπέβαλε προς τους μετόχους της Εταιρίας. Κατόπιν τούτου, η MOTOP ΟΙΛ (ΕΛΛΑΣ) Α.Ε. κατέστη μοναδικός μέτοχος της CYCLON ΕΛΛΑΣ και οι μετοχές της τελευταίας διεγράφησαν από το Χρηματιστήριο Αθηνών το Δεκέμβριο 2014. Οι δραστηριότητες εμπορίας καυσίμων της CYCLON ΕΛΛΑΣ (πανελλαδικό δίκτυο λιανικής εμπορίας καυσίμων 200 πρατηρίων περίπου) μετά των συναφών με αυτές περιουσιακών στοιχείων μεταβιβάστηκαν στην AVINOIL Α.Ε. με αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Οι δραστηριότητες παραγωγής & εμπορίας λιπαντικών της CYCLON ΕΛΛΑΣ μετά των συναφών με αυτές περιουσιακών στοιχείων μεταβιβάστηκαν στη νεοσυσταθείσα, κατά 100% θυγατρική της MOTOP ΟΪΛ (ΕΛΛΑΣ) Α.Ε., εταιρία L.P.C. Α.Ε.

Shell & MOH Α.Ε. Αεροπορικών Καυσίμων

Η εταιρία ιδρύθηκε το 2009 εκ μετατροπής από Ε.Π.Ε σε Α.Ε. και την ίδια χρονιά απορρόφησε τον κλάδο πωλήσεων αεροπορίας της Shell Hellas Α.Ε. Αντικείμενο της εταιρίας είναι η παροχή υπηρεσιών εφοδιασμού αεροσκαφών και στο πλαίσιο αυτό, πέραν των δικών της πελατών, έχει υπεισέλθει σε συμβάσεις συνεργασίας με ξένες εταιρίες μέλη του Shell International Aviation Trading System για ανεφοδιασμό και των εν λόγω πελατών σε αεροδρόμια της Ελλάδας. Η μετοχική σύνθεση “SHELL & MOH Α.Ε. ΑΕΡΟΠΟΡΙΚΩΝ ΚΑΥΣΙΜΩΝ” είναι: “SHELL OVERSEAS HOLDINGS LIMITED” - 51%, “CORAL Α.Ε.” - 49%.

Εταιρεία Αγωγού Καυσίμων Αεροδρομίου Αθηνών

Η Εταιρεία Αγωγού Καυσίμων Αεροδρομίου Αθηνών (ΕΑΚΑΑ) χρηματοδότησε, κατασκεύασε και λειτουργεί τον Αγωγό Μεταφοράς Αεροπορικού Καυσίμου στο νέο Διεθνή Αερολιμένα Αθηνών "Ελευθέριος Βενιζέλος". Η υπόγεια όδευση του αγωγού δεν επηρεάζει ούτε το φυσικό ούτε το οικιστικό περιβάλλον. Επιπλέον, η λειτουργία του αγωγού συμβάλει στην περαιτέρω ανάπτυξη του νέου Διεθνούς Αερολιμένα Αθηνών και της αγοράς

αεροπορικού καυσίμου στην Ελλάδα. Ο αγωγός έχει συνολικό μήκος 53 χλμ. συνδέοντας το διυλιστήριο των ΕΛΠΕ στον Ασπρόπυργο με τις εγκαταστάσεις της Ολυμπιακής Εταιρείας Καυσίμων στο νέο Διεθνή Αερολιμένα Αθηνών στα Σπάτα και οδεύει κατά μήκος της Αττικής Οδού. Η Εταιρεία Αγωγού Καυσίμων Αεροδρομίου Αθηνών είναι ανώνυμος εταιρεία στην οποία συμμετέχουν εκτός από τη ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ (ΕΛΛΑΣ) (16%), ο Διεθνής Αερολιμένας Αθηνών (34%), και τα Ελληνικά Πετρέλαια (50%). Η συμμετοχή στην εταιρεία όλων των Ελληνικών διυλιστηρίων και του Διεθνούς Αερολιμένα Αθηνών αντιπροσωπεύει μία ισχυρή και δυναμική συνένωση ικανή να τον λειτουργήσει σύμφωνα με τις υψηλότερες διεθνείς προδιαγραφές.

4.2 Πορεία Εργασιών

Η αύξηση ή η μείωση του κύκλου εργασιών των εταιρειών διύλισης και εμπορίας προϊόντων πετρελαίου είναι κυρίως συνάρτηση των κάτωθι παραμέτρων:

- α) του όγκου πωλήσεων προϊόντων
- β) των τιμών του αργού πετρελαίου και των προϊόντων πετρελαίου, και
- γ) της συναλλαγματικής ισοτιμίας Ευρώ/Δολαρίου Η.Π.Α.

Η **βιομηχανική δραστηριότητα (διύλιση)** αφορά την πώληση προϊόντων πετρελαίου που παράγονται στο διυλιστήριο της μητρικής ενώ η **εμπορική δραστηριότητα** αφορά αγορές εμπορευμάτων – προϊόντων πετρελαίου από τη διεθνή αγορά και τη μεταπώληση σε πελάτες στην εσωτερική αγορά και στο εξωτερικό. Η εταιρεία διαθέτει την απαραίτητη ευελιξία ώστε να μπορεί να ανταποκρίνεται και να εκμεταλλεύεται τις εκάστοτε ευνοϊκές συνθήκες στην αγορά πετρελαίου, καθώς και έκτακτα και απρόβλεπτα γεγονότα, καλύπτοντας τη ζήτηση στην εσωτερική αγορά και στο εξωτερικό με εισαγωγές εμπορευμάτων.

Η ανάλυση των πωλήσεων κατά γεωγραφικό τομέα (Εσωτερικό-Εξωτερικό) και δραστηριότητα (Βιομηχανική-Εμπορική) της εταιρείας έχει ως εξής:

Πίνακας 4.1: Ανάλυση των πωλήσεων της Εταιρείας

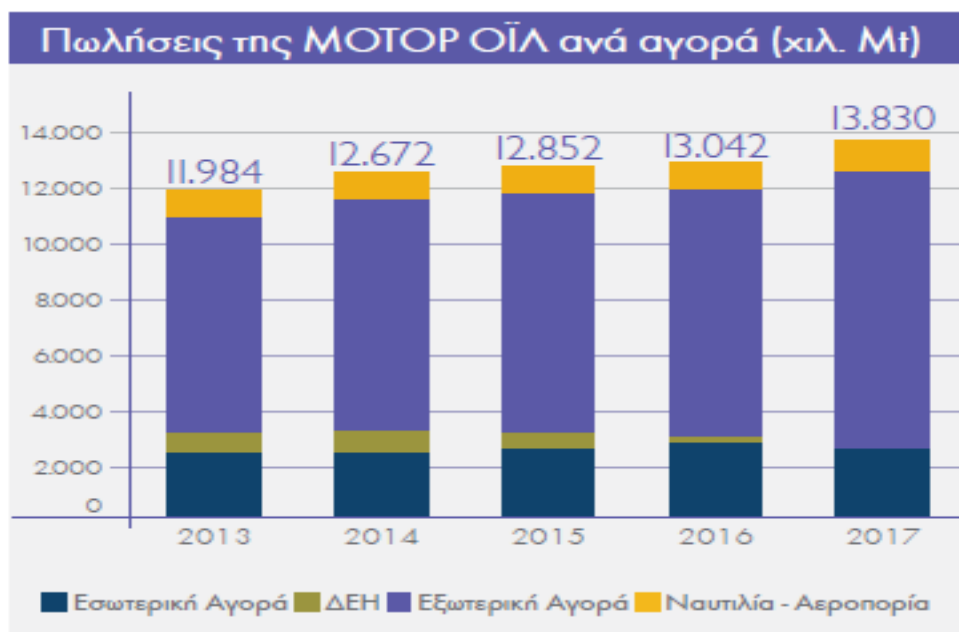
Γεωγραφικός Τομέας και Δραστηριότητα Πωλήσεων	Μετρικοί Τόνοι		Μεταβολή %	Ποσό σε χιλιάδες Ευρώ		
	2017	2016		Μεταβολή		%
Εξωτερικό						
Διύλιση / Καύσιμο	9.817.859	8.205.165	19,65%	3.778.999	2.526.940	49,55%
Διύλιση / Λιπαντικό	226.596	223.605	1,34%	143.029	110.729	29,17%
Εμπορία / Καύσιμο κλπ	301.825	810.418	(62,76%)	95.253	304.944	(68,76%)
Σύνολο Πωλήσεων Εξωτερικού	10.346.280	9.239.188	11,98%	4.017.281	2.942.613	36,52%
Εσωτερικό						
Διύλιση / Καύσιμο	1.909.365	2.143.785	(10,93%)	970.130	924.848	4,90%
Διύλιση / Λιπαντικό	36.724	38.626	(4,92%)	26.068	23.482	11,01%
Εμπορία / Καύσιμο κλπ.	531.982	737.547	(27,87%)	285.856	279.913	2,12%
Σύνολο Πωλήσεων Εσωτερικού	2.478.071	2.919.958	(15,13%)	1.282.054	1.228.243	4,38%
Ναυτιλία						
Διύλιση / Καύσιμο	919.809	833.392	10,37%	330.594	261.955	26,20%
Διύλιση / Λιπαντικό	4.389	3.997	9,81%	4.466	4.225	5,70%
Εμπορία / Καύσιμο κλπ.	233.172	183.379	27,15%	104.959	74.884	40,16%
Σύνολο Πωλήσεων Ναυτιλίας	1.157.370	1.020.768	13,38%	440.019	341.064	29,01%
Γενικό Σύνολο	13.981.721	13.179.914	6,08%	5.739.354	4.511.920	27,20%

Πηγή: Μότορ Οйл Ελλάς, Ετήσια Οικονομική Έκθεση, 2017

Εξαιρετικά σημαντικό είναι ότι οι πωλήσεις προϊόντων της MOTOP ΟΪΛ βρίσκονται τα τελευταία χρόνια σε συνεχή ανοδική πορεία, σημειώνοντας για ακόμα μία φορά νέο ιστορικό ρεκόρ.

Παρατηρούμε ότι ο κύκλος εργασιών της εταιρείας τη χρήση 2017 διαμορφώθηκε σε 5.739,4 εκατ. € από 4.511,9 εκατ. € τη χρήση 2016, παρουσιάζοντας αύξηση κατά 27,20%. Στην αύξηση του κύκλου εργασιών της εταιρείας συνέβαλε η άνοδος του μέσου όρου των τιμών των προϊόντων πετρελαίου καθώς και η αύξηση του όγκου των πωλήσεων κατά 6,1% (Μετρικοί Τόνοι 13.981.721 το 2017 από 13.179.914 το 2016) ενώ μέρος αυτής της αύξησης αντισταθμίστηκε από την μικρή αποδυνάμωση του Δολαρίου έναντι του Ευρώ.

Από την ανάλυση των στοιχείων όγκου των πωλήσεων διαφαίνεται ο έντονα εξαγωγικός χαρακτήρας του Διυλιστηρίου (οι πωλήσεις προϊόντων εξωτερικού συμπεριλαμβανομένης της Ναυτιλίας ανήλθαν σε ποσοστό 82,28% επί του συνολικού όγκου των πωλήσεων το 2017 έναντι 77,85% το 2016) καθώς και η σημαντική συμμετοχή της βιομηχανικής δραστηριότητας (διαμορφώθηκε σε 92,37% επί του συνολικού όγκου των πωλήσεων το 2017 έναντι 86,86% το 2016). Οι εξαγωγές ωφελούν και σε λειτουργικό επίπεδο την εταιρεία, η οποία είναι, λόγω αυτών, σε θέση να χρηματοδοτεί την αγορά αργού στα τρέχοντα επίπεδα τιμών διασφαλίζοντας την αδιάκοπη τροφοδοσία του διυλιστηρίου της με πρώτη ύλη.



Πηγή: Μότορ Οйл Ελλάς, Έκθεση Εταιρικής Υπευθυνότητας

Διάγραμμα 4.1: Πωλήσεις της ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ ανά αγορά (χιλ. Μτ)

Την τελευταία πενταετία το μερίδιο της ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ (ΕΛΛΑΣ) Α.Ε. ανά κατηγορία προϊόντος στην εγχώρια αγορά διαμορφώθηκε ως εξής:

Πίνακας 4.2: Μερίδιο Αγοράς “ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ (ΕΛΛΑΣ)” Α.Ε.

Κατηγορία Προϊόντος	2013	2014	2015	2016	2017
ΛΙΠΑΝΤΙΚΑ	36,8%	40,4%	40,4%	52,0%	40,6%
Σύνολο Λιπαντικών	36,8%	40,4%	40,4%	52,0%	40,6%
ΚΑΥΣΙΜΑ					
Άσφαλτος	27,1%	34,1%	42,0%	40,6%	34,4%
Υγραέριο	23,4%	22,8%	33,1%	37,6%	35,5%
Αεροπορικά Καύσιμα	0,0%	0,0%	7,8%	0,0%	0,0%
Βενζίνες	37,7%	38,7%	36,8%	40,0%	42,7%
Μοζούτ	55,8%	63,3%	49,9%	25,6%	3,8%
Πετρέλαιο Κίνησης – Θέρμανσης	35,3%	32,8%	31,3%	31,9%	26,3%
Σύνολο Αγοράς Καυσίμων	37,5%	38,0%	35,2%	33,5%	28,4%
ΝΑΥΤΙΛΙΑ – ΑΕΡΟΠΟΡΙΑ					
Αεροπορικά Καύσιμα	31,3%	31,5%	32,4%	32,1%	35,0%
Μοζούτ	22,5%	26,6%	22,2%	21,7%	18,9%
Πετρέλαιο Ναυτιλίας	30,5%	31,8%	28,9%	27,1%	27,8%
Σύνολο Ναυτιλίας - Αεροπορίας	25,7%	28,7%	26,2%	25,8%	24,9%
Σύνολο Εγχώριας Αγοράς	33,9%	35,3%	32,7%	31,4%	27,4%

Πηγή: Μότορ Οйл Ελλάς, Ετήσια Οικονομική Έκθεση, 2017

Η μείωση του μεριδίου αγοράς της MOTOP ΟΪΛ μετά το 2014 οφείλεται κατά το μεγαλύτερο μέρος στις σταδιακά μειώμενες πωλήσεις μαζούτ προς τη “ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΗΛΕΚΤΡΙΣΜΟΥ Α.Ε.” (ΔΕΗ) οι οποίες ήταν μηδενικές κατά τη χρήση 2017 καθώς και των μηδενικών πωλήσεων αεροπορικών καυσίμων (πραγματοποιούνται μόνο περιστασιακά).

4.3 Τα Οικονομικά Μεγέθη Χρήσης 2017

Όπως αναφέρεται στην σχετική ανακοίνωση της εταιρείας, η στρατηγική της Motor Oil τη χρήση 2017 επικεντρώθηκε στην επίτευξη υψηλού βαθμού απασχόλησης του Διυλιστηρίου, στην κατά τον καλύτερο δυνατό τρόπο διάθεσης της παραγωγής προϊόντων στις 3 κύριες αγορές στις οποίες παραδοσιακά δραστηριοποιείται (Εσωτερική, Εξαγωγές, Ναυτιλία-Αεροπορία), και στη δημιουργία θετικών ταμειακών ροών.

Ποσό σε χιλιάδες Ευρώ	2017	2016	Μεταβολή	
			Ποσό	%
Κύκλος Εργασιών	5.739.354	4.511.920	1.227.434	27,20%
Μείον: Κόστος πωλήσεων (προ αποσβέσεων)	5.113.580	3.971.455	1.142.125	28,76%
Μικτό κέρδος (προ αποσβέσεων)	625.774	540.465	85.309	15,78%
Μείον: Έξοδα διάθεσης (προ αποσβέσεων)	24.617	39.633	(15.016)	(37,89%)
Μείον: Έξοδα διαίκησης (προ αποσβέσεων)	39.744	30.669	9.075	29,59%
Πλέον/(Μείον) : Λοιπά λειτουργικά έσοδα / (έξοδα)	(9.877)	52.691	(62.568)	(118,75%)
Κέρδη προ Τόκων, Αποσβέσεων & Φόρων (EBITDA)	551.536*	522.854*	28.682	5,49%
Πλέον: Έσοδα από Επενδύσεις & Συμμετοχές	3.206	2.005	1.201	59,90%
Μείον: Χρηματοοικονομικά Έξοδα	53.663	56.985	(3.322)	(5,83%)
Κέρδη προ Αποσβέσεων και Φόρων	501.079	467.874	33.205	7,10%
Μείον: Σύνολο Αποσβέσεων	78.769	75.070	3.699	4,93%
Καθαρά κέρδη χρήσεως προ φόρων	422.310	392.804	29.506	7,51%
Μείον: Φόροι	126.675	118.164	8.511	7,20%
Καθαρά κέρδη χρήσεως μετά από φόρους	295.635	274.640	20.995	7,64%

(*) Περιλαμβάνονται αποσβέσεις επικρατήσεων Ευρώ 1.057 χιλ. για το 2017 και Ευρώ 1.070 χιλ. για το 2016.

Πηγή: Μότορ Όιλ Ελλάς, Ετήσια Οικονομική Έκθεση, 2017

Τα κέρδη προ αποσβέσεων, χρηματοοικονομικών και φόρων (EBITDA) της μητρικής για το 2017 διαμορφώθηκαν σε €551,5 εκατ. έναντι €522,9 εκατ. για το 2016 επηρεαζόμενα από τα ενισχυμένα περιθώρια διύλισης και τον αυξημένο όγκο πωλήσεων.

Τα Κέρδη προ Φόρων της Εταιρίας διαμορφώθηκαν τη χρήση 2017 σε €422,3 εκατ. έναντι Κερδών €392,8 εκατ. τη χρήση 2016 (αύξηση 7,51%).

Τα Καθαρά Κέρδη μετά από Φόρους της Εταιρίας διαμορφώθηκαν τη χρήση 2017 σε Ευρώ 295,6 εκατ.έναντι Κερδών Ευρώ 274,6 εκατ. τη χρήση 2016, οδηγώντας σε αύξηση της κερδοφορίας κατά 7,6%.

Οι θετικές ταμειακές ροές της χρήσης 2017 έδωσαν τη δυνατότητα για τη μείωση του καθαρού δανεισμού για έκτη συνεχόμενη χρήση. Ο καθαρός δανεισμός της Motor Oil στις 31.12.2017 διαμορφώθηκε σε €29 εκατ. από €863 εκατ. στις 31.12.2011. Το ύψος του καθαρού δανεισμού της 31 Δεκεμβρίου 2017 αποτελεί νέο ιστορικό χαμηλό για την εταιρία.

Ποσό σε χιλ. Ευρώ	ΕΤΑΙΡΙΑ	
	31/12/2017	31/12/2016
Δάνεια τραπεζών	667.375	857.329
Ταμιακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	(638.815)	(688.735)
Καθαρό χρέος	28.560	168.594
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	881.837	706.675
Σχέση Καθαρού Χρέους προς Ίδια Κεφάλαια	0,03	0,24

Πηγή: Μότορ Όιλ Ελλάς, Ετήσια Οικονομική Έκθεση, 2017

Για την Εταιρεία τα **χρηματοοικονομικά αποτελέσματα** της χρήσης 2017 αφορούσαν σε δαπάνες ύψους €50.457 χιλ. έναντι €54.980 χιλ. τη χρήση 2016 μειωμένες κατά Ευρώ 4.523 χιλ. ή 8,23%. Η μεταβολή αναλύεται κατωτέρω ως εξής:

Ποσό σε καλίδες Ευρώ			Μεταβολή	
	2017	2016	Ποσό	%
Έσοδα Συμμετοχών και Επενδύσεων	(767)	(876)	109	12,44%
Πιστωτικοί τόκοι	(2.439)	(1.129)	(1.310)	(116,03%)
Χρεωστικοί τόκοι & έξοδα τραπεζών	53.663	56.985	(3.322)	(5,83%)
Σύνολο χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων – (έσοδα)/έξοδα	50.457	54.980	(4.523)	(8,23%)

Πηγή: Μότορ Όιλ Ελλάς, Ετήσια Οικονομική Έκθεση, 2017

Τα Έσοδα Συμμετοχών και Επενδύσεων ποσού €767 χιλ. της χρήσης 2017 αφορούν το εισπραχθέν μέρος από τις εταιρείες OFC ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΑΕΡΟΠΟΡΙΚΟΥ ΚΑΥΣΙΜΟΥ Α.Ε. και ΕΤΑΙΡΙΑ ΑΓΩΓΟΥ ΚΑΥΣΙΜΩΝ ΑΕΡΟΔΡΟΜΙΟΥ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε. από τα κέρδη

τους για τη χρήση 2016 και το ποσό των €876 χιλ. της χρήσης 2016 αφορά το εισπραχθέν μέρισμα από τις εν λόγω εταιρείες από τα κέρδη τους για τη χρήση 2015.

Το 2017 η Εταιρία προχώρησε με μεγάλη επιτυχία στην αναχρηματοδότηση Ομολογιών ποσού €350 εκατ. πενταετούς διάρκειας με τοκομερίδιο (coupon) σταθερού επιτοκίου 5,125% ετησίως. Συγκεκριμένα, τον Απρίλιο 2017 η κατά 100% θυγατρική της Motor Oil εταιρία υπό την επωνυμία Motor Oil Finance Plc, άντλησε ποσό €350 εκατ. μέσω προσφοράς Ομολογιών πενταετούς διάρκειας με τοκομερίδιο σταθερού επιτοκίου 3,25% ετησίως.

Ως αποτέλεσμα της επιτυχημένης διάθεσης Ομολογιών που αναφέρεται παραπάνω, καθώς και της μείωσης τραπεζικού δανεισμού, η Motor Oil επέτυχε την επιμήκυνση της λήξης των δανειακών της υποχρεώσεων (€667,4 εκατ. στις 31.12.2017 από €857,3 εκατ. στις 31.12.2016) καθώς και **σημαντική μείωση των χρεωστικών τόκων.**

Το σύνολο των επενδύσεων που πραγματοποίησε η εταιρία το 2017 διαμορφώθηκε σε Ευρώ 68 εκατ. ενώ για το 2018 η συνολική επενδυτική δαπάνη εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί σε Ευρώ 70 εκατ. (περίπου 10-15 εκατ. σε επενδύσεις διατήρησης και τα υπόλοιπα σε logistics, ενδυνάμωση δεξαμενών, αναβάθμιση διυλιστηρίων). Ενδεικτικό είναι το στοιχείο ότι η μέγιστη παραγωγική δυναμικότητα της μονάδας της Κορίνθου διευρύνεται από χρόνο σε χρόνο λόγω των υλοποιούμενων επενδύσεων.

4.4 Σύνοψη Αποτελεσμάτων 2017

Το 2017 ήταν ακόμα μία πολύ καλή χρονιά για τον κλάδο διύλισης παγκοσμίως και συγκεκριμένα για την περιοχή της Μεσογείου. Η Εταιρία MOTOR ΟΙΛ (ΕΛΛΑΣ), χάρη στον υψηλό δείκτη πολυπλοκότητας του διυλιστηρίου, κατάφερε με διαρκείς προσαρμογές του μείγματος προμήθειας αργού να εκμεταλλευτεί τις συγκυρίες με τον καλύτερο δυνατό τρόπο.

Η κερδοφορία της Motor Oil Hellas το 2017 κινήθηκε σε ιστορικά υψηλά παρά την ισχυροποίηση του ευρώ έναντι του δολαρίου. Η αύξηση της κερδοφορίας το 2017 ήταν αποτέλεσμα: i) των βελτιωμένων περιθωρίων διύλισης και ii) της αύξησης της επεξεργαζόμενης ποσότητας καυσίμων και πρώτων υλών σε σχέση με το 2016.

Η Motor Oil εκμεταλλεζόμενη τα πολύ καλύτερα θεμελιώδη δεδομένα της, καθώς και τη μείωση του ελληνικού country risk, προχώρησε το 2017 σε μια **σειρά αναχρηματοδοτήσεων**

του δανεισμού της με αποτέλεσμα να παρατηρείται μια σαφής υποχώρηση στο μέσο κόστος χρηματοδότησης.

Κατά τη διάρκεια του 2017 διαμορφώθηκαν ευνοϊκές συνθήκες για τον κλάδο διύλισης στη λεκάνη της Μεσογείου και στην ευρύτερη περιοχή, ενώ παράλληλα το διυλιστήριό της ΜΟΗ κατάφερε να προμηθεύεται αργό πετρέλαιο σε ανταγωνιστικές τιμές και με ιδιαίτερα ευνοϊκούς όρους. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την επίτευξη υψηλών περιθωρίων διύλισης για όλο το έτος, τα οποία διαμορφώθηκαν στο ανώτερο εύρος του κλάδου και σημαντικά υψηλότερα συγκριτικά με τα κλαδικά περιθώρια αναφοράς (benchmark). Σε αυτό το πλαίσιο η ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ πέτυχε νέο ρεκόρ πωλήσεων, αύξησε τις εξαγωγές και μείωσε σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα τον καθαρό τραπεζικό δανεισμό της.

4.5 Διαχείριση Χρηματοοικονομικών Κινδύνων

Η ΜΟΕ προσπαθεί να λειτουργήσει σε ένα επιχειρηματικό περιβάλλον ιδιαίτερα ρευστό και ασταθές. Ωστόσο, η έντονη θωράκισή της απο εξωτερικούς παράγοντες, την έχουν καταστήσει ιδιαίτερα σταθερή σε περαιτέρω αρνητικές εξελίξεις στην ελληνική οικονομία και δεν θεωρεί ότι μπορούν να επηρεάσουν σημαντικά τη ομαλή λειτουργία του Ομίλου και της Εταιρείας.

1. Διαχείριση κινδύνων κεφαλαίου

Η κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρείας αποτελείται από δανεισμό, χρηματικά διαθέσιμα και ισοδύναμα καθώς και ίδια κεφάλαια των μετόχων που περιλαμβάνουν το μετοχικό κεφάλαιο, τα αποθεματικά και τα κέρδη εις νέο. Στόχος της Διοίκησης είναι η διαχείριση των κεφαλαίων της ώστε να διασφαλιστεί η βιωσιμότητά της, μεγιστοποιώντας την απόδοση στους μετόχους μέσω της βελτιστοποίησης της σχέσης δανεισμού προς ίδια κεφάλαια. Για το λόγο αυτό, αναθεωρεί διαρκώς το κόστος κεφαλαίου και των συνδεδεμένων κινδύνων ανά κατηγορία κεφαλαίου, ώστε να διασφαλιστεί ισορροπία στην όλη κεφαλαιακή διάρθρωση μέσω πληρωμής μερισμάτων καθώς και έκδοσης νέων ή αποπληρωμής υφισταμένων δανείων.

2. Διαχείριση Οικονομικών Κινδύνων

Η εταιρεία έχει καταφέρει να εξασφαλίσει πρόσβαση τόσο σε εγχώριες όσο και σε διεθνείς κεφαλαιαγορές, σταθμίζοντας τους σχετικούς οικονομικούς κινδύνους που σχετίζονται με τις δραστηριότητες της Εταιρείας και του Ομίλου, όπως κίνδυνοι αγοράς, πιστωτικοί κίνδυνοι και

κίνδυνοι ρευστότητας. Δεν πραγματοποιεί συναλλαγές σε χρηματοοικονομικά μέσα συμπεριλαμβανομένων χρηματοοικονομικών παραγώγων για κερδοσκοπικούς σκοπούς ενώ η διεύθυνση διαχείρισης διαθέσιμων με τη σειρά της σταθμίζει τους κινδύνους και τις εφαρμοζόμενες πολιτικές για να αμβλύνει την πιθανή έκθεση σε κινδύνους.

3. Διαχείριση Κινδύνων Αγοράς

Οι δραστηριότητες της εταιρείας είναι τέτοιες με αποτέλεσμα να υπάρχει μεγάλη έκθεση σε κινδύνους αλλαγής συναλλαγματικών ισοτιμιών, επιτοκίων και στην διακύμανση των τιμών του πετρελαίου κυρίως λόγω της υποχρέωσης τήρησης αποθεμάτων. Προς αποφυγή μεγάλων διακυμάνσεων στην αποτίμηση αποθεμάτων έχει ως πολιτική την τήρησή τους στα κατώτερα δυνατά επίπεδα. Επιπλέον, η αστάθεια της εσωτερικής αγοράς σε συνδυασμό με τους κεφαλαιακούς ελέγχους, δεν έχουν καταφέρει να δημιουργήσουν προβλήματα στην ομαλή λειτουργία της εταιρείας, η οποία λόγω του έντονα εξαγωγικού χαρακτήρα της δημιουργεί επαρκείς χρηματοροές για την κάλυψη των εισαγωγών αργού πετρελαίου που απαιτείται για την παραγωγική διαδικασία της εταιρείας.

4. Διαχείριση Κινδύνων Συναλλάγματος

Η εταιρεία αντιμετωπίζει έντονο κίνδυνο στα περιθώρια κέρδους της, λόγω των διακυμάνσεων των συναλλαγματικών ισοτιμιών λόγω της χρήσης διεθνών τιμών platts σε δολάρια ΗΠΑ. Η εταιρεία επιχειρεί την ελαχιστοποίηση των συναλλαγματικών κινδύνων κυρίως αντισταθμίζοντας τα στοιχεία ενεργητικού και παθητικού σε ξένο νόμισμα. Λόγω της μείωσης του ελληνικού κινδύνου η Motor Oil προχώρησε το 2017 σε σειρά κινήσεων (μερική εξόφληση δανεισμού με διαθέσιμα που «περίσσευαν» στο ταμείο, λήψη κάποιων δανείων σε αμερικανικό νόμισμα) προκειμένου τα αποτελέσματά της να έχουν μειωμένη εξάρτηση ως προς τις μεταβολές στη συναλλαγματική ισοτιμία ευρώ-δολαρίου (η εισηγμένη δεν ευνοείται από την άνοδο του ευρώ).

5. Διαχείριση Κινδύνων Επιτοκίων

Λόγω της έντονης παρουσίας της εταιρείας τόσο σε εγχώριες όσο και σε διεθνείς σημαντικές κεφαλαιαγορές, τα επιτόκια και οι όροι δανεισμού που διασφαλίζει είναι ιδιαίτερα ανταγωνιστικά. Έτσι, τα λειτουργικά έσοδα και οι ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες δεν επηρεάζονται σημαντικά από διακυμάνσεις επιτοκίων.

6. Διαχείριση Πιστωτικού Κινδύνου

Ο πιστωτικός κίνδυνος αφορά κυρίως τις απαιτήσεις από πελάτες και λοιπές απαιτήσεις. Λόγω του γεγονότος όμως ότι οι απαιτήσεις της εταιρείας αφορούν πελάτες οι οποίοι όμως είναι κυρίως διεθνούς κύρους πετρελαϊκές εταιρείες, ο πιστωτικός κίνδυνος περιορίζεται σημαντικά. Επίσης, ο πιστωτικός κίνδυνος περιορίζεται και εκ του γεγονότος ότι οι συμβάσεις για συναλλαγές με τους πελάτες, βασίζονται στην εξέλιξη των διεθνών τιμών ενώ κατά κανόνα η εταιρεία λαμβάνει εγγυητικές επιστολές από τους πελάτες ή εγγράφει υποθήκες, με αποτέλεσμα τον περιορισμό του συγκεκριμένου κινδύνου.

7. Διαχείριση Κινδύνου Ρευστότητας

Η διαχείριση του κινδύνου ρευστότητας επιτυγχάνεται με τον κατάλληλο συνδυασμό χρηματικών διαθεσίμων και εγκεκριμένων γραμμών τραπεζικών πιστώσεων που χρησιμοποιούνται εφόσον συντρέχει λόγος. Επίσης, τα διαθέσιμα της εταιρείας είναι κατατεθειμένα σε γνωστές τράπεζες του εσωτερικού και του εξωτερικού λόγω και του έντονα εξαγωγικού χαρακτήρα της εταιρείας. Τέλος, το γεγονός ότι η εταιρεία έχει κυρίως μακροπρόθεσμο και όχι βραχυπρόθεσμο δανεισμό, διευκολύνει στη καλύτερη διαχείριση της ρευστότητας.

4.6 Ο Κλάδος των πετρελαιοειδών στην Ελλάδα

Τα πετρελαιοειδή καύσιμα κατέχουν τη σημαντικότερη θέση στο ενεργειακό ισοζύγιο της Ελλάδας, καταλαμβάνοντας διαχρονικά το υψηλότερο μερίδιο στην εγχώρια κατανάλωση ενέργειας. Ο τομέας των μεταφορών (οδικές, ακτοπλοϊκές και αεροπορικές) αποτελεί τον κυριότερο "καταναλωτή" του κλάδου των πετρελαιοειδών, ενώ σημαντικά μερίδια απορροφώνται από τον κλάδο της βιομηχανίας, τον οικιακό τομέα και τον τομέα της ηλεκτροπαραγωγής. Αναφορικά με τα καύσιμα οχημάτων (βενζίνη και πετρέλαιο κίνησης), το μέγεθος και η σύνθεση του στόλου των κυκλοφορούντων οχημάτων, οι τιμές καυσίμων και το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριού, προσδιορίζουν σε σημαντικό βαθμό την εξέλιξη της ζήτησης στην εγχώρια αγορά. Επιπλέον, η βιομηχανική δραστηριότητα, οι καιρικές συνθήκες, η κίνηση αεροσκαφών στους ελληνικούς αερολιμένες και η κίνηση των επιβατικών και εμπορικών πλοίων στις ελληνικές θάλασσες καθορίζουν σε σημαντικό βαθμό την πορεία του κλάδου.

Τα υγρά καύσιμα αποτελούν τυποποιημένα προϊόντα και δεν υπάρχει ουσιαστική διαφοροποίηση, με συνέπεια ο ανταγωνισμός στην αγορά να εστιάζεται στην ανάπτυξη του δικτύου διανομής, στην εξυπηρέτηση και στην τιμολογιακή πολιτική της κάθε εταιρείας.

Το ασταθές οικονομικό και φορολογικό περιβάλλον σε συνδυασμό με τα σοβαρά προβλήματα ρευστότητας στην αγορά και την πίεση που δέχονται τα εισοδήματα των ελληνικών νοικοκυριών δεν αφήνουν ιδιαίτερα περιθώρια αισιοδοξίας στον κλάδο.

Όπως προκύπτει από την μελέτη της ICAP, η ευρύτερη αγορά πετρελαιοειδών καυσίμων κατέγραψε πτωτική πορεία την περίοδο 2010- 2016 με μέσο ετήσιο ρυθμό μείωσης της τάξης του 5%, ενώ η σωρευτική μείωση στο ίδιο διάστημα διαμορφώθηκε στο 26%.



Έτος βασής: 2010

Πηγή: ICAP Group

Διάγραμμα 4.2: Δείκτης εξέλιξης εσωτερικής και διεθνούς αγοράς πετρελαιοειδών

Η κατανομή της κατανάλωσης καυσίμων ανά κατηγορία προϊόντων για το 2016 είχε ως εξής:



Πηγή: Γενική Διεύθυνση Ενέργειας, Επεξεργασία στοιχείων ICAP Group

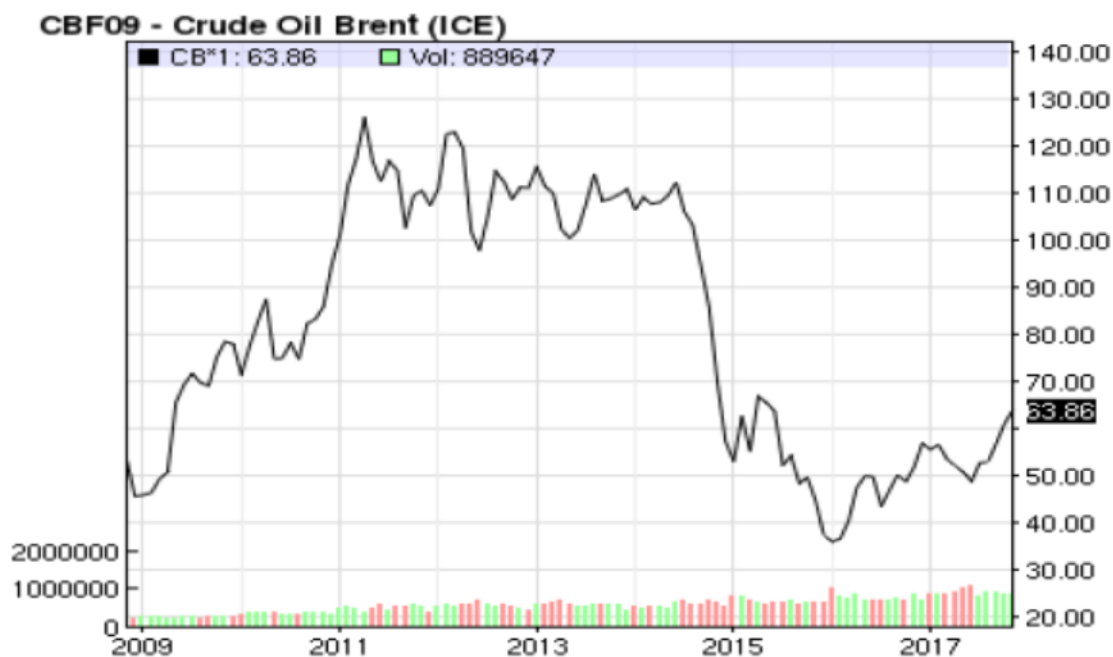
Διάγραμμα 4.3: Κατανομή κατανάλωσης καυσίμων ανά κατηγορία προϊόντων

Η εγχώρια αγορά πετρελαιοειδών ουσιαστικά λειτουργεί σε τρία επίπεδα (Διύλιση, Χονδρική και Λιανική Εμπορία). Οι δύο (2) εγχώριες εταιρείες διύλισης («Ελληνικά Πετρέλαια Α.Ε.» και «Μότορ Όιλ (Ελλάς) Διυλιστήρια Κορίνθου Α.Ε.) προμηθεύουν με έτοιμα καύσιμα τις 54 εταιρείες χονδρικής εμπορίας καυσίμων. Τα τελευταία χρόνια σημειώνονται σημαντικές μεταβολές στον κλάδο, με πιο αξιοσημείωτη εξέλιξη αυτήν της αποχώρησης των πολυεθνικών Shell και BP από τον τομέα των καυσίμων εδάφους (βενζίνες, πετρέλαια θέρμανσης- κίνησης), δραστηριότητες οι οποίες εντάχθηκαν στους ομίλους των ελληνικών εταιρειών διύλισης. Η πτώση της ζήτησης (αποτέλεσμα των αυξημένων τιμών, του περιορισμένου εισοδήματος και της οικονομικής ύφεσης), η αύξηση επισφαλειών στην αγορά καθώς και το συνεχώς μεταβαλλόμενο φορολογικό καθεστώς, έπαιξαν καθοριστικό ρόλο στην απόφαση πολλών εταιρειών του κλάδου περί εγκατάλειψης της Ελληνικής αγοράς.

Όπως κάθε επιχείρηση που δραστηριοποιείται στην Ελλάδα, έτσι και οι δύο εταιρείες, βρέθηκαν αντιμέτωπες με την οικονομική κρίση και τις επιπτώσεις της στην χώρα μας. Σήμερα λόγω αυτών των προβλημάτων και της σταθερής πτωτικής τάσης του ΑΕΠ της χώρας μας και της έλλειψης μεταρρυθμίσεων για την διέξοδο από την κρίση, ο κλάδος αντιμετωπίζει δυσκολίες εξαιρετικά σημαντικές, όπως είναι το υψηλό κόστος εφοδιασμού αργού πετρελαίου, τη μείωση της εγχώριας ζήτησης προϊόντων πετρελαίου.

Οι εταιρίες διύλισης στην Ελλάδα, προμηθεύονται το αργό πετρέλαιο από τις αγορές του εξωτερικού, δεδομένου ότι η εγχώρια παραγωγή αργού είναι ασήμαντη. Οι προμήθειες γίνονται είτε με βάση μακροχρόνιες συμφωνίες είτε στην τρέχουσα αγορά. Οι τιμές στις οποίες αγοράζουν τα ελληνικά διυλιστήρια καθορίζονται από τις διεθνείς τιμές του αργού πετρελαίου και κατά συνέπεια η διαπραγματευτική δύναμη των προμηθευτών είναι μάλλον ισχυρή. Οι τιμές του αργού πετρελαίου παρουσιάζουν σημαντική μεταβλητότητα, η οποία οφείλεται στην αρκετά σημαντική ελαστικότητα του πετρελαίου στις κοινωνικό-πολιτικές εξελίξεις που παρουσιάζουν κυρίως οι χώρες της Ασίας και της Αφρικής (πόλεμοι, αποσταθεροποίηση των κυβερνήσεων, Αραβική Άνοιξη, πόλεμος στην Συρία και στον Λίβανο κ.α.) γεγονότα τα οποία δημιουργούν ανησυχίες και πιέσεις στις τιμές του πετρελαίου.

Πτώση της τιμής του πετρελαίου έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση του κόστους διαβίωσης, η οποία με τη σειρά της θα αυξήσει το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών και κατ'επέκταση τη μέση ροπή προς κατανάλωση σε άλλα αγαθά και υπηρεσίες.



Διάγραμμα 4.4: Πορεία των τιμών του αργού πετρελαίου 2009-2017

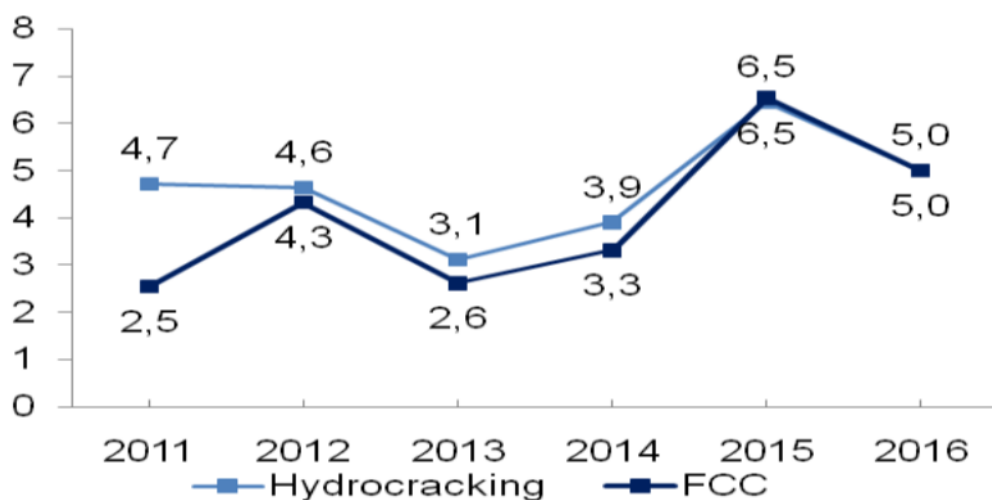
Από το παραπάνω διάγραμμα βλέπουμε την διακύμανση των τιμών του πετρελαίου τα τελευταία χρόνια. Γενικότερα στην Ελλάδα η τιμή του εισαγόμενου αργού πετρελαίου brent παραμένει σε χαμηλότερα επίπεδα από τα προηγούμενα χρόνια της κρίσης αλλά οι υψηλοί φόροι και δασμοί σε συνδυασμό με το ενεργειακό κόστος, έχουν σημαντικές επιπτώσεις στον κλάδο.

Τα περιθώρια δύλισης αντανακλούν τη διαφορά μεταξύ της αξίας του συνδυασμού προϊόντων που παράγονται από ένα τυπικό διυλιστήριο και του κόστους σε τιμές αγοράς του αργού πετρελαίου, συμπεριλαμβανομένου του λειτουργικού κόστους κατά τη διαδικασία δύλισης. Αποτελούν επομένως ένα βασικό μέτρο της κερδοφορίας που προκύπτει από την επεξεργασία ενός βαρελιού αργού πετρελαίου. Τα περιθώρια δύλισης αναφοράς προσδιορίζονται για συγκεκριμένες περιοχές ανάλογα με τον τύπο αργού πετρελαίου που (συνήθως) εφοδιάζονται και τις τυπικές προδιαγραφές των διυλιστηρίων της περιοχής. Έτσι, για παράδειγμα για την περιοχή της Μεσογείου προσδιορίζονται περιθώρια αναφοράς βασισμένα στις προδιαγραφές διυλιστηρίων τύπου Hydroskimming (απλά διυλιστήρια) αλλά και πιο σύνθετων τύπου FCC και Hydrocracking. Στην πραγματικότητα κάθε διυλιστήριο έχει το δικό του περιθώριο δύλισης, το οποίο προσδιορίζεται από τις ειδικές προδιαγραφές του,

ακολουθώντας όμως τις τάσεις που προκύπτουν από τις μεταβολές των διεθνών τιμών αργού πετρελαίου και προϊόντων.

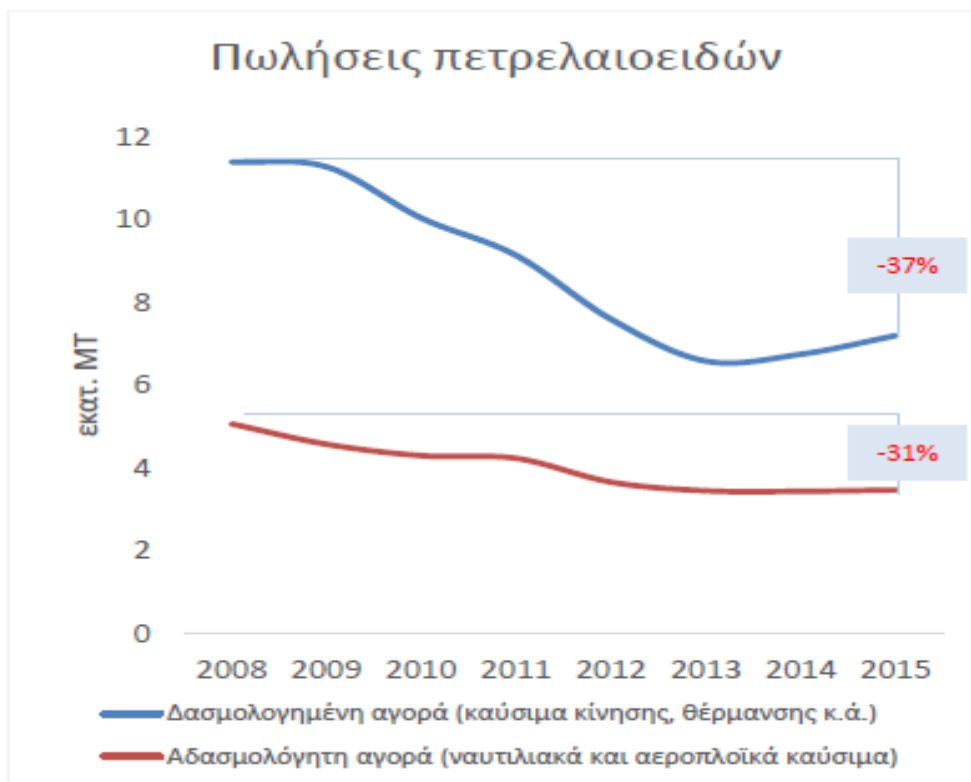
Οι οικονομικές συνθήκες στην Ευρώπη και στην περιοχή της Μεσογείου έχουν οδηγήσει, όπως αναφέρθηκε, σε πτώση της ζήτησης προϊόντων πετρελαίου. Η ταχύτερη μείωση της ζήτησης σε σχέση με τη δυναμικότητα διύλισης έχει οδηγήσει με τη σειρά της σε μείωση των περιθωρίων διύλισης. Η επίπτωση της οικονομικής κρίσης ήταν ιδιαίτερα σημαντική, καθώς τα περιθώρια διύλισης υποχώρησαν δραστικά το 2009.

Είναι χαρακτηριστικό ότι το έτος 2013 το μέσο περιθώριο διύλισης αναφοράς για διυλιστήρια με μονάδες καταλυτικής πυρόλυσης (FCC) στην περιοχή της Μεσογείου διαμορφώθηκε σε 2,6 \$/βαρέλι. Αντίστοιχα, το περιθώριο διύλισης αναφοράς για σύνθετες μονάδες υδρογονοπυρόλυσης (hydrocracking) διαμορφώθηκε σε 3,1 \$/βαρέλι, επηρεάζοντας σημαντικά την κερδοφορία του κλάδου.



Διάγραμμα 4.5: Εξέλιξη περιθωρίων διύλισης αναφοράς περιοχής Μεσογείου

Έντονη ήταν η μείωση της κατανάλωσης πετερελαιοειδών καυσίμων τα προηγούμενα χρόνια και ιδιαίτερα κατά την περίοδο 2008-2015, με το μεγαλύτερο μέρος της μείωσης να αφορά στα προϊόντα που απευθύνονται στην εσωτερική αγορά (βενζίνες, πετρέλαιο κίνησης και θέρμανσης), οι πωλήσεις των οποίων επηρεάστηκαν ιδιαίτερα από τις αυξήσεις των συντελεστών των ειδικών φόρων κατανάλωσης (ΕΦΚ), του ΦΠΑ και των τελών κυκλοφορίας.



Πηγή: IOBE, 2016

Διάγραμμα 4.6: Εξέλιξη πωλήσεων πετρελαιοειδών του κλάδου

Οι συνολικές πωλήσεις καυσίμων του κλάδου για την πενταετία 2013-2017 αυξήθηκαν κατά 7,70%. Οι πωλήσεις Εσωτερικής Αγοράς κινήθηκαν με άνοδο 4,81% και οι πωλήσεις Διεθνούς Αγοράς με άνοδο 13,20%.



Πηγή: ΣΕΕΠΕ, 2018

Διάγραμμα 4.7: Καταναλώσεις καυσίμων περιόδου 2013-2017

Οι φορολογικοί συντελεστές που εφαρμόζονται στα καύσιμα επηρεάζουν, όπως αναφέρθηκε, σημαντικά – εκτός από τα διυλιστήρια – τον κλάδο εμπορίας πετρελαιοειδών. Η αύξηση των έμμεσων φόρων επιβάρυνε τις τελικές τιμές των καυσίμων περιορίζοντας ακόμα περισσότερο τη ζήτηση.



Πηγή: IOBE, 2016

Διάγραμμα 4.8: Συντελεστές Ειδικών Φόρων Υγρών Καυσίμων

Από το διάγραμμα παρατηρούμε ότι από το 2008 έως και τα τέλη του 2017, η φορολογική επιβάρυνση στην αμόλυβδη βενζίνη έφτασε το 100% (από 349€ ανά χίλια λίτρα το 2008 στα 700€ ανά χίλια λίτρα το 2017). Αντίστοιχα, στο πετρέλαιο θέρμανσης η επιβάρυνση είναι 13 φορές περισσότερη (από 21€ ανά χίλια λίτρα το 2008 έφτασε στα 280€ ανά χίλια λίτρα το 2017).

Η ιδιαίτερα υψηλή φορολογία στα καύσιμα δημιουργεί ανοδικές πιέσεις στις τιμές, ως εκ τούτου, παρόλο που μπορεί να αποκλιμακώνονται οι τιμές του πετρελαίου διεθνώς, οι τιμές των καυσίμων στην εσωτερική αγορά είναι υψηλές. Να σημειωθεί ότι η φορολογία στα καύσιμα στην Ελλάδα είναι από τις υψηλότερες στην Ευρωπαϊκή Ένωση, όπως και η συνεισφορά των εσόδων από τους φόρους στα πετρελαιοειδή.

4.7 Πορεία Τιμής Μετοχής

Η ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών από το 2001. Συμπεριλαμβάνεται στο δείκτη των 25 εταιρειών με τη μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση (FTSE/X.A. Large Cap), στο Γενικό δείκτη, καθώς και σε άλλους κλαδικούς δείκτες.

Σύμβολα Μετοχής

ASE: **ΜΟΗ**

Reuters: **ΜΟRr.AT**

Bloomberg: **ΜΟΗ GA**

Ο συνολικός αριθμός των μετοχών εκδόσεως “ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ (ΕΛΛΑΣ) Α.Ε.” ανέρχεται σε 110.782.980 ονομαστικής αξίας € 0,75 η κάθε μία. Όσον αφορά την υφιστάμενη μετοχική σύνθεση, κύριος μέτοχος της Εταιρίας είναι το νομικό πρόσωπο με την επωνυμία “Petroventure Holdings Limited” με ποσοστό 40%, η “Doson Investments Company” με ποσοστό 5.9%, η “Motor Oil Holdings Ltd” με ποσοστό 1.5% ενώ το υπόλοιπο 52.6% είναι ελεύθερα διαπραγματεύσιμο για το επενδυτικό κοινό.

Το κλείσιμο της τιμής της μετοχής της Μότορ Όιλ στις 31/12/2017 ήταν €18,78 και συνεπώς 43,36% υψηλότερη σε σχέση με την τιμή κλεισίματος στις 31/12/2016 (€13,10). Η κεφαλαιοποίηση της Εταιρίας στις 31/12/2017 ανήλθε σε Ευρώ 2.080,5 εκατ.

Στο παρακάτω διάγραμμα παρατηρούμε την πορεία της τιμής της μετοχής από 21/08/2017 έως την 21/08/2018:



Πηγή: euro2day.gr

Διάγραμμα 4.9: Πορεία Τιμής Μετοχής Μότορ Όιλ

Όπως ανακοίνωσε στις 14 Αυγούστου 2018 η MSCI, η μετοχή της Motor Oil εισέρχεται στον **MSCI Standard Greece**, με την επίδραση της μεταβολής αυτής στη μετοχή της Motor Oil να είναι ήδη ισχυρή. Η αλλαγή αυτή θα τεθεί σε ισχύ από την 3^η Σεπτεμβρίου 2018. Συγκεκριμένα, η MSCI τοποθέτησε την Μότορ Όιλ στον δείκτη «MSCI Global Standard» (υψηλής κεφαλαιοποίησης), αντικαθιστώντας τη μετοχή της Folli Follie Group η οποία και διαγράφηκε από τον συγκεκριμένο δείκτη. Θυμίζουμε ότι την Παρασκευή 31 Αυγούστου, στην τελευταία ημέρα του rebalancing λόγω MSCI, στη μετοχή της Motor Oil έγιναν εισροές ύψους 83,2 εκατ. Ευρώ.

Παράλληλα, η Μότορ Όιλ μετά την ένταξή της στον MSCI έχει ξένους αγοραστές που ανέβασαν την μετοχή κοντά στα 20 ευρώ και την κεφαλαιοποίηση στα 2 δις. Τα πλεονεκτήματα είναι σαφή καθώς η προοπτική των διυλιστηρίων παραμένει ισχυρή για το 2019-2020.

Ήδη από το 2016 και κυρίως κατά τη διάρκεια του 2017 η τιμή της μετοχής παρουσίασε σημαντική άνοδο, προσφέροντας αξιοζήλευτες αποδόσεις, η οποία διατηρείται σε παρόμοια επίπεδα και κατά τη διάρκεια του 2018. Η υψηλότερη τιμή της μετοχής κατά την διάρκεια της παραπάνω περιόδου του διαγράμματος σημειώθηκε την 6/11/2017 φτάνοντας τα € 21,90 (το οποίο αποτελεί και το υψηλό έτους για το 2017). Αυτή τη στιγμή (21/08/2018) η μετοχή της

Μότορ Όιλ βρίσκεται στα €19,54 ενώ ακριβώς ένα χρόνο πριν (21/08/2017) βρισκόταν στα €19,21, παρουσιάζοντας μία ετήσια απόδοση ίση με 1,72%.

Τη διανομή συνολικού μερίσματος 1,30 ευρώ ανά μετοχή αποφάσισε η ΓΣ της Motor Oil για τη χρήση 2017. Σημειώνεται ότι έχει ήδη καταβληθεί και αναγνωρισθεί ως μικτό προμέρισμα χρήσης 2017 ποσό € 0,30 ανά μετοχή από τον Δεκέμβριο του 2017, ενώ το υπόλοιπο € 1,00 ανά μετοχή θα πληρωθεί και θα αναγνωρισθεί στη χρήση 2018.

Το προτεινόμενο συνολικό ποσό μερίσματος ανά μετοχή (DPS) αποτελεί ιστορικό υψηλό για την Εταιρία και αντιστοιχεί σε μερισματική απόδοση 6,92% με βάση το κλείσιμο της τιμής της μετοχής στις 31.12.2017.

Δεν είναι στη φιλοσοφία της Διοίκησης να διανέμει πολύ μεγάλα ποσά στους μετόχους της σε μια χρονιά, αλλά αντίθετα να διατηρεί σε βάθος χρόνου μια **ελκυστική μερισματική πολιτική** (σε μακροπρόθεσμη βάση διανέμεται το 68% των κερδών και η μέση μερισματική απόδοση διαμορφώνεται στο 6,5%).

Πορεία Τιμής Μετοχής σε σχέση με το Γενικό Δείκτη

Στο παρακάτω διάγραμμα παρατηρούμε την πορεία της τιμής της μετοχής της MOH σε σχέση με τον Γενικό Δείκτη.

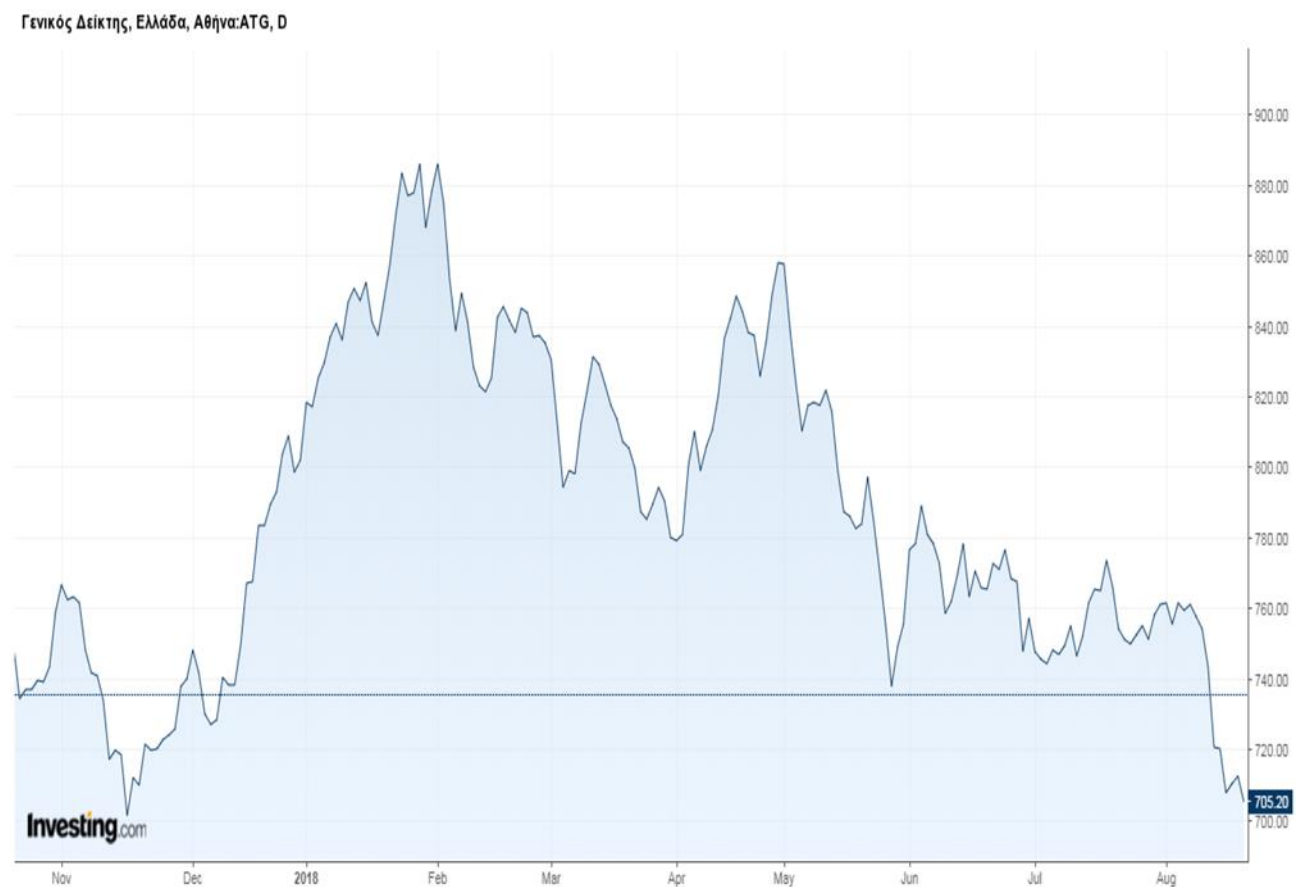


Πηγή: euro2day.gr

Διάγραμμα 4.10: Πορεία Τιμής Μετοχής σε σχέση με το Γενικό Δείκτη

Σε σχέση με το Ελληνικό Χρηματιστήριο η απόδοση της μετοχής της MOTOP OIA ξεπέρασε σημαντικά την αντίστοιχη του Γενικού Δείκτη η τιμή κλεισίματος του οποίου στις 31.12.2017 διαμορφώθηκε στις 802,37 μονάδες ήτοι 24,66% υψηλότερα έναντι της αντίστοιχης τιμής κλεισίματος στις 31.12.2016.

Επίσης, δεν είναι τυχαίο ότι (και) τον Αύγουστο, σε μια πτωτική αγορά, όπου ο Γ.Δ. υποχώρησε κατά 4,15% και ο τραπεζικός δείκτης κατά 14,45%, η Motor Oil πρότεψε σε απόδοση στον FTSE 25 καταγράφοντας άνοδο 11,80%.



Πηγή: investing.com

Διάγραμμα 4.11: Γενικός Δείκτης XAA (μονάδες βάσης)

Με βάση το παραπάνω διάγραμμα, αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι αυτή τη στιγμή, 21 Αυγούστου 2018 (ημέρα εξόδου από το πρόγραμμα βοήθειας), η αγορά υποχώρησε προς τα επίπεδα των κρίσιμων 700 μονάδων, κλείνοντας στα χαμηλότερα επίπεδα από τα μέσα Νοεμβρίου 2017, επιβεβαιώνοντας την προβληματική εικόνα της χρηματιστηριακής αγοράς.

Συγκεκριμένα, στις 16 Νοεμβρίου 2017 ο Γενικός Δείκτης Τιμών έκλεισε στις 701,36 μονάδες ενώ στις 21 Αυγούστου 2018 ο Γ.Δ. έκλεισε στις 705,20 μονάδες (με την επανεμφάνιση των πωλητών και την απουσία των αγοραστών), με την αγορά να κινείται κόντρα στο θετικό κλίμα των ευρωπαϊκών αγορών και κόντρα στις εκτιμήσεις των αναλυτών για θετική αντίδραση λόγω της εξόδου από τα μνημόνια.

Ωστόσο από πλευρά τεχνικής ανάλυσης, το Χρηματιστήριο Αθηνών είναι πιθανό να καταφέρει να εκδηλώσει μια ικανοποιητική αντίδραση προς τα πάνω και να επανέλθει πάνω από τις 736 μονάδες, ώστε να μην επιβεβαιωθεί το απόλυτα αρνητικό σενάριο. Άλλωστε από το δεύτερο δεκαήμερο του Αυγούστου η αγορά πιάστηκε σε υπερβολικό βαθμό και σε υπερπουλημένα επίπεδα, τα οποία δεν συνάδουν με τα θεμελιώδη των εισηγμένων. Δεν χωρεί άλλωστε αμφιβολία ότι η χώρα δεν βρίσκεται εκεί που ήταν τον Νοέμβριο του 2017, δηλαδή ένα χρόνο πριν, για να κυμαίνεται ο Γενικός Δείκτης σε εκείνα τα επίπεδα, ούτε και αξίζουν αρκετές εισηγμένες την επενδυτική "αδιαφορία", όταν μάλιστα πολλές είναι σε υπερπουλημένα επίπεδα, αναφέρουν αρκετοί εγχώριοι αναλυτές.

Η Ελλάδα σημείωσε υψηλό έτος για το 2018 (έως τώρα) στις 895 μονάδες (1.02.2018) στο χρηματιστήριο αλλά έκτοτε δεν έχει να παρουσιάσει την «επόμενη» ημέρα στους ξένους επενδυτές, δηλαδή το πλαίσιο για να πραγματοποιηθούν οι επενδύσεις στην Ελλάδα. Όταν οι ελληνικές επιχειρήσεις υπερφορολογούνται στα κέρδη και τα μερίσματα η ανάπτυξη χάνεται και δεν καταλήγει στους επενδυτές ή στην ελληνική κοινωνία, αλλά στον βωμό των πλεονασμάτων.

Ενώ η Ελλάδα βγήκε από τα μνημόνια τον Αύγουστο του 2018, το ελληνικό χρηματιστήριο (και οι τράπεζες) βρίσκονται στα επίπεδα που ήταν στις αρχές του τρίτου μνημονίου το 2015. Η απάντηση για τον λόγο που συμβαίνει αυτό δεν είναι μονοδιάστατη. Προφανώς και οι αγορές αντιμετωπίζουν με μεγάλη καχυποψία την Ελλάδα. Η βαθύτερη αιτία σχετίζεται με το γεγονός ότι η Ελλάδα ως οικονομία και αγορά δεν είναι επενδύσιμες.

Όσο η έξοδος στις αγορές θεωρείται/αποτιμάται ως ένα πολύ **υψηλού ρίσκου στοίχημα** και όσο τα funds δεν ανταποκρίνονται ενεργά/θετικά ούτε στις "διπλές αναβαθμίσεις" των οίκων αξιολόγησης ούτε στις μεθοδικές προσπάθειες προσέλκυσης ξένων (κυρίως αμερικανικών) κεφαλαίων, τόσο το ΧΑ θα βαλτώνει στα... ρηγά.

4.8 Βασικοί Χρηματοοικονομικοί Δείκτες

ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (ROA)

Ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης μετράει πόσο ικανοποιητικά χρησιμοποιεί η διοίκηση όλα τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης (τα Συνολικά της Κεφάλαια, Ίδια και Ξένα) και την ικανότητα να παράγει από αυτά καθαρά κέρδη. Όσο μεγαλύτερος είναι, τόσο καλύτερη η θέση της επιχείρησης όσον αφορά την απόδοση και τη δυναμικότητά της και τόσο αποτελεσματικότερα διοικείται η εταιρεία. Υπολογίζεται διαιρώντας τα Κέρδη μετά από φόρους προς το σύνολο του Ενεργητικού.

Πίνακας 4.3 Δείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού (ROA)

Ποσά σε χιλ. Ευρώ

Έτη	2013	2014	2015	2016	2017
Κέρδη μετά από φόρους	5.575	(86.986)	201.104	274.640	295.635
Σύνολο Ενεργητικού	1.855.756	1.856.070	2.012.241	2.274.579	2.267.029
ROA	0,30%	-4,68%	10%	12,1%	13,04%

Παρατηρούμε πως από το έτος 2015 και έπειτα η εταιρεία κατάφερε να αυξήσει σε σημαντικό βαθμό τα κέρδη της και να αυξήσει τον δείκτη απόδοσης ενεργητικού σε ιδιαίτερα ικανοποιητικά επίπεδα, ύστερα από δύο δύσκολες χρονιές (με χαμηλά κέρδη το 2013 και πολλές ζημιές το 2014). Η αύξηση των κερδών τα τελευταία έτη, επηρεάστηκε σε σημαντικό βαθμό από τα ενισχυμένα περιθώρια διύλισης καθώς και τον αυξημένο όγκο πωλήσεων, όπως έχουμε αναφέρει παραπάνω.

ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (ROE)

Ο αριθμοδείκτης αυτός απεικονίζει την κερδοφόρο δυναμικότητα μιας επιχείρησης και παρέχει ένδειξη του κατά πόσο επιτεύχθηκε ο στόχος πραγματοποίησης ενός ικανοποιητικού αποτελέσματος από τη χρήση των κεφαλαίων του μετόχου. Δηλαδή, απαντά στο ερώτημα αν τα κεφάλαια που επένδυσαν οι φορείς της επιχείρησης αποδίδουν επαρκώς ή όχι.

Υπολογίζεται διαιρώντας τα Καθαρά Κέρδη μετά από φόρους προς το σύνολο των Ιδίων Κεφαλαίων.

Πίνακας 4.4 Δείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)

Ποσά σε χιλ. Ευρώ

Έτη	2013	2014	2015	2016	2017
Κέρδη μετά από φόρους	5.575	(86.986)	201.104	274.640	295.635
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	441.000	324.861	510.778	706.675	881.837
ROE	1,26%	-26,77%	39,37%	38,86%	33,52%

Η επιστροφή της Μότορ Όιλ στα κέρδη το 2015, είχε ως αποτέλεσμα την εντυπωσιακή αύξηση του δείκτη. Συνεπώς από το 2015 και έπειτα η εταιρεία κατάφερε να αξιοποιήσει με αποτελεσματικό τρόπο τα ίδια κεφάλαια της, γεγονός το οποίο έχει θετική επίδραση σε παρόντες και μελλοντικούς μετόχους καθώς και στη διαχείριση της εταιρείας. Ωστόσο, το 2014 σημειώθηκαν ζημίες που αποτέλεσαν έως και το 26,77% των ιδίων κεφαλαίων.

ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΑΘΑΡΟΥ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ

Ο αριθμοδείκτης αυτός προσδιορίζει το κέρδος ως ποσοστό επί των πωλήσεων και χρησιμοποιείται για την παρακολούθηση και τον έλεγχο της κερδοφορίας μιας επιχείρησης. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης, τόσο πιο επικερδής είναι η επιχείρηση.

Πίνακας 4.5 Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους

Ποσά σε χιλ. Ευρώ

Έτη	2013	2014	2015	2016	2017
Κέρδη προ φόρων	23.173	(111.973)	291.798	392.804	422.310
Πωλήσεις	7.843.683	7.436.908	5.276.468	4.511.920	5.739.354
Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	0,29%	-1,51%	5,53%	8,71%	7,36%

Και στη συγκεκριμένη περίπτωση, παρατηρούμε πως από το 2015 και έπειτα η επιχείρηση κατάφερε να αυξήσει τα κέρδη ως ποσοστό επί των πωλήσεων σε ικανοποιητικά επίπεδα, παρά τις αρνητικές τιμές του δείκτη το 2014. Γεγονός που δείχνει την ικανότητα της εταιρείας να αντιμετωπίζει δυσμενείς οικονομικές συνθήκες όπως ο ανταγωνισμός των τιμών, χαμηλή ζήτηση κ.τ.λ.

ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ

Ο δείκτης αυτός δείχνει πόσο αποτελεσματικά μια επιχείρηση χρησιμοποιεί όλα τα περιουσιακά της στοιχεία για να πραγματοποιήσει πωλήσεις. Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης, τόσο μεγαλύτερη είναι η αποτελεσματικότητα της επιχείρησης. Ο δείκτης αυτός αποτελεί μέτρο το οποίο δείχνει πόσο πετυχημένες ή όχι είναι οι επενδύσεις της επιχείρησης. Υπολογίζεται αν διαιρέσουμε τις πωλήσεις προς το σύνολο του ενεργητικού.

Πίνακας 4.6 Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού

Ποσά σε χιλ. Ευρώ

Έτη	2013	2014	2015	2016	2017
Πωλήσεις	7.843.683	7.436.908	5.276.468	4.511.920	5.739.354
Σύνολο Ενεργητικού	1.855.756	1.856.070	2.012.241	2.274.579	2.267.029
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού	4,22	4,01	2,62	1,98	2,53

Παρατηρούμε πως κατά μέσο όρο πενταετίας, η εταιρεία εμφανίζει ένα μέσο ετήσιο δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού ίσο με 3,1. Αυτό σημαίνει ότι η εταιρεία χρησιμοποίησε το ενεργητικό της 3,1 φορές το χρόνο για να πραγματοποιήσει πωλήσεις. Η συνεχής μείωση του δείκτη οφείλεται στη συνεχής μείωση των πωλήσεων κατά τα πρώτα τέσσερα έτη.

ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ

Ο αριθμοδείκτης κυκλοφορίας αποθεμάτων εξετάζει αν η διαχείριση των αποθεμάτων της επιχείρησης είναι αποτελεσματική. Ο αριθμοδείκτης αυτός απεικονίζει τη μέση ταχύτητα περιστροφής των αποθεμάτων, δηλαδή πόσες φορές κατά μέσο όρο τα αποθέματα

ανανεώθηκαν σε σχέση με τις πωλήσεις της επιχείρησης. Ο αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας των αποθεμάτων υπολογίζεται διαιρώντας τις πωλήσεις με την αξία των αποθεμάτων.

Πίνακας 4.7 Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων

Ποσά σε χιλ. Ευρώ

Έτη	2013	2014	2015	2016	2017
Πωλήσεις	7.843.683	7.436.908	5.276.468	4.511.920	5.739.354
Αποθέματα	482.793	401.892	326.608	458.395	498.763
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων	16,24	18,5	16,15	9,84	11,5

Η Μότορ Όιλ έχει ιδιαίτερα υψηλούς δείκτες κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων κατά την περίοδο 2013-2015, γεγονός που υποδεικνύει αυξημένη δραστηριότητα. Ωστόσο το 2016 ο δείκτης σημείωσε πτώση λόγω της μείωσης των πωλήσεων και της ταυτόχρονης αύξησης του ύψους των αποθεμάτων. Το 2017 με την αύξηση των πωλήσεων, η εταιρεία κατάφερε να μετατρέψει 11,5 φορές τα αποθέματά της σε πωλήσεις.

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

ΔΕΙΚΤΗΣ ΓΕΝΙΚΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

Ο συγκεκριμένος δείκτης εκφράζει την ικανότητα της επιχείρησης να μετατρέψει το κυκλοφορούν ενεργητικό σε μετρητά για να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Συνεπώς, μια επιχείρηση με υψηλό δείκτη γενικής ρευστότητας μπορεί να ανταποκριθεί πλήρως στις υποχρεώσεις της. Οι πιστωτικοί οργανισμοί περιμένουν να δουν εδώ ένα θετικό πλεόνασμα μετρητών. Συνεπώς αναζητούμε τιμή αρκετά μεγαλύτερη από 1,0.

Πίνακας 4.8 Δείκτης Γενικής Ρευστότητας

Ποσά σε χιλ. Ευρώ

Έτη	2013	2014	2015	2016	2017
Κυκλοφορούν Ενεργητικό	874.996	903.534	1.116.438	1.394.712	1.389.393
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	871.628	759.913	546.717	611.176	685.374
Δείκτης Γενικής Ρευστότητας	1,004	1,19	2,04	2,28	2,03

Παρατηρούμε πως κατά το έτος 2015 η εταιρεία καταφέρνει να αυξήσει τον δείκτη γενικής ρευστότητας, αποτέλεσμα τόσο της αύξησης του κυκλοφορούντος ενεργητικού όσο και της μείωσης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Κατά τη διάρκεια της περιόδου 2015-2017, ο δείκτης κινείται σε ικανοποιητικά επίπεδα, γεγονός που δείχνει ότι η εταιρεία δεν αντιμετωπίζει ιδιαίτερα προβλήματα ρευστότητας.

ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΜΕΣΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

Η άμεση ή ειδική ρευστότητα περιλαμβάνει τα ρευστά και ευχερώς ρευστοποιήσιμα στοιχεία του κυκλοφοριακού ενεργητικού, όπως τα διαθέσιμα, τα χρεόγραφα, τα γραμμάτια εισπρακτέα, τους λογαριασμούς πελατών, τα οποία συγκρίνονται προς τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Η τιμή 1,0 θεωρείται ικανοποιητική. Σημαίνει ότι η εταιρεία μπορεί να εξοφλήσει όλες τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της από τα υπόλοιπα των μετρητών της συν τους εισπρακτέους λογαριασμούς. Ο αριθμοδείκτης άμεσης ρευστότητας μας παρέχει καλύτερη ένδειξη για τη ρευστότητα της επιχείρησης, διότι δεν περιλαμβάνει από το κυκλοφορούν ενεργητικό τα αποθέματα. Τα μεν αποθέματα δεν μπορούν να χαρακτηριστούν ως ρευστοποιήσιμα στοιχεία, διότι δεν μπορούν να μετατραπούν σε μετρητά αμέσως, χωρίς απώλεια της αξίας τους.

Αριθμοδείκτης ειδικής ρευστότητας =

Κυκλοφοριακό Ενεργητικό (εκτός αποθεμάτων) / βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις

Πίνακας 4.9 Δείκτης Ειδικής Ρευστότητας

Ποσά σε χιλ. Ευρώ

Έτη	2013	2014	2015	2016	2017
Κυκλοφορούν Ενεργ. (εκτός αποθεμάτων)	392.203	501.642	789.830	936.317	890.630
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	871.628	759.913	546.717	611.176	685.374
Δείκτης Ειδικής Ρευστότητας	0,45	0,66	1,44	1,53	1,30

Παρατηρούμε πως η εταιρεία ξεκίνησε τα έτη 2013 και 2014 με σχετικά χαμηλό δείκτη (μικρότερο της μονάδας), λόγω των αυξημένων βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της. Ωστόσο στη συνέχεια κατάφερε να βελτιώσει αισθητά τη ρευστότητά της, με τη μείωση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων και την ταυτόχρονη αύξηση του κυκλοφορούντος ενεργητικού εξαιρουμένων των αποθεμάτων.

ΔΕΙΚΤΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ

ΔΕΙΚΤΗΣ ΞΕΝΑ ΠΡΟΣ ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Σκοπός του συγκεκριμένου αριθμοδείκτη είναι να μετρήσει το μείγμα των κεφαλαίων στον ισολογισμό και να συγκρίνει τα κεφάλαια που έχουν καταβληθεί από τους ιδιοκτήτες (μετοχικό, ίδια κεφάλαια) με αυτά που έχει δανειστεί η επιχείρηση (οφειλές, χρέη). Όσο μεγαλύτερη είναι η αναλογία του Ιδίου Κεφαλαίου, τόσο υψηλότερη είναι η πιστοληπτική ικανότητα της επιχείρησης, καθόσον αυξάνεται η ευχέρεια αντιμετώπισης των υποχρεώσεών της με το προϊόν από τη ρευστοποίηση των περιουσιακών της στοιχείων. Γενικά, μια τιμή του δείκτη μεγαλύτερη της μονάδας δείχνει περιορισμένη δανειοληπτική ικανότητα. Στον συγκεκριμένο αριθμοδείκτη, δεν θα συμπεριλάβουμε στον αριθμητή το σύνολο δανεισμού αλλά μόνο τις μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις. Ο κύριος όγκος του δανεισμού της Εταιρείας αφορά μακροπρόθεσμο δανεισμό που διευκολύνει στην καλύτερη διαχείριση της ρευστότητας.

Πίνακας 4.10 Δείκτης Ξένα προς Ίδια Κεφάλαια

Ποσά σε χιλ. Ευρώ

Έτη	2013	2014	2015	2016	2017
Σύνολο Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων	449.524	700.067	856.365	856.360	583.683
Ίδια Κεφάλαια	441.000	324.861	510.778	706.675	881.837
Ξένα προς Ίδια Κεφάλαια	1,02	2,16	1,68	1,21	0,66

Παρατηρούμε πως κατά την περίοδο 2013-2016 ο δείκτης παρουσιάζει μία τιμή μεγαλύτερη της μονάδας, αυξάνοντας συνεχώς το μακροπρόθεσμο δανεισμό, γεγονός που δείχνει ότι η δανειακή επιβάρυνση της εταιρείας είναι σχετικά μεγάλη. Ωστόσο, από το 2015 και έπειτα παρατηρείται ταυτόχρονα και σημαντική αύξηση των Ιδίων Κεφαλαίων που είναι απαραίτητα για την αποπληρωμή του χρέους και το οποίο σχετίζεται με τα μακροπρόθεσμα κεφάλαια που διατίθενται από τρίτους και των οποίων τα επιτόκια θα πρέπει να πληρωθούν μέσω της χρηματοδότησης που προβλέπεται από τους ιδιοκτήτες μέσω των κεφαλαίων τους (μετοχές τους και αποθεματικά στην περίπτωση των εταιρειών). Το 2017 η εταιρεία κατάφερε να μειώσει τη χρηματοοικονομική μόχλευση και τον κίνδυνο, με τον δείκτη να παρουσιάζει τιμή ίση με 0,66. Ως αποτέλεσμα της επιτυχημένης διάθεσης Ομολογιών που αναφέραμε στην ενότητα 4.3, η Motor Oil επέτυχε την επιμήκυνση της λήξης των δανειακών της υποχρεώσεων καθώς και σημαντική μείωση των χρεωστικών τόκων.

ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ

Ο δείκτης κεφαλαιακής μόχλευσης μετρά τον συνολικό δανεισμό ως ποσοστό των συνολικών κεφαλαίων. Στον αριθμητή περιλαμβάνεται το σύνολο δανεισμού το οποίο αναφέρεται στο χρέος και τις οφειλές και το οποίο δηλώνει το ποσό των χρημάτων που η εταιρεία οφείλει στους πιστωτές της. Υπερβολικό χρέος σημαίνει μεγαλύτερο κίνδυνο για τους επενδυτές (οι κάτοχοι μετοχών έπονται των πιστωτών σε περίπτωση πτώχευσης). Όσο μεγαλύτερος είναι αυτός ο δείκτης, τόσο μεγαλύτερη είναι η χρηματοοικονομική μόχλευση.

$$\text{Δείκτης Κεφαλαικής Μόχλευσης} = \frac{\text{Σύνολο Δανεισμού}}{\text{Σύνολο Δανεισμού και Ιδίων Κεφαλαίων}}$$

Πίνακας 4.11 Δείκτης Κεφαλαιακής Μόχλευσης

Ποσά σε χιλ. Ευρώ

Έτη	2013	2014	2015	2016	2017
Σύνολο Δανεισμού	731.278	855.949	1.020.019	857.329	667.375
Σύνολο Δαν. Και Ιδίων Κεφαλαίων	1.172.278	1.180.810	1.530.797	1.564.004	1.549.212
Δείκτης Κεφαλαιακής Μόχλευσης	62,38%	72,49%	66,63%	54,82%	43,08%

Παρατηρούμε πως κατά μέσο όρο πενταετίας η εταιρεία εμφανίζει ένα μέσο δείκτη ίσο με 59,90%, που σημαίνει ότι το 60% περίπου των συνολικών κεφαλαίων έχει προέλθει από ξένα κεφάλαια. Ωστόσο, το έτος 2017 η εταιρεία μείωσε τον δείκτη κεφαλαιακής μόχλευσης στο 43,08% και συνεπώς μειώθηκε η χρηματοοικονομική μόχλευση και ο κίνδυνος. Η δυνατή κερδοφορία, οι ισχυρές ελεύθερες ταμειακές ροές και η σημαντική μείωση του δανεισμού σε ιστορικό χαμηλό, οδήγησαν σε αυτή τη μείωση του δείκτη.

ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΑΛΥΨΗΣ ΤΟΚΩΝ

Ο αριθμοδείκτης αυτός φανερώνει τη σχέση μεταξύ των καθαρών κερδών μιας επιχείρησης και των τόκων με τους οποίους αυτή επιβαρύνεται μέσα στη χρήση για τα ξένα κεφάλαια. Αποτελεί δηλαδή ένα μέτρο της δανειακής κατάστασής της σε σχέση με τη δυναμικότητά της να επιτυγχάνει κέρδη, καθώς εμφανίζει την ικανότητά της να εξοφλεί τους τόκους των ξένων κεφαλαίων από τα κέρδη της. Όσο υψηλότερος είναι ο δείκτης κάλυψης τόκων, τόσο καλύτερη είναι η ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στην πληρωμή των τόκων. Το επίπεδο των επιτοκίων μιας οικονομίας θα επηρεάσει σημαντικά αυτόν τον αριθμοδείκτη.

Δείκτης κάλυψης τόκων = Κέρδη προ Τόκων και Φόρων / Σύνολο Χρεωστικών Τόκων

Πίνακας 4.12 Δείκτης Κάλυψης Τόκων

Ποσά σε χιλ. Ευρώ

Έτη	2013	2014	2015	2016	2017
Κέρδη προ Φόρων και Τόκων	78.857	(62.385)	354.195	447.784	472.767
Χρεωστικοί Τόκοι	49.932	47.356	59.387	52.018	35.675
Δείκτης Κάλυψης Τόκων	1,58	(1,32)	5,96	8,61	13,25

Παρατηρούμε πως κατά το 2013 η εταιρεία εμφανίζει ένα πολύ χαμηλό δείκτη ενώ το 2014 λόγω των ζημιών, ο κίνδυνος αθέτησης στην εξόφληση των υποχρεώσεων είναι ιδιαίτερα μεγάλος. Ωστόσο, από το 2015 και έπειτα, ο δείκτης κάλυψης τόκων παρουσιάζει πάρα πολύ ικανοποιητικές τιμές. Το 2017 ο δείκτης φτάνει την τιμή 13,25 που σημαίνει πως οι τόκοι που καταβάλλει καλύπτονται περισσότερο από 13 φορές από τα κέρδη της. Επομένως, αυτή η υψηλή τιμή διαβεβαιώνει τους δανειστές για τακτική και περιοδική πληρωμή των τόκων. Όπως αναφέραμε, το 2017 η Μότορ Όιλ προχώρησε σε μια σειρά αναχρηματοδοτήσεων του δανεισμού της με αποτέλεσμα να παρατηρείται μια σαφής υποχώρηση στο μέσο κόστος χρηματοδότησης και των χρεωστικών τόκων, με τον δανεισμό να βρίσκεται σε ιστορικό χαμηλό. Παρατηρούμε επιπλέον πως, αν και κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου η εταιρεία εμφανίζεται γενικά υπερδανεισμένη (για παράδειγμα το έτος 2014 το 72,50% των συνολικών κεφαλαίων έχει προέλθει από ξένα κεφάλαια), ωστόσο λόγω της αύξησης της κερδοφορίας από το 2015 και έπειτα, η εταιρεία παρουσιάζει μία πολύ ικανοποιητική κάλυψη τόκων.

ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ

ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ

Όπως αναφέρθηκε, ο κοινός μέτοχος κατατάσσεται τελευταίος στη σειρά αναμονής των συμμετεχόντων στα κέρδη. Το κέρδος που χρησιμοποιείται στους υπολογισμούς είναι το ποσό που προκύπτει μετά την ικανοποίηση όλων των υπόλοιπων απαιτήσεων. Οι πιο συχνά απαντώμενες προηγούμενες απαιτήσεις στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης είναι οι

τόκοι και οι φόροι. Συνεπώς, αυτό που διαιρείται διά του αριθμού των κοινών μετοχών για να υπολογιστούν τα κέρδη ανά μετοχή είναι τα κέρδη μετά από τους φόρους (ΚΜΦ).

Αυτός ο δείκτης εκφράζει το κέρδος που αποκόμισε ο κοινός μέτοχος για κάθε μετοχή του. Δε χρησιμεύει σε τίποτε να συγκρίνουμε τα κέρδη μιας εταιρείας ανά μετοχή με τα αντίστοιχα κέρδη κάποιας άλλης, γιατί μια εταιρεία μπορεί να επιλέξει να έχει μεγάλο αριθμό μετοχών χαμηλής αξίας ή μικρότερο αριθμό υψηλής αξίας. Μπορεί επίσης, να αποφασίσει να αυξήσει ή να μειώσει τον αριθμό των υπό έκδοση μετοχών. Αυτή η απόφαση θα διαφοροποιήσει αυτομάτως τα κέρδη ανά μετοχή.

Ενώ το απόλυτο μέγεθος των κερδών ανά μετοχή δεν μας λέει τίποτε για την αποδοτικότητα της εταιρείας, η αύξηση του αριθμοδείκτη ΚΑΜ διαχρονικά είναι πολύ σημαντικό στοιχείο. Πολλοί πρόεδροι εταιρειών το τονίζουν ως πρωταρχικό στόχο στην ετήσια έκθεση τους, όπως και η Μότορ Όιλ στην περίπτωση μας.

Σημειώνεται ότι η αύξηση των ΚΑΜ δίνει περισσότερες πληροφορίες σχετικά με την πρόοδο μιας εταιρείας απ'ότι η αύξηση των κερδών σε απόλυτους αριθμούς. Η αύξηση των κερδών μπορεί να είναι αποτέλεσμα πολλών διαφορετικών παραγόντων.

Πίνακας 4.13 Κέρδη ανά μετοχή

Έτη	2013	2014	2015	2016	2017
Κέρδη μετά από φόρους	5.575.000	(86.986.000)	201.104.000	274.640.000	295.635.000
Αριθμός Μετοχών	110.782.980	110.782.980	110.782.980	110.782.980	110.782.980
Κέρδη ανά Μετοχή	0,05	(0,79)	1,82	2,48	2,67

Παρατηρούμε πως κατά το έτος 2013 ο δείκτης κέρδη ανά μετοχή της Μότορ Όιλ βρίσκεται σε πολύ χαμηλά επίπεδα ενώ κατά τη χρήση 2014, λόγω των ζημιών, ο δείκτης σημείωσε αρνητική τιμή, με αποτέλεσμα η Διοίκηση να μην διανείμει μέρισμα στους μετόχους της. Αντίθετα, η σημαντική αύξηση της κερδοφορίας από το 2015 και έπειτα, οδήγησε και σε σημαντική αύξηση των κερδών ανά μετοχή σε ιδιαίτερα ικανοποιητικά επίπεδα. Η αύξηση αυτή των κερδών ανά μετοχή επηρέασε έντονα τη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής, η οποία παρουσίασε σημαντική άνοδο κατά την περίοδο 2015-2017, ενισχύοντας την εμπιστοσύνη των επενδυτών.

ΔΕΙΚΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ

Ο αριθμοδείκτης αυτός αξιολογεί τη σχέση μεταξύ των μερισμάτων ανά μετοχή που καταβλήθηκαν και της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής. Ο δείκτης της μερισματικής απόδοσης συγκαταλέγεται στους σπουδαιότερους χρηματιστηριακούς δείκτες, επηρεάζοντας αναλυτές και επενδυτές. Η μερισματική απόδοση είναι ιδιαίτερα σημαντική για τους επενδυτές οι οποίοι εξαρτώνται από το εισόδημα που τους αποδίδουν οι μετοχές. Τους επιτρέπει να συγκρίνουν την ταμειακή ροή που θα αποκτήσουν από την επένδυση ενός σταθερού ποσού σε διάφορες μετοχές ή σε άλλες επενδυτικές αγορές. Όσο μεγαλύτερος είναι αυτός ο δείκτης τόσο αποδοτικότερη θεωρείται η επένδυση σε αυτή την μετοχή.

Για την εύρεση της μερισματικής απόδοσης θα χρησιμοποιηθεί (στον παρονομαστή) η μέση χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής σταθμισμένη με τον ημερήσιο όγκο συναλλαγών (Volume Weighted Average Price - VWAP) κατά τη διάρκεια του κάθε έτους.

Ο υπολογισμός αυτής της μέσης τιμής της μετοχής σταθμισμένη με τον ημερήσιο όγκο συναλλαγών (VWAP) υπολογίζεται από τον εξής:

$$VWAP = \frac{\sum \text{Number of Shares Bought} \times \text{Share Price}}{\text{Total Shares Bought}}$$

όπου share price: η ημερήσια τιμή κλεισίματος της μετοχής και number of Shares Bought (shares traded): ο όγκος συναλλαγών της εταιρείας για κάθε μία ημέρα του έτους (το ποσό των μετοχών που διακινήθηκαν μια οποιαδήποτε ημέρα).

Συνεπώς, η VWAP κατά τη διάρκεια ενός έτους είναι το άθροισμα των γινομένων των τιμών κλεισίματος της μετοχής για κάθε μία ημέρα τους έτους με τον αντίστοιχο όγκο συναλλαγών που πραγματοποιήθηκε κάθε μία από αυτές τις ημέρες, το οποίο στη συνέχεια διαιρείται με τον συνολικό όγκο συναλλαγών που πραγματοποιήθηκαν κατά τη διάρκεια του έτους που εξετάζουμε.

Συγκεκριμένα, για την εύρεση της τιμής VWAP θα χρησιμοποιήσουμε τη συνάρτηση **SUMPRODUCT**, κάνοντας χρήση του Excel. Χρησιμοποιούμε δύο πίνακες, όπου ο πρώτος πίνακας (στήλη A) περιλαμβάνει τις ημερήσιες τιμές κλεισίματος (closing price) και ο δεύτερος πίνακας (στήλη B) περιλαμβάνει τον ημερήσιο όγκο συναλλαγών αντίστοιχα (volume – number of shares traded).

Από την ανάλυση της Μότορ Όιλ προκύπτει ο παρακάτω πίνακας:

Πίνακας 4.14 Μερισματική Απόδοση

Έτη	2013	2014	2015	2016	2017
Μέρισμα ανά μετοχή	0,2	0	0,65	0,9	1,3
Χρηματιστηριακή Τιμή μετοχής (VWAP)	8,13	8,06	8,71	10,26	17,20
Μερισματική Απόδοση	2,46%	0	7,46%	8,77%	7,55%

Παρατηρούμε πως κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης πενταετίας η εταιρεία εμφανίζει μία μέση μερισματική απόδοση ίση με 6,5%. Το 2013 η εταιρεία παρουσίασε χαμηλά κέρδη με αποτέλεσμα να διανείμει ένα χαμηλό ποσό μερίσματος στους μετόχους. Επιπλέον, το 2014 λόγω των ζημιών που παρουσίασε η Μότορ Όιλ, αποφάσισε τη μη διανομή μερίσματος στους μετόχους της. Ωστόσο, παρ'όλο του δύσκολου μακροοικονομικού περιβάλλοντος στο οποίο συνεχίζει να πορεύεται η εταιρεία την περίοδο 2015-2017, κατάφερε να αυξήσει συνεχώς την κερδοφορία και την ρευστότητά της (ισχυρές ελεύθερες ταμειακές ροές), με αποτέλεσμα να αυξήσει τη μερισματική απόδοση σε ιδιαίτερα ικανοποιητικά επίπεδα. Αξιοσημείωτο είναι ότι το συνολικό ποσό μερίσματος για τη χρήση 2017 αποτελεί ιστορικό υψηλό για την Εταιρεία. Συνεπώς, την τελευταία τριετία η Μότορ Όιλ κατάφερε να παρουσιάσει μια ελκυστική μερισματική πολιτική, αυξάνοντας την εμπιστοσύνη των επενδυτών, κάτι που αντικατοπτρίζεται στην αύξηση της χρηματιστηριακής τιμής της Εταιρείας.

ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΗΣ ΠΡΟΣ ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (P/E)

Ο λόγος P / E μιας μετοχής (λόγος τιμής προς κέρδη ανά μετοχή ή price-to-earnings ratio) εκφράζει την τιμή που καταβάλλεται για μια μετοχή σε σχέση με το ετήσιο καθαρό κέρδος που πραγματοποιεί η επιχείρηση ανά μετοχή. Ο δείκτης P/E είναι το πλέον δημοφιλές εργαλείο για τους επενδυτές προκειμένου να προσδιορίσουν τις επενδυτικές τους κινήσεις και εμμέσως τις τιμές των μετοχών. Είναι ένα από τα κυριότερα μέτρα που χρησιμοποιούνται για να καθοριστεί αν μια μετοχή είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη. Αξίζει να σημειωθεί ότι ο υπολογισμός του δείκτη P/E είναι κάτι σχετικά εύκολο, σε αντίθεση με την ερμηνεία του αποτελέσματος που προκύπτει, η οποία μπορεί να είναι σχετικά δύσκολη ή και ευμετάβλητη. Στην πράξη είναι πολύ δύσκολο να φτάσουμε σε κάποιο χρήσιμο ή οριστικό συμπέρασμα

απλά με τη χρήση του P/E μιας εταιρείας, χωρίς να κάνουμε κάποιες συγκρίσεις και χωρίς να χρησιμοποιήσουμε και άλλα κριτήρια.

Για τον υπολογισμό του δείκτη αυτού, θα χρησιμοποιηθεί στον αριθμητή η μέση τιμή της μετοχής σταθμισμένη με τον ημερήσιο όγκο συναλλαγών (Volume Weighted Average Price) κατά τη διάρκεια του κάθε έτους και στον παρανομαστή τα κέρδη ανά μετοχή EPS, όπως αυτά προέκυψαν από την ανάλυση της εταιρείας.

Πίνακας 4.15 Τιμή προς Κέρδη ανά Μετοχή (P/E)

Έτη	2013	2014	2015	2016	2017
Χρηματιστηριακή Τιμή μετοχής (VWAP)	8,13	8,06	8,71	10,26	17,20
Κέρδη ανά μετοχή	0,05	(0,79)	1,82	2,48	2,67
Τιμή προς Κέρδη ανά μετοχή	162,6	0	4,79	4,14	6,44

Για την χρήση 2014 ο λόγος τιμής προς κέρδη ανά μετοχή δεν υπολογίζεται καθώς η επιχείρηση παρουσιάζει ζημιές και συνεπώς ο δείκτης γίνεται αρνητικός. Παρατηρούμε πως το 2013 ο δείκτης παρουσιάζει μία πάρα πολύ ασυνήθιστη υψηλή τιμή, γεγονός που οφείλεται στα πολύ χαμηλά καθαρά κέρδη μετά από φόρους που πραγματοποιήθηκαν. Αυτό ίσως να αποτελεί ένδειξη ότι η εταιρεία θα χαρακτηριστεί από ιδιαίτερα υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης και ότι οι επιδόσεις της όσον αφορά τα μελλοντικά της κέρδη, αναμένεται να είναι σημαντικά μεγαλύτερες σε σχέση με τις επιδόσεις των τελευταίων ετών. Από το 2015 και έπειτα, παρατηρούμε πως η τιμή της μετοχής παρουσίασε σημαντική άνοδο (χαρακτηριστικό είναι το γεγονός ότι τον Νοέμβριο του 2014 η τιμή της μετοχής στο χρηματιστήριο βρισκόταν στα €5,75 ενώ τον Νοέμβριο του 2017 εκτοξεύθηκε στα €21,5. Δηλαδή η τιμή έχει σχεδόν τετραπλασιαστεί, φτάνοντας το 2017 μέση τιμή ίση με €17,20 (που αντιστοιχεί σε κεφαλαιοποίηση Εταιρίας Ευρώ 1.905,5 εκατ.) ενώ ταυτόχρονα σημειώθηκε και ιδιαίτερα σημαντική αύξηση της κερδοφορίας.

Το εντυπωσιακό είναι πως παρά τις μεγάλες αποδόσεις που έχει προσφέρει η μετοχή της Motor Oil και τη μεγάλη της άνοδο, εξακολουθεί να προσφέρει μεγάλη μερισματική απόδοση (όπως αναφέραμε παραπάνω) ενώ ο χαμηλός δείκτης P/E (6.44x), δείχνει πως κάθε άλλο

παρά ακριβιά διαπραγματεύεται. Συνεπώς, θα μπορούσαμε να πούμε ότι η μετοχή εμφανίζεται υποτιμημένη, χωρίς ωστόσο να μπορούμε να οδηγηθούμε σε ασφαλή και ξεκάθαρα συμπεράσματα. Εντούτις, αυτοί οι υποδειγματικοί δείκτες, οφείλονται στις πολύ ευνοϊκές συνθήκες που έχουν διαμορφωθεί στη διύλιση τελευταία. Το λογικό και αναμενόμενο είναι να αναστραφούν σε ένα κλάδο που χαρακτηρίζεται από **κυκλικότητα**. Αυτό αυξάνει την ανησυχία η μετοχή της Motor Oil να αποτελεί ένα επονομαζόμενο **“value trap”**. Δηλαδή, μια μετοχή που ενώ μοιάζει υποτιμημένη, τελικά να αποτελεί “παγίδα”.

ΔΕΙΚΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗΣ ΠΡΟΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ (P/BV)

Ο αριθμοδείκτης χρηματιστηριακής προς λογιστική αξία δίνει την τελική και πιθανόν τη λεπτομερέστερη αξιολόγηση της συνολικής κατάστασης της εταιρείας από τη χρηματιστηριακή αγορά. Συσχετίζει την αξία του συνόλου της κεφαλαιοποίησης της εταιρείας με την καθαρή θέση. Για να το διατυπώσουμε αλλιώς, συγκρίνει την αξία στο χρηματιστήριο με την επένδυση των μετόχων στην εταιρεία. Ο αριθμοδείκτης προσδιορίζεται από την αντίληψη που έχουν οι επενδυτές για την αποδοτικότητα της εταιρείας με βάση τα κέρδη, τη δύναμη του ισολογισμού ή τη ρευστότητα και την ανάπτυξη.

Όσο μικρότερη είναι η σχέση της χρηματιστηριακής προς τη λογιστική τιμή μιας μετοχής, η μετοχή θεωρείται υποτιμημένη και ενδεχομένως καλή επιλογή για το χαρτοφυλάκιο ενός επενδυτή. Μετοχές με δείκτη P/BV μικρότερο από 1 δείχνουν γενικά ότι οι μέτοχοι έχουν υποστεί ζημία, γιατί η τιμή που αποτιμά η αγορά τη μετοχή τους είναι μικρότερη από τη λογιστική (εσωτερική) αξία της μετοχής, δηλαδή μικρότερη της αξίας των χρημάτων που έχουν τοποθετήσει σε κάθε μετοχή.

Όταν η τιμή του δείκτη της τρέχουσας χρηματιστηριακής τιμής μιας μετοχής προς την λογιστική της αξία ισούται με τη μονάδα, τότε ο αγοραστής θεωρείται ότι πληρώνει μόνο για την απόκτηση των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας, και καθόλου υπεραξία.

Πιο συγκεκριμένα, όταν κάποιος επενδυτής αγοράζει μετοχές μιας εταιρείας, στην τιμή περιλαμβάνεται τόσο η πραγματική λογιστική αξία του Ενεργητικού της εταιρείας, όσο και κάποια υπεραξία (goodwill) καθώς τα υλικά περιουσιακά στοιχεία (παραγωγικοί συντελεστές, κτίρια, αποθέματα κτλ) σε συνδυασμό με τα άυλα (φήμη, πελατολόγιο, οργάνωση παραγωγικής διαδικασίας κτλ) είναι διαρθρωμένα κατά τέτοιο τρόπο, έτσι ώστε συνδυαστικά να παράγουν κέρδη.

Πίνακας 4.16 Χρηματιστηριακή προς Λογιστική Αξία (P/BV)

Έτη	2013	2014	2015	2016	2017
Χρηματιστηριακή Τιμή Μετοχής (VWAP)	8,13	8,06	8,71	10,26	17,20
Λογιστική Αξία Ανά Μετοχή	3,98	2,93	4,61	6,38	7,96
Χρηματιστηριακή προς Λογιστική Αξία	2,04	2,75	1,89	1,60	2,16

Παρατηρούμε πως ο δείκτης χρηματιστηριακής προς λογιστική αξία λαμβάνει καθ'όλη τη διάρκεια της πενταετίας μία τιμή μεγαλύτερη της μονάδας, πράμα που σημαίνει ότι η μετοχή της Motor Oil εξακολουθεί να διαπραγματεύεται πάνω από τη λογιστική της αξία. Παρατηρούμε επιπλέον πως ενώ κατά τα έτη 2013 και 2014 ο δείκτης P/BV λάμβανε μία τιμή μεγαλύτερη του 2 (2.04 και 2.75 αντίστοιχα), ωστόσο μία ενδεχόμενη επένδυση των μετόχων στην εταιρεία τότε, θα οδηγούσε σε μεγάλα χρηματιστηριακά κέρδη όπως φαίνεται στη συνέχεια από την άνοδο της μετοχής. Χαρακτηριστικό του γεγονότος ότι ο συγκεκριμένος δείκτης δεν συνεξετάζει παράγοντες όπως το ύψος της κερδοφορίας, η κατάσταση της ρευστότητας και οι οικονομικές προοπτικές μιας εταιρείας. Το 2015 και το 2016 η τιμή του δείκτη παρουσίασε πτώση (1.89 και 1.60 αντίστοιχα). Το 2017 η εταιρεία χαρακτηρίζεται από σχετικά υψηλό P/BV ίσο με 2,16. Αυτό σημαίνει πως ο αγοραστής της μετοχής για κάθε 2,16 ευρώ που καταβάλλει, το 1 ευρώ αφορά **τα λογιστικοποιηθέντα περιουσιακά στοιχεία** της εταιρείας και το 1,16 ευρώ τα μη λογιστικοποιηθέντα (πχ αξία brand name, πελατολόγιο, ανεκτέλεστο υπόλοιπο συμβάσεων). Αυτή η τιμή του δείκτη σημαίνει ότι η επένδυση των μετόχων έχει αυξηθεί σε αξία.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΗΣ ΜΕΘΟΔΟΥ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΑΔΕΣΜΕΥΤΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΤΗΣ ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ (ΕΛΛΑΣ) Α.Ε.

5.1 Υπολογισμός Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (WACC)

Το κεφάλαιο (capital) μιας επιχείρησης, συνήθως, απαρτίζεται από δύο συστατικά: (α) το δανεισμό (debt capital) και (β) τα ίδια κεφάλαια (equity capital). Τα μεν δανειακά κεφάλαια παρέχονται από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (π.χ. τράπεζες), τα δε ίδια κεφάλαια προέρχονται από τους κατόχους των μετοχών όπως ιδιοκτήτες αλλά και επενδυτές (μέσω του χρηματιστηρίου). Βέβαια, τόσο οι δανειστές όσο και οι κάτοχοι των μετοχών προσβλέπουν σε κάποια συγκεκριμένη απόδοση των κεφαλαίων που αυτοί επενδύουν στην επιχείρηση. Το κόστος κεφαλαίου λοιπόν χαρακτηρίζει την προσδοκώμενη απόδοση (expected return) που προσβλέπουν τόσο οι μέτοχοι όσο και οι δανειστές. Όμως επειδή οι μέτοχοι προσβλέπουν σε άλλη προσδοκώμενη απόδοση (expected return ή return on equity, r_e) ενώ οι δανειστές σε διαφορετική (return on debt, r_d), σταθμίζουμε τα δύο αυτά κόστη κεφαλαίου και τα εκφράζουμε συνολικά μέσω του WACC.

Συνεπώς, προκύπτει ο παρακάτω τύπος:

$$Μ.Σ.Κ.Κ. = \frac{\text{Δάνεια}}{(\text{Δάνεια} + \text{Ίδια Κεφάλαια})} \times r_d \times (1 - \Phi.Σ.) + \frac{\text{Ίδια Κεφάλαια}}{(\text{Δάνεια} + \text{Ίδια Κεφάλαια})} \times r_e$$

Όπως αναφέραμε και στο Κεφάλαιο 4, το WACC αποτελεί μέρος του παρονομαστή στον υπολογισμό της προεξόφλησης των μελλοντικών ταμειακών ροών. Είναι το 'μέσο' εκείνο που απεικονίζει τις μελλοντικές ταμειακές ροές στη αξία του σήμερα (value today).

Επομένως για να υπολογίσουμε το WACC (αν τα ίδια κεφάλαια, ο δανεισμός και ο συντελεστής φορολογίας είναι δεδομένα) χρειαζόμαστε να προσδιορίσουμε το **κόστος δανεισμού** (cost of debt) καθώς και το **κόστος των ιδίων κεφαλαίων** (cost of equity).

5.1.1 Υπολογισμός του Κόστους των Ιδίων Κεφαλαίων

Η πιο ευρέως αποδεκτή μέθοδος για τον υπολογισμό του κόστους των ιδίων κεφαλαίων είναι αυτή της Αποτίμησης των Κεφαλαιακών Στοιχείων, γνωστή ως Capital Asset Pricing Model (CAPM). Η εξίσωση υπολογισμού είναι η εξής:

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

Όπου

r_f : η απόδοση μηδενικού (άνευ) κινδύνου

β : ο συντελεστής κινδύνου β (beta coefficient)

$r_m - r_f$: η προσαύξηση κινδύνου κεφαλαιαγοράς (risk premium)

Για τον υπολογισμό της απόδοσης μηδενικού κινδύνου (r_f) θα στηριχτούμε στην απόδοση του δεκαετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου. Ως απόδοση χωρίς κίνδυνο θα θεωρήσουμε την μέση απόδοση του δεκαετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου των τριών τελευταίων μηνών από σήμερα που κάνουμε την αποτίμηση (δηλαδή Ιούνιος-Ιούλιος-Αύγουστος 2018) και η οποία ανέρχεται σε 4,15%¹.

Πίνακας 5.1: Μέση Απόδοση 10ετούς Ελληνικού Κρατικού Ομολόγου

	ΑΠΟΔΟΣΗ 10ΕΤΟΥΣ ΚΡΑΤΙΚΟΥ ΟΜΟΛΟΓΟΥ
Ιούνιος 2018	4,39%
Ιούλιος 2018	3,88%
Αύγουστος 2018	4,18%
Μ.Ο. ΤΡΙΜΗΝΟΥ	4,15%

¹https://www.bankofgreece.gr/Pages/el/Statistics/rates_markets/titloioldimosiou/titloioldimosiou.aspx?Year=2018

Απόδοση 10ετούς Ελληνικού Κρατικού Ομολόγου

Ελλάδα 10 ετών, Ελλάδα, Αθήνα:GR10YT=RR, D



Πηγή: investing.com

Διάγραμμα 5.1: Πορεία Απόδοσης 10ετούς Ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου

Τα ομόλογα αντικατοπτρίζουν την εικόνα της εθνικής οικονομίας. Στο παραπάνω διάγραμμα παρατηρούμε την πορεία της απόδοσης του 10ετούς κρατικού ομολόγου την περίοδο 23/11/2017 – 31/08/2018. Παρατηρούμε πως στις αρχές του 2018 το αγοραστικό ενδιαφέρον σε κρατικούς τίτλους αναζωπυρώθηκε, οδηγώντας τις τιμές των ομολόγων σε υψηλότερα επίπεδα και σε πτώση της απόδοσής τους. Ειδικότερα, στις 8 Ιανουαρίου 2018 η απόδοση του 10ετούς ομολόγου διαμορφώθηκε στο 3,63%, η οποία και αποτελεί χαμηλό 12ετίας (τέτοια απόδοση είχε να καταγράψει το συγκεκριμένο ομόλογο από τον Ιανουάριο του 2006). Η αναβάθμιση της ελληνικής οικονομίας από τους τρεις μεγάλους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης συνέβαλαν επιπλέον στη μείωση της απόδοσης των 10ετών κρατικών ομολόγων στη δευτερογενή αγορά. Ισχυρές πιέσεις δέχτηκαν στα τέλη Μαΐου τα ελληνικά ομόλογα στη δευτερογενή αγορά με αποτέλεσμα να καταγράφεται σημαντική αύξηση στις αποδόσεις τους. Συγκεκριμένα, στις 29 Μαΐου 2018 η απόδοση του 10ετούς ομολόγου έφθασε το 4,8%. Η εξέλιξη αυτή αποδίδεται κυρίως στην πολιτική αστάθεια που έχει δημιουργηθεί στην Ιταλία. Αποκλιμάκωση των αποδόσεων των ομολόγων παρατηρείται κατά το τελευταίο

δεκαήμερο του Ιούνη και έπειτα, μετά την απόφαση του Eurogroup για μέτρα ελάφρυνσης του χρέους, διασφαλίζοντας πλήρως σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα τη βιωσιμότητα του ελληνικού χρέους. Στο Eurogroup της 21ης Ιουνίου η ολοκλήρωση πιστοποιήθηκε και εγκρίθηκε η αντίστοιχη δόση του δανείου, ύψος €15 δισεκ., εκ των οποίων €5,5 δισεκ. θα χρησιμοποιηθούν για την τρέχουσα εξυπηρέτηση του δημόσιου χρέους, ενώ τα υπόλοιπα €9,5 δισεκ. για τη δημιουργία κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας (cash buffer), που θα παρέχει τη δυνατότητα κάλυψης μέρους των κεφαλαιακών αναγκών αναχρηματοδότησής του. Επιπλέον, ο δανεισμός με ρέπος της Κεντρικής Κυβέρνησης από τους φορείς της Γενικής Κυβέρνησης ύψους €13,6 δισεκ., δημιουργείται συνολικό απόθεμα €24,1 δισεκ., το οποίο εκτιμάται ότι επαρκεί για την πλήρη αναχρηματοδότηση του δημόσιου χρέους για σχεδόν 22 μήνες, χωρίς να χρειάζεται η άντληση κεφαλαίων από τις διεθνείς αγορές. Αυτές οι εξελίξεις, σε συνδυασμό με τα αποτελέσματα του τελευταίου stress test για τις ελληνικές τράπεζες, από τα οποία δεν προέκυψαν πρόσθετες κεφαλαιακές ανάγκες ούτε υπό το δυσμενές σενάριο εξελίξεων, εκτιμάται ότι θα κάμψουν αρκετά την επιφυλακτικότητα για τη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών της Ελλάδας και την ευρωστία του εγχώριου τραπεζικού συστήματος. Κατά τη διάρκεια του δεύτερου και τρίτου δεκαήμερου του Ιουλίου η απόδοση του 10ετούς ομολόγου διατηρήθηκε κάτω του 3,90% χωρίς ιδιαίτερες αυξομειώσεις.

Αυτή τη στιγμή (31/08/2018) η απόδοση του 10ετούς ελληνικού ομολόγου διαμορφώνεται κοντά στο 4,40%, το οποίο και αποτελεί υψηλό δύο μηνών και αρκετά μακριά από τα χαμηλά 12ετίας και το 3,60% που άγγιξε στα τέλη Ιανουαρίου, ενώ είναι άμεσα εξαρτώμενο από τις εξελίξεις στην Ιταλία αλλά και την Τουρκία (με την τουρκική λίρα να έχει «βυθιστεί» φέτος κατά 40%). Συνεπώς, τα ομόλογα που αντικατοπτρίζουν πιο ψύχραιμα την τιμολόγηση του ελληνικού κινδύνου όπως αναφέραμε, αποτιμούν την Ελλάδα ως μια αγορά υψηλού ρίσκου. Η Ελλάδα σε ποσοστό 70% πιέζεται γιατί funds αποχωρούν από τις αναδυόμενες αγορές και έτσι η Ελλάδα ως η μόνη αναδυόμενη αγορά σε ευρώ δέχεται πιέσεις (κυριαρχεί ολοένα και περισσότερο η απόσυρση κεφαλαίων από τις περιοχές υψηλού ρίσκου).

Με την απόδοση του ελληνικού δεκαετούς ομολόγου να βρίσκεται στο 4,40% (όταν στις 21 Αυγούστου, ημέρα λήξης του τρίτου προγράμματος διάσωσης, ήταν στο 4,22% και στις 9 Αυγούστου η απόδοση παρέμενε κάτω απ' το 4%), οι αγορές ουσιαστικά βγάζουν «κόκκινη κάρτα» στο σχεδιασμό για επιστροφή στην κανονικότητα (σε μια «ομαλοποιημένη» χρηματοδοτική κατάσταση) καθώς το κόστος δανεισμού καθιστά απαγορευτική οποιαδήποτε προσπάθεια δοκιμαστικής έκδοσης νέου 10ετούς ομολόγου. Η Ελλάδα σχεδίαζε να εκδώσει

10ετές ομόλογο μέσα στον Ιούλιο αλλά δεν μπορεί καθώς οι επενδυτές ζητούσαν πολύ ακριβά επιτόκια (γύρω στο 4,30% με 4,40%) και το σενάριο αυτό έχει εγκαταληφθεί. Την ίδια ώρα η Κύπρος εξέδωσε δεκαετές ομόλογο με απόδοση 2,40% και άντλησε 1,5 δισ. από τις αγορές. Η αδυναμία έκδοσης 10ετούς ομολόγου από το ελληνικό δημόσιο δεν έχει περάσει απαρατήρητη από τις αγορές.

Μετά την έξοδό της από το πρόγραμμα βοήθειας στις 21 Αυγούστου, η χώρα δεν μπορεί παρά να στηριχθεί μόνο στις αγορές για να χρηματοδοτήσει το χρέος της. Το ενδιαφέρον είναι πως ενώ η Ελλάδα δανειζόταν από τους επίσημους πιστωτές με επιτόκια 1,20%, τώρα (όταν επιστρέψει στις αγορές δηλαδή, κάτι που δεν φαίνεται να συμβαίνει στο κοντινό μέλλον) θα πάει να δανειστεί από τις αγορές με επιτόκια 3,8% ή 4% σε ένα καλό σενάριο για να χρηματοδοτήσει ένα μη βιώσιμο χρέος. Αυτή τη στιγμή που το 10ετές ελληνικό ομόλογο βρίσκεται στο 4,40%, σημαίνει ότι εάν το κράτος εξέδιδε 10ετές θα είχε απόδοση 4,8% ίσως και 5%. Δηλαδή η Ελλάδα ενώ έχει μη βιώσιμο χρέος θα δανείζεται σχεδόν 3-4 φορές υψηλότερα για να εξυπηρετήσει το μη βιώσιμο χρέος. Το ότι η Ελλάδα θα δανειστεί με παραδοχές έως 3 φορές χειρότερες από το κόστος δανεισμού των επίσημων πιστωτών, αποτελεί έναν παραλογισμό.

Η Ελλάδα δεν έχει ανάγκη άμεσης προσφυγής στις αγορές αλλά χρειάζεται να αποκαταστήσει την εμπιστοσύνη των αγορών στα ομόλογά της αν πρόκειται να σταθεί οικονομικά στα πόδια της τα επόμενα χρόνια και να αποφύγει την επιστροφή στα δάνεια από τη Γερμανία και άλλες κυβερνήσεις χωρών της ευρωζώνης. Επιπλέον, οι θετικές εκτιμήσεις των οίκων έχουν τη δική τους σημασία για την προσπάθεια μιας καθολικής επιστροφής της Ελλάδας στις αγορές και τη χρηματοδότησή της με βιώσιμους όρους (λογικά επιτόκια) από αυτές.

Προς το παρόν όμως η Ελλάδα και το χρέος της – παρά τη βραχυμεσοπρόθεσμη διασφάλισή του με τη συμφωνία της 22ας Ιουνίου – εξακολουθεί να συμπιέζεται από την κρίση αφενός στην Ιταλία και αφετέρου στην Τουρκία (ακόμη και όταν απουσιάζουν σημαντικές εξελίξεις στο εσωτερικό). Και αυτή η πίεση αποτυπώνεται στην αβέβαιη ταλάντευση των ομολογιακών αποδόσεων.

Στο ίδιο μήκος κύματος κινούνται και οι τράπεζες. Οι ελληνικές τράπεζες επιχείρησαν το προηγούμενο διάστημα να εκδώσουν ομολογιακά tier 2 (δηλαδή ομολογιακά δάνεια μειωμένης εξασφάλισης) με στόχο να αντλήσουν 500 εκατ. ευρώ. Τα επιτόκια που προσφέρθηκαν από τους επενδυτές κινήθηκαν μεταξύ 9% με 11%, μάλιστα το 11%

συνοδεύτηκε με μείωση του ποσού στα 250 εκατ. ευρώ. Πρακτικά με τέτοια επιτόκια εάν έβγαινε να δανειστεί η ελληνική τράπεζα θα δημιουργούσε μια άκρως αρνητική εικόνα (γιατί τα ακριβά επιτόκια είναι απόδειξη χαμηλής εμπιστοσύνης).

Οι ελληνικές τράπεζες δεν μπορούν να βρουν κεφάλαια μέσω αυξήσεων κεφαλαίου, οι ελληνικές τράπεζες δεν μπορούν να βρουν κεφάλαια μέσω ομολογιακών tier 2 (επιπλέον η κερδοφορία των τραπεζών είναι σχεδόν μηδενική) και το ελληνικό κράτος δεν μπορεί να εκδώσει 10ετές ομόλογο από αδυναμία. Αυτό ονομάζεται μη επενδύσιμη ελληνική αγορά.

Να υπενθυμίσουμε πως τα τελευταία χρόνια στην Ελλάδα πραγματοποιήθηκε τρεις φορές ανακεφαλαιοποίηση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος, εξαιτίας των προβλημάτων κεφαλαιακής επάρκειας που αντιμετωπίζει. Το 2013 μέσω της κάλυψης της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου των 3,6 δις για τις τέσσερις συστημικές τράπεζες (Εθνική Τράπεζα, Eurobank, Alpha και Πειραιώς) και επιλέον 25 δις που δόθηκαν από το Ελληνικό Δημόσιο, μέσω του ελληνικού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, το οποίο είχε λάβει δάνεια από το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF). Το ελληνικό δημόσιο απέκτησε τότε σημαντικό ποσοστό, πάνω από 80% στις τράπεζες. Η δεύτερη ανακεφαλαιοποίηση (2014) καλύφθηκε στο σύνολό της από τοποθετήσεις ιδιωτών επενδυτών, όπου και εισέρευσαν 8,3 δις ιδιωτικά κεφάλαια στις συστημικές. Στο πλαίσιο της δεύτερης ανακεφαλαιοποίησης, οι νέες μετοχές εκδόθηκαν σε εξαιρετικά χαμηλές τιμές, με αποτέλεσμα να συμπιεστούν σε πολύ χαμηλά επίπεδα τα ποσοστά των παλαιών μετόχων, στους οποίους περιλαμβάνεται και το ελληνικό δημόσιο. Συνεπώς, το ποσοστό συμμετοχής του ΤΧΣ (δηλαδή του ελληνικού δημοσίου) μειώθηκε στο 56% περίπου. Μέσω της τρίτης ανακεφαλαιοποίησης (2015), εξασφαλίστηκε η ακεραιότητα των καταθέσεων νοικοκυριών και επιχειρήσεων και αποφεύχθηκε το ενδεχόμενο το βάρος της διάσωσης των τραπεζών να πέσει στις πλάτες των Ελλήνων καταθετών (κούρεμα μη καλυμμένων καταθέσεων). Η τρίτη ανακεφαλαιοποίηση έγινε σε τιμές κοντά στο μηδέν. Ενδεικτικά από € 4.29 που πλήρωσε το δημόσιο για την Εθνική το 2013, η ανακεφαλαιοποίηση στα τέλη Νοεμβρίου του 2015 έγινε στη τιμή των € 0.02. Συνεπώς ζημία για το Δημόσιο περίπου 96%. Επιπλέον συμφωνήθηκε να μην συμμετέχει ούτε το ελληνικό δημόσιο ούτε οι Έλληνες επενδυτές στην τρίτη ανακεφαλαιοποίηση. Τελικά τα ξένα funds πρόσφεραν περίπου 5,3 δις και εξαγόρασαν το σύνολο του ελληνικού τραπεζικού συστήματος ενώ το χρέος των € 25 δις (της πρώτης ανακεφαλαιοποίησης από το Ταμείο) για το ελληνικό δημόσιο παραμένει.

Η μειωμένη αποδοτικότητα των ελληνικών τραπεζών, όπως αποτυπώθηκε στα στοιχεία του τριμήνου που δημοσιεύθηκαν στο τέλος Αυγούστου, κάνει ακόμη πιο δύσκολη τη διάσωσή τους, καθώς ουδείς επιθυμεί να επενδύσει σε κάτι που είναι ήδη πεθαμένο. Όλες οι τράπεζες, περισσότερο ή λιγότερο, παρουσίασαν υποχώρηση στα έσοδά τους. Η πίεση στα έσοδα προκαλεί συναγερμό στους διεθνείς επενδυτές και θέτει σε αμφισβήτηση τη μελλοντική πορεία των τραπεζών. Τα επόμενα τρίμηνα είναι κρίσιμα γιατί αν φανεί ότι δεν αναστρέφεται η πτωτική τάση στα έσοδα, οι τράπεζες είναι ζήτημα χρόνου να παρουσιάσουν ζημίες. Με τις πόρτες των αγορών κλειστές, τα έσοδα σε πίεση, την απομόχλευση των χαρτοφυλακίων να θέτει σε αμφιβολία την κεφαλαιακή επάρκεια και τα αδύναμα αποτελέσματα, τα ξένα χαρτοφυλάκια ξεπουλάνε τις τραπεζικές μετοχές.

Κατά το ΔΝΤ, ενώ τα αποτελέσματα του stress test δεν έδειξαν ότι απαιτείται άμεση δράση, οι τράπεζες εξακολουθούν να είναι ευάλωτες σε αρνητικά σοκ και επερχόμενες αποφάσεις των ρυθμιστικών αρχών. Το Ταμείο επισημαίνει ότι υπάρχει ακόμη αβεβαιότητα στον στόχο επιστροφής των καταθέσεων κι αυτό σε συνδυασμό με την κατάργηση του waiver (δυνατότητα των ελληνικών τραπεζών να δανείζονται φθηνό χρήμα από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, με κατ' εξαίρεση αποδοχή των ελληνικών ομολόγων ως εγγύηση στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης των ελληνικών τραπεζών, παρότι η πιστοληπτική τους αξιολόγηση είναι χαμηλή) και τη δυσκολία απευθείας χρηματοδότησης των ελληνικών τραπεζών από τις αγορές ομολόγων, επηρεάζουν αρνητικά τη ρευστότητα. Οι τράπεζες ως το τέλος του 2021 πρέπει να μειώσουν στα 35-40 δισ. ευρώ το ύψος των προβληματικών δανείων, από τα περίπου 90 δισ. που είναι σήμερα ενώ οι αναβαλλόμενος φορολογικές απαιτήσεις κινούνται σε πολύ υψηλά επίπεδα.

Δεδομένου αυτών των ανησυχητικών μηνυμάτων που εκτέμφθηκαν με τα αποτελέσματα εξαμήνου, σαφής εικόνα για τις κεφαλαιακές ανάγκες των ελληνικών τραπεζών αναμένεται να υπάρξει στο τέλος του 2018 ή στις αρχές του 2019. Και συνεπώς υπάρχει ανοιχτό το ενδεχόμενο το ελληνικό τραπεζικό σύστημα να οδηγηθεί σε τέταρτη ανακεφαλαιοποίηση κατά το πρώτο εξάμηνο του 2019.

Επασφάλιστρο Κινδύνου

Για τον υπολογισμό του επασφάλιστρου κινδύνου θα βασιστούμε στη μεθοδολογία που προτείνει ο καθηγητής Damodaran και στον εξής τύπο:

Total Equity Risk Premium (ERP) for a Country = Risk Premium for a Mature Equity Market + Country Risk Premium – (Rating) – based on Default Spread for a B3 rated Sovereign Bond

Ως ώριμη αγορά θα χρησιμοποιήσουμε την U.S. Market και σύμφωνα με την έρευνα που πραγματοποίησε ο καθηγητής Damodaran, το risk premium της συγκεκριμένης αγοράς στις αρχές Ιουλίου του 2018 είναι της τάξεως του 5,37%.

Τον Φεβρουάριο του 2018 ο οίκος πιστοληπτικής αξιολόγησης Moody's αναβάθμισε την πιστοληπτική ικανότητα της ελληνικής οικονομίας κατά δύο βαθμίδες στο «B3» από «Caa2». Το Default Spread που αντιστοιχεί στη βαθμίδα «B3» για το ελληνικό αξιόχρεο ανέρχεται σε 7,52% , σύμφωνα με τα στοιχεία που είναι δημοσιευμένα στην ιστοσελίδα του Damodaran.

Συνεπώς, για τον υπολογισμό του Country Risk Premium θα χρησιμοποιήσουμε τη μέση ετήσια σχετική μεταβλητότητα των αναδυόμενων-emerging χρηματιστηριακών αγορών (όπως η ελληνική) που περιλαμβάνονται στον δείκτη S&P Emerging Broad Market Equity Index και της αγοράς ομολόγων των αναδυόμενων χωρών – δείκτης BAML Emerging Public Bond Index, των τελευταίων πέντε ετών (relative volatility of stock and bond prices in that market), σύμφωνα με τα δεδομένα που προέρχονται από την έρευνα του καθηγητή Damodaran. Πιο συγκεκριμένα ο τύπος είναι ο εξής:

Country Risk Premium = Country Default Spread * (Std. Dev. Equity Market / Std.Dev.Bond Market)

Country Risk Premium = 7,52% * (1,22)

Country Risk Premium = 9,17%

Τελικά, **Total Equity Risk Premium for Greece = 5,37% + 9,17% = 14,54%**

Υπολογισμός Beta

Θα χρησιμοποιήσουμε το υπόδειγμα του χρονικά μεταβαλλόμενου συντελεστή βήτα και το οποίο μοντελοποιεί τους συντελεστές βήτα ως συνάρτηση του χρόνου. Υιοθετώντας δηλαδή την άποψη ότι ο συντελεστής βήτα μπορεί να ακολουθεί μια μη γραμμική μορφή καθώς είναι δυνατόν να επηρεάζεται από τους επιχειρηματικούς κύκλους, τότε μπορούμε να γράψουμε:

$$\beta_{i,t} = \beta_i + a_i t + \gamma_i t^2 + u_{i,t}$$

Για την εύρεση του συντελεστή beta (β) θα χρησιμοποιήσουμε ως δεδομένα τις χρονολογικές σειρές των ιστορικών τιμών κλεισίματος της μετοχής της Μότορ Όιλ και του Γενικού Δείκτη. Πιο συγκεκριμένα, θα υπολογίσουμε τις ημερήσιες απλές αποδόσεις των τελευταίων πέντε ετών από σήμερα 31/08/2018 (ημέρα συγγραφής της συγκεκριμένης ενότητας και ημερομηνία αποτίμησης της Μότορ Όιλ για την παρούσα εργασία) και για την περίοδο 2/09/2013 – 31/08/2018.

Εισάγοντας τις μεταβλητές στο πρόγραμμα **Eviews**, μπορούμε να βρούμε τις τιμές των συντελεστών α_i, β_i και γ_i και συνεπώς τις τιμές του βήτα για κάθε μία ημέρα των τελευταίων πέντε ετών (οι υπολογισμοί πραγματοποιήθηκαν στο excel). Για τον υπολογισμό του κόστους των ιδίων κεφαλαίων, θα χρησιμοποιήσουμε ως βήτα το μέσο βήτα των τελευταίων πέντε ετών. Από το Eviews παίρνουμε τα ακόλουθα αποτελέσματα:

Dependent Variable: RI

Method: Least Squares

Date: 09/01/18 Time: 16:18

Sample: 1 1220

Included observations: 1220

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.001118	0.000598	1.868319	0.0620
RM	1.337247	0.103432	12.92873	0.0000
RM*TIME	-0.002044	0.000393	-5.205432	0.0000
RM*TIME^2	1.23E-06	3.27E-07	3.746506	0.0002
R-squared	0.351415	Mean dependent var		0.001209
Adjusted R-squared	0.349815	S.D. dependent var		0.025901
S.E. of regression	0.020885	Akaike info criterion		-4.896312
Sum squared resid	0.530391	Schwarz criterion		-4.879569
Log likelihood	2990.750	Hannan-Quinn criter.		-4.890010
F-statistic	219.6165	Durbin-Watson stat		2.197460
Prob(F-statistic)	0.000000			

όπου $\alpha=1,337247$ $\beta=-0,002044$ $\gamma=0,00000123$

Προκύπτει ένας μέσος συντελεστής βήτα της περιόδου ίσος με 0,7.

Πλέον μπορούμε να προχωρήσουμε στον υπολογισμό του κόστους των ιδίων κεφαλαίων (r_e) της εταιρείας Μότορ Όιλ και το οποίο ανέρχεται σε :

$$4,15\% + 0,7 (14,54\%) = 14,33\%$$

5.1.2 Υπολογισμός του Κόστους Δανειακών Κεφαλαίων (Cost of Debt)

Το κόστος των δανειακών κεφαλαίων θα υπολογιστεί με βάση τον τύπο:

$$r_d = \frac{\text{Χρεωστικοί Τόκοι}}{\text{Δανειακά Κεφάλαια}}$$

Πίνακας 5.2 Υπολογισμός κόστους δανειακών κεφαλαίων

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΚΟΣΤΟΥΣ ΔΑΝΕΙΑΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

<u>Ποσά σε Ευρώ</u>	<u>Χρήση 2017</u>
Χρεωστικοί Τόκοι	53.663.000
Δανειακά Κεφάλαια	667.375.000
Ποσοστό %	8,04%

Συνεπώς, το κόστος δανειακών κεφαλαίων μετά από τους φόρους θα είναι:

$$8,04\% (1-29\%) = 5,7\%$$

5.1.3 Ποσοστό Ξένων και Ιδίων Κεφαλαίων

Ζήτημα ανακύπτει σχετικά με τους σωστούς συντελεστές στάθμισης που χρησιμοποιούνται όσον αφορά τις πηγές χρηματοδότησης. Η επιλογή γίνεται μεταξύ λογιστικών συντελεστών στάθμισης και αγοραίων συντελεστών στάθμισης. Εάν επιλέξουμε τους λογιστικούς συντελεστές στάθμισης, χρησιμοποιούμε τιμές του Ισολογισμού. Για τους αγοραίους συντελεστές στάθμισης, πρέπει να εκτιμήσουμε κατ' αναλογία με την τρέχουσα αγοραία αξία των διαφόρων κεφαλαίων. Το θέμα αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό στην περίπτωση των ιδίων κεφαλαίων, που έχουν εν γένει αγοραία (χρηματιστηριακή) αξία μεγαλύτερη από τη λογιστική αξία. Είναι ορθότερο να χρησιμοποιούνται αγοραίες αξίες όταν είναι διαθέσιμες, αλλά στην παρούσα ανάλυση θα χρησιμοποιηθούν λογιστικές αξίες.

Πίνακας 5.3

ΠΟΣΟΣΤΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

<u>Ποσά σε Ευρώ</u>	<u>Χρήση 2017</u>
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	881.837.000
Συνολικά Κεφάλαια	1.549.212.000
Ποσοστό %	56,92%

Πίνακας 5.4

ΠΟΣΟΣΤΟ ΞΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

<i>Ποσά σε Ευρώ</i>	<i>Χρήση 2017</i>
Σύνολο Ξένων Κεφαλαίων	667.375.000
Συνολικά Κεφάλαια	1.549.212.000
Ποσοστό %	43,08%

5.1.4 Υπολογισμός Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (μετά από φόρους)

$$M.S.K.K. = \frac{\text{Δάνεια}}{(\text{Δάνεια} + \text{Ίδια Κεφάλαια})} \times r_d \times (1 - \Phi. \Sigma.) + \frac{\text{Ίδια Κεφάλαια}}{(\text{Δάνεια} + \text{Ίδια Κεφάλαια})} \times r_e$$

$$WACC = 43,08\% * 8,04\% * (1 - 29\%) + 56,92\% * 14,33\%$$

$$WACC = 10,62\%$$

5.2 Εκτίμηση Ρυθμού Μεγέθυνσης της Εταιρείας

Η εξίσωση υπολογισμού του g (EBIT) είναι η ακόλουθη:

$$g (EBIT) = \text{Reinvestment Rate} * ROC$$

όπου

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

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

Net Capital Expenditures: Καθαρές κεφαλαιουχικές δαπάνες (μετά από αποσβέσεις)

Change in WC: Μεταβολή κεφαλαίου κίνησης

t: Φορολογικός συντελεστής

BV of Debt: Λογιστική αξία δανείων

BV of Equity: Λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων

Υπολογισμός Καθαρών Κεφαλαιουχικών Δαπανών

Για τον υπολογισμό του Ρυθμού Επανεπένδυσης θα χρησιμοποιήσουμε τον μέσο όρο των Καθαρών Κεφαλαιουχικών Δαπανών της περιόδου 2008-2017.

Πίνακας 5.5

Μέσος Όρος Καθαρών Κεφαλαιουχικών Δαπανών περιόδου 2008-2017

<u>Ποσά σε χιλ. Ευρώ</u>	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
Κεφαλαιουχικές Δαπάνες (CapEx)	67.049	60.659	19.784	47.564	49.337	67.586	45.031	190.457	194.712	75.771
-Αποσβέσεις	77.712	74.000	75.530	74.326	70.190	68.772	70.612	60.036	49.975	47.224
Καθαρές Κεφαλαιουχικές Δαπάνες	-10663	-13341	-55746	-26762	-20853	-1.186	-25581	130.421	144.737	28.547

Προκύπτει συνεπώς ένας μέσος όρος καθαρών κεφαλαιουχικών δαπανών ίσος με 14.957.300€

Υπολογισμός Μεταβολής Καθαρού Κεφαλαίου Κίνησης (ΚΚΚ) Χρήσεως 2017

Πίνακας 5.6

<i>Ποσά σε χιλ. Ευρώ</i>	2017	2016
<i>Κυκλοφορούν Ενεργητικό</i>	1.389.393	1.394.712
<i>Χρηματικά Διαθέσιμα & Ισοδύναμα</i>	638.815	688.735
<i>Κυκλοφορούν Ενεργ/κό χωρίς Χρημ. Διαθ. & Ισοδύναμα</i>	<i>750.578</i>	<i>705.977</i>
<i>Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις</i>	685.374	611.176
<i>Βραχυπρόθεσμος Δανεισμός</i>	83.692	969
<i>Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις χωρίς Βραχυπρόθεσμο Δανεισμό</i>	<i>601.682</i>	<i>610.207</i>
<i>ΚΚΚ (NWC)</i>	<i>148.896</i>	<i>95.770</i>
<i>Μεταβολή ΚΚΚ 2017</i>	53.126	

Υπολογίζοντας αναλυτικά και τα υπόλοιπα απαραίτητα μεγέθη (οι υπολογισμοί πραγματοποιήθηκαν στο excel) και κάνοντας αντικατάσταση στους παραπάνω τύπους, προκύπτει ότι ο Ρυθμός Επανεπένδυσης (Reinvestment Rate) ισούται με 20,28% ενώ ο Δείκτης Απόδοσης Κεφαλαίου (ROC) είναι ίσος με 21,67%.

Συνεπώς, ο εκτιμώμενος ρυθμός ανάπτυξης των ΚΠΤΦ ισούται με: **$g(\text{EBIT}) = 4,39\%$** .

Για τον προσδιορισμό των Αναμενόμενων-Μελλοντικών Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών για τα επόμενα έτη, θα εφαρμόσουμε το **Μοντέλο Αποτίμησης Μεγέθυνσης δύο (2) σταδίων**, με βάση το οποίο μία επιχείρηση αναπτύσσεται με χαμηλότερους ρυθμούς στο μέλλον (g_2) από ότι τα πρώτα έτη ($g_1 > g_2$).

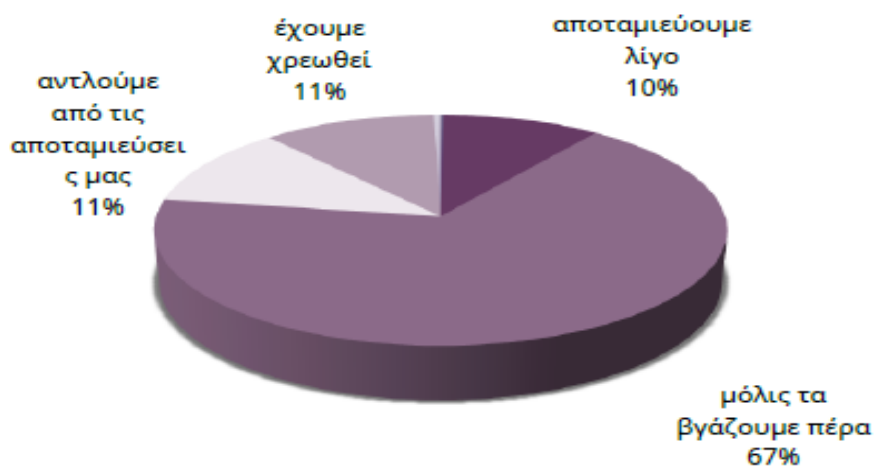
Συνεπώς, θα υποθέσουμε πως ο εκτιμώμενος ρυθμός μεγέθυνσης της Εταιρείας Μότορ Όιλ για τα επόμενα πέντε (5) έτη (2018-2022) θα είναι ίσος με 4,39% και για καθένα από αυτά τα έτη θα σχηματίσουμε πρόβλεψη των μελλοντικών ελεύθερων ταμειακών ροών (FCFF).

Επιπλέον, θα πρέπει να κεφαλαιοποιήσουμε την ταμειακή ροή του τελευταίου έτους χρησιμοποιώντας το μακροπρόθεσμο κόστος κεφαλαίου. Αυτό δίνει την υπολειμματική αξία στο τέλος του χρονικού ορίζοντα για τον οποίο σχηματίζουμε τις προβλέψεις. Η Υπολειμματική Αξία της επιχείρησης είναι η αξία που υπολογίζεται ότι θα έχει η επιχείρηση μετά τον προσδιορισμό της ταμειακής ροής που παράγει στο τέλος της περιόδου για την οποία γίνονται συγκεκριμένες προβλέψεις, δηλαδή τη συνεχιζόμενη αξία της στο τέλος της περιόδου των προβλέψεων. Συνεπώς, θα πρέπει να προβούμε σε εκτίμηση του ρυθμού ανάπτυξης της εταιρείας στο διηνεκές (μετά το 2022).

Οι έρευνες οικονομικής συγκυρίας του IOBE προσφέρουν σημαντική πληροφόρηση για τις εξελίξεις στην οικονομία τόσο από την πλευρά των επιχειρήσεων, όσο και από την πλευρά της τελικής ζήτησης, δηλαδή των καταναλωτών και μπορούν να χρησιμοποιηθούν με επάρκεια για την πρόβλεψη των άμεσων εξελίξεων, ακόμα και στην πορεία του ΑΕΠ.

Σύμφωνα με τον IOBE, ο δείκτης οικονομικού κλίματος το δεύτερο τρίμηνο του 2018 κινείται σε ελαφρώς υψηλότερα επίπεδα σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο, ενώ έχει βελτιωθεί συγκριτικά και με το αντίστοιχο περυσινό χρονικό διάστημα. Ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ στο αρχικό τρίμηνο του 2018 (με ρυθμό 2,3%) σε σύγκριση με το 1^ο τρίμηνο 2017 ήταν ο υψηλότερος των τελευταίων δέκα ετών, από το δεύτερο τρίμηνο του 2008. Η νέα αύξηση του εγχώριου προϊόντος προήλθε από τη βελτίωση του εξωτερικού ισοζυγίου της Ελλάδας, λόγω συνέχισης της σημαντικής διεύρυνσης των εξαγωγών και υποχώρησης των

εισαγωγών (για πρώτη φορά από το β' τρίμηνο του 2016). Οι επενδυτικές δαπάνες στο πρώτο τρίμηνο του 2018 ήταν 12,1% λιγότερες από ότι στο αντίστοιχο τρίμηνο πέρυσι, στο οποίο είχαν αυξηθεί έντονα, κατά 29,6%. Στο σκέλος των εξαγωγών υπηρεσιών, η υψηλή διεθνής τουριστική κίνηση από την αρχή του 2018 προμηνύει συνέχιση της διεύρυνσης των σχετικών εσόδων. Η κατανάλωση των νοικοκυριών, που είναι διαχρονικά μεταξύ των συνιστωσών του ΑΕΠ αυτή που το διαμορφώνει στο μεγαλύτερο βαθμό, περιορίστηκε οριακά, μεταβολή αντίθετη αυτής στη δημόσια κατανάλωση. Αυτή η εξέλιξη θεωρείται ότι αντανακλά τις πιέσεις στο διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών από την κλιμάκωση της έμμεσης φορολογίας από το δεύτερο εξάμηνο του 2016, καθώς και στην αρχή του 2017, αλλά και από την αύξηση της άμεσης φορολογίας, με τη μείωση της έκπτωσης φόρου εισοδήματος και τον περισσότερο προοδευτικό συντελεστή φορολογίας εισοδήματος από τον Μάιο πέρυσι, που εφαρμόστηκαν για πρώτη φορά καθ' όλο το έτος επίσης το 2017. Η πλειοψηφία των ελληνικών νοικοκυριών είναι πεισμένα οικονομικά και τα έσοδα τους μετά βίας επαρκούν για την κάλυψη των τρέχουσων αναγκών τους, ενώ ποσοστό 11% των καταναλωτών αναφέρουν ότι είναι χρεωμένοι. Η ανεργία έπεσε στο 19% (β' τρίμηνο 2018), ωστόσο φαίνεται πως χρειάζεται χρόνος ώστε τα θετικά βήματα στην απασχόληση να μεταφραστούν σε αύξηση της κατανάλωσης.



Πηγή: IOBE

Διάγραμμα 5.2: Στοιχεία έρευνας καταναλωτών για την οικονομική κατάσταση του νοικοκυριού τους, (μέσος όρος Απριλίου – Ιουνίου 2018)

Συνεπώς, η σημαντική θετική επίδραση του εξωτερικού τομέα στο εγχώριο προϊόν στο πρώτο και δεύτερο φετινό τρίμηνο που σηματοδοτεί τη σταδιακή αλλαγή αναπτυξιακού προτύπου

της ελληνικής οικονομίας, είναι πλέον πιθανό ότι θα συνεχιστεί, αλλά με μικρότερη ένταση. Την υποχώρησή της θα αναπληρώσει, τουλάχιστον εν μέρει, η εγχώρια ζήτηση, μέσω των επενδύσεων. Ωστόσο καθοριστικός παράγοντας για το εάν η επενδυτική δραστηριότητα θα είναι επαρκής για τη συντήρηση του ρυθμού ανάπτυξης στην αρχή του 2018 και στη συνέχεια του, θα είναι η δυναμική της κατανάλωσης των νοικοκυριών, υπό τις εκ νέου αυξημένες πιέσεις που δέχεται από τη φορολογία.

Συνισταμένη των αναμενόμενων για φέτος εξελίξεων στους παράγοντες οι οποίοι καθορίζουν τις συνιστώσες του (πραγματικού) ΑΕΠ, είναι η πρόβλεψη για επιτάχυνση της ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας το 2018, στην περιοχή του 2,0% σύμφωνα με το ΙΟΒΕ.

Σύμφωνα με προβλέψεις, ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας για την περίοδο 2018-2022 εκτιμάται πως θα είναι της τάξεως του 1,8%.²

Υποθέτοντας ότι οι επενδύσεις αναμένεται να ακολουθήσουν μία πιο δυναμική πορεία τα επόμενα χρόνια και με τις εξαγωγές να συνεχίζουν την καλή απόδοση (που έχουν ενισχυθεί από τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας και την αύξηση της εξωτερικής ζήτησης), με αποτέλεσμα η ανάκαμψη της αγοράς να συνεχιστεί τα επόμενα χρόνια, θα θεωρήσουμε ένα δεύτερο χαμηλότερο σταθερό ετήσιο ρυθμό μεγέθυνσης (g_2) για την Εταιρεία ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ μετά το πέμπτο έτος της περιόδου πρόβλεψης (δηλαδή μετά το 2022) και στο διηνεκές ίσο με 1,8%.

5.3 Προσδιορισμός των Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών (FCFF)

Όπως αναφέραμε, για την αποτίμηση της αξίας της Εταιρείας ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ (ΕΛΛΑΣ) θα εφαρμόσουμε τη μέθοδο προεξόφλησης των Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών (Discounted Free Cash Flow). Ο σχηματισμός προβλέψεων για τον υπολογισμό των αδέσμευτων (ελεύθερων) ταμειακών ροών αφορά την περίοδο 2018-2022 και εκτιμήσαμε δύο στάδια ανάπτυξης της. Ένα υψηλό κατά τα πρώτα πέντε έτη της περιόδου πρόβλεψης ίσο με 4,39% ενώ ο ετήσιος ρυθμός μεγέθυνσης της εταιρείας μετά το 2022 (και στο διηνεκές) να είναι σταθερός και ίσος με 1,8%.

Στον παρακάτω πίνακα συνοψίζουμε τους υπολογισμούς που πραγματοποιήθηκαν στις προηγούμενες ενότητες του παρόντος κεφαλαίου και που θα οδηγήσουν στον προσδιορισμό των αδέσμευτων ταμειακών ροών.

² <http://country.eiu.com/greece>

Προσδιορισμός της Αξίας της Μετοχής με βάση τις Αδέσμευτες Ταμειακές Ροές

Κόστος Μετοχικού Κεφαλαίου (r_e)	14,33%
Κόστος Δανειακών Κεφαλαίων (προ φόρων)	8,04%
Ίδια/Συνολικά Κεφάλαια	56,92%
Φορολογικός Συντελεστής	29%
Μ.Σ.Κ.Κ. (μετά από φόρους)	10,62%
Ετήσιος Ρυθμός Μεγέθυνσης για τα επόμενα 5 έτη (2018-2022)	4,39%
Ετήσιος Ρυθμός Ανάπτυξης FCFF στο διηνεκές (μετά το 2022)	1,8%

Υποθέσεις Υποδείγματος FREE CASH FLOW TO THE FIRM (FCFF)

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Φορολογικός Συντελεστής	29%	29%	29%	29%	29%
Κόστος Δανειακών Κεφαλαίων	8,04%	8,04%	8,04%	8,04%	8,04%
Κόστος Μετοχικού Κεφαλαίου	14,33%	14,33%	14,33%	14,33%	14,33%
Ίδια/Συνολικά Κεφάλαια	56,92%	56,92%	56,92%	56,92%	56,92%
Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου	10,62%	10,62%	10,62%	10,62%	10,62%

Σύμφωνα με τον παραπάνω πίνακα, υποθέτουμε ότι το κόστος δανεισμού θα διατηρηθεί σταθερό τα επόμενα έτη. Το κόστος μετοχικού κεφαλαίου όπως έχει υπολογιστεί σύμφωνα με το CAPM. Επιπλέον, θεωρούμε Σταθερή Κεφαλαιακή Διάρθρωση. Τέλος, θεωρούμε ότι το Μ.Σ.Κ.Κ. παραμένει σταθερό από το 2022 και έπειτα και ίσο με 10,62%.

Για τον υπολογισμό των αδέσμευτων ταμειακών ροών θα βασιστούμε στον εξής τύπο:

$$\text{FCFF} = \text{EBIT} \cdot (1-t) + \text{Depreciation} - \text{CAPEX} - \text{Change in WC}$$

Για το 2017, EBIT = 472.767.000 €,

$$\text{Αποσβέσεις} = 77.712.000 \text{ €},$$

$$\text{Κεφαλαιουχικές Δαπάνες} = 67.049.000 \text{ €}$$

$$\text{Μεταβολές Κεφαλαίου Κίνησης} = 53.126.000 \text{ €}$$

Συνεπώς, οι Αδέσμευτες Ταμειακές Ροές για τη χρήση 2017 ανέρχονται σε 293.201.570 €.

Επομένως, θα πρέπει να προβούμε σε υποθέσεις για την ανάπτυξη των οικονομικών μεγεθών της Εταιρείας ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ (ΕΛΛΑΣ) της περιόδου πρόβλεψης 2018-2022 καθώς και στο διηνεκές.

Στον επόμενο πίνακα παρουσιάζουμε τις υποθέσεις για την ανάπτυξη αυτών των μεγεθών.

Πίνακας 5.7: Υποθέσεις Μοντέλου Αποτίμησης FCFE Μεγέθυνσης δύο σταδίων

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	Μακροπρόθεσμες Υποθέσεις
Κέρδη προ φόρων και τόκων (ΕΒΙΤ)	4,39%	4,39%	4,39%	4,39%	4,39%	1,8%
Κεφαλαιουχικές Δαπάνες	4,39%	4,39%	4,39%	4,39%	4,39%	1,8%
Μεταβολές Κεφαλαίου Κίνησης	4,39%	4,39%	4,39%	4,39%	4,39%	1,8%
Αποσβέσεις Παγίων Στοιχείων	4,39%	4,39%	4,39%	4,39%	4,39%	1,8%

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΑΔΕΣΜΕΥΤΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Πίνακας 5.8: Υπολογισμός Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών

<u>Ποσά σε Ευρώ</u>	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	Μακροπρόθεσμες Υποθέσεις
Λειτουργικό Κέρδος	493.521.471,3	515.187.063,9	537.803.776	561.413.361,8	586.059.408,3	596.608.477,7
Μείον: Φόροι	143.121.226,7	149.404.248,5	155.963.095	162.809.874,9	169.957.228,4	173.016.458,5
Πλέον: Αποσβέσεις	81.123.556,8	84.684.880,94	88.402.547,22	92.283.419,04	96.334.661,14	98.068.685,04
Μείον: Επενδύσεις σε Πάγια	69.992.451,1	73.065.119,7	76.272.678,46	79.621.049,04	83.116.413,1	84.612.508,53
Μείον: Μεταβολές Κεφαλαίου Κίνησης	55.458.231,4	57.892.847,76	60.434.343,78	63.087.411,47	65.856.948,83	67.042.373,91
ΑΔΕΣΜΕΥΤΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ (FCFE)	306.073.118,9	319.509.728,8	333.536.205,9	348.178.445,4	363.463.479,1	370.005.821,8

Συνεπώς, το άθροισμα των προεξοφλημένων αδέσμευτων ταμειακών ροών της εταιρείας (FCFF) για τα επόμενα πέντε έτη της περιόδου πρόβλεψης, χρησιμοποιώντας ως κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC), θα είναι ίσο με:

$$\frac{306.073.118,9}{(1,1062)^1} + \frac{319.509.728,8}{(1,1062)^2} + \frac{333.536.205,9}{(1,1062)^3} + \frac{348.178.445,4}{(1,1062)^4} + \frac{363.463.479,1}{(1,1062)^5} = 1.236.249.002 \text{ €}$$

Στη συνέχεια προχωρούμε στον υπολογισμό της Υπολειμματικής Αξίας της Εταιρείας (Residual Value).

$$\text{Residual Value} = \frac{FCFF_{2022} * (1+g_2)}{WACC - g_2} = \frac{(363.463.479,1) * (1,018)}{0,1062 - 0,018} = 4.196.576.683 \text{ €}$$

Συνεπώς, η Παρούσα Αξία της Υπολειμματικής Αξίας θα είναι ίση με:

$$P.V. \text{ Residual Value} = \frac{4.196.576.683}{(1+WACC)^5} = 2.533.895.797 \text{ €}$$

Η Αξία της Εταιρείας θα είναι ίση με:

$$\text{Firm Value} = \sum_{i=1}^5 \frac{FCFF_i}{(1+WACC)^i} + P.V. \text{ RV} = 1.236.249.002 + 2.533.895.797 = 3.770.144.800 \text{ €}$$

Ο καθαρός Δανεισμός (Net Debt) της Εταιρείας χρήσης 2017 ανέρχεται σε 28.560.000 €.

Συνεπώς, η Καθαρή Αξία της Επιχείρησης (Αξία Ιδίων Κεφαλαίων) είναι ίση με:

$$\text{Firm Value} = 3.770.144.800 - 28.560.000$$

$$\text{Firm Value} = 3.741.584.800 \text{ €}$$

5.4 Προσδιορισμός της Εσωτερικής Αξίας (Δίκαιης Τιμής) της Μετοχής

Ο συνολικός αριθμός των μετοχών ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ (ΕΛΛΑΣ) Α.Ε. κατά την ημερομηνία αποτίμησης (31/08/2018) ανέρχεται σε 110.782.980.

Συνεπώς, διαιρώντας την Καθαρή Αξία της Εταιρείας με τον συνολικό αριθμό των μετοχών σε κυκλοφορία, καταλήγουμε πως η δίκαιη τιμή (fair price) για τη μετοχή της ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ (ΕΛΛΑΣ) διαμορφώνεται σε **€ 33,77**.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

6.1 Σχολιασμός Αποτελέσματος

Το υπόδειγμα που χρησιμοποιήσαμε για να αποτιμήσουμε την Εταιρεία, βασίστηκε στην προεξόφληση των μελλοντικών «αδέσμευτων - ελεύθερων ταμειακών ροών» (Discounted Free Cash Flow). Βάσει των προβλέψεών μας για την επόμενη 5ετία, και με την εφαρμογή της μεθόδου προεξόφλησης των μελλοντικών “ελεύθερων ταμειακών ροών”, η **δίκαιη τιμή** για τη μετοχή της MOTOP ΟΪΛ (ΕΛΛΑΣ) Α.Ε. διαμορφώνεται σε **€ 33,77**.

Η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής κατά την ημερομηνία αποτίμησης (31/08/2018) ανέρχεται στα € 20,30. Συνεπώς, καταλήγουμε πως η μετοχή της MOTOP ΟΪΛ είναι **υποτιμημένη** και μάλιστα κατά 66% περίπου. Η κεφαλαιοποίηση της MOH στο Χ.Α. τη συγκεκριμένη ημερομηνία διαμορφώνεται στα 2,25 δις ευρώ ενώ με βάση την αποτίμησή μας και την δίκαιη τιμή της που εκτιμήσαμε παραπάνω, η κεφαλαιοποίηση υπολογίζεται στα 3,74 δις ευρώ.

Να σημειωθεί ότι στα τέλη Αυγούστου η Motor Oil πλασάρεται για πρώτη φορά στην 4^η θέση των κεφαλαιοποιήσεων του ελληνικού χρηματιστηρίου, εκτοπίζοντας τις Alpha Bank και Εθνική που πλέον κατρακύλησαν στην 6η και 7η θέση αντίστοιχα.

Μια ματιά στην... αλυσίδα αποδόσεων του τίτλου τα τελευταία χρόνια, απλώς μαρτυρά την ξεχωριστή αξιοπιστία του. Το 2017 η μετοχή ενισχύθηκε σε ποσοστό 43,4%, το 2016 κέρδισε 31,7%, ενώ το 2015 είχε πετύχει άνοδο κατά 54%. Αξίζει να σημειωθεί ότι σε επίπεδο βετίας, ενισχύεται άνω του 300%, καθώς στις αρχές Σεπτεμβρίου του 2012 η μετοχή ήταν περίεξ των 4,60 - 4,70 ευρώ!

Βέβαια αυτές οι αξιοζήλευτες αποδόσεις δεν είναι τυχαίες αλλά οφείλεται στα εξαιρετικά οικονομικά μεγέθη που πραγματοποίησε κατά τις χρήσεις 2015, 2016 και κυρίως 2017, με καλές επιδόσεις σχεδόν σε όλες τις βαθμίδες του ισολογισμού, αρκετά ανώτερες από αυτές που προσδοκούσε η αγορά. Οι θετικές εξελίξεις στο μέτωπο των πωλούμενων όγκων και τα βελτιωμένα περιθώρια δύλισης, αναμένεται να συνεχιστούν και την περίοδο 2018-2019, οδηγώντας σε συνέχιση της αυξημένης κερδοφορίας και των υψηλών ταμειακών ροών.

Επιπλέον, η Motor Oil επέτυχε την επιμήκυνση της λήξης των δανειακών της υποχρεώσεων καθώς και δραστική μείωση του κόστους χρηματοδότησης, οδηγώντας τον καθαρό δανεισμό σε ιστορικό χαμηλό.

Σύμφωνα με τους αναλυτές της UBS, η Motor Oil είναι σε τροχιά για εντυπωσιακή απόδοση ελεύθερων ταμειακών ροών στη τρέχουσα χρήση, επίδοση που θα της δώσει την ευχέρεια για νέα σημαντική αύξηση του μερίσματος, συνεχίζοντας την παραδοσιακά γενναία μερισματική πολιτική της, από τις καλύτερες της αγοράς. Επιπλέον, ο πολύ χαμηλός δείκτης P/E (6.44x) δείχνει πως κάθε άλλο παρά ακριβά διαπραγματεύεται. Εντούτοις, αυτοί οι υποδειγματικοί δείκτες, οφείλονται στις πολύ **ευνοϊκές συνθήκες** που έχουν διαμορφωθεί στη διύλιση τελευταία.

Από την άλλη, Η Motor Oil, λόγω της ένταξης της από 3 Σεπτεμβρίου στο δείκτη MSCI Standard Greece στη θέση της Folli Follie, είχε σημαντικές εισροές από αρκετά συντηρητικού τύπου διεθνή χαρτοφυλάκια (ασφαλιστικά και συνταξιοδοτικά ταμεία, δημόσιους φορείς κ.λπ.), που δρομολογούν τις κινήσεις και τις επιλογές τους ανάλογα με την ετυμηγορία οίκων όπως MSCI και FTSE, ανεβάζοντας την τιμή της μετοχής.

Όλες αυτές οι εξελίξεις είναι μια δικαίωση για την Εταιρεία που στις τελευταίες χρήσεις πετυχαίνει αλλεπάλληλα ρεκόρ κερδοφορίας, διατηρώντας παράλληλα και ένα από τα πιο σύγχρονα διυλιστήρια της Ευρώπης. Τα πλεονεκτήματα είναι σαφή καθώς και η προοπτική των διυλιστηρίων παραμένει ισχυρή για το 2019-2020. Τέλος, να αναφέρουμε πως σε ανάλυσή της η UBS για την Μότορ Όιλ, ανεβάζει την τιμή στόχο στα 24 ευρώ για την μετοχή, όμως το εύρος φτάνει μέχρι τα 31 ευρώ.

6.2 Περιορισμοί της Έρευνας

Τα περισσότερα από τα στοιχεία που θα χρησιμοποιηθούν για τους σκοπούς της παρούσας διπλωματικής εργασίας, δημοσιεύονται από την ίδια την εταιρεία. Σε γενικές γραμμές, η αποτίμηση γίνεται εξωτερικά και ως εκ τούτου, βασίζεται αποκλειστικά και μόνο στις διαθέσιμες στο κοινό πληροφορίες.

Σε αυτό το σημείο μπορεί να αμφισβητηθεί η αξιοπιστία των πληροφοριών. Πόσο βέβαιοι είμαστε ότι τα νούμερα που εμφανίζονται στους λογαριασμούς ενός οργανισμού αντανακλούν αληθινά την πραγματικότητα και μας δίνουν μια αληθινή εικόνα της οικονομικής του κατάστασης;

Η απάντηση είναι ότι στις περισσότερες περιπτώσεις μπορούμε να είμαστε σίγουροι λόγω των εξονυχιστικών ελέγχων στους οποίους υποβάλλονται από τους επενδυτές, την ένωση τραπεζών και τα διάφορα ελεγκτικά σώματα που εποπτεύουν τις επιχειρηματικές δραστηριότητες, όπως η ΕΚ (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς), το Χρηματιστήριο, τα Ινστιτούτα Λογιστικής κτλ. Τα σώματα αυτά έχουν συντάξει λεπτομερείς κανονισμούς που διέπουν την παρουσίαση των ετήσιων λογιστικών καταστάσεων και οι οποίοι σε σταθερή βάση εκσυγχρονίζονται προκειμένου να ανταποκρίνονται στις μεταβαλλόμενες συνθήκες.

Παρ'όλα αυτά, εξαιτίας της ποικιλίας των διαφορετικών επιχειρηματικών καταστάσεων οι κανονισμοί αυτοί δεν μπορεί να είναι πολύ καθορισμένοι. Ένα συγκεκριμένο περιθώριο ελιγμών είναι ακόμα επιτρεπτό στους μάνατζερ και έτσι, όπου οι εταιρείες δεν επιθυμούν να εμφανίσουν την πραγματική τους κατάσταση, όπου για διάφορους λόγους θέλουν να παρουσιάσουν μια πιο αισιόδοξη εικόνα από αυτήν που θα δικαιολογούσε η πραγματική επίδοση της λειτουργίας τους, υπάρχει έδαφος για κάποια δημιουργική λογιστική.

Η πληροφόρηση που περιέχεται στην παρούσα ανάλυση βασίζεται σε ευρέως δημοσιοποιημένα στοιχεία, στατιστικές βάσεις δεδομένων, ετήσιους απολογισμούς, ενημερωτικά δελτία και άλλες επίσημες ανακοινώσεις, οι οποίες θεωρούνται πως είναι έγκυρες, αξιόπιστες και οι κατά το δυνατόν αντιπροσωπευτικότερες του προς εξέταση αντικειμένου.

Επιπλέον, οι προβλέψεις που αναφέρονται στην παρούσα ανάλυση δύνανται να αποτελούν ένα μόνο από τα πολλά υποψήφια / πιθανά σενάρια μελλοντικών εξελίξεων, ανάλογα με τις διαφορετικές κάθε φορά υποθέσεις που λαμβάνονται υπόψη για την εξαγωγή τους. Όλες οι απόψεις οι οποίες βασίζονται σε προβλέψεις μεγεθών χρηματοοικονομικής φύσεως υπόκεινται σε σημαντικούς κινδύνους και αβεβαιότητες ως προς την τελική υλοποίησή τους, με αποτέλεσμα να απαιτείται εξαιρετική προσοχή στη χρήση αυτών των προβλέψεων ως κριτήρια επενδυτικής συμπεριφοράς. Οι παραπάνω υπολογισμοί που έχουν πραγματοποιηθεί ενδέχεται να περιλαμβάνουν αστοχίες ή λάθη.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ξένη Βιβλιογραφία - Αρθρογραφία

Damodaran, A. (2002), *Investment Valuation – Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, John Wiley & Sons, 2002

Copeland, T., Koller, T., Murrin, J. (1994), *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiley & Sons

Buffett, M. and Clark, D., 2008, *Warren Buffett and the interpretation of financial statements*, New York: Scribner

Damodaran, A., 2001, *Twelve Myths in Valuation*

Fernandez, P. (2002), *Company Valuation Methods. The most common errors in valuations*, IESE Business School – University of Navarra, pp. 449

Damodaran, A., 2006, *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*, Second Edition

Ciaran Walsh, (2006), *Key Management Ratios (4th edition)*, Εκδόσεις Prentice Hall, Λονδίνο 2006

Ελληνική Βιβλιογραφία – Αρθρογραφία

Λαζαρίδης Θ., (2005), *Αποτίμηση Επιχειρησέων: Θεωρία – Μεθοδολογία - Πρακτική*, Αθήνα: Αφοί Κυριακίδη Α.Ε.

Λαζαρίδης Ι. και Παπαδόπουλος Δ., (2010), *Επιχειρηματική Ανάλυση και Προσδιορισμός Αξίας Επιχείρησης με τη Χρησιμοποίηση των Ετήσιων Οικονομικών Καταστάσεων*

IOBE (2018), *Η Ελληνική Οικονομία*, τεύχος 2/18

ICAP Group (2017), *Κλαδική Μελέτη, Υγρά και Αέρια Καύσιμα*

IOBE (2016), *Ο Κλάδος Δύλισης Πετρελαίου στην Ελλάδα: Συμβολή στην Οικονομία και Προοπτικές*

Νούλας Α., (2015), *Χρηματοοικονομική Διοίκηση*, Θεσσαλονίκη 2015

Παπαϊωάννου Τ. και Τρουπάκης Α., (2006), *Αριθμοδείκτες και Management*, Εκδόσεις Πατάκη, Αθήνα, Μάρτιος 2006

Ρούσης Χ. και Εμπέογλου Γ., (2014), *Πώς υπολογίζουμε την αξία μιας εταιρεία*, Η ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ, 30 Ιανουαρίου 2014

Παπαδημητρίου Κ., (2002), «*Η αποτίμηση των επιχειρήσεων είναι επιστήμη αλλά και τέχνη*», Η ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ, 6 Οκτωβρίου 2002

Λιαδικτυακές Διευθύνσεις

<http://www.bankingnews.gr/>

<https://www.naftemporiki.gr/>

<http://www.capital.gr/>

<https://www.euro2day.gr/>

<https://www.investing.com/>

<https://www.bankofgreece.gr>

<http://iobe.gr/>

<http://country.eiu.com/greece>

<http://www.investorblog.gr/>

<https://www.moh.gr/>

<http://www.businessnews.gr/>

<http://worldenergynews.gr/>

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

<https://www.moody.com/>

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ (ΕΛΛΑΣ) Α.Ε. ΧΡΗΣΗΣ 2017

Κατάσταση Αποτελεσμάτων και Λοιπών Συνολικών Εισοδημάτων της χρήσης που έληξε την 31η Δεκεμβρίου 2017

Ποσά σε χιλ. Ευρώ (εκτός από "κέρδη ανά μετοχή")	Σημ.	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΙΑ	
		1/1-31/12/2017	1/1-31/12/2016	1/1-31/12/2017	1/1-31/12/2016
Αποτελέσματα εκμεταλλεύσεως					
Κύκλος εργασιών	4	7.843.482	6.356.855	5.739.354	4.511.920
Κόστος πωληθέντων		<u>(7.024.508)</u>	<u>(5.629.892)</u>	<u>(5.191.218)</u>	<u>(4.045.921)</u>
Μικτά αποτελέσματα		818.974	726.963	548.136	465.999
Κέρδη εκμεταλλεύσεως					
Έξοδα διάθεσης		(219.508)	(219.597)	(25.126)	(39.696)
Έξοδα διοίκησης		(73.423)	(59.527)	(40.366)	(31.210)
Λοιπά λειτουργικά έσοδα / (έξοδα)	6	<u>(10.499)</u>	<u>57.189</u>	<u>(9.877)</u>	<u>52.691</u>
Κέρδη εκμεταλλεύσεως		515.544	505.028	472.767	447.784
Κέρδη προ φόρων					
Έσοδα από επενδύσεις	8	3.267	1.525	3.206	2.005
Κέρδη / (ζημιές) από συγγενείς εταιρίες	16	8.027	2.452	0	0
Χρηματοοικονομικά έσοδα	9	<u>(76.537)</u>	<u>(80.245)</u>	<u>(53.663)</u>	<u>(56.985)</u>
Κέρδη προ φόρων		450.301	428.760	422.310	392.804
Φόροι εισοδήματος	10	<u>(136.745)</u>	<u>(130.915)</u>	<u>(126.675)</u>	<u>(118.164)</u>
Καθαρά κέρδη χρήσης μετά από φόρους		313.556	297.845	295.635	274.640
Κατανέμονται στους Μετόχους της Εταιρίας		315.181	298.167	295.635	274.640
Δικαιώματα Μειοψηφίας	28	(1.625)	(322)	0	0
Κέρδη/μετοχή βασικά και απομειωμένα σε Ευρώ	12	2,85	2,69	2,67	2,48
Λοιπά Συνολικά Εισοδήματα					
Στοιχεία που δεν θα ανακαταταγούν στα αποτελέσματα:					
Αναλογιστικά κέρδη/(ζημιές) σε προγράμματα παραχών	36	(16.078)	(1.493)	(13.646)	(1.628)
Έξοδα αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου Θυγατρικών		(25)	(48)	0	0
Συναλλαγματικές διαφορές μετατροπών		(952)	155	0	0
Φόρος επί των στοιχείων που δεν ανακατατάσσονται		4.670	447	3.957	472
		(12.385)	(939)	(9.689)	(1.156)
Συγκεντρωτικά Συνολικά Εισοδήματα		301.171	296.906	285.946	273.484
Κατανέμονται στους Μετόχους της Εταιρίας		303.100	297.183	285.946	273.484
Δικαιώματα Μειοψηφίας		(1.929)	(277)	0	0

Κατάσταση Οικονομικής Θέσης της 31ης Δεκεμβρίου 2017

Ποσό σε κιλ. Ευρώ	Σημ.	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΙΑ	
		31/12/2017	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2016
Πάγιο ενεργητικό					
Υπεραξία	13	19.772	19.772	0	0
Λοιπές ασώματες ακινητοποιήσεις	14	22.015	24.178	718	529
Ενώματες ακινητοποιήσεις	15	1.023.031	1.005.856	679.765	690.712
Συμμετοχές σε θυγατρικές και συνδεδεμένες εταιρίες	16	48.707	47.374	194.115	185.515
Συμμετοχές διαθέσιμες προς πώληση	17	1.001	937	937	937
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	18	33.680	35.527	2.101	2.174
Σύνολο παγίου ενεργητικού		1.148.206	1.133.644	877.636	879.867
Κυκλοφορούν ενεργητικό					
Αποθέματα	19	635.541	560.930	498.763	458.395
Πελάτες και λοιπές βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις	20	397.375	368.243	251.815	247.582
Χρηματικά διαθέσιμα και ισοδύναμα	21	714.026	800.285	638.815	688.735
Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού		1.746.942	1.729.458	1.389.393	1.394.712
Σύνολο Ενεργητικού	5	2.895.148	2.863.102	2.267.029	2.274.579
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Δάνεια	22	805.648	1.092.655	583.683	856.360
Προβλέψεις για αποζημιώσεις προσωπικού	36	65.677	50.344	50.904	38.326
Αναβαλλόμενοι φόροι	23	71.944	77.879	50.386	56.314
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις		21.812	11.277	10.000	0
Λοιπές μακροπρόθεσμες προβλέψεις		2.078	1.025	0	0
Επικυρωγήσεις παγίων	33	4.845	5.728	4.845	5.728
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων		972.004	1.238.908	699.818	956.728
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Προμηθευτές και λοιποί πιστωτές	24	694.619	635.684	581.682	542.515
Προβλέψεις για αποζημιώσεις προσωπικού	36	2.385	2.331	2.335	2.221
Φόροι εισοδήματος		17.783	69.866	16.608	64.401
Δάνεια	22	188.417	91.183	83.692	969
Επικυρωγήσεις παγίων	33	1.057	1.070	1.057	1.070
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων		904.261	800.134	685.374	611.176
Σύνολο υποχρεώσεων	5	1.876.265	2.039.042	1.385.192	1.567.904
Ίδια κεφάλαια					
Μετοχικό κεφάλαιο	25	83.088	83.088	83.088	83.088
Αποθεματικά	26	84.500	79.888	54.559	51.268
Αποτελέσματα εις νέο	27	844.303	658.963	744.190	572.319
Ίδια Κεφάλαια αποδιδόμενα στους μετόχους της μητρικής		1.011.891	821.939	881.837	706.675
Δικαιώματα Μειοψηφίας	28	6.992	2.121	0	0
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων		1.018.883	824.060	881.837	706.675
Σύνολο Υποχρεώσεων και Ιδίων Κεφαλαίων		2.895.148	2.863.102	2.267.029	2.274.579

Κατάσταση Μεταβολών Ιδίων Κεφαλαίων της χρήσης που έληξε την 31η Δεκεμβρίου 2017

ΕΤΑΙΡΙΑ

Ποσά σε χιλ. Ευρώ	Μετοχικό Κεφάλαιο	Αποθεματικά	Αποτελέσματα εις νέο	Σύνολο
Έναρξη χρήσης 1/1/2016	83.088	51.268	376.422	510.778
Κέρδη/(ζημιές) χρήσης	0	0	273.484	273.484
Λοιπά Συνολικά Εισοδήματα χρήσης	0	0	0	0
Συγκεντρωτικά Συνολικά Εισοδήματα χρήσης	0	0	273.484	273.484
Μεταφορά σε αποθεματικά		0	0	0
Μερίσματα	0	0	(77.587)	(77.587)
Λήξη χρήσης 31/12/2016	83.088	51.268	572.319	706.675
Κέρδη/(ζημιές) χρήσης	0	0	295.635	295.635
Λοιπά Συνολικά Εισοδήματα χρήσης	0	0	(9.689)	(9.689)
Συγκεντρωτικά Συνολικά Εισοδήματα χρήσης	0	0	285.946	285.946
Μεταφορά σε αποθεματικά	0	3.291	(3.291)	0
Μερίσματα	0	0	(110.784)	(110.784)
Λήξη χρήσης 31/12/2017	83.088	54.559	744.190	881.837

Κατάσταση Ταμιακών Ροών της χρήσης που έληξε την 31η Δεκεμβρίου 2017

Ποσό σε κιλ. Ευρώ	Σημ.	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΙΑ	
		1/1 – 31/12/2017	1/1 – 31/12/2016	1/1 – 31/12/2017	1/1 – 31/12/2016
Λειτουργικές δραστηριότητες					
Κέρδη προ φόρων		450.301	428.760	422.310	392.804
Πλέον / (μείον) προσαρμογές για:					
Αποσβέσεις	7	105.000	98.467	78.769	75.070
Προβλέψεις		6.349	2.973	(1.277)	(3.783)
Συναλλαγματικές διαφορές		(14.541)	3.820	(12.001)	3.815
Αποτελέσματα (έσοδα, έξοδα, κέρδη και ζημιές) επενδυτικής δραστηριότητας		(10.490)	1.050	(3.454)	(609)
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	9	76.537	80.245	53.663	56.985
Πλέον / (μείον) προσαρμογές για μεταβολές λογαριασμών κεφαλαίου κίνησης ή που σχετίζονται με τις λειτουργικές δραστηριότητες:					
Μείωση / (αύξηση) αποθεμάτων		(73.876)	(149.905)	(40.368)	(131.787)
Μείωση / (αύξηση) απαιτήσεων		(31.299)	(39.074)	(4.777)	(26.771)
(Μείωση) / αύξηση υποχρεώσεων (πλην δανειακών)		62.529	237.698	42.580	222.895
Μείον:					
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα καταβληθέντα		(75.848)	(78.170)	(53.307)	(55.790)
Καταβληθέντοι φόροι		(193.700)	(119.693)	(176.403)	(108.811)
Σύνολο εισροών / (εκροών) από λειτουργικές δραστηριότητες (α)		300.962	466.171	305.735	424.018
Επενδυτικές δραστηριότητες					
Απόκτηση θυγατρικών, συγγενών, κοινοπραξιών και λοιπών επενδύσεων		(6.014)	1.050	(8.600)	(2.350)
Αγορά ενσώματων και άυλων παγίων στοιχείων *		(100.463)	(87.892)	(58.449)	(58.309)
Εισπραξεις από πωλήσεις ενσώματων και άυλων παγίων στοιχείων		3.254	413	179	14
Τόκοι εισπραχθέντες		2.068	694	1.889	476
Μερίσματα εισπραχθέντα	8	3.902	213	767	876
Σύνολο εισροών / (εκροών) από επενδυτικές δραστηριότητες (β)		(97.253)	(85.522)	(64.214)	(59.293)
Χρηματοδοτικές δραστηριότητες					
Εισπραξεις από εκδοθέντα / αναληφθέντα δάνεια		656.749	199.552	629.428	157.500
Εξοφλήσεις δανείων		(835.774)	(372.740)	(810.044)	(323.604)
Εξοφλήσεις υποχρεώσεων από χρηματοδοτικές μισθώσεις (χρεολύσια)		(44)	(25)	(41)	(25)
Μερίσματα πληρωθέντα		(110.899)	(77.710)	(110.784)	(77.587)
Σύνολο εισροών / (εκροών) από χρηματοδοτικές δραστηριότητες (γ)		(289.968)	(250.923)	(291.441)	(243.716)
Καθαρή αύξηση / (μείωση) στα ταμιακά διαθέσιμα και ισοδύναμα χρήσης (α) + (β) + (γ)		(86.259)	129.726	(49.920)	121.009
Ταμιακά διαθέσιμα & ισοδύναμα έναρξης χρήσης		800.285	670.559	688.735	567.726
Ταμιακά διαθέσιμα & ισοδύναμα λήξης χρήσης		714.026	800.285	638.815	688.735