

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

ΜΕΡΜΗΓΚΑΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ

Επιβλέπων Καθηγητής: Ευστράτιος Λιβάνης

ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Ο προσδιορισμός της πραγματικής αξίας της εταιρείας ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ και κατ' επέκταση της Δίκαιης Τιμής (Fair Price) της μετοχής, με σκοπό να εξετάσουμε εάν η τιμή στην οποία διαπραγματεύεται η μετοχή στο χρηματιστήριο είναι η εύλογη.

ΔΟΜΗ:

- Ανασκόπηση Βιβλιογραφίας περί Αποτίμησης Επιχειρήσεων (Κεφάλαιο 2)
- Μέθοδοι Αποτίμησης Επιχειρήσεων (Κεφάλαιο 3)
- Παρουσίαση και Χρηματοοικονομική Ανάλυση Εταιρείας ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ (Κεφάλαιο 4)
- Πρακτική Εφαρμογή Μεθόδου Προεξόφλησης των Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών (Κεφάλαιο 5)
- Βασικά Συμπεράσματα (Κεφάλαιο 6)

ΣΠΟΥΔΑΙΟΤΗΤΑ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ-ΑΔΕΣΜΕΥΤΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΓΙΑ ΤΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ

- Τα λογιστικά κέρδη μιας επιχείρησης δεν αντικατοπτρίζουν απαραίτητα και την ικανότητά της για παραγωγή ταμειακών ροών.
- Οι ελέθυρες 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.
- Οι ελεύθερες ταμειακές ροές θεωρούνται από τους καλύτερους δείκτες για την αξιολόγηση της απόδοσης μιας επιχείρησης, κι αυτό διότι η ύπαρξη θετικών ελεύθερων ταμειακών ροών την καθιστά ικανή να διαθέσει μερίσματα στους μετόχους της και αν αξιοποιήσει κατάλληλα τις επενδυτικές της ευκαιρίες, θα οδηγήσει σε αύξηση της αποδοτικότητας και της αξίας της επιχείρησης.
- $FCFF = EBIT (1 - \Phi.Σ.) + \text{Αποσβέσεις} - \text{Μεταβολές Κεφαλαίου Κίνησης} - \text{Κεφαλαιουχικές Δαπάνες}$

ΜΟΝΤΕΛΟ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΤΩΝ ΑΔΕΣΜΕΥΤΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ (DFCF Method)

Προκειμένου την Αποτίμηση Μετοχών με βάση τις Αδέσμευτες Ταμειακές Ροές, επιλέγουμε μεταξύ:

A) Προεξόφληση των Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών της Επιχείρησης (*Free Cash Flow to the Firm – FCFF*)

B) Προεξόφληση των Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών προς τους Μετόχους (*Free Cash Flow to Equity – FCFE*)

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

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

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

ΜΟΝΤΕΛΟ ΜΕΓΕΘΥΝΣΗΣ ΔΥΟ (2) ΣΤΑΔΙΩΝ:

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

ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΗΣ ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ

Η ΜΟΤΟΡ 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.

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.

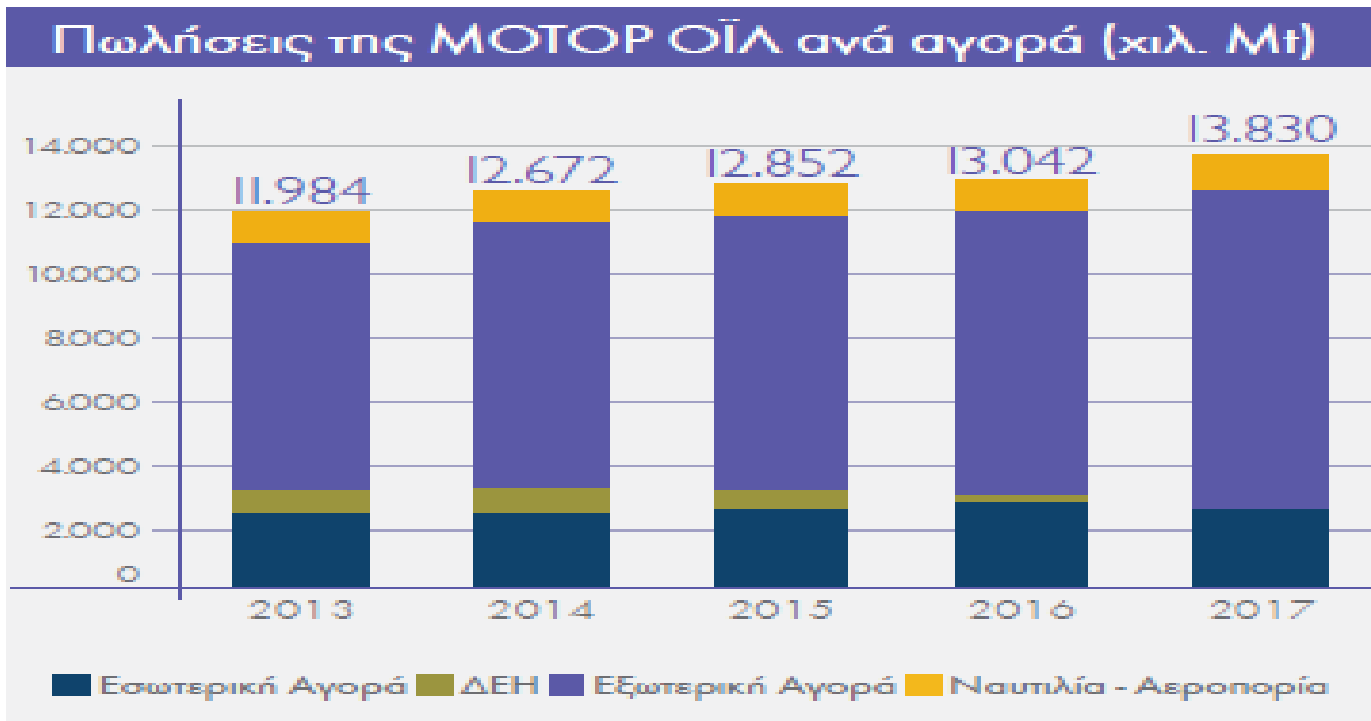
Βασικά Οικονομικά Μεγέθη Χρήσης 2017

Κύκλος Εργασιών 2017: 5.739,4 εκατ. € έναντι 2016: 4.511,9 εκατ. €

- άνοδος του μέσου όρου των τιμών των προϊόντων πετρελαίου
- η αύξηση του όγκου των πωλήσεων κατά 6,1%
- αντιστάθμιση της αυξήσεως από τη μικρή αποδυνάμωση του Δολαρίου έναντι του Ευρώ

ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΗΣ ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ

- Έντονος εξαγωγικός χαρακτήρας του Διυλιστηρίου
(Οι πωλήσεις προϊόντων εξωτερικού συμπεριλαμβανομένης της Ναυτιλίας ανήλθαν σε ποσοστό 82,28% επί του συνολικού όγκου πωλήσεων το 2017 έναντι 77,85% το 2016)
- Η μείωση του μεριδίου αγοράς (εγχώρια) τα τελευταία έτη οφείλεται κατά το μεγαλύτερο μέρος στις σταδιακά μειώμενες πωλήσεις μαζούτ προς τη ΔΕΗ οι οποίες ήταν μηδενικές κατά τη χρήση 2017



ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΗΣ ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ

- Η κερδοφορία της Μότορ Όιλ κινήθηκε σε ιστορικά υψηλά
Καθαρά Κέρδη μετά από φόρους 2017: € 295,6 εκατ. έναντι 2016: € 274,6 εκατ.
Ως αποτέλεσμα i) των βελτιωμένων περιθωρίων διύλισης και ii) της αύξησης της επεξεργαζόμενης ποσότητας καυσίμων και πρώτων υλών σε σχέση με το 2016
- Ισχυρές ελεύθερες ταμειακές ροές → μείωση καθαρού δανεισμού σε ιστορικό χαμηλό
(31.12.2017 € 29 εκατ. από 31.12.2016 € 863 εκατ.)
- Προχώρησε το 2017 σε μια σειρά αναχρηματοδοτήσεων του δανεισμού
→ σαφής υποχώρηση στο μέσο κόστος χρηματοδότησης
Μείωση δανειακών υποχρεώσεων (31.12.2017 € 667,4 εκατ. από 31.12.2016 € 857,3 εκατ.)
- Ελκυστική μερισματική πολιτική (ιστορικό υψηλό DPS)
μέση μερισματική απόδοση 6,5%
- Στις 3 Σεπτεμβρίου η MSCI τοποθέτησε τη Μότορ Όιλ στον δείκτη «MSCI Global Standard»
(υψηλής κεφαλαιοποίησης) προσελκύοντας ξένους αγοραστές, ανεβάζοντας τη τιμή της μετοχής.

Ο ΚΛΑΔΟΣ ΤΩΝ ΠΕΤΡΕΛΑΙΟΕΙΔΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

- Οι εταιρίες δύλισης στην Ελλάδα, προμηθεύονται το αργό πετρέλαιο από τις αγορές του εξωτερικού, δεδομένου ότι η εγχώρια παραγωγή αργού είναι ασήμαντη.
- 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.



- 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.

Ο ΚΛΑΔΟΣ ΤΩΝ ΠΕΤΡΕΛΑΙΟΕΙΔΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

- ❑ 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%.
- ❑ Ωστόσο, η ιδιαίτερα υψηλή φορολογία στα καύσιμα, δημιουργεί ανοδικές πιέσεις στις τιμές, περιορίζοντας κυρίως τη κατανάλωση προϊόντων που απευθύνονται στην εσωτερική αγορά (βενζίνες, πετρέλαιο κίνησης, θέρμανσης κτλ.)



ΒΑΣΙΚΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ

Έτη	2013	2014	2015	2016	2017
ROA	0,30%	-4,68%	10%	12,1%	13,04%
ROE	1,26%	-26,77%	39,37%	38,86%	33,52%
Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	0,29%	-1,51%	5,53%	8,71%	7,36%
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού	4,22	4,01	2,62	1,98	2,53
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων	16,24	18,5	16,15	9,84	11,5
Δείκτης Γενικής Ρευστότητας	1,004	1,19	2,04	2,28	2,03
Δείκτης Ειδικής Ρευστότητας	0,45	0,66	1,44	1,53	1,30

ΒΑΣΙΚΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ

Έτη	2013	2014	2015	2016	2017
Ξένα προς Ίδια Κεφάλαια	1,02	2,16	1,68	1,21	0,66
Δείκτης Κεφαλαιακής Μόχλευσης	62,38%	72,49%	66,63%	54,82%	43,08%
Δείκτης Κάλυψης Τόκων	1,58	(1,32)	5,96	8,61	13,25
Κέρδη ανά Μετοχή	0,05	(0,79)	1,82	2,48	2,67
Μερισματική Απόδοση	2,46%	0	7,46%	8,77%	7,55%
Τιμή προς Κέρδη ανά μετοχή	162,6	0	4,79	4,14	6,44
Χρηματιστηριακή προς Λογιστική Αξία	2,04	2,75	1,89	1,60	2,16

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ ΜΕ ΤΗ ΜΕΘΟΔΟ ΠΡΟΕΟΦΛΗΣΗΣ ΤΩΝ ΑΔΕΣΜΕΥΤΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

1. Υπολογισμός Κόστους Ιδίων Κεφαλαίων (CAPM)

- Απόδοση μηδενικού κινδύνου

θα θεωρήσουμε τη μέση απόδοση του δεκαετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου του τριμήνου Ιούνιος-Αύγουστος 2018 και η οποία ανέρχεται σε 4,15%.

- Επασφάλιστρο Κινδύνου

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

U.S. Market Risk Premium = 5,37%

Country Default Spread (for Greece) = 7,52%

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

(Std. Dev.: όπως προέκυψε από τον δείκτη *S&P Emerging Broad Market Equity Index* στον οποίο περιλαμβάνονται οι αναδυόμενες χρηματιστηριακές αγορές, όπως η ελληνική, και τον δείκτη *BAML Emerging Public Bond Index* της αγοράς ομολόγων των αναδυόμενων χωρών, έρευνα Damodaran)

- Συνεπώς, Country Risk Premium = 7,52% * 1,22 = 9,17%

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

- Υπολογισμός Beta

(Υπόδειγμα χρονικά μεταβαλλόμενου συντελεστή βήτα, κάνοντας χρήση προγράμματος Eviews)

Μέσο beta 5ετίας = 0,7

- Τελικά, **$r_e = 4,15\% + 0,7 (14,54\%) = 14,33\%$**

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ ΜΕ ΤΗ ΜΕΘΟΔΟ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΤΩΝ ΑΔΕΣΜΕΥΤΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

2. Υπολογισμός Κόστους Δανειακών Κεφαλαίων

$$r_d = \frac{\text{Χρεωστικοί Τόκοι}}{\text{Δανειακά Κεφάλαια}} = 8,04\% \text{ (προ φόρων)} \text{ ή } 5,7\% \text{ μετά φόρων.}$$

3. Ποσοστό Ξένων και Ιδίων Κεφαλαίων Χρήσης 2017

$$w_e = 56,92\% \quad w_d = 43,08\%$$

4. Υπολογισμός WACC (μετά από φόρους)

$$\text{Μ.Σ.Κ.Κ.} = 10,62\%$$

ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΡΥΘΜΟΥ ΜΕΓΕΘΥΝΣΗΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

$$g \text{ (EBIT)} = \text{Reinvestment Rate} * \text{ROC} = 4,39\%$$

$$\text{Reinvestment Rate} = (\text{Net Capital Expenditures} + \text{Change in WC}) / \text{EBIT} (1 - t) = 20,28\%$$

$$\text{Return on Capital} = \text{EBIT} (1 - t) / (\text{BV of Debt} + \text{BV of Equity}) = 21,67\%$$

Συνεπώς, θα υποθέσουμε πως ο εκτιμώμενος ρυθμός μεγέθυνσης της Εταιρείας Μότορ Όιλ για τα επόμενα πέντε (5) έτη (2018-2022) της περιόδου πρόβλεψης θα είναι ίσος με 4,39%.

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ ΜΕ ΤΗ ΜΕΘΟΔΟ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΤΩΝ ΑΔΕΣΜΕΥΤΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Για τον προσδιορισμό των Αναμενόμενων-Μελλοντικών Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών, 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, εκτιμήσαμε δύο στάδια ανάπτυξης. 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% (βασισμένος σε προβλέψεις ρυθμού ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας).

Προσδιορισμός Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών της Εταιρείας (FCFF)

<u>Ποσά σε Ευρώ</u>	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Αδέσμευτες Ταμειακές Ροές της Επιχείρησης (FCFF)	306.073.118,9	319.509.728,8	333.536.205,9	348.178.445,4	363.463.479,1
Παρούσα Αξία FCFF	276.696.653,5	261.120.832,6	246.421.806,5	232.550.218,6	219.459.490,9

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: 1.236.249.002 €

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ ΜΕ ΤΗ ΜΕΘΟΔΟ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΤΩΝ ΑΔΕΣΜΕΥΤΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Υπολογισμός Υπολειμματικής Αξίας

- $$\text{Residual Value} = \frac{\text{FCFF}_{2022} \cdot (1+g_2)}{\text{WACC} - g_2} = \frac{(363.463.479,1) \cdot (1,018)}{0,1062 - 0,018} = 4.196.576.683 \text{ €}$$
- $$\text{P.V. Residual Value} = \frac{4.196.576.683}{(1+\text{WACC})^5} = 2.533.895.797 \text{ €}$$

Η Αξία της Εταιρείας θα είναι ίση με:

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

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:

$$\text{Firm Value} = 3.770.144.800 - 28.560.000 = 3.741.584.800 \text{ €}$$

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ ΜΕ ΤΗ ΜΕΘΟΔΟ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΤΩΝ ΑΔΕΣΜΕΥΤΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

- 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**.
- Η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής κατά την ημερομηνία αποτίμησης (31/08/2018) ανέρχεται στα € 20,30. Συνεπώς, καταλήγουμε πως η μετοχή της ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ είναι **υποτιμημένη** και μάλιστα κατά 66% περίπου.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

- 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 περίξ των 4,60 - 4,70 ευρώ!
- 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.