



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**  
**ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**  
**Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών:**  
**«Διοίκηση Επιχειρήσεων για Στελέχη» (Executive MBA)**

**Διπλωματική Εργασία**

“Αξιολόγηση και Αποτίμηση Επιχειρήσεων  
Χρηματοοικονομικής Τεχνολογίας (FINTECH)”

**Επιβλέπων Καθηγητής: Αρτίκης Πανγιώτης**

Σταύρος Κηρύκος Emba 1823

ΙΑΝΟΥΡΙΟΣ 2021

Παράρτημα Β: Βεβαίωση Εκπόνησης Διπλωματικής Εργασίας



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ  
ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ  
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

(περιλαμβάνεται ως ξεχωριστή (δεύτερη) σελίδα στο σώμα της διπλωματικής εργασίας)

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η διπλωματική εργασία για τη λήψη του μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών, του Πανεπιστημίου Πειραιώς, στη Διοίκηση Επιχειρήσεων για Στελέχη : E-MBA» με τίτλο

..... Αξιοποίηση και Αποτίμηση Επιχειρήσεων (Χρηματοοικονομικός Τεχνολογίας C.F.I.N.T.E.A.) .....

έχει συγγραφεί από εμένα αποκλειστικά και στο σύνολό της. Δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού προγράμματος ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό, ούτε είναι εργασία ή τμήμα εργασίας ακαδημαϊκού ή επαγγελματικού χαρακτήρα.

Δηλώνω επίσης υπεύθυνα ότι οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης εργασίας, αναφέρονται στο σύνολό τους, κάνοντας πλήρη αναφορά στους συγγραφείς, τον εκδοτικό οίκο ή το περιοδικό, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο. Παράβαση της ανωτέρω ακαδημαϊκής μου ευθύνης αποτελεί ουσιώδη λόγο για την ανάκληση του πτυχίου μου».

Υπογραφή Μεταπτυχιακού Φοιτητή/τριας..... [Signature] .....

Όνοματεπώνυμο..... Σταύρος Κηρύκος .....

Ημερομηνία..... 25 / 1 / 2021 .....

# Αξιολόγηση και Αποτίμηση Επιχειρήσεων Χρηματοοικονομικής Τεχνολογίας (FINTECH)

Σημαντικοί όροι: Χρηματοοικονομική ανάλυση, Αποτίμηση, Fintech, Viva Wallet

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η χρηματοοικονομική τεχνολογία (fintech) έχει εισέλθει δυναμικά στην ελληνική οικονομική πραγματικότητα και την έχει μεταβάλλει, προσδίδοντάς της νέα χαρακτηριστικά και κατευθύνσεις. Βασικός σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να κατανοηθούν τα χαρακτηριστικά του κλάδου, όπως αυτά προκύπτουν από την εξέταση ενός χαρακτηριστικού παραδείγματος εταιρίας fintech από την ελληνική αγορά, της Viva Wallet. Για την εταιρία διενεργείται ενδελεχής χρηματοοικονομική ανάλυση σε βάθος πενταετίας, η οποία καταδεικνύει τη δυναμική της, ενώ επίσης διενεργείται και η αποτίμηση της βάσει των μεθόδων που έχουν επιλεγεί και θεωρούνται κατάλληλες για την προκειμένη περίπτωση.

## Περιεχόμενα

1.	ΕΙΣΑΓΩΓΗ .....	6
2.	ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ .....	8
2.1	Είδη και μέθοδοι ανάλυσης .....	8
2.2	Αναλυτές Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων .....	13
3.	ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ .....	16
4.	Ο ΚΛΑΔΟΣ FINTECH.....	24
4.1	Τι είναι το fintech .....	24
4.2	Παραδείγματα εφαρμογών fintech .....	25
4.3	Ο κλάδος fintech στην Ελλάδα .....	27
5.	ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ VIVA WALLET.....	28
5.1	Προφίλ – Ιστορική Αναδρομή.....	28
5.2	Όραμα και Στρατηγική.....	28
5.3	Δραστηριότητες .....	29
5.4	Δομή Ομίλου.....	29
5.5	Διοικητική Διάρθρωση.....	31
5.6	Πρόσφατες εξελίξεις .....	31
6.	ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ VIVA WALLET .....	32
6.1	Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης 2015-2019 .....	32
6.1.1	Παρουσίαση διαχρονικής εξέλιξης .....	32
6.1.2	Κάθετη ανάλυση / Ανάλυση βάσει καταστάσεων κοινών μεγεθών .....	33
6.1.3	Οριζόντια ανάλυση / Ανάλυση βάσει συγκριτικών καταστάσεων.....	35
6.1.4	Συμπεράσματα για την εξέλιξη των αποτελεσμάτων .....	37
6.2	Ισολογισμός 2015-2019 .....	39
6.2.1	Παρουσίαση διαχρονικής εξέλιξης .....	39
6.2.2	Κάθετη ανάλυση / Ανάλυση βάσει καταστάσεων κοινών μεγεθών .....	40
6.2.3	Οριζόντια ανάλυση / Ανάλυση βάσει συγκριτικών καταστάσεων.....	42
6.2.4	Συμπεράσματα για την εξέλιξη της περιουσιακής θέσης.....	44
6.3	Ανάλυση αριθμοδεικτών 2015-2019 .....	45
6.3.1	Αριθμοδείκτες ρευστότητας.....	45
6.3.2	Αριθμοδείκτες δραστηριότητας.....	46
6.3.3	Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας.....	48
6.3.4	Αριθμοδείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης και βιωσιμότητας .....	50
7.	ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ VIVA WALLET .....	51

7.1	Επιλογή μεθόδων αποτίμησης .....	51
7.2	Μέθοδος DCF .....	53
7.2.1	Βασικές παραδοχές επιχειρηματικού σχεδίου .....	53
7.2.2	Προσδιορισμός ελεύθερων ταμειακών ροών .....	57
7.2.3	Κύριες παράμετροι αποτίμησης βάσει DCF .....	58
7.3	Μέθοδος Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης.....	61
7.4	Μέθοδος Δεικτών Κεφαλαιαγοράς Συγκρίσιμων Εταιριών .....	61
7.5	Μέθοδος Συγκρίσιμων Συναλλαγών .....	63
7.6	Μέθοδος Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς .....	64
7.7	Στάθμιση των μεθόδων αποτίμησης.....	65
8.	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	66
	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΑΝΑΦΟΡΕΣ .....	69

## **1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

### Σημασία Εργασίας

Η χρηματοοικονομική ανάλυση και αποτίμηση μιας εταιρίας αποτελούν τους ακρογωνιαίους λίθους του ενδιαφέροντος της επιχειρηματικότητας, ιδίως υπό το πρίσμα μιας επικείμενης συναλλαγής. Το γεγονός αυτό, παράλληλα με τον τομέα δραστηριοποίησης της εταιρίας που αναμένεται να κυριαρχήσει τα επόμενα έτη στο χρηματοοικονομικό – τεχνολογικό φάσμα, προσδίδουν ιδιαίτερη σημασία στην ανάλυση και τα παραγόμενα αποτελέσματα της εργασίας.

### Αντικειμενικός Σκοπός

Αντικείμενο της παρούσας πτυχιακής εργασίας αποτελεί η ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων για την Viva Wallet κατά την περίοδο 2015-2019 και η αποτίμηση της εταιρίας. Το θέμα έχει μεγάλο ενδιαφέρον αφενός γιατί η ανάλυση που διενεργείται εντοπίζεται στα χρόνια της οικονομικής κρίσης στην Ελλάδα, αφετέρου δε γιατί η χρηματοοικονομική ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων αποτελεί ένα σημαντικό εργαλείο πληροφόρησης, επισκόπησης και ελέγχου της οικονομικής θέσης μιας επιχείρησης και χρησιμοποιείται από έναν μεγάλο πλήθος ενδιαφερόμενων μερών. Συναφώς, συνιστά οδηγό για την αποτίμηση μιας εταιρίας, όπως αυτή εφαρμόζεται υπό το θεωρητικό πλαίσιο που συναντάται στη διεθνή βιβλιογραφία.

### Μεθοδολογία

Η ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων διενεργείται με τις τρεις βασικές μεθόδους που προκρίνονται από την επιστημονική κοινότητα, ήτοι την οριζόντια ανάλυση, την κάθετη ανάλυση και την ανάλυση αριθμοδεικτών, στην οποία και δίδεται βαρύτητα, ενώ η αποτίμηση διενεργείται βάσει των μεθόδων που έχουν θεωρηθεί καταλληλότερες, μεταξύ των ευρέως χρησιμοποιούμενων διεθνώς, για την προκειμένη περίπτωση.

### Διάρθρωση Εργασίας

Το παρόν – πρώτο – κεφάλαιο αποτελεί την εισαγωγή ενώ στο δεύτερο κεφάλαιο της εργασίας αναπτύσσονται οι μεθοδολογικές προσεγγίσεις για τη διεξαγωγή της

χρηματοοικονομικής ανάλυσης, με ιδιαίτερη έμφαση να δίνεται στην ανάλυση των αριθμοδεικτών, που αποτελεί και την κύρια μέθοδο που επιλέχθηκε για τις διενεργηθείσες αναλύσεις των χρηματοοικονομικών καταστάσεων των εταιριών.

Στο τρίτο κεφάλαιο παρουσιάζονται και αναλύονται οι βασικότερες μέθοδοι αποτίμησης επιχειρήσεων που συναντώνται διεθνώς στη βιβλιογραφία αλλά και εφαρμόζονται στην επιχειρηματική πρακτική. Μερικές εξ αυτών των μεθόδων χρησιμοποιούνται στην παρούσας εργασία για την αποτίμηση της υπό εξέταση εταιρίας.

Στο τέταρτο κεφάλαιο γίνεται μια σύντομη αναφορά του κλάδου δραστηριοποίησης της εξεταζόμενης εταιρίας, που δεν είναι άλλος από αυτόν του fintech. Σε αυτό το κεφάλαιο γίνεται αναφορά στα γενικά χαρακτηριστικά του κλάδου, τη δομή και το μέγεθος της Ευρωπαϊκής και Ελληνικής αγοράς, ενώ παράλληλα παρατίθενται οι οικονομικές επιδόσεις του κλάδου και γίνεται ανάλυση των δυνάμεων, αδυναμιών, ευκαιριών και απειλών του κλάδου.

Το πέμπτο κεφάλαιο καταγράφει το βασικό επιχειρηματικό προφίλ της εταιρίας Viva Wallet. Πιο συγκεκριμένα, παρουσιάζονται τα γενικά χαρακτηριστικά και το ιστορικό της εταιρίας, το όραμα και η στρατηγική της και το προϊόντικό της χαρτοφυλάκιο. Η επισκόπηση των χαρακτηριστικών της εταιρίας είναι απαραίτητη για την κατανόηση της επίδοσης της κατά τα έτη και τη χρηματοοικονομική αποτύπωση αυτής της επίδοσης στις αντίστοιχες λογιστικές καταστάσεις.

Το έκτο κεφάλαιο αποτελεί τη χρηματοοικονομική ανάλυση που έχει διενεργηθεί για την εταιρία Viva Wallet. Η ανάλυση έχει πραγματοποιηθεί χρησιμοποιώντας τις τρεις μεθοδολογικές προσεγγίσεις που αναφέρονται στο δεύτερο κεφάλαιο (οριζόντια ανάλυση, κάθετη ανάλυση, ανάλυση αριθμοδεικτών) με κύριο σκοπό την εξέταση, κατανόηση και σχολιασμό της δραστηριότητας και της περιουσιακής της θέσης κατά τα έτη 2015-2019.

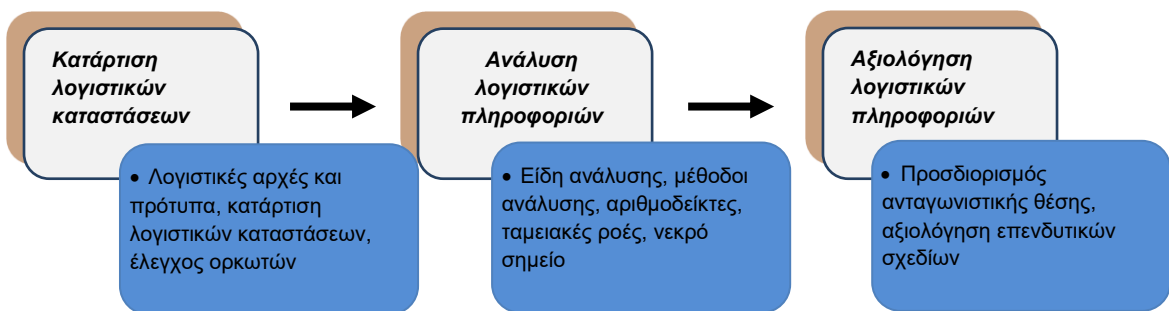
Στο έβδομο κεφάλαιο διενεργείται η ανάλυση της αποτίμησης της εταιρίας Viva Wallet, βάσει των μεθόδων που έχουν επιλεγεί να χρησιμοποιηθούν και θεωρούνται καταλληλότερες για την περίπτωση, βάσει και των διαθέσιμων υφιστάμενων στοιχείων. Επίσης, δίδεται συντελεστής στάθμισης στα αποτελέσματα κάθε μεθόδου αποτίμησης, έτσι ώστε να προκύψει ένα τελικό εύρος αξιών για την εταιρία.

Τέλος, στο όγδοο κεφάλαιο παρουσιάζονται τα συμπεράσματα της παρούσας εργασίας.

## 2. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

### 2.1 Είδη και μέθοδοι ανάλυσης

Η σύνταξη των χρηματοοικονομικών καταστάσεων δεν αποτελεί το σύνολο των λογιστικών εργασιών της οικονομικής μονάδας. Οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις αναλύονται με σκοπό την εξαγωγή συμπερασμάτων για την πορεία της επιχείρησης. Η αξιολόγηση των καταστάσεων σε συνδυασμό με άλλες πληροφορίες και αναλύσεις (π.χ. SWOT ανάλυση), καθορίζουν τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα της επιχείρησης ώστε να σχεδιαστεί η μελλοντική πορεία της.



Ο κυριότερος διαχωρισμός των ειδών ανάλυσης των χρηματοοικονομικών καταστάσεων εξαρτάται από την ομάδα, στην οποία ανήκουν οι ενδιαφερόμενοι και χωρίζεται σε εσωτερική και εξωτερική ανάλυση.

Η εσωτερική ανάλυση διενεργείται από τα πρόσωπα που έχουν άμεση σχέση με την οικονομική μονάδα. Τα πρόσωπα αυτά είναι κυρίως διοικητικά στελέχη ή ορκωτοί ελεγκτές. Στο σημείο αυτό πρέπει να τονιστεί ότι οι μέτοχοι, οι εργαζόμενοι και λοιπά πρόσωπα που απασχολούνται στην επιχείρηση δεν θεωρούνται ως εσωτερικοί αναλυτές, αλλά ως τρίτοι. Οι εσωτερικοί αναλυτές έχουν πλήρη πρόσβαση σε όλα τα οικονομικά στοιχεία και τις πληροφορίες και έχουν τη δυνατότητα να κάνουν ενδελεχή, λεπτομερή και ποιοτική χρηματοοικονομική ανάλυση.

Η εξωτερική ανάλυση διεξάγεται από τρίτους. Οι λόγοι για τους οποίους ένας εξωτερικός αναλυτής ενδιαφέρεται για μία ή περισσότερες οικονομικές μονάδες ποικίλλουν. Οι εξωτερικοί αναλυτές μειονεκτούν σημαντικά απέναντι στους εσωτερικούς λόγω της αδυναμίας πρόσβασης σε λεπτομερείς πληροφορίες. Ο μόνος τρόπος συλλογής στοιχείων για έναν εξωτερικό αναλυτή είναι οι δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις μιας επιχείρησης, κλαδικές μελέτες, δημοσιεύματα, κ.α. Όμως, λόγω της ομοιομορφίας του τρόπου σύνταξης των χρηματοοικονομικών καταστάσεων, όπως προαναφέρθηκε, ο



εξωτερικός αναλυτής έχει τη δυνατότητα να εξάγει πολύ χρήσιμα συμπεράσματα για την οικονομική θέση μιας επιχείρησης.

Οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις απεικονίζουν ποσά σε απόλυτους αριθμούς, πράγμα το οποίο παρόλο που δεν διευκολύνει την ανάλυση, αναδεικνύει τις σχέσεις και τη σύνδεση μεταξύ των ομάδων λογαριασμών (Νιάρχος, 2004).

Στο πρώτο στάδιο ανάλυσης, η οποία λειτουργεί ως προετοιμασία, ομαδοποιούνται οι λογαριασμοί, στρογγυλοποιούνται τα ποσά, γίνεται αναγωγή απόλυτων αριθμών σε σχετικούς, γίνονται οι απαραίτητες διορθώσεις βάσει όλων των στοιχείων που υπάρχουν στη διάθεση του αναλυτή, ούτως ώστε έπειτα να γίνει η ουσιαστική ανάλυση που είναι η βασικότερη. Στο δεύτερο στάδιο της ουσιαστικής ανάλυσης γίνεται υπολογισμός δεικτών και, έπειτα, διαχρονικές και διεπιχειρησιακές συγκρίσεις.

Με τον όρο διαχρονικές συγκρίσεις, εννοείται η σύγκριση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων δύο ή περισσότερων χρήσεων μίας επιχείρησης, ενώ με τον όρο διεπιχειρησιακές εννοείται η σύγκριση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων μίας επιχείρησης με τις αντίστοιχες είτε άλλων ομοειδών ανταγωνιστικών επιχειρήσεων, είτε αντιπροσωπευτικών του κλάδου στον οποίο ανήκει. Πολλές φορές, η διεπιχειρησιακή σύγκριση γίνεται σε αντιπαραβολή με την εταιρεία – ηγέτη του κλάδου.

Η ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων μπορεί να διενεργηθεί με τρεις βασικές μεθόδους:

- Κάθετη ανάλυση / Καταστάσεις Κοινών Μεγεθών:
- Οριζόντια ανάλυση / Καταστάσεις Τάσεως
- Ανάλυση αριθμοδεικτών

### 1. Κάθετη ανάλυση/ Καταστάσεις κοινών μεγεθών

Η Κάθετη Ανάλυση κοινού μεγέθους παρουσιάζεται με την έκφραση των μεγεθών μιας χρηματοοικονομικής κατάστασης σε ποσοστά επί του συνόλου ή επί των διαφόρων ομαδοποιημένων υποσυνόλων και μπορεί να περιγράψει την εσωτερική δομή των χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Στην Κάθετη Ανάλυση, σημαντικά στοιχεία των χρηματοοικονομικών καταστάσεων χρησιμοποιούνται ως αξία βάσης και όλα τα άλλα στοιχεία των χρηματοοικονομικών καταστάσεων συγκρίνονται με αυτά. Ως αξία βάσης, συνηθέστερα χρησιμοποιούνται το σύνολο του Ενεργητικού, για τα στοιχεία του Ισολογισμού και οι Πωλήσεις, για τα στοιχεία των Αποτελεσμάτων Χρήσης. Τα ανωτέρω εκφράζονται ως 100%, και κάθε αντίστοιχο στοιχείο εκφράζεται ως ποσοστό των μεγεθών αυτών, με σκοπό να αξιολογηθεί η σχετική σημαντικότητά του.

## 2. Οριζόντια ανάλυση / Συγκριτικές καταστάσεις

Η οριζόντια ανάλυση παρέχεται με τη διαχρονική σύγκριση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων μιας επιχείρησης για δύο ή περισσότερα έτη. Για τους σκοπούς της ανάλυσης και με σκοπό να διαπιστωθεί με πληρότητα η εξέλιξη της δραστηριότητας μίας επιχείρησης, χρησιμοποιούνται στοιχεία πολλών ετών, ώστε να είναι δυνατό να διαπιστωθούν τυχόν υφιστάμενες τάσεις στα διάφορα οικονομικά μεγέθη.

Η αποτελεσματική διαχρονική σύγκριση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων προϋποθέτει την ομοιόμορφη κατανομή των στοιχείων καθ' όλη την εξεταζόμενη περίοδο και την τήρηση των ίδιων λογιστικών αρχών κατά την περίοδο αυτή.

Οι καταστάσεις τάσεως αποτελούν παρεμφερή μεθοδολογία με τη συγκριτική ανάλυση που παρουσιάστηκε αμέσως προηγουμένως και επομένως αποτελούν οριζόντια ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Η διαφορά έγκειται ότι στη μέθοδο των καταστάσεων τάσεως η σύγκριση όλων των ετών γίνεται με σημείο αναφοράς μια σταθερή περίοδο, η οποία αποτελεί το έτος βάσης και εκφράζεται με ποσοστό 100% , σε αντίθεση με τη μέθοδο των συγκριτικών καταστάσεων στην οποία πραγματοποιείται οριζόντια ανάλυση με σημείο αναφοράς την εκάστοτε προηγούμενη περίοδο

## 3. Αριθμοδείκτες

Μία από τις πιο διαδεδομένες και αξιόπιστες μεθόδους ανάλυσης των χρηματοοικονομικών καταστάσεων, είναι οι αριθμοδείκτες, διότι εκφράζουν λογικές σχέσεις μεταξύ των οικονομικών μεγεθών, τα οποία αντικατοπτρίζουν βασικές επιχειρηματικές λειτουργίες της διαχείρισης και της εκμετάλλευσης (Γεωργόπουλος, 2014).

Η ανάλυση με αριθμοδείκτες είναι η σχέση μεταξύ δύο οικονομικών μεγεθών, η οποία εκφράζεται με απλά μαθηματικά, ως πηλίκο ή ως πηλίκο επί τοις εκατό. Η μέθοδος αυτή καθιερώθηκε επειδή καθιστά άμεσα αντιληπτή την πραγματική αξία και τη σπουδαιότητα των απόλυτων μεγεθών (Νιάρχος, 2004).

Οι αριθμοδείκτες αποτελούν ένα πολύ χρήσιμο εργαλείο πληροφόρησης, εφόσον χρησιμοποιηθούν με τον σωστό τρόπο. Καταρχήν πρέπει να υπάρχει λογική σχέση μεταξύ του αριθμητή και του παρονομαστή, να συνεκτιμώνται αριθμοδείκτες που ανήκουν στην ίδια ομάδα, να βασίζονται σε κοινές αξίες, να συγκρίνονται με αντίστοιχους προηγούμενων χρήσεων μιας επιχείρησης ή τους αντίστοιχους άλλων επιχειρήσεων και, είναι χρήσιμο, να συγκρίνονται με τον μέσο όρο του κλάδου, εάν αυτό είναι δυνατό.

Ο εσωτερικός ή ο εξωτερικός αναλυτής, προκειμένου να προβεί σε αξιόπιστα συμπεράσματα οφείλει να επιλέξει ένα πακέτο αριθμοδεικτών, το οποίο να αναλογεί με το είδος της επιχείρησης. Επίσης, ένας αριθμοδείκτης κατασκευάζεται πολύ εύκολα, αλλά αυτό δεν σημαίνει ότι το αποτέλεσμα που θα δώσει είναι χρήσιμο για την ανάλυση. Γι' αυτό το λόγο πρέπει ο αριθμοδείκτης να παρέχει πληροφορίες που να είναι χρήσιμες για τον αναλυτή, οπότε είναι σημαντικό να απορρίπτονται οι περιττοί εξ αυτών. Φυσικά, πρέπει να τονιστεί ότι ο υπολογισμός των αριθμοδεικτών χωρίς τη σύγκρισή τους διαχρονικά ή με όμοιους άλλων επιχειρήσεων, δεν μπορεί να δώσει σαφή εικόνα της οικονομικής κατάστασης της μονάδας.

Τα τελευταία χρόνια έχει σημειωθεί πρόοδος στην μελέτη των αριθμοδεικτών με τη χρήση λογισμικών, τα λεγόμενα «πληροφοριακά συστήματα διοίκησης» (Management Information Systems – MIS).

Οι κυριότερες ομάδες αριθμοδεικτών είναι οι εξής (Γκίκας, 2002):

- Αριθμοδείκτες Ρευστότητας:

Απεικονίζουν την ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

- Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας

Μετρούν κατά πόσο αποτελεσματική είναι η χρήση των στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού και η διαχείριση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της επιχείρησης.

- Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας

Υπολογίζουν κατά πόσο μία επιχείρηση είναι αποδοτική, την δυναμικότητα των κερδών της, την ικανότητα της διοίκησης στη διαχείριση των παραγωγικών της πόρων. Τα παραπάνω συνεισφέρουν στη διατήρηση ή ακόμα και την επαύξηση της καθαρής θέσης της επιχείρησης.

- Αριθμοδείκτες Διάρθρωσης Κεφαλαίων και Βιωσιμότητας

Αντικατοπτρίζουν την ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

- Αριθμοδείκτες Επενδύσεων

Αφορούν τις επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο και μετρούν τις επιδόσεις αυτών, τη συσχέτιση του αριθμού των μετοχών με τα κέρδη ή με τη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής, ή με το μέρισμα, κ.λπ.

Στην εργασία αυτή έχουν επιλεγεί και θα χρησιμοποιηθούν οι παρακάτω αριθμοδείκτες:

ΟΝΟΜΑΣΙΑ	ΤΥΠΟΣ	ΣΧΟΛΙΑ
<b>ΓΕΝΙΚΗ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ</b>	$\frac{\text{Κυκλοφορούν ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις}}$	Ο δείκτης φανερώνει το κατά πόσο τα κυκλοφοριακά στοιχεία της επιχείρησης (διαθέσιμα, απαιτήσεις, αποθέματα κλπ) είναι σε θέση να καλύψουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.
<b>ΕΙΔΙΚΗ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ</b>	$\frac{\text{Κυκλοφορούν ενεργητικό} - \text{Αποθέματα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες μη δανειακές υποχρεώσεις}}$	Δείχνει πόσες φορές τα ταχέως ρευστοποιήσιμα στοιχεία μιας επιχείρησης (δηλαδή το κυκλοφοριακό ενεργητικό μείον τα αποθέματα) καλύπτουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.
<b>ΑΜΥΝΤΙΚΟ ΔΙΑΣΤΗΜΑ</b>	$\frac{\text{Διαθέσιμα} + \text{Χρεόγραφα} + \text{Απαιτήσεις}}{\text{Ημερήσια έξοδα}}$	Δείχνει για πόσες ημέρες τα υπάρχοντα διαθέσιμα και τα ποσά που θα προκύψουν από τη ρευστοποίηση χρεογράφων και απαιτήσεων επαρκούν για να καλύψουν τα αναμενόμενα έξοδα λειτουργίας μιας επιχείρησης.
<b>ΜΕΣΟΣ ΧΡΟΝΟΣ ΠΑΡΑΜΟΝΗΣ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ</b>	$\frac{365}{\text{Ταχύτητα κυκλοφορίας αποθεμάτων}}$	Δείχνει τον αριθμό ημερών που παρέμειναν τα αποθέματα στην επιχείρηση μέχρις ότου πωληθούν, δηλαδή τον αριθμό ημερών που απαιτούνται προκειμένου να ανανεωθούν τα αποθέματα της επιχείρησης.
<b>ΜΕΣΟΣ ΧΡΟΝΟΣ ΕΙΣΠΡΑΞΗΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ</b>	$\frac{365 * \text{Μέσος όρος απαιτήσεων}}{\text{Ετήσιες πωλήσεις}}$	Δείχνει τη μέση διάρκεια παραμονής των απαιτήσεων στην επιχείρηση, δηλαδή το χρονικό διάστημα που η επιχείρηση περιμένει για να εισπράξει τις απαιτήσεις της, από τη στιγμή που πραγματοποιήθηκε η πώληση μέχρι τη στιγμή που αυτή θα μετατραπεί σε μετρητά.
<b>ΜΕΣΟΣ ΧΡΟΝΟΣ ΠΛΗΡΩΜΗΣ ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΩΝ</b>	$\frac{365 * \text{Μέσος όρος βραχ/μων υποχρ.}}{\text{Κόστος πωληθέντων}}$	Δείχνει την πιστοληπτική πολιτική της επιχείρησης ως προς τη χρηματοδότηση των αγορών της, δηλ. το χρονικό διάστημα στο οποίο η επιχείρηση εξοφλεί τις υποχρεώσεις προς τους προμηθευτές της.
<b>ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ ΚΥΚΛΟΣ</b>	$\text{Μέσος χρόνος παραμονής αποθεμάτων} + \text{Μέσος χρόνος είσπραξης απαιτήσεων} - \text{Μέσος χρόνος πληρωμής προμηθευτών}$	Ο χρόνος που απαιτείται από την απόκτηση (μετρητοίς ή με πίστωση) εμπορευμάτων ή πρώτων υλών, τη μετατροπή αυτών σε προϊόντα, την πώληση εμπορευμάτων / προϊόντων και μέχρι την είσπραξη του τιμήματος
<b>ΤΑΧΥΤΗΤΑ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	$\frac{\text{Ετήσιες πωλήσεις}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$	Εκφράζει το βαθμό χρησιμοποίησης του Ενεργητικού σε σχέση με τις πωλήσεις και δείχνει την ύπαρξη ή όχι υπερεπένδυσης κεφαλαίων στην επιχείρηση, σε σχέση με τις πωλήσεις που πραγματοποιεί.
<b>ΤΑΧΥΤΗΤΑ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΠΑΓΙΩΝ</b>	$\frac{\text{Ετήσιες πωλήσεις}}{\text{Πάγιο Ενεργητικό}}$	Δείχνει το βαθμό χρησιμοποίησης των παγίων περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης, σε σχέση με τις πωλήσεις της. Επίσης, παρέχει ένδειξη του αν υπάρχει

		υπερεπένδυση σε πάγια σε σχέση με τις πωλήσεις.
ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΜΙΚΤΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ	$\frac{\text{Μικτά κέρδη}}{\text{Ετήσιες πωλήσεις}}$	Δείχνει το μικτό κέρδος που απολαμβάνει η επιχείρηση για μια πώληση και παρέχει ένα μέτρο αξιολόγησης της αποδοτικότητάς της, καθώς καταδεικνύει τη λειτουργική αποτελεσματικότητα και την πολιτική τιμών της.
ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ EBITDA	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Ετήσιες πωλήσεις}}$	Δείχνει το λειτουργικό κέρδος της επιχείρησης, δηλαδή το κέρδος που επιτυγχάνει αν από τις πωλήσεις της αφαιρεθούν τα έξοδα που αφορούν τη λειτουργία της και εντάσσονται στο κόστος πωληθέντων, στα έξοδα διοίκησης και έξοδα διάθεσης.
ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΚΑΘΑΡΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ	$\frac{\text{Καθαρά κέρδη}}{\text{Ετήσιες πωλήσεις}}$	Δείχνει το ποσοστό του καθαρού κέρδους που επιτυγχάνει η επιχείρηση από τις πωλήσεις της, δηλαδή δείχνει το κέρδος από τις συνολικές της δραστηριότητες.
ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (ROE)	$\frac{\text{Καθαρά κέρδη}}{\text{Ίδια κεφάλαια}}$	Αποτελεί ένδειξη της αποτελεσματικότητας με την οποία τα κεφάλαια των φορέων της επιχείρησης απασχολούνται σε αυτήν.
ΠΙΕΣΗ ΞΕΝΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	$\frac{\text{Ξένα Κεφάλαια}}{\text{Ίδια κεφάλαια}}$	Δείχνει την ασφάλεια που παρέχει η επιχείρηση στους δανειστές της. Αν είναι μικρότερος της μονάδας, δείχνει ότι οι φορείς της επιχείρησης συμμετέχουν σε αυτή με περισσότερα κεφάλαια από ότι οι πιστωτές της.
ΚΑΛΥΨΗ ΠΑΓΙΟΥ	$\frac{\text{Ίδια κεφάλαια}}{\text{Πάγιο Ενεργητικό}}$	Με αυτό τον αριθμοδείκτη στοχεύεται η εύρεση του τρόπου χρηματοδότησης των επενδύσεων της επιχείρησης σε πάγια. Η πορεία του αριθμοδείκτη διαχρονικά δείχνει την πολιτική που ακολουθεί μια επιχείρηση ως προς τον τρόπο χρηματοδότησης των παγίων στοιχείων της.
ΚΑΛΥΨΗ ΤΟΚΩΝ	$\frac{\text{Καθαρά Κέρδη προ Τόκων και Φόρων}}{\text{Τόκοι}}$	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 δανειακά της κεφάλαια και προσδιορίζει την ικανότητά της να εξοφλεί τους τόκους των δανειακών κεφαλαίων από τα παραγόμενα κέρδη της.

## 2.2 Αναλυτές Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων

Οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις είναι αντικείμενο ανάλυσης, εκτός από τους άμεσα ενδιαφερόμενους, ενός ευρέως φάσματος οικονομικο-κοινωνικών στρωμάτων, το οποίο

προέρχεται εντός ή και εκτός του περιβάλλοντος της επιχείρησης (Γεωργόπουλος, 2014).

Οι ενδιαφερόμενες ομάδες ποικίλλουν και διαχωρίζονται βάσει του κινήτρου, δηλαδή της σχέσης της ομάδας με την ή τις επιχειρήσεις που προτίθεται να αναλύσει.

Οι βασικές κατηγορίες αναλυτών αναφέρονται παρακάτω: (Γεωργόπουλος, 2014) (Νιάρχος, 2004).

*Πίνακας 4: Κατηγορίες Αναλυτών*

<i>ΔΙΟΙΚΟΥΝΤΕΣ</i>
<i>ΜΕΤΟΧΟΙ – ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ</i>
<i>ΔΑΝΕΙΣΤΕΣ</i>
<i>ΕΡΓΑΖΟΜΕΝΟΙ</i>
<i>ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΕΣ – ΠΕΛΑΤΕΣ</i>
<i>ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΕΣ</i>
<i>ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΑΝΑΛΥΤΕΣ, ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΕΣ, ΣΤΕΛΕΧΗ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ, ΑΝΑΛΥΤΕΣ ΣΕ ΠΕΡΙΠΤΩΣΕΙΣ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ</i>
<i>ΕΛΕΓΚΤΕΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ</i>
<i>ΛΟΙΠΟΙ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΙ ΑΝΑΛΥΤΕΣ</i>

Εκτός από τους διοικούντες που έχουν πλήρη πρόσβαση στο σύνολο των οικονομικών πληροφοριών της επιχείρησης, όλοι οι άλλοι θεωρούνται εξωτερικοί αναλυτές.

Οι διοικούντες μια επιχείρηση έχουν εσωτερική πληροφόρηση και συνεχή πρόσβαση στα λογιστικά βιβλία της. Η έρευνά τους δύναται να συμπεριλάβει συστηματική μελέτη με χρήση όλων των εργαλείων ανάλυσης για να εντοπιστούν έγκαιρα τυχόν προβλήματα στη λειτουργία της οικονομικής μονάδας. Η διοίκηση ενδιαφέρεται να έχει εικόνα για τη σύνθεση και διάρθρωση των κεφαλαίων, τις χρήσεις τους, τη ρευστότητα, τη διάγνωση μελλοντικών αδυναμιών και προβλημάτων και την αξιολόγηση των προοπτικών κερδοφορίας. (Γεωργόπουλος, 2014).

Οι επενδυτές, οι οποίοι ως επί το πλείστον είναι και μέτοχοι μιας επιχείρησης, προσφέρουν τα κεφάλαιά τους, αναλαμβάνουν τους κινδύνους και αποβλέπουν στη λήψη μερισμάτων από τη διανομή των κερδών. Ενδιαφέρονται, κυρίως, για την κερδοφόρα δυναμικότητα της επιχείρησης, την οικονομική της διάρθρωση, τη

διάρθρωση των κεφαλαίων της και, φυσικά, για τα μελλοντικά κέρδη της. (Νιάρχος, 2004).

Οι δανειστές, σε σύγκριση με τους επενδυτές, δίνουν έμφαση στην ασφάλεια των κεφαλαίων τους και εστιάζουν στην πραγματική αξία των περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης, δηλαδή υπολογίζουν την αξία ρευστοποίησής τους σε χαμηλότερες τιμές από αυτές που εμφανίζονται στον ισολογισμό. Ανάλογα με τον τύπο του δανείου που έχει χορηγηθεί (βραχυπρόθεσμο ή μακροπρόθεσμο), διαφέρει και ο τρόπος ανάλυσης των οικονομικών στοιχείων της επιχείρησης από τους δανειστές της. Γενικότερα, οι δανειστές εστιάζουν στην διάρθρωση των κεφαλαίων της επιχείρησης και τη σχέση των ιδίων προς τα ξένα κεφάλαια, ώστε να εκτιμήσουν τον βαθμό ασφάλειας που τους παρέχεται. (Γεωργόπουλος, 2014)

Οι εργαζόμενοι μιας κερδοφόρας, υγιούς και ανταγωνιστικής επιχείρησης, μέσω των συνδικαλιστικών τους σωματείων, μπορούν να διεκδικήσουν καλύτερους όρους εργασίας. Τα μέλη της ομάδας αυτής ενδιαφέρονται να λάβουν αποφάσεις σχετικές με την πιθανότητα μακροχρόνιας επιβίωσης της επιχειρηματικής μονάδας.

Οι προμηθευτές παρέχουν στις επιχειρήσεις αγαθά ή υπηρεσίες επί πιστώσει και αναμένουν εξόφληση σε βραχύ χρονικό διάστημα για το οποίο, συνήθως, δεν χρεώνουν τόκο. Για το λόγο αυτό ενδιαφέρονται τόσο για την ρευστότητα της επιχείρησης, όσο και για τη μελλοντική πορεία της από την οποία εξαρτάται η συνέχιση των συναλλαγών τους. Οι δε πελάτες ενδιαφέρονται για την κερδοφορία και την απόδοση των κεφαλαίων με σκοπό την επίτευξη καλύτερων τιμών και όρων συναλλαγής. (Γεωργόπουλος, 2014).

Οι πληροφορίες που προκύπτουν από τις οικονομικές καταστάσεις είναι χρήσιμες και για τις ανταγωνιστικές επιχειρήσεις, ώστε να σχεδιάσουν την περαιτέρω πορεία τους στον κλάδο που ανήκουν.

Οι οικονομικοί αναλυτές κάθε είδους αντλούν πληροφορίες από τις οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων για διάφορους λόγους. Για παράδειγμα, οι χρηματιστές χρειάζονται την πληροφόρηση για ενημέρωση των πελατών τους, οι αναλυτές εξαγορών και συγχωνεύσεων εκτιμούν τα περιουσιακά στοιχεία, τις υποχρεώσεις και τις μελλοντικές ταμειακές ροές, κ.λπ.

Όσον αφορά στους ελεγκτές, η ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων έχει σκοπό τον εντοπισμό σφαλμάτων, ηθελημένων ή μη, που μπορεί να δίνουν εσφαλμένη εικόνα για την εκάστοτε επιχείρηση. (Γεωργόπουλος, 2014).

Εκτός από τους παραπάνω, υπάρχουν πολλοί άλλοι ενδιαφερόμενοι εξωτερικοί αναλυτές. Ο σκοπός και το αντικείμενο της ανάλυσης διαφοροποιείται ανάλογα με το είδος του αναλυτή και το έργο τους είναι δυσκολότερο λόγω της περιορισμένης πρόσβασης σε αναλυτικά οικονομικά στοιχεία των επιχειρήσεων που ερευνούν. Παραδείγματα εξωτερικών αναλυτών είναι τα λογιστικά γραφεία, τα επιμελητήρια, οι σπουδαστές ακαδημαϊκών ιδρυμάτων, ο κρατικός φορέας, λοιποί οργανισμοί κ.α.

Με βάση την πολυμορφία και την ετερογένεια των ανωτέρω αναφερόμενων ομάδων, γίνεται αντιληπτό το γεγονός πως υπάρχουν αντικρουόμενα συμφέροντα μεταξύ των διαφόρων ομάδων, τόσο στο εσωτερικό περιβάλλον της οικονομικής μονάδας (επιχειρηματικός φορέας, εργαζόμενοι, στελέχη) όσο και στο εξωτερικό (ανταγωνίστριες μονάδες, κράτη, οργανισμοί).

### **3. ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

Υπάρχουν αρκετές, ευρέως χρησιμοποιούμενες και αποδεκτές μέθοδοι αποτίμησης που χρησιμοποιούνται για την εκτίμηση της αξίας μίας εταιρίας. Στα πλαίσια της εργασίας μας θα αξιολογήσουμε την καταλληλότητα και την εφαρμογή των κάτωθι γενικών αποδεκτών μεθόδων αποτίμησης:

#### **A. Μέθοδος Προεξόφλησης Ταμειακών Χρηματοροών (DCF)**

Η μέθοδος της Προεξόφλησης των Μελλοντικών Ταμειακών Ροών, αποτελεί την ευρύτερα διαδεδομένη τεχνική αποτίμησης επιχειρήσεων και κρίνεται ιδιαίτερα κατάλληλη στις περιπτώσεις όπου οι προς αποτίμηση εταιρίες πληρούν, μεταξύ άλλων, ορισμένα από τα ακόλουθα χαρακτηριστικά:

- Αναμένουν μεταβολές ή διακυμάνσεις στις μελλοντικές ταμειακές τους ροές
- Προβλέπονται πιθανές διακυμάνσεις στις επενδύσεις παγίων

Η μέθοδος επικεντρώνεται στον καθορισμό των βασικών συνιστωσών της αξίας της επιχείρησης, οι οποίες αλληλοεξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό, και περιλαμβάνει εκτίμηση των ταμειακών ροών της υπό εξέταση εταιρίας, λαμβάνοντας υπόψη:

- Το ύψος των προβλεπόμενων κερδών
- Τις επενδυτικές δαπάνες (παγίων και κεφαλαίου κίνησης)
- Εκτίμηση του κόστους κεφαλαίου της επιχείρησης, λαμβάνοντας υπόψη:



- i. Το προεξοφλητικό επιτόκιο
- ii. Την κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης
- iii. Τους συνυφασμένους με την επιχείρηση κινδύνους

Η αξία των ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας υπολογίζεται με την προεξόφληση των μελλοντικών προ φόρων και τόκων χρηματοροών, με βάση το Μέσο Σταθμισμένο Κόστος Κεφαλαίου (WACC - ΜΣΚΚ), αφού αφαιρεθεί ο καθαρός δανεισμός.

Ο πιο συνηθισμένος συντελεστής προεξόφλησης των μελλοντικών χρηματοροών είναι το Μεσο-Σταθμισμένο Κόστος Κεφαλαίου (Weighted Average Cost of Capital – WACC). Το WACC εκτιμά την απαιτούμενη απόδοση μιας επένδυσης βάσει του κόστους δανεισμού και του κόστους ιδίων κεφαλαίων, των κυριότερων δηλαδή πηγών που απαιτούνται για τη χρηματοδότηση των επενδυτικών προγραμμάτων των εταιριών λαμβάνοντας παράλληλα υπόψη και την κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρίας.

$$WACC = R_e * \left[ \frac{E}{(E + D)} \right] + R_d * \left[ \frac{D}{(E + D)} \right] * (1 - T)$$

όπου:

- Re: Κόστος ιδίων κεφαλαίων  
 Rd: Κόστος δανεισμού  
 E: Αξία ιδίων κεφαλαίων (market value)  
 D: Αξία δανειακών κεφαλαίων (market value)  
 T: Φορολογικός συντελεστής

Ο φορολογικός συντελεστής (T) αντιπροσωπεύει τον μακροχρόνιο φορολογικό συντελεστή που εφαρμόζεται για τη χώρα δραστηριοποίησης. Για την υπό εξέταση περίοδο έχει θεωρηθεί φορολογικός συντελεστής ίσος με τον αντίστοιχο συντελεστή που ισχύει στην Βουλγαρία.

Το κόστος δανεισμού (Rd ) αντανakλά το ρίσκο που πρέπει να αντιμετωπίσει μία εταιρία ώστε να αποκτήσει πρόσβαση σε βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα δάνεια. Για την εταιρία έχουμε υπολογίσει το κόστος αυτό ως το προβλεπόμενο επιτόκιο δανεισμού από τράπεζες και έντοκους πιστωτές βάσει του επιχειρηματικού πλάνου.

Η κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρίας εξαρτάται από το λόγο των μακροπρόθεσμων οφειλών προς της τρέχουσα αξία των μετοχών της επιχείρησης ή αλλιώς την αναλογία ξένων προς ίδια κεφάλαια και υπολογίζεται ως εξής.

$$G = D / (D + E),$$

όπου:

- D ύψος κεφαλαίων που χρηματοδοτούνται μέσω δανεισμού
- E ύψος κεφαλαίων που χρηματοδοτούνται μέσω ιδίων κεφαλαίων

Ο συντελεστής μόχλευσης της εταιρίας εκτιμάται λαμβάνοντας υπόψη τις προβλέψεις χρέους και ιδίων κεφαλαίων όπως αυτά σημειώνονται στο επιχειρηματικό σχέδιο.

Η απαιτούμενη από τους μετόχους απόδοση ( $R_e$ ) μπορεί να οριστεί και ως η ελάχιστη απόδοση που θα απαιτούσε ένας επενδυτής για να αποκτήσει μετοχές στην υπό εξέταση εταιρία. Το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (Capital Asset Pricing Model - CAPM) μας δίνει την εκτιμώμενη απόδοση μιας εταιρίας - επένδυσης με βάση τις συνθήκες της αγοράς και την συμπεριφορά της μετοχής της υπό εξέταση εταιρίας εάν είναι εισηγμένη σε χρηματιστήριο ή την συμπεριφορά μετοχών ομοειδών εταιριών (πχ του κλάδου) σε περίπτωση που η υπό εξέταση εταιρία δεν είναι εισηγμένη. Η απόδοση υπολογίζεται βάσει της σχέσης :

$$R_e = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f)$$

όπου,

- $R_e$ : κόστος μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας
- $R_f$ : απόδοση άνευ κινδύνου
- $\beta$ : συντελεστής συστηματικού κινδύνου της υπό εξέταση εταιρίας (βήτα)
- $R_m - R_f$ : ή Market Risk Premium: συντελεστής κινδύνου για την υπό εξέταση χώρα

Για την απόδοση άνευ κινδύνου, πολλές φορές είναι ευρέως αποδεκτό ότι το δεκαετές ομόλογο ευρωζώνης ή το δεκαετές γερμανικό ομόλογο είναι αντιπροσωπευτικό του επιτοκίου χωρίς ρίσκο.

Το market risk premium αντιπροσωπεύει την επιπλέον απόδοση που η αγορά ως σύνολο απαιτεί για κάθε μια μονάδα κινδύνου πάνω από το τρέχον χωρίς κίνδυνο επιτόκιο. Ο συντελεστής MRP αρκετές φορές λογίζεται να είναι ίσος με το ρίσκο προηγμένης οικονομίας όπως αυτό για παράδειγμα υπολογίζεται από το Stern School of Business.

Προκειμένου να ληφθούν υπόψη οι παράγοντες κινδύνου που σχετίζονται με τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται η κάθε εταιρία, απαιτείται μια επιπλέον προσαρμογή στον υπολογισμό του κόστους κεφαλαίου η οποία εκφράζεται από το συντελεστή beta ( $\beta$ ). Ο  $\beta$  αποτελεί την ποσοτική απεικόνιση του κινδύνου μίας επένδυσης σε σχέση με την αγορά στο σύνολό της.

Ένα β μεγαλύτερο της μονάδας σημαίνει ότι η επένδυση εμπεριέχει μεγαλύτερο ρίσκο από την αγορά συνολικά, ενώ ένα β μικρότερο της μονάδας ότι η επένδυση είναι μικρότερου ρίσκου αντίστοιχα. Ο συντελεστής β υπολογίζεται συχνά κάνοντας χρήση του τύπου Modigliani-Miller, μέσω δηλαδή της τιμής του asset beta.

$$\beta_{asset} = \beta_{equity} \cdot \frac{1}{1 + (1 - T) \cdot D/E}$$

Τέλος, για την αποτίμηση της εταιρίας, οι ελεύθερες ταμειακές ροές πρέπει να προεξοφληθούν με βάση μία κατάλληλη τιμή WACC. Για την εκτίμηση του WACC χρησιμοποιούνται οι ακόλουθες παραμέτρους:

- Φορολογικός συντελεστής
- Επιτόκιο χωρίς κίνδυνο
- Κόστος δανεισμού
- Μοχλευμένο και μη μοχλευμένο beta (β)
- Market risk premium
- Ρυθμός ανάπτυξης στο διηνεκές

Η εφαρμογή και αποδοχή της Μεθόδου Προεξόφλησης Ταμειακών Χρηματοροών μπορεί να περιορίζεται λόγω κάποιων παραγόντων όπως:

- Η μέθοδος είναι ευαίσθητη στις παραδοχές του επιχειρηματικού πλάνου. Μικρές αλλαγές στις παραδοχές, μπορούν να προκαλέσουν μεγάλη διαφοροποίηση στην αποτίμηση της εταιρίας.
- Η μέθοδος λαμβάνει υπόψη προβλέψεις μελλοντικών επιδόσεων, οι οποίες μπορεί να αναπροσαρμόζονται ανάλογα με το περιβάλλον στο οποίο δραστηριοποιείται η κάθε εταιρία και συνεπώς να αναπροσαρμόζεται και η αξία της.

## B. Μέθοδος Δεικτών Κεφαλαιαγοράς Συγκρίσιμων Εταιριών (Trading Multiples)

Η μέθοδος της συγκριτικής ανάλυσης μέσα από τη χρήση των πολλαπλασιαστών αποσκοπεί στη διερεύνηση του εάν ένα περιουσιακό στοιχείο είναι δίκαια αποτιμημένο σε σχέση με μια αξία που αποτελεί το μέτρο σύγκρισης (benchmark).

Τα πολλαπλάσια συγκεκριμένων δεικτών της αγοράς είναι μια ευρέως χρησιμοποιούμενη μέθοδος αποτίμησης. Η μεθοδολογία αυτή βασίζεται στο γεγονός ότι η πιθανή αξία μίας εταιρίας ή μετοχής μπορεί να εκτιμηθεί βάσει εμπειρικών δεικτών που προκύπτουν από αντίστοιχες, ομοειδείς και κατά προτίμηση συγκρίσιμες εταιρίες των οποίων κατά βάση οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο.

Αυτή η μέθοδος στηρίζεται στην αποτελεσματικότητα της αγοράς, η οποία υποδεικνύει ότι η τιμή των μετοχών μιας εταιρίας αντανακλά όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες και την επίδραση της προσφοράς και ζήτησης των ορθολογικών αγορών και πωλήσεων.

Για τη συγκριτική αυτή αποτίμηση, θεσπίζονται τα κριτήρια επιλογής του συγκριτικού δείγματος των επιχειρήσεων, επιλέγεται το συγκριτικό δείγμα, καθώς και οι πλέον αντιπροσωπευτικοί δείκτες για τη συγκεκριμένη αποτίμηση.

Στη συνέχεια, εφαρμόζονται, μετά από κατάλληλες προσαρμογές, οι δείκτες στα μεγέθη της εταιρίας ώστε να προκύψει το εύλογο εύρος αξιών σε κάθε περίπτωση.

Ενδεικτικοί δείκτες οι οποίοι εξετάζονται για την εφαρμογή της μεθόδου δεικτών συγκρίσιμων εταιριών είναι οι εξής:

- Η αξία της εταιρίας προς τη λογιστική αξία (EV/BV). Ο συγκεκριμένος πολλαπλασιαστής προκύπτει από τη διαίρεση της αγοραίας τιμής της μετοχής με τη λογιστική αξία της μετοχής. Χρησιμοποιείται κυρίως γιατί η λογιστική αξία της μετοχής παρουσιάζει σταθερότητα σε σχέση με τα κέρδη ανά μετοχή και συνδέεται με τις μεταβολές των μακροχρόνιων μέσων ρυθμών ανάπτυξης. Δεν ενδείκνυται για τη σύγκριση εταιριών με διαφορετικά μεγέθη ενεργητικού και δεν λαμβάνει υπόψη παράγοντες που επιδρούν στην αξία της εταιρίας όπως το ανθρώπινο κεφάλαιο, ο πληθωρισμός και οι τεχνολογικές αλλαγές, αυξάνοντας το χάσμα ανάμεσα σε πραγματικά και λογιστικά μεγέθη.
- Η αξία της εταιρίας προς τις πωλήσεις (EV/Sales). Οι μεταβολές του δείκτη σχετίζονται με τις ενδείξεις για αύξηση ή μείωση των πωλήσεων στο μέλλον και αποτελεί σημαντικό μέτρο σύγκρισης της απόδοσης της εταιρίας σε σχέση με τις υπόλοιπες εταιρίες του κλάδου.
- Η αξία της εταιρίας προς τα κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων (EV/EBITDA). Η συγκεκριμένη σχέση αποτελεί δείκτη αξίας για το σύνολο της επιχείρησης και όχι μόνο από την τιμή της μετοχής. Η αποτελεσματικότητα του δείκτη αυξάνεται όταν οι αποσβέσεις αποτελούν το σημαντικότερο μέρος των κεφαλαιακών εξόδων.
- Η αξία της εταιρίας προς κερδών προ φόρων και τόκων (EV/EBIT). Είναι ένας χρηματοοικονομικός δείκτης παρόμοιος με τον δείκτη EV/EBITDA, απλούστερος όμως καθώς απαιτεί μικρότερη πληροφόρηση.
- Η αξία της εταιρίας προς κερδών προ φόρων (EV/EBT). Είναι ένας χρηματοοικονομικός δείκτης παρόμοιος με τον δείκτη EV/EBIT, με τη μόνη διαφορά ότι δε λαμβάνει υπόψη τα χρηματοοικονομικά αποτελέσματα (τόκους).

Η μέθοδος αυτή διαφαίνεται ως λογική, αλλά πρέπει να χρησιμοποιείται με προσοχή γιατί:

- Υπάρχουν προβλήματα με τη σύγκριση των κερδών λόγω εφαρμογής διαφορετικών λογιστικών αρχών από διάφορες εταιρίες καθώς επίσης και διαφορών στα νομοθετικά πλαίσια των διαφόρων χωρών.
- Οι διαφορετικοί ρυθμοί ανάπτυξης των εταιριών, των οικονομικών και επιχειρηματικών κινδύνων καθιστούν την εξεύρεση ενός κατάλληλου πολλαπλασιαστή δύσκολη.
- Η επιλογή των εταιριών προς σύγκριση θα πρέπει να είναι σχετικά ομοειδής τόσο ως προς το οικονομικό μέγεθος όσο και ως προς τις δραστηριότητές τους.
- Υπάρχουν προβλήματα με την εξεύρεση αντίστοιχων ομοειδών εταιριών οι οποίες μπορούν να αποτελέσουν βάση σύγκρισης για την αποτιμωμένη επιχείρηση.

#### Γ. Μέθοδος Συγκρίσιμων Συναλλαγών (Transaction Multiples)

Η συγκεκριμένη μέθοδος έχει ως σκοπό τον υπολογισμό πολλαπλασιαστών επί βασικών οικονομικών μεγεθών εταιριών, οι οποίες υπήρξαν πρόσφατα στόχοι εξαγορών ή συγχωνεύσεων και τους οποίους οι ενδιαφερόμενοι χρησιμοποίησαν τη δεδομένη χρονική στιγμή της συναλλαγής για την αποτίμησή τους. Η μέθοδος αυτή επίσης συμπεριλαμβάνει την ανάλυση πρόσφατων συναλλαγών που αφορούν στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας η οποία αποτιμάται.

Η επιλογή των δεικτών που χρησιμοποιούνται για τη σύγκριση τους με την χρηματιστηριακή αξία των εταιριών εξαρτάται κατά περίπτωση από τον κλάδο και το είδος των προϊόντων ή υπηρεσιών που οι συγκεκριμένες εταιρίες παρέχουν.

Η Αξία Συναλλαγής (ΑΣ) συνήθως αναφέρεται στην αξία του μετοχικού κεφαλαίου της εξαγοραζόμενης. Στην περίπτωση που η αγοράστρια εταιρία αναλαμβάνει και το δανεισμό της υπό εξαγορά εταιρίας στόχου τότε αναφερόμαστε στην Αξία Επιχείρησης.

Οι Δείκτες / Πολλαπλασιαστές που καταρτίζονται στη μέθοδο αυτή είναι συνήθως οι εξής:

- Η αξία της εταιρίας προς τις πωλήσεις (EV/Sales). Οι μεταβολές του δείκτη σχετίζονται με τις ενδείξεις για αύξηση ή μείωση των πωλήσεων στο μέλλον και αποτελεί σημαντικό μέτρο σύγκρισης της απόδοσης της εταιρίας σε σχέση με τις υπόλοιπες εταιρίες του κλάδου.

- Η αξία της εταιρίας προς τα κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων (EV/EBITDA). Η συγκεκριμένη σχέση αποτελεί δείκτη αξίας για το σύνολο της επιχείρησης και όχι μόνο από την τιμή της μετοχής. Η αποτελεσματικότητα του δείκτη αυξάνεται όταν οι αποσβέσεις αποτελούν το σημαντικότερο μέρος των κεφαλαιακών εξόδων.
- Η αξία της εταιρίας προς κερδών προ φόρων και τόκων (EV/EBIT). Είναι ένας χρηματοοικονομικός δείκτης παρόμοιος με τον δείκτη EV/EBITDA, απλούστερος όμως καθώς απαιτεί μικρότερη πληροφόρηση.

Η εφαρμογή της συγκεκριμένης μεθόδου ενδεχομένως περιορίζεται από παράγοντες που αφορούν τις εταιρίες του δείγματος, όπως:

- Τις συνθήκες αγοράς ή αγορών στις οποίες δραστηριοποιείται η κάθε εταιρία,
- Το εύρος προσφερόμενων προϊόντων και υπηρεσιών και τη διαφοροποίηση των δραστηριοτήτων κάθε εταιρίας,
- Το μέγεθος της κάθε εταιρίας καθώς και
- Την χρονική στιγμή της διενέργειας της συναλλαγής.

#### Δ. Μέθοδος της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης (Adjusted Net Asset Value)

Η μέθοδος της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης είναι μία στατική μέθοδος αποτίμησης κατά την οποία οι αξίες των κυριότερων περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας εκτιμώνται και η λογιστική τους αξία αναπροσαρμόζεται, εφόσον αυτό κριθεί σκόπιμο, σε σχέση με την τρέχουσα αξία τους (εφόσον είναι διαφορετική) και τυχόν παρατηρήσεις της Διοίκησης των εταιριών και των ορκωτών ελεγκτών στις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις τους. Σημειώνουμε ότι, σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς, οι κυριότερες από τις παρατηρήσεις αυτές θα πρέπει να έχουν ενσωματωθεί στις ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις, οι οποίες δεν θα πρέπει να φέρουν παρατηρήσεις από τους ορκωτούς ελεγκτές.

#### Ε. Μέθοδος Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

Για τον προσδιορισμό της αξίας των μη εισηγμένων στο Χρηματιστήριο μετοχών, που περιλαμβάνονται π.χ. σε ένα χαρτοφυλάκιο αμοιβαίων κεφαλαίων, υποδεικνύεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς η εξής μέθοδος:

$$\text{Αξία επιχείρησης} = \frac{ΚΠΘ + (ΜΟΟΚ * 12)}{2}$$

όπου,

ΚΠΘ : η καθαρή περιουσιακή θέση της επιχείρησης

ΜΟΟΚ: το μέσο οργανικό κέρδος της τελευταίας πενταετίας

Όσον αφορά τη συγκεκριμένη μέθοδο, προβληματισμό προκαλεί το γεγονός πως η αποτίμηση εδράζεται σε κέρδη που πραγματοποιήθηκαν σε παρελθούσες χρήσεις. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να μην αποτυπώνονται οι προσδοκίες που υπάρχουν, ούτε να αντικατοπτρίζεται με βεβαιότητα η πραγματική εικόνα της εταιρίας.

#### ΣΤ. Η μέθοδος της Υπερπροσόδου

Η Μέθοδος των Υπολειπόμενων Κερδών ή Μέθοδος της Υπερπροσόδου λαμβάνει υπόψη ότι η αξία μιας εταιρίας είναι μεγαλύτερη από το άθροισμα των περιουσιακών της στοιχείων κατά το ποσό της υπεραξίας (goodwill). Η ετήσια διαφορά μεταξύ των οργανικών κερδών της εταιρίας και του τόκου του απασχολούμενου κεφαλαίου ονομάζεται πρόσοδος. Υπολογίζοντας τις ταμιακές ροές για μία σειρά ετών και προεξοφλώντας με σκοπό τον υπολογισμό της παρούσας αξίας αυτών, υπολογίζεται η υπεραξία της εταιρίας. Η συνολική αξία της εταιρίας υπολογίζεται προσθέτοντας στην περιουσιακή κατάσταση της εταιρίας (καθαρή θέση) την υπεραξία.

Για την εφαρμογή της μεθόδου υπολογίζονται τα οργανικά κέρδη για μία περίοδο πενταετίας, υπολογίζεται ο τόκος του απασχολούμενου κεφαλαίου (κανονική πρόσοδος) που αποτελεί το όφελος της επένδυσης και εν συνεχεία από το οργανικό κέρδος αφαιρείται η κανονική πρόσοδος ώστε να προκύψει η υπερπρόσοδος. Εν συνεχεία υπολογίζεται η παρούσα αξία των υπερπροσόδων για την ερχόμενη πενταετία και για το διηλεκές χρησιμοποιώντας το κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο. Το άθροισμα των ταμιακών ροών αντιπροσωπεύει την αξία με την οποία προσαυξάνεται η καθαρή θέση ώστε να προκύψει η συνολική αξία των ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας.

#### Ζ. Η Μέθοδος Προεξόφλησης Μελλοντικών Μερισμάτων (Discounted Dividends Method ή DDM)

Η Μέθοδος Προεξόφλησης Μελλοντικών Μερισμάτων προσδιορίζει την εύλογη αξία των μετοχών μιας εταιρίας ως προς την παρούσα αξία των μελλοντικών μερισμάτων που εκτιμάται ότι θα διανεμίει στους μετόχους της και τα οποία μερίσματα θα προκύψουν από τη λειτουργία της εταιρίας σε μία δεδομένη χρονική περίοδο, σύμφωνα με το επιχειρηματικό σχέδιο που έχει καταρτισθεί. Βάσει της μελλοντικής κερδοφορίας και των μερισμάτων που διαμορφώνονται, τα μερίσματα προεξοφλούνται κάνοντας χρήση του κατάλληλου προεξοφλητικού επιτοκίου ώστε να υπολογισθεί η παρούσα αξία των μελλοντικών μερισμάτων. Στην αξία που προκύπτει προστίθεται η υπολειμματική αξία των μερισμάτων κατά την ημερομηνία της αποτίμησης, θεωρώντας ένα ρυθμό

ανάπτυξης στο διηνεκές, ώστε να προκύψει η τελική αξία της εταιρίας βάσει της συγκεκριμένης μεθοδολογίας.

## **4. Ο ΚΛΑΔΟΣ FINTECH**

### **4.1 Τι είναι το fintech**

Το Fintech είναι ένας όρος που χρησιμοποιείται για την περιγραφή της χρηματοοικονομικής τεχνολογίας, μιας βιομηχανίας που περιλαμβάνει κάθε είδους τεχνολογία στις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες - από το φάσμα των επιχειρήσεων έως το φάσμα των καταναλωτών. Το Fintech περιγράφει και περικλείει κάθε εταιρεία που παρέχει χρηματοοικονομικές υπηρεσίες μέσω λογισμικού ή άλλης τεχνολογίας και περιλαμβάνει οτιδήποτε εμπίπτει σε αυτή την κατηγορία, από τις εφαρμογές πληρωμών μέσω κινητού έως τα κρυπτο-νομίσματα.

Σε γενικές γραμμές λοιπόν, το η fintech περιγράφει κάθε εταιρεία που χρησιμοποιεί το Διαδίκτυο, κινητές συσκευές, τεχνολογία λογισμικού ή υπηρεσίες cloud για εκτέλεση ή σύνδεση με χρηματοοικονομικές υπηρεσίες. Πολλά προϊόντα fintech έχουν σχεδιαστεί για να συνδέουν τα οικονομικά των καταναλωτών με την τεχνολογία για ευκολία στη χρήση, αν και ο όρος εφαρμόζεται επίσης στις τεχνολογίες επιχειρήσεων-προς-επιχείρηση (B2B).

Το Fintech εμφανίζεται με δεκάδες εφαρμογές και έχει αλλάξει τον τρόπο με τον οποίο οι καταναλωτές έχουν πρόσβαση στα οικονομικά τους. Από εφαρμογές πληρωμών για κινητά όπως το Square (SQ) - Λήψη αναφοράς σε ασφαλιστικές και επενδυτικές εταιρείες - , το fintech παρενεβλήθη στις παραδοσιακές χρηματοοικονομικές και τραπεζικές βιομηχανίες - και δυνητικά αποτελεί απειλή για τις παραδοσιακές τράπεζες ή χρηματοοικονομικά ιδρύματα.

Αρχικά, το fintech αναφερόταν στην τεχνολογία που εφαρμόστηκε στα συστήματα back-end τραπεζών ή άλλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων - αλλά έκτοτε έχει αναπτυχθεί ώστε να περιλαμβάνει πληθώρα άλλων εφαρμογών που εστιάζουν περισσότερο στον καταναλωτή. Στις μέρες μας, είναι δυνατή η διαχείριση κεφαλαίων, η ανταλλαγή αποθεμάτων, η πληρωμή τροφής ή η διαχείριση της ασφάλισης μέσω αυτής της τεχνολογίας (και συχνά στο smartphone τηλέφωνο ενός καταναλωτή). Τα εργαλεία που παρέχει η fintech αλλάζουν τον τρόπο με τον οποίο πολλοί καταναλωτές παρακολουθούν και διαχειρίζονται τα οικονομικά τους.



## 4.2 Παραδείγματα εφαρμογών fintech

Υπάρχουν αρκετές εφαρμογές μέσα από τις οποίες εφαρμόζεται και υλοποιείται η έννοια του fintech, μερικές εκ των οποίων είναι οι εξής:

### 1. Πλατφόρμες Crowdfunding

Οι πλατφόρμες Crowdfunding επιτρέπουν στους χρήστες του Διαδικτύου και των εφαρμογών να στέλνουν ή να λαμβάνουν χρήματα από άλλους στην πλατφόρμα και έχουν επιτρέψει σε άτομα ή επιχειρήσεις να συγκεντρώσουν χρηματοδότηση από διάφορες πηγές που βρίσκονται όλες στο ίδιο μέρος.

Αντί να χρειαστεί να πάει κάποιος σε μια παραδοσιακή τράπεζα για δάνειο, είναι πλέον δυνατό να απευθυνθεί απευθείας στους επενδυτές για υποστήριξη ενός έργου ή μιας εταιρείας. Και ενώ οι εφαρμογές των πλατφορμών crowdfunding τους κυμαίνονται από χρηματοδότηση οικογένειας και φίλων έως χρηματοδότηση από θαυμαστές και πολίτες, ο αριθμός τους έχει πολλαπλασιαστεί με την πάροδο των ετών.

### 2. Blockchain και Cryptocurrency

Το Cryptocurrency και το blockchain είναι βασικά παραδείγματα του fintech.

Οι ανταλλαγές κρυπτονομισμάτων όπως το Coinbase και το Gemini συνδέουν τους χρήστες με την αγορά ή την πώληση κρυπτονομισμάτων όπως το bitcoin.

Εκτός από την κρυπτογράφηση, οι υπηρεσίες blockchain όπως το BlockVerify συμβάλλουν στη μείωση της απάτης διατηρώντας τα δεδομένα προέλευσης στο blockchain. Και ενώ η κρυπτογράφηση και ακόμη και το blockchain μπορεί να είναι κάπως αμφιλεγόμενες χρήσεις του fintech, σίγουρα έχουν απορροφήσει μέρος του επενδυτικού κόσμου τα τελευταία χρόνια.

### 3. Πληρωμές μέσω κινητού

Φαίνεται ότι όλοι οι κάτοχοι smartphone χρησιμοποιούν κάποια μορφή πληρωμής μέσω κινητού. Στην πραγματικότητα, σύμφωνα με τα στοιχεία της Statista, η παγκόσμια αγορά πληρωμών για κινητά βρίσκεται στο όριο να ξεπεράσει το 1 τρισεκατομμύριο δολάρια το 2020.

Χρησιμοποιώντας ολοένα και πιο εξελιγμένη τεχνολογία, έχουν προκύψει υπηρεσίες που επιτρέπουν στους καταναλωτές να ανταλλάσσουν χρήματα και πληρωμές στο διαδίκτυο ή σε κινητές συσκευές.

#### 4. Ασφάλειες

Το fintech έχει διαπεράσει ακόμη και τον ασφαλιστικό κλάδο. Στην πραγματικότητα, η insurtech (όπως λέγεται) έχει συμπεριλάβει τα πάντα, από την ασφάλιση αυτοκινήτου έως την ασφάλιση κατοικίας και την προστασία δεδομένων.

#### 5. Εφαρμογές Robo-Advising και Stock-Trading

Η Robo-συμβουλευτική έχει διαταράξει τον τομέα διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων παρέχοντας προτάσεις για στοιχεία ενεργητικού που βασίζονται σε αλγόριθμους και διαχείριση χαρτοφυλακίου που έχουν αυξημένη αποδοτικότητα και έχουν μειώσει το κόστος.

Καθώς παρατηρείται άνοδος αυτής της πιο προηγμένης τεχνολογίας που μπορεί να αναλύσει διάφορες επιλογές χαρτοφυλακίου όλο το 24ωρο, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα έχουν προσαρμοστεί για να προσφέρουν διαδικτυακές υπηρεσίες παροχής τέτοιων συμβουλών.

Ίσως μια από τις πιο δημοφιλείς και μεγάλες καινοτομίες στο χώρο του fintech ήταν η ανάπτυξη εφαρμογών χρηματιστηρίου. Όταν κάποτε οι επενδυτές έπρεπε να πάνε απευθείας σε χρηματιστήριο όπως το NYSE ή το Nasdaq, τώρα, οι επενδυτές μπορούν να αγοράζουν και να πωλούν μετοχές με το πάτημα ενός κουμπιού στην κινητή συσκευή τους. Εξάλλου, οι φθηνές και εύχρηστες εφαρμογές όπως η Robinhood ή η Acorns, καθιστούν την επένδυση από οπουδήποτε και με οποιοδήποτε προϋπολογισμό ευκολότερη από ποτέ.

#### 6. Εφαρμογές προϋπολογισμού

Μία από τις πιο συνηθισμένες χρήσεις του fintech είναι ο προϋπολογισμός εφαρμογών για καταναλωτές, οι οποίες έχουν αυξηθεί ραγδαία σε δημοτικότητα με την πάροδο των ετών.

Στο παρελθόν, οι καταναλωτές έπρεπε να δημιουργήσουν τους δικούς τους προϋπολογισμούς, να συγκεντρώσουν επιταγές ή να περιηγηθούν σε υπολογιστικά φύλλα excel για να παρακολουθούν τα οικονομικά τους. Αλλά αφού η επανάσταση της fintech προκάλεσε την ανάπτυξη εφαρμογών χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, οι καταναλωτές μπορούν εύκολα και αποτελεσματικά να παρακολουθούν τα έσοδα, τα έξοδα και άλλα εργαλεία προϋπολογισμού που έχουν φέρει επανάσταση στον τρόπο με τον οποίο οι καταναλωτές σκέφτονται τα χρήματά τους.

### 4.3 Ο κλάδος fintech στην Ελλάδα

Ο κλάδος των FinTech στην Ελλάδα βρίσκεται στα αρχικά στάδια διαμόρφωσης. Η πλειοψηφία των εταιρειών που δραστηριοποιούνται στο ελληνικό οικοσύστημα των FinTech επικεντρώνονται σε υπηρεσίες πληρωμών. Σύμφωνα με τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδας, στην Ελλάδα δραστηριοποιούνται 8 αδειοδοτημένα ιδρύματα πληρωμών (Access Payment Services, ΑΡΓΩ Ανταλλαγή, Everypay, Inteli Express, NBL Money Transfer, Smart Pay Services, Paylink, CardLink One) και 3αδειοδοτημένα ιδρύματα ηλεκτρονικού χρήματος (Viva, Tora Wallet και Cosmote Payments).

Αντίστοιχα, υπάρχει σημαντικό ενδιαφέρον για τη δραστηριοποίηση στη χώρα μας από ιδρύματα ηλεκτρονικών πληρωμών και ηλεκτρονικού χρήματος με έδρα στο εξωτερικό. Σύμφωνα με τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδας έχουν εκδηλώσει ενδιαφέρον για παροχή υπηρεσιών τύπου FinTech στην Ελλάδα περί των 500 ιδρυμάτων πληρωμών και περί των 280 ιδρυμάτων ηλεκτρονικού χρήματος κρατών-μελών του ΕΟΧ, εκ των οποίων τα περισσότερα είναι αμιγώς ψηφιακά.

Ο κλάδος του fintech στη χώρας μας άρχισε να οργανώνεται περισσότερο μόλις πριν ενάμιση χρόνο, δηλαδή τον Μάρτιο του 2019, όταν δημιουργήθηκε ο Κόμβος Καινοτομίας FinTech από την Τράπεζα της Ελλάδος.

Ο Κόσμος Καινοτομίας άρχισε να λειτουργεί από την Τράπεζα της Ελλάδος (ΤΤΕ) ως κεντρικό σημείο επαφής για επιχειρήσεις (νεοσύστατες ή υπάρχουσες, εποπτευόμενες και μη, εταιρείες τεχνολογίας κ.λπ.) αλλά και φυσικά πρόσωπα που θέλουν να εισάγουν καινοτόμα χρηματοοικονομικά προϊόντα, υπηρεσίες ή/και επιχειρηματικά μοντέλα. Ο Κόμβος παρέχει υποστήριξη που συνίσταται κυρίως στο να ενημερώνει την FinTech αυτή κοινότητα σχετικά με το ισχύον κανονιστικό και εποπτικό πλαίσιο.

Με τη δημιουργία του εν λόγω Κόμβου, η Τράπεζα της Ελλάδος επιδιώκει να ενθαρρύνει και να προάγει τη χρηματοοικονομική καινοτομία, διασφαλίζοντας την κατάλληλη ισορροπία μεταξύ ενδεχόμενων κινδύνων και διαφαινόμενων ευκαιριών. Η Τράπεζα της Ελλάδος προσβλέπει σε έναν διάλογο με τους παρόχους καινοτόμων λύσεων FinTech, ώστε να διαμορφώνει πληρέστερη εικόνα των προκλήσεων που πιθανόν προκύπτουν από την εισαγωγή νέων επιχειρηματικών μοντέλων και τεχνολογιών στον τομέα των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών.

## **5. ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ VIVA WALLET**

### **5.1 Προφίλ – Ιστορική Αναδρομή**

Η Viva Wallet είναι Ευρωπαϊκός πάροχος ηλεκτρονικών πληρωμών εξολοκλήρου βασισμένος στο cloud μέσω Microsoft Azure. Αποστολή της εταιρείας είναι η αλλαγή του τρόπου με τον οποίο οι επιχειρήσεις πληρώνουν και πληρώνονται. Αποτελεί τον πρώτο πάροχο ηλεκτρονικών πληρωμών που είναι βασισμένος στο cloud, εξασφαλίζοντας 24/7 αδιάκοπη εξυπηρέτηση σε όλη την Ευρώπη μέσω του Microsoft Azure. Η Viva Wallet είναι κύριο μέλος της Visa και Master Card για υπηρεσίες εκκαθάρισης και έκδοσης καρτών. Προσφέρει σε επιχειρήσεις όλων των μεγεθών αποδοχή 24 μεθόδων πληρωμής μέσω των καινοτόμων τερματικών Smart Android. Επίσης, παρέχει υπηρεσίες Card-Present και Card-Not-Present, καθώς και επιχειρηματικούς λογαριασμούς με τοπικό αριθμό IBAN και έκδοση χρεωστικών καρτών.

Η Viva Wallet ιδρύθηκε το 2000, όταν μια μικρή ομάδα ανθρώπων τεχνολογίας, UX και ειδικών στον τομέα των πληρωμών ξεκίνησαν να αναπτύσσουν websites, ηλεκτρονικές υπηρεσίες και εφαρμογές για τράπεζες και άλλες εταιρείες.

Σήμερα η εταιρεία απαρτίζεται από 400 άτομα σε 18 χώρες, με γραφεία στο Ηνωμένο Βασίλειο, τη Γαλλία, την Ισπανία, την Ιταλία, την Πορτογαλία, το Βέλγιο, την Ελλάδα, την Κύπρο, την Αυστρία, την Πολωνία, την Ολλανδία, τη Γερμανία, την Αυστρία και σύντομα σε περισσότερες χώρες.

### **5.2 Όραμα και Στρατηγική**

Το όραμα της εταιρείας είναι να αλλάξει τον τρόπο που οι επιχειρήσεις πληρώνουν και πληρώνονται. Βασικός στρατηγικός στόχος είναι η δραστική αλλαγή του δυσκίνητου τομέα των πληρωμών και η παρουσίαση καινοτόμων λύσεων στον επαγγελματία. Στόχος της εταιρείας είναι να μετατρέψει τις πληρωμές σε απλές, έξυπνες, γρήγορες και αξιόπιστες. Για αυτό το λόγο, η εσωτερική ομάδα R & D της Viva Wallet δημιουργεί έξυπνες υπηρεσίες βασισμένες στις ανάγκες των πελατών μας.

### 5.3 Δραστηριότητες

Η Viva Wallet κατέχει ηγετική θέση στον κλάδο της Πληροφορικής με εξειδίκευση στο σχεδιασμό και ανάπτυξη συστημικών λύσεων (πλατφορμών) για την ενσωμάτωση και εξυπηρέτηση επιχειρησιακών διαδικασιών στους τομείς:

- Τραπεζικών εφαρμογών (web-banking applications, εφαρμογές εκτίμησης ακινήτων, εφαρμογές διαχείρισης POS πιστωτικών καρτών, συστήματα για την Online διάθεση τραπεζικών προϊόντων, συστήματα e-learning κα)
- Διαδραστικών Διαδικτυακών Εφαρμογών (Web-Based Applications)
- Ηλεκτρονικών Συναλλαγών - transaction based διαδικτυακών εφαρμογών και συστημάτων χρέωσης/πληρωμής (billing systems)
- στη διασύνδεση Πληροφορικών Συστημάτων (ERPs, Web-Based applications, Billing systems, CRM, ERPs, Call Center systems)
- στην παροχή υπηρεσιών Online & Technology Marketing

### 5.4 Δομή Ομίλου

Ο Όμιλος της Viva Wallet περιλαμβάνει τη μητρική εταιρεία (Viva Wallet) και αρκετές θυγατρικές εταιρείες, οι σημαντικότερες εκ των οποίων (και αυτές οι οποίες ενοποιούνται με τη μέθοδο της πλήρους ενοποίησης) είναι οι εξής:

#### Viva Services A.E.

Η VIVA ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΑΕ (Viva Services) ιδρύθηκε το 2005 και παρέχει τόσο σε επιχειρήσεις όσο και σε τελικούς καταναλωτές ένα πλήθος υπηρεσιών μεταξύ των οποίων περιλαμβάνονται :

- Έκδοση εισιτηρίων θεαμάτων (θέατρο, συναυλίες, σινεμά, αθλητικά γεγονότα κοκ)
- Ταξιδιωτικές Υπηρεσίες (κράτηση θέσεων και πώληση ακτοπλοϊκών και αεροπορικών εισιτηρίων)
- Υπηρεσίες Τηλεφωνίας VoIP και ένα σύνολο από IN Services (Intelligent Network Services)
- Διάθεση τερματικών συσκευών αποδοχής καρτών POS
- Virtual Τηλεφωνά κέντρα Νέας Γενιάς διατίθενται με το εμπορικό μοντέλο SaaS (Software as a Service)
- Εφαρμογές που ενοποιούν το Internet και την Τηλεφωνία και διατίθενται με το εμπορικό μοντέλο SaaS (Software as a Service)
- Εφαρμογές παροχής υπηρεσιών μέσω κινητού ή σταθερού τηλεφώνου.

Για την παροχή τηλεπικοινωνιακών υπηρεσιών η εταιρεία διαθέτει άδεια Παρόχου Τηλεπικοινωνιακών Υπηρεσιών από την Ε.Ε.Τ.Τ.

Ως προς τις ταξιδιωτικές υπηρεσίες τις οποίες η εταιρεία παρέχει κατά κύριο λόγο ως on-line τουριστικό πρακτορείο ([www.viva.gr](http://www.viva.gr)). Η εταιρεία διαθέτει άδεια Ταξιδιωτικού Πράκτορα από τον ΕΟΤ και είναι μέλος της IATA (Διεθνής Ένωση Αερομεταφορών)

#### Viva Payments A.E.

Η VIVA ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΠΛΗΡΩΜΩΝ ΑΕ (Viva Payments) Ιδρύθηκε το Νοέμβριο 2010 και αδειοδοτήθηκε από την Τράπεζα της Ελλάδος ως Ίδρυμα Πληρωμών βάσει του Ν.3862/2010. Από τον Οκτώβριο του 2014 αποτελεί το πρώτο αδειοδοτημένο από την Τράπεζα της Ελλάδος Ίδρυμα Ηλεκτρονικού Χρήματος, βάσει του Ν. 3862/2010 και του Ν 4021/2011.

Η έννοια των Παρόχων Υπηρεσιών Πληρωμών εισήχθη με το Ν 3862/2010 με σκοπό να τεθούν υπό τον έλεγχο και τους κανόνες της Τράπεζας της Ελλάδος οι πληρωμές, εισπράξεις και εκκαθαρίσεις που γίνονται από εταιρείες για λογαριασμό τρίτων. Για τη διενέργεια των συναλλαγών αυτών απαιτείται πλέον από την μεσολαβούσα εταιρεία να διαθέτει Άδεια Παρόχου Υπηρεσιών Πληρωμών, όπως αυτή που διαθέτει η Viva Payments.

#### Viva Wallet.com Ltd

Η Viva Wallet. Com Ltd εδρεύει στο Milton Keynes της Αγγλίας ως 100% θυγατρική της ελληνικής Εταιρείας Viva Wallet Holdings SA, της οποίας η κύρια επένδυση στην Viva Payments, λειτουργεί ως ίδρυμα ηλεκτρονικού χρήματος που προσφέρει ένα ευρύ φάσμα προϊόντων πληρωμών όπως POS τερματικά, υπηρεσίες εξαγοράς και έκδοσης, κάρτες και μεθόδους πληρωμής μέσω διαδικτύου. Η Viva Wallet Holdings S.A., συνεχίζοντας τα αναπτυξιακά της σχέδια για την επέκταση των δραστηριοτήτων της στην Ευρώπη, δημιούργησε τη Viva Wallet. Com Ltd στο Λονδίνο, η οποία με τη σειρά της σκοπεύει να λάβει όλα τα κατάλληλα μέτρα για να αποκτήσει πρόσβαση στο τοπικό Δίκτυο Τραπεζών και να λειτουργήσει επίσημα στο Ηνωμένο Βασίλειο. Σε αυτή τη διαδικασία, η Εταιρεία έχει εκμισθώσει σύγχρονες εγκαταστάσεις και προσέλαβε υψηλού επιπέδου στελέχη για την προετοιμασία όλων των προϋποθέσεων και τη δημιουργία της επιθυμητής πελατειακής βάσης. Η διαδικασία αδειοδότησης έχει καθυστερήσει λόγω του Brexit και η αξιολόγηση των τοπικών αρχών σχετικά με το νέο πλαίσιο άδειας μετά το Brexit σχεδιάζεται να οριστικοποιηθεί εντός του 2020.

## 5.5 Διοικητική Διάρθρωση

Σύμφωνα με το καταστατικό της, η Viva Wallet διοικείται από το Διοικητικό Συμβούλιο αποτελούμενο από τρία (3) έως πέντε (5) μέλη που εκλέγονται από τους μετόχους. Η θητεία του Διοικητικού Συμβουλίου συμφωνείται να είναι πενταετής, με το τρέχον Διοικητικό Συμβούλιο, η θητεία του οποίου λήγει την 30/6/2023, να αποτελείται από τους κάτωθι:

<b>ΟΝΟΜΑΤΕΠΩΝΥΜΟ</b>	<b>ΙΔΙΟΤΗΤΑ</b>
ΒΟΥΤΥΧΤΗΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ ΣΤΑΥΡΟΣ ΓΕΡΑΣΙΜΟΣ	Μη Εκτελεστικό Μέλος
ΛΑΖΑΡΙΔΗΣ ΠΑΥΛΟΣ ΙΩΑΝΝΗΣ ΜΑΡΙΟΣ	Εκτελεστικό Μέλος
ΚΑΡΩΝΗΣ ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΣ ΑΝΤΩΝΙΟΣ	Πρόεδρος & Διευθ. Σύμβουλος
ΑΝΤΥΠΑΣ ΓΕΡΑΣΙΜΟΣ ΣΠΥΡΙΔΩΝ	Μη Εκτελεστικό Μέλος
ΚΟΝΤΟΥΛΗΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ ΒΑΣΙΛΕΙΟΣ	Αντιπρόεδρος

## 5.6 Πρόσφατες εξελίξεις

Κατά τη διάρκεια του 2019, ο Όμιλος της Viva Wallet αναπτύχθηκε σημαντικά συνεχίζοντας να εξυπηρετεί σημαντικό και διαρκώς αυξανόμενο αριθμό εμπόρων, σε όλες τις ευρωπαϊκές χώρες παρουσίας του. Ο Όμιλος έχει σταθεροποιήσει τη θέση του ως ισχυρός παράγοντας στην ελληνική αγορά πληρωμών και έχει βελτιώσει περαιτέρω την παρουσία του λόγω της επιτυχούς επέκτασης των δραστηριοτήτων και των πωλήσεων στο Βέλγιο, το Ηνωμένο Βασίλειο, την Κύπρο, τη Ρουμανία, τη Γαλλία, την Ολλανδία και την Πορτογαλία μέσω υποκαταστημάτων.

Ο Όμιλος έχει εντάξει στο πελατολόγιο νέους μεγάλους πελάτες, όπως μεγάλες αλυσίδες λιανικής, σούπερ μάρκετ σε Ελλάδα και Κύπρο, προσφέροντάς τους πλέον των υπηρεσιών αποδοχής καρτών (acquiring) και πρόσθετες υπηρεσίες προστιθέμενης αξίας. Αυτές περιλαμβάνουν την υπηρεσία "Store-and-Forward" που εξασφαλίζει 100% αδιάλειπτη λειτουργία συναλλαγών, υπηρεσίες switching, άμεση διασύνδεση με συστήματα ERP και ταμειακά συστήματα των επιχειρήσεων, καθώς και την κατά 100% άυλη λειτουργία (paperless).

Το έτος 2019 ήταν ορόσημο για την επέκταση του Ομίλου σε νέες αγορές, καθώς ολοκλήρωσε με επιτυχία τον 3<sup>ο</sup> επενδυτικό γύρο (Investment Round C) από διεθνείς επενδυτές, με συνολική χρηματοδότηση €75 εκατομμυρίων ευρώ. Τα κεφάλαια θα χρησιμοποιηθούν για τη περαιτέρω ανάπτυξη στις ευρωπαϊκές αγορές.

## **6. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ VIVA WALLET**

Στην παρούσα ενότητα διενεργείται η χρηματοοικονομική ανάλυση της Viva Wallet μέσω της εξέτασης των οικονομικών της καταστάσεων και των βασικότερων αντίστοιχα παραγόμενων αριθμοδεικτών. Σημειώνεται πως η ανάλυση διενεργείται σε ομιλικό επίπεδο, δηλαδή έχουν ληφθεί υπόψη οι ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις της εταιρίας για τα έτη αναφοράς, ήτοι για την περίοδο 2015-2019.

### **6.1 Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης 2015-2019**

#### **6.1.1 Παρουσίαση διαχρονικής εξέλιξης**

Η Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης της εταιρίας Viva Wallet για τα έτη 2015-2019 παρατίθεται στον πίνακα 1.

Καθώς οι δημοσιευμένες Καταστάσεις Αποτελεσμάτων Χρήσης της εταιρίας δεν ακολουθούν την τυπική δομή μιας κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης, με αποτέλεσμα να μην εμφανίζονται σε διακριτές γραμμές τα κονδύλια του κόστους πωληθέντων, του μικτού κέρδους και των κερδών προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων, έχουν υιοθετηθεί ορισμένες παραδοχές (βλ. παρακάτω τις σημειώσεις) αναφορικά με την ταξινόμηση συγκεκριμένων κονδυλίων στο κόστος πωληθέντων και στα έξοδα διοίκησης και διάθεσης, με σκοπό την απεικόνιση των Καταστάσεων Αποτελεσμάτων Χρήσης σε μια δομή που προσεγγίζει την τυπική δομή της Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσης. Οι παραδοχές αυτές είναι οι εξής:

1. Στο Κόστος Πωληθέντων της εταιρίας περιλαμβάνονται τα κονδύλια «Μεταβολές στα αποθέματα», «αμοιβές και έξοδα προσωπικού» και «αμοιβές τρίτων» που εμφανίζονται στις δημοσιευμένες οικονομικές της καταστάσεις.
2. Στα Έξοδα Διοίκησης και Διάθεσης της εταιρίας περιλαμβάνονται τα κονδύλια «παραοχές τρίτων», «φόροι-τέλη», «διάφορα έξοδα» και «άλλα έξοδα εκμετάλλευσης» που εμφανίζονται στις δημοσιευμένες οικονομικές της καταστάσεις.

Επισημαίνεται ότι τα αρνητικά μεγέθη εμφανίζονται εντός παρενθέσεων.



Πίνακας 1: Διαχρονική εξέλιξη Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσης της Viva Wallet 2015-2019

Αποτελέσματα Χρήσης (ποσά σε €)	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Συνολικές πωλήσεις</b>	<b>10.390.475</b>	<b>15.757.272</b>	<b>20.489.872</b>	<b>25.017.326</b>	<b>34.017.891</b>
Κόστος πωλήσεων	8.984.871	12.574.540	16.864.470	18.023.676	30.448.626
<b>Μικτό Κέρδος</b>	<b>1.405.604</b>	<b>3.182.732</b>	<b>3.625.402</b>	<b>6.993.650</b>	<b>3.569.265</b>
Έξοδα Διοίκησης και διάθεσης	865.706	1.861.114	2.370.115	3.366.533	4.704.582
Λοιπά έσοδα / (έξοδα)	323.962	63.466	66.996	87.989	109.737
<b>Λειτουργικό Αποτέλεσμα (EBITDA)</b>	<b>863.859</b>	<b>1.385.083</b>	<b>1.322.283</b>	<b>3.715.106</b>	<b>(1.025.580)</b>
Χρηματοοικονομικά έξοδα	219.384	181.090	154.325	418.217	588.259
Χρηματοοικονομικά έσοδα	121.008	209.092	203.793	207.286	250.293
<b>Χρηματοοικονομικά Έξοδα / (Έσοδα)</b>	<b>(98.376)</b>	<b>28.002</b>	<b>49.468</b>	<b>(210.931)</b>	<b>(337.966)</b>
<b>Κέρδη προ φόρων και αποσβέσεων</b>	<b>765.483</b>	<b>1.413.085</b>	<b>1.371.751</b>	<b>3.504.175</b>	<b>(1.363.546)</b>
Αποσβέσεις	631.066	785.989	1.189.283	1.505.029	2.764.221
<b>Κέρδη προ φόρων</b>	<b>134.418</b>	<b>627.096</b>	<b>182.468</b>	<b>1.999.146</b>	<b>(4.127.767)</b>
Φόρος	17.367	325.689	159.463	885.066	360.990
<b>Κέρδη μετά από Φόρους</b>	<b>117.051</b>	<b>301.407</b>	<b>23.005</b>	<b>1.114.080</b>	<b>(4.488.757)</b>

Επεξεργασία δεδομένων, Πηγή: Δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις Viva Wallet 2015-2019, [https://www.vivawallet.com/gr\\_el/about](https://www.vivawallet.com/gr_el/about)

### 6.1.2 Κάθετη ανάλυση / Ανάλυση βάσει καταστάσεων κοινών μεγεθών

Στον πίνακα 2 παρουσιάζεται η κάθετη ανάλυση της Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσης της εταιρίας Viva Wallet για τα έτη 2015-2019, βάσει της κατάρτισης κατάστασης κοινών μεγεθών και ακολουθούν τα βασικά συμπεράσματα που προκύπτουν από την ανάλυση αυτή.

Πίνακας 2: Κατάσταση Κοινών μεγεθών της Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσης της Viva Wallet 2015-2019

Αποτελέσματα Χρήσης (ποσά σε € )	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Συνολικές πωλήσεις</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Κόστος πωλήσεων	86,5%	79,8%	82,3%	72,0%	89,5%
<b>Μικτό Κέρδος</b>	<b>13,5%</b>	<b>20,2%</b>	<b>17,7%</b>	<b>28,0%</b>	<b>10,5%</b>
Έξοδα Διοίκησης και διάθεσης	8,3%	11,8%	11,6%	13,5%	13,8%
Λοιπά έσοδα / (έξοδα)	3,1%	0,4%	0,3%	0,4%	0,3%
<b>Λειτουργικό Αποτέλεσμα (EBITDA)</b>	<b>8,3%</b>	<b>8,8%</b>	<b>6,5%</b>	<b>14,9%</b>	<b>-3,0%</b>
Χρηματοοικονομικά έξοδα	2,1%	1,1%	0,8%	1,7%	1,7%
Χρηματοοικονομικά έσοδα	1,2%	1,3%	1,0%	0,8%	0,7%
<b>Χρηματοοικονομικά Έξοδα / (Έσοδα)</b>	<b>0,9%</b>	<b>-0,2%</b>	<b>-0,2%</b>	<b>0,8%</b>	<b>1,0%</b>
<b>Κέρδη προ φόρων και αποσβέσεων</b>	<b>7,4%</b>	<b>9,0%</b>	<b>6,7%</b>	<b>14,0%</b>	<b>-4,0%</b>
Αποσβέσεις	6,1%	5,0%	5,8%	6,0%	8,1%
<b>Κέρδη προ φόρων</b>	<b>1,3%</b>	<b>4,0%</b>	<b>0,9%</b>	<b>8,0%</b>	<b>-12,1%</b>
Φόρος	0,2%	2,1%	0,8%	3,5%	1,1%
<b>Κέρδη μετά από Φόρους</b>	<b>1,1%</b>	<b>1,9%</b>	<b>0,1%</b>	<b>4,5%</b>	<b>-13,2%</b>

Επεξεργασία δεδομένων, Πηγή: Δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις Viva Wallet 2015-2019, [https://www.vivawallet.com/gr\\_el/about](https://www.vivawallet.com/gr_el/about)

Το κόστος πωληθέντων της εταιρίας διαμορφώνεται κατά μέσο όρο σε ποσοστό 82% επί των πωλήσεων της εταιρίας, παρουσιάζοντας διαχρονικά μικτή τάση, αφού αυξομειώνεται κατά τα έτη. Το 2019, το κόστος πωληθέντων της εταιρίας διαμορφώνεται σε 89,5% επί των πωλήσεων έναντι 86,5% το 2015.

Τα έξοδα διοίκησης και διάθεσης (καθαρά λειτουργικά έξοδα) διαμορφώνονται κατά μέσο όρο σε ποσοστό 11,8% επί των πωλήσεων της εταιρίας, παρουσιάζοντας διαχρονικά αυξητική τάση, αν και η συνεισφορά τους στη συνολική κοστολογική βάση της εταιρίας είναι σχετικά μικρή. Το 2019, τα έξοδα διοίκησης και διάθεσης της εταιρίας διαμορφώνονται σε 13,8% επί των πωλήσεων έναντι 8,3% το 2015.

Βάσει των ανωτέρω, και με δεδομένο ότι τα λοιπά έσοδα παραμένουν σε πολύ χαμηλά επίπεδα και σταθερά κατά τα έτη ως ποσοστό επί των πωλήσεων –τουλάχιστον μετά το 2015 - τα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA) της εταιρίας

παρουσιάζουν ανομοιογενή εικόνα κατά τα έτη, καθώς διαμορφώνονται σε σχετικά σταθερά επίπεδα κατά τα τρία πρώτα έτη (7,9% κατά μέσο επί των πωλήσεων της εταιρίας), ενώ το 2018 αυξάνεται λόγω του μειωμένου κόστους πωληθέντων και το 2019 μειώνεται λόγω των αυξημένων εξόδων διοίκησης και διάθεσης και του αυξημένου κόστους πωληθέντων και μάλιστα διαμορφώνονται σε αρνητικά επίπεδα (- 3% επί των πωλήσεων) έναντι 8,3% το 2015.

Τα καθαρά χρηματοοικονομικά έξοδα διαμορφώνονται κατά μέσο όρο σε 0,5% επί των πωλήσεων κατά τα έτη, αν και σε δύο έτη τα χρηματοοικονομικά έσοδα υπερβαίνουν τα χρηματοοικονομικά έξοδα. Οι αποσβέσεις διαμορφώνονται κατά μέσο όρο σε ποσοστό 6,2% επί των πωλήσεων της εταιρίας, αυξανόμενες το 2019 σε σχέση με τα προηγούμενα έτη, όπου και διαμορφώνονται σε 8,1% επί των πωλήσεων έναντι 6,1% το 2015.

Τα κέρδη προ φόρων της εταιρίας, ως ποσοστό επί των πωλήσεων, διαμορφώνονται κατά μέσο όρο των ετών 2015-2018 σε 3,5% επί των πωλήσεων και παρουσιάζουν παρόμοια διακύμανση με το EBITDA, διαμορφούμενα μάλιστα σε αρνητικό ποσοστό το 2019 (-12,1%), έναντι 1,3% το 2015.

Ο φόρος εισοδήματος παρουσιάζει σχετικά σταθερή εικόνα κατά τα έτη, με εξαίρεση το 2018 όπου ανέρχεται σε υψηλότερα επίπεδα και κατά μέσο όρο διαμορφώνεται σε 1,5% επί των πωλήσεων.

Τα κέρδη μετά από φόρους, ως ποσοστό επί των πωλήσεων, διαμορφώνονται κατά μέσο όρο των ετών 2015-2018 σε 1,9% επί των πωλήσεων και παρουσιάζουν παρόμοια διακύμανση με τα κέρδη προ φόρων, ανερχόμενα σε αρνητικό ποσοστό το 2019 (-13,2%), έναντι 1,1% το 2015.

### **6.1.3 Οριζόντια ανάλυση / Ανάλυση βάσει συγκριτικών καταστάσεων**

Στον πίνακα 3 παρουσιάζεται η οριζόντια ανάλυση της Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσης της εταιρίας Viva Wallet για τα έτη 2015-2019, βάσει της κατάρτισης συγκριτικών καταστάσεων και ακολουθούν τα βασικά συμπεράσματα που προκύπτουν από την ανάλυση αυτή, συνδυαζόμενα με τον Πίνακα 2 ανωτέρω. Επισημαίνεται ότι τα αρνητικά μεγέθη των ποσών (όχι των ποσοστών) εμφανίζονται εντός παρενθέσεων.

Πίνακας 3: Συγκριτικές καταστάσεις της Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσης της Viva Wallet 2015-2019

Αποτελέσματα Χρήσης (ποσά σε €)	2016/2015		2017/2016		2018/2017		2019/2018	
	Ποσό	Ποσοστό	Ποσό	Ποσοστό	Ποσό	Ποσοστό	Ποσό	Ποσοστό
<b>Συνολικές πωλήσεις</b>	<b>5.366.797</b>	<b>51,7%</b>	<b>4.732.600</b>	<b>30,0%</b>	<b>4.527.454</b>	<b>22,1%</b>	<b>9.000.565</b>	<b>36,0%</b>
Κόστος πωλήσεων	3.589.669	40,0%	4.289.930	34,1%	1.159.206	6,9%	12.424.950	68,9%
<b>Μικτό Κέρδος</b>	<b>1.777.128</b>	<b>126,4%</b>	<b>442.671</b>	<b>13,9%</b>	<b>3.368.248</b>	<b>92,9%</b>	<b>(3.424.385)</b>	<b>-49,0%</b>
Έξοδα Διοίκησης και διάθεσης	995.408	115,0%	509.001	27,3%	996.418	42,0%	1.338.049	39,7%
Λοιπά έσοδα / (έξοδα)	(260.496)	-80,4%	3.530	5,6%	20.993	31,3%	21.748	24,7%
<b>Λειτουργικό Αποτέλεσμα (EBITDA)</b>	<b>521.224</b>	<b>60,3%</b>	<b>(62.801)</b>	<b>-4,5%</b>	<b>2.392.823</b>	<b>181,0%</b>	<b>(4.740.686)</b>	<b>-127,6%</b>
Χρηματοοικονομικά έξοδα	(38.294)	-17,5%	(26.766)	-14,8%	263.892	171,0%	170.042	40,7%
Χρηματοοικονομικά έσοδα	88.084	72,8%	(5.299)	-2,5%	3.493	1,7%	43.007	20,7%
<b>Χρηματοοικονομικά Έξοδα / (Έσοδα)</b>	<b>(126.378)</b>	<b>-128,5%</b>	<b>(21.467)</b>	<b>-76,7%</b>	<b>260.399</b>	<b>526,4%</b>	<b>127.035</b>	<b>60,2%</b>
<b>Κέρδη προ φόρων και αποσβέσεων</b>	<b>647.601</b>	<b>84,6%</b>	<b>(41.334)</b>	<b>-2,9%</b>	<b>2.132.424</b>	<b>155,5%</b>	<b>(4.867.721)</b>	<b>-138,9%</b>
Αποσβέσεις	154.923	24,5%	403.294	51,3%	315.746	26,5%	1.259.192	-100,0%
<b>Κέρδη προ φόρων</b>	<b>492.678</b>	<b>366,5%</b>	<b>(444.628)</b>	<b>-70,9%</b>	<b>1.816.678</b>	<b>995,6%</b>	<b>(6.126.913)</b>	<b>-306,5%</b>
Φόρος	308.322	1775,3%	(166.226)	-51,0%	725.603	455,0%	(524.076)	-100,0%
<b>Κέρδη μετά από Φόρους</b>	<b>184.356</b>	<b>157,5%</b>	<b>(278.402)</b>	<b>-92,4%</b>	<b>1.091.075</b>	<b>4742,9%</b>	<b>(5.602.837)</b>	<b>-502,9%</b>

Επεξεργασία δεδομένων, Πηγή: Δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις Viva Wallet 2015-2019, [https://www.vivawallet.com/gr\\_el/about](https://www.vivawallet.com/gr_el/about)

Οι πωλήσεις της εταιρίας παρουσιάζουν μέση ετησιοποιημένη αύξηση της τάξης του 35%, με το ρυθμό αύξησης να είναι υψηλός καθ' όλα τα έτη. Σωρευτικά στην πενταετία, ο κύκλος πωλήσεων αυξάνεται κατά € 23,6 εκατ., διαμορφούμενος το 2019 σε € 34 εκατ. έναντι € 10,4 εκατ. το 2015.

Το κόστος πωληθέντων της εταιρίας παρουσιάζει μέση ετησιοποιημένη αύξηση της τάξης του 36%, ακολουθώντας ουσιαστικά το προφίλ εξέλιξης των πωλήσεων. Το κόστος πωληθέντων διαμορφώνεται το 2019 σε € 30,5 εκατ. έναντι € 9 εκατ. το 2015.

Τα έξοδα διοίκησης και διάθεσης παρουσιάζουν μέση ετησιοποιημένη αύξηση της τάξης του 53%, αυξανόμενα με πιο γοργούς ρυθμούς το πρώτο έτος. Σωρευτικά στην οκταετία, τα έξοδα διοίκησης και διάθεσης αυξάνονται κατά € 3,8 εκατ., διαμορφούμενα το 2019 σε € 4,7 εκατ. έναντι € 0,9 εκατ. το 2015.

Τα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA), παρόλο που αυξάνοντα τα έτη 2016 και 2018 κατά 60% και 180% αντίστοιχα, καταγράφουν μια σωρευτική μείωση σε απόλυτο μέγεθος της τάξης των € 1,9 εκατ. καθώς η αύξηση αναστρέφεται θεαματικά το 2019, όπου το EBITDA σε αυτό το έτος μειώνεται κατά 120%. Το 2019 το EBITDA διαμορφώνεται σε αρνητικά επίπεδα, ήτοι σε - € 1 εκατ., έναντι € 0,9 εκατ. το 2015.

Οι αποσβέσεις παρουσιάζουν μέση ετησιοποιημένη μείωση της τάξης του 45%, ανερχόμενες με αυξητικούς ρυθμούς κατά τα έτη και ανέρχονται το 2019 σε € 2,8 εκατ. έναντι € 0,6 εκατ. το 2015.

Τα κέρδη προ φόρων της εταιρίας αυξάνονται σημαντικά έως το 2018, όπου και καταγράφουν μια σωρευτική αύξηση σε απόλυτο μέγεθος της τάξης των 2,9 εκατ., η οποία εντούτοις εξανεμίζεται το 2019 όπου και καταγράφονται ζημιές ύψους 4,1 εκατ.

Ο φόρος εισοδήματος παρουσιάζει μέση ετησιοποιημένη αύξηση άνω του 100%, μη ακολουθώντας παρόμοια πορεία με τα κέρδη προ φόρων, καθώς υφίσταται ακόμη και όταν υπάρχουν ζημιές για την εταιρία. Ως απόλυτο μέγεθος, διαμορφώνονται το 2019 σε € 0,4 εκατ. έναντι € 0,1 εκατ. το 2015.

Τα κέρδη μετά από φόρους ακολουθούν την πορεία και τάση των κερδών προ φόρων, αφού αυξάνονται σημαντικά τα έτη 2016 και 2018 κατά 36,6%, 1,6% και 201,6% αντίστοιχα, καταγράφοντας μια σωρευτική αύξηση τετραετίας σε απόλυτο μέγεθος της τάξης του € 1 εκατ. Τα κέρδη αναστρέφονται θεαματικά το 2019, καθώς τα κέρδη μετά από φόρους σε αυτό το έτος μειώνονται κατά 500%, όπου και διαμορφώνονται σε ζημιές ύψους € 4,5 εκατ.

#### **6.1.4 Συμπεράσματα για την εξέλιξη των αποτελεσμάτων**

Τα συμπεράσματα που εξάγονται από τις παραπάνω αναλύσεις που διενεργήθηκαν για την Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης, μπορούν να συνοψιστούν στα εξής:

1. Παρατηρείται ταχεία διαχρονική αύξηση στις πωλήσεις της εταιρίας κατά τα έτη, η οποία ανέρχεται σε 35% κατά μέσο όρο, γεγονός που αντανακλά την αναπτυξιακή δυναμική στην αγορά του fintech και την ανάγκη αναπροσαρμογής των επιχειρήσεων και καταναλωτών στα νέα δεδομένα που επιτάσσει η αρνητική οικονομική συγκυρία και οι σχετικοί περιορισμοί στα παραδοσιακά κανάλια διακίνησης του χρήματος, καταδεικνύοντας την αναγκαιότητα των προϊόντων και υπηρεσιών που παρέχει η εταιρία.
2. Το μικτό κέρδος της εταιρίας αν και αυξάνει διαχρονικά, τόσο ως απόλυτο μέγεθος όσο και ως ποσοστό των πωλήσεων μέχρι το 2018, υφίσταται σοβαρή απώλεια το 2019 και διαμορφώνεται σε 10,5%, οκτώ περίπου ποσοστιαίες μονάδες κάτω από το μέσο όρο πενταετίας.
3. Τα καθαρά κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων παρουσιάζουν αξιοσημείωτη αύξηση διαχρονικά έως το 2018, όπως δηλαδή και το μικτό κέρδος, ενώ λόγω της συμπίεσης του μικτού περιθωρίου και της αύξησης των λειτουργικών εξόδων το 2019 διαμορφώνεται σε αρνητικά επίπεδα το 2019.
4. Τα καθαρά κέρδη προ φόρων παρουσιάζουν αξιοσημείωτη αύξηση διαχρονικά έως το 2018 αλλά κατακρημνίζονται το 2019, όπου και διαμορφώνονται σε αρνητικά επίπεδα, τόσο λόγω του αρνητικού EBITDA όσο και λόγω της αύξησης των αποσβέσεων κατά κύριο λόγο και των χρηματοοικονομικών εξόδων.

Ως γενικό συμπέρασμα, μπορούμε να πούμε πως η επίδοση της εταιρίας βελτιώνεται κατά τα έτη έως το 2018, τόσο από πλευράς επιπέδου δραστηριοποίησης όσο και από πλευράς αποδοτικότητας, γεγονός που αντιβαίνει το εν γένει αρνητικό οικονομικό κλίμα και ενδεχομένως σηματοδοτεί μια ένδειξη εμπιστοσύνης του καταναλωτικού κοινού στα προϊόντα της εταιρίας και ως εκ τούτου σε αύξηση του μεριδίου αγοράς της εταιρίας, η οποία, σε κάθε περίπτωση παραμένει μια από τις ηγέτιδες επιχειρήσεις του κλάδου της. Παρόλα αυτά, έμφαση θα πρέπει να δοθεί στο αποτέλεσμα του 2019, το οποίο δείχνει μια αρνητική εικόνα από πλευράς αποδοτικότητας και κερδοφορίας, παρά την αύξηση των πωλήσεων, η οποία θα πρέπει να εξεταστεί μελλοντικά για να διαπιστωθεί εάν και εφόσον καταστεί χρονίζουσα.

## 6.2 Ισολογισμός 2015-2019

### 6.2.1 Παρουσίαση διαχρονικής εξέλιξης

Ο Ισολογισμός της Viva Wallet για τα έτη 2015-2019 ακολουθεί στον πίνακα 4.

Πίνακας 4: Διαχρονική εξέλιξη Ισολογισμού της Viva Wallet 2015-2019

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ (ποσά σε €)	2015	2016	2017	2018	2019
<b><u>ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</u></b>					
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	2.911.362	3.789.001	4.155.322	5.349.014	7.318.209
Καθαρή αξία παγίων	436.912	1.013.741	2.008.682	3.485.612	5.550.564
Αναβαλλόμενη Φορολογική Απαιτήση	366.662	430.489	683.641	983.634	1.308.504
Επενδύσεις σε συγγενείς	0	197.501	534.290	380.164	555.854
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	34.776	88.219	600.216	1.389.644	5.093.477
<b>Σύνολο πάγιου ενεργητικού</b>	<b>3.749.712</b>	<b>5.518.951</b>	<b>7.982.151</b>	<b>11.588.068</b>	<b>19.826.608</b>
<b><u>ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</u></b>					
Αποθέματα	392.961	1.298.052	1.637.202	1.496.073	2.748.485
Πελάτες	1.125.673	1.277.155	1.948.636	1.479.928	1.184.796
Λοιπές απαιτήσεις	1.465.923	4.675.477	9.186.609	7.527.977	11.511.486
Ταμειακά διαθέσιμα	23.052.468	25.514.158	21.732.591	42.210.573	74.094.660
<b>Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού</b>	<b>26.037.025</b>	<b>32.764.841</b>	<b>34.505.038</b>	<b>52.714.551</b>	<b>89.539.427</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>29.786.737</b>	<b>38.283.792</b>	<b>42.487.189</b>	<b>64.302.619</b>	<b>109.366.035</b>
<b><u>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</u></b>					
Μετοχικό Κεφάλαιο	859.427	940.000	940.000	1.000.645	1.000.645
Υπέρ το άρτιο	2.892.573	5.812.539	5.812.539	10.751.894	10.751.894
Καταθέσεις μετόχων	0	0	0	0	32.473.899
Αποθεματικά	370.222	375.744	423.195	1.024.107	1.304.416
Κέρδη (Ζημιά) εις νεον	(82.502)	184.808	207.812	719.066	(7.057.961)
<b>Σύνολο ιδίων κεφαλαίων</b>	<b>4.039.720</b>	<b>7.313.090</b>	<b>7.383.546</b>	<b>13.495.711</b>	<b>38.472.893</b>
<b><u>ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</u></b>					
Δάνεια	0	0	1.368.062	5.311.866	5.178.905
Μακρ/σμες υποχρεώσεις μίσθωσης	0	0	0	0	1.429.192
Παροχές εργαζομένων λόγω εξόδου από υπηρ.	74.290	168.299	153.469	256.298	482.266
Προβλέψεις	30.791	26.335	176.335	349.590	1.719.420
<b>Σύνολο Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων</b>	<b>105.081</b>	<b>194.634</b>	<b>1.697.866</b>	<b>5.917.754</b>	<b>8.809.783</b>
<b><u>ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</u></b>					
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	3.093.271	1.025.000	2.601.719	250.000	1.750.000
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	2.028.556	3.515.744	2.396.720	2.516.823	3.767.909

Μακρ/σμες υποχρεώσεις μίσθωσης	0	0	0	0	880.831
Υποχρεώσεις από φόρους - τέλη	517.259	623.279	729.841	1.465.119	1.281.636
Πιστωτές διάφοροι	20.002.850	25.612.045	27.677.496	40.657.212	54.402.983
<b>Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων</b>	<b>25.641.936</b>	<b>30.776.068</b>	<b>33.405.776</b>	<b>44.889.155</b>	<b>62.083.359</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>29.786.737</b>	<b>38.283.792</b>	<b>42.487.189</b>	<b>64.302.619</b>	<b>109.366.035</b>

Επεξεργασία δεδομένων, Πηγή: Δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις Viva Wallet 2015-2019, [https://www.vivawallet.com/gr\\_el/about](https://www.vivawallet.com/gr_el/about)

## 6.2.2 Κάθετη ανάλυση / Ανάλυση βάσει καταστάσεων κοινών μεγεθών

Στον πίνακα 5 παρουσιάζεται η κάθετη ανάλυση του Ισολογισμού της Viva Wallet για τα έτη 2015-2019, βάσει της κατάρτισης κατάστασης κοινών μεγεθών και ακολουθούν τα βασικά συμπεράσματα που προκύπτουν από την ανάλυση αυτή.

Πίνακας 5: Κατάσταση Κοινών μεγεθών του Ισολογισμού της Viva Wallet 2015-2019

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ (ποσά σε €)	2015	2016	2017	2018	2019
<b><u>ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</u></b>					
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	9,8%	9,9%	9,8%	8,3%	6,7%
Καθαρή αξία παγίων	1,5%	2,6%	4,7%	5,4%	5,1%
Αναβαλλόμενη Φορολογική Απαιτήση	1,2%	1,1%	1,6%	1,5%	1,2%
Επενδύσεις σε συγγενείς	0,0%	0,5%	1,3%	0,6%	0,5%
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	0,1%	0,2%	1,4%	2,2%	4,7%
<b>Σύνολο πάγιου ενεργητικού</b>	<b>12,6%</b>	<b>14,4%</b>	<b>18,8%</b>	<b>18,0%</b>	<b>18,1%</b>
<b><u>ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</u></b>					
Αποθέματα	1,3%	3,4%	3,9%	2,3%	2,5%
Πελάτες	3,8%	3,3%	4,6%	2,3%	1,1%
Λοιπές απαιτήσεις	4,9%	12,2%	21,6%	11,7%	10,5%
Ταμειακά διαθέσιμα	77,4%	66,6%	51,2%	65,6%	67,7%
<b>Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού</b>	<b>87,4%</b>	<b>85,6%</b>	<b>81,2%</b>	<b>82,0%</b>	<b>81,9%</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b><u>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</u></b>					
Μετοχικό Κεφάλαιο	2,9%	2,5%	2,2%	1,6%	0,9%
Υπέρ το άρτιο	9,7%	15,2%	13,7%	16,7%	9,8%
Καταθέσεις μετόχων	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	29,7%
Αποθεματικά	1,2%	1,0%	1,0%	1,6%	1,2%
Κέρδη (Ζημιά) εις νεον	-0,3%	0,5%	0,5%	1,1%	-6,5%
<b>Σύνολο ιδίων κεφαλαίων</b>	<b>13,6%</b>	<b>19,1%</b>	<b>17,4%</b>	<b>21,0%</b>	<b>35,2%</b>
<b><u>ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</u></b>					
Δάνεια	0,0%	0,0%	3,2%	8,3%	4,7%
Μακρ/σμες υποχρεώσεις μίσθωσης	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,3%
Παροχές εργαζομένων λόγω εξόδου από υπηρ.	0,2%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Προβλέψεις	0,10%	0,07%	0,42%	0,54%	1,57%
<b>Σύνολο Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,5%</b>	<b>4,0%</b>	<b>9,2%</b>	<b>8,1%</b>
<b><u>ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</u></b>					



Βραχυπρόθεσμα δάνεια	10,4%	2,7%	6,1%	0,4%	1,6%
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	6,8%	9,2%	5,6%	3,9%	3,4%
Μακρ/σμες υποχρεώσεις μίσθωσης	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,8%
Υποχρεώσεις από φόρους - τέλη	1,7%	1,6%	1,7%	2,3%	1,2%
Πιστωτές διάφοροι	67,2%	66,9%	65,1%	63,2%	49,7%
<b>Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων</b>	<b>86,1%</b>	<b>80,4%</b>	<b>78,6%</b>	<b>69,8%</b>	<b>56,8%</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Επεξεργασία δεδομένων, Πηγή: Δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις Viva Wallet 2015-2019, [https://www.vivawallet.com/gr\\_el/about](https://www.vivawallet.com/gr_el/about)

Από την ανάγνωση του παραπάνω πίνακα, παρατηρούμε ότι υπάρχει μη ισοδύναμη αναλογία μεταξύ του παγίου ενεργητικού και του κυκλοφορούντος ενεργητικού της εταιρίας, καθώς το ποσοστό συμμετοχής του παγίου ενεργητικού στο συνολικό ενεργητικό της εταιρίας ανέρχεται κατά μέσο όρο σε ποσοστό 16%, με το αντίστοιχο ποσοστό συμμετοχής του κυκλοφορούντος ενεργητικού να ανέρχεται σε 84% κατά μέσο όρο.

Το πάγιο ενεργητικό καταλαμβάνει το μικρότερο μέρος επί του συνόλου του ενεργητικού της εταιρίας κατά τα περισσότερα έτη της περιόδου 2015-2019, με το ποσοστό του βέβαια επί του συνόλου να αυξάνει τα τελευταία έτη (από 13% σε 18%). Η πλειοψηφία του παγίου ενεργητικού αποτελείται από άυλα περιουσιακά στοιχεία, τα οποία ανέρχονται σε ποσοστό 9% επί του συνόλου του ενεργητικού κατά μέσο όρο. και κατά δεύτερο λόγο από πάγια περιουσιακά στοιχεία (γήπεδα, κτίρια, μηχανήματα, έπιπλα κλπ), τα οποία ανέρχονται σε ποσοστό 4% επί του συνόλου του ενεργητικού κατά μέσο όρο.

Το κυκλοφορούν ενεργητικό που καταλαμβάνει τη μερίδα του λέοντος του ενεργητικού της εταιρίας διαχρονικά, συνίσταται κυρίως από τα ταμειακά διαθέσιμα (66% επί του συνόλου του ενεργητικού) ενώ υπάρχουν και λοιπές απαιτήσεις (12% επί του συνολικού ενεργητικού κατά μέσο όρο). Τέλος, υφίστανται σε πολύ μικρότερο βαθμό αποθέματα και απαιτήσεις (σωρευτικά διαμορφώνονται σε 3% επί του συνολικού ενεργητικού κατά μέσο όρο).

Τα ίδια κεφάλαια αποτελούνται κυρίως από το μετοχικό κεφάλαιο και το υπέρ το άρτιο, τα αποθεματικά και τα κέρδη εις νέον. Τα ίδια κεφάλαια αποτελούν το μικρότερο μέρος του παθητικού της εταιρίας κατά τα έτη, σε ποσοστό 21,2% κατά μέσο όρο, ποσοστό που βαίνει αυξανόμενο κατά τα έτη, κυρίως λόγω της επίτευξης κερδών –τουλάχιστον μέχρι το 2018, ενώ το 2019 η αύξηση οφείλεται στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου - σε συνδυασμό με τη μείωση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.

Οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις αποτελούνται κυρίως από τα δάνεια –μετά το 2017-, και τις παροχές σε εργαζομένους λόγω εξόδου από την υπηρεσία, ενώ υπάρχουν και λοιπές προβλέψεις σε μικρότερο ποσοστό. Οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις

αποτελούν κατά μέσο όρο το 4,4% του συνολικού παθητικού της εταιρίας, βαίνοντας αυξανόμενες κατά τα έτη.

Οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις αποτελούνται κυρίως από τις υποχρεώσεις σε άλλους πιστωτές (62,4%) και σε προμηθευτές, τα δάνεια, ενώ υπάρχουν και λοιπές υποχρεώσεις από φόρους-τέλη και. Οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις αποτελούν κατά μέσο όρο το 74,3% του συνολικού παθητικού της εταιρίας, όντας το μεγαλύτερο μέρος του, βαίνουν δε μειούμενες κατά τα έτη.

### 6.2.3 Οριζόντια ανάλυση / Ανάλυση βάσει συγκριτικών καταστάσεων

Στον πίνακα 6 παρουσιάζεται η οριζόντια ανάλυση του Ισολογισμού της εταιρίας Viva Wallet για τα έτη 2015-2019, βάσει της κατάρτισης συγκριτικών καταστάσεων και ακολουθούν τα βασικά συμπεράσματα που προκύπτουν από την ανάλυση αυτή, συνδυαζόμενα με τον Πίνακα 5 ανωτέρω. Επισημαίνεται ότι τα αρνητικά μεγέθη των ποσών (όχι των ποσοστών) εμφανίζονται εντός παρενθέσεων.

Πίνακας 6: Συγκριτικές καταστάσεις του Ισολογισμού της Viva Wallet 2015-2019

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ (ποσά σε €)	2016/2015		2017/2016		2018/2017		2019/2018	
	Ποσό	Ποσοστό	Ποσό	Ποσοστό	Ποσό	Ποσοστό	Ποσό	Ποσοστό
<b><u>ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</u></b>								
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	877.639	30,1%	366.321	9,7%	1.193.692	28,7%	1.969.195	36,8%
Καθαρή αξία παγίων	576.829	132,0%	994.941	98,1%	1.476.930	73,5%	2.064.952	59,2%
Αναβαλλόμενη Φορολογική Απαιτήση	63.827	17,4%	253.153	58,8%	299.993	43,9%	324.870	33,0%
Επενδύσεις σε συγγενείς	197.501	-	336.789	170,5%	(154.126)	-28,8%	175.690	46,2%
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	53.443	153,7%	511.997	580,4%	789.428	131,5%	3.703.833	266,5%
<b>Σύνολο πάγιου ενεργητικού</b>	<b>1.769.239</b>	<b>47,2%</b>	<b>2.463.200</b>	<b>44,6%</b>	<b>3.605.917</b>	<b>45,2%</b>	<b>8.238.540</b>	<b>71,1%</b>
<b><u>ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</u></b>								
Αποθέματα	905.091	230,3%	339.150	26,1%	(141.129)	-8,6%	1.252.412	83,7%
Πελάτες	151.482	13,5%	671.481	52,6%	(468.708)	-24,1%	(295.132)	-19,9%
Λοιπές απαιτήσεις	3.209.554	218,9%	4.511.132	96,5%	(1.658.632)	-18,1%	3.983.509	52,9%
Ταμειακά διαθέσιμα	2.461.690	10,7%	(3.781.567)	-14,8%	20.477.982	94,2%	31.884.087	75,5%
<b>Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού</b>	<b>6.727.817</b>	<b>25,8%</b>	<b>1.740.197</b>	<b>5,3%</b>	<b>18.209.513</b>	<b>52,8%</b>	<b>36.824.876</b>	<b>69,9%</b>
					0		0	
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>8.497.055</b>	<b>28,5%</b>	<b>4.203.397</b>	<b>11,0%</b>	<b>21.815.430</b>	<b>51,3%</b>	<b>45.063.416</b>	<b>70,1%</b>
<b><u>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΙΑ</u></b>								
Μετοχικό Κεφάλαιο	80.573	9,4%	0	0,0%	60.645	6,5%	0	0,0%
Υπέρ το άρτιο	2.919.966	100,9%	0	0,0%	4.939.355	85,0%	0	0,0%
Καταθέσεις μετόχων	0	-	0	-	0	-	32.473.899	-
Αποθεματικά	5.522	1,5%	47.451	12,6%	600.911	142,0%	280.309	27,4%
Κέρδη (Ζημιά) εις νέον	267.310	324,0%	23.005	12,4%	511.254	246,0%	(7.777.027)	-1081,5%
<b>Σύνολο ιδίων κεφαλαίων</b>	<b>3.273.371</b>	<b>81,0%</b>	<b>70.456</b>	<b>1,0%</b>	<b>6.112.165</b>	<b>82,8%</b>	<b>24.977.182</b>	<b>185,1%</b>
<b><u>ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</u></b>								
Δάνεια	0	-	1.368.062	-	3.943.804	288,3%	(132.961)	-2,5%
Μακρ/σμες υποχρεώσεις μίσθωσης	0	-	0	-	0	-	1.429.192	-
Παροχές εργαζομένων λόγω εξόδου από υπηρ.	94.009	126,5%	(14.830)	-8,8%	102.829	67,0%	225.968	88,2%
Προβλέψεις	(4.456)	-14,5%	150.000	569,6%	173.254	98,3%	1.369.831	391,8%

<b>Σύνολο Μακρο/σμων Υποχρεώσεων</b>	<b>89.553</b>	<b>85,2%</b>	<b>1.503.232</b>	<b>772,3%</b>	<b>4.219.887</b>	<b>248,5%</b>	<b>2.892.030</b>	<b>48,9%</b>
<b><u>ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</u></b>								
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	(2.068.271)	-66,9%	1.576.719	153,8%	(2.351.719)	-90,4%	1.500.000	600,0%
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	1.487.188	73,3%	(1.119.024)	-31,8%	120.103	5,0%	1.251.086	49,7%
Μακρ/σμες υποχρεώσεις μίσθωσης	0	-	0	-	0	-	880.831	-
Υποχρεώσεις από φόρους - τέλη	106.020	20,5%	106.562	17,1%	735.278	100,7%	(183.483)	-12,5%
Πιστωτές διάφοροι	5.609.195	0,0%	2.065.451	8,1%	27.677.496	46,9%	13.745.771	33,8%
<b>Σύνολο βραχ/σμων υποχρεώσεων</b>	<b>5.134.132</b>	<b>20,0%</b>	<b>2.629.709</b>	<b>8,5%</b>	<b>11.483.378</b>	<b>34,4%</b>	<b>17.194.204</b>	<b>38,3%</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>8.497.055</b>	<b>28,5%</b>	<b>4.203.397</b>	<b>11,0%</b>	<b>21.815.430</b>	<b>51,3%</b>	<b>45.063.416</b>	<b>70,1%</b>

Επεξεργασία δεδομένων, Πηγή: Δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις Viva Wallet 2015-2019, [https://www.vivawallet.com/gr\\_el/about](https://www.vivawallet.com/gr_el/about)

Από την ανάγνωση του παραπάνω πίνακα, παρατηρούμε ότι το σύνολο του ενεργητικού αυξάνεται κατά 38% ετησίως κατά μέσο όρο. Σωρευτικά, η αύξηση της αξίας του ενεργητικού κατά την πενταετία ανέρχεται σε € 79,6 εκατ., διαμορφούμενη κατά αυτόν τον τρόπο σε € 109,4 εκατ. το 2019 έναντι € 29,8 εκατ. το 2015.

Το πάγιο ενεργητικό παρουσιάζει μέση ετησιοποιημένη αύξηση της τάξης του 51,6%. Σωρευτικά στην πενταετία, το πάγιο ενεργητικό αυξάνεται κατά € 16,1 εκατ. και διαμορφώνεται το 2019 σε € 19,8 εκατ. έναντι € 3,8 εκατ. το 2015.. Με δεδομένο ότι οι αποσβέσεις της περιόδου 2015-2019 ανέρχονται σωρευτικά σε € 7 εκατ., συμπεραίνουμε ότι η εταιρία έχει προβεί σε σημαντικό ύψος επενδύσεων σε πάγια περιουσιακά στοιχεία κατά την εξεταζόμενη περίοδο.

Το κυκλοφορούν ενεργητικό παρουσιάζει μέση ετησιοποιημένη αύξηση της τάξης του 36,2%,. Σωρευτικά στην πενταετία, το κυκλοφορούν ενεργητικό αυξάνεται κατά € 63,5 εκατ. και διαμορφώνεται το 2019 σε € 89,5 εκατ. έναντι € 23 εκατ. το 2015, με την αύξηση αυτή να οφείλεται στην αντίστοιχη που παρατηρείται στα ταμειακά διαθέσιμα.

Τα ίδια κεφάλαια παρουσιάζουν μέση ετησιοποιημένη αύξηση της τάξης του 75,7%, καθώς σωρευτικά στην πενταετία, τα ίδια κεφάλαια αυξάνονται κατά € 34 εκατ. περίπου, γεγονός που ισοδυναμεί με την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου που πραγματοποιήθηκε το 2019, καθώς τα κέρδη των ετών 2015-2018 ουσιαστικά εξανεμίζονται από τις υψηλές ζημιές του 2019.

Οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις σωρευτικά στην πενταετία, αυξάνονται κατά € 8,7 εκατ. και διαμορφώνονται το 2019 σε € 8,8 εκατ. έναντι € 0,1 εκατ. το 2015. Η αύξηση αυτή οφείλεται κυρίως στο δανεισμό της εταιρίας, ο οποίος αυξάνει μετά το 2017 και δευτερευόντως στην αύξηση των προβλέψεων και την αναγνώριση κατά το 2019 μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων μίσθωσης.

Οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις παρουσιάζουν μέση ετησιοποιημένη αύξηση της τάξης του 24,7%. Σωρευτικά στην πενταετία, οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις αυξάνονται κατά € 36,4 εκατ. και διαμορφώνονται το 2019 σε € 62,1 εκατ. έναντι € 25,6 εκατ. το 2015, επηρεαζόμενες κυρίως από το μέγεθος και την αύξηση στους λοιπούς πιστωτές (λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις).

#### **6.2.4 Συμπεράσματα για την εξέλιξη της περιουσιακής θέσης**

Τα συμπεράσματα που εξάγονται από τις παραπάνω αναλύσεις που διενεργήθηκαν για τον Ισολογισμό, σε συνδυασμό με την πορεία της αγοράς που αναλύθηκε σε προηγούμενο κεφάλαιο της εργασίας, μπορούν να συνοψιστούν στα εξής:

1. Το σύνολο του ενεργητικού της εταιρίας παρουσιάζει μέση ετησιοποιημένη αύξηση 38%, με αποτέλεσμα η εταιρία να συσσωρεύσει κατά την οκταετία συνολική περιουσιακή αξία της τάξης των € 80 εκατ. Είναι σημαντικό να ειπωθεί πως η συσσώρευση αυτή ισοσκελίζεται κατά ένα μόνο μέρος –αν και το μεγαλύτερο - από τη σωρευτική αύξηση των συνολικών υποχρεώσεων, και κατά ένα άλλο μέρος προέρχεται κυρίως από την αύξηση της καθαρής της θέσης.
2. Το κυκλοφορούν ενεργητικό αποτελεί το μεγαλύτερο μέρος του ενεργητικού της εταιρίας διαχρονικά (84%) αν και διαχρονικά μειώνεται, παρά τη συσσώρευση ταμειακών διαθεσίμων.
3. Το πάγιο ενεργητικό αυξάνεται διαχρονικά, με τη μέση ετησιοποιημένη αύξηση να ανέρχεται σε 51%, κυρίως λόγω της αύξησης των άυλων παγίων στοιχείων και των επενδύσεων που πραγματοποιεί η εταιρία.
4. Τα ίδια κεφάλαια αποτελούν το μικρότερο μέρος του παθητικού της εταιρίας διαχρονικά (21%) παρά το γεγονός ότι διαχρονικά αυξάνονται, λόγω της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου και των κερδών εις νέον.
5. Οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις, αυξάνονται διαχρονικά, κυρίως λόγω της αύξησης του μακροπρόθεσμου δανεισμού.
6. Οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, μειώνονται διαχρονικά, με τη μέση ετησιοποιημένη μείωση να ανέρχεται σε 6,3%, κυρίως λόγω της μείωσης του βραχυπρόθεσμου δανεισμού.

Ως γενικό συμπέρασμα, μπορούμε να πούμε πως η καθαρή θέση της εταιρίας ως απόλυτο μέγεθος ενδυναμώνεται κατά τα έτη, καθώς τα μεγέθη του ενεργητικού υφίστανται μεγαλύτερη αύξηση διαχρονικά από αυτά των συνολικών υποχρεώσεων, και η εν γένει περιουσιακή κατάσταση της εταιρίας έχει ενισχυθεί, καθώς η σχέση μεταξύ

των περιουσιακών στοιχείων και των πηγών προέλευσης τους έχει βελτιωθεί, σε όρους ρευστότητας και διάρθρωσης κεφαλαίων.

### 6.3 Ανάλυση αριθμοδεικτών 2015-2019

#### 6.3.1 Αριθμοδείκτες ρευστότητας

1. Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας: Ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας για την εταιρία προκύπτει από το λόγο του κυκλοφορούντος ενεργητικού της εταιρίας προς τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της κατά τα έτη. Η διαχρονική εξέλιξη του αριθμοδείκτη έχει ως εξής:

ΕΤΗ	2015	2016	2017	2018	2019
Γενική Ρευστότητα	1,02	1,06	1,03	1,17	1,44

Με εξαίρεση το 2017, ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας βαίνει αυξανόμενος κατά τα έτη και διαμορφώνεται σε 1,44 το 2019, έναντι 1,02 το 2015, το οποίο μεταφράζεται στο ότι το κυκλοφορούν ενεργητικό είναι μιάμιση φορά περίπου μεγαλύτερο από τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις και αποτελεί ένδειξη της ενίσχυσης της ρευστότητας της επιχείρησης.

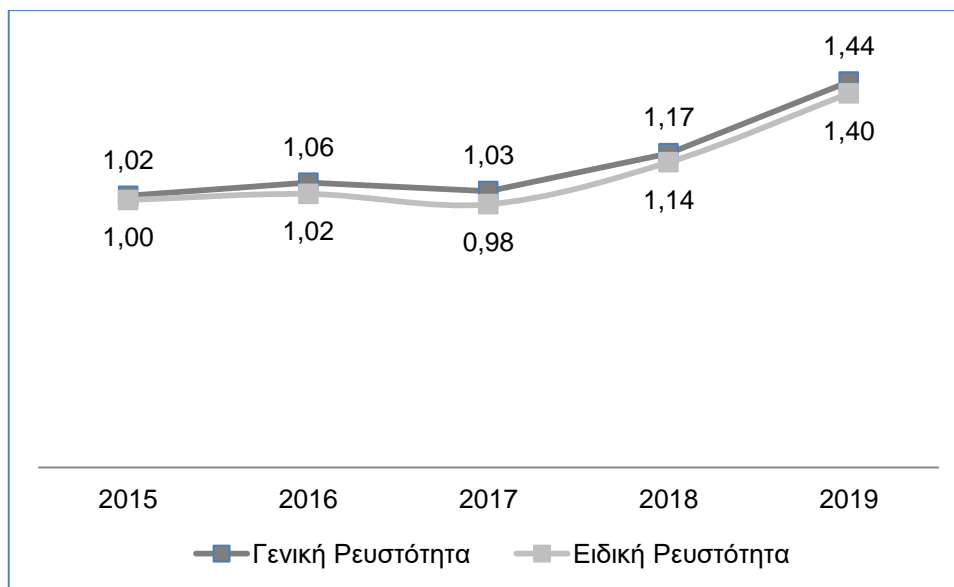
2. Αριθμοδείκτης Ειδικής Ρευστότητας : Ο αριθμοδείκτης ειδικής ρευστότητας για την εταιρία προκύπτει από το λόγο του κυκλοφορούντος ενεργητικού της εταιρίας, με εξαίρεση τα αποθέματα προς τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της κατά τα έτη. Η διαχρονική εξέλιξη του αριθμοδείκτη έχει ως εξής:

ΕΤΗ	2015	2016	2017	2018	2019
Ειδική Ρευστότητα	1,00	1,02	0,98	1,14	1,40

Σε συνάρτηση με το δείκτη γενικής ρευστότητας, ο δείκτης ειδικής ρευστότητας βαίνει αυξανόμενος κατά τα έτη, όμως διαμορφώνεται κατά μέσο όρο σε επίπεδα πολύ κοντινά με αυτά του δείκτη γενικής ρευστότητας, καταδεικνύοντας ότι η επίπτωση των αποθεμάτων στη διαμόρφωση της ενισχυόμενης ρευστότητας της επιχείρησης δεν είναι σημαντική. Σε κάθε περίπτωση, η τιμή του δείκτη – και δη κατά τα τελευταία έτη – φανερώνει ένα αρκετά ισχυρό προφίλ ρευστότητας για την εταιρία .

Συνοπτικά, η εξέλιξη των αριθμοδεικτών άμεσης και ειδικής ρευστότητας παρουσιάζει την κάτωθι διαγραμματική απεικόνιση, όπως φαίνεται στο διάγραμμα 1.

Διάγραμμα 1: Εξέλιξη αριθμοδεικτών ρευστότητας Viva Wallet 2015-2019



Επεξεργασία δεδομένων, Πηγή: Δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις Viva Wallet 2015-2019, [https://www.vivawallet.com/gr\\_el/about](https://www.vivawallet.com/gr_el/about)

**3. Αμυντικό διάστημα :** Ο αριθμοδείκτης αμυντικού διαστήματος για την εταιρία προκύπτει από το λόγο του κυκλοφορούντος ενεργητικού της εταιρίας, με εξαίρεση τα αποθέματα προς τα ημερήσια έξοδα της κατά τα έτη (σύνολο εξόδων δια 365 ημέρες). Η διαχρονική εξέλιξη του αριθμοδείκτη έχει ως εξής:

ΕΤΗ	2015	2016	2017	2018	2019
Αμυντικό διάστημα	873	730	579	773	815

Παρατηρούμε ότι ο δείκτης βαίνει αυξανόμενος κατά τα τελευταία έτη, τουλάχιστον μετά το 2017, καταδεικνύοντας μια αύξηση του χρονικού διαστήματος, εκφρασμένου σε ημέρες, μέσα στο οποίο η εταιρία μπορεί να καλύψει τα έξοδα λειτουργία της μέσω των άμεσα ρευστοποιήσιμων στοιχείων του ενεργητικού της και άρα μια καλή ένδειξη για τη ρευστότητα της.

### 6.3.2 Αριθμοδείκτες δραστηριότητας

1. Ημέρες είσπραξης απαιτήσεων: Ο αριθμοδείκτης της κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων εκφράζεται με το λόγο των απαιτήσεων προς τις πωλήσεις της εταιρίας, πολλαπλασιασμένο με 365 ημέρες. Η διαχρονική εξέλιξη του αριθμοδείκτη έχει ως εξής:

<b>ΕΤΗ</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Ημέρες -Απαιτήσεις	40	30	35	22	13

Σημειώνεται ότι στον αριθμητή του δείκτη έχουν ληφθεί μόνο οι απαιτήσεις από πελάτες και όχι οι λοιπές απαιτήσεις.

Παρατηρούμε ότι ο δείκτης βαίνει μειούμενος κατά τα έτη, καταδεικνύοντας μια αποτελεσματική πιστωτική πολιτική από πλευράς της διοίκησης της εταιρίας που επιτυγχάνει τη γρηγορότερη είσπραξη των απαιτήσεών της.

2. Ημέρες διακράτησης αποθεμάτων: Ο αριθμοδείκτης της κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων εκφράζεται με το λόγο των αποθεμάτων προς το κόστος πωληθέντων της εταιρίας, πολλαπλασιασμένο με 365 ημέρες. Η διαχρονική εξέλιξη του αριθμοδείκτη έχει ως εξής:

<b>ΕΤΗ</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Ημέρες- Αποθέματα	16	38	35	30	33

Παρατηρούμε ότι και αυτός ο δείκτης είναι αρκετά σταθερός κατά τα έτη, τουλάχιστον μετά το 2015 και διαμορφώνεται σε 30 ημέρες κατά μέσο όρο. Το γεγονός αυτό να καταδεικνύει την αποτελεσματικότητα της επιχείρησης ως προς τη διαχείριση των αποθεμάτων της.

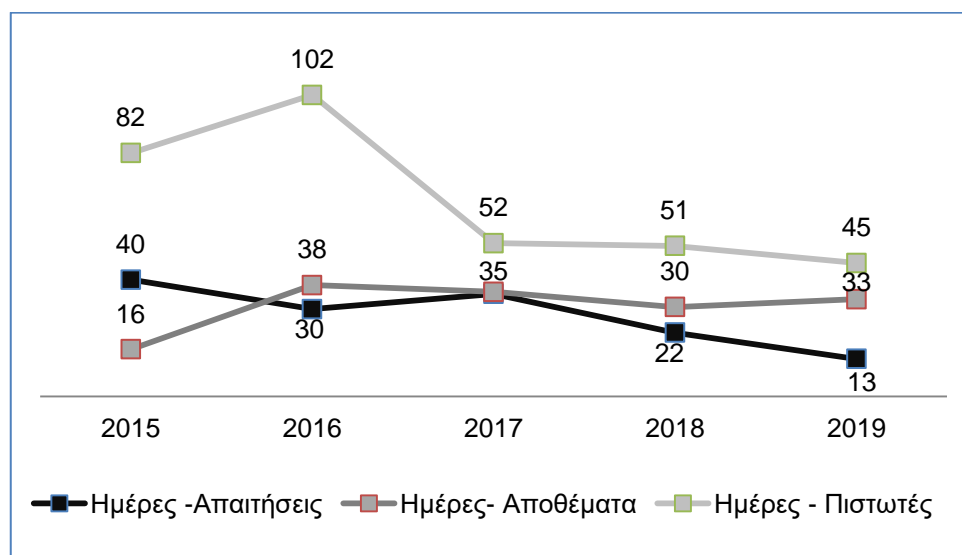
3. Ημέρες πληρωμής προμηθευτών: Ο αριθμοδείκτης της κυκλοφοριακής ταχύτητας προμηθευτών εκφράζεται με το λόγο των συνολικών βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων προς το κόστος πωληθέντων της εταιρίας, πολλαπλασιασμένο με 365 ημέρες. Η διαχρονική εξέλιξη του αριθμοδείκτη έχει ως εξής:

<b>ΕΤΗ</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Ημέρες - Πιστωτές	82	102	52	51	45

Παρατηρούμε ότι ο δείκτης βαίνει μειούμενος κατά τα έτη, καταδεικνύοντας ότι η επιχείρηση αποπληρώνει ολοένα και γρηγορότερα τους προμηθευτές της, από 82 ημέρες το 2015 σε 45 ημέρες το 2019. Το γεγονός αυτό ενδέχεται να φανερώνει ότι η εταιρία έχει μειούμενη ανάγκη κεφαλαίων κατά τα έτη και ως εκ τούτου μειώνει την ανάγκη της για λήψη πιστώσεων από προμηθευτές, ή ότι υποκαθιστά τις πηγές

χρηματοδότησής της, π.χ. μειώνει τις λειτουργικές και αυξάνει τις μη λειτουργικές πηγές, δηλαδή το δανεισμό. Το διάγραμμα 2 απεικονίζει την εξέλιξη των τριών παραπάνω αριθμοδεικτών και αποτελεί κατ' ουσίαν την εξέλιξη του εμπορικού κύκλου της εταιρίας (ημέρες απαιτήσεων + ημέρες αποθεμάτων – ημέρες πιστωτών).

Διάγραμμα 2: Εξέλιξη αριθμοδεικτών κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων, αποθεμάτων και προμηθευτών Viva Wallet 2015-2019



Επεξεργασία δεδομένων, Πηγή: Δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις Viva Wallet 2015-2019, [https://www.vivawallet.com/gr\\_el/about](https://www.vivawallet.com/gr_el/about)

4. Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού: Ο αριθμοδείκτης της κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού εκφράζεται με το λόγο του συνόλου του ενεργητικού προς τις πωλήσεις της εταιρίας. Η διαχρονική εξέλιξη του αριθμοδείκτη έχει ως εξής:

ΕΤΗ	2015	2016	2017	2018	2019
Κυκλ. Ταχ. Ενεργητικού	0,35	0,41	0,48	0,39	0,31

Παρατηρούμε ότι ο δείκτης έχει αρκετές διακυμάνσεις κατά τα έτη, όμως η μέση τιμή του καταδεικνύει ότι η επιχείρηση δε χρησιμοποιεί εντατικά τα περιουσιακά της στοιχεία για την πραγματοποίηση των πωλήσεών της. Ο δείκτης παραμένει σε χαμηλά επίπεδα και φανερώνει την μικρή αποτελεσματικότητα στη χρήση της περιουσίας της εταιρίας για την επίτευξη του κύκλου εργασιών της.

### 6.3.3 Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας



1. Περιθώριο Μικτού Κέρδους: Το περιθώριο του μικτού κέρδους εκφράζεται με το λόγο των μικτών κερδών προς τις πωλήσεις της εταιρίας. Η διαχρονική εξέλιξη του αριθμοδείκτη έχει ως εξής:

<b>ΕΤΗ</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Μικτά Κέρδη/Πωλήσεις	13,5%	20,2%	17,7%	28,0%	10,5%

Παρατηρούμε ότι ο δείκτης παρουσιάζει ανοδική πορεία κατά τα έτη έως το 2018, γεγονός που καταδεικνύει ότι το αντίστοιχο κόστος για την επίτευξη των πωλήσεων της εταιρίας αυξάνεται με βραδύτερο ρυθμό σε σχέση με τη μείωση των πωλήσεων της εταιρίας, άρα είναι λιγότερο ανελαστικό ως προς τη δομή του. Αυτό φαίνεται να μεταβάλλεται το 2019, όπου και το μικτό περιθώριο κέρδους μειώνεται κατά 18 ποσοστιαίες μονάδες.

2. Περιθώριο EBITDA: Το περιθώριο EBITDA ορίζεται ως ο λόγος των κερδών προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA) προς τις πωλήσεις της εταιρίας. Η διαχρονική εξέλιξη του αριθμοδείκτη έχει ως εξής:

<b>ΕΤΗ</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
EBITDA / Πωλήσεις	8,3%	8,8%	6,5%	14,9%	-3,0%

Παρατηρούμε ότι ο δείκτης παρουσιάζει ανοδική πορεία κατά τα έτη έως το 2018, γεγονός που καταδεικνύει ότι υπήρξε αναλογικά μικρότερη αύξηση των εξόδων διοίκησης και διάθεσης και των λοιπών εξόδων σε σχέση με την αύξηση των πωλήσεων. Το 2019 βέβαια, τα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων της εταιρίας διαμορφώνονται σε αρνητικό επίπεδο, κυρίως λόγω της κατακρήμνισης του μικτού περιθωρίου κέρδους.

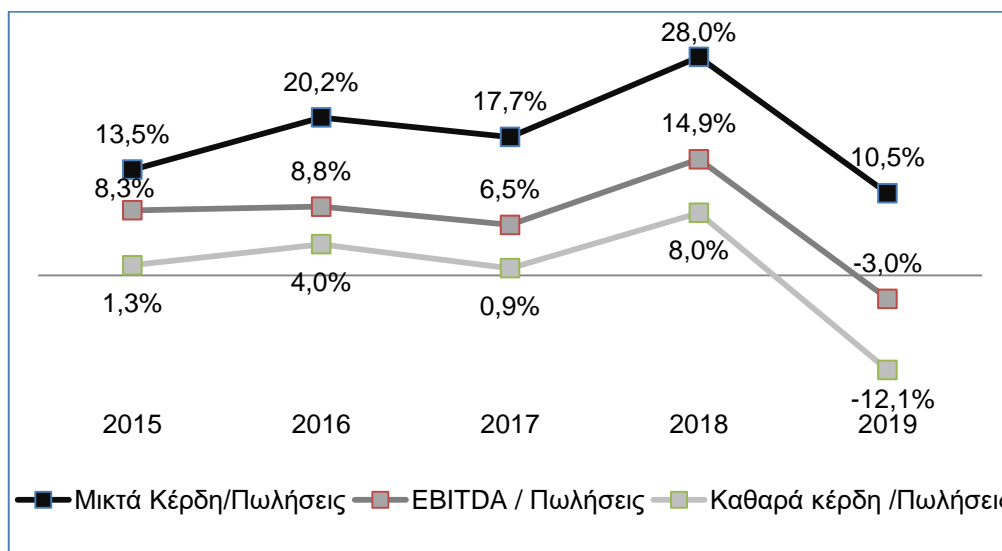
3. Περιθώριο καθαρού κέρδους: Το περιθώριο καθαρού κέρδους ορίζεται ως ο λόγος των κερδών προ φόρων προς τις πωλήσεις της εταιρίας. Η διαχρονική εξέλιξη του αριθμοδείκτη έχει ως εξής:

<b>ΕΤΗ</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Καθαρά κέρδη /Πωλήσεις	1,3%	4,0%	0,9%	8,0%	-12,1%

Παρατηρούμε ότι ο ανοδική πορεία κατά τα έτη έως το 2018, ενώ το 2019 κατέρχεται σημαντικά και διαμορφώνεται σε αρνητικά επίπεδα της τάξης του -12%.

Το διάγραμμα 3 απεικονίζει την εξέλιξη των τριών παραπάνω αριθμοδεικτών.

Διάγραμμα 3: Εξέλιξη περιθωρίου μικτού κέρδους, EBITDA και καθαρού κέρδους Viva Wallet 2015-2019



Επεξεργασία δεδομένων, Πηγή: Δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις Viva Wallet 2015-2019, [https://www.vivawallet.com/gr\\_el/about](https://www.vivawallet.com/gr_el/about)

**4. Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων:** Η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων ορίζεται ως ο λόγος των καθαρών κερδών της εταιρίας προς τα ίδια της κεφάλαια. Η διαχρονική εξέλιξη του αριθμοδείκτη έχει ως εξής:

ΕΤΗ	2015	2016	2017	2018	2019
Αποδόσεις Ιδίων Κεφαλαίων	3,3%	8,6%	2,5%	14,8%	-10,7%

Παρατηρείται ότι ο δείκτης βαίνει αυξανόμενος –με εξαίρεση το 2017- κατά τα έτη έως το 2018, ενώ λαμβάνει αρνητικό πρόσημο το 2019. Η εικόνα του δείκτη τα πρώτα έτη ενδέχεται να αποτελεί ένδειξη αποτελεσματικής απασχόλησης των ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας, λόγω υψηλής παραγωγικότητας και παρά την αρνητική οικονομική συγκυρία, ενώ θα πρέπει να δοθεί προσοχή στην επίδοση του 2019 για να διαπιστωθεί αν είναι συγκυριακού χαρακτήρα.

### 6.3.4 Αριθμοδείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης και βιωσιμότητας

1. Αριθμοδείκτης ξένων προς ίδια κεφάλαια: Ο αριθμοδείκτης ορίζεται ως ο λόγος των συνολικών υποχρεώσεων της εταιρίας (μακροπρόθεσμων) προς τα ίδια κεφάλαια της εταιρίας. Η διαχρονική εξέλιξη του αριθμοδείκτη έχει ως εξής:

ΕΤΗ	2015	2016	2017	2018	2019
Ξένα Κεφάλαια / Ίδια Κεφάλαια	6,37	4,23	4,57	3,37	1,67

Η εξέλιξη του αριθμοδείκτη φανερώνει ότι τα ξένα κεφάλαια αποτελούν ολοένα και μικρότερο ποσοστό σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια, καταδεικνύοντας την αυξημένη ασφάλεια που παρέχει η εταιρία στους πιστωτές της.

2. Αριθμοδείκτης κάλυψης τόκων: Ο αριθμοδείκτης ορίζεται ως ο λόγος των κερδών προ τόκων και φόρων της εταιρίας προς το σύνολο των χρεωστικών της τόκων. Η διαχρονική εξέλιξη του αριθμοδείκτη έχει ως εξής:

ΕΤΗ	2015	2016	2017	2018	2019
Κάλυψη τόκων (EBIT / Χ.Τόκοι)	1,61	4,46	2,18	5,78	-6,02

Ο δείκτης διαμορφώνεται σε υψηλά επίπεδα καθ' όλα τα έτη έως το 2018 και καταδεικνύει τη μεγάλη δυνατότητα της εταιρίας να εξυπηρετεί τα χρηματοοικονομικά της έξοδα μέσω των καθαρών κερδών προ φόρων και τόκων. Η αρνητική τιμή του δείκτη το 2019 οφείλεται στο αρνητικό EBITDA που καταγράφεται, γεγονός που θα πρέπει να αξιολογηθεί και να εξεταστεί περαιτέρω τα επόμενα έτη.

## **7. ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ VIVA WALLET**

### **7.1 Επιλογή μεθόδων αποτίμησης**

Για την αποτίμηση της Viva Wallet, λόγω του σημαντικού της μεγέθους, θεωρήθηκε κατάλληλο να εφαρμοστούν περισσότερες από μία μέθοδοι αποτίμησης καθώς αυτό διευρύνει την αποτίμηση και επιτρέπει την ουσιώδη αξιολόγηση των αποτελεσμάτων.

Κατά τη γνώμη μας, η πλέον ακριβής και σχετική μέθοδος αποτίμησης είναι η DCF καθώς επιτρέπει τον προσδιορισμό της εσωτερικής αξίας μιας εταιρίας από το σύνολο της παρούσας αξίας των μελλοντικών ταμειακών ροών που δημιουργούνται βάσει του επιχειρηματικού σχεδίου και της υπολειμματικής της αξίας. Η DCF θεωρείται ως η πλέον κατάλληλη προσέγγιση από επιστημονικής πλευράς και αποδεκτή μέθοδος για τον προσδιορισμό της αξίας των εταιριών.

Σύμφωνα με τη μέθοδο της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης, η αξία της εταιρίας είναι ίση με την Καθαρή Θέση της όπως εμφανίζεται στις οικονομικές καταστάσεις κατά την ημερομηνία αποτίμησης, αφού προηγουμένως γίνουν αναπροσαρμογές στα στοιχεία του Ενεργητικού και Παθητικού με βάση τις παρατηρήσεις των πιστοποιητικών των Ορκωτών Ελεγκτών Λογιστών, Ορκωτών Εκτιμητών Ακινήτων, της Διοίκησης κ.λπ. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η μέθοδος αυτή είναι στατική, δηλαδή δεν λαμβάνει υπόψη την αξία που προσδίδουν στην εταιρία άλλα στοιχεία πέραν αυτών που εμφανίζονται στις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις της, όπως η φήμη και πελατεία, οι προοπτικές και τα αποτελέσματα που μπορεί να επιτύχει η εταιρία μελλοντικά και ως εκ τούτου, για την περίπτωση της Viva Wallet εφαρμόστηκε αλλά δόθηκε χαμηλότερη στάθμιση στα αποτελέσματα που προέκυψαν από την εφαρμογή της μεθόδου αυτής σε σχέση με τα αποτελέσματα της Μεθόδου DCF.

Η μέθοδος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς συνεκτιμά το ύψος της Καθαρής Θέσης και της οργανικής κερδοφορίας της επιχείρησης και για αυτό το λόγο έχει επιλεγεί για την αποτίμηση της Viva Wallet, όντας επίσης και μία μέθοδος που χαρακτηρίζεται από τη σχετική ευκολία στην εφαρμογή της. Παρόλα αυτά, δόθηκε χαμηλότερη στάθμιση στα αποτελέσματα της μεθόδου σε σχέση με τα αποτελέσματα της Μεθόδου DCF, λόγω του ότι η μέθοδος δε συνεκτιμά τις μελλοντικές προοπτικές της εταιρίας καθώς βασίζεται σε ιστορικά στοιχεία.

Η μέθοδος των Συγκρίσιμων Συναλλαγών έχει ως σκοπό τον υπολογισμό πολλαπλασιαστών επί βασικών οικονομικών μεγεθών εταιριών, οι οποίες υπήρξαν πρόσφατα στόχοι εξαγορών ή συγχωνεύσεων και τους οποίους οι ενδιαφερόμενοι χρησιμοποίησαν τη δεδομένη χρονική στιγμή της συναλλαγής για την αποτίμησή τους. Η μέθοδος αυτή επίσης συμπεριλαμβάνει την ανάλυση πρόσφατων συναλλαγών που αφορούν στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας η οποία αποτιμάται. Σημειώνουμε ότι για την περίπτωση της Viva Wallet κατέστη δυνατό να συλλέξουμε ένα αντιπροσωπευτικό και επαρκές δείγμα συγκρίσιμων συναλλαγών από σχετικές πρόσφατες δημοσιευμένες εκθέσεις για συναλλαγές του κλάδου, αλλά λόγω του περιορισμένου εύρους του δείγματος και της χρονικής περιόδου αναφοράς των εν λόγω συναλλαγών δόθηκε χαμηλότερη στάθμιση στα αποτελέσματα της μεθόδου σε σχέση με τα αποτελέσματα της Μεθόδου DCF.

Η μέθοδος των Δεικτών Κεφαλαιαγοράς Συγκρίσιμων Εταιριών παρουσιάζει γενικότερα αντικειμενικές δυσκολίες στην εφαρμογή της λόγω της δυσκολίας ανεύρεσης αντιπροσωπευτικού και επαρκούς δείγματος συγκρίσιμων εταιριών σε σχέση με το μέγεθος, τις αγορές, το εύρος των προϊόντων και τις χώρες δραστηριοποίησης των εταιριών που αποτιμώνται. Παρόλα αυτά, έγινε προσπάθεια ανεύρεσης

αντιπροσωπευτικού δείγματος για την εφαρμογή της συγκεκριμένης μεθόδου αποτίμησης από σχετικές πρόσφατες δημοσιευμένες εκθέσεις για εταιρίες του κλάδου, αλλά λόγω του περιορισμένου εύρους του δείγματος και της χρονικής περιόδου αναφοράς δόθηκε χαμηλότερη στάθμιση στα αποτελέσματα της μεθόδου σε σχέση με τα αποτελέσματα της Μεθόδου DCF.

Λαμβάνοντας υπόψη τις ιδιαιτερότητες και τους σκοπούς της εν λόγω εργασίας καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι οι προτεινόμενες μέθοδοι αποτίμησης είναι από κάθε ουσιώδη πλευρά κατάλληλες.

## **7.2 Μέθοδος DCF**

Στο κεφάλαιο αυτό παρατίθενται οι βασικές παραδοχές του μακροπρόθεσμου επιχειρηματικού σχεδίου της Viva Wallet κατά την εξαετία 2020-2025 (το έτος 2019 θεωρείται ως έτος βάσης), στο οποίο βασίζεται και η αποτίμηση της βάσει της μεθόδου DCF. Πιο συγκεκριμένα, παρουσιάζονται παραδοχές για την εξέλιξη των πωλήσεων της Viva Wallet και των αντίστοιχων λειτουργικών της εξόδων, γίνεται αναφορά στα χρηματοοικονομικά έξοδα της εταιρίας και τις επενδύσεις – αποσβέσεις που πραγματοποιεί, ενώ επίσης παρουσιάζονται οι μακροοικονομικοί και λειτουργικοί δείκτες στους οποίους θα στηριχθεί η αποτίμηση της Viva Wallet. Επίσης, γίνεται αναφορά στις βασικές παραδοχές που χρησιμοποιήθηκαν κατά την εφαρμογή της μεθόδου DCF.

Θα πρέπει να αναφερθεί πως για την εφαρμογή της μεθόδου DCF έχει επιλεγεί να υπολογιστούν οι ελεύθερες ταμειακές ροές προς την επιχείρηση (Free Cash flow to the Firm –FCFF) έναντι των ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους (Free Cash flow to the Equity- FCFE). Η βάση των FCFF έχει επιλεγεί γιατί με αυτό τον τρόπο αποτιμάται το σύνολο της αξίας της επιχείρησης και όχι μόνο το κομμάτι που σχετίζεται με την περιουσία, άρα οι ταμειακές ροές που σχετίζονται με το χρέος δεν χρειάζεται να ληφθούν αναλυτικά υπόψη για την αποτίμηση της περιουσίας (ιδίων κεφαλαίων) παρά μόνο ως συγκεντρωτικό ποσό που αφαιρείται από την αξία της επιχείρησης κατά την ημερομηνία αποτίμησης.

### **7.2.1 Βασικές παραδοχές επιχειρηματικού σχεδίου**

Οι βασικές παραδοχές του επιχειρηματικού σχεδίου έχουν στηριχθεί εν πολλοίς στην ιστορική επίδοση της εταιρίας και είναι σχετικά αυθαίρετες και σε συντηρητική βάση,

δηλαδή δεν προέρχονται από στοιχεία και πληροφορίες που μας έχουν παρασχεθεί από την εταιρία, αλλά έχουν υιοθετηθεί από τον γράφοντα της παρούσας εργασίας σύμφωνα με την αντίληψή του για τα στοιχεία και τις πληροφορίες που μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την εφαρμογή της μεθόδου DCF.

## **1. Εξέλιξη πωλήσεων**

Όπως είδαμε και στη χρηματοοικονομική ανάλυση της εταιρίας που διενεργήθηκε στο κεφάλαιο 6, η εταιρία παρουσιάζει τα τελευταία έτη σημαντικούς ρυθμούς ανάπτυξης όσον αφορά τις πωλήσεις της. Με δεδομένο ότι η εταιρία έχει τα τελευταία έτη εκμεταλλευτεί στο μεγαλύτερο βαθμό τη δυναμική της αγοράς και έχει καταφέρει να εδραιώσει τη θέση της στον κλάδο, κερδίζοντας σημαντικό μερίδιο αγοράς, η αύξηση των πωλήσεων κατά τα επόμενα έτη υποθέτουμε πως θα επιβραδυνθεί σταδιακά και θα διαμορφωθεί σύμφωνα με τον παρακάτω πίνακα:

	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>
Ρυθμός αύξησης πωλήσεων	20,0%	10,0%	5,0%	4,0%	3,0%	2,0%

Πιο αναλυτικά, για το 2020 προβλέπουμε ότι η αύξηση των πωλήσεων θα μειωθεί σχεδόν κατά το ήμισυ σε σχέση με το 2019, και θα διαμορφωθεί σε 20%, αφενός μειωμένη λόγω του γεγονότος που αναφέρθηκε ανωτέρω, αλλά από την άλλη πλευρά διατηρώντας τη δυναμική του λόγω του ότι η επίπτωση του κορωνοϊού (Covid-19) έχει θετικό αντίκτυπο στην περίπτωση της εταιρίας, καθώς έχουν αυξηθεί οι εναλλακτικοί τρόποι πληρωμών κι ως εκ τούτου έχει ενισχυθεί το πεδίο δραστηριοποίησης της εταιρίας. Το 2021, ο ρυθμός αύξησης των πωλήσεων αναμένεται να ανέλθει σε 10%, δηλαδή να υποδιπλασιαστεί σε σχέση με το 2020, κάτι το οποίο αναμένεται να συμβεί και το 2022, όπου και ο ρυθμός αύξησης αναμένεται να ανέλθει σε 5%. Τα επόμενα έτη αναμένεται ετήσια πτώση του ρυθμού αύξησης των πωλήσεων κατά μία ποσοστιαία μονάδα, έτσι ώστε το 2025, ο ρυθμός ανάπτυξης διαμορφώνεται σε 2%, λαμβάνοντας υπόψη ότι η εταιρία θα δραστηριοποιείται πλέον σε μια ώριμη αγορά, ενώ και η δική της κατάσταση θα έχει πλέον περάσει από τη φάση της ανάπτυξης στη φάση της ωριμότητας. Από άποψη απόλυτων μεγεθών, οι πωλήσεις το 2025, βάσει του ως άνω προβλεπόμενου ετήσιου ρυθμού ανάπτυξής τους, αναμένεται να διαμορφωθούν σε περίπου € 51 εκατ., ήτοι καταγράφοντας μια σωρευτική αύξηση της τάξης του 50% σε σχέση με το 2019.

## **2. Μικτό περιθώριο κέρδους**

Το μικτό περιθώριο κέρδους κατά μέσο όρο για την προηγούμενη πενταετία ανήλθε σε 18%, σύμφωνα και με την ανάλυση που διενεργήθηκε στο κεφάλαιο 6. Ως μελλοντική πρόβλεψη για το επίπεδο του μικτού περιθωρίου κέρδους, έχει χρησιμοποιηθεί ως βάση ο μέσος όρος του παρελθόντος, ήτοι το 18%, στο οποίο έχει γίνει μια προσαύξηση 2 ποσοστιαίων μονάδων με αποτέλεσμα να διαμορφωθεί σε 20% για όλα τα έτη της εξεταζόμενης περιόδου, με το σκεπτικό ότι ο μέσος όρος του παρελθόντος περιλαμβάνει και την –κατ’ εξαίρεση – κακή χρονιά του 2019, η οποία αν εξαιρεθεί παράγει αυτό το αποτέλεσμα. Πρέπει να αναφερθεί ότι δεν γίνεται αύξηση του μικτού περιθωρίου κέρδους κατά τα έτη για λόγους συντηρητικότητας.

### **3. Εξέλιξη λειτουργικών εξόδων**

Δεδομένου ότι η εταιρία έχει ήδη από την τελευταία χρονιά (2019) η εταιρία έχει επιβαρύνει την κοστολογική της δομή για την υποστήριξη των πωλήσεων της και με δεδομένο ότι δεν προβλέπεται να παρατηρηθούν πλέον οι αλματώδεις ρυθμοί ανάπτυξης του παρελθόντος, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των λειτουργικών εξόδων αναμένεται να είναι 3% για όλα τα έτη της εξεταζόμενης περιόδου. Σημειώνεται ότι επιλέχθηκε αυτό το είδος της πρόβλεψης της εξέλιξης των λειτουργικών εξόδων και όχι η σύνδεσή τους με την εξέλιξη των πωλήσεων, καθώς τα περισσότερα έξοδα δεν είναι μεταβλητά, ώστε να συναρτώνται με το τζίρο, αλλά σταθερά.

### **4. Εξέλιξη λοιπών εσόδων**

Για τον προσδιορισμό της μελλοντικής εξέλιξης των μελλοντικών λοιπών εσόδων, έχει προβλεφθεί μια συντηρητική ετήσια αύξηση της τάξης του 2%.

### **5. Καθαρά χρηματοοικονομικά έξοδα**

Οι τόκοι δανείων για τα επόμενα έτη έχουν υπολογιστεί σε 1% επί των πωλήσεων, ποσοστό που προκύπτει από την μέση επίδοση της προηγούμενης πενταετίας, καθώς έχει γίνει υπόθεση πως αφενός η εταιρία θα χρειαστεί περίπου το ίδιο ύψος χρηματοδότησης - αναλογικά - για την υποστήριξη των πωλήσεων της και αφετέρου δε θα μεταβληθεί ουσιωδώς το κόστος χρηματοδότησης.

### **6. Αποσβέσεις**

Το ετήσιο ύψος των αποσβέσεων αναμένεται να ανέλθει σε παρόμοια επίπεδα με τα παρελθοντικά έτη, ήτοι να διαμορφωθούν σε € 2,5 εκατ.

## 7. Φορολογικός συντελεστής

Ο φορολογικός συντελεστής έχει οριστεί για όλα τα έτη σε 24%.

Σύμφωνα με τις παραδοχές που έχουν γίνει στα σημεία 1-7 ανωτέρω, η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης της εταιρίας για τα έτη 2019-2025 παρουσιάζεται κάτωθι:

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Συνολικές πωλήσεις</b>	<b>34.017.891</b>	<b>40.821.469</b>	<b>44.903.616</b>	<b>47.148.797</b>	<b>49.034.749</b>	<b>50.505.791</b>	<b>51.515.907</b>
% μεταβολή		20,00%	10,00%	5,00%	4,00%	3,00%	2,00%
Κόστος πωλήσεων	30.448.626	32.657.175	35.922.893	37.719.038	39.227.799	40.404.633	41.212.726
<b>Μικτό Περιθώριο Κέρδους</b>	<b>3.569.265</b>	<b>8.164.294</b>	<b>8.980.723</b>	<b>9.429.759</b>	<b>9.806.950</b>	<b>10.101.158</b>	<b>10.303.181</b>
% επί των συνολικών πωλήσεων	10,49%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%
Έξοδα Διοίκησης	4.704.582	4.845.719	4.991.091	5.140.824	5.295.048	5.453.900	5.617.517
Έξοδα Διάθεσης	0	0	0	0	0	0	0
Λοιπά έσοδα / (έξοδα)	109.737	111.932	114.170	116.454	118.783	121.159	123.582
<b>Λειτουργικό Αποτέλεσμα (EBITDA)</b>	<b>(1.025.580)</b>	<b>3.430.506</b>	<b>4.103.803</b>	<b>4.405.389</b>	<b>4.630.684</b>	<b>4.768.417</b>	<b>4.809.246</b>
% επί των συνολικών πωλήσεων	-3,01%	8,40%	9,14%	9,34%	9,44%	9,44%	9,34%
Χρηματοοικονομικά Έξοδα / (Έσοδα)	337.966	408.215	449.036	471.488	490.347	505.058	515.159
<b>Κέρδη προ φόρων και αποσβέσεων</b>	<b>(1.363.546)</b>	<b>3.022.291</b>	<b>3.654.766</b>	<b>3.933.901</b>	<b>4.140.337</b>	<b>4.263.359</b>	<b>4.294.087</b>
% επί των συνολικών πωλήσεων	-4,01%	7,40%	8,14%	8,34%	8,44%	8,44%	8,34%
Αποσβέσεις	2.764.221	2.500.000	2.500.000	2.500.000	2.500.000	2.500.000	2.500.000
<b>Κέρδη προ φόρων</b>	<b>(4.127.767)</b>	<b>522.291</b>	<b>1.154.766</b>	<b>1.433.901</b>	<b>1.640.337</b>	<b>1.763.359</b>	<b>1.794.087</b>
% επί των συνολικών πωλήσεων	-12,13%	1,28%	2,57%	3,04%	3,35%	3,49%	3,48%
Φόρος	360.990	125.350	277.144	344.136	393.681	423.206	430.581
<b>Κέρδη μετά από Φόρους</b>	<b>(4.488.757)</b>	<b>396.941</b>	<b>877.622</b>	<b>1.089.765</b>	<b>1.246.656</b>	<b>1.340.153</b>	<b>1.363.506</b>
% επί των συνολικών πωλήσεων	-13,20%	0,97%	1,95%	2,31%	2,54%	2,65%	2,65%

## 8. Προσδιορισμός κεφαλαίου κίνησης

Για τον προσδιορισμό του κεφαλαίου κίνησης έχουν πραγματοποιηθεί παραδοχές αναφορικά με τις ημέρες είσπραξης απαιτήσεων, ημέρες διακράτησης αποθεμάτων και ημέρες πληρωμής προμηθευτών, ενώ επίσης έχει εξεταστεί και η εξέλιξη λοιπών



βραχυπρόθεσμων στοιχείων ενεργητικού και παθητικού. Για τον προσδιορισμό των ημερών που αφορούν την είσπραξη απαιτήσεων, τη διακράτηση αποθεμάτων και την πληρωμή προμηθευτών έχει ληφθεί υπόψη ο μέσος όρος των αντίστοιχων δεικτών την προηγούμενη τριετία, ο οποίος έχει εφαρμοστεί σε όλα τα έτη της μελλοντικής εξεταζόμενης περιόδου, όπως φαίνεται στον παρακάτω πίνακα.

Ημέρες	2017	2018	2019	M.O. 2017-2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Προμηθευτές	52	51	45	49	49	49	49	49	49	49
Εμπορικές απαιτήσεις	35	22	13	23	23	23	23	23	23	23
Αποθέματα	35	30	33	33	33	33	33	33	33	33

Για τα λοιπά στοιχεία του ενεργητικού και παθητικού που επηρεάζουν το κεφάλαιο κίνησης (λοιπές απαιτήσεις, υποχρεώσεις σε φόρους-τέλη, ασφαλιστικοί οργανισμοί, λοιπές υποχρεώσεις) έχει γίνει υπόθεση ότι δε μεταβάλλονται σημαντικά σε σχέση με το 2019 ως απόλυτα μεγέθη κι ως εκ τούτου έχουν διατηρηθεί στα επίπεδα του 2019.

Βάσει των ανωτέρω, το κεφάλαιο κίνησης της εταιρίας προσδιορίζεται όπως απεικονίζεται στον παρακάτω πίνακα:

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>ΚΥΚΛΟΦ.ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>							
Εμπορικές απαιτήσεις	1.184.796	2.572.938	2.830.232	2.971.744	3.090.614	3.183.332	3.246.999
Λοιπές απαιτήσεις	11.511.486	11.511.486	11.511.486	11.511.486	11.511.486	11.511.486	11.511.486
Αποθέματα	2.748.485	2.942.980	3.237.278	3.399.142	3.535.108	3.641.161	3.713.984
<b>Σύνολο</b>	<b>15.446.786</b>	<b>17.029.424</b>	<b>17.581.017</b>	<b>17.884.394</b>	<b>18.139.230</b>	<b>18.338.003</b>	<b>18.474.494</b>
<b>ΒΡΑΧ/ΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>							
Εμπορικές υποχρεώσεις	3.767.909	5.069.176	5.530.245	5.793.265	6.018.047	6.198.588	6.329.932
Υποχρεώσεις μίσθωσης	880.831	880.831	880.831	880.831	880.831	880.831	880.831
Πιστωτές διάφοροι	54.402.983	54.402.983	54.402.983	54.402.983	54.402.983	54.402.983	54.402.983
Υποχρεώσεις από φόρους - τέλη	1.281.636	1.281.636	1.281.636	1.281.636	1.281.636	1.281.636	1.281.636
<b>Σύνολο</b>	<b>60.333.359</b>	<b>61.634.626</b>	<b>62.095.695</b>	<b>62.358.715</b>	<b>62.583.497</b>	<b>62.764.038</b>	<b>62.895.382</b>
<b>Κεφάλαιο κίνησης</b>	<b>(44.888.592)</b>	<b>(44.607.222)</b>	<b>(44.516.699)</b>	<b>(44.476.343)</b>	<b>(44.446.289)</b>	<b>(44.428.059)</b>	<b>(44.422.913)</b>
<b>Μεταβολή Κεφαλαίου κίνησης</b>		<b>(281.370)</b>	<b>(90.523)</b>	<b>(40.356)</b>	<b>(30.054)</b>	<b>(18.230)</b>	<b>(5.146)</b>

## 9. Επενδύσεις

Έχει γίνει υπόθεση ότι η εταιρία θα έχει € 2,5 ετήσιο ύψος επενδυτικών δαπανών, μειωμένο σε σχέση με τα προηγούμενα έτη καθώς δεν υφίσταται τόσο μεγάλη ανάγκη πλέον για επένδυση σε πάγια περιουσιακά στοιχεία.

### 7.2.2 Προσδιορισμός ελεύθερων ταμειακών ροών

Βάσει των παραπάνω στοιχείων υπό 1-7 και των στοιχείων για το κεφάλαιο κίνησης και τις επενδύσεις (σημεία 8-9), είμαστε σε θέση να προσδιορίσουμε τις ελεύθερες ταμειακές ροές της εταιρίας κατά τα έτη. Οι ελεύθερες ταμειακές ροές υπολογίζονται ως εξής:

- Από τα έσοδα (πωλήσεις) αφαιρούμε το κόστος πωληθέντων και τα λειτουργικά έξοδα για να καταλήξουμε στο λειτουργικό αποτέλεσμα ή αλλιώς τα κέρδη προ φόρων και τόκων (EBIT).
- Στη συνέχεια υπολογίζουμε το φόρο επί του EBIT (πολλαπλασιάζουμε το EBIT με το φορολογικό συντελεστή) και τον αφαιρούμε από το EBIT,
- Προσθέτουμε τις αποσβέσεις και μετά από αυτό το βήμα καταλήγουμε στις ακαθάριστες ταμειακές ροές.
- Ύστερα προσθέτουμε τη μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης. Η μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης είναι αρνητική όταν η εταιρία ξοδεύει περισσότερο από ότι εισπράττει στις λειτουργικές της δραστηριότητες ενώ είναι θετική όταν εισπράττει περισσότερο από ότι ξοδεύει.
- Τέλος αφαιρούμε τις επενδύσεις για να υπολογίσουμε τις μη μοχλευμένες ελεύθερες ταμειακές ροές (Unlevered Free Cash Flow).

Έτσι, συνοψίζοντας μπορούμε να πούμε πως οι ελεύθερες ταμειακές ροές προσδιορίζονται ως εξής:  $\text{Unlevered Free Cash Flow} = \text{Λειτουργικά Κέρδη μετά από Φόρους} + \text{Μη Ταμειακές Προσαρμογές εξόδων/εσόδων} + \text{Μεταβολές στο Κεφάλαιο Κίνησης} - \text{Επενδύσεις}$

Τα Unlevered Free Cash Flow αποτελούν τις λειτουργικές ταμειακές ροές οι οποίες είναι διαθέσιμες σε όλους τους επενδυτές της επιχείρησης (Free Cash Flow to the Firm – FCFF) και για αυτό το λόγο για να βρούμε την αξία της επιχείρησης πρέπει να προεξοφλήσουμε τις FCFF με το Μεσο-Σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC). Στη συνέχεια, η αξία των ιδίων κεφαλαίων προκύπτει με την αφαίρεση του καθαρού δανεισμού (δάνεια μείον ταμείο) από την αξία της επιχείρησης.

### 7.2.3 Κύριες παράμετροι αποτίμησης βάσει DCF

Οι κύριες παράμετροι της αποτίμησης βάσει της μεθόδου DCF είναι το Μεσο-Σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC) και ο ρυθμός ανάπτυξης στο διηνεκές.

Για την εκτίμηση του Μέσο-Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (WACC) χρησιμοποιήσαμε τις ακόλουθες παραμέτρους:

- Φορολογικός συντελεστής: ο φορολογικός συντελεστής της χώρας στην οποία η Εταιρία δραστηριοποιείται (24%).
- Επιτόκιο χωρίς κίνδυνο: η μέση απόδοση του 10ετούς Γερμανικού ομολόγου κατά το τρίμηνο 1.10.2019 – 31.12.2019 (-0,35%).
- Κόστος δανεισμού: το μέσο σταθμισμένο κόστος δανεισμού της Εταιρίας (5% προ φόρου ή 3,80% μετά φόρου).
- Μοχλευμένο και μη μοχλευμένο beta ( $\beta$ ): έχει πραγματοποιηθεί η υπόθεση ότι ένας εφαρμόσιμος μη μοχλευμένος συντελεστής  $\beta$  ανέρχεται σε 1, σύμφωνα με στοιχεία για τον κλάδο από τον καθηγητή Damodaran του Stern School of Business. Ο μοχλευμένος συντελεστής  $\beta$  της Εταιρίας υπολογίστηκε λαμβάνοντας υπόψη την κεφαλαιουχική δομή της Εταιρίας (15% ο λόγος του δανεισμού προς τα συνολικά κεφάλαια) και το φορολογικό συντελεστή.
- Market Risk Premium: αυτό ήταν το MRP μίας αναπτυσσόμενης οικονομίας (5,20%).
- Κίνδυνος χώρας/ εταιρίας: η μέση διαφορά (spread) στις αποδόσεις του 10ετούς Γερμανικού ομολόγου και του 10ετούς Ελληνικού ομολόγου κατά το τρίμηνο 1.10.2019 – 31.12.2019 (1,75%).
- Επιπρόσθετος κίνδυνος: έχει υπολογιστεί σε 5%, ως αντανάκλαση των ιδιαιτεροτήτων του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται η εταιρία.

Με βάση τις παραπάνω παραδοχές, το WACC μετά φόρου ανέρχεται σε 11,01%.

Ρυθμός ανάπτυξης στο διηνεκές: Η τελική αξία της Εταιρίας υπολογίστηκε θεωρώντας έναν ρυθμό ανάπτυξης στο διηνεκές της τάξεως του 1%.

Βάσει των ανωτέρω, τα αποτελέσματα της αποτίμησης εμφανίζονται στον παρακάτω πίνακα:

ΜΕΘΟΔΟΣ DCF	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2025+
<b>Έσοδα</b>	<b>40.821.469</b>	<b>44.903.616</b>	<b>47.148.797</b>	<b>49.034.749</b>	<b>50.505.791</b>	<b>51.515.907</b>	<b>52.031.066</b>
<b>Κέρδη προ Τόκων και Φόρων</b>	<b>930.506</b>	<b>1.603.803</b>	<b>1.905.389</b>	<b>2.130.684</b>	<b>2.268.417</b>	<b>2.309.246</b>	<b>2.012.872</b>
Φόροι	(223.321)	(384.913)	(457.293)	(511.364)	(544.420)	(554.219)	(483.089)
Αποσβέσεις	2.500.000	2.500.000	2.500.000	2.500.000	2.500.000	2.500.000	2.500.000
<b>Ακαθάριστες Ταμειακές Ροές</b>	<b>3.207.185</b>	<b>3.718.890</b>	<b>3.948.096</b>	<b>4.119.320</b>	<b>4.223.997</b>	<b>4.255.027</b>	<b>4.029.783</b>
Ροές από Επενδυτικές Δραστηριότητες	(2.500.000)	(2.500.000)	(2.500.000)	(2.500.000)	(2.500.000)	(2.500.000)	(2.500.000)
Αλλαγές στο Κεφάλαιο Κίνησης	(281.370)	(90.523)	(40.356)	(30.054)	(18.230)	(5.146)	(17.810)
<b>Ελεύθερες Ταμειακές Ροές</b>	<b>425.815</b>	<b>1.128.367</b>	<b>1.407.740</b>	<b>1.589.266</b>	<b>1.705.767</b>	<b>1.749.881</b>	<b>1.511.973</b>
WACC	11,01%	11,01%	11,01%	11,01%	11,01%	11,01%	
<b>Προεξοφλημένες Ελεύθερες Ταμειακές Ροές</b>	<b>383.592</b>	<b>915.688</b>	<b>1.029.125</b>	<b>1.046.625</b>	<b>1.011.959</b>	<b>935.191</b>	
<b>Σύνολο προεξοφλημένων ταμειακών ροών</b>	<b>4.938.588</b>						
<b>Προεξοφλημένη τελική αξία</b>	<b>8.155.338</b>						
Ρυθμός ανάπτυξης στο διηνεκές	1,0%						
<b>Συνολική αξία εταιρίας</b>	<b>13.093.926</b>						
Καθαρός Δανεισμός	(67.165.755)						
<b>Αξία Ιδίων Κεφαλαίων</b>	<b>80.259.681</b>						

Με βάση το επιχειρηματικό πλάνο της εταιρίας, τις προαναφερόμενες παραδοχές και το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου και εφαρμόζοντας την Μέθοδο Προεξόφλησης Μελλοντικών Χρηματοροών (DCF), η αξία της εταιρίας ανέρχεται σε € 80.259.681. Για την εξαγωγή ενός εύρους αξιών για σκοπούς συντηρητικότητας και αποτύπωσης των μεταβολών των οικονομικών συνθηκών, χρησιμοποιήθηκε ανάλυση ευαισθησίας της τάξης του +/- 0,25% στο ποσοστό ανάπτυξης στο διηνεκές και της τάξης του +/- 2,5% στο Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC), με αποτέλεσμα η ελάχιστη τιμή της Εταιρίας να ανέρχεται σε € 77.254.418 και η μέγιστη σε € 85.535.551, όπως φαίνεται στον παρακάτω πίνακα.

		Ρυθμός Ανάπτυξης		
		0,75%	1,00%	1,25%
WACC	-2,50%	84.580.281	85.041.933	<b>85.535.551</b>
	0,00%	80.021.340	<b>80.259.681</b>	80.510.340
	2,50%	<b>77.254.418</b>	77.394.133	77.539.620

### **7.3 Μέθοδος Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης**

Για την εφαρμογή της μεθόδου της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης λήφθηκαν υπόψη ο ελεγμένος ισολογισμός της Viva Wallet με ημερομηνία 31 Δεκεμβρίου 2019. Λόγω της μη ύπαρξης παρατηρήσεων στις ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις της εταιρίας, θεωρήθηκε ότι δεν κρίνεται σκόπιμη η αναπροσαρμογή των ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας κατά την ημερομηνία αποτίμησης.

Κατά την 31 Δεκεμβρίου 2019, η Καθαρή Θέση της Viva Wallet ήταν ίση με €38.472.893, αυξημένη σε σχέση με το προηγούμενο έτος κυρίως λόγω της εισροής ύψους €32.473.899 που πραγματοποιήθηκε εκ της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου. Πιο αναλυτικά, στις 11 Δεκεμβρίου 2019 η Γενική Συνέλευση των Μετόχων αποφάσισε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου ύψους € 59.999.998,75. Η εισροή κεφαλαίου ύψους €32.473.899 πραγματοποιήθηκε τον Δεκέμβριο του 2019. Το ποσό αυτό εμφανίζεται στο κονδύλι «Καταθέσεις μετόχων» στην Κατάσταση Οικονομικής Θέσης. Σημειώνεται ότι το υπόλοιπο ποσό χορηγήθηκε στις 19 Φεβρουαρίου 2020 και πιστοποιήθηκε την ίδια ημερομηνία.

Για την εξαγωγή του εύρους των αξιών, εφαρμόστηκε ανάλυση ευαισθησίας +/-5% επί της προκύπτουσας κεντρικής αξίας. Το εύρος αξιών της Viva Wallet εφαρμόζοντας τη συγκεκριμένη μέθοδο αποτίμησης κυμαίνεται μεταξύ € 36.549.248 και € 40.396.538.

### **7.4 Μέθοδος Δεικτών Κεφαλαιαγοράς Συγκρίσιμων Εταιριών**

Όπως είδαμε και σε προηγούμενο κεφάλαιο, η Μέθοδος Δεικτών Κεφαλαιαγοράς Συγκρίσιμων Εταιριών είναι μια ευρέως χρησιμοποιούμενη μέθοδος αποτίμησης καθώς αξιοποιεί αγοραίες αξίες συγκρίσιμων περιουσιακών στοιχείων.

Στην προκειμένη περίπτωση τα συγκρίσιμα περιουσιακά στοιχεία που χρησιμοποιήθηκαν προέρχονται από δημοσιευμένες πηγές, ήτοι από την εμπορική ανάλυση του κλάδου «Payments» που βρίσκονται στο δημοσιευμένο έγγραφο με τίτλο «Fintech Insight- Mergers and Acquisitions, ,Public and Private Financings & Financial Advisory Services», Πηγή Raymond James, Οκτώβριος 2020.

Οι εταιρίες για τις οποίες γίνεται ανάλυση και οι σχετικοί δείκτες EV/ Πωλήσεις και EV / EBITDA που υπολογίζονται βάσει στοιχείων του 2020 (σε βάση πρόβλεψης),

παρατίθενται στον κάτωθι πίνακα. Πρέπει να σημειωθεί πως έχουν αποκλειστεί εταιρίες με ακρότατες τιμές για λόγους συντηρητικότητας της αποτίμησης.

<b>Εταιρία</b>	<b>EV/ Πωλήσεις</b>	<b>EV/EBITDA</b>
The Western Union Company	2,1	8,3
Euronet Worldwide, Inc.	1,6	16,1
Cielo S.A.	0,9	8,8
Cardtronics plc	1,3	6,7
Green Dot Corporation	0,9	5,7
GreenSky, Inc.	1,5	6,8
Qivi plc	1,6	3,1
EML Payments Limited	2,2	6,8
<b>Μέσος όρος</b>	<b>1,5</b>	<b>7,8</b>

Εφαρμόζοντας τους δείκτες EV/Πωλήσεις, EV/EBITDA στα οικονομικά στοιχεία (κατά μέσο όρο) της Viva Wallet κατά το διάστημα 2018-2020, με στόχο να λαμβάνεται υπόψη τόσο η παρελθούσα επίδοση όσο και η μελλοντική τάση, με ισόποση στάθμιση 50%, η προκύπτουσα κεντρική τιμή της αξίας της εταιρίας (συμπεριλαμβανομένου καθαρού δανεισμού) διαμορφώνεται σε € 33.115.498. Αφαιρώντας τον καθαρό δανεισμό κατά την ημερομηνία αποτίμησης (ο οποίος εν προκειμένω είναι αρνητικός αφού η επιχείρηση διατηρεί περισσότερα μετρητά κατά την ημερομηνία αποτίμησης), η κεντρική τιμή της αξίας των Ιδίων Κεφαλαίων της εταιρίας υπολογίζεται σε € 100.281.253, όπως φαίνεται στον παρακάτω πίνακα.

	<b>EV/Πωλήσεις</b>	<b>EV/EBITDA</b>
(1) Επιλεγμένος πολλαπλασιαστής	1,5	7,8
	<b>Πωλήσεις</b>	<b>EBITDA</b>
(2) Μ.Ο. 2018-2020	33.285.562	2.040.011
(3) =(1)*(2) Αξία επιχείρησης	50.344.413	15.886.583
(4) Προσαρμογή για καθαρό δανεισμό	67.165.755)	(67.165.755)
(5) = (3)-(4) Αξία Ιδίων Κεφαλαίων	117.510.168	83.052.338
Στάθμιση	50%	50%
<b>Τελική αξία Ιδίων Κεφαλαίων</b>	<b>100.281.253</b>	

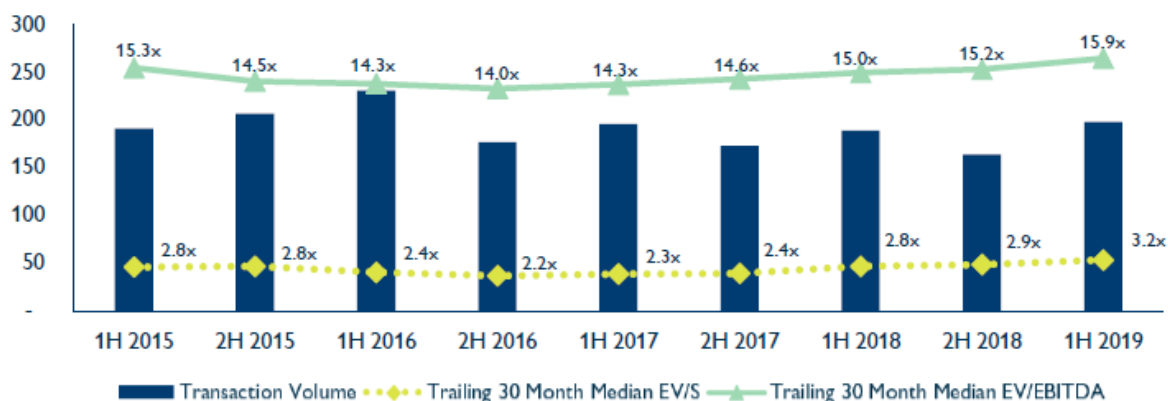
Εφαρμόζοντας ανάλυση ευαισθησίας (+-5%) επί της κεντρικής αξίας, το εύρος αξιών των Ιδίων Κεφαλαίων της Viva Wallet κυμαίνεται μεταξύ € 95.267.190 και €105.295.316.

## 7.5 Μέθοδος Συγκρίσιμων Συναλλαγών

Όπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενο μέρος της εργασίας, η μέθοδος συγκρίσιμων συναλλαγών έχει ως σκοπό τον υπολογισμό πολλαπλασιαστών επί βασικών οικονομικών μεγεθών εταιριών, οι οποίες υπήρξαν πρόσφατα στόχοι εξαγορών ή συγχωνεύσεων.

Ως εκ τούτου, έγινε προσπάθεια ανεύρεσης αντιπροσωπευτικού δείγματος για την εφαρμογή της μεθόδου και για αυτό το λόγο χρησιμοποιήθηκε ως πληροφόρηση η έκθεση του 2<sup>ου</sup> εξαμήνου του 2019 από την Hambleton με τίτλο «Fintech – M&A market report 2h 2019». Βάσει αυτής της έκθεσης, έχουμε λάβει την κάτωθι πληροφόρηση που αφορά τους πολλαπλασιαστές EV/ Sales και EV / EBITDA από συναλλαγές που αφορούσαν εξαγορές και συγχωνεύσεις στον κλάδο fintech κατά την περίοδο 2015-2019.

Από αυτή τη χρονοσειρά, λαμβάνουμε το μέσο όρο του EV/ Sales και EV / EBITDA που χρησιμοποιούμε και εφαρμόζουμε στα οικονομικά στοιχεία (κατά μέσο όρο) της Viva Wallet κατά το διάστημα 2018-2020.



Έτσι, ο μέσος όρος του πολλαπλασιαστή EV / Sales σύμφωνα με την παραπάνω χρονοσειρά ανέρχεται σε 2,6 και ο δείκτης EV /EBITDA σε 14,8.

Δίνοντας ισόποση στάθμιση στους πολλαπλασιαστές ( 50%), η προκύπτουσα κεντρική τιμή της αξίας της εταιρίας (συμπεριλαμβανομένου καθαρού δανεισμού) διαμορφώνεται σε € 58.367.310. Αφαιρώντας τον καθαρό δανεισμό κατά την ημερομηνία αποτίμησης (ο οποίος εν προκειμένω είναι αρνητικός αφού η επιχείρηση διατηρεί περισσότερα μετρητά κατά την ημερομηνία αποτίμησης), η κεντρική τιμή της αξίας των Ιδίων Κεφαλαίων της εταιρίας υπολογίζεται σε € 125.533.065, όπως φαίνεται στον παρακάτω πίνακα.

	<b>EV/Πωλήσεις</b>	<b>EV/EBITDA</b>
(1) Επιλεγμένος πολλαπλασιαστής	2,6	14,8
	<b>Πωλήσεις</b>	<b>EBITDA</b>
(2) Μ.Ο. 2018-2020	33.285.562	2.040.011
(3) =(1)*(2) Αξία επιχείρησης	86.542.461	30.192.158
(4) Προσαρμογή για καθαρό δανεισμό	(67.165.755)	(67.165.755)
(5) = (3)-(4) Αξία Ιδίων Κεφαλαίων	153.708.216	97.357.913
Στάθμιση	50%	50%
<b>Τελική αξία Ιδίων Κεφαλαίων</b>	<b>125.533.065</b>	

Εφαρμόζοντας ανάλυση ευαισθησίας (+-5%) επί της κεντρικής αξίας, το εύρος αξιών των Ιδίων Κεφαλαίων της Viva Wallet κυμαίνεται μεταξύ € 119.256.412 και €131.809.718.

## 7.6 Μέθοδος Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

Βάσει αυτής της Μεθόδου, η αξία της εταιρίας προκύπτει ως ένας συνδυασμός της περιουσιακής της θέσης και των λειτουργικών αποτελεσμάτων που παράγει κατά την προηγούμενη πενταετία. Έτσι, η μέθοδος αυτή λαμβάνει υπόψη και την οικονομική θέση και την επίδοση της εταιρίας, κάνοντας ωστόσο την υπόθεση ότι η προηγούμενη επίδοσή της θα επαναληφθεί σε γενικές γραμμές και μελλοντικά.

Για τον προσδιορισμό του αποτελέσματος με αυτή τη μέθοδο, θα πρέπει να υπολογίσουμε το μέσο όρο των λειτουργικών κερδών για την πενταετία 2015-2019 που έχει ως εξής:

	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>Μέσος όρος</b>
Λειτουργικό αποτέλεσμα (EBITDA)	863.859	1.385.083	1.322.283	3.715.106	-1.025.580	<b>1.252.150</b>

Έτσι, με δεδομένα ότι τα Ίδια Κεφάλαια της Viva Wallet κατά την 31.12.2019 ανέρχονται σε €38.472.893, σύμφωνα με τη μέθοδο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η αξία της εταιρίας έχει ως εξής:



$$\text{Αξία εταιρείας} = \frac{38.472.893 + (1.252.150 * 12)}{2} \Rightarrow$$

$$\text{Αξία εταιρείας} = 26.749.348$$

Για την εξαγωγή του εύρους των αξιών, εφαρμόστηκε ανάλυση ευαισθησίας +/-5% επί της προκύπτουσας κεντρικής αξίας. Το εύρος αξιών της Viva Wallet εφαρμόζοντας τη συγκεκριμένη μέθοδο αποτίμησης κυμαίνεται μεταξύ € 25.411.881 και € 40.396.538.

## 7.7 Στάθμιση των μεθόδων αποτίμησης

Η αξία της Viva Wallet υπολογίσθηκε εφαρμόζοντας τη μέθοδο DCF, τη Μέθοδο των Δεικτών Κεφαλαιαγοράς Συγκρίσιμων Εταιριών, τη Μέθοδο Συγκρίσιμων Συναλλαγών, τη Μέθοδο της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης και τη Μέθοδο Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Έχουμε σταθμίσει τα αποτελέσματα αποτίμησης ανάλογα με την καταλληλότητα της κάθε μεθόδου και πιο συγκεκριμένα δίνουμε μεγαλύτερη βαρύτητα στη μέθοδο DCF (40%) και μικρότερη στη μέθοδο των Δεικτών Κεφαλαιαγοράς Συγκρίσιμων Εταιριών (15%), στη Μέθοδο των Δεικτών Συγκρίσιμων Συναλλαγών (15%), στη Μέθοδο της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης (15%) και στη Μέθοδο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (15%). Ο λόγος που δίδονται ισόποσες σταθμίσεις στις τέσσερις άλλες μεθόδους αποτίμησης είναι γιατί καμία εξ αυτών δε θεωρείται να υπερέχει έναντι των άλλων και όλες αντιμετωπίζονται με τον ίδιο τρόπο σε σχέση με τη βασική μέθοδο που είναι η DCF.

Εφαρμόζοντας την παραπάνω στάθμιση, προέκυψε το ακόλουθο ενδεικτικό εύρος σχέσης αξιών για τη Viva Wallet:

Μέθοδος Αποτίμησης	Στάθμιση	Ελάχιστη Αξία	Κεντρική Αξία	Μέγιστη Αξία
DCF	40%	7.254.418	80.259.681	85.535.551
Πολλαπλάσια συγκρίσιμων εταιριών	15%	95.267.190	100.281.253	105.295.316
Συγκρίσιμες συναλλαγές	15%	119.256.412	125.533.065	131.809.718
Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση	15%	36.549.248	38.472.893	40.396.538
Μέθοδος Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς	15%	25.411.881	26.749.348	28.086.816
<b>Σταθμισμένη Αξία</b>	<b>100%</b>	<b>72.374.477</b>	<b>75.759.356</b>	<b>80.052.478</b>

Ως εκ τούτου, η αξία της Viva Wallet κατά την ημερομηνία αποτίμησης κυμαίνεται μεταξύ € 72.374.477 και € 80.052.478, με κεντρική τιμή € 75.759.356.

## 8. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Το σύστημα και πλέγμα πληροφόρησης που αντλεί, επεξεργάζεται, μελετά και αναλύει δεδομένα και πληροφορίες χρηματοοικονομικής φύσεως με σκοπό την αξιοποίησή τους στη ορίζεται ως χρηματοοικονομική ανάλυση λογιστικών καταστάσεων. Οι χρηματοοικονομικές αυτές πληροφορίες περιέχονται στις Λογιστικές-Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις των εταιριών, που απεικονίζουν την περιουσιακή τους θέση και τη δραστηριοποίηση, βασικότερες εκ των οποίων είναι η Κατάσταση Λογαριασμού Αποτελεσμάτων Χρήσεως, ο Ισολογισμός και η Κατάσταση Ταμειακών Ροών.

Βασικότεροι σκοποί της Χρηματοοικονομικής Ανάλυσης Λογιστικών Καταστάσεων είναι η ανάλυση, διερεύνηση και εκτίμηση της περιουσιακής και κεφαλαιουχικής δομής των επιχειρήσεων, της ρευστότητας, της αποδοτικότητας τους, της δραστηριότητας, της δανειακής τους επιβάρυνσης και των επενδύσεων τους, της σύνθεσης των δαπανών και της κερδοφορίας τους. Αυτοί οι σκοποί εξετάζονται από πληθώρα διαφορετικών ομάδων που ενδιαφέρονται για την χρηματοοικονομική ανάλυση μας επιχείρησης και που πολλές φορές έχουν αντικρουόμενα συμφέροντα, όπως για παράδειγμα οι επενδυτές, οι μέτοχοι, οι δανειστές, οι εργαζόμενοι, οι αναλυτές και το κράτος.

Η ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων μπορεί να διενεργηθεί με διάφορες μεθόδους, οι βασικότερες εκ των οποίων είναι η κάθετη ανάλυση, μέσω της κατάρτισης

καταστάσεων κοινών μεγεθών, η οριζόντια ανάλυση, μέσω της συγκριτικής διαχρονικής ανάλυσης ή/ και της κατάρτισης καταστάσεων τάσεως και η ανάλυση αριθμοδεικτών.

Οι τρεις αυτές μέθοδοι εφαρμόζονται στην παρούσα εργασία για την ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων της εταιρίας Viva Wallet για τα έτη 2015-2019. Πριν την ανάλυση αυτή, κρίθηκε σκόπιμο να γίνει μια σύντομη επισκόπηση της εταιρίας και της αγοράς κατά την οποία δραστηριοποιείται.

Το βασικό συμπέρασμα που προκύπτει για τον κλάδο του fintech στην Ελλάδα, είναι ότι ο κλάδος παρουσιάζει συνεχή ανάπτυξη αν και βρίσκεται στα αρχικά στάδια διαμόρφωσης, ακολουθώντας την παγκόσμια τάση για μεταβολή του χρηματοπιστωτικού σκηνικού αναφορικά με τον τρόπο διενέργειας και υλοποίησης των συναλλαγών και την σταδιακή εκτόπιση των παραδοσιακών καναλιών τραπεζικής.

Αναφορικά με τα βασικά χαρακτηριστικά της Viva Wallet παρατηρούμε ότι δραστηριοποιείται περίπου 20 χρόνια στην αγορά και κατέχει ηγετική θέση στον κλάδο της Πληροφορικής με εξειδίκευση στο σχεδιασμό και ανάπτυξη συστημικών λύσεων (πλατφορμών) για την ενσωμάτωση και εξυπηρέτηση επιχειρησιακών διαδικασιών στους τομείς των τραπεζικών εφαρμογών και των ηλεκτρονικών πληρωμών. Ο Όμιλος της Viva Wallet περιλαμβάνει τη μητρική εταιρεία (Viva Wallet) και αρκετές θυγατρικές εταιρίες, οι βασικότερες εκ των οποίων είναι οι Viva Services A.E., Viva Wallet.com Ltd και Viva Payments A.E.

Αναφορικά με τη χρηματοοικονομική ανάλυση της Viva Wallet, η οποία διενεργείται σε επίπεδο ομίλου τα βασικά συμπεράσματα που προκύπτουν είναι τα εξής:

1. Παρατηρείται ταχεία διαχρονική αύξηση στις πωλήσεις της εταιρίας κατά τα έτη, η οποία ανέρχεται σε 35% κατά μέσο όρο, γεγονός που αντανάκλα την αναπτυξιακή δυναμική στην αγορά του fintech και την ανάγκη αναπροσαρμογής των επιχειρήσεων και καταναλωτών στα νέα δεδομένα που επιτάσσει η αρνητική οικονομική συγκυρία και οι σχετικοί περιορισμοί στα παραδοσιακά κανάλια διακίνησης του χρήματος, καταδεικνύοντας την αναγκαιότητα των προϊόντων και υπηρεσιών που παρέχει η εταιρία.
2. Τα κέρδη της εταιρίας, σε επίπεδο μικτών, λειτουργικών και καθαρών κερδών παρουσιάζουν αύξηση διαχρονικά, τουλάχιστον έως το 2018, με το 2019 να καταγράφουν απότομη κάμψη και να διαμορφώνονται σε αρνητικά επίπεδα, γεγονός που θα πρέπει να ελεγχθεί για να διαπιστωθεί εάν είναι συγκυριακό φαινόμενο ή τάση που ενδέχεται να παγιωποιηθεί μελλοντικά.

3. Το σύνολο του ενεργητικού της εταιρίας ενδυναμώνεται κατά τα έτη, καθώς παρουσιάζει μέση ετήσια αύξηση 38%, με το κυκλοφορούν ενεργητικό να αποτελεί διαχρονικά το μεγαλύτερο μέρος του ενεργητικού της εταιρίας (84%) και παρά το γεγονός ότι βαίνει οριακά μειούμενο κατά τα έτη, ενώ αντίθετα κυρίως λόγω των αποσβέσεων επί των παγίων περιουσιακών στοιχείων και παρά τις επενδύσεις που πραγματοποιεί η εταιρία.
4. Τα ίδια κεφάλαια της εταιρίας ενδυναμώνονται διαχρονικά λόγω της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου και των κερδών εις νέον.
4. Η εταιρία έχει αυξανόμενες υποχρεώσεις, καθώς αυξάνει ο δανεισμός της και κυίως οι υποχρεώσεις της προς λοιπούς πιστωτές.
5. Η ρευστότητα της επιχείρησης βελτιώνεται διαχρονικά, η δραστηριότητα της εμφανίζει συνεπή πορεία κατά τα έτη παραμένοντας σε ικανοποιητικά επίπεδα, η αποδοτικότητα της βελτιώνεται, επιδεινούμενη μόνο το 2019, ενώ η κεφαλαιακή της διάρθρωση ενδυναμώνεται διαχρονικά.

Η ανωτέρω ανάλυση χρησιμοποιείται ως βάση για την αποτίμηση της εταιρίας, η οποία διενεργείται βάσει 5 μεθόδων, με κύρια μέθοδο αυτήν της προεξόφλησης μελλοντικών ταμειακών ροών (δίνοντας βαρύτητα 40%) και δευτερεύουσες τις εξής μεθόδους (δίνοντας βαρύτητα 15% σε έκαστη εκ των παρακάτω): Μέθοδος Δεικτών Κεφαλαιαγοράς Συγκρίσιμων Εταιριών, Μέθοδος Συγκρίσιμων Συναλλαγών, Μέθοδος Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης και Μέθοδος Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Σταθμίζοντας κατ' αυτόν τον τρόπο τα αποτελέσματα κάθε μεθόδου, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι η αξία της Viva Wallet κατά την ημερομηνία αποτίμησης κυμαίνεται μεταξύ € 72.374.477 και € 80.052.478, με κεντρική τιμή € 75.759.356

Ως κατακλείδα, μπορούμε να πούμε πως η εταιρία εκμεταλλεύεται την δυναμική της και την αναπτυξιακή προοπτική της αγοράς και ως εκ τούτου παρουσιάζει αξιόλογη και δυναμική πορεία κατά τα έτη και εδραιώνει την παρουσία της στην αγορά ως μια πολύ σημαντική δύναμη του κλάδου. Η ρευστότητα που καταγράφει είναι αξιοσημείωτη, και λαμβάνει ιδιαίτερη βαρύτητα ιδίως κατά την παρούσα μακροοικονομική κατάσταση που η ταμειακή δυνατότητα παίζει πρωτεύοντα ρόλο στη βιωσιμότητα των επιχειρήσεων. Ιδιαίτερως, πρέπει να τονιστεί ότι οι εταιρία βαρύνεται με σχετικά χαμηλό τραπεζικό δανεισμό, γεγονός που δε συναντάται συχνά στο επιχειρηματικό γίγνεσθαι της χώρας μας. Τέλος, σε όρους αποδοτικότητας και κεφαλαιακής διάρθρωσης η εταιρία καταγράφει ισχυρές επιδόσεις που ενισχύει τόσο τη δραστηριοποίησή τους όσο και την περιουσιακή τους θέση. Αυτά τα αποτελέσματα οδηγούν σε μία, κατά τη γνώμη μας σε μία αρκετά υψηλή αποτίμηση της εταιρίας, της τάξης των € 75 εκατ., που σηματοδοτεί μια σχέση αξίας προς πωλήσεις – αλλά και αξίας προς πωλήσεις - της τάξης του 2/1.

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΑΝΑΦΟΡΕΣ**

### ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ -ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

Γεωργόπουλος, Α. (2014). *Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων* (1η εκδ.). Αθήνα: Εκδόσεις Μπένου.

Γκίκας Δ., (2002), *Η ανάλυση και οι χρήσεις των Λογιστικών Καταστάσεων*, Αθήνα, Εκδόσεις Γ. Μπένου.

Νιάρχος, Ν. (2004). *Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων* (7η εκδ.). Αθήνα: Εκδόσεις Σταμούλη.

Παπαδέας, Π., & Συκιανάκης, Ν. (2016). *Ανάλυση & Διερεύνηση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων Σύμφωνα με τα Ελληνικά και τα Διεθνή (Λογιστικά) Πρότυπα*. Αθήνα: Εκδόσεις Παπαδέα.

Πετράκης Π.Ε.(2000), *Αξιολόγηση και Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Ά τόμος*, Εκδόσεις Copyright

Hampton Partners, Fintech M&A Market Report, 2H 2019

Raymond James Investment Banking, Fintech Insight, Mergers and Acquisitions, Public and Private Financings & Financial Advisory Services

### URLs

[https://www.vivawallet.com/gr\\_el](https://www.vivawallet.com/gr_el)

<https://www.fortunegreece.com/article/i-pagkosmia-epanastasi-tou-fintech-ke-i-ellada/>

<https://www.bankofgreece.gr/kiries-leitourgies/epopteia/komvos-kainotomias-fintech>