



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Υποδείγματα Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών. Η Περίπτωση του κλάδου “Ταξίδια και Τουρισμός” του Χρηματιστηρίου Αθηνών

Διπλωματική Εργασία Στα Πλαίσια του Προγράμματος

Μεταπτυχιακών Σπουδών στη Διοίκηση Επιχειρήσεων – Μάνατζμεντ Τουρισμού

Μεταπτυχιακός Φοιτητής: Ρούσσος Βασίλης / ΔΕΜΤ – 0938

Επιβλέπων Καθηγητής : Αρτίκης Γεώργιος

ΠΕΙΡΑΙΑΣ ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ 2015

Περίληψη

Στη παρούσα πτυχιακή εργασία αρχικά εξετάζονται οι διαφορετικοί μέθοδοι αποτίμησης επιχειρήσεων και στη συνέχεια αποτιμούνται με τη μέθοδο της προεξόφληση των ταμειακών ροών οι επιχειρήσεις ANEK Lines και ΑΤΤΙCΑ Συμμετοχών από τον κλάδο ταξίδια και τουρισμός του χρηματιστηρίου Αθηνών. Από τα ευρήματα της αποτίμησης φαίνεται η άσχημη κατάσταση τόσο του κλάδου όσο και των εταιρειών οι οποίες προσπαθούν να επιβιώσουν μέσα σε ένα κλίμα πολιτικής και οικονομικής αστάθειας. Η έλλειψη μακροπρόθεσμων επενδυτικών κεφαλαίων κάτι που φαίνεται καθαρά από το μειωμένο όγκο συναλλαγών και τζίρο του χρηματιστηρίου Αθηνών είναι ένα βασικό σημείο στο οποίο πρέπει να εστιάσει η ελληνική κυβέρνηση στη προσπάθεια εξόδου της οικονομία από την ύφεση.

Λέξεις Κλειδιά: Αποτίμηση επιχειρήσεων, προεξόφληση ταμειακών ροών, κόστος κεφαλαίου, κλάδος ταξίδια και τουρισμός

Ευχαριστίες

Θα ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή κ. Αρτίκη Παναγιώτη ο οποίος έδειξε υπομονή και συνέβαλε τα μέγιστα με την καθοδήγηση και τις συμβουλές του ώστε να ολοκληρωθεί η εργασία.

Επίσης θα ήθελα να αφιερώνω την εργασία στους γονείς μου οι οποίοι όλα τα χρόνια επενδύουν σε μενα και με εμπιστεύονται σε κάθε μου προσπάθεια.

Πίνακας περιεχομένων

Περίληψη.....	1
Ευχαριστίες	2
1. Εισαγωγή.....	6
2. Βιβλιογραφική Ανασκόπηση (Literature Review)	7
2.1. Αποτίμηση Επιχειρήσεων	7
2.2. Μέθοδοι Αποτίμησης Επιχειρήσεων	14
2.2.1. Προεξόφληση Ταμειακών ροών (Discounted Cash Flow Model)	15
2.2.2. Σχετική Αποτίμηση.....	44
2.2.2. Διαφορές μεταξύ Αποτιμήσεων	48
3. Εταιρείες προς Αποτίμηση.....	49
3.1 Ανώνυμη Ναυτιλιακή Εταιρεία Κρήτης Α.Ε.	49
3.1.1 Ιστορικό - Περιγραφή.....	49
3.1.2 Μετοχικό Κεφάλαιο - Μετοχική Σύνθεση.....	50
3.1.3 Εταιρείες του Ομίλου.....	51
3.1.4 Οργανωτική δομή	51
3.1.5 Εξέλιξη βασικών οικονομικών μεγεθών	52
3.2 ΑΤΤΙCΑ Ανώνυμος Εταιρείας Συμμετοχών Α.Ε.....	58
3.2.1 Ιστορικό – Περιγραφή.....	58
3.2.2 Μετοχικό Κεφάλαιο - Μετοχική Σύνθεση.....	59
3.2.3 Εταιρείες του Ομίλου.....	59
3.2.4 Οργανωτική δομή	60
3.2.5 Εξέλιξη βασικών οικονομικών μεγεθών	61
3.3 Επισκόπηση Ακτοπλοϊκής Αγοράς	68
3.4 Ελληνική Οικονομία.....	76
4. Αποτίμηση.....	77
4.1 Βασικές Μεταβλητές Αποτίμησης	77
4.2 Αποτίμηση ΑΤΤΙCΑ Συμμετοχών	87
4.3 Αποτίμηση ΑΝΕΚ.....	101
5. Συμπεράσματα - Επίλογος.....	116
Βιβλιογραφία	119

Κατάσταση Πινάκων

Πίνακας 2-1 Επισκόπηση Μεθόδων Αποτίμησης.....	14
Πίνακας 2-2 Risk Premium Για τις μετοχές του S&P 500.....	25
Πίνακας 2-3 Πριμ Κινδύνου χρησιμοποιώντας Ανεπτυγμένη Χώρα ως Βάση.....	26
Πίνακας 2-4 Παράγοντες που επηρεάζουν το ρυθμό ανάπτυξης.....	36
Πίνακας 2-5 Προσδιοριστικοί Παράγοντες της Αποτελεσματικής Ανάπτυξης.....	38
Πίνακας 2-6 Υπολογίζοντας τις Επενδύσεις και την Απόδοση Επενδύσεων.....	39
Πίνακας 2-7 Επανεπένδυση με σταθερούς ρυθμούς ανάπτυξης.....	43
Πίνακας 2-8 Πολλαπλασιαστές και Προσδιοριστικές Μεταβλητές.....	47
Πίνακας 3-1 Θυγατρικές Εταιρείες Ομίλου.....	51
Πίνακας 3-2 Ενοποιημένος Ισολογισμός 2010-2014.....	52
Πίνακας 3-3 Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης.....	55
Πίνακας 3-4 Επιβάτες - Οχήματα - Φορτηγά που Διακινήθηκαν.....	56
Πίνακας 3-5 Ενοποιημένος Ισολογισμός 2010-2014.....	61
Πίνακας 3-6 Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσεως 2010-2014.....	65
Πίνακας 3-7 Επιβάτες - Οχήματα - Φορτηγά που Διακινήθηκαν.....	67
Πίνακας 3-8 Συνεισφορά επιβατηγού ακτοπλοΐας στην Εγχώρια Οικονομία για το 2013.....	68
Πίνακας 3-9 Στόλος Κάθε εταιρείας.....	69
Πίνακας 3-10 Διακίνηση Επιβατών, Ι.Χ., Φορτηγών 2013-2014.....	69
Πίνακας 3-11 % Μεταβολή Βασικών Οικονομικών Μεγεθών Εταιρειών του Κλάδου.....	73
Πίνακας 3-12 Βασικοί Αριθμοδείκτες κλάδου.....	73
Πίνακας 3-13 Altman Z-score.....	75
Πίνακας 3-14 Βασικά Οικονομικά Μεγέθη Ελληνικής Οικονομίας 2010-2014.....	76
Πίνακας 4-1 Συντελεστής βήτα μετοχής ANEK.....	83
Πίνακας 4-2 Συντελεστής βήτα μετοχής ΑΤΤΙCΑ.....	84
Πίνακας 4-3 Debt to Equity Ratio ANEK.....	85
Πίνακας 4-4 Debt to Equity Ratio ΑΤΤΙCΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ.....	86
Πίνακας 4-5 Συντελεστές βήτα Εταιρειών.....	86
Πίνακας 4-6 Σχέση ΑΕΠ - Κύκλου Εργασιών.....	88
Πίνακας 4-7 Πρόβλεψη κύκλου εργασιών 2015-2017.....	88
Πίνακας 4-8 Πρόβλεψη τιμών πετρελαίου Brent (\$).....	88
Πίνακας 4-9 Τιμές Πετρελαίου - Ποσοστό Συμμετοχής σε κόστος Πωληθέντων.....	88
Πίνακας 4-10 Κόστος Πωληθέντων ΑΤΤΙCΑ 2015-2017 (σε '000€).....	89
Πίνακας 4-11 Ωφέλιμη ζωή ενσώματων πάγιων στοιχείων.....	91
Πίνακας 4-12 Ληκτότητα Δανείων ΑΤΤΙCΑ 31/12/2014.....	92
Πίνακας 4-13 Ισολογισμός ΑΤΤΙCΑ GΡΟUΡ 2015-2017.....	94
Πίνακας 4-14 Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης ΑΤΤΙCΑ GΡΟUΡ 2015-2017.....	95
Πίνακας 4-15 Κατάσταση Ταμειακών Ροών 2015-2017 ΑΤΤΙCΑ GΡΟUΡ.....	97
Πίνακας 4-16 Ελεύθερες Ταμειακές ροές Εταιρείας.....	98
Πίνακας 4-17 Αναλογίες Κεφαλαίων ΑΤΤΙCΑ Συμμετοχών.....	99
Πίνακας 4-18 Πραγματική εσωτερική αξία ΑΤΤΙCΑ GΡΟUΡ.....	101
Πίνακας 4-19 Πραγματική εσωτερική αξία ΑΤΤΙCΑ GΡΟUΡ (τελική αξία με τη μέθοδο της ρευστοποίησης) ...	101
Πίνακας 4-20 Σχέση ΑΕΠ - Κύκλου Εργασιών ANEK.....	102
Πίνακας 4-21 Πρόβλεψη κύκλου εργασιών 2015-2017.....	102

Πίνακας 4-22 Πρόβλεψη τιμών πετρελαίου Brent (\$)	102
Πίνακας 4-23 Τιμές Πετρελαίου - Ποσοστό Συμμετοχής σε κόστος Πωληθέντων	103
Πίνακας 4-24 Κόστος Πωληθέντων ANEK LINES 2015-2017 (σε '000€)	103
Πίνακας 4-25 Ωφέλιμη ζωή ενσώματων πάγιων στοιχείων	105
Πίνακας 4-26 Δανειακές Υποχρεώσεις ANEK 31/12/2014 (σε '000)	108
Πίνακας 4-27 Πίνακας 4-28 Ισολογισμός ANEK 2015-2017	110
Πίνακας 4-29 Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης ANEK 2015-2017	111
Πίνακας 4-30 Κατάσταση Ταμειακών Ροών ANEK 2015-2017	111
Πίνακας 4-31 Μετοχικό Κεφάλαιο ANEK	115
Πίνακας 4-32 Αναλογίες Κεφαλαίων ANEK	115
Πίνακας 4-33 Τελική Αξία ANEK	116

Κατάσταση Γραφημάτων

Διάγραμμα 2-1 Βασικές Αρχές Χρηματοοικονομικής Διοίκησης	8
Διάγραμμα 3-1 Οργανόγραμμα ANEK A.E.	51
Διάγραμμα 3-2 Θυγατρικές Εταιρείες Ομίλου	59
Διάγραμμα 3-3 Οργανόγραμμα ΑΤΤΙCΑ Α.Ε. Συμμετοχών	61
Διάγραμμα 3-4 Εξέλιξη διακίνησης επιβατηγού φορτίου ανά Εταιρεία στην Ελλάδα	70
Διάγραμμα 3-5 Εξέλιξη διακίνησης επιβατηγού φορτίου ανά Εταιρεία στην Αδριατική	70
Διάγραμμα 3-6 Εξέλιξη διακίνησης Επιβατών στην Ελλάδα 2009-2014	71
Διάγραμμα 3-7 Αποδόσεις μετοχών του κλάδου	72
Διάγραμμα 3-8 Altman Z-score 2010-2014	76
Διάγραμμα 4-1 Όγκος Συναλλαγών Μετοχής ΑΤΤΙCΑ	82
Διάγραμμα 4-2 Όγκος Συναλλαγών Μετοχής ANEK	82

1. Εισαγωγή

Είναι ευρέως αποδεκτό ότι οι επιχειρήσεις είναι οι κινητήριες δυνάμεις της βιώσιμης ανάπτυξης και μεγέθυνσης της παγκόσμιας οικονομίας και παράλληλα δημιουργούν προστιθέμενη αξία στους μετόχους των εταιρειών. Με την γέννηση της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης στα τέλη του 2007 επανήλθε στο προσκήνιο το θέμα της αξίας, πως μετρείται και ποιοι είναι οι βασικοί παράγοντες που τη δημιουργούν και την καταστρέφουν. Σύμφωνα με τον Koller και άλλους (2010) δεν χρειάζεται να αλλάξουμε την οικονομική θεωρία ούτε να επιβάλλουμε περισσότερη ρύθμιση στην αγορά για να προστατευτούμε από μελλοντικές κρίσεις, αυτό που θα πρέπει πάνω από όλα να επανεξετάσουμε είναι το ζήτημα της μέτρησης της αξίας και ποιες επενδύσεις δημιουργούν αξία. Για να αποφύγουμε μελλοντικές φούσκες που προκαλούν παγκόσμιες οικονομικές κρίσεις θα πρέπει να προσδιορίσουμε την έννοια της αξίας και με ποιους τρόπους τη μεγιστοποιούμε.

Η κατευθυντήρια αρχή της δημιουργίας αξίας είναι οι εταιρείες οι οποίες με τη χρήση των κεφαλαίων που αντλούν από τους επενδυτές προσπαθούν να δημιουργήσουν προστιθέμενη αξία μέσω μελλοντικών ταμειακών ροών, η απόδοση των οποίων θα πρέπει ξεπερνά το κόστος του επενδυμένου κεφαλαίου. Όσο μεγαλύτερος είναι ο ρυθμός αύξησης των εσόδων και όσο περισσότερο κεφάλαιο χρησιμοποιούν σε αποδοτικές επενδύσεις με υψηλό επιτόκιο τόση περισσότερη αξία δημιουργούν (Damodaran, 2015). Ο αντικειμενικός σκοπός λοιπόν μιας επιχείρησης είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της.

Μετά τον προσδιορισμό της αξίας, εξίσου σημαντικό είναι και η μέτρηση της αξίας η οποία γίνεται με την αποτίμηση. Οι τρόποι και οι μέθοδοι που χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό της αξίας της επιχείρησης και των γενικότερων περιουσιακών στοιχείων της είναι βασικά ζητήματα που πραγματεύεται η χρηματοοικονομική διοίκηση. Στην υπάρχουσα βιβλιογραφία οι μέθοδοι αποτίμησης των επιχειρήσεων ποικίλουν ανάλογα με τον κλάδο δραστηριοποίησης, τα βασικά χαρακτηριστικά της επιχείρησης, τα θεμελιώδη οικονομικά που θα χρησιμοποιηθούν κατά την αποτίμηση και από τον αναλυτή. Δεν αποτελεί μία αντικειμενική διαδικασία αλλά εξαρτάται κυρίως από τον εκάστοτε αναλυτή, τις προκαταλήψεις, τις εκτιμήσεις και τις ιδεοληψίες του.

Σύμφωνα με τον Damodaran (2015) η αποτίμηση μιας εταιρείας προϋποθέτει τον συγκερασμό της επιστήμης με την τέχνη. Η επιστήμη αποτελεί το τεχνικό μέρος με τα εργαλεία και τις μεθοδολογίες που θα χρησιμοποιηθούν ενώ η τέχνη είναι ο συνδυασμός

όλων των ποιοτικών και ποσοτικών χαρακτηριστικών για την πρόβλεψη της μελλοντικής αξίας της εταιρείας. Η αξία μιας επιχείρησης καθορίζεται από τέσσερις παράγοντες, τη δυνατότητα δημιουργίας ταμειακών ροών από τα περιουσιακά στοιχεία που έχει στην κατοχή της, τον αναμενόμενο ρυθμό μεγέθυνσης, το κόστος κεφαλαίου και από το χρονικό διάστημα που χρειάζεται η επιχείρηση για να φτάσει τη σταθερή ανάπτυξη (Damodaran, 2015).

Το υπόλοιπο μέρος της εργασίας χωρίζεται σε τέσσερα μέρη. Στο δεύτερο μέρος γίνεται η βιβλιογραφική ανασκόπηση των μεθόδων αποτίμησης. Αναφέρονται αναλυτικά οι εναλλακτικές μέθοδοι, τα μοντέλα αποτίμησης και γίνεται μία ανάλυση των πλεονεκτημάτων και των μειονεκτημάτων τους. Στο τρίτο μέρος γίνεται η περιγραφή των επιχειρήσεων που θα αποτιμηθούν, αναλύοντας τα βασικά οικονομικά τους μεγέθη, τις πηγές εσόδων και εξόδων, την πορεία των μετοχών τους καθώς και βασικές πληροφορίες που χρειάζονται για την αποτίμηση. Στο τρίτο μέρος επίσης περιγράφεται και ο κλάδος της ακτοπλοΐας και τα προβλήματα που αντιμετωπίζει με την τρέχουσα οικονομική κατάσταση. Στο τέταρτο μέρος πραγματοποιείται η αποτίμηση των επιχειρήσεων με την μέθοδο της προεξόφλησης των ταμειακών ροών και αναλύονται τα ευρήματα. Το τελευταίο κεφάλαιο αποτελεί τον επίλογο της εργασίας.

2. Βιβλιογραφική Ανασκόπηση (Literature Review)

2.1. Αποτίμηση Επιχειρήσεων

Η αποτίμηση των επιχειρήσεων αποτελεί ένα σημαντικό κομμάτι της χρηματοοικονομικής διοίκησης των εταιρειών (corporate finance). Αντικειμενικός σκοπός της εταιρείας είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της. Με τον όρο αξία της επιχείρησης σύμφωνα με τους Petit & Ferris (2013) οι αναλυτές συχνά αναφέρονται στα παρακάτω πέντε είδη:

- **Λογιστική Αξία (Book Value):** εννοείται η αξία της επιχείρησης που εμφανίζεται στον ισολογισμό. Η λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων επίσης αναφέρεται ως η καθαρή αξία της επιχείρησης και ισούται με το σύνολο του ενεργητικού μείον το σύνολο του παθητικού. Αναπαριστά την υπολειμματική αξία της επιχείρησης, υποθέτοντας ότι όλα τα στοιχεία του ενεργητικού μπορούν να πουληθούν στις εμφανιζόμενες αξίες για να μπορέσουν να καλυφθούν οι υποχρεώσεις της επιχείρησης στις τιμές εγγραφής τους στον ισολογισμό.

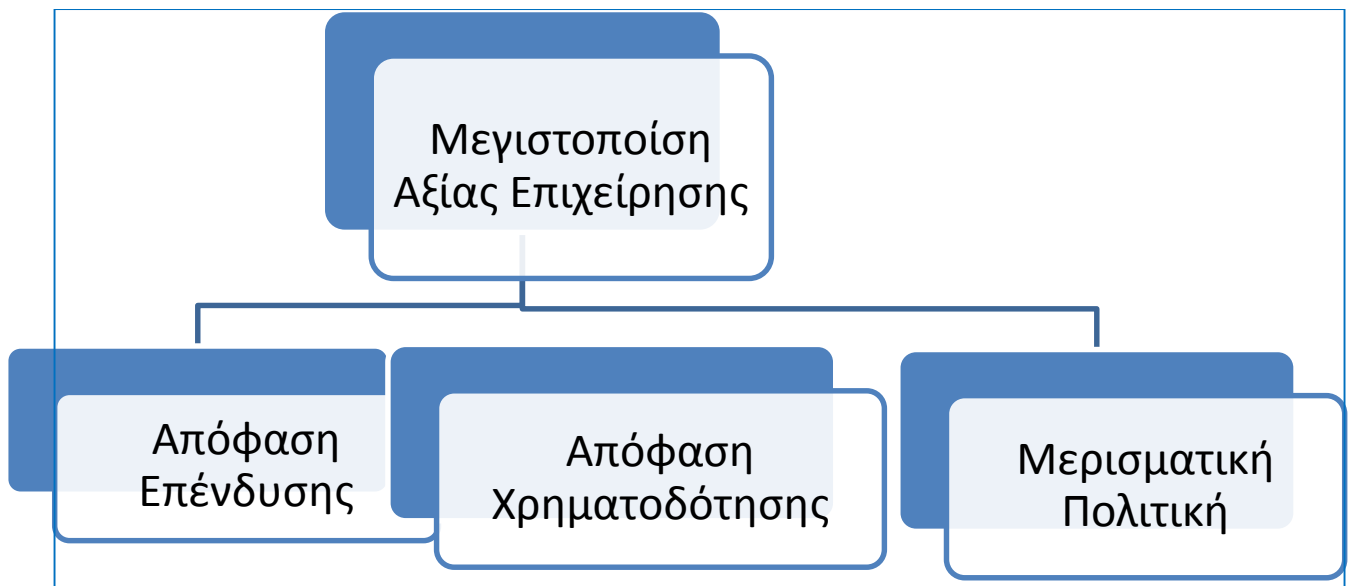
- **Υπολειμματική Αξία (Break-up Value):** αναφέρεται στην αξία των περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης όταν εκποιούνται τμηματικά. Αυτή η έννοια είναι σχετική σε εταιρείες που συγκροτούνται από ένα σύνολο επιχειρηματικών τμημάτων, μονάδων, τομείς δραστηριότητας.
- **Αξία ρευστοποίησης (Liquidation Value):** αναφέρεται στο ποσό που μπορεί να εισπραχθεί σε περίπτωση εκκαθάρισης της επιχείρησης. Η αξία ρευστοποίησης είναι συνήθως μικρότερη της λογιστικής και της υπολειμματικής αφού τα στοιχεία του ενεργητικού πρέπει να εκποιηθούν άμεσα και για αυτό πουλιούνται με μεγάλη έκπτωση.
- **Θεμελιώδης αξία (Fundamental Value)** πολλές φορές ονομάζεται και **εσωτερική αξία (Intrinsic Value)** και αναφέρεται στις ταμειακές ροές μετά φόρου που αναμένεται να πραγματοποιήσει η εταιρεία στο μέλλον προεξοφλούμενες με ένα ποσοστό που αντανακλά τον κίνδυνο των ταμειακών ροών. Είναι μία έννοια με μελλοντική βλέψη και απαιτεί εκτίμηση των μελλοντικών ταμειακών ροών της επιχείρησης.
- **Τρέχουσα Αγοραία αξία (Market Value):** είναι η αξία της επιχείρησης στην χρηματιστηριακή αγορά. Για παράδειγμα η τρέχουσα αγοραστική αξία των ιδίων κεφαλαίων, που ονομάζονται και χρηματιστηριακή αξία είναι το σύνολο των μετοχών της εταιρείας πολλαπλασιαζόμενο με την τρέχουσα χρηματιστηριακή αξία της μετοχής.

Οι βασικότερες αποφάσεις που παίρνουν οι ιδιοκτήτες της επιχείρησης με σκοπό να αυξήσουν την αξία της μπορούν να χωριστούν σύμφωνα με τον Damodaran (2015) σε τρία είδη:

- Που θα επενδύσουν τους πόρους και τη χρηματοδότηση που διαθέτουν, εσωτερικά ή εξωτερικά (επενδυτική απόφαση),
- Με ποιον τρόπο και σε ποια χρονική στιγμή θα λάβουν χρηματοδότηση για επενδύσεις (απόφαση χρηματοδότησης),
- Σε ποια μορφή και σε τι πόσο θα επιστρέψουν πίσω στους επενδυτές τα χρήματά τους (μερισματική πολιτική).

Στο διάγραμμα 2-1 περιγράφεται σχηματικά η βασική αρχή της χρηματοοικονομικής διοίκησης και οι αποφάσεις που πρέπει να παρθούν για να πραγματοποιηθεί.

Διάγραμμα 2-1 Βασικές Αρχές Χρηματοοικονομικής Διοίκησης



Πηγή: (Damodaran, 2015)

Στο βιβλίο τους ο Breale και άλλοι (2011) επισημαίνουν ότι αφού η αντικειμενική συνάρτηση στη χρηματοοικονομική διοίκηση εταιρειών είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της εταιρείας, συνεπώς η αξία της εταιρείας συνδέεται άμεσα με τις τρεις αποφάσεις της χρηματοοικονομικής διοίκησης που σκιαγραφήθηκαν παραπάνω (απόφαση επένδυσης, χρηματοδότησης και μερισματικής πολιτικής). Η σύνδεση μεταξύ των τριών αποφάσεων και της αξίας της επιχείρησης μπορεί να γίνει αναγνωρίζοντας ότι η αξία της εταιρείας είναι η παρούσα αξία των αναμενόμενων ταμειακών ροών, προεξοφλημένων με ένα ποσοστό που αντανακλά τόσο την επικινδυνότητα των πλάνων της εταιρείας όσο και του μίγματος χρηματοδότησης που χρησιμοποιεί για να χρηματοδοτήσει τα σχέδιά της.

Για να λάβουν τη βέλτιστη απόφαση σε οποιαδήποτε από τα τρία είδη αποφάσεων, οι επιχειρηματίες είναι ζωτικής σημασίας να γνωρίζουν την αποτίμηση της επιχείρησης σε κάθε στιγμή. Ο λόγος για τον οποίο πραγματοποιείται η αποτίμηση σε μία επιχείρηση είναι ο προσδιορισμός της εύλογης αγοραίας αξίας της (fair market value). Ως εύλογη αγοραία αξία μπορεί να χαρακτηριστεί η συμφωνηθείσα τιμή πώλησης των μετοχών της εταιρείας μεταξύ ενός αγοραστή και ενός πωλητή σε μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή με την προϋπόθεση ότι υπάρχει συμμετρία πληροφόρησης, ότι και τα δύο μέρη δηλαδή έχουν επαρκή πληροφόρηση τόσο για τη χρηματοοικονομική κατάσταση της εταιρείας όσο και της αγοράς καθώς επίσης έχουν και τη δυνατότητα εναλλακτικών επιλογών (Fernandez, 2002).

Η αξία της εταιρείας αποτελεί ένα δυναμικό μέγεθος το οποίο αλλάζει συνεχώς με τη πάροδο του χρόνου αλλά και με διαφορετικούς αγοραστές. Σε μία συγκεκριμένη χρονική στιγμή για παράδειγμα, για δύο διαφορετικούς αγοραστές η ίδια εταιρεία μπορεί να έχει διαφορετική αξία λόγω των οικονομιών κλίμακας, των οικονομιών φάσματος ή πεδίου δράσης και της διαφορετικής αντίληψης που μπορεί να έχει ο κάθε αγοραστής για την επιχείρηση και για τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται (Fernandez, 2002). Συνεπώς δε θα πρέπει να συγχέεται η τιμή της επιχείρησης με την αξία της. Τιμή μιας επιχείρησης χαρακτηρίζεται το συμφωνηθέν ποσό μεταξύ πωλητή και αγοραστή σε περίπτωση πώλησης, εξαγοράς, συγχώνευσης ή μεταβίβασης της εταιρείας σε μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή.

Οι Paleru & Healy (2008) ως αποτίμηση μιας εταιρείας ορίζουν τη “τη διαδικασία κατά την οποία γίνεται η μετατροπή των προβλέψεων σε μία εκτίμηση για την αξία της εταιρείας”. Η κάθε αποτίμηση δεν γίνεται να είναι αντικειμενική αφού η αξία η οποία υπολογίζεται εναπόκειται σε προσωπικές εκτιμήσεις και διαφορετικές αντιλήψεις του κάθε αναλυτή και της εκάστοτε ενδιαφερόμενης εταιρείας ή επενδυτή.

Η αποτίμηση με βάση τον Fernandez (2002) χρησιμεύει σε μία σειρά από σκοπούς όπως:

- ❖ Όταν η εταιρεία επιθυμεί να πουλήσει κάποια από τις βασικές λειτουργίες της:
 - Για τον αγοραστή, η αποτίμηση θα του ορίσει το ανώτατο όριο τιμής που θα πρέπει να πληρώσει,
 - Για τον πωλητή, η αποτίμηση θα του ορίσει το κατώτατο όριο τιμής που θα είναι διατεθειμένος να πουλήσει.
- ❖ Αποτίμηση για τις εισηγμένες εταιρείες:
 - Η αποτίμηση χρησιμεύει για να συγκρίνει την αξία που αποκτά με τη τιμή των μετοχών στο χρηματιστήριο και να αποφασίσει έτσι αν θα πουλήσει, θα αγοράσει ή θα κρατήσει τις μετοχές,
 - Η αποτίμηση διάφορων εταιρειών χρησιμεύει για να αποφασιστεί ποιοι τίτλοι θα παραμείνουν στο portfolio ενός επενδυτή: Εκείνοι οι τίτλοι που φαίνεται ότι είναι υποτιμημένοι στην αγορά. Σε αντίθετη περίπτωση αν οι τίτλοι είναι υπερτιμημένοι θα πρέπει να τους πουλήσει,
 - Η αποτίμηση διάφορων εταιρειών χρησιμεύει επίσης για να γίνεται σύγκριση μεταξύ τους και να αποφασίζει ο επενδυτής ποιες μετοχές θα πρέπει να πουλήσει και ποιες θα πρέπει να αγοράσει με βάση τις εκτιμήσεις του.
- ❖ Δημόσια προσφορά (Public Offering):

- Η αποτίμηση χρησιμεύει για να οριστεί η αρχική τιμή που θα προσφερθούν οι μετοχές στο κοινό.
- ❖ Στρατηγικές αποφάσεις για το μέλλον της εταιρείας:
 - Η αποτίμηση της εταιρείας είναι το πρώτο στάδιο που πρέπει να γίνει πριν αποφασιστεί αν θα πουληθεί, θα προβεί σε συγχώνευση, θα εξαγοράσει άλλη εταιρεία, θα αναπτυχθεί περαιτέρω ή θα πτωχεύσει. Για τις εξαγορές και συγχωνεύσεις συγκεκριμένα μέσω της αποτίμησης μπορεί να εκτιμηθεί η αξία των πιθανών συνεργειών που θα προκύψουν (synergy value).
- ❖ Στρατηγικός σχεδιασμός (corporate strategy):
 - Η αποτίμηση της εταιρείας ή κάποιον τμημάτων της είναι θεμελιώδες πριν αποφασιστεί για το αν πρέπει κάποια προϊόντα, γραμμές παραγωγής, πελάτες, χώρες κλπ να σταματήσουν ή να διατηρηθούν.
 - Η αποτίμηση λειτουργεί ως μέσο για να μετρηθεί ο αντίκτυπος μία εταιρικής πολιτικής και στρατηγικής στο αν δημιουργεί ή καταστρέφει αξία.
- ❖ Προγράμματα ανταμοιβών με βάση τη δημιουργία αξίας:
 - Η αποτίμηση της εταιρείας ή μιας εταιρικής μονάδας είναι σημαντικό για να ποσοτικοποιηθεί ή αξία που δημιουργήθηκε και να αποδοθεί στα στελέχη που αξιολογούνται.

Μια διαδικασία αποτίμησης περιλαμβάνει τα παρακάτω στάδια σύμφωνα με τον Fernandez (2002):

- Πλήρη γνώση του αντικείμενου, της δραστηριότητας, τις βασικές λειτουργίες, την οργάνωση, τα θεμελιώδη χρηματοοικονομικά χαρακτηριστικά, τους στόχους, την κερδοφορία, τις αδυναμίες της επιχείρησης και την αγορά στην οποία δραστηριοποιείται.
- Στη συνέχεια θα πρέπει να κάνει τις προβλέψεις για τις μελλοντικές επιδόσεις της εταιρείας έχοντας ως βάση τα ιστορικά στοιχεία της σε συνδυασμό με τις εκτιμήσεις του για το μέλλον τόσο της εταιρείας με βάση τους στόχους της και τα σχέδιά της αλλά και της αγοράς στην οποία δραστηριοποιείται.
- Αφού πραγματοποιήσει ο ενδιαφερόμενος τις προβλέψεις του έπειτα θα πρέπει να γίνει η επιλογή των κατάλληλων αρχών και μεθόδων (μοντέλο) αποτίμησης. Σε αρκετές περιπτώσεις μπορεί να χρησιμοποιήσει και παραπάνω από ένα μοντέλα (προεξόφληση ταμειακών ροών, προεξόφληση μερισμάτων, συγκριτική αποτίμηση κλπ).

- Αφού επιλεγεί η μεθοδολογία στο επόμενο στάδιο ο ενδιαφερόμενος πρέπει να κάνει εφαρμογή των προβλέψεών του και των στοιχείων του στο μοντέλο για να φτάσει στη τελική αποτίμηση της εταιρείας.
- Στο τέλος αφού η διαδικασία αποτίμησης έχει ολοκληρωθεί καλείται ο αναλυτής να εξάγει το τελικό του συμπέρασμα και μέσω αυτού να παρθεί η απόφαση (επενδυτική, χρηματοδότησης, στρατηγικού σχεδιασμού κλπ).

Σχετικά με τα στάδια της διαδικασίας αποτίμησης αξίζει να προστεθεί η επισήμανση των Petit & Ferris (2013) ότι είναι πολύ βασικό στο πρώτο στάδιο να γνωρίζει ο αναλυτής και το επιχειρηματικό μοντέλο της επιχείρησης, τι οδηγεί τα έσοδα και τα κόστη της καθώς επίσης και ποια είναι η κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρείας. Επιπρόσθετα στα αποτελέσματα του μοντέλου θα πρέπει να αξιολογηθεί η ευασθησία των βασικών υποθέσεων που έγιναν για την αξία της εξεταζόμενης εταιρείας.

Πριν προχωρήσουμε στο επόμενο μέρος της εργασίας αξίζει να αναφερθούμε στους παράγοντες που επηρεάζουν την αποτίμηση και την αξία μιας εταιρείας. Παρακάτω θα αναφερθούμε ξανά σε αυτούς ανάλογα με την μεθοδολογία που εξετάζουμε.

Σύμφωνα με τον Fernandez (2002) Η αξία της καθαρής θέσης εξαρτάται από τις αναμενόμενες καθαρές ταμειακές ροές και από την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (Return on Equity). Ακολούθως η αύξηση των ταμειακών ροών εξαρτάται με τη σειρά της από την μεγέθυνση της εταιρείας και από την απόδοση της επένδυσης (Return on Investment). Ωστόσο η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων επηρεάζεται και από εξωτερικούς παράγοντες τους οποίους η επιχείρηση δεν ελέγχει όπως το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου, το λειτουργικό-επιχειρησιακό κίνδυνο και το χρηματοοικονομικό κίνδυνο. Η αξία των ιδίων κεφαλαίων λοιπόν εξαρτάται άμεσα από τους παρακάτω τρεις πρωταρχικούς παράγοντες:

- Προσδοκία για μελλοντικές ταμειακές ροές:
 - Προσδοκώμενη μεγέθυνση της εταιρείας:
 - Τεχνολογία,
 - Φραγμοί εισόδου νέων επιχειρήσεων στην αγορά,
 - Συγχωνεύσεις, Εξαγορές, πωλήσεις,
 - Κλάδος, συγκριτικό πλεονέκτημα,
 - Νέα λειτουργία-τμήμα, νέα προϊόντα,
 - Προσδοκώμενη απόδοση επενδύσεων:

- Περιθώριο κέρδους,
 - Φορολογικό πλαίσιο,
 - Ρυθμιστικό πλαίσιο,
 - Υπάρχουσες επενδύσεις (Assets in Place),
 - Περίοδος ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος (CAP)¹.
- Απαιτούμενη απόδοση ίδιων κεφαλαίων:
 - Επιτόκιο μηδενικού κινδύνου,
 - Ασφάλιστρο κινδύνου αγοράς (Market risk Premium),
 - Λειτουργικός - Επιχειρησιακός κίνδυνος:
 - Κλάδος, Χώρα, Νομικό πλαίσιο,
 - Έλεγχος των λειτουργιών – τμημάτων της εταιρείας
 - Κίνδυνος που εμπεριέχεται στην αγορά,
 - Αγοραστές.
 - Χρηματοοικονομικός κίνδυνος:
 - Χρηματοδότηση,
 - Ρευστότητα,
 - Μέγεθος,
 - Διαχείριση κινδύνου (Risk Management).

- Επικοινωνία – Σχέση με την αγορά:

Η επικοινωνία με την αγορά δεν αφορά μόνο την σχέση της εταιρείας και το βαθμό διαφάνειας ως προς τις χρηματαγορές αλλά επίσης και τη σχέση της εταιρείας με τους αναλυτές, τους ορκωτούς λογιστές, τις εταιρείες αξιολόγησης, τις ρυθμιστικές αρχές, τις εποπτικές αρχές, το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας, τους συνεργάτες, τους πελάτες, τους προμηθευτές και τους μετόχους.

Ο La Porta και άλλοι (2002) επεσήμαναν έναν άλλο εξωτερικό παράγοντα που παίζει σημαντικό ρόλο στην αποτίμηση των επιχειρήσεων. Διεξάγοντας μία έρευνα σε 537 μεγάλες επιχειρήσεις από 27 πλούσιες χώρες κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι σε χώρες που υπάρχει μεγαλύτερη προστασία των μετόχων μειοψηφίας και σε εταιρείες με μεγαλύτερο έλεγχο στις ταμειακές ροές από τους μετόχους που ελέγχουν την εταιρεία υπάρχει μεγαλύτερη ακρίβεια στην αποτίμηση της επιχείρησης και επίσης η αξία της εταιρείας μεγαλώνει.

¹ (Miller & Modigliani, 1961)

Σχετικά με τους ουσιώδεις παράγοντες που επηρεάζουν τη διαδικασία αποτίμησης ο Anderson και άλλοι (2007) καταλήγουν στο άρθρο τους ότι είναι τρεις· το μερίδιο των εσόδων που διανέμετε στα κέρδη, η πορεία εξέλιξης των εσόδων και το προεξοφλητικό επιτόκιο.

2.2. Μέθοδοι Αποτίμησης Επιχειρήσεων

Υπάρχουν διάφοροι διαθέσιμοι μέθοδοι αποτίμησης ανάλογα με τον κλάδο που δραστηριοποιείται η εταιρεία, τα χαρακτηριστικά της (για παράδειγμα αν είναι νεοφυής ή ώριμη επιχείρηση), με τις προτιμήσεις και την εμπειρία του αναλυτή. Σε αυτό το σημείο της πτυχιακής εργασίας θα περιγράψουμε αναλυτικά τις πιο βασικές μεθόδους - τεχνικές αποτίμησης που υπάρχουν στην παγκόσμια βιβλιογραφία. Οι μέθοδοι μπορούν να καταταχθούν σε τέσσερις κατηγορίες με βάση δύο διαστάσεις. Η πρώτη διάσταση ξεχωρίζει τις μεθόδους αποτίμησης σε απόλυτες και σχετικές ενώ η δεύτερη διάσταση διακρίνει τις μεθόδους σε αυτές που στηρίζονται στις ταμειακές ροές και σε μεθόδους που στηρίζονται σε άλλες χρηματοοικονομικές μεταβλητές όπως έσοδα από πωλήσεις, καθαρά κέρδη ή τη λογιστική αξία της εταιρείας-καθαρή θέση (book value) (Petit & Ferris, 2013). Η απόλυτη μέθοδος² αποτίμησης παρέχει μία άμεση εκτίμηση της θεμελιώδους αξίας της εταιρείας. Στη περίπτωση των εισηγμένων εταιρειών, οι αναλυτές μπορούν να συγκρίνουν τη θεμελιώδη αξία μιας εταιρείας με τη θεμελιώδη αξία μιας άλλης. Η αξία της εταιρείας χαρακτηρίζεται εύλογη-δίκαιη όταν η αγοραία αξία της (market value) ισούται με τη θεμελιώδη αξία της, υπερτιμημένη στη περίπτωση που η αγοραία αξία της είναι μεγαλύτερη της θεμελιώδους και υποτιμημένη στη περίπτωση που η αγοραία αξία της είναι μικρότερη της θεμελιώδους. Από την άλλη πλευρά η σχετική μέθοδος αποτίμησης δεν παρέχει μία άμεση αποτίμηση της θεμελιώδους αξίας της επιχείρησης και δεν υποδεικνύει αν μία εταιρεία είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη. Αντιθέτως αξιολογεί αν η τιμή μιας εταιρείας είναι εύλογη σε σύγκριση με κάποιο δείκτη αναφοράς ή με παρόμοιες εταιρείες. Επειδή η αποτίμηση γίνεται με έμμεσο τρόπο βρίσκοντας το κατάλληλο δείγμα συγκρίσιμων εταιρειών αυτή η μέθοδος ονομάζεται και συγκριτική (Petit & Ferris, 2013).

Πίνακας 2-1 Επισκόπηση Μεθόδων Αποτίμησης

	Άμεση Μέθοδος Αποτίμησης	Σχετική - Συγκριτική Μέθοδος Αποτίμησης
Μέθοδοι Αποτίμησης που στηρίζονται στη προεξόφληση	<u>Μοντέλα προεξόφλησης ταμειακών ροών (DCF):</u>	<u>Πολλαπλασιαστές Χρηματοπιστηριακής Αξίας:</u>

² Σε κάποια βιβλία τη συναντάμε και ως οικονομική μέθοδος αποτίμησης.

ταμειακών ροών	Καθαρές Ταμειακές Ροές της εταιρείας Καθαρές Ταμειακές Ροές των Ιδίων Κεφαλαίων <u>Μοντέλο αποτίμησης Χρηματοοικονομικών Δικαιωμάτων:</u> Ανάλυση Δικαιωμάτων	Χρηματιστηριακή αξία προς καθαρές ταμειακές ροές
Μέθοδοι Αποτίμησης που στηρίζονται σε χρηματοοικονομικές μεταβλητές διαφορετικές από τις ταμιακές ροές	<u>Μοντέλο Οικονομικών Εσόδων:</u> Μοντέλο αποτίμησης οικονομικής προστιθέμενης αξίας	<u>Πολλαπλασιαστές Χρηματιστηριακής Αξίας:</u> Χρηματιστηριακή αξία προς καθαρά κέρδη (Price/Earnings) Χρηματιστηριακή αξία προς Πωλήσεις (Price/Sales) Χρηματιστηριακή αξία προς τη λογιστική αξία της Εταιρείας (Price/Book) <u>Πολλαπλασιαστές Εταιρικής Αξίας:</u> Αξία εταιρείας προς κέρδη προ φόρων, τόκων & αποσβέσεων (EV/EBITDA) Αξία εταιρείας προς πωλήσεις (EV/sales)

Πηγή: (Petit & Ferris, 2013)

Τόσο οι ακαδημαϊκοί όσοι και οι επαγγελματίες της αγοράς έρχονται σε σχετική συμφωνία σχετικά με το ότι οι μελλοντικές ταμειακές ροές οδηγούν τη θεμελιώδη αξία της εταιρείας. Εν τούτοις στο ερώτημα τι οδηγεί τη χρηματιστηριακή τιμή μιας επιχείρησης οι απαντήσεις ποικίλουν και θα ήταν απλοϊκό να ισχυριστεί κανείς ότι ένας μεμονωμένος παράγοντας επηρεάζει τη τιμή μιας μετοχής. Πιο συγκεκριμένα ο πολλαπλασιασμός των μοντέλων αποτίμησης τα τελευταία χρόνια, αντανακλούν μερικώς την ανικανότητα της χρηματοοικονομικής κοινότητας να συμφωνήσουν στο ποιοι παράγοντες επιδρούν καταληκτικά στη τιμή μιας μετοχής. Οι ταμειακές ροές, οι πωλήσεις, τα λογιστικά κέρδη, η λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων ή η λογιστική αξία της εταιρείας. Η κυρίαρχη άποψη είναι ότι οι αλλαγές στη τιμή μιας μετοχής σχετίζονται πιο στενά με τις αλλαγές στις μελλοντικές ταμειακές ροές αν θεωρήσουμε όλα τα άλλα σταθερά (Petit & Ferris, 2013).

2.2.1. Προεξόφληση Ταμειακών ροών (Discounted Cash Flow Model)

Το μοντέλο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών θεωρείται ένα από τα πιο θεμελιώδη αξιώματα της χρηματοοικονομικής διοίκησης. Η αξία της εταιρείας σήμερα ισούται με τη

παρούσα αξία των μελλοντικών (αλλά αβέβαιων) ταμειακών ρών της, που θα δημιουργηθούν από τις λειτουργίες της εταιρείας προεξοφλημένες με ένα επιτόκιο που αντανakλά τον κίνδυνο (αβεβαιότητα) αυτών των ταμειακών ρών (Petit & Ferris, 2013).

Η αξία των στοιχείων του ενεργητικού είναι μια συνάρτηση των ταμειακών ρών που παράγονται από αυτά τα στοιχεία, της ζωής των στοιχείων, της αναμενόμενης αύξησης των ταμειακών ρών και της επικινδυνότητας που σχετίζεται με αυτές τις ταμειακές ροές. Με άλλα λόγια αναπαριστά την αξία των αναμενόμενων ταμειακών ρών των στοιχείων του ενεργητικού (Damodaran, 2015).

$$\text{Αξία Περιουσιακού στοιχείου} = \sum_{t=1}^N \frac{E(\text{Cash Flow}_t)}{(1+r)^t} \quad \text{Όπου:}$$

t = αριθμό ετών ωφέλιμης ζωής περιουσιακού στοιχείου

Cash Flow_t = Ταμιακές ροές για την περίοδο t

r = Επιτόκιο προεξόφλησης που αντανakλά τον κίνδυνο που σχετίζεται με τις ταμειακές ροές και με το μίγμα χρηματοδότησης που χρησιμοποιήθηκε για να αποκτηθεί το περιουσιακό στοιχείο.

Εάν αντιμετωπίσουμε την εταιρεία ως χαρτοφυλάκιο στοιχείων ενεργητικού, η παραπάνω συνάρτηση μπορεί να επεκταθεί για να αποτιμήσει την εταιρεία, χρησιμοποιώντας τις ταμιακές ροές της εταιρείας για όλη τη διάρκεια της ζωής της που δεν είναι προκαθορισμένη (εις το διηνεκές) και ένα επιτόκιο προεξόφλησης το οποίο θα αντανakλά το συνολικό κίνδυνο από όλα τα στοιχεία ενεργητικού της εταιρείας. Στη συγκεκριμένη διαδικασία το πολύπλοκο κομμάτι αποτελεί η αποτίμηση των προσδοκιών σχετικά με τις μελλοντικές επενδύσεις. Δεν επαρκεί δηλαδή να αποτιμήσουμε μόνο τις μελλοντικές ροές από τις υπάρχουσες επενδύσεις αλλά και από τις μελλοντικές. Η παραπάνω μέθοδος έχει δύο διαφορετικές προσεγγίσεις, την αποτίμηση καθαρών ταμειακών ρών των ιδίων κεφαλαίων και την αποτίμηση καθαρών ταμειακών ρών της εταιρείας που θα αναλυθούν παρακάτω.

2.2.1.1. Προεξόφληση Μερισμάτων (Dividend)

Μία αυστηρή περίπτωση της προεξόφλησης των ιδίων κεφαλαίων είναι προεξόφληση μερισμάτων κατά την οποία γίνεται η υπόθεση ότι οι μοναδικές ροές που λαμβάνουν οι

μέτοχοι είναι τα μερίσματα. Στη συνέχεια θα αναλυθεί και η ευρύτερη περίπτωση των ταμειακών ροών που απαιτούνται βέβαια περισσότερες πληροφορίες.

Όταν οι επενδυτές αγοράζουν μετοχές σε μία εισηγμένη εταιρεία, περιμένουν να εισπράξουν δύο τύπους ταμειακών ροών, μερίσματα κατά τη διάρκεια που κατέχουν τις μετοχές και μία αναμενόμενη τιμή στο τέλος της περιόδου. Επειδή η αναμενόμενη τιμή εξαρτάται από τα μελλοντικά μερίσματα η αξία της μετοχής ορίζεται ως η παρούσα αξία των προσδοκώμενων μερισμάτων. Εάν υιοθετήσουμε αυτή τη προσέγγιση τότε η μόνη ταμειακή ροή προς τα ίδια κεφάλαια που θα πρέπει να εξετάσουμε κατά τη διαδικασία της αποτίμησης είναι τα πληρωτέα μερίσματα. Τα προσδοκώμενα μερίσματα μπορεί κάποιες χρονιές να είναι μηδέν αφού κάποιες εταιρείες δεν δίνουν κάθε χρόνο μέρισμα αλλά σε καμία περίπτωση δε μπορεί να είναι αρνητικά. Εκτός από τα απλά μερίσματα έχουμε και τα προσαυξημένα τα οποία περιλαμβάνουν την επαναγορά των μετοχών από την εταιρεία κάτι το οποίο συνηθίζεται από ορισμένες εταιρείες ιδίως σε ώριμες αγορές όπως των Η.Π.Α.. Ένα πιθανό πρόβλημα που δημιουργείται σε αυτή την περίπτωση είναι ότι ενώ τα μερίσματα παρουσιάζουν μία ομαλή επαναληπτικότητα, η επαναγορά μετοχών μπορεί να διακόπτεται για κάποιες χρονιές και να επανέρχεται κάποιες άλλες. Για αυτό το λόγο θα πρέπει να εξομαλύνουμε τις επαναγορές χρησιμοποιώντας το μέσο όρο της περιόδου που εξετάζουμε.

Προσαυξημένα μερίσματα = Μερίσματα + Επαναγορά μετοχών

Αξία ιδίων Κεφαλαίων = $\sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{Dividend_t}{(1+K_e)^t}$, **Όπου:**

K_e = κόστος ιδίων κεφαλαίων (Damodaran, 2010).

Ένα βασικό μειονέκτημα της παραπάνω μεθόδου είναι ότι οι περισσότερες εταιρείες δίνουν πολύ μικρότερα μερίσματα από ότι πραγματικά μπορούν και αυτό το γεγονός την καθιστά μία πολύ συντηρητική μέθοδο αποτίμησης εταιρειών (Petit & Ferris, 2013).

2.2.1.2. Προεξόφληση Καθαρών Ταμειακών ροών των ιδίων κεφαλαίων (Equity Valuation)

Με τη προεξόφληση των μερισμάτων και των πρόσθετων μερισμάτων θεωρείται ότι η διοίκηση της εταιρείας επέστρεψε στους επενδυτές το κέρδος που απέμεινε μετά τη πλήρωση των λειτουργικών και επενδυτικών αναγκών. Ωστόσο είναι γνωστό ότι στη πράξη κάτι τέτοιο δε γίνεται και πολλές εισηγμένες εταιρείες κρατούν μεγάλα αποθεματικά. Για να υπολογιστεί

τι θα μπορούσε η εταιρεία να επιστρέψει στους επενδυτές χρησιμοποιείται η παρακάτω μέθοδος των καθαρών ταμειακών ροών των ιδίων κεφαλαίων.

Η αποτίμηση των καθαρών ταμειακών ροών των ιδίων κεφαλαίων γίνεται προεξοφλώντας τις αναμενόμενες ταμειακές ροές των ιδίων κεφαλαίων. Οι ταμιακές ροές των ιδίων κεφαλαίων είναι οι ταμειακές ροές που απομένουν στην επιχείρηση αν αφαιρέσουμε τα λειτουργικά έξοδα, τους τόκους, τους φόρους, τις ανάγκες επανεπένδυσης και προσθέσουμε το καθαρό δανεισμό. Πριν προχωρήσουμε πως υπολογίζουμε αναλυτικά τις ταμειακές ροές των ιδίων κεφαλαίων θα σημειώσουμε ότι ως επανεπένδυση εννοούνται οι κεφαλαιουχικές δαπάνες (capital expenditures) που πραγματοποιούνται για την αγορά πάγιων στοιχείων (μηχανολογικό εξοπλισμό, κτήρια, έρευνα & ανάπτυξη, κ.α.) προσθέτοντας όμως τις αποσβέσεις αφού είναι λογιστική εγγραφή και δεν επηρεάζουν τις ταμειακές ροές και οι αλλαγές στο μη χρηματικό κεφάλαιο κίνησης (εκτός ταμείου και διαθεσίμων) όπως απόθεμα, εισπρακτέοι λογαριασμοί, βραχυπρόθεσμα γραμμάτια (Δ Working capital). Οι επανεπενδύσεις μπορεί να μειώνουν τις ταμειακές ροές των ιδίων κεφαλαίων παρέχουν όμως ένα αντιστάθμισμα από την άποψη της μελλοντικής ανάπτυξης. Ως καθαρός δανεισμός νοείται οι αρνητικές ροές που προκύπτουν από την αποπληρωμή παλαιών δανείων και οι θετικές ροές από τυχόν νέα δάνεια.

Παρακάτω φαίνεται αναλυτικά ο υπολογισμός των ταμειακών ροών ιδίων κεφαλαίων:

Έσοδα – Λειτουργικά Έξοδα = Κέρδη προ φόρων, τόκων & αποσβέσεων – Αποσβέσεις = Κέρδη προ φόρων & τόκων – τόκοι = Κέρδη προ φόρων – Φόρος εισοδήματος = Καθαρά κέρδη χρήσης + Αποσβέσεις = Ταμειακές ροές από λειτουργίας – Μερίσματα προνομιούχων μετοχών – Πληρωμές Χρεολυσίων – Επενδύσεις σε πάγια – Επενδύσεις σε κεφάλαιο κίνησης + Εισροές από νέο δανεισμό = **Καθαρές ταμειακές ροές ιδίων κεφαλαίων** (Damodaran, 2010).

Σε αντίθεση με τις ταμειακές ροές των μερισμάτων που δεν μπορεί να είναι ποτέ αρνητικές, οι καθαρές ταμειακές ροές των ιδίων κεφαλαίων που μόλις εξετάστηκαν μπορεί κάτω υπό συγκεκριμένες περιπτώσεις να είναι αρνητικές. Η πρώτη περίπτωση είναι όταν τα καθαρά κέρδη είναι αρνητικά κάτι το οποίο συμβαίνει ακόμα και σε ώριμες εταιρείες, ιδιαίτερα αυτή την περίοδο της μεγάλης οικονομικής κρίσης. Αρνητικές καθαρές ταμειακές ροές μπορεί να υπάρξουν επίσης όταν οι ανάγκες επανεπένδυσης είναι πολύ μεγάλες και υπερβαίνουν τα καθαρά κέρδη το οποίο συναντάμε σε νεοφυείς επιχειρήσεις που βρίσκονται στην αρχή του κύκλου ζωής τους και σε ταχέως αναπτυσσόμενες εταιρείες. Μία άλλη περίπτωση που

μπορεί να έχουμε αρνητικές καθαρές ταμειακές ροές είναι όταν εταιρείες με υψηλή μόχλευση πραγματοποιούν μεγάλες αποπληρωμές χρεολυσίων οι οποίες πρέπει να χρηματοδοτηθούν από τα ίδια κεφάλαια. Τέλος ορισμένες επιχειρήσεις πραγματοποιούν μεγάλες επενδύσεις κάποιες χρονιές και μηδενικές κάποιες άλλες με αποτέλεσμα οι καθαρές ταμειακές ροές τις χρονιές των μεγάλων επενδύσεων να είναι αρνητικές ενώ τις άλλες θετικές. Σε αυτή τη περίπτωση όπως και στην επαναγορά των μετοχών πρέπει να πραγματοποιείται από τους αναλυτές εξομάλυνση λαμβάνοντας το μέσο όρο.

$$\text{Αξία ιδίων Κεφαλαίων} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF \text{ Equity}_t}{(1+K_e)^t}, \text{ όπου:}$$

K_e = Κόστος ιδίων κεφαλαίων.

Βασικό μειονέκτημα της παραπάνω μεθόδου αποτελούν οι πολλές παραδοχές που πρέπει να γίνουν για να μπορέσει να γίνει πρόβλεψη της εταιρικής μόχλευσης, το ποσό δηλαδή των ξένων κεφαλαίων που θα χρησιμοποιεί η επιχείρηση στο μέλλον. Το συγκεκριμένο πρόβλημα βέβαια μπορεί να αντιμετωπιστεί με την εφαρμογή των καθαρών ταμειακών ροών της εταιρείας.

2.2.1.3. Προεξόφληση Καθαρών Ταμειακών ροών της Εταιρείας (Firm Valuation)

Με τη μέθοδο των ταμειακών ροών της εταιρείας λαμβάνεται επίσης υπόψη και οι άλλοι δικαιούχοι των ταμειακών ροών εκτός των μετόχων όπως οι τράπεζες, κατά κύριο λόγο, και οι ομολογιούχοι σε περίπτωση που έχει εκδώσει ομολογίες η εταιρεία. Οι ταμειακές ροές τις εταιρείες λοιπόν υπολογίζονται με βάση τον παρακάτω τύπο:

Καθαρές ταμειακές ροές εταιρείας = Κέρδη προ φόρων & τόκων * (1-συντελεστής φορολογίας εισοδήματος) – (Κεφαλαιουχικές δαπάνες – Αποσβέσεις) – Μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης (εκτός ταμείου και διαθεσίμων)

Όπως φαίνεται η διαφορά με τις καθαρές ταμειακές ροές των ιδίων κεφαλαίων έγκειται στο ότι στις καθαρές ταμειακές ροές της εταιρεία δεν περιλαμβάνονται οι τόκοι και η έκδοση και αποπληρωμή των δανείων. Έτσι αν στις ταμειακές ροές των επενδυτών των ιδίων κεφαλαίων (υπολογισμένα με μία εκ των τριών μεθόδων που αναπτύχθηκαν παραπάνω) προσθέσουμε τις ταμειακές ροές των κατόχων των δανείων (πληρωμή τόκων και χρεολυσίων) καταλήγουμε στις ταμειακές ροές της εταιρείας. Μία άλλη προσέγγιση είναι να ξεκινήσουμε από τα

λειτουργικά κέρδη και να υπολογίσουμε τις ταμειακές ροές της εταιρείας πριν την αποπληρωμή των δανείων αλλά μετά από τις επενδυτικές ανάγκες.

Καθαρές ταμειακές ροές εταιρείας = Λειτουργικά κέρδη μετά φόρων³ – Επανεπενδύσεις = Λειτουργικά κέρδη μετά από φόρους – (Κεφαλαιουχικές δαπάνες – Αποσβέσεις – Μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης (εκτός ταμείου και διαθεσίμων).

Πριν προχωρήσουμε στον υπολογισμό τους κόστους κεφαλαίου αξίζει να σημειωθεί ότι όπως και στη περίπτωση των καθαρών ταμειακών ροών των ιδίων κεφαλαίων υπάρχει πιθανότητα να είναι αρνητικές έτσι και στις καθαρές ταμειακές ροές της εταιρείας μπορεί να είναι και αυτές αρνητικές. Σε αυτή τη περίπτωση όμως δεν θα είναι ο δανεισμός η αιτία. Αν η εταιρεία παρουσίαση αρνητικές καθαρές ταμειακές ροές θα πρέπει να πραγματοποιήσει αύξηση κεφαλαίου με τη μίξη δανείου και ιδίων κεφαλαίων να καθορίζεται από τη μίξη που χρησιμοποιήθηκε στους υπολογισμούς του κόστους κεφαλαίου. Μερίσματα, επαναγορές μετοχών, πληρωμές τόκων και αποπληρωμές δανείων πρέπει να μην συμπεριλαμβάνονται σε αυτές τις ταμειακές ροές.

Καθαρές Ταμειακές ροές Εταιρείας = $\sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF \text{ to Firm}_t}{(1+WACC)^t}$, όπου:

WACC = μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου.

Μία άλλη διαφορά των ταμειακών ροών της εταιρείας με τις ταμειακές ροές των ιδίων κεφαλαίων είναι το επιτόκιο προεξόφλησης. Στη μία περίπτωση χρησιμοποιείται το κόστος ιδίων κεφαλαίων και στην άλλη το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου. Σε περίπτωση που γίνει λάθος και χρησιμοποιηθεί το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου ως συντελεστής προεξόφλησης για τις καθαρές ταμειακές ροές των ιδίων κεφαλαίων αυτό θα οδηγήσει σε μία εσφαλμένη προς τα πάνω εκτίμηση. Το αντίθετο θα συμβεί αν χρησιμοποιηθεί το κόστος ιδίων κεφαλαίων ως συντελεστής προεξόφλησης για τις καθαρές ταμειακές ροές της εταιρείας (Damodaran, 2015).

Ο Anderson και άλλοι (2007) ασκούν κριτική σχετικά με τη μεθοδολογία της προεξόφλησης ταμειακών ροών επισημαίνοντας ότι παρόλο που υπάρχουν διαφορετικές τεχνικές εφαρμογής της συγκεκριμένης μεθοδολογίας, οι επαγγελματίες επιλέγουν να αναλύουν τις

³ Η έκπτωση φόρου από τους τόκους υπολογίζεται στο κόστος κεφαλαίου για αυτό το λόγο για να υπολογιστούν οι ταμειακές ροές φορολογούνται τα κέρδη πλην των τόκων. Σε διαφορετική περίπτωση θα προσμετρούταν δύο φορές.

λογιστικές καταστάσεις των τελευταίων ετών της εταιρείας που αποτιμούν και να χρησιμοποιούν αυτά ως βάση για να υπολογίσουν το μελλοντικό ρυθμό ανάπτυξης των εξόδων και των εσόδων. Επίσης είναι σύνηθες να χρησιμοποιούν πληροφορίες για τις εισηγμένες επιχειρήσεις για να υπολογίζουν το επιτόκιο προεξόφλησης χρησιμοποιώντας μία μεθοδολογία βασισμένη κυρίως στο γνωστό CAPM⁴. Ωστόσο όπως τονίζουν οι αρθρογράφοι μπορεί οι λογιστικές πληροφορίες να είναι πολύ χρήσιμες και σημαντικές αν όχι απαραίτητες, είναι όμως ακατάλληλες για σκοπούς αποτίμησης επειδή έχουν δημιουργηθεί με βάση την αρχή του ιστορικού κόστους⁵. Αυτή η αρχή είναι σίγουρα κατάλληλη και σεβαστή για τη διοίκηση και τη δημιουργία των λογιστικών καταστάσεων, είναι όμως διαφορετική από την αρχή των μελλοντικών προσδοκιών της αποτίμησης. Για αυτό το λόγο δεν αποτελεί από μόνο του μία καλή βάση για τον υπολογισμό της τρέχουσας αγοραίας αξίας (market value).

2.2.1.4. Συντελεστής προεξόφλησης

Ένα από τα βασικά ζητήματα της αποτίμησης μιας εταιρείας μέσω της προεξόφλησης των ταμειακών ροών είναι η επιλογή του κατάλληλου συντελεστή προεξόφλησης. Μία ευρέως αποδεκτή αρχή στην χρηματοοικονομική διοίκηση είναι ότι το κόστος κεφαλαίου μιας επένδυσης είναι ο συντελεστής απόδοσης που απαιτούν οι επενδυτές. Εάν οι χρηματοδότες δεν λάβουν ένα εύλογο ποσοστό απόδοσης ως ανταμοιβή για το ρίσκο το οποίο πήραν, θα μεταφέρουν τα κεφάλαιά τους αλλού για να αναζητήσουν μία καλύτερη απόδοση σε σχέση με τον κίνδυνο. Το ελάχιστο κόστος κεφαλαίου αναφέρεται συχνά στη βιβλιογραφία και ως ελάχιστο όριο απόδοσης κάθε προτεινόμενης επένδυσης (hurdle rate) και αναπαριστά εκείνη την απόδοση που πρέπει να πάρει ο επενδυτής για να δικαιολογήσει την επένδυσή του, να έχει δηλαδή θετική παρούσα αξία (Petit & Ferris, 2013). Όπως επισημαίνεται και από τον Damodaran (2010) ο συντελεστής προεξόφλησης αντανακλά το ρίσκο που αναλαμβάνει ο επενδυτής, όσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος τόσο υψηλότερος θα είναι και ο συντελεστής προεξόφλησης και αντίστροφα. Ο κίνδυνος όμως όπως και οι ταμειακές ροές είναι διαφορετικός αν αποτιμούμε τις ταμειακές ροές μιας εταιρείας και τις ταμειακές ροές των ιδίων κεφαλαίων. Πριν λοιπόν εμβαθύνουμε στη μέτρηση του ρίσκου και στο συντελεστή προεξόφλησης αξίζει να σημειώσουμε τη διαφορά που υπάρχει ανάμεσα στο κίνδυνο που

⁴ Capital Asset Pricing Model. Πρότυπο αποτίμησης επενδυτικών κεφαλαίων

⁵ Είναι το ποσό με το οποίον η επιχείρηση αναγνώρισε κατά το παρελθόν (ιστορικό) ένα στοιχείο ενεργητικού ή ένα στοιχείο υποχρέωσης.

σχετίζεται με τη λειτουργία της επιχείρησης και με το κίνδυνο που υπάρχει στην επένδυση κεφαλαίου στην επιχείρηση.

Όπως και με κάθε πτυχή του ισολογισμού έτσι και με το κίνδυνο πρέπει να υπάρχει μία ισορροπία μεταξύ του σταθμικού κινδύνου των στοιχείων του ενεργητικού και του σταθμικού κινδύνου των συστατικών του κεφαλαίου (τα ίδια κεφάλαια και τα δάνεια). Ο κίνδυνος για την επένδυση κεφαλαίου (equity investment) καθορίζεται μερικώς από τον κίνδυνο του κλάδου της οικονομίας στον οποίο δραστηριοποιείται και μερικώς από την επιλογή της εταιρείας για το πόσο δάνειο θα χρησιμοποιήσει για να χρηματοδοτήσει την λειτουργία της επιχείρησης. Ο κίνδυνος του κεφαλαίου μετριέται με το κόστος ιδίων κεφαλαίων ενώ το ρίσκο από τη λειτουργία της επιχείρησης από το κόστος κεφαλαίου. Το κόστος κεφαλαίου είναι ο σταθμικός μέσος του κόστους ιδίων κεφαλαίων και τους κόστους δανεισμού με τα βάρη να αντανακλούν το ποσοστό συμμετοχής του καθενός στη χρηματοδότηση της εταιρείας (Damodaran, 2010).

Κίνδυνος Ιδίων Κεφαλαίων και Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων

Εάν μια εταιρεία είχε μόνο έναν επενδυτή τότε θα ήταν πολύ πιο απλό να μετρηθεί ο κίνδυνος των ιδίων κεφαλαίων και το κόστους τους. Στις εισηγμένες όμως εταιρείες υπάρχει το πρακτικό πρόβλημα ότι οι επενδυτές είναι πάρα πολλοί, με διαφορετικό μερίδιο συμμετοχής ο καθένας αλλά και με διαφορετικό βαθμό αποστροφής κινδύνου (risk aversion). Στη χρηματοοικονομική διοίκηση και στη διαδικασία της αποτίμησης έχει αναπτυχθεί η έννοια του οριακού επενδυτή που μπορεί να επηρεάσει την τιμή αγοράς της μετοχής της εταιρείας. Ο οριακός επενδυτής κατέχει αρκετό μερίδιο στην εταιρεία για να μπορεί να επηρεάζει την τιμή της και φυσικά έχει την επιθυμία να εμπορευτεί αυτό το μερίδιο. Ο οριακός επενδυτής επίσης υποθέτουμε ότι έχει διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο και για αυτό το λόγο στα μοντέλα αναμενόμενης απόδοσης εισάγεται μόνο η μερίδα κινδύνου της επένδυσης που δεν είναι διαφοροποιημένη και έχει αποδοθεί στην ευρύτερη αγορά και οικονομία.

Μοντέλα αναμενόμενης απόδοσης (expected return) - κόστος κεφαλαίου(cost of Equity)

- Στο μοντέλο αποτίμησης επενδυτικών κεφαλαίων (CAPM), ο κίνδυνος ενσωματώνεται με το συντελεστή *beta*. Αυτός ο αριθμός έχει το βάρος της μέτρησης της έκθεσης σε όλους τους κινδύνους που εμπεριέχονται στην αγορά. Η αναμενόμενη απόδοση της επένδυσης μπορεί να καθοριστεί ως συνάρτηση τριών μεταβλητών.

Αναμενόμενη Απόδοση = Επιτόκιο μηδενικού Κινδύνου + Beta investment (Πριμ κινδύνου μετοχών - Equity Risk Premium)

Το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου και το πριμ κινδύνου μετοχών είναι το ίδιο για όλες τις επενδύσεις σε μία αγορά ενώ ο συντελεστής *βήτα* αναπαριστά ένα μέσο κίνδυνο επένδυσης. Όταν ο συντελεστής *βήτα* βρίσκεται πάνω (ή κάτω) της μονάδας αυτό υποδηλώνει ότι η επένδυση είναι πιο επικίνδυνη (ή πιο ασφαλής) από ότι η μέση επένδυση της αγοράς.

- Στο μοντέλο αντισταθμιστικής αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων και στα πολυπαραγοντικά μοντέλα δίνεται χώρος για πολλές πηγές μη διαφοροποιημένου κινδύνου ή κινδύνου αγοράς και υπολογίζονται όλοι οι συντελεστές *βήτα*. Η αναμενόμενη απόδοση μιας επένδυσης υπολογίζεται ως συνάρτηση των πολλαπλών *βήτα* (σε σχέση με το παράγοντα κινδύνου της κάθε αγοράς) και το πριμ κινδύνου για αυτό το παράγοντα. Αν το μοντέλο έχει k παράγοντες τότε η αναμενόμενη απόδοση μπορεί να γραφτεί:

Αναμενόμενη Απόδοση = Επιτόκιο μηδενικού κινδύνου + $\sum_{j=1}^{j=k} \beta_j$ (Πριμ Κινδύνου)

Το μοντέλο CAPM μπορεί να γραφτεί και ως μία ειδική περίπτωση πολυπαραγοντικού μοντέλου με ένα μόνο παράγοντα (την αγορά) αντικαθιστώντας του πολλούς παράγοντες. Το μειονέκτημα του συγκεκριμένου μοντέλου είναι ότι δεν αναφέρονται όλοι οι μακροοικονομικοί παράγοντες που μπορούν να επιδράσουν στην επένδυση. Για τον παραπάνω λόγο αυτή η μέθοδος χρησιμοποιείται σε επενδύσεις που επηρεάζονται από μακροοικονομικές μεταβλητές για να δείξουν την ευαισθησία του πριμ κινδύνου (για παράδειγμα η τιμή του πετρελαίου)

- Το τελευταίο είδος μοντέλου μπορεί να κατηγοριοποιηθεί ως πληρεξούσιο μοντέλο (proxy model). Με αυτά τα μοντέλα δε γίνεται μέτρηση του κινδύνου απευθείας αλλά εμμέσως κοιτάζοντας ιστορικά δεδομένα για ανεύρεση στοιχείων όπως τι είδους επενδύσεις (μετοχές) έχουν αναγνωρίσει μεγάλες αποδόσεις στο παρελθόν. Έπειτα χρησιμοποιούνται τα κοινά χαρακτηριστικά που μοιράζονται αυτές οι επενδύσεις σαν μέτρηση του ρίσκου. Για παράδειγμα ερευνητές έχουν καταλήξει στο συμπέρασμα ότι η χρηματιστηριακή αξία της εταιρείας και ο αριθμοδείκτης χρηματιστηριακή τιμή/ εσωτερική αξία μετοχής⁶ συσχετίζονται με την απόδοση της εταιρείας. Μετοχές με μικρή χρηματιστηριακή αξία και μικρό αριθμοδείκτη price to book έχουν ιστορικά μεγαλύτερες αποδόσεις από ότι οι μετοχές με μεγάλη χρηματιστηριακή αξία και υψηλό αριθμοδείκτη. Χρησιμοποιώντας λοιπόν ιστορικά δεδομένα μπορεί ο αναλυτής να υπολογίσει τις αναμενόμενες αποδόσεις για μια εταιρεία με βάση τη χρηματιστηριακή της αξία και τον αριθμοδείκτη price to book:

⁶ Price to Book Ratio

Αναμενόμενη Απόδοση = $a+b$ (χρηματιστηριακή Αξία) + c (Price to Book Ratio)

Η ερώτηση βέβαια είναι αν οι συγκεκριμένες μεταβλητές είναι πραγματικά πληρεξούσιες του κινδύνου ή δείκτες της αναποτελεσματικότητας της αγοράς (Damodaran, 2010).

Ζητήματα Εκτίμησης κόστους Κεφαλαίου

Με το μοντέλο CAP και το πολυπαραγοντικό μοντέλο, τα δεδομένα που πρέπει να εισαχθούν για να υπολογιστεί η αναμενόμενη απόδοση είναι πολύ κατανοητά. Πρέπει να βρούμε το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου και το πριμ κινδύνου μετοχών και να τα χρησιμοποιήσουμε για όλες τις επενδύσεις. Έχοντας συγκεντρώσει τις εκτιμήσεις της αγοράς πρέπει να μετρήσουμε και τον κίνδυνο της μεμονωμένης επένδυσης, το συντελεστή *βήτα*. Παρακάτω θα αναλύσουμε τις βασικές αρχές που καθορίζουν τους υπολογισμούς των παραπάνω συντελεστών.

- Το **(Risk Free Rate)** επιτόκιο μηδενικού κινδύνου είναι η αναμενόμενη απόδοση σε μία επένδυση με εγγυημένη επιστροφή. Αφού η απόδοση είναι εγγυημένη, η επένδυση πρέπει να πληροί δύο προϋποθέσεις για να είναι μηδενικού κινδύνου. Η πρώτη είναι ότι η οντότητα που το εγγυάται δεν μπορεί να έχει κίνδυνο αθέτησης. Για αυτό το λόγο χρησιμοποιούνται συνήθως χρεόγραφα κυβερνήσεων για να πάρουμε το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου, μία συνθήκη αναγκαία αλλά όχι επαρκή. Η άλλη συνθήκη είναι ότι ο χρονικός ορίζοντας παίζει σημαντικό ρόλο. Ένα γραμμάτιο δημοσίου λήξεως σε έξι μήνες δεν είναι μηδενικού κινδύνου αν ο χρονικός ορίζοντας που κοιτάμε είναι πέντε ετών, αφού θα είναι εκτεθειμένοι οι επενδυτές στο κίνδυνο επανεπένδυσης. Στην πραγματικότητα ακόμα και ένα χρεόγραφο πενταετίας δεν είναι μηδενικού κινδύνου αφού τα μερίσματα λαμβάνονται κάθε έξι μήνες και πρέπει να επανεπενδύονται. Συνεπώς το να βρει ο αναλυτής ένα επιτόκιο μηδενικού κινδύνου δεν είναι τόσο απλό όσο αρχικά φαίνεται.

- Το **(Risk Premium)** πριμ επιχειρηματικού κινδύνου είναι το υπερβάλλον ποσό που απαιτούν οι επενδυτές για να επενδύσουν σε περιουσιακά στοιχεία (ή μετοχές) με αυξημένο ρίσκο σε σχέση με το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου. Το πριμ κινδύνου μπορεί να μεταβάλλεται μέσα στο χρόνο, αφού τόσο ο κίνδυνος που εμπεριέχεται στην αγορά (market risk) όσο και η αποστροφή του κινδύνου (risk aversion) αλλάζουν. Η συνηθισμένη πρακτική υπολογισμού του πριμ κινδύνου των κεφαλαίων είναι η χρήση του ιστορικού πριμ κινδύνου, το πριμ δηλαδή που οι επενδυτές έχουν κερδίσει για μακρά περίοδο επενδύοντας σε μετοχές σε σχέση με επενδύσεις με επιτόκιο μηδενικού κινδύνου (ή κοντά σε αυτό). Το πριμ είναι η διαφορά μεταξύ της μέσης απόδοσης των μετοχών και της μέσης απόδοσης των

χρεογράφων μηδενικού επιτοκίου για την περίοδο μέτρησης. Στον παρακάτω πίνακα φαίνονται τα πριμ απόδοσης τα τελευταία 86 χρόνια στην αγορά των Η.Π.Α. Ως επιτόκιο μηδενικού κινδύνου στη μία περίπτωση έχει χρησιμοποιηθεί των 3-μηνο γραμμάτιο δημοσίου και στην άλλη το δεκαετές ομόλογο των Η.Π.Α.

Πίνακας 2-2 Risk Premium Για τις μετοχές του S&P 500

<i>Risk Premium</i>		
Αριθμητικός Μ.Ο.	Μετοχές S&P 500 - 3μηνο Γραμμάτιο	Μετοχές S&P 500 – 10ετές Ομόλογο
1928-2014	8,00%	6,25%
1965-2014	6,19%	4,12%
2005-2014	7,94%	4,06%
<i>Risk Premium</i>		
Γεωμετρικός Μ.Ο.	Μετοχές S&P 500 - 3μηνο Γραμμάτιο	Μετοχές S&P 500 – 10ετές Ομόλογο
1928-2014	6,11%	4,60%
1965-2014	4,84%	3,14%
2005-2014	6,18%	2,73%

Πηγή: (Damodaran, 2014)

Όπως φαίνεται και από τον παραπάνω πίνακα τα ποσοστά διαφέρουν σημαντικά ανάλογα με το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου που διαλέγουμε, τη χρονική περίοδο μέτρησης αλλά και το είδος του μέσο όρου που θα υπολογίσουμε. Σύμφωνα με τον Damodaran (2014) ο γεωμετρικός μέσος όρος δίνει συνήθως καλύτερες εκτιμήσεις του πριμ κινδύνου στην αποτίμηση και είναι καλύτερα να χρησιμοποιούνται μεγάλα χρονικά διαστήματα λόγω της αυξημένης μεταβλητότητας που παρουσιάζουν οι μετοχές.

Ένα μεγάλο μειονέκτημα της συγκεκριμένης μεθόδου είναι ότι σε αναπτυσσόμενες αγορές ή σε αγορές όπου η αγορά του χρηματιστηρίου αποτελεί ένα μικρό μέρος της συνολικής αγοράς και δεν υπάρχουν ιστορικά δεδομένα για μεγάλες περιόδους, οι εκτιμήσεις τόσο για το πριμ κινδύνου όσο και για το συντελεστή βήτα εμπεριέχουν αρκετό “θόρυβο” και έχουν μικρή ερμηνευτική ικανότητα (Damodaran, 2000). Για αυτές τις αγορές ο Damodaran (2010) προτείνει δύο εναλλακτικές μεθόδους υπολογισμού του πριμ κινδύνου:

- Ο πρώτος τρόπος είναι χρησιμοποιώντας μία αναπτυγμένη χώρα (Η.Π.Α.) ως βάση. Αρχικά υπολογίζεται η διαφορά της απόδοσης των ομολόγων της χώρας που γίνεται η ανάλυση με την απόδοση των ομολόγων της ανεπτυγμένης χώρας και η διαφορά προστίθεται στην αμοιβή κινδύνου της ανεπτυγμένης χώρας.

Πριμ Κινδύνου = Πριμ κινδύνου Ανεπτυγμένων Αγορών ως Βάση + Πριμ Κινδύνου χώρας

Στο παρακάτω πίνακα φαίνονται τα πριμ κινδύνου χωρών της Νοτίου Αμερικής με βάση τις Η.Π.Α. όπου το πριμ κινδύνου υποθετικά είναι 5,5%.

Πίνακας 2-3 Πριμ Κινδύνου χρησιμοποιώντας Ανεπτυγμένη Χώρα ως Βάση

Χώρα	Αξιολόγηση	Risk Premium
Αργεντινή	BBB	5,5%+1,75%=7,25%
Βραζιλία	BB	5,5%+2,00%=7,50%
Χιλή	AA	5,5%+0,75%=6,25%
Κολομβία	A+	5,5%+1,25%=6,75%
Μεξικό	BBB+	5,5%+1,50%=7,00%
Παραγουάη	BBB-	5,5%+1,75%=7,25%
Περού	B	5,5%+2,50%=8,00%
Ουρουγουάη	BBB	5,5%+1,60%=7,10%

Πηγή: (Damodaran, 2012)

Σε περίπτωση που προστεθεί πριμ αθέτησης/πτώχευσης στο πριμ κινδύνου δεν πρέπει να προστεθεί το πριμ κινδύνου και στο μηδενικό επιτόκιο γιατί θα οδηγήσει σε διπλό υπολογισμό.

○ Ένας τελευταίος τρόπος υπολογισμού του πριμ κινδύνου κατά τον οποίο δεν γίνεται χρήση ιστορικών δεδομένων ή υπολογισμού του κινδύνου της χώρας είναι υποθέτοντας ότι η αγορά στο σύνολό της είναι σωστά αποτιμημένη. Τότε μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε ένα πολύ απλό μοντέλο αποτίμησης μετοχών:

$$\text{Αξία} = \frac{\text{Αναμενόμενα Μερίσματα Επόμενης Περιόδου}}{(\text{Αναμενόμενη Απόδοση Μετοχών} - \text{Αναμενόμενος Ρυθμός Ανάπτυξης})}$$

Αυτό υπολογίζει την παρούσα αξία των μερισμάτων αυξανόμενα κατά ένα σταθερό συντελεστή. Τρεις από τις τέσσερις μεταβλητές του μοντέλου μπορούν να αποκτηθούν εξωτερικά : η υπάρχουσα αξία της αγοράς, τα αναμενόμενα μερίσματα της επόμενης περιόδου και ο αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης των μερισμάτων και των κερδών. Ο μόνος άγνωστος είναι η αναμενόμενη απόδοση των μετοχών η οποία υπολογίζεται από τα παραπάνω και στη συνέχεια αφαιρείται από το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου για να υπολογίσουμε το πριμ κινδύνου.

○ Ο **συντελεστής βήτα** ο οποίος μετράει τον κίνδυνο στα μοντέλα του κινδύνου στα χρηματοοικονομικά έχει δύο βασικά χαρακτηριστικά σύμφωνα με τον Damodaran (2015). Το πρώτο είναι ότι μετράει το ρίσκο που προστίθεται σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο αντί για το συνολικό ρίσκο. Για αυτό είναι πιθανό για μία επένδυση να είναι υψηλού ρίσκου για κάποιον ιδιώτη αλλά χαμηλού ρίσκου με βάση την αγορά. Το δεύτερο χαρακτηριστικό είναι ότι όλα οι συντελεστές βήτα μοιράζονται τη μέτρηση του σχετικού ρίσκου ενός στοιχείου

και για αυτό είναι τυποποιημένοι γύρω στο ένα. Οι παρακάτω παράγοντες της επιχείρησης σύμφωνα με τους Petit & Ferris (2013) επιδρούν στο συντελεστή βήτα:

- Η φύση του προϊόντος/υπηρεσίας της εταιρείας. Αν όλα παραμείνουν σταθερά τότε όσο πιο ιδιαίτερο και μοναδικό είναι το προϊόν της εταιρείας τόσο υψηλότερος θα είναι και ο συντελεστής βήτα. Συνέπειες του παραπάνω:

- Κυκλικές επιχειρήσεις έχουν υψηλότερο βήτα από ότι οι μη κυκλικές,
- Εταιρείες με αγαθά πολυτελείας έχουν υψηλότερο βήτα από ότι εταιρείες με βασικά αγαθά,
- Εταιρείες με υψηλή ανάπτυξη έχουν μεγαλύτερο βήτα.

- Η λειτουργική μόχλευση (Σταθερό κόστος σαν ποσοστό του συνολικού): Αν όλα παραμείνουν σταθερά τότε εταιρείες με υψηλό σταθερό κόστος έχουν υψηλότερο βήτα. Συνέπειες του παραπάνω:

- Νεοφυείς, μικρές και Εταιρείες με υψηλές ανάγκες υποδομών ε έχουν υψηλότερο βήτα.

- Χρηματοοικονομική μόχλευση: Όταν όλα τα άλλα παραμένουν σταθερά τότε όσο μεγαλύτερο ποσοστό κεφαλαίου προέρχεται από δάνεια τόσο υψηλότερος θα είναι και ο συντελεστής βήτα. Εταιρείες με μεγάλη μόχλευση έχουν υψηλότερα βήτα από ότι εταιρείες με μικρή μόχλευση. $Equity\ beta\ (Levered\ beta) = Unlevered\ Beta\ (1 + (1 - t) (Debt/Equity\ Ratio))$

Για να υπολογιστεί ο συντελεστής βήτα (**beta**) στο μοντέλο CAPM και οι συντελεστές βήτα στα πολυπαραγοντικά μοντέλα, χρησιμοποιούνται στατιστικές τεχνικές και ιστορικά δεδομένα. Η κλασική μέθοδος υπολογισμού του βήτα είναι η παλινδρόμηση των αποδόσεων των μετοχών σε σχέση με τις αποδόσεις ενός ευρύτερου κλάδου του δείκτη της αγοράς για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Η κλίση δείχνει πόσο μεταβάλλεται η μετοχή σε κάθε μεταβολή του δείκτη της αγοράς. Ο συντελεστής α είναι ένα μέτρο της απόδοσης της μετοχής που οφείλεται σε άλλους ανεξάρτητους παράγοντες της αγοράς.

$$R_j = a + bR_m, \text{όπου:}$$

R_j = η απόδοση της μετοχής

R_m = η απόδοση του δείκτη

b = η κλίση της παλινδρόμησης

a = σημείο τομής με τον κατακόρυφο άξονα

Στη πράξη υπάρχουν διάφοροι παράγοντες που περιγράφονται παρακάτω που επιδρούν στην εκτίμηση του συντελεστή βήτα:

Επιλογή δείκτης της αγοράς: Στη πράξη κανένας δείκτης δε μπορεί να μετρήσει ή να προσεγγίσει το χαρτοφυλάκιο της αγοράς. Οι περισσότεροι δείκτες εμπεριέχουν ένα πολύ μικρό αριθμό εταιρειών σε σχέση με το σύνολο των εταιρειών της αγοράς. Για αυτό το λόγο είναι προτιμότερο να χρησιμοποιούνται δείκτες που έχουν πολλές μετοχές και είναι σταθμισμένοι.

Επιλογή της περιόδου: Κατά την επιλογή της περιόδου για την παλινδρόμηση δε θα πρέπει ο αναλυτής να επιλέγει πάντα τη μεγαλύτερη περίοδο γιατί για εταιρείες που έχουν αλλάξει τη σύνθεση των επιχειρηματικών τους δραστηριοτήτων, τη μόχλευση, έχουν προβεί σε εξαγορά ή αναδιάρθρωση είναι προτιμότερο να λαμβάνεται υπόψη η χρονική διάρκεια μετά την αλλαγή. Για εταιρείες σταθερές ως προς τους παραπάνω παράγοντες μπορεί ο αναλυτής να χρησιμοποιήσει και μία μεγάλη περίοδο.

Επιλογή διαστήματος απόδοσης : Ο τελευταίος παράγοντας που μπορεί να επηρεάσει το συντελεστή βήτα είναι το διάστημα απόδοσης που χρησιμοποιείται για να μετρηθεί η απόδοση ιστορικά. Οι αποδόσεις μπορούν να μετρηθούν καθημερινά, εβδομαδιαίως, μηνιαίως, τριμηνιαίως και ετησίως. Αν η εταιρεία έχει μη ρευστοποιήσιμα στοιχεία τότε καλύτερα να λαμβάνονται μεγαλύτερα διαστήματα (μηνιαία). Στην άλλη περίπτωση αν η εταιρεία έχει πολλά ρευστοποιήσιμα στοιχεία που εμπορεύονται καθημερινά τότε συνίσταται καθημερινά ή εβδομαδιαία δεδομένα.

Συνεπώς μπορεί κανείς να καταλήξει ότι η συγκεκριμένη μέθοδος εκτίμησης του συντελεστή βήτα έχει τρία προβλήματα:

- Έχει υψηλό τυπικό σφάλμα (standard error),
- Αντιπροσωπεύει τη εταιρική μίξη για την περίοδο της παλινδρόμησης και όχι την σημερινή,
- Αντιπροσωπεύει τη μέση χρηματοοικονομική μόχλευση της εταιρείας για μία συγκεκριμένη περίοδο και όχι την υπάρχουσα μόχλευση.

Πιθανές λύσεις για την καλύτερη εκτίμηση του συντελεστή β μέσω παλινδρόμησης είναι:

- η αλλαγή του δείκτη της αγοράς,
- προσαρμόζοντας το συντελεστή β με πληροφορίες από τα θεμελιώδη δεδομένα της εταιρείας,
- Χρήση λογιστικών κερδών ή εσόδων, που έχουν λιγότερο θόρυβο από τη τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή της εταιρείας,
- Κατανοώντας τη σύνθεση των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων της εταιρείας,
- Υπολογίζοντας τη χρηματοοικονομική μόχλευση της εταιρείας

- Χρησιμοποιώντας μία εναλλακτική μέθοδο μέτρησης του ρίσκου της αγοράς (εκτός της παλινδρόμησης)

Προσαρμόζοντας το συντελεστή βήτα για τη χρηματοοικονομική μόχλευση:

Υποθέτοντας ότι το δάνειο δεν εμπεριέχει ρίσκο της αγοράς ($\beta=0$) ο συντελεστής βήτα των ιδίων κεφαλαίων μόνο μπορεί να γραφτεί σαν συνάρτηση του μη μοχλευμένου βήτα και του αριθμοδείκτη χρέους προς ίδια κεφάλαια:

$$\beta_L = \beta_u(1 + ((1 - t) D/E))$$

Από τα κάτω προς τα πάνω προσέγγιση (Bottom up Approach):

Ο συντελεστής βήτα μιας επιχείρησης μπορεί να υπολογίζεται μέσω παλινδρόμησης αλλά καθορίζεται από θεμελιώδεις αποφάσεις της εταιρείας για το που θα επενδύσει, τι είδους δομή κόστους έχει και πόσο δανεισμό έχει. Οι μεταβλητές δηλαδή που θα πρέπει να ληφθούν υπόψη για τον υπολογισμό της συγκεκριμένης προσέγγισης είναι το είδος της αγοράς στο οποίο δραστηριοποιείται η εταιρεία, ο βαθμός της λειτουργικής⁷ και της χρηματοοικονομικής⁸ μόχλευσης. Τα βήματα που πρέπει να ακολουθηθούν για τον υπολογισμό του συντελεστή βήτα με τη bottom up προσέγγιση είναι:

1. Εύρεση αγοράς ή αγορών στις οποίες δραστηριοποιείται η εταιρεία,
2. Εύρεση των εταιρειών που δραστηριοποιούνται στους ίδιου κλάδους με την εταιρεία και υπολογισμός των βήτα μέσω παλινδρόμησης. Υπολογισμός του μέσου βήτα μεταξύ των παραπάνω. Υπολογισμός του μη μοχλευμένου συντελεστή βήτα για τις αγορές που δραστηριοποιείται η εταιρεία. ($\beta_u = \text{Μέσος βήτα εισηγμένων εταιρειών} / (1 + (1-t)(\text{Μέσος } D/E \text{ ratio των εταιρειών})$),
3. Υπολογισμός της αξίας που αποκομίζει η εταιρεία από κάθε κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται.
4. Για να υπολογιστεί ο μη μοχλευμένος συντελεστής βήτα για την εταιρεία, πρέπει να χρησιμοποιηθεί ο μέσος σταθμικός μη μοχλευμένος συντελεστής βήτα των αγορών στις οποίες δραστηριοποιείται η επιχείρηση. Bottom up unlevered beta firm = Weighted average of the unlevered betas of the business,
5. Υπολογισμός του μοχλευμένου βήτα (βήτα ιδίων κεφαλαίων) της εταιρείας χρησιμοποιώντας τον αριθμοδείκτη χρέος / ίδια κεφάλαια της αγοράς για την εταιρεία. Levered bottom up beta = Unlevered beta $(1 + (1-t) (\text{debt/Equity ratio}))$.

⁷ Βαθμός λειτουργικής μόχλευσης = % αλλαγής στο λειτουργικό κέρδος / % αλλαγής στις πωλήσεις

⁸ $\beta_L = \beta_u + (1 + (1-t)(D/E \text{ ratio}))$

Η συγκεκριμένη προσέγγιση προσφέρει πολύ καλύτερη εκτίμηση του συντελεστή βήτα γιατί γίνεται εκτίμηση του μη μοχλευμένου βήτα των κλάδων μέσω του μέσου όρου των βήτα. Ενώ λοιπόν τα βήτα που υπολογίζονται μέσω της παλινδρόμησης έχουν “θόρυβο” και υψηλές τυπικές αποκλίσεις ο μέσος όρος αυτών των βήτα μειώνει το “θόρυβο”.

$$\text{Τυπική Απόκλιση}_{\text{Μέσου βήτα}} = \frac{\text{Μέση Τυπική Απόκλιση}_{\text{βήτα}}}{\sqrt{n}}, \text{ όπου}$$

n = ο αριθμός των εταιρειών στον κλάδο. Ένα άλλο πλεονέκτημα είναι ότι το μοχλευμένο βήτα υπολογίζεται με βάση την υπάρχουσα χρηματοοικονομική μόχλευση της εταιρείας από ότι τη μέση μόχλευση της περιόδου της παλινδρόμησης. Ως αποτέλεσμα με αυτή τη προσέγγιση ο συντελεστής βήτα υπολογίζεται με μεγαλύτερη προσέγγιση ακόμα και για εταιρείες που άλλαξαν τον αριθμοδείκτη δανείων / ίδια κεφάλαια. Τέλος με την bottom up προσέγγιση μπορούν να υπολογιστούν οι αναμενόμενες αλλαγές στις επιχειρηματικές δραστηριότητες της εταιρείας.

Βήτα του μοντέλου αντισταθμιστικής αποτίμησης

Για να υπολογιστεί ο συντελεστής βήτα στο μοντέλο αντισταθμιστικής αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων χρησιμοποιούνται ιστορικά δεδομένα στις μετοχές και στους παράγοντες για να εξαχθούν τόσο ο αριθμός των παραγόντων του μοντέλου όσο και οι συντελεστές βήτα των παραγόντων για κάθε εταιρεία. Ως συνέπεια όλα τα βήτα που υπολογίζονται κοιτάζουν στο παρελθόν καθώς εξάγονται με τη χρήση ιστορικών δεδομένων και έχουν “θόρυβο” αφού είναι στατιστικές εκτιμήσεις με τυπικό σφάλμα. Αυτή η μέθοδος σίγουρα δεν είναι αποτελεσματική για επιχειρήσεις με μικρή πηγή ιστορικών δεδομένων. Μία λύση στο παραπάνω πρόβλημα είναι η χρήση του βήτα της αγοράς στην οποία δραστηριοποιείται η επιχείρηση προσαρμοσμένο με τυχόν διαφορές στη χρηματοοικονομική μόχλευση.

$$\text{Βήτα Κεφαλαίου} = \text{Βήτα Επιχείρησης} * (1 + (1 - \text{Συντελεστή Φορολόγησης}) (\text{Χρέη} / \text{Ίδια Κεφάλαια}))$$

Εφόσον οι μέσοι όροι της αγοράς είναι πιο ακριβείς από τη παλινδρόμηση του μεμονωμένου βήτα αυτή η μέθοδος υπολογισμού του συντελεστή βήτα προσφέρει καλύτερες εκτιμήσεις για το μέλλον⁹.

⁹ Το βήτα των Ιδίων κεφαλαίων είναι ένα μοχλευμένο βήτα ενώ το βήτα της αγοράς δεν έχει μόχλευση. Τα βήτα της παλινδρόμησης είναι βήτα των ιδίων κεφαλαίων και για αυτό εμπεριέχουν μόχλευση. Ο αριθμοδείκτης Χρέη/Ίδια κεφάλαια για τη περίοδο της παλινδρόμησης ενσωματώνονται στο βήτα.

Από το κόστος των ιδίων Κεφαλαίων στο Συνολικό Κόστος Κεφαλαίου

Τα ίδια κεφάλαια είναι αδιαμφισβήτητα ένα σημαντικό και απαραίτητο συστατικό του χρηματοδοτικού μίγματος για κάθε επιχείρηση. Παρόλα αυτά αποτελεί ένα μόνο μέρος από τη συνολική χρηματοδότηση που λαμβάνει η επιχείρηση. Το κόστος των άλλων πηγών χρηματοδότησης (δάνεια, υβριδικοί τίτλοι) είναι τις περισσότερες φορές διαφορετικό από αυτό των ιδίων κεφαλαίων και το ελάχιστο όριο απόδοσης κάθε επένδυσης (hurdle rate) αντανακλά και το δικό τους κόστος, σε αναλογία με το μίγμα χρηματοδότησης. Το κόστος κεφαλαίου είναι το μέσο σταθμικό κόστος των διάφορων μορφών χρηματοδότησης περιλαμβανομένου των δανείων, των ιδίων κεφαλαίων και των υβριδικών τίτλων που χρησιμοποιεί η εταιρεία για τις χρηματοδοτικές της ανάγκες. Παρακάτω γίνεται ανάλυση των επιμέρους μορφών χρηματοδότησης.

Εκτίμηση κόστους Προνομιούχων Μετοχών

Οι προνομιούχες μετοχές παρότι συμμετέχουν στα ίδια κεφάλαια της εταιρείας έχουν περισσότερα κοινά χαρακτηριστικά με τα δάνεια παρά με τα ίδια κεφάλαια και αυτό γιατί η πληρωμή των μερισμάτων των προνομιούχων μετοχών είναι προκαθορισμένη και προηγείται των κοινών μερισμάτων. Από την άλλη πλευρά βέβαια οι πληρωμές των μερισμάτων των προνομιούχων μετοχών δεν εκπίπτουν φορολογικά όπως οι πληρωμές των τόκων. Αν υποθέσουμε ότι οι προνομιούχες μετοχές έχουν απεριόριστο χρονικό ορίζοντα τότε το κόστους τους μπορεί να υπολογιστεί με τον παρακάτω τύπο:

$$K_{ps} = \text{Μέρισμα Προν. Μετοχών ανά Μετοχή} / \text{Τρέχουσα τιμή Προνομιούχου Μετοχής}$$

Αυτή η προσέγγιση υποθέτει ότι το μέρισμα θα είναι σταθερό για πάντα και ότι η προνομιούχος μετοχή δεν έχει ιδιαίτερα χαρακτηριστικά (μετατρεψιμότητα, ανακλητότητα). Σε όρους ασφάλειας η προνομιούχος μετοχή είναι ασφαλέστερη από ότι η κοινή μετοχή αλλά λιγότερη ασφαλή από το δανεισμό. Ως εκ τούτου σε μία βάση προ φόρων έχει μεγαλύτερο κόστος από ότι το δάνειο και μικρότερο από ότι τα ίδια κεφάλαια.

Εκτίμηση κόστους Δανείων

Οι επενδυτές των ιδίων κεφαλαίων να μην λαμβάνουν ταμειακές ροές αλλά επωμίζονται και το μεγαλύτερο μέρος του επιχειρησιακού κινδύνου στις περισσότερες εταιρείες ενώ οι δανειστές των εταιρειών αντιμετωπίζουν μικρότερο κίνδυνο να μην λάβουν πίσω τα χρήματά τους μαζί με τον προκαθορισμένο τόκο (χρεολύσιο + τόκος). Για να καλυφτεί ο κίνδυνος αθέτησης πληρωμών οι δανειστές προσθέτουν “περιθώριο πτώχευσης” στο επιτόκιο μηδενικού κινδύνου όταν δανείζουν χρήματα σε εταιρείες. Όσο μεγαλύτερη είναι η πιθανότητα πτώχευσης τόσο μεγαλύτερο είναι spread πτώχευσης, τόσο μεγαλύτερο και το κόστος δανεισμού. Μία άλλη διάσταση στην οποία το κόστος ιδίων κεφαλαίων και το κόστος δανεισμού μπορεί να διαφέρουν είναι η διαδικασία φορολόγησης. Οι ταμιακές ροές στους επενδυτές ιδίων κεφαλαίων (μερίσματα και επαναγορά μετοχών) προκύπτουν μετά της φορολόγησης ενώ οι πληρωμές των τόκων εκπίπτουν φορολογικά. Συμπερασματικά, οι φορολογικοί νόμοι ευνοούν το δανεισμό και ταυτόχρονα μειώνουν το κόστος δανεισμού της επιχείρησης.

Για να υπολογιστεί το κόστος δανεισμού μιας εταιρείας, είναι απαραίτητα τρία στοιχεία. Το δύο πρώτα στοιχεία είναι το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου που θα πρέπει να είναι ίδιο με αυτό που χρησιμοποιήθηκε στο κόστος ιδίων κεφαλαίων και το spread πτώχευσης. Τρεις προσεγγίσεις χρησιμοποιούνται για την αξιολόγηση της επιχείρησης:

- Εάν η εταιρεία έχει ανεξόφλητες ομολογίες σε κυκλοφορία, το επιτόκιο της αγοράς του ομολόγου (απόδοση στη λήξη) μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως κόστος κεφαλαίου. Αυτό είναι κατάλληλο μόνο αν το ομόλογο είναι ρευστοποιήσιμο και αντιπροσωπεύει το συνολικό δανεισμό της εταιρείας. Ακόμα και εταιρεία που έχει μεγάλο ρίσκο μπορεί να εκδώσει ασφαλή ομόλογα καλυμμένα με ασφαλή περιουσιακά στοιχεία.

- Αν η εταιρεία έχει αξιολογηθεί από έναν εδραιωμένο οίκο αξιολόγησης όπως ο S&P ή ο Moody's μπορεί να εκτιμηθεί το spread αθέτησης πληρωμών με βάση αυτή την αξιολόγηση. Για παράδειγμα αν το spread πτώχευσης για τα BBB- ομόλογα είναι 2% τότε μπορεί να χρησιμοποιηθεί αυτό σαν κόστος για όλες της εταιρείες με αξιολόγηση BBB-.

- Αν η εταιρεία δεν έχει λάβει αξιολόγηση και έχει ανεξόφλητο χρέος, μπορεί να υπολογιστεί το κόστος μέσα από τους χρηματοοικονομικούς της αριθμοδείκτες. Μία απλή προσέγγιση είναι μέσω του αριθμοδείκτη κάλυψης τόκων (EBIT/ έξοδα τόκων). Υψηλός δείκτης κάλυψης τόκων αποφέρει καλύτερη αξιολόγηση.

Το τρίτο στοιχείο που πρέπει να ληφθεί υπόψη για το κόστος δανεισμού είναι ο φορολογικός συντελεστής. Ο φορολογικός συντελεστής που πρέπει να χρησιμοποιηθεί στους υπολογισμούς είναι ο οριακός και όχι ο μέσος φορολογικός συντελεστής. Επίσης ο φορολογικός συντελεστής εφαρμόζεται στη περίπτωση που η επιχείρηση εμφανίζει κέρδη και όχι ζημιές. Το κόστος κεφαλαίου για μια εταιρία μετά φόρου υπολογίζεται:

Κόστος κεφαλαίου μετά φόρου = (Επιτόκιο μηδενικού κινδύνου + Spread πτώχευσης) (1-Οριακός φορολογικός συντελεστής)

Κλείνοντας μπορούμε να υπογραμμίσουμε ότι το κόστος δανεισμού μετά το φόρο είναι για τις περισσότερες εταιρείες μικρότερο από ότι το κόστος ιδίων κεφαλαίων λόγω της φορολογικής ελάφρυνσης και λόγω ότι τα δάνεια είναι συνήθως λιγότερα επικίνδυνα από ότι τα ίδια κεφάλαια και για αυτό δίνουν και μικρότερες αποδόσεις (Damodaran, 2015).

Αναλογία δανείων και ιδίων κεφαλαίων για το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου

Έχοντας υπολογίσει το κόστος κεφαλαίου και το κόστος δανεισμού πρέπει να εισάγουμε βάρη στους δύο αυτούς συντελεστές για να καταλήξουμε στο μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου. Για τον υπολογισμό των βαρών για τα δάνεια, τα ίδια κεφάλαια και τις προνομιούχες μετοχές υπάρχουν δύο τρόποι. Ο ένας τρόπος είναι να πάρουμε τις λογιστικές αξίες (book value) των τρόπων χρηματοδότησης από τον ισολογισμό και να υπολογίσουμε τα βάρη για τη λογιστική αξία και ο άλλος τρόπος είναι να χρησιμοποιηθούν οι τρέχουσες τιμές στην αγορά για κάθε τρόπο χρηματοδότησης και να υπολογιστούν τα βάρη με βάση την τρέχουσα αγοραία αξία (market value). Γενικότερος κανόνας είναι να χρησιμοποιείται η τρέχουσα αγοραία αξία επειδή τα νέα δάνεια και οι νέες μετοχές θα αυξηθούν μέσα από την αγορά και σε τιμές αγοράς οπότε αυτός ο τρόπος υπολογισμού δίνει καταλληλότερα αποτελέσματα (Damodaran, 2015).

Αξία Κοινών Μετοχών

Για τις εισηγμένες εταιρείες ο υπολογισμός της τρέχουσας αξίας των κοινών μετοχών είναι πολύ απλός αφού αρκεί να πολλαπλασιάσεις την αξία της μετοχής με τον αριθμό των μετοχών σε κυκλοφορία. Αν η εταιρεία έχει εκδώσει και προνόμιο μετοχών (stock option) θα πρέπει να υπολογιστούν και αυτές οι μετοχές στα κεφάλαια της εταιρείας. Σε περίπτωση που η εταιρεία δεν είναι εισηγμένη τότε σύνηθες είναι να υπολογίζεται ο μέσος αριθμοδείκτης (της αγοράς) δανείων προς ίδια κεφάλαια των εισηγμένων εταιρειών που δραστηριοποιούνται

στον ίδιο κλάδο που δραστηριοποιείται και η επιχείρηση για την οποία γίνεται η αποτίμηση και να χρησιμοποιείται αυτός (Damodaran, 2015).

Τρέχουσα Αξία Δανείων

Το να εκτιμήσεις την αγοραστική αξία του δανείου είναι πιο σύνθετο και γίνεται με έμμεσο τρόπο αφού στις περισσότερες εταιρείες δεν είναι όλα τα δάνειά τους εμπορεύσιμα στην αγορά. Πολλοί επαγγελματίες χρησιμοποιούν τη λογιστική αξία των δανείων σαν πληρεξούσιο για την αγοραστική αξία. Παρόλο που δεν είναι μία άσχημη υπόθεση ιδιαίτερα για ώριμες εταιρείες σε αναπτυσσόμενες αγορές, σε περίπτωση που τα επιτόκια και το περιθώριο αθέτησης πληρωμών (default spread) παρουσιάζουν μεγάλη μεταβλητότητα δεν δίνει αξιόπιστα αποτελέσματα. Ένας απλός τρόπος για να μετατρέψεις τη λογιστική αξία των δανείων σε τρέχουσα αξία αγοράς είναι να υποθέσεις ότι το συνολικό ποσό του δανείου είναι ένα ομολογιακό δάνειο με κουπόνι (τοκομερίδιο) ίσο με τους χρεωστικούς τόκους της εταιρείας όλων των δανείων που κατέχει και χρονικής διάρκειας ίσης με το σταθμισμένο μέσο όρο λήξης των επιμέρους δανείων. Η τρέχουσα αξία του υποθετικού ομολογιακού δανείου γίνεται με βάση το τρέχον κόστος δανεισμού της εταιρείας.

$$\text{Τρέχουσα αξία δανείων} = \text{Interest Expenses} * \left[\frac{1 - \frac{1}{(1+K_{\text{debt}})^n}}{K_{\text{debt}}} \right] + \frac{\text{Λογιστική Αξία Δανείων}}{(1+K_{\text{debt}})^n}, \text{ όπου}$$

K_{debt} = Κόστος δανεισμού επιχείρησης

n = χρονική διάρκεια δανείων

Σε περίπτωση ομολογιακών δανείων τα οποία διαπραγματεύονται στην αγορά η αξία τους υπολογίζεται αν πολλαπλασιαστεί η τρέχουσα τιμή κάθε ομολογίας με τον αριθμός των ομολογιών σε κυκλοφορία (Damodaran, 2015).

Αξία Υβριδικών Τίτλων (Μετατρέψιμου Ομολογιακού Δανείου)

Οι επενδυτές πολλές φορές προτιμούν τα μετατρέψιμα ομολογιακά δάνεια λόγω ασφάλειας για αυτό και το ονομαστικό επιτόκιο του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου είναι μικρότερο από το επιτόκιο ενός απλού ομολογιακού δανείου. Οι υβριδικοί τίτλοι μοιράζονται κοινά γνωρίσματα και με το δάνεια και με τα ίδια κεφάλαια. Το μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο είναι ένα συνδυασμός απλού ομολόγου (δάνειο) και μετατρέψιμου δικαιώματος (ίδια κεφάλαια). Για αυτό το λόγο για να υπολογιστεί η αξία του πρέπει να χωριστεί ανάλογα με τα χαρακτηριστικά

του, σε δάνειο και ίδια κεφάλαια και να υπολογιστεί έπειτα η αξία του καθενός ξεχωριστά. Υπάρχουν δύο τρόποι για να υπολογιστεί η αξία του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου:

- ο Η αξία του μετατρέψιμου δικαιώματος θα υπολογιστεί με τη χρήση ενός μοντέλου αποτίμησης δικαιωμάτων (π.χ. Black & Scholes) και θα αποδοθεί στο κόστος ιδίων κεφαλαίων) ενώ η αξία του ομολόγου που απομένει μετά την αφαίρεση της τιμής του δικαιώματος μετατροπής θα θεωρηθεί ως κόστος δανεισμού.

- ο Το μετατρέψιμο ομόλογο μπορεί να αποτιμηθεί σαν να ήταν ένα απλό ομόλογο χρησιμοποιώντας το επιτόκιο με το οποίο δανείζεται η εταιρεία από την αγορά ως επιτόκιο του ομολόγου. Η διαφορά μεταξύ της τιμής του μετατρέψιμου ομολόγου και του απλού μπορεί να θεωρηθεί ως η αξία του μετατρέψιμου δικαιώματος.

$$\text{Αξία Απλού Ομολόγου} = \text{Κουπόνι} \left[\frac{1-(1+r)^{-n}}{r} \right] + \frac{\text{Ονομαστική Αξία Ομολόγου}}{(1+r)^n}, \text{ όπου}$$

r= κόστος δανεισμού προ φόρων

t= λήξη ομολόγου

Μετατρέψιμο Δικαίωμα = Τρέχουσα αξία δικαιώματος – Αξία απλού Ομολόγου

Είναι σημαντικό τέλος να επισημανθεί ότι τα βάρη που υπολογίζονται αφορούν το τρέχον έτος για αυτό θα πρέπει να γίνεται και μία εκτίμηση αν υπάρχει πιθανότητα να αλλάξουν στα επόμενα χρόνια που γίνεται η αποτίμηση. Συνήθως οι νέες εταιρείες χρηματοδοτούνται κυρίως από ίδια κεφάλαια αφού δεν έχουν τα απαραίτητα κέρδη, και τις ταμειακές ροές που θα τους επιτρέψουν να λάβουν εξωτερικό δανεισμό για αυτό το λόγο είναι πιθανό στα επόμενα χρόνια να αυξηθεί ο εξωτερικός δανεισμός και να φθάσει στα επίπεδα του μέσου όρου του κλάδου. Στην απέναντι όχθη οι πιο ώριμες επιχειρήσεις συνήθως αποφασίζουν να αλλάξουν στρατηγική αλλάζοντας το στόχο για το ύψος των δανείων. Όταν αποτιμούνται τέτοιου είδους επιχειρήσεις θα πρέπει να αναμένονται αλλαγές στα επίπεδα δανεισμού (Damodaran, 2015).

2.2.1.5. Ρυθμός Ανάπτυξης Επιχείρησης

Μία βασική μεταβλητή των μοντέλων προεξόφλησης που πρέπει να εκτιμηθεί είναι ο αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης της εταιρείας. Κανένα άλλο συστατικό δεν προκαλεί τόσο φόβο όσο ο υπολογισμός του ρυθμού ανάπτυξης. Εν αντίθεση με τις ταμειακές ροές και τους συντελεστές προεξόφλησης ο ρυθμός ανάπτυξης απαιτεί από τον αναλυτή να προβλέψει το μέλλον. Σύμφωνα με τον Damodaran (2010) Ο ρυθμός ανάπτυξης των κερδών ανά μετοχή

είναι διαφορετικός από τον ρυθμό ανάπτυξης των λειτουργικών εσόδων εξαιτίας μιας σειράς παραγόντων:

- Έκδοση νέων μετοχών ή επαναγορά παλαιών
- Χρηματοοικονομική μόχλευση
- Λειτουργική μόχλευση

Για αυτό το λόγο είναι σημαντικό να γνωρίζουμε ποιο ρυθμό ανάπτυξης θέλουμε να εκτιμήσουμε.

Πίνακας 2-4 Παράγοντες που επηρεάζουν το ρυθμό ανάπτυξης

Είδος	Παράγοντες που εξηγούν τις διαφορές στους ρυθμούς ανάπτυξης
Έσοδα	
-Λειτουργικά Έσοδα	Αλλαγές στην αποδοτικότητα / Λειτουργική μόχλευση
EBITDA	
-Αποσβέσεις	Αλλαγές στους συντελεστές αποσβέσεων
EBITD	
- Έξοδα τόκων	Αλλαγές στη χρηματοοικονομική μόχλευση
+Έσοδα από το κεφάλαιο κίνησης	Αλλαγές στα επιτόκια
-Φόροι	Αλλαγές στους φορολογικούς συντελεστές
Καθαρό Κέρδος	
-Αριθμός μετοχών	Επαναγορά μετοχών/έκδοση νέων
	Εξάσκηση δικαιώματος

Πηγή: (Damodaran, 2015)

Ένας τρόπος υπολογισμού του ρυθμού ανάπτυξης είναι τα ιστορικά στοιχεία. Πολλοί αναλυτές χρησιμοποιούν τους ρυθμούς ανάπτυξης του πρόσφατου παρελθόντος σαν βάση για το μέλλον. Πάνω σε αυτό ο Damodaran (2015) παραθέτει συγκεκριμένους λόγους για τους οποίους οι ιστορικοί ρυθμοί ανάπτυξης για την ίδια εταιρεία μπορεί να δίνουν διαφορετικές εκτιμήσεις:

- **Μέτρηση Κερδών:** Ο ρυθμός ανάπτυξης των κερδών ανά μετοχή, των καθαρών κερδών, των λειτουργικών κερδών και των εσόδων μπορεί να διαφέρουν αρκετά για την ίδια εταιρεία σε μία συγκεκριμένη χρονική περίοδο.

- **Περίοδος Ανάλυσης:** Για επιχειρήσεις που υπάρχουν πάρα πολλά χρόνια, οι ρυθμοί ανάπτυξης είναι πολύ διαφορετικοί αν κοιτάξει κανείς τα ιστορικά δεδομένα για τα τελευταία δέκα χρόνια.
- **Προσέγγιση κατά Μ.Ο.:** Ακόμα και αν καθορίσουμε τη περίοδο ανάλυσης και το ποσοστό των κερδών τα ποσοστά που θα αποκομίσουμε μπορεί να είναι διαφορετικά, ανάλογα με το πώς θα υπολογίσουμε την αξία. Εξαρτάται αν θα πάρουμε τον αριθμητικό ή το γεωμετρικό μέσο μπορεί να μας δώσει διαφορετικά αποτελέσματα κυρίως αν η εταιρεία παρουσιάζει μεγάλη μεταβλητότητα στα κέρδη της.

Αρκετοί αναλυτές επίσης έχουν επισημάνει ότι η σχέση του παρελθόντος με το παρών είναι αρκετά ασθενής για να προσφέρει ασφαλή αποτελέσματα.

Ένας άλλος τρόπος εκτίμησης του μέλλοντος είναι μέσω των διευθυντικών στελεχών της επιχείρησης που σίγουρα έχουν καλύτερη πληροφόρηση και γνωρίζουν από μέσα το πρόγραμμα επενδύσεων και τους συντελεστές απόδοσης. Αυτός ο τρόπος βέβαια είναι αρκετά δύσκολος καθώς λίγοι διευθυντές θα θελήσουν να δώσουν τόσο σημαντικές πληροφορίες (Damodaran, 2010).

Ο πιο σίγουρος δρόμος για να εκτιμήσει κανείς το ρυθμός ανάπτυξης είναι μέσα από τα θεμελιώδη μεγέθη της εταιρείας. Σύμφωνα με τον Damodaran (2010) η ανάπτυξη μιας επιχείρησης καθορίζεται από δύο παράγοντες:

- Τις νέες επενδύσεις,
- Τη βελτίωση της αποτελεσματικότητας των υφιστάμενων επενδύσεων.

Με βάση τα παραπάνω ο τύπος που μας δίνει το ρυθμό ανάπτυξης είναι:

$$g = \Delta E / E_{t-1} = ROI * \frac{I_t - I_{t-1}}{E_{t-1}} = ROI * \left(\frac{\Delta I}{E_{t-1}} \right)$$

Ο ρυθμός ανάπτυξης της εταιρείας εξαρτάται από την απόδοση των επενδύσεων και από το ποσοστό των κερδών που επανεπενδύεται με την υπόθεση ότι η απόδοση των νέων επενδύσεων παραμένει σταθερή από περίοδο σε περίοδο. Σε διαφορετική περίπτωση θα ισούται με:

$$g = \frac{\Delta E}{E_{t-1}} = ROI * \left(\frac{\Delta I}{E_{t-1}} \right) + (ROI_t - ROI_{t-1}) / ROI_{t-1}$$

Και αν θέλουμε να το γενικεύσουμε ακόμα περισσότερο τότε μπορούμε να υποθέσουμε ότι οι αποδόσεις των νέων επενδύσεων είναι διαφορετικές από τις παλαιές:

$$g = \frac{\Delta E}{E_{t-1}} = ROI_{New,t} * \left(\frac{\Delta I}{E_{t-1}} \right) + (ROI_{existing,t} - ROI_{existing,t-1}) / ROI_{existing,t-1}$$

Το δεύτερο μέρος της εξίσωσης καλύπτει τη συνέπεια των αλλαγών των αποδόσεων στις υπάρχουσες επενδύσεις, ένα συστατικό που ονομάζεται *αποτελεσματική ανάπτυξη*. Μία αύξηση της απόδοσης των επενδύσεων (βελτιώνοντας την αποτελεσματικότητα) δημιουργεί περαιτέρω αύξηση του συντελεστή ανάπτυξης ενώ μία μείωση της αποτελεσματικότητας (με μείωση των επενδύσεων) μειώνει το ρυθμό ανάπτυξης (Damodaran, 2010).

Εταιρείες με πολλά χρόνια δραστηριοποίησης είναι δύσκολο να αναγνωρίσουν υψηλά ποσοστά επανεπένδυσης και απόδοσης επενδύσεων. Ωστόσο δύναται να συνεχίζουν αν αναπτύσσονται με υγιή ποσοστά να καταφέρουν να βελτιώσουν τις αποδόσεις των υφιστάμενων επενδύσεων (αποτελεσματική ανάπτυξη - efficiency growth). Στον παρακάτω πίνακα 2-5 περιγράφονται οι τρόποι υπολογισμού της αποτελεσματικής ανάπτυξης.

Πίνακας 2-5 Προσδιοριστικοί Παράγοντες της Αποτελεσματικής Ανάπτυξης

	Μέτρηση Απόδοσης Υφιστάμενων Στοιχείων Ενεργητικού	Αποτελεσματική Ανάπτυξη (Efficiency Growth)
Λειτουργικά Έσοδα	Απόδοση Απασχολούμενου Κεφαλαίου	$(ROC_t - ROC_{t-1})/ROC_{t-1}$
Καθαρά Έσοδα (Μη χρηματικά)	Απόδοση ιδίων Κεφαλαίων (Μη χρηματικά)	$(NCROE_t - NCROE_{t-1})/NCROE_{t-1}$
Κέρδη ανά μετοχή	Απόδοση ιδίων Κεφαλαίων	$(ROE_t - ROE_{t-1})/ROE_{t-1}$

Πηγή: (Damodaran, 2015)

Γενικότερα είναι πιο πιθανό ώριμες επιχειρήσεις με μικρές αποδόσεις κεφαλαίων να καταφέρουν να παρουσιάσουν αύξηση στα ποσοστά ανάπτυξης σε σχέση με επιχειρήσεις που έχουν ήδη πολύ καλές αποδόσεις. Είναι πιο πιθανό για μια εταιρεία που βρίσκεται κάτω του κλαδικού μέσο όρου στην απόδοση κεφαλαίων να αυξήσει τα ποσοστά της από μία άλλη εταιρεία που υπερτερεί στο τομέα της. Επίσης μια εταιρεία μπορεί να αναπτύσσεται διαρκώς μόνο με νέες επενδύσεις.

Ανάπτυξη νέων Επενδύσεων

Ένα σημαντικό στοιχείο που πρέπει να αναλύσουμε είναι ο δείκτης απόδοση επένδυσης ο οποίος διαφέρει αν εστιάζει κανείς στα λειτουργικά κέρδη ή στα κέρδη κεφαλαίου. Όταν ενδιαφέρεται ο αναλυτής για τα λειτουργικά κέρδη τότε εστιάζει τη προσοχή του στις κεφαλαιουχικές επενδύσεις και στην απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων ενώ όταν ενδιαφέρεται για τα κέρδη κεφαλαίου εστιάζει την ανάλυσή του στις επενδύσεις σε μετοχές – κεφάλαιο και στην απόδοση ιδίων κεφαλαίων. Ο πίνακας 2-6 συνοψίζει τα δεδομένα που

πρέπει να εισάγουμε για να υπολογίσουμε τους αριθμοδείκτες για κάθε είδος απόδοσης ανάλογα με το ποιες ταμειακές ροές θέλουμε να βρούμε.

Πίνακας 2-6 Υπολογίζοντας τις Επενδύσεις και την Απόδοση Επενδύσεων

	Αλλαγή στις Επενδύσεις	Απόδοση Επενδύσεων
Λειτουργικά Κέρδη	Δείκτης Επανεπένδυσης = (κεφαλαιουχικές Δαπάνες – Αποσβέσεις + Κεφάλαιο κίνησης εκτός ταμείου κ διαθεσίμων) / EBIT (1-t)	Απόδοση Επενδυμένων ή Απασχολούμενων Κεφαλαίων (ROC ή ROIC)
Καθαρά κέρδη (μη χρηματικά)	Δείκτης Επανεπένδυσης = (κεφαλαιουχικές Δαπάνες – Αποσβέσεις + Κεφάλαιο κίνησης εκτός ταμείου κ διαθεσίμων – (Πληρωμές Χρεολυσίων – Εισροές από νέο Δανεισμό) / Καθαρά Έσοδα	Απόδοση Κεφαλαίου (Μη χρηματικό NCROE)
Κέρδη ανά μετοχή	Δείκτης Επανεπένδυσης(παρακράτησης)= 1- (Μερίσματα Χρήσης / Καθαρά Κέρδη προς Διάθεση)	Απόδοση Κεφαλαίου (ROE)

Πηγή: (Damodaran, 2010)

Συνοψίζοντας, η ανάπτυξη σε μία επιχείρηση μπορεί να προέλθει μόνο μέσα από επενδύσεις ή από βελτίωση της αποτελεσματικότητας των υφιστάμενων επενδύσεων (Damodaran, 2015).

2.2.1.6. Τελική Αξία (Terminal Value)

Επειδή οι εισηγμένες εταιρείες δεν έχουν περιορισμένη χρονική περίοδο ζωής και επειδή δεν μπορεί να γίνει υπολογισμός των ταμειακών ροών για πάντα θεωρείται κατά τη διαδικασία αποτίμησης ένα καταληκτικό σημείο αναφοράς στο οποίο σταματά ο υπολογισμός των ταμειακών ροών και σε εκείνο το σημείο υπολογίζεται η τελική αξία της επιχείρησης η οποία αντανακλά όλες τις μελλοντικές ταμειακές ροές από εκείνο το σημείο και έπειτα (Damodaran, 2012).

$$\text{Αξία της επιχείρησης} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF}{(1+K_e)^t} + \frac{\text{Τελική Αξία}_n}{(1+K_e)^n}$$

Η τελική αξία μπορεί να υπολογιστεί με έναν από τους παρακάτω τρόπους:

1. Μέθοδος των πολλαπλασίων

Σε αυτή την προσέγγιση, η αξία της εταιρείας σε ένα συγκεκριμένο σημείο στο μέλλον υπολογίζεται εφαρμόζοντας ένα πολλαπλάσιο στα κέρδη ή τα έσοδα της εταιρείας σε εκείνη τη χρονική στιγμή. Για παράδειγμα αν υποθέσουμε ότι η εταιρεία θα πραγματοποιήσει έσοδα 6 εκατομμυρίων ευρώ σε δέκα χρόνια από σήμερα και εφαρμόσουμε ένα πολλαπλασιαστή της τάξεως του 2 για τα έσοδά της τότε η αξία της εταιρείας θα είναι 12 εκατομμύρια ευρώ. Αν η αποτίμηση περιλαμβάνει τα ίδια κεφάλαια τότε μπορεί να χρησιμοποιηθεί σαν πολλαπλασιαστής ο αριθμοδείκτης τιμή μετοχής / κέρδη ανά μετοχή (Price/Earnings) για να υπολογιστεί η τελική αξία. Παρόλο που ο συγκεκριμένος τρόπος είναι απλοϊκός και εύκολος, στη χρήση τα αποτελέσματα που δίνει δεν είναι καθόλου αξιόπιστα και κυρίως είναι ασυνεπής με τη μέθοδο της εσωτερικής αποτίμησης αφού τα πολλαπλάσια λαμβάνονται συνήθως εστιάζοντας σε ανταγωνιστικές εταιρείες το οποίο παραπέμπει στην σχετική μέθοδο αποτίμησης παρά στη μέθοδο προεξόφλησης των ταμειακών ροών.

2. Αξία Ρευστοποίησης

Με τη συγκεκριμένη μέθοδο υποθέτουμε ότι η εταιρεία πρόκειται να σταματήσει τη λειτουργία της σε ένα συγκεκριμένο σημείο στο μέλλον και ότι θα πουλήσει στον πλειοδότη όλα τα περιουσιακά στοιχεία που έχει στην κατοχή της. Ο υπολογισμός της αξίας ρευστοποίησης μπορεί να γίνει με δύο τρόπους:

- Με βάση τη λογιστική αξία των περιουσιακών στοιχείων προσαρμοσμένη με το πληθωρισμό της περιόδου.

$$\text{Αναμενόμενη Αξία ρευστοποίησης} = \text{Λογιστική αξία στοιχείων} * (1 + \text{πληθωρισμός})^{\text{Διάρκεια ζωής στοιχείων}}$$

- Με βάση τα κέρδη που θα προσφέρουν τα συγκεκριμένα στοιχεία. Σε αυτή τη περίπτωση θα πρέπει να υπολογιστούν οι αναμενόμενες ταμειακές ροές από τα περιουσιακά

στοιχεία προεξοφλημένα με ένα κατάλληλο συντελεστή προεξόφλησης για να υπολογίσουμε τη παρούσα αξία.

$$\text{Αναμενόμενη Αξία ρευστοποίησης} = CF * \frac{(1 - \frac{1}{(1+r)^{\text{Διάρκεια ζωής}}})}{r}$$

Όταν γίνεται αποτίμηση ιδίων κεφαλαίων πρέπει η τελική αξία του ανεξόφλητου χρέους να αφαιρεθεί από την τελική αξία της επιχείρησης για να υπολογιστεί η τελική αξία που θα λάβουν μετά την εκκαθάριση οι επενδυτές ιδίων κεφαλαίων. Αυτή η μέθοδος είναι αξιόπιστη για εταιρείες που έχουν εμπορεύσιμα και ξεχωριστά περιουσιακά στοιχεία όπως οι εταιρείες ακινήτων αλλά προκαλεί προβλήματα για εταιρείες που δεν έχουν μεμονωμένα στοιχεία ή δεν υπάρχει αγορά για να πουλήσουν τα περιουσιακά στοιχεία που έχουν.

3. Σταθερό Μοντέλο Ανάπτυξης

Σε αντίθεση με την διαδικασία ρευστοποίησης σε αυτή τη προσέγγιση γίνεται η υπόθεση ότι η επιχείρηση θα συνεχίσει απρόσκοπτα τη λειτουργία της και μετά τον τελικό χρόνο που σταματάει η αποτίμηση και επίσης θα συνεχίσει να αναπτύσσεται με ένα σταθερό ρυθμό για πάντα. Αυτό το μοντέλο διηνεκής ανάπτυξης χρησιμοποιεί μία απλή εξίσωση παρούσας αξίας για να υπολογίσει την τελική αξία της επιχείρησης:

$$\text{Τελική Αξία}_t = \frac{CF_{t+1}}{r - g_{\text{stable}}}, \text{όπου:}$$

r = Συντελεστής προεξόφλησης,

g = Ρυθμός ανάπτυξης στο διηνεκές.

Και σε αυτή τη περίπτωση πρέπει να δίνεται προσοχή στο τι αποτιμάται. Αν δηλαδή αποτιμούνται μερίσματα και ταμειακές ροές ιδίων κεφαλαίων τότε ο συντελεστής προεξόφλησης είναι το κόστος ιδίων κεφαλαίων ενώ αν αποτιμούνται οι ταμειακές ροές της εταιρείας είναι το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου.

$$\text{Τελική Αξία Ιδίων Κεφαλαίων}_t = \frac{CF \text{ to Equity}_{t+1}}{\text{Cost of Equity} - g_{\text{stable}}}$$

Η αξία των ιδίων κεφαλαίων μπορεί αυστηρώς να οριστεί ως μερίσματα (στο μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων).

$$\text{Τελική Αξία Εταιρείας}_t = \frac{\text{CF to Firm}_{t+1}}{\text{Cost of Capital} - g_{\text{stable}}}$$

Είναι πολύ σημαντικό να περιγραφούν οι παράγοντες που σχηματίζουν το σταθερό ρυθμό ανάπτυξης εις το διηνεκές καθώς και μία μικρή αλλαγή στα δεδομένα μπορούν να προκαλέσουν δραματικές αλλαγές στο τελικό αποτέλεσμα. Συνεπώς σύμφωνα με τον Damodaran (2010) πρέπει να εφαρμόζονται οι παρακάτω τρεις περιορισμοί κατά τον υπολογισμό τους ρυθμού ανάπτυξης:

✚ **Περιορισμοί στο ρυθμό ανάπτυξης:** Το γεγονός ότι ο ρυθμός ανάπτυξης που θα καθοριστεί θα είναι ίδιος για όλα τα χρόνια βάζει από μόνο του ένα περιορισμό στο πόσο υψηλός μπορεί να είναι καθώς όπως υπογραμμίσαμε και παραπάνω ακόμα και μία μικρή αλλαγή του ποσοστού μπορεί να επιφέρει μεγάλες αλλαγές στη τελική αξία της επιχείρησης, ιδιαίτερα όταν αυτό το ποσοστό πλησιάζει το συντελεστή προεξόφλησης. Επιπρόσθετα ο εκάστοτε αναλυτής θα πρέπει να έχει στο μυαλό του ότι καμία επιχείρηση δεν μπορεί να αναπτύσσεται για πάντα με ρυθμό μεγαλύτερο από αυτό της συνολικής οικονομίας. Για αυτό το λόγο ένας βασικός περιορισμός που μπορεί να εφαρμοστεί για αποφυγή λαθών είναι ο ρυθμός ανάπτυξης να μην υπερβαίνει τον πραγματικό ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας. Με αυτό τον τρόπο εξασφαλίζεται και ότι ο ρυθμός ανάπτυξης δε θα ξεπερνά το συντελεστή προεξόφλησης εξαιτίας της σχέσης που υπάρχει μεταξύ του ρυθμού ανάπτυξης της οικονομίας και του επιτοκίου χωρίς κίνδυνο που εισέρχεται στο συντελεστή προεξόφλησης. Μακροπρόθεσμα το πραγματικό επιτόκιο μηδενικού κινδύνου συγκλίνει με τον πραγματικό ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας, και το ονομαστικό επιτόκιο μηδενικού κινδύνου προσεγγίζει τον ονομαστικό ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας.

✚ **Χρήση των χαρακτηριστικών κινδύνου των ώριμων εταιρειών:** Καθώς η εταιρεία μεταβαίνει από το στάδιο υψηλής ανάπτυξης στο σταθερό στάδιο ανάπτυξης αποκτά και συγκεκριμένα χαρακτηριστικά τα οποία θα πρέπει να αποδώσει ο αναλυτής στην εταιρεία που αποτιμά. Μία εταιρεία στη φάση σταθερής ανάπτυξης είναι λιγότερο εκτεθειμένη στον κίνδυνο και χρησιμοποιεί περισσότερο δανεισμό από ότι μια εταιρεία που βρίσκεται στη φάση της ανάπτυξης. Στη πράξη θα πρέπει να μετακινήσουμε το συντελεστή beta προς τη κατεύθυνση των εταιρειών σταθερής ανάπτυξης και επίσης θα πρέπει οι αριθμοδείκτες δανείων να συνδυάζονται με μεγαλύτερες και πιο σταθερές ταμειακές ροές.

✚ **Υποθέσεις για τις επανεπενδύσεις και τις υπερβολικές αποδόσεις:** Εταιρείας που βρίσκονται στη στάδιο σταθερής ανάπτυξης έχουν την τάση να επανεπενδύουν μικρότερα ποσά από ότι οι εταιρείες υψηλής ανάπτυξης. Είναι κρίσιμο να αξιολογηθούν οι συνέπειες

μικρότερου ρυθμού επανεπένδυσης και να εξασφαλιστεί επίσης ότι η εταιρεία επανεπενδύει επαρκή ποσά για να εξασφαλίσει το σταθερό ρυθμό ανάπτυξης στην τελική φάση. Παραπάνω αναπτύχθηκε εκτενώς η σχέση μεταξύ ανάπτυξης, ποσοστού επανεπένδυσης και απόδοσης. Στον παρακάτω πίνακα 2-7 γίνεται περιγραφή της επανεπένδυσης με σταθερούς ρυθμούς ανάπτυξης (Damodaran, 2015).

Πίνακας 2-7 Επανεπένδυση με σταθερούς ρυθμούς ανάπτυξης

Μοντέλο	Ποσοστό Επανεπένδυσης σε Σταθερούς Ρυθμούς Ανάπτυξης
Μερίσματα	Σταθερός Ρυθμός Ανάπτυξης / Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων σε σταθερούς ρυθμούς ανάπτυξης
FCFE	Σταθερός Ρυθμός Ανάπτυξης / Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (μη χρηματικών) σε σταθερούς ρυθμούς ανάπτυξης
FCFF	Σταθερός Ρυθμός Ανάπτυξης / Απόδοση Απασχολούμενων Κεφαλαίων στη φάση σταθερής ανάπτυξης

Πηγή: (Damodaran, 2015)

Παρόλο που η αύξηση του σταθερού ρυθμού ανάπτυξης εις το διηνεκές προκαλεί μεγάλη αλλαγή στην τελική αξία της επιχείρησης με την προϋπόθεση ότι όλα τα άλλα παραμένουν σταθερά, αν μαζί με το ποσοστό ανάπτυξης αυξηθεί και το ποσοστό επανεπένδυσης τότε υπάρχει μία αντισταθμιστική επίδραση.

$$\text{Τελική Αξία} = \frac{EBIT_{t+1}(1-t)(1-\text{Ποσοστό Επανεπένδυσης})}{\text{Κόστος Κεφαλαίου}_t - (\text{Σταθερός Ρυθμός Ανάπτυξης})}$$

Τα κέρδη από την αύξηση του ρυθμού ανάπτυξης αντισταθμίζονται μερικώς ή στο σύνολό τους από τα χρήματα που χάνονται εξαιτίας του μεγαλύτερου ποσοστού επανεπένδυσης. Αν τώρα η απόδοση ιδίων κεφαλαίων είναι μεγαλύτερο από το κόστος κεφαλαίου τότε αυξάνοντας το ρυθμό ανάπτυξης αυξάνεται και η αξία της επιχείρησης. Αν η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων ισούται με το κόστος κεφαλαίου τότε δεν υπάρχει καμία επίδραση στην αξία της επιχείρησης. Αν γίνει αλλαγή του σταθερού ρυθμού ανάπτυξης με μία συνάρτηση του ποσοστού επανεπένδυσης τότε έχουμε:

$$\text{Τελική Αξία} = \frac{EBIT_{t+1}(1-t)(1-\text{Ποσοστό Επανεπένδυσης})}{\text{Κόστος Κεφαλαίου}_t - (\text{Ποσοστό Επανεπένδ.} * \text{Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων})}$$

Το κόστος κεφαλαίου είναι το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου αφού γίνεται αποτίμηση της εταιρείας.

Αν θέσουμε ότι η απόδοση ιδίων κεφαλαίων ισούται με το κόστος κεφαλαίου τότε:

$$\text{Τελική Αξία}_{ROE=\text{Κόστος Κεφαλαίου}} = \frac{EBIT_{t+1}(1-t)}{\text{Κόστος Κεφαλαίου}_t}$$

Και στη περίπτωση που αποτιμούμε τα ίδια κεφάλαια έχουμε:

$$\text{Τελική Αξία}_{ROE=\text{Κόστος Κεφαλαίου}} = \frac{Net\ Income_{t+1}}{\text{Κόστος Κεφαλαίου}_t}$$

Κλείνοντας με το ρυθμό ανάπτυξης η βασική υπόθεση όπως φαίνεται και παραπάνω δεν είναι τόσο το ποιο ποσοστό ανάπτυξης θα χρησιμοποιηθεί αλλά οι υπερβάλλουσες αποδόσεις που συνοδεύονται από το ρυθμό ανάπτυξης. Αν υποθέσουμε ότι δεν υπάρχουν υπερβάλλουσες αποδόσεις τότε ο ρυθμός ανάπτυξης δεν επιδρά στη τελική αξία κάτι στο οποίο βασίζονται αρκετοί αναλυτές αφού μία εταιρεία δεν μπορεί να έχει το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα για πάντα. Στη πράξη βέβαια σύμφωνα με τους Paleru & Healy (2008) μπορεί κάποια εταιρεία να περάσει στο στάδιο της σταθερής ανάπτυξης πριν οι υπερβάλλουσες αποδόσεις γίνουν μηδέν. Σε περίπτωση δηλαδή που το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα της εταιρείας είναι πολύ ισχυρό και σταθερό, ακόμα και αν δεν γίνεται να κρατηθεί για πάντα, μπορεί ο αναλυτής στην αποτίμηση να δώσει στην εταιρεία μετριοπαθείς υπερβάλλουσες αποδόσεις εις το διηνεκές χωρίς βέβαια να ξεπερνούν το 4%.

2.2.2. Σχετική Αποτίμηση

Στην αποτίμηση με τη μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών ο αντικειμενικός σκοπός είναι να βρεθεί η αξία των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας δεδομένων των ταμειακών ροών, του ποσοστού ανάπτυξης και τα χαρακτηριστικά κινδύνου. Στη σχετική αποτίμηση από την άλλη πλευρά ο στόχος είναι να αποτιμηθούν τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας με βάση πόσο αποτιμούνται παρόμοια στοιχεία στην αγορά. Βασική προϋπόθεση είναι τα περιουσιακά στοιχεία να είναι τυποποιημένα πριν συγκριθούν με αντίστοιχα της αγοράς. Μπορεί να ομαδοποιηθούν με βάση τα κέρδη που παράγουν, τη λογιστική τους αξία ή την αξία αντικατάστασης ή τα έσοδα που δημιουργούν.

2.2.2.1 Πολλαπλασιαστές κερδών

Ένας από τους πιο γνώριμους τρόπους για να αποτιμήσεις την αξία ενός περιουσιακού στοιχείου είναι ως πολλαπλάσιο των κερδών που δημιουργεί. Ο αριθμοδείκτης τιμής προς

κέρδη μετοχής¹⁰ μπορεί να υπολογιστεί χρησιμοποιώντας τα κέρδη ανά μετοχή των τελευταίων τεσσάρων τριμήνων (trailing P/E) ή τα αναμενόμενα κέρδη ανά μετοχή για το επόμενο χρηματοοικονομικό έτος (forward P/E). Οι μελλοντικοί πολλαπλασιαστές μπορεί κάποιες φορές να προσαρμοστούν προς τα πάνω ή προς τα κάτω για να απεικονίσουν τις αλλαγές από τη ψυχολογία της αγοράς ή πληροφορίες που αναμένεται να επηρεάσουν την τιμή της μετοχής (για παράδειγμα η εισαγωγή ενός προϊόντος ή η εξαγοράς μια επιχειρηματικής μονάδας) (Petit & Ferris, 2013).

Οι πολλαπλασιαστές κερδών μπορεί να υπολογιστούν με βάση διάφορες μετρήσεις των κερδών. Η πιο διαδεδομένη βασίζεται στα κέρδη μετά από φόρους (P/E), στα κέρδη προ τόκων και φόρων (P/EBIT) και στα κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων (P/EBITDA). Ανεξάρτητα από ποιος πολλαπλασιαστής χρησιμοποιείται κάθε φορά, τα κέρδη πρέπει να καθορίζονται σε σχέση με την επιχειρηματική – λειτουργική δραστηριότητα της επιχείρησης τα οποία είναι επαναλαμβανόμενα και όχι με βάση κάποια έκτακτα κέρδη (Petit & Ferris, 2013). Η επιλογή ενός πολλαπλασιαστή κερδών μπορεί να διαφέρει ανάλογα με τον κλάδο δραστηριοποίησης, τον αναλυτή που πραγματοποιεί την αποτίμηση. Παρόλα αυτά σύμφωνα με τον Damodaran (2015) όταν ένας αναλυτής χρησιμοποιεί και τη μέθοδο του πολλαπλασιαστή κερδών αλλά και τη προεξόφληση των ταμειακών ροών ο αριθμοδείκτης (P/EBITDA) αποδεικνύεται πιο αποτελεσματικός λόγω της εγγύτητάς του με τις λειτουργικές ταμειακές ροές της εταιρείας.

2.2.2.2 Πολλαπλασιαστές Λογιστικής Αξίας ή Αξίας Αντικατάστασης

Παρόλο που οι αγορές παρέχουν μία εκτίμηση για την αξία της εταιρείας, οι λογιστές συχνά προσφέρουν και μία διαφορετική εκτίμηση. Η λογιστική αξία καθορίζεται από κανόνες λογιστικής και είναι επηρεασμένη από την αρχική τιμή κτήσης και από διάφορες προσαρμογές που συνέβησαν (όπως οι αποσβέσεις) μέχρι τη στιγμή της αξιολόγησης. Οι επενδυτές συχνά κοιτάζουν τη σχέση μεταξύ τρέχουσας τιμής της αγοράς και λογιστικής αξίας της μετοχής για να αξιολογήσουν αν είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη. Ο λόγος της χρηματιστηριακής τιμής προς τη λογιστική αξία της μετοχής (Price/Book Value) μπορεί να διαφέρει αρκετά από κλάδο σε κλάδο και εξαρτάται άμεσα από την αναπτυξιακή δυναμική και

¹⁰ Price / Earnings (P/E). Για τον υπολογισμό διαιρούμε την τρέχουσα χρηματιστηριακή αξία της μετοχής με τα αντίστοιχα κέρδη της εταιρείας ανά μετοχή

από τη ποιότητα των επενδύσεων. Κατά την αποτίμηση μιας επιχείρησης υπολογίζεται ο παραπάνω αριθμοδείκτης χρησιμοποιώντας όμως τη λογιστική αξία όλων των ιδίων κεφαλαίων και όχι μόνο των μετοχών. Άλλος τρόπος είναι αντί για τη λογιστική αξία να χρησιμοποιείται το κόστος αντικατάστασης. Ο αριθμοδείκτης της αξίας της επιχείρησης προς το κόστος αντικατάστασης ονομάζεται Q Ratio και επινοήθηκε από το νομπελίστα James Tobin ο οποίος υπέθεσε ότι η τρέχουσα αξία όλων των εταιρειών του χρηματιστηρίου θα πρέπει να ισούται με το κόστος αντικατάστασής του σε διαφορετική περίπτωση οι μετοχές θα είναι υπερτιμημένες (>0) ή υποτιμημένες (<0) (Damodaran, 2015). Σύμφωνα με έρευνα του Imam, et al., (2008) παρόλο που λίγοι αναλυτές χρησιμοποιούν πολλαπλασιαστές με βάση τη λογιστική αξία έχει παρατηρηθεί ότι είναι πολύ χρήσιμο για την αποτίμηση χρηματοοικονομικών οργανισμών και ασφαλιστικών εταιρειών επειδή τα περισσότερα στοιχεία του ενεργητικού και παθητικού τέτοιων εταιρειών είναι άμεσα ρευστοποιήσιμα. Γενικότερα πολλοί αναλυτές χρησιμοποιούν τον αριθμοδείκτη Price/Book Value για να υπολογίσουν τη ρευστοποιήσιμη αξία της εταιρείας σε πιθανότητα πτώχευσης. Σε αυτές τις περιπτώσεις βέβαια συνήθως μειώνουν τη λογιστική αξία της εταιρείας γιατί σε πιθανότητα εκποίησης τα περιουσιακά στοιχεία πωλούνται σε τιμές κατώτερες των τρεχουσών τιμών της αγοράς.

2.2.2.3 Πολλαπλασιαστές Εσόδων

Τόσο τα έσοδα όσο και τα κέρδη είναι λογιστικές μετρήσεις και διέπονται από λογιστικούς κανόνες και αρχές. Ο πολλαπλασιαστής εσόδων από την άλλη πλευρά επηρεάζεται κατά πολύ λιγότερο από αυτούς του κανόνες. Οι επενδυτές κεφαλαίων ενδιαφέρονται αρκετά για τον αριθμοδείκτη (Price/Sales) χρηματιστηριακή αξία προς πωλήσεις και για τον αριθμοδείκτη (V/S) αξία εταιρείας προς πωλήσεις όπου ο αριθμητής αυτή τη φορά είναι η αξία της εταιρείας. Και αυτοί οι αριθμοδείκτες διαφέρουν αρκετά από κλάδο σε κλάδο. Ένα πλεονέκτημα του συγκεκριμένου πολλαπλασιαστή είναι η σύγκριση εταιρειών από διαφορετικές αγορές και με διαφορετικά λογιστικά πρότυπα, αν και απλοϊκός, είναι πιο αξιόπιστος από τις άλλες δύο περιπτώσεις πολλαπλασιαστών (κέρδη και λογιστική αξία) (Damodaran, 2015). Όπως επισημαίνεται από τους Petit & Ferris (2013) η ανάγκη για τη χρήση του συγκεκριμένου πολλαπλασιαστή δημιουργήθηκε στις αρχές της δεκαετίας του 1990 όταν έγινε αύξηση των εξαγορών των εταιρειών “dot.com” οι οποίες είχαν μικρή ιστορία και χωρίς πολλά δεδομένα για τα κέρδη τους και για τις ταμειακές ροές τους. Μεταξύ μεθόδων αποτίμησης όταν υπάρχει απουσία ιστορικών δεδομένων για κέρδη και ταμειακές

ροές πρωτίστως χρησιμοποιείται ο πολλαπλασιαστής εσόδων. Κάτω από αυτή τη προσέγγιση, η αποτίμηση της εταιρείας είναι μία συνάρτηση δύο μεταβλητών, ένας κατάλληλος αριθμοδείκτης Χρηματιστηριακή Αξία/Πωλήσεις και μία καλή εκτίμηση για μελλοντικά λειτουργικά κέρδη.

2.2.2.4. Προσδιοριστικοί παράγοντες των πολλαπλασιαστών

Ο Damodaran (2015) τονίζει πως είναι λάθος να θεωρείται ότι η χρήση των πολλαπλασιαστών δεν βασίζεται υποθέσεις. Η σχετική μέθοδος αποτίμησης διαφέρει από την μέθοδο της προεξόφλησης των ταμειακών ροών σχετικά με τις υποθέσεις επειδή στη δεύτερη περίπτωση είναι σαφώς ορισμένες ενώ στη πρώτη συνεπάγονται. Είναι επίσης βασικό να γνωρίζει ο αναλυτής τις μεταβλητές οι οποίες προκαλούν αλλαγές στους πολλαπλασιαστές γιατί αυτές τις μεταβλητές πρέπει να ελέγχουμε όταν συγκρίνουμε τους πολλαπλασιαστές διαφορετικών εταιρειών. Στον παρακάτω πίνακα περιγράφονται οι πολλαπλασιαστές που χρησιμοποιούνται ευρέως και οι μεταβλητές που καθορίζουν τον κάθε ένα.

Πίνακας 2-8 Πολλαπλασιαστές και Προσδιοριστικές Μεταβλητές

Πολλαπλασιαστής	Προσδιοριστικές Μεταβλητές
Price/Earnings Ratio	Ανάπτυξη, Κίνδυνος, Απόδοση
Price/Book Value	Ανάπτυξη, Κίνδυνος, Απόδοση, ROE
Price/Sales Ratio	Ανάπτυξη, Κίνδυνος, Απόδοση, Καθαρό Περιθώριο
EV/EBIT	Ανάπτυξη, Επανεπένδυση, Μόχλευση, Κίνδυνος
EV/EBIT (1-t)	Ανάπτυξη, Επανεπένδυση, Μόχλευση, Κίνδυνος
EV/EBITDA	Ανάπτυξη, Επανεπένδυση, Μόχλευση, Κίνδυνος
EV/Sales	Ανάπτυξη, Επανεπένδυση, Μόχλευση, Κίνδυνος, Λειτουργικό Περιθώριο
EV/Book capital	Ανάπτυξη, Μόχλευση, Κίνδυνος, ROC

Πηγή: (Damodaran, 2015)

2.2.2.5. Συγκρίσιμες Εταιρείες

Όπως αναφέρθηκε και στην εισαγωγή της σχετικής αποτίμησης οι πολλαπλασιαστές χρησιμοποιούνται σε συνδυασμό με συγκρίσιμες εταιρείες για να καθοριστεί η αξία της εταιρείας ή των ιδίων κεφαλαίων της. Μετά την επιλογή των κατάλληλων πολλαπλασιαστών σειρά έχει η επιλογή του κατάλληλου γκρουπ των εταιρειών που θα χρησιμοποιηθεί στην ανάλυση. Συνήθως μία απλή επιλογή είναι εταιρείες του ίδιου κλάδου που υποτίθεται αν και όχι πάντα μοιράζονται κοινά χαρακτηριστικά ως προς τις ταμειακές ροές, το μέγεθος και τον κίνδυνο. Σε περίπτωση που ο κλάδος περιλαμβάνει λίγες εισηγμένες τότε θα πρέπει να συμπεριληφθούν στο δείγμα και άλλες εταιρείες με ομοιότητες στις ταμειακές ροές, στις δυνατότητες ανάπτυξης, στον κίνδυνο και στο μέγεθος. Επειδή είναι σχεδόν αδύνατο να βρεθούν πανομοιότυπες εταιρείες πολλές φορές χρειάζεται ελεγχθούν βαθύτερα οι όποιες διαφοροποιήσεις υπάρχουν σε σχέση με τις μεταβλητές κλειδιά, που αναφέρθηκαν και παραπάνω. Τέλος μέσω της παλινδρόμησης δίνεται η δυνατότητα για έλεγχο των μεταβλητών που προκαλούν τις διαφορές στους πολλαπλασιαστές μεταξύ των εταιρειών. Με βάση τις μεταβλητές του πίνακα 2-8 γίνεται να διεξαχθεί παλινδρόμηση των πολλαπλασιαστών με τις μεταβλητές που τους επηρεάζουν. Για το ρίσκο χρησιμοποιείται ο συντελεστής βήτα, για την ανάπτυξη ο αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης και για τις ταμειακές ροές η απόδοση (Damodaran, 2015).

2.2.2. Διαφορές μεταξύ Αποτιμήσεων

Είναι πολύ πιθανό οι διαφορετικές προσεγγίσεις αποτίμησης να δίνουν και διαφορετικές αξίες στην επιχείρηση. Ακόμα και με την ίδια προσέγγιση (Σχετική αποτίμηση) χρησιμοποιώντας διαφορετικούς πολλαπλασιαστές μπορεί να εξαχθεί διαφορετική τελική αξία. Οι διαφορές στην αποτίμηση μέσω της μεθόδου της προεξόφλησης των ταμειακών ροών και της σχετικής πηγάζουν από τη διαφορετική οπτική της αποτελεσματικότητας της αγοράς. Στη σχετική αποτίμηση, γίνεται η υπόθεση ότι η αγορά μπορεί να σφάλει σε μεμονωμένες μετοχές αλλά όχι στο μέσο όρο. Στην προεξόφληση των ταμειακών ροών αντίθετα υποθέτουμε ότι η αγορά μπορεί να κάνει λάθος εκτιμήσεις αλλά διορθώνει αυτά τα λάθη μακροπρόθεσμα και αυτά τα λάθη μπορεί να περιλαμβάνουν ολόκληρο κλάδο αλλά και όλη την αγορά. Για αυτό το λόγο υπάρχει η πιθανότητα μία μετοχή να θεωρείται υπερτιμημένη με τη μέθοδο της

προεξόφλησης των ταμειακών ροών αλλά υποτιμημένη σε σχετική βάση αν όλες οι συγκρίσιμες εταιρείες που χρησιμοποιήθηκαν στη σχετική αποτίμηση ήταν υπερτιμημένες. Το αντίθετο μπορεί να συμβεί αν όλος ο κλάδος ή η αγορά ήταν υποτιμημένη. Γενικότερα ο Damodaran (2015) ισχυρίζεται ότι:

- Η προεξόφληση των ταμειακών ροών βασίζεται στην υπόθεση ότι μακροπρόθεσμα η αγορά διορθώνει τυχόν λάθη της και για αυτό έχει μακροπρόθεσμο ορίζοντα.
- Στη σχετική αποτίμηση, είναι ριψοκίνδυνο να βασιστεί ο αναλυτής στους πολλαπλασιαστές όταν δεν μπορεί να εξηγήσει τις διαφορές μεταξύ των εταιρειών από τα θεμελιώδη χρηματοοικονομικά της εταιρείας όπως ο ρυθμός ανάπτυξης, ο κίνδυνος και οι ταμειακές ροές. Η χρήση της παλινδρόμησης σίγουρα βοηθάει αφού το R^2 και το t-statistic δίνουν μία εκτίμηση για αυτή τη σχέση (Damodaran, 2015).

3. Εταιρείες προς Αποτίμηση

Σε αυτό το σημείο της εργασίας θα αναλύσουμε τις εταιρείες που θα αποτιμήσουμε περιγράφοντας το ιστορικό τους, τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη τους τη τελευταία πενταετία 2010-2014, τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιούνται, και τη γενικότερη εικόνα της ελληνικής οικονομίας τα τελευταία χρόνια καθώς θα επιχειρήσουμε και μια εκτίμηση για το μέλλον. Όλα τα παραπάνω στοιχεία αποτελούν τη βάση των δεδομένων τα οποία θα εισαχθούν στο μοντέλο των ταμειακών ροών στο επόμενο κεφάλαιο για να πραγματοποιηθεί η αποτίμηση των εταιρειών.

3.1 Ανώνυμη Ναυτιλιακή Εταιρεία Κρήτης Α.Ε.

3.1.1 Ιστορικό - Περιγραφή

Η Ανώνυμη ναυτιλιακή Εταιρεία Κρήτης (ANEK LINES) ιδρύθηκε το 1967 ύστερα από πρόταση του Συνδέσμου οικονομολόγων του Νόμου Χανίων και τη συμπαράσταση του τότε Μητροπολίτη Κισσάμου και Σελίνου Ειρηναίου Γαλανάκη. Μέτοχοι της εταιρείας στο αρχικό στάδιο υπήρξαν άνθρωποι της Κρήτης (έμποροι, επαγγελματίες, συνταξιούχοι, αγρότες) και αποτέλεσε την πρώτη παγκοσμίως πολυμετοχική ναυτιλιακή εταιρεία. Αιτία ίδρυσης της ANEK ήταν η βελτίωση των υπηρεσιών της ακτοπλοϊκής σύνδεσης της Κρήτης με την Ηπειρωτική Ελλάδα. Το 1970 η ANEK αποκτά το πρώτο πλοίο της το Κύδων και εισέρχεται δυναμικά στο χώρο της ελληνικής ακτοπλοΐας. Το 1973 αγοράζει άλλα δύο πλοία και ξεκινά

και τη γραμμή Ηράκλειο – Πειραιά. Το 1989 πραγματοποιείται η ναυτιλιακή σύνδεση Ελλάδας – Ιταλίας μέσω της γραμμής Πάτρας – Αγκώνας με τα πλοία Λισσός και Λατώ. Το 1992 δρομολογείται και η γραμμή Βορείου Ιταλίας με τη ναυαρχίδα των πλοίων το Ελ. Βενιζέλος (το μεγαλύτερο πλοίο της Μεσογείου). Αρχές του 1999 η εταιρεία πραγματοποιεί την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο αξιών Αθηνών και μέσω άντλησης κεφαλαίων πραγματοποιεί τα επόμενα δύο χρόνια την αγορά πέντε πλοίων. Παράλληλα συγχωνεύεται και με την Ρεθυμνιακή ναυτιλιακή εταιρεία στα τέλη του ίδιου έτους. Το 2005 η γραμμή της Βορείου Ιταλίας συνεχίζεται με τη νέα γραμμή Πάτρα – Βενετία και την ίδια χρονιά μεταφέρονται οι διοικητικές υπηρεσίες στα νέα ιδιόκτητα γραφεία στα Χανιά. Το 2006 απονέμεται στο πλοίο Olympic champion από τη Γερμανική λέσχη αυτοκινήτου (ADAC) το βραβείου του καλύτερου επιβατηγού πλοίου. Το 2008 η ANEK βραβεύεται από την Lloyd's ως η καλύτερη εταιρεία της χρονιά για την επιβατηγό ναυτιλία. Την ίδια χρονιά δρομολογούνται δύο πλοία της εταιρείας στις γραμμές Πειραιά – Πάρο – Νάξο – Ίο – Σαντορίνη και Χίο – Μυτιλήνη. Σήμερα η ANEK μετά από 48 χρόνια δυναμικής παρουσίας κατέχει ένα ισχυρό brand name στον κλάδο και δραστηριοποιείται με ιδιόκτητα και ναυλωμένα πλοία σε γραμμές της Αδριατικής (Αγκόνα, Βενετία), της Κρήτης (Χανιά, Ηράκλειο), των Δωδεκανήσων και των Κυκλάδων.

Η Έδρα της εταιρείας είναι στα Χανιά σε ιδιόκτητα γραφεία και ο στόλος της αποτελείται από δώδεκα ιδιόκτητα σύγχρονα επιβατηγά – οχηματαγωγά πλοία τα οποία πραγματοποιούν ταξίδια στου θαλάσσιους δρόμους της Ελλάδας και της Αδριατικής (ANEK, 2015). Τα δύο από τα δώδεκα πλοία είναι ναυλωμένα από άλλες εταιρείες. Ο μέσος όρος ηλικίας των πλοίων της εταιρείας είναι τα 22,5 έτη.

3.1.2 Μετοχικό Κεφάλαιο - Μετοχική Σύθεση

Το μετοχικό κεφάλαιο ANEK A.E. την 31η Δεκεμβρίου 2014 ανερχόταν σε 56.596.467,60 € διαιρούμενο σε 185.373.016 κοινές και 3.281.876 προνομιούχες μετοχές ονομαστικής αξίας €0,30 η κάθε μία. Οι μετοχές της εταιρείας είναι στο σύνολό τους εισηγμένες προς διαπραγμάτευση στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Οι μέτοχοι που κατέχουν ποσοστό μεγαλύτερο του 5% επί του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου της Εταιρείας είναι οι εταιρείες BAPMIN AEBE με 26,52% και η Τράπεζα Πειραιώς με 24,18%. Η τράπεζα Πειραιώς απέκτησε το παραπάνω ποσοστό στις 11/12/2014 μετά από καταγγελία του δανείου επί ενεχύρω των μετοχών που κατείχε η εταιρεία SEA STAR CAPITAL PLC (ANEK, 2014).

3.1.3 Εταιρείες του Ομίλου

Στον όμιλο της ANEK, εκτός της μητρικής περιλαμβάνονται και οι παρακάτω θυγατρικές και συγγενείς εταιρίες που φαίνονται στον πίνακα 3-1 με τα αντίστοιχα ποσοστά συμμετοχής την 31η Δεκεμβρίου 2014:

Πίνακας 3-1 Θυγατρικές Εταιρείες Ομίλου

Επωνυμία	Ποσοστό Ομίλου	Έδρα	Δραστηριότητα
ΛΑΣΙΘΙΩΤΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ (ΛΑΝΕ)	50,11%	Χανιά	Επιβατηγός ναυτιλία
ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΕΠΑΡΧΙΑΣ ΑΠΟΚΟΡΩΝΑ Α.Ε. (ΕΤΑΝΑΠ)	47,96%	Στύλος Χανίων	Παραγωγή και διάθεση εμφιαλωμένου νερού
ΛΕΥΚΑ ΟΡΗ Α.Β.Ε.Ε.	60,45% ¹¹	Στύλος Χανίων	Παραγωγή και εμπορία πλαστικών φιαλών και ειδών συσκευασίας
ΑΝΕΚ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗ – ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΗ – ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	99,48% ¹²	Χανιά	Τουρισμός – συμμετοχή σε άλλες εταιρείες – παροχή συμβουλευτικών υπηρεσιών κ.λπ.
ΑΙΓΑΙΟΝ ΠΕΛΑΓΟΣ ΘΑΛΑΣΣΙΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ ΝΑΥΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	100,00%	Χανιά	Ναυτική εταιρεία Ν.959/79
ΑΝΕΚ LINES ITALIA S.r.l.	49,00%	Αγκόνα Ιταλίας	Πρακτόρευση και αντιπροσώπευση ναυτιλιακών εταιρειών

Πηγή: (ΑΝΕΚ, 2014)

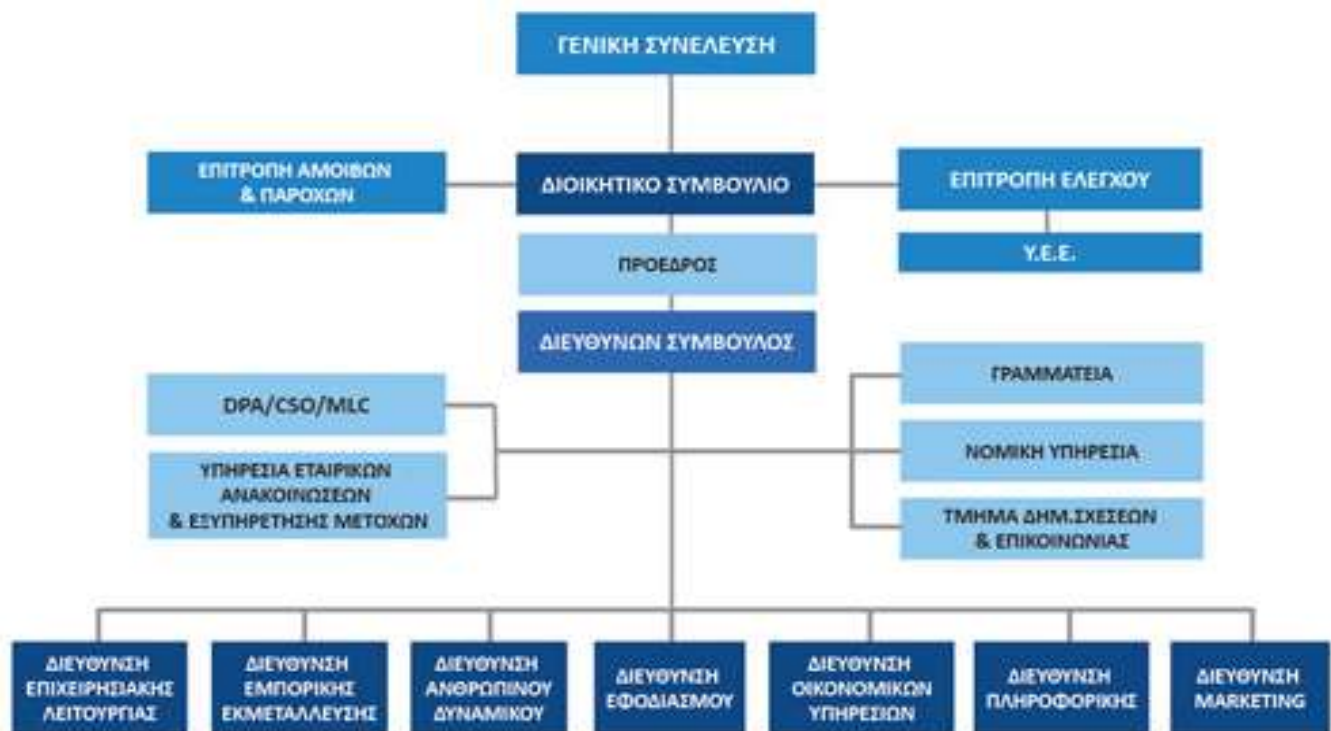
3.1.4 Οργανωτική δομή

Το διοικητικό συμβούλιο της ANEK Α.Ε. αποτελείται από 15 μέλη, 12 αιρετά και 3 που ορίζονται από το καταστατικό της εταιρίας. Αυτά τα μέλη είναι : ο Δήμαρχος Χανίων, ο Δήμαρχος Ρεθύμνου και ένα μέλος του Συνδέσμου Διπλωματούχων Επιστημών Χανίων. Ο αριθμός των απασχολούμενων του προσωπικού στις 31/12/2014 ανερχόταν σε 710 άτομα για την εταιρεία από τα οποία τα 515 απασχολούνταν ως πληρώματα στα πλοία και σε 787 για τον όμιλο από τα οποία τα 563 άτομα ως πληρώματα πλοίων. Στο παρακάτω διάγραμμα φαίνεται το οργανόγραμμα της εταιρείας:

Διάγραμμα 3-1 Οργανόγραμμα ANEK Α.Ε.

¹¹ άμεση συμμετοχή: 24% και έμμεση μέσω της ΕΤΑΝΑΠ: 36,45%

¹² άμεση συμμετοχή: 99% και έμμεση μέσω της ΕΤΑΝΑΠ: 0,48%



Πηγή: (ΑΝΕΚ, 2014)

Στις οργανωτικές δομές της εταιρείας περιλαμβάνεται επίσης η γενική γραμματεία, η υπηρεσία δημοσίων σχέσεων και επικοινωνίας, η υπηρεσία εξυπηρέτησης μετόχων, η υπηρεσία εταιρικών ανακοινώσεων και η νομική υπηρεσία.

Στη παρούσα εργασία δε θα δώσουμε μεγαλύτερη βαρύτητα στις παραπάνω πληροφορίες γιατί θεωρούμε ότι δε αποτελούν μέρος της πτυχιακής εργασίας. Αντιθέτως θα δώσουμε μεγάλο βάρος στα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη της εταιρείας και πως διαμορφώθηκαν τα τελευταία πέντε χρόνια, περίοδος που χρησιμοποιήσουμε για την αποτίμηση της εταιρείας.

3.1.5 Εξέλιξη βασικών οικονομικών μεγεθών

Πίνακας 3-2 Ενοποιημένος Ισολογισμός 2010-2014

Ενοποιημένος Ισολογισμός Ομίλου (Ποσά σε € '000)					
Οικονομική Χρήση	2010	2011	2012	2013	2014
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
Ενσώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία	386.708	367.549	320.878	300.964	292.429
Επενδύσεις σε ακίνητα	1.802	1.796	1.791	1.785	1.828
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	120	73	67	47	33
Συμμετοχές σε θυγατρικές εταιρείες	0	0	0	0	0
Συμμετοχές σε συγγενείς εταιρείες	1.079	1.319	1.449	1.796	1.880
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	118	118	118	126	77
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	32	92	107	184	213

Σύνολο μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	389.859	370.947	324.410	304.902	296.460
Αποθέματα	9.333	7.869	6.288	4.520	3.129
Απαιτήσεις από πελάτες	68.547	55.612	52.739	45.293	45.381
Λοιπές βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις	7.255	1.925	4.221	3.982	10.415
Χρηματοοικονομικά στοιχεία σε εύλογη αξία μέσω αποτελεσμάτων	771	867	825	843	737
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	3.301	3.360	4.037	3.733	3.564
Μη κυκλοφορούντα πάγια στοιχεία προοριζόμενα για πώληση				0	2.180
Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	89.207	69.633	68.110	58.371	65.406
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	479.066	440.580	392.520	363.273	361.866
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
Μετοχικό κεφάλαιο	40.325	56.597	56.597	56.597	56.597
Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο	1.080	745	745	745	745
Αποθεματικά	156.398	156.403	156.480	156.091	7.398
Αποτελέσματα εις νέο	(90.782)	(113.688)	(174.492)	(209.377)	(78.539)
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων ιδιοκτητών μητρικής	107.021	100.057	39.330	4.056	(13.799)
Δικαιώματα μειοψηφίας	7.146	7.017	7.041	6.114	4.558
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων	114.167	107.074	46.371	10.170	(9.241)
Μακροπρόθεσμες τραπεζικές υποχρεώσεις	221.554	229.077	903	210	4.303
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	993	986	978	1.200	1.189
Υποχρεώσεις συνταξιοδοτικών παροχών προσωπικού	3.445	3.563	3.444	2.624	2.894
Λοιπές προβλέψεις	494	606	1.645	1.722	2.006
Επιχορηγήσεις περιουσιακών στοιχείων	698	1.311	1.822	1.267	1.070
Υποχρεώσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης				0	25.501
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις				0	5.560
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	227.184	235.543	8.792	7.023	42.523
Βραχυπρόθεσμες τραπεζικές υποχρεώσεις	68.490	34.519	274.948	290.540	274.215
Υποχρεώσεις σε προμηθευτές	52.966	42.718	36.605	30.643	29.443
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	16.259	20.726	25.804	24.897	24.926
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	137.715	97.963	337.357	346.080	328.584
Σύνολο υποχρεώσεων	364.899	333.506	346.149	353.103	371.107
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	479.066	440.580	392.520	363.273	361.866

Η μεγάλη μείωση (24,38%) που παρουσιάζεται στα ενσώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία από το 2010 στο 2014 οφείλεται κυρίως στην απομείωση των λογιστικών αξιών των πλοίων λόγω των άσχημων οικονομικών συνθηκών, στις πωλήσεις πλοίων το 2011 και το 2014 και στις αποσβέσεις. Αξίζει να αναφέρουμε ότι οι απομειώσεις των λογιστικών αξιών ανήλθαν στην περίοδο 2010-2014 στο πόσο των 59 εκατομμύρια ευρώ κάτι το οποίο βέβαια στο μέλλον δεν αναμένεται να συνεχιστεί με τον ίδιο ρυθμό. Σχετικά με τα πλοία που

επωλήθησαν το 2014 συναφθείσα ταυτόχρονα συμβάσεις μακροχρόνιας ναύλωσης με δικαίωμα επαναγοράς (χρηματοδοτική μίσθωση). Για αυτό το 2014 εμφανίζεται στο παθητικό και υποχρεώσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης αξίας 25.501 εκατομμύρια.

Στα άυλα περιουσιακά στοιχεία του ομίλου περιλαμβάνονται μόνο τα λογισμικά προγράμματα Η/Υ μείων τις σωρευμένες αποσβέσεις αυτών για αυτό και μείωση στη πενταετία οφείλεται εξολοκλήρου στις αποσβέσεις.

Οι συμμετοχές σε συγγενείς είναι η συμμετοχή που έχει η ANEK στην συγγενή ANEK LINES ITALIA S.r.l. η οποία κάθε χρόνο εμφανίζει κέρδη τα οποία ενσωματώνονται στον ισολογισμό του ομίλου. Τα συνολικά κέρδη την πενταετία ανήλθαν σε 801 χιλιάδες ευρώ.

Τα αποθέματα περιλαμβάνουν καύσιμα, λιπαντικά, ανταλλακτικά και εμπορεύματα και αποτιμώνται στη χαμηλότερη τιμή μεταξύ κόστους κτήσης και καθαρής ρευστοποιήσιμης αξίας. Η τιμή κόστους προσδιορίζεται με την εφαρμογή της μεθόδου του μέσου σταθμικού κόστους. Η μεγάλη μείωση κατά το έτος 2013 οφείλεται στην αναταξινόμηση των ανταλλακτικών των πλοίων από τη κατηγορία των αποθεμάτων στη κατηγορία των ενσώματων πάγιων.

Οι απαιτήσεις από πελάτες παρουσιάζουν μείωση την πενταετία και αυτό οφείλεται στην αυξανόμενη πρόβλεψη για επισφαλείς πελάτες που γίνεται κάθε χρόνο καθώς και στη μείωση της πιστωτικής πολιτικής της εταιρείας λόγω των αυξανόμενων επισφαλειών. Στο τελευταίο υπάρχει αύξηση των λοιπών βραχυπρόθεσμων απαιτήσεων από απαιτήσεις της μητρικής από ασφαλιστικές αποζημιώσεις.

Τα ταμειακά διαθέσιμα του ομίλου παρουσιάζουν μια σχετική ισορροπία από έτος σε έτος και μία συνολική αύξηση στην περίοδο που μελετάμε της τάξεως του 7,97%. Στα ταμειακά διαθέσιμα περιλαμβάνονται τα διαθέσιμα στο ταμείο, οι καταθέσεις όψεως και οι προθεσμιακές καταθέσεις.

Στο έτος 2014 το ποσό των μη κυκλοφορούντων (2.180.000€) παγίων αφορά συμφωνία με αλλοδαπή εταιρεία για τη ναύλωση πλοίου της θυγατρικής LANE και υποχρέωση εξαγοράς από το ναυλωτή στις 31.03.2015. Από την αναταξινόμηση όμως του πλοίου προέκυψε ζημιά 1.902.000€ η οποία περιλαμβάνεται στα αποτελέσματα από επενδυτικές δραστηριότητες.

Οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις παρουσιάζουν μείωση το 2012 λόγω αναταξινόμησης των μακροπρόθεσμων δανείων του ομίλου ποσό 214,9 εκατομμυρίων σε βραχυπρόθεσμες

τραπεζικές υποχρεώσεις λόγω μη εξυπηρέτησης των δανειακών υποχρεώσεων η οποία συνιστά μη τήρηση των όρων, γεγονός που συνεπάγεται την υποχρέωση της εταιρείας για πλήρη αποπληρωμή των δανείων.

Οι λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις που εμφανίζονται στο 2014 αφορούν ρυθμισμένες υποχρεώσεις της μητρικής και ρυθμισμένες εμπορικές υποχρεώσεις θυγατρικής η εξόφληση των οποίων εκτείνεται πέραν του έτους.

Το 2011 πραγματοποιήθηκε η τελευταία αύξηση μετοχικού κεφαλαίου ύψους 16.271.669,70€ με έκδοση 54.238.899 κοινών μετοχών ονομαστικής αξίας 0,30 € η κάθε μία. Το 2014 με απόφαση της Γενικής συνέλευσης έγινε συμψηφισμός μέρους των σωρευμένων ζημιών συνολικού ποσού 147,6 εκατομμυρίων με αντίστοιχα αποθεματικά της εταιρείας.

Πίνακας 3-3 Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης

Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης (Ποσά σε € '000)					
Οικονομική Χρήση	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
Κύκλος Εργασιών (πωλήσεις)	263.125	243.595	199.677	178.039	169.476
Κόστος πωληθέντων	(240.769)	(206.882)	(177.304)	(154.782)	(143.852)
Μικτά Κέρδη	22.356	36.713	22.373	23.257	25.624
Άλλα έσοδα	1.277	1.188	1.129	3.295	4.446
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	(12.711)	(11.198)	(9.941)	(9.658)	(9.057)
Έξοδα λειτουργίας διάθεσης	(24.658)	(22.529)	(18.339)	(17.110)	(16.308)
Άλλα έξοδα	(11.371)	(2.915)	(4.031)	(4.860)	(5.741)
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών & επενδυτικών αποτελεσμάτων	(25.107)	1.259	(8.809)	(5.076)	(1.036)
Χρηματοοικονομικά έξοδα	(14.173)	(17.668)	(16.291)	(16.575)	(17.734)
Χρηματοοικονομικά έσοδα	161	35	91	427	1.841
Αποτελέσματα από επενδυτικές δραστηριότητες	(2.239)	(6.754)	(35.504)	(15.313)	(2.010)
Κέρδη από συγγενείς	572	240	130	347	84
Άλλες προβλέψεις	(47.500)				
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων	(88.286)	(22.888)	(60.383)	(36.190)	(18.855)
Φόρος εισοδήματος	(586)	(139)	(185)	(319)	(342)
Κέρδη / (ζημιές) μετά από φόρους	(88.872)	(23.027)	(60.568)	(36.509)	(19.197)
Λοιπά συνολικά έσοδα / (έξοδα)					
Στοιχεία που αναταξινομούνται στα αποτελέσματα:					0
Μεταβολή αποθεματικών εύλογης αξίας ακινήτων				(123)	0
Στοιχεία που δεν αναταξινομούνται στα					

αποτελέσματα:					
Αναλογιστικά κέρδη / (ζημιές)				(121)	(73)
Αναβαλλόμενοι φόροι				(4)	0
Λοιπά συνολικά έσοδα / (έξοδα) μετά από φόρους	0	0	0	(125)	(73)
Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα / (έξοδα) μετά από φόρους	(88.872)	(23.027)	(60.568)	(36.757)	(19.270)
Κέρδη / (ζημιές) αποδοτέα σε:					
Ιδιοκτήτες μητρικής	(89.738)	(22.901)	(60.732)	(35.713)	(17.784)
Δικαιώματα μειοψηφίας	866	(126)	164	(796)	(1.413)
Λοιπά συνολικά έσοδα / (έξοδα) μετά από φόρους			(8)		
Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα / (έξοδα) αποδοτέα σε:					
Ιδιοκτήτες μητρικής	(89.738)	(22.901)	(60.726)	(35.900)	(17.856)
Δικαιώματα μειοψηφίας	866	(126)	150	(857)	(1.414)
Κέρδη / (ζημιές) μετά από φόρους ανά μετοχή βασικά (σε €)	(0,6676)	(0,1337)	(0,3219)	(0,1893)	(0,0943)
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και αποσβέσεων (EBITDA)	(11.387)	12.308	4.235	6.477	10.101

Όπως φαίνεται από τα αποτελέσματα χρήσης οι πωλήσεις έχουν υποστεί δραματική μείωση τα τελευταία χρόνια με το ποσοστό μείωσης ωστόσο να είναι μειούμενο. Η μεγαλύτερη πτώση παρατηρήθηκε το 2011 απόρροια της μεγάλης συρρίκνωσης του ΑΕΠ 13% περίπου σε δύο χρόνια, της εκτόξευσης της ανεργίας και της ανόδου της τιμής των καυσίμων¹³ η οποία με τη σειρά της έφερε και άνοδο στις τιμές των εισιτηρίων. Όπως φαίνεται και από τον παρακάτω πίνακα 3-3 υπήρξε σημαντική μείωση των επιβατών-οχημάτων και φορτηγών που διακινήθηκαν την τελευταία πενταετία με τον όμιλο της ANEK.

Πίνακας 3-4 Επιβάτες - Οχήματα - Φορτηγά που Διακινήθηκαν

	2010	2011	2012	2013	2014
Επιβάτες	2.700.000	2.400.000	1.900.000	1.500.000	1.400.000
Οχήματα	447.000	380.000	290.000	241.000	227.000
Φορτηγά	255.000	193.000	165.000	149.000	151.000

¹³ Την διετία 2009-2011 υπήρξε άνοδος 66%

Το κόστος πωληθέντων όπως είναι φυσικό μειώνεται και αυτό και μάλιστα με ρυθμό μεγαλύτερο από τις πωλήσεις¹⁴ σε μια προσπάθεια της εταιρείας να βελτιώσει τα αποτελέσματά της. Στη μείωση του κόστους πωληθέντων έχει συμβάλει η αποτελεσματικότερη διαχείριση των πλοίων (σταμάτημα των δρομολογίων που δεν ήταν αποδοτικά) και οι συνέργειες από την κοινοπραξία με τον όμιλο ΑΤΤΙCΑ συμμετοχών.

Ωστόσο ένας από τους μεγαλύτερους κινδύνους για τις ναυτιλιακές εταιρείες είναι η διακύμανση στις τιμές των καυσίμων αφού αποτελεί το βασικότερο λειτουργικό κόστος με άμεση επίδραση στα αποτελέσματα. Για το 2014 το 43% του συνολικού κόστους πωληθέντων αποτελούσε το κόστος καυσίμων και λιπαντικών Σύμφωνα με την εταιρεία μία μεταβλητότητα της τιμής του καυσίμου κατά +/- 5% / μετρικό τόνο έχει επίδραση στα αποτελέσματα στα ίδια κεφάλαια +€3,1 εκατομμύρια για το 2014.

Τόσο τα έξοδα διοικητικής λειτουργία όσο και τα έξοδα διάθεσης μειώνονται και αυτά με αντίστοιχο περίπου ποσοστό με τον κύκλο εργασιών. Στα έξοδα διοικητικής λειτουργίας περιλαμβάνονται το κόστος μισθοδοσία και τα έξοδα διοίκησης και στα έξοδα διάθεσης κυρίως οι προμήθειες πωλήσεων. Στα λοιπά έξοδα που παρουσιάζουν κάποια χρόνια αύξηση οφείλεται λόγω των επισφαλών απαιτήσεων και προσαυξήσεων για φορολογικές ρυθμίσεις.

Τα χρηματοοικονομικά έξοδα, το μεγαλύτερο μέρος των οποίων αποτελούν οι χρεωστικοί τόκοι δανείων, παραμένουν υψηλά και σταθερά με αδυναμία μείωσης¹⁵ εξαιτίας του μεγάλου δανεισμού του ομίλου. Ο συνολικός δανεισμός της εταιρείας το 2014 υπολογίζεται σε περίπου 280 εκατομμύρια ευρώ και μέσο επιτόκιο 5,82%.

Τα αποτελέσματα από επενδυτικές δραστηριότητες εμφανίζονται αρνητικά και μάλιστα μερικές χρονιές (2012,2013) αρκετά αυξημένα εξαιτίας του ελέγχου απομείωσης (impairment test) της αξίας των πλοίων του ομίλου κάτι το οποίο επηρεάζεται άμεσα από τις υπάρχουσες οικονομικές συνθήκες.

Τέλος το 2010 ο όμιλος παρουσίασε μεγάλες ζημιές εξαιτίας και της πρόβλεψης ύψους €47,5 εκατομμυρίων η οποία αντιπροσωπεύει το ποσό που είχε καταβληθεί στην εταιρεία “ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ Α.Ν.Ε.” ως προκαταβολή – αρραβώνας στα πλαίσια της συμφωνίας για την απόκτηση ποσοστού 33,35% της “HELLENIC SEAWAYS” μετά την υπαναχώρηση

¹⁴ Εκτός του έτους 2012

¹⁵ Εκτός από πωλήσεις πλοίων όπως το 2014 Σοφοκλής Βενιζέλος και Λευκά όρη έναντι 21 εκατομμύρια ευρώ με το οποίο μειώθηκε ο μακροπρόθεσμος δανεισμός της εταιρείας.

της πρώτης. Ο όμιλος βρίσκεται σε δικαστική διαμάχη με την εν λόγω εταιρεία για τη διεκδίκηση του παραπάνω, που έχει ήδη καταβάλει στην εταιρεία, μαζί με τόκους, λοιπά έξοδα και εν γένει την ανόρθωση κάθε άλλης ζημιάς.

3.2 ΑΤΤΙΚΑ Ανώνυμος Εταιρείας Συμμετοχών Α.Ε.

3.2.1 Ιστορικό - Περιγραφή

Η εταιρεία ιδρύθηκε το 1918 με έδρα τον Πειραιά με επωνυμία “Γενική Εταιρεία Εμπορίου και Βιομηχανίας της Ελλάδος” και αντικείμενο εργασιών την παραγωγή και εμπορία αλεύρων για αρκετές δεκαετίες. Το 1924 πραγματοποιείται η εισαγωγή της εταιρείας στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Το 1992 πραγματοποιείται η αλλαγή του ιδιοκτησιακού καθεστώτος και επωνυμίας σε “Επιχειρήσεις Αττική Α.Ε.”, μετέπειτα “Επιχειρήσεις Αττική Α.Ε. Συμμετοχών”. Το 1993 με νέα διοίκηση και πρόεδρο τον κ. Π. Παναγόπουλο ιδρύεται η θυγατρική εταιρεία Αττική Ναυτιλιακή Α.Ε. η οποία μετονομάστηκε μετέπειτα σε Superfast Ferries Ναυτιλιακή Α.Ε. Το 1995 ξεκινά η δρομολόγηση των δύο πρώτων πλοίων (Superfast I και Superfast II) στη γραμμή Ανκώνα – Πάτρα τα οποία μειώνουν το χρόνο ταξιδιού του δρομολογίου κατά 40%. Το 1998 ξεκινά το δρομολόγιο μεταξύ Πάτρας – Ηγουμενίτσας – Μπάρι και το 1999 πραγματοποιείται η εξαγορά ποσοστού 38,8% της εταιρείας Στρίντζη Ναυτιλιακή Α.Ε. το οποίο αργότερα θα φτάσει το 48,8%. Στην εταιρεία Στρίντζη αλλάζουν και το εμπορικό σήμα σε Blue star Ferries. Το 2000 η εταιρεία βγαίνει πρώτη σε παγκόσμιο διαγωνισμό μεταξύ 42 εταιρειών ως η προτιμώμενη εταιρεία για τη δρομολόγηση επιβατηγών οχηματαγωγών πλοίων μεταξύ του Rosth στο Fife της Σκωτίας και της Ηπειρωτικής Ευρώπης. Το 2001 εισέρχονται στην γραμμή Ρόστοκ, Γερμανία – Χάνκο, Φινλανδία με τα πλοία superfast VII και VIII. Το 2004 οι επιχειρήσεις Αττική μετονομάζονται σε Attica Group και την ίδια χρονιά ψηφίζεται ως η καλύτερη εταιρεία της χρονιάς για την επιβατηγό ναυτιλία στα βραβεία της Lloyd’s List και ως η καλύτερη εταιρεία επιβατηγών – οχηματαγωγών πλοίων από το σύνδεσμο Τουριστικών Πρακτόρων της Σκωτίας¹⁶. Το 2006 μέσω πλειστηριασμού αποκτά το σύνολο του ενεργητικού της ΔΑΝΕ έναντι 19,9 εκατομμυρίων ευρώ. Το 2008 απορροφά την εισηγμένη στο Χ.Α. Blue star Ναυτιλιακή Α.Ε. και Superfast Ferries Ναυτιλιακή Ανώνυμος εταιρεία. Η έδρα της εταιρείας βρίσκεται στην Αθήνα. Ο όμιλος στα τέλη του 2014 δραστηριοποιούταν στην Αδριατική Θάλασσα και στην ελληνική ακτοπλοΐα με τέσσερα πλοία

¹⁶ Αποτελεί τον αρχαιότερο σύνδεσμο πρακτόρων στον κόσμο

superfast και οχτώ πλοία Blue Star και ο μέσος όρος ηλικίας των πλοίων είναι τα οχτώ έτη (Attica-Group, 2015).

3.2.2 Μετοχικό Κεφάλαιο - Μετοχική Σύθεση

Το σύνολο των κοινών ονομαστικών μετοχών στις 31/12/2014 ήταν 191.660.320 και η συνολική κεφαλαιοποίηση της εταιρείας ανερχόταν στο ποσό 103.304.912,5 €. Βασικός μέτοχος της εταιρείας είναι η Marfin Investment Group A.E. συμμετοχών με ποσοστό 89,38%. Εξ' αυτού ποσοστό 11,60% αντιστοιχεί σε μετοχές που κατέχει άμεσα η MIG και 77,78% αντιστοιχεί σε μετοχές που κατέχει η 100% θυγατρική της εταιρείας MIG SHIPPING S.A. Σε ελεύθερη διαπραγμάτευση βρίσκεται μόνο το 10,62% για αυτό και η μετοχή της είναι πολύ χαμηλής διασποράς και εμπορευσιμότητας (ATTICA-ΑΝΩΝΥΜΟΣ-ΕΤΑΙΡΕΙΑ-ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ, 2014).

3.2.3 Εταιρείες του Ομίλου

Η ΑΤΤΙΚΑ Α.Ε. συμμετοχών είναι αμιγώς εταιρία συμμετοχών και τα έσοδά της προέρχονται κατά κύριο λόγο από τις συμμετοχές της σε εταιρείες. Στον παρακάτω πίνακα φαίνονται οι εταιρίες που συμμετέχει ο όμιλος, το ποσοστό συμμετοχής του και η εύλογη αξία της συμμετοχής.

Διάγραμμα 3-2 Θυγατρικές Εταιρείες Ομίλου

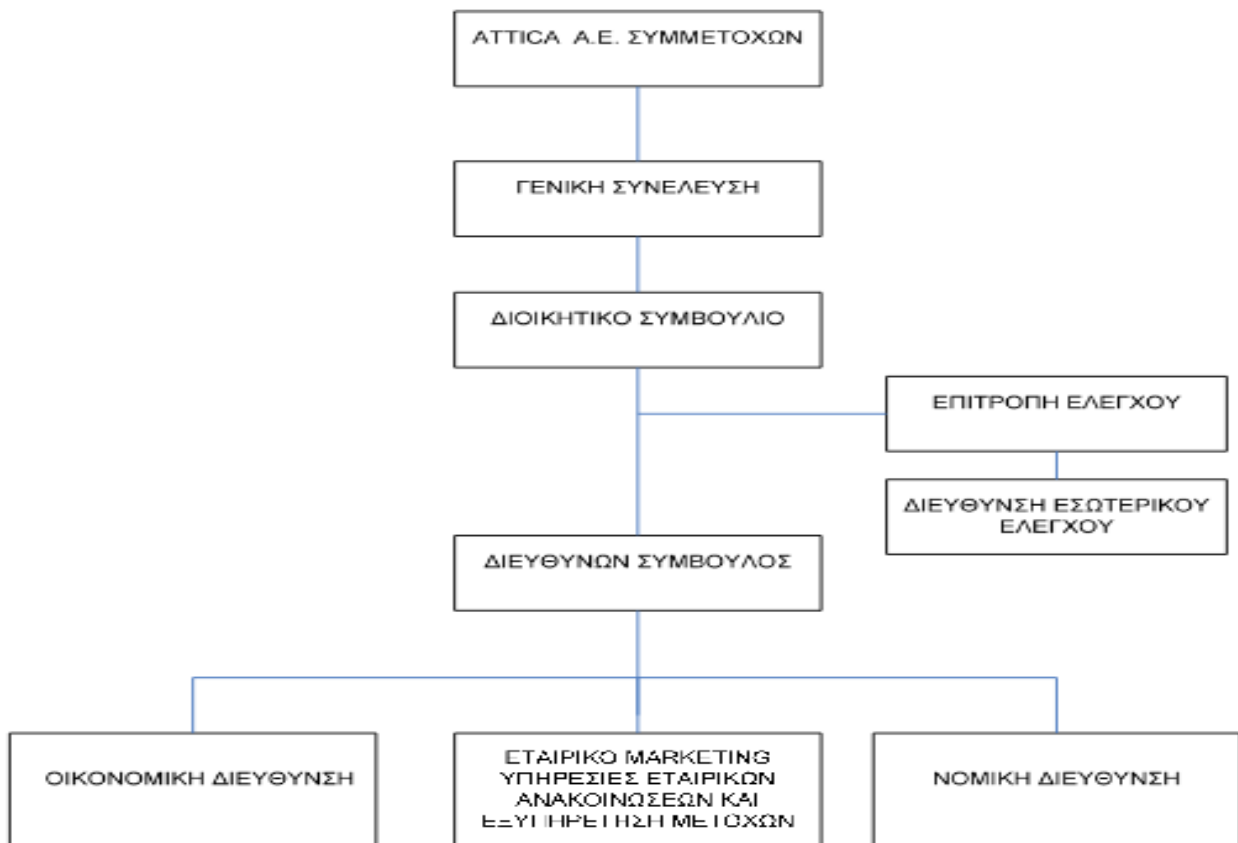
Επωνυμία θυγατρικής	Αξία Συμμετοχής	% άμεσης συμμετοχής
ΣΟΥΠΕΡΦΑΣΤ ΕΠΤΑ Ν.Ε.	49	100,00%
ΣΟΥΠΕΡΦΑΣΤ ΟΚΤΩ Ν.Ε.	32	100,00%
ΣΟΥΠΕΡΦΑΣΤ ΕΝΝΕΑ Ν.Ε.	19	100,00%
ΣΟΥΠΕΡΦΑΣΤ ΔΕΚΑ Ν.Ε.	54	100,00%
ΝΟΡΝΤΙΑ Ν.Ε.	17	100,00%
ΜΑΡΙΝ Ν.Ε.	2.302	100,00%
ΑΤΤΙΚΑ CHALLENGE LTD	2	100,00%
ΑΤΤΙΚΑ SHIELD LTD	2	100,00%
ΑΤΤΙΚΑ PREMIUM Α.Ε.	0	100,00%
ΚΟΙΝΟΠΡΑΞΙΑ ΣΟΥΠΕΡΦΑΣΤ ΔΩΔΕΚΑ (ΕΛΛΑΣ) INK & ΣΙΑ		0,00%
SUPERFAST FERRIES S.A.	0	100,00%
SUPERFAST PENTE INC.	0	100,00%
SUPERFAST EXI INC.	499	100,00%
SUPERFAST ENDEKA INC.	29.790	100,00%
SUPERFAST DODEKA INC.	0	100,00%
BLUE STAR FERRIES ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ Α.Ε.	281.835	100,00%
ΚΟΙΝΟΠΡΑΞΙΑ BLUE STAR FERRIES		0,00%
BLUE STAR FERRIES S.A.	0	100,00%
WATERFRONT NAVIGATION COMPANY	1	100,00%
THELMO MARINE S.A.	77	100,00%
BLUE ISLAND SHIPPING INC.	29	100,00%
STRINTZIS LINES SHIPPING LTD.	22	100,00%
SUPERFAST ONE INC	35.555	100,00%
SUPERFAST TWO INC	37.865	100,00%
ΑΤΤΙΚΑ ΦΕΡΡΙΣ Ν.Ε.	22.040	100,00%
ΚΟΙΝΟΠΡΑΞΙΑ BLUE STAR FERRIES ΝΑΕ & ΣΙΑ	0	0,00%
ΜΠΛΟΥ ΣΤΑΡ ΝΑΥΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	34.453	100,00%
ΜΠΛΟΥ ΣΤΑΡ ΦΕΡΡΙΣ ΝΑΥΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	0	100,00%
ΑΤΤΙΚΑ FERRIES ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ Α.Ε.	51.864	100,00%

Πηγή: (Attica-Group, 2015)

3.2.4 Οργανωτική δομή

Το διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας αποτελείται από επτά μέλη, τρία εκτελεστικά , δύο μη εκτελεστικά και τρία ανεξάρτητα μη εκτελεστικά. Η εκλογή του Δ.Σ. έγινε στην τακτική συνέλευση της 26^{ης} Ιουνίου 2014 και η θητεία του λήγει με την τακτική γενική συνέλευση που θα συνέλθει μέχρι την 30^η Ιουνίου 2016. Ο αριθμός απασχολούμενου προσωπικού στο τέλος της περιόδου 2014 ήταν 2 άτομα για τη μητρική εταιρεία και 879 άτομα για τον όμιλο.

Διάγραμμα 3-3 Οργανόγραμμα ΑΤΤΙCΑ Α.Ε. Συμμετοχών



3.2.5 Εξέλιξη βασικών οικονομικών μεγεθών

Πίνακας 3-5 Ενοποιημένος Ισολογισμός 2010-2014

Ενοποιημένος Ισολογισμός Ομίλου (Ποσά σε € '000)

<i>Οικονομική Χρήση</i>	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
Ενσώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία	738.240	712.925	706.730	629.228	581.011
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	1.357	1.151	990	812	727
Επενδύσεις σε θυγατρικές					
Παράγωγα χρηματοοικονομικά στοιχεία του ενεργητικού	2.392				
Λοιπα μη κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού	3.355	3.398	1.235	1.152	1.213
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις					
Σύνολο μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	745.344	717.474	708.955	631.192	582.951
Αποθέματα	11.381	8.129	5.406	4.501	3.481
Πελάτες και λοιπές εμπορικές απαιτήσεις	55.011	50.963	44.040	42.595	48.785
Λοιπά κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού	16.597	9.962	8.815	15.580	16.000
Παράγωγα χρηματοοικονομικά στοιχεία του ενεργητικού	2.757				
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	26.491	8.303	16.001	24.886	23.937
Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	112.237	77.357	74.262	87.562	92.203
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία προς πώληση	682				
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	858.263	794.831	783.217	718.754	675.154
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
Μετοχικό κεφάλαιο	134.812	57.498	57.498	57.498	57.498
Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο	290.614	290.011	290.011	290.011	290.256
Αποθεματικά εύλογης αξίας	4.561	2.575			(4.402)
Λοιπά Αποθεματικά	111.170	212.750	152.848	152.848	131.598
Αποτελέσματα εις νέο	(70.116)	(156.619)	(149.986)	(160.304)	(135.133)
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων ιδιοκτητών μητρικής	471.041	406.215	350.371	340.053	339.817
Δικαιώματα μειοψηφίας					
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων	471.041	406.215	350.371	340.053	339.817
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	286	15	15	15	15
Υποχρεώσεις συνταξιοδοτικών παροχών προσωπικού	2.352	1.474	1.038	1.342	1.664
Μακροπρόθεσμες τραπεζικές υποχρεώσεις	295.032	2		68.448	270.801
Παράγωγα χρηματοοικονομικά στοιχεία του Παθητικού					
Μακροπρόθεσμες προβλέψεις	1.038	1.757	1.065	806	1.342
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	300		49.835	13.000	13.000
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	299.008	3.248	51.953	83.611	286.822
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	24.453	17.303	25.992	24.274	19.571
Φόροι εισοδήματος πληρωτέοι	155	147	143	143	143
Βραχυπρόθεσμες Δανειακές Υποχρεώσεις	41.043	346.322	341.350	221.492	11.360
Παράγωγα χρηματοοικονομικά στοιχεία του Παθητικού					4.924
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	20.633	21.596	13.408	49.181	12.517
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	86.284	385.368	380.893	295.090	48.515

Υποχρεώσεις που σχετίζονται με μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία προς πώληση	1.930				
Σύνολο υποχρεώσεων	387.222	388.616	432.846	378.701	335.337
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	858.263	794.831	783.217	718.754	675.154

Πηγή: (ΑΤΤΙΚΑ-ΑΝΩΝΥΜΟΣ-ΕΤΑΙΡΙΑ-ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ, 2014)

Τα ενσώματα πάγια στοιχεία της εταιρείας παρουσιάζουν μία μείωση κατά τη διάρκεια της πενταετίας και αυτό οφείλεται στην απομείωση της αξία των πλοίων 20,36 εκατομμυρίων το 2012, στην πώληση των πλοίων superfast VI το 2013 και blue star Ithaki το 2014 αλλά και την αγορά 2 πλοίων blue star patmos και delos.

Τα αποθέματα παρουσιάζουν την πενταετία μεγάλη μείωση της τάξης του 70% το οποίο οφείλεται στη μείωση των δρομολογίων το οποίο μείωσε τα αποθέματα σε καύσιμα και την μετακίνηση των ανταλλακτικών από τα αποθέματα στα ενσώματα πάγια.

Οι απαιτήσεις από πελάτες παρουσιάζουν μία μικρή πτώση, περίπου 11% το οποίο είναι λογικό σε συνάρτηση με την πτώση του τζίρου και των δραστηριοτήτων. Ο όμιλος έχει μειώσει το ποσό των εισπρακτέων επιταγών από 18,5 εκατομμύρια που ήταν το 2010 σε 11 εκατομμύρια το 2014. Ο πιστωτικό κίνδυνος επίσης είναι πολύ μικρός αφού έχει μεγάλο αριθμό πελατών και αυστηρή πιστωτική πολιτική. Τέλος ο όμιλος έχει καταγράψει και τυχόν επισφάλειες οι οποίες εμφανίζονται στα αποτελέσματα χρήσης.

Τα λοιπά κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού ενώ παρουσίασαν μία πτώση τα 3 πρώτα χρόνια το 2013 και το 2014 επανήλθαν στα αρχικά επίπεδα λόγω του κόστους δεξαμενισμού των πλοίων, και τις απαιτήσεις από το υπουργείο εμπορικής ναυτιλίας για τις επιδοτήσεις των άγονων γραμμών.

Σχετικά με τα παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα που υπήρχαν μόνο το 2010 αφορούσαν αντισταθμίσεις του ομίλου για το συναλλαγματικό κίνδυνο ευρώ/δολαρίου λόγω των ναυπηγήσεων των δύο καινούριο πλοίων (blue star delos και blue stat patmos).

Τα ταμειακά διαθέσιμα περιλαμβάνουν τα μετρητά, τα διαθέσιμα στην τράπεζα και τις προθεσμιακές καταθέσεις. Μία μείωση που υπήρξε το 2011 οφειλόταν στη χρήση μετρητών για τη μείωση του αλληλόχρεου λογαριασμού και για πληρωμή των δόσεων των δανείων των πλοίων του ομίλου.

Το μετοχικό κεφάλαιο του ομίλου ανέρχεται σε 57.498.000 € μετά την μείωση του κεφαλαίου που αποφασίστηκε στις 02/11/2011 με αντίστοιχη μείωση της ονομαστικής αξίας της μετοχής από €0,83 σε € 0,30.

Τα αποθεματικά εύλογης αξίας περιλαμβάνουν την αντιστάθμιση των ταμειακών ροών και τα λοιπά αποθεματικά παρουσίασαν αύξηση το 2011 λόγω της μείωσης του μετοχικού κεφαλαίου που αναφέρθηκε παραπάνω και μείωση το 2012 και 2014 εξαιτίας της μείωσης των ειδικών αποθεματικών λόγω μεταφοράς μεταξύ αποθεματικών και αποτελεσμάτων εις νέον.

Οι μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις μετεβλήθησαν σε βραχυπρόθεσμες το 2011 γιατί κατά την 31.12.2011 γιατί δεν πληρούνταν οι χρηματοοικονομικοί όροι (covenants) που ρύθμιζαν τις σχετικές τραπεζικές υποχρεώσεις. Η διοίκηση βρισκόταν σε διαπραγματεύσεις με τις δανείστριες τράπεζες για την αναδιάρθρωση του δανεισμού μέχρι το 2014. Το 2013 εντωμεταξύ με την πώληση του πλοίου superfast VI έναντι 54 εκατομμυρίων τοις μετρητοίς τα οποία και έδωσε για την εξόφληση του δανεισμού που ήταν σε καθυστέρηση με αποτέλεσμα τα δάνεια δύο πλοίων να καταστούν ενήμερα και το πόσο των 68.448.000 να αναταξινομηθεί από τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις στις μακροπρόθεσμες. Τον Αύγουστο του 2014 ο όμιλος ήρθε σε συμφωνία με το σύνολο των δανειστών του για την πλήρη μακροπρόθεσμη αναχρηματοδότηση του υφιστάμενου δανεισμού.

Στις λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις περιλαμβάνεται το ποσό των Ευρώ 13.000 χιλ. που κατέβαλε η MARFIN INVESTMENT GROUP έναντι μελλοντικής αύξησης του Μετοχικού Κεφαλαίου της εταιρείας.

Οι προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις παρουσιάζουν μία σταθερότητα όλα αυτά τα χρόνια είναι οι οφειλές τις εταιρείας στους προμηθευτές της και οι προκαταβολές πελατών.

Στις λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις περιλαμβάνονται, υποχρεώσεις προς ασφαλιστικούς οργανισμούς, φορολογικές αρχές, υποχρεώσεις προς το προσωπικό και δεδουλευμένα έξοδα. Το 2013 ήταν πιο αυξημένες λόγω της υποχρέωσης προς την Daewoo για την αγορά των δύο νέων πλοίων που το 2012 εμφανιζόταν στις λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις.

Πίνακας 3-6 Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσεως 2010-2014

Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης (Ποσά σε € '000)					
Οικονομική Χρήση	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
Κύκλος Εργασιών (πωλήσεις)	271.521	246.790	256.002	260.160	266.660
Κόστος πωληθέντων	(247.597)	(236.696)	(233.021)	(219.055)	(214.059)
Μικτά Κέρδη	23.924	10.094	22.981	41.105	52.601
Άλλα έσοδα εκμετάλλευσης	946	4.090	1.828	1.881	1.627
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	(26.194)	(25.402)	(20.175)	(18.299)	(17.233)
Έξοδα λειτουργίας διάθεσης	(28.152)	(24.500)	(22.369)	(22.656)	(18.622)
Άλλα έξοδα εκμετάλλευσης	0	(477)			
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών & επενδυτικών αποτελεσμάτων	(29.476)	(36.195)	(17.735)	2.031	18.373
Χρηματοοικονομικά έξοδα	(14.033)	(12.733)	(11.370)	(14.095)	(15.940)
Χρηματοοικονομικά έσοδα	733	303	89	315	390
Απομείωση στοιχείων ενεργητικού		(41.827)	(20.359)	0	
Λοιπά χρηματοοικονομικά αποτελέσματα	(1.624)	(166)	1.871	1.653	(2.396)
Κέρδη/ζημιές από συγγενείς επιχειρήσεις					
Κέρδη / (ζημιές) από κοινοπραξίες					
Κέρδη / (ζημιές) από πωλήσεις πάγιων περιουσιακών στοιχείων		3.928	(6.396)		4.008
Άλλες προβλέψεις					
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων	(44.400)	(86.690)	(53.900)	(10.096)	4.435
Φόρος εισοδήματος	(4.926)	187	(82)	(36)	(165)
Κέρδη / (ζημιές) μετά από φόρους	(49.326)	(86.503)	(53.982)	(10.132)	4.270
Λοιπά συνολικά έσοδα / (έξοδα)					
Στοιχεία που αναταξινομούνται στα αποτελέσματα:					0
Μεταβολή αποθεματικών εύλογης αξίας ακινήτων					0
Στοιχεία που δεν αναταξινομούνται στα αποτελέσματα:					
Αναλογιστικά κέρδη / (ζημιές)					
Αναβαλλόμενοι φόροι					
Λοιπά συνολικά έσοδα / (έξοδα) μετά από φόρους	0	0	0	0	0
Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα / (έξοδα) μετά από φόρους	(49.326)	(86.503)	(53.982)	(10.132)	4.270
Κέρδη / (ζημιές) αποδοτέα σε:					
Ιδιοκτήτες μητρικής	(49.326)	(86.503)	(53.982)	(10.132)	4.270
Δικαιώματα μειοψηφίας					
Λοιπά συνολικά έσοδα / (έξοδα) μετά από φόρους			(8)		

Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα / (έξοδα) αποδοτέα σε:					
Ιδιοκτήτες μητρικής					
Δικαιώματα μειοψηφίας					
Κέρδη / (ζημιές) μετά από φόρους ανά μετοχή βασικά (σε €)	(0,3055)	(0,4553)	(0,2817)	(0,0529)	0,0223
Μειωμένα Κέρδη / (ζημιές) μετά από φόρους ανά μετοχή βασικά (σε €)					(0,3670)
Επανεκτίμηση Υποχρεώσεων παροχών προσωπικού			713	(186)	(349)
Αντιστάθμιση ταμειακών ροών:					
κέρδη / (ζημιές) τρέχουσας περιόδου	5.628	(1.986)	(2.575)		(4.402)
αναταξινόμηση στα κέρδη ή στις ζημιές περιόδου	2.363				
Λοιπά Συνολικά Εισοδήματα προ φόρων	7.991	(1.986)	(1.862)	(186)	(4.751)
Συγκεντρωτικά συνολικά εισοδήματα περιόδου μετά φόρων	(41.335)	(88.489)	(55.844)	(10.318)	(481)

Πηγή: (ΑΤΤΙΚΑ-ΑΝΩΝΥΜΟΣ-ΕΤΑΙΡΙΑ-ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ, 2014)

Στον παραπάνω πίνακα 3-6 περιλαμβάνονται τα αποτελέσματα χρήσης του ομίλου για την πενταετία 2010-2014 τα οποία θα αναλύσουμε.

Σχετικά με τον κύκλο εργασιών εκτός από τα δύο πρώτα έτη που ο όμιλος γνώρισε μεγάλη συρρίκνωση της τάξεως του 19% τα υπόλοιπα έτη παρουσιάζει μία μικρή αύξηση που σωρευτικά ανέρχεται στο 7,86%. Κύρια αιτία της μείωσης των πωλήσεων είναι η πρωτόγνωρη μείωση του ΑΕΠ που γνώρισε η χώρα μας η μεγαλύτερη μετά το β' παγκόσμιο πόλεμο, η εκτόξευση της ανεργίας και το ασταθές παγκόσμιο οικονομικό περιβάλλον. Παρόλα αυτά και παρά την συνεχιζόμενη ύφεση που γνωρίζει η ελληνική οικονομία ο όμιλος κατάφερε να ανακάμψει και να αυξήσει το κύκλο εργασιών τα τελευταία τρία έτη. Η θετική αυτή εξέλιξη οφείλεται στη μείωση των διοικητικών, λειτουργικών και εξόδων διάθεσης και στην ενεργητική διαχείριση των δρομολογίων των πλοίων με σκοπό τη βελτίωση του μεταφορικού έργου και τη μείωση των ταχυτήτων στα δρομολόγια των πλοίων. Όπως φαίνεται και στον παρακάτω πίνακα ο όμιλος κατάφερε να αυξήσει και το μεταφορικό έργο τα τελευταία τρία χρόνια με κύριο άξονα την ελληνική ακτοπλοΐα και μετέπειτα την Αδριατική θάλασσα που τα ποσοστά συνεχίζουν να μειώνονται έστω και ελάχιστα. Ένα άλλο σημαντικό στοιχείο που αξίζει να προστεθεί είναι ότι επειδή τα δρομολόγια της Αδριατικής παρουσίασαν τη μεγαλύτερη μείωση ο όμιλος έριξε το βάρος του στην ελληνική ακτοπλοΐα και ενώ το 2009 ο κύκλος εργασιών προερχόταν κατά 53,2 από την ελληνική ακτοπλοΐα και κατά 46,6 από την Αδριατική το 2014 τα ποσοστά είχαν αλλάξει σε 64,5% και 35,5% αντίστοιχα.

Πίνακας 3-7 Επιβάτες - Οχήματα - Φορτηγά που Διακινήθηκαν

	2010	2011	2012	2013	2014
Επιβάτες	4.457.821	3.539.496	3.548.341	3.763.595	4.130.000
Οχήματα	668.115	498.230	485.165	503.417	537.650
Φορτηγά	267.577	243.336	254.201	258.824	263.960

Πηγή: (ΑΤΤΙCΑ-ΑΝΩΝΥΜΟΣ-ΕΤΑΙΡΙΑ-ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ, 2014)

Το λειτουργικό κόστος σε γενικές γραμμές μειωνόντουσαν σε μεγαλύτερο βαθμό από ότι ο κύκλος εργασιών σε μια προσπάθεια της εταιρείας να περιορίσει τις ζημιές της. Αυτό δεν είναι καθόλου εύκολο αφού το κύριο μέρος των λειτουργικών εξόδων είναι τα καύσιμα και τα λιπαντικά που είναι σταθερά κόστη και οι τιμές τους καθορίζονται εξωτερικώς. Η μεγάλη αύξηση στη τιμή του πετρελαίου λειτούργησε αρνητικά στη προσπάθεια μείωσης των λειτουργικών εξόδων. Η διακύμανση στις τιμές των καυσίμων αποτελεί το βασικότερο λειτουργικό κόστος με άμεση επίδραση στα αποτελέσματα. Για το 2014 το 53% του συνολικού κόστους πωληθέντων αποτελούσε το κόστος καυσίμων και λιπαντικών Σύμφωνα με την εταιρεία μία μεταβλητότητα της τιμής του καυσίμου κατά +/- 10€ / μετρικό τόνο έχει επίδραση στα αποτελέσματα στην καθαρή θέση +€2.265 για το 2014.

Τα έξοδα διοικητικής λειτουργίας και τα έξοδα διάθεσης παρουσιάζουν μία μείωση περίπου 34% το κάθε ένα σε μια προσπάθεια του ομίλου να επανέλθει στην κερδοφορία προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων. Η μείωση προήλθε κυρίως από τη μείωση των αμοιβών και των παροχών προς τους εργαζομένους.

Το μεγαλύτερο κόστος των χρηματοοικονομικών εξόδων προέρχεται από τους τόκους μακροπρόθεσμων, των ομολογιακών δανείων και τους τόκους από το προεξοφλητικό επιτόκιο δανείων. Το 2014 ο όμιλος έχει και τόκους βραχυπρόθεσμων δανείων. Ο συνολικό δανεισμό του ομίλου το 2014 ανέρχεται στο ποσό των 282.161.00€. συνεπώς τα χρηματοοικονομικά έξοδα είναι σχεδόν αδύνατο να παρουσιάσουν αξιόλογη μείωση μέσα στα επόμενα χρόνια. Μία μεταβολή του επιτοκίου κατά +/-1% έχει επίδραση στην καθαρή θέση κατά +2.822.

Τέλος για τις χρονιές 2011 και 2012 υπήρξε και απομείωση των στοιχείων του ενεργητικού (αξίες των πλοίων) κατά 62 εκατομμύρια ευρώ ύστερα από αποτίμηση που πραγματοποιήθηκε από ανεξάρτητο εκτιμητή (ΑΤΤΙCΑ-ΑΝΩΝΥΜΟΣ-ΕΤΑΙΡΙΑ-ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ, 2014).

3.3 Επισκόπηση Ακτοπλοϊκής Αγοράς

Ο κλάδος της ελληνικής ακτοπλοΐας αποτελεί ένα μικρό μέρος του συνολικού ελληνικού στόλου ωστόσο η συνεισφορά του στο ΑΕΠ της χώρας είναι μεγάλη. Σύμφωνα με μελέτη του IOBE (2014) η συνολική συνεισφορά της εγχώριας ακτοπλοΐας είναι 11,8 δις ευρώ η 6,5% του συνολικού ΑΕΠ της χώρας για το 2013 ενώ σε όρους απασχόλησης ανέρχεται σε 260 χιλιάδες θέσεις (7,2% της συνολικής απασχόλησης). Το μεταφορικό έργο της ελληνικής ακτοπλοΐας επηρεάζεται σε πολύ μεγάλο βαθμό από τον εσωτερικό και εξωτερικό τουρισμό και για αυτό το λόγο υπάρχει έντονα το στοιχείο της εποχικότητας. Μια τυχόν αύξηση ή μείωση της τουριστικής κίνησης προς την χώρα κατά τους θερινούς μήνες δύναται να επηρεάσει σημαντικά τα αποτελέσματα των εταιρειών αφού το μισό περίπου των μετακινήσεων επιβατών και ΙΧ αυτοκινήτων λαμβάνει χώρα τους καλοκαιρινούς μήνες (Ιούνιο, Ιούλιο και Αύγουστο).

Πίνακας 3-8 Συνεισφορά επιβατηγού ακτοπλοΐας στην Εγχώρια Οικονομία για το 2013

	Επιδράσεις από τη ζήτηση για ναύλους	Καταλυτικές επιδράσεις	Σύνολο
Προστιθέμενη αξία (εκατ. €)	1.200	8.886	10.086
ΑΕΠ (εκατ. €)	1.512	10.334	11.846
Απασχόληση (χιλ.)	21,4	239	260
Φορολογικά έσοδα (εκατ. €)	449	1.693	2.142

Πηγή: (IOBE, 2014)

Ο αριθμός των επιβατηγών και οχηματαγωγών πλοίων που εξυπηρετούν τις ακτοπλοϊκές γραμμές στην Ελλάδα είναι 65 και ανήκουν κατά κύριο λόγο σε πέντε εταιρείες. Ο ελληνικός ακτοπλοϊκός στόλος προσφέρει σημαντικό έργο αφού ενώνει την ηπειρωτική με τη νησιωτική Ελλάδα. Οι μεγαλύτερες ακτοπλοϊκές εταιρείες είναι ATTICA GROUP, η ANEK LINES, η NEL LINES, η MINOAN LINES των οποίων οι μετοχές διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο Αθηνών και η HELLENIC SEA WAYS η οποία δεν είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο Αθηνών. Οι παραπάνω εταιρείες διαθέτουν έναν από τους πιο σύγχρονους και με μεγάλη χωρητικότητα στόλους στην Ευρώπη. Πιο συγκεκριμένα το 75% των πλοίων που δραστηριοποιούνται στο Αιγαίο είναι ηλικίας 2 έως 15 ετών (IOBE, 2014). Παρακάτω

παραθέτουμε αναλυτικά το στόλο της κάθε εταιρείας και το σύνολο των επιβατών, οχημάτων και φορτηγών που διακινεί η κάθε μία.

Πίνακας 3-9 Στόλος Κάθε εταιρείας

	ANEK	ATTICA	ΜΙΝΩΙΚΕΣ	NEΛ	Hellenic Seaways	Σύνολο
Αριθμός Πλοίων	12	12	7	12	20	63

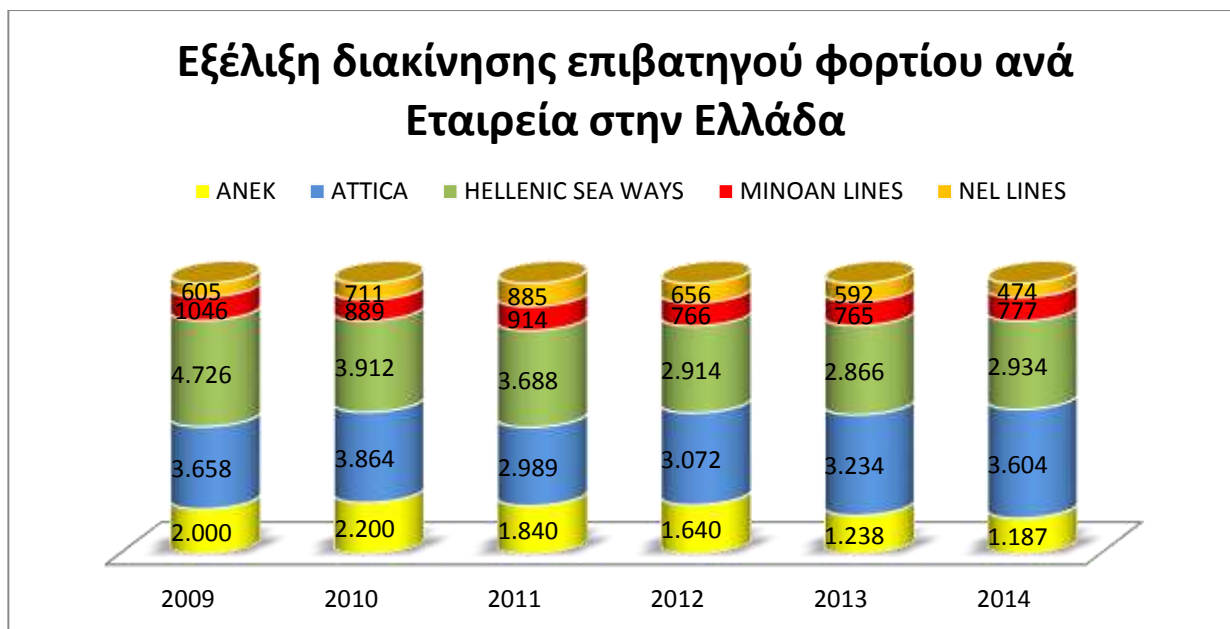
Πίνακας 3-10 Διακίνηση Επιβατών, Ι.Χ., Φορτηγών 2013-2014

	ANEK		ATTICA		ΜΙΝΩΙΚΕΣ		NEΛ		Hellenic Seaways	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014
Επιβάτες	1.500.000	1.400.000	3.763.595	4.130.000	1.142.000	1.208.000	592.011	474.499	2.867.135	2.933.532
Οχήματα	241.000	227.000	503.417	537.650	189.000	198.000	103.369	78.096	276.992	270.432
Φορτηγά	149.000	151.000	258.824	263.960	130.000	137.000	22.238	28.069	47.368	42.709
			Σύνολο							
			2013	2014						
Επιβάτες			9.864.741	10.146.031						
Οχήματα			1.313.778	1.311.178						
Φορτηγά			607.430	622.738						

Όπως φαίνεται και στον παραπάνω πίνακα 3-9 το 2014 ο συνολικός αριθμός επιβατών και φορτηγών αυξήθηκε μετά από πέντε χρόνια συνεχής πτώσης. Στα παρακάτω διαγράμματα βλέπουμε το μερίδιο αγοράς κάθε εταιρείας καθώς και την εξέλιξη της διακίνησης επιβατών, φορτηγών και οχημάτων στην Ελλάδα την περίοδο 2009-2014. Στις εγχώριες μετακινήσεις κυρίαρχοι της αγοράς είναι η ATTICA GROUP και η Hellenic Sea Way και στην Αδριατική τον πρώτο λόγω έχει και πάλι η ATTICA GROUP και μετά ακολουθεί η MINOAN LINES. Σχετικά με τη συνολική διακίνηση του επιβατικού κοινού στην Ελλάδα το 2014 ήταν η πρώτη χρονιά που είχαμε αύξηση κατά 3,2% σε σύγκριση με το 2013 που είχαμε μείωση 4%. Μία οριακή αύξηση 1% είχαμε και στη συνολική μεταφορά των ΙΧ αυτοκινήτων το 2014 ενώ η μείωση για το 2013 ήταν 7%. Τέλος στα φορτηγά ο ρυθμός μεταβολής για το 2014 ήταν +2% ενώ το 2013 ήταν -5%. Στα παραπάνω δεδομένα δεν συμπεριλαμβάνονται οι μετακινήσεις σε πορθμεία αφού δεν αφορά τη παρούσα μελέτη. Μεταξύ των εταιρειών η Hellenic sea ways και ο όμιλος ATTICA έχουν το μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς και μάλιστα το αύξησαν τα τελευταία χρόνια έναντι της ANEK και της NEΛ. Στο χώρο της Αδριατικής η ANEK έχασε και εκεί μερίδιο αγοράς από τις δύο άλλες εταιρείες.

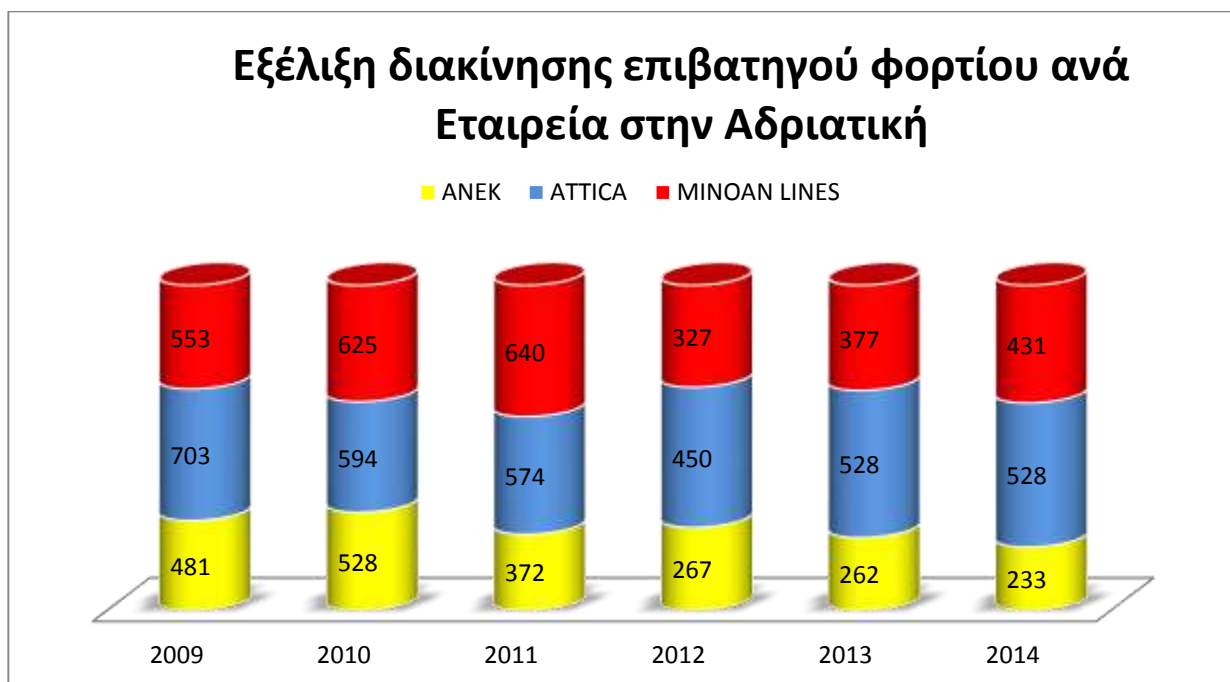
Το μεγάλο ερώτημα βέβαια που θα μας απασχολήσει και κατά τη διαδικασία της αποτίμησης των εταιρειών είναι αν θα συνεχιστεί η άνοδος που παρατηρήθηκε το 2014 στη συνολική διακίνηση των επιβατών, των οχημάτων και των φορτηγών στην Ελλάδα.

Διάγραμμα 3-4 Εξέλιξη διακίνησης επιβατηγού φορτίου ανά Εταιρεία στην Ελλάδα



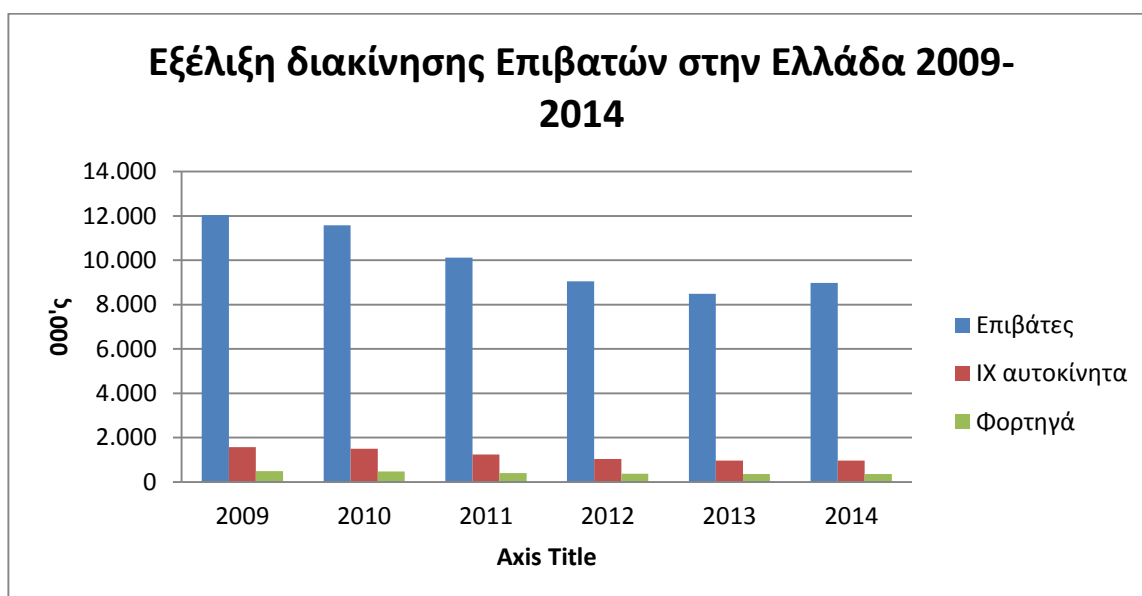
Πηγή: (XRTC, 2015)

Διάγραμμα 3-5 Εξέλιξη διακίνησης επιβατηγού φορτίου ανά Εταιρεία στην Αδριατική



Πηγή: (XRTC, 2015)

Διάγραμμα 3-6 Εξέλιξη διακίνησης Επιβατών στην Ελλάδα 2009-2014



Πηγή: (XRTC, 2015)

Σε αυτό το σημείο θα κάνουμε μία γενική αναφορά και ανάλυση των χρηματοοικονομικών δεδομένων του κλάδου “ταξίδια και τουρισμός” του χρηματιστηρίου Αθηνών. Στον κλάδο ανήκουν οι εταιρείες ΑΤΤΙCΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ, ΑΝΕΚ, ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ, ΝΕΛ, ΚΥΡΙΑΚΟΥΛΗΣ ΚΑΙ ΑΥΤΟΗΕΛΛΑΣ. Από τις παραπάνω εταιρείες στην ανάλυσή μας θα εστιάσουμε κυρίως στις ακτοπλοϊκές για να εξάγουμε ένα καλύτερο αποτέλεσμα για τον υφιστάμενο ανταγωνισμό που υπάρχει για τις εταιρείες που αποτιμούμαι και για την υπάρχουσα κατάσταση του κλάδου. Η εταιρεία αυτοhellas δραστηριοποιείται στο χώρο της μακροχρόνιας και βραχυχρόνιας μίσθωσης αυτοκινήτων και για αυτό το λόγο θα εξαιρεθεί από το δείγμα της ανάλυσής μας καθώς επίσης και η εταιρεία Κυριακούλης η οποία δραστηριοποιείται στην ενοικίαση σκαφών αναψυχής (ιστιοπλοϊκά), στην διαχείριση τουριστικών λιμένων και στην κατασκευή και εκμετάλλευση ακινήτων.

Θα ξεκινήσουμε την ανάλυσή μας παρατηρώντας αρχικά την πορεία των μετοχών του κλάδου τα τελευταία πέντε χρόνια.

Διάγραμμα 3-7 Αποδόσεις μετοχών του κλάδου



Πηγή: (Ναυτεμπορική, 2015)

Από τη πορεία των μετοχών παρατηρούμε ότι εκτός από τις μετοχές της autohellas και του Κυριακούλη¹⁷ που έχουν θετική απόδοση οι υπόλοιπες έχουν αρνητικό πρόσημο και μάλιστα αρκετά μεγάλο. Τις Μεγαλύτερες απώλειες καταγράφει η μετοχή της NEA και τις μικρότερες η μετοχή της Μινωικής. Σχετικά με τις εταιρείες που θα αποτιμήσουμε η μετοχή της ANEK καταγράφει πτώση 79,17% και η μετοχή της ATTICA συμμετοχών έχασε 54,96% της χρηματιστηριακής της αξίας. Οι μετοχές όμως της Attica¹⁸ και των Μινωικών¹⁹ γραμμών είναι μετοχές χαμηλής διασποράς το οποίο βοηθάει αδιαμφισβήτητα στην σταθερότητα της τιμής και εξηγεί ως ένα μεγάλο βαθμό τη μικρότερη πτώση. Από την άλλη πλευρά οι μετοχές της ANEK και της NEA βρίσκονται υπό επιτήρηση το οποίο δημιουργεί σοβαρές αμφιβολίες και αβεβαιότητα για το αν μπορούν οι εταιρείες να συνεχίσουν απρόσκοπτα την επιχειρηματική τους δραστηριότητα. Στο δείγμα μας θα συμπεριλάβουμε και την εταιρεία Χελληνικ Σηγουεΐς (Hellenic Seaways) Ανώνυμη Ναυτιλιακή Εταιρεία γιατί παρόλο που δεν είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο Αθηνών τα οικονομικά της μεγέθη, ο στόλος της και ο συνολικός αριθμός επιβατών, οχημάτων και φορτηγών που διακινεί κάθε χρόνο την κατατάσσουν στους βασικούς

¹⁷ Η πορεία των μετοχών δικαιολογεί και την απόφασή μας να αποκλείσουμε από το δείγμα σύγκρισης τις εταιρείες autohellas και Κυριακούλη.

¹⁸ Μόνο το 10,62% είναι διαπραγματεύσιμο στην ελεύθερη αγορά.

¹⁹ Μόνο το 9,88% είναι διαπραγματεύσιμο στην ελεύθερη αγορά.

ανταγωνιστές των εταιρειών που θα αποτιμήσουμε. Στον παρακάτω πίνακα 3-8 φαίνεται η ποσοστιαία μεταβολή των θεμελιωδών οικονομικών κάθε εταιρείας.

Πίνακας 3-11 % Μεταβολή Βασικών Οικονομικών Μεγεθών Εταιρειών του Κλάδου

% Μεταβολή Βασικών Μεγεθών 2010-2014					
	ANEK	ΑΤΤΙCΑ	ΜΙΝΩΙΚΕΣ	NEΛ	Hellenic Seaways
Πάγια Στοιχεία Ενεργητικού	-24,38%	-21,30%	-10,94%	-59,51%	-32,15%
Σύνολο Απαιτήσεων	-26,39%	-11,32%	-20,06%	-67,99%	-46,36%
Σύνολο Υποχρεώσεων	1,70%	-13,40%	-23,04%	-43,67%	-1,22%
Κύκλος Εργασιών	-35,59%	-1,79%	-0,70%	-36,89%	-32,02%
Μικτά Κέρδη	14,62%	119,87%	(P)346122,00	-38,26%	137,86%
Κέρδη προ Φόρων	-95,87%	(P)53761,00 ²⁰	(P)45456,00	-44,14%	-40,39%

Όπως βλέπουμε όλες οι ακτοπλοϊκές εταιρείες έχουν μία αισθητή πτώση της λειτουργίας τους με την ANEK και την NEΛ να παρουσιάζουν τη μεγαλύτερη μείωση. Η μείωση στο πάγιο ενεργητικό οφείλεται στην απομείωση των αξιών των πλοίων καθώς και στη μείωση του στόλου τους που προέβησαν όλες οι εταιρείες. Μεγάλη μείωση παρατηρείται και στον κύκλο εργασιών με εξαίρεση τον όμιλο ΑΤΤΙCΑ και της Μινωικές γραμμές που πλέον έχουν ανακάμψει και είναι σχεδόν στα ίδια επίπεδα με εκείνα του 2010. Το ίδιο ισχύει και με την κερδοφορία τους και πλέον οι δύο εταιρείες εμφανίζουν κέρδη προ φόρων μετά από πέντε χρόνια. Για τις άλλες τρεις εταιρείες τα στοιχεία δεν είναι το ίδιο ενθαρρυντικά αφού ακόμα εμφανίζουν ζημιές και μάλιστα η ANEK και η NEΛ εμφανίζουν και αρνητικά ίδια κεφάλαια κάτι το οποίο της έχει κατατάξει στις υπό επιτήρηση μετοχές και εμποδίζει την απρόσκοπτη λειτουργία τους. Για τη Hellenic sea ways το μεγαλύτερο πρόβλημα είναι ότι ακόμα δεν έχει συμφωνήσει με τις τράπεζες σε αναδιάρθρωση των δανείων με αποτέλεσμα να εμφανίζει πολύ μεγάλο βραχυχρόνιο δανεισμό. Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται οι βασικοί αριθμοδείκτες κάθε εταιρείας:

Πίνακας 3-12 Βασικοί Αριθμοδείκτες κλάδου

Χρηματοοικονομικοί Δείκτες 2013-2014										
Ονομασία	ANEK		ΑΤΤΙCΑ		ΜΙΝΩΙΚΕΣ		NEΛ		Hellenic Seaways	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2014	2013	2013	2014

²⁰ Οι αριθμοί με το (P) μπροστά αφορούν καθαρή χρηματική αύξηση σε χιλιάδες ευρώ μεταξύ των ετών. Επειδή το 2010 είχαν αρνητικά κέρδη και μετά θετικά δεν μπορεί να υπολογιστεί η ποσοστιαία μεταβολή, αφού η βάση είναι αρνητικός αριθμός.

Μικτού Κέρδους	13,06%	15,12%	15,80%	19,73%	13,60%	14,41%	-52,6%	-89,00%	-4,66%	9,68%
Καθαρού Κέρδους	-20,51%	-11,33%	-3,89%	1,70%	-9,00%	0,2%	-68,01%	-114,60%	-51,26%	-17,20%
Αποδοτικότητα	-3,59	2,08	-0,03	0,01	-0,07	0,00033	-3,72	32,61	-25,32%	-61,19%
Γενικής Ρευστότητας	0,17	0,20	0,30	1,90	0,62	0,81	0,20	0,61	0,10	0,11
Άμεσης Ρευστότητας	0,16	0,19	0,28	1,83	0,78	0,58	0,58	0,19	0,09	0,10
Πάγιου Ενεργητικού	58,39%	57,17%	41,35%	45,90%	43,76%	40,96%	70,60%	53,04%	41,90%	38,54%
Ενεργητικού	49,01%	46,83%	36,20%	39,50%	33,02%	30,69%	58,88%	47,60%	38,42%	35,62%
Δανειακής Επιβάρυνσης	34,72	Αρνητικά ίδια κεφάλαια	1,11	0,99	1,11	1,50	4,52	Αρνητικά ίδια κεφάλαια	2,95	2,35
Δανειακής Επιβάρυνσης	28,59	Αρνητικά ίδια κεφάλαια	0,85	0,83	0,87	1,07	1,96	Αρνητικά ίδια κεφάλαια	2,36	1,90

Το μεγαλύτερο πρόβλημα από το αντιμετωπίζουν η ANEK και η NEΛ με αρνητικά ίδια κεφάλαια οι οποίες θα χρειαστούν άμεσα ανακεφαλαιοποίηση για τη συνέχιση των λειτουργιών τους. Γενικότερα ο κλάδος αντιμετωπίζει θέματα ρευστότητας, όπως βέβαια και ολόκληρη η ελληνική οικονομία εξαιτίας του ανύπαρκτου τραπεζικού συστήματος, και υψηλού δανεισμού κάτι το οποίο επηρεάζει άμεσα τη λειτουργία τους. Ενδεικτικό του υψηλού δανεισμού είναι ότι η τράπεζα Πειραιώς κατέχει το 23,4% της Hellenic sea ways. Η Hellenic

sea ways βελτίωσε αισθητά τα αποτελέσματά της κυρίως λόγω μείωσης των λειτουργικών εξόδων και βρίσκεται σε συζητήσεις με τις δανείστριες τράπεζες για να προβεί σε αναδιάρθρωση των δανείων της.

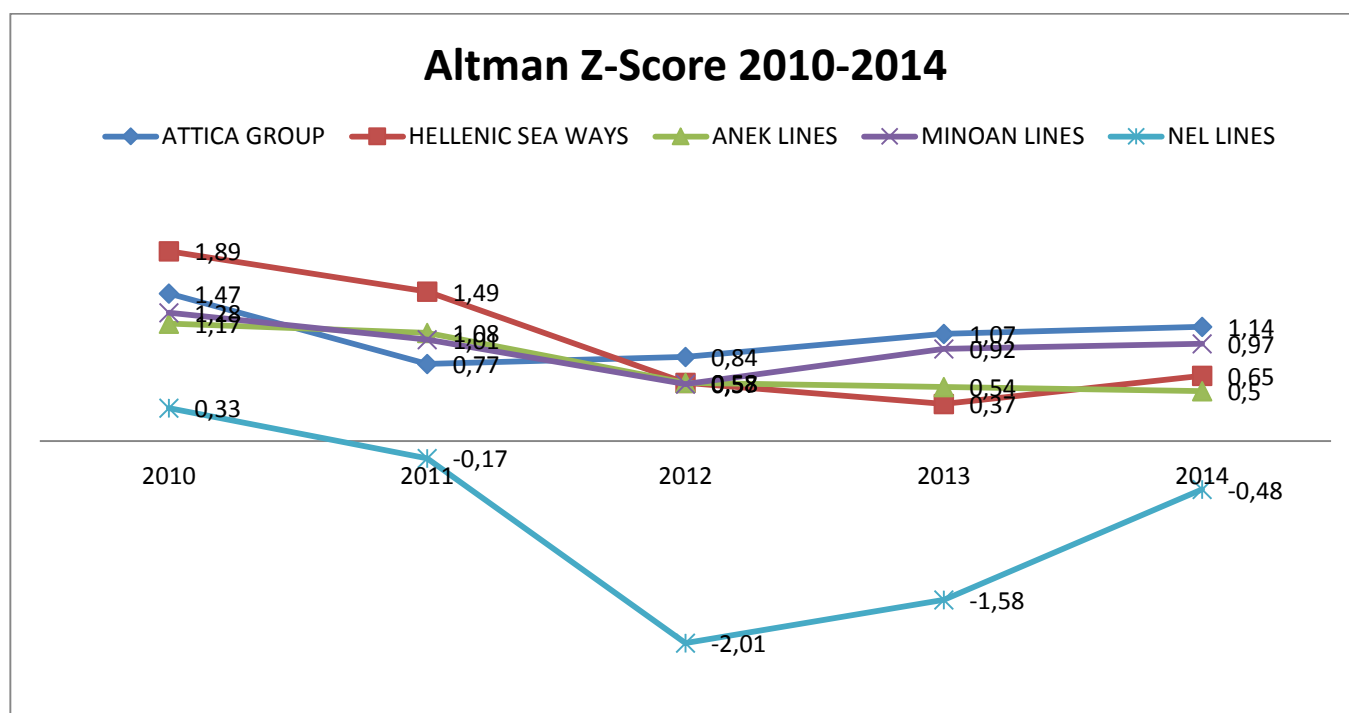
Ένα τελευταίο στοιχείο που θα προσθέσουμε για να καταδείξουμε τις οικονομικές δυσκολίες του κλάδου και τη δυσμενή θέση που βρίσκονται όλες οι ακτοπλοϊκές εταιρείες είναι η πιθανότητα χρεοκοπίας κάθε εταιρείας σύμφωνα με τη μεθοδολογία του Altman. Το μοντέλο του Altman χρησιμοποιώντας στοιχεία του ενεργητικού και των αποτελεσμάτων χρήσης (κυκλοφορούν ενεργητικό, βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, μη διανεμηθέντα κέρδη, πωλήσεις, κέρδη προ φόρων) υπολογίζει ένα σκορ (Z-score) το οποίο αν είναι μεγαλύτερο από 3 σημαίνει ότι η εταιρεία είναι ασφαλής με βάση την οικονομική της θέση, αν είναι μεταξύ 2,7 και 3 σημαίνει ότι η εταιρεία είναι βιώσιμη, μεταξύ 1,8 και 2,7 ότι η εταιρεία το πιθανότερο να χρεοκοπήσει εντός 2 ετών και αν είναι μικρότερο του 1,8 τότε η εταιρεία βαίνει ολοταχώς για χρεοκοπία (Altman, 1968). Σύμφωνα με την εταιρεία ΧRTC (2015) οι εταιρείες του κλάδου συγκέντρωσαν τα παρακάτω σκορ.

Πίνακας 3-13 Altman Z-score

	2010	2011	2012	2013	2014
ATTICA GROUP	1,47	0,77	0,84	1,07	1,14
HELLENIC SEA WAYS	1,89	1,49	0,58	0,37	0,65
ANEK LINES	1,17	1,08	0,58	0,54	0,5
MINOAN LINES	1,28	1,01	0,57	0,92	0,97
NEL LINES	0,33	-0,17	-2,01	-1,58	-0,48
ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ	1,23	0,84	0,11	0,26	0,56

Τα δεδομένα δεν είναι καθόλου ενθαρρυντικά σχετικά με την κατάσταση που βρίσκεται ο κλάδος αφού το σύνολο των εταιρειών βρίσκεται στη κόκκινη ζώνη της χρεοκοπίας και μάλιστα σε σύντομο χρονικό διάστημα αφού η επίδοσή τους είναι μικρότερη του 1,8.

Διάγραμμα 3-8 Altman Z-score 2010-2014



3.4 Ελληνική Οικονομία

Η ελληνική οικονομία βρίσκεται στη χειρότερη οικονομική κατάσταση μετά το παγκόσμιο πόλεμο γνωρίζοντας τεράστια οικονομική ύφεση, υψηλά ποσοστά ανεργίας και αρνητικό πληθωρισμό έχει μπει σε ένα φαύλο κύκλο χρέους, ανεργίας και λιτότητας από τον οποίο θα εξέλθει πολύ δύσκολα και με πολλές θυσίες. Παρά τις ευσίωνες εκτιμήσεις ότι το 2015 θα είναι μία χρονιά ισχυρής ανάπτυξης και εξόδου της Ελλάδας στις αγορές τα γεγονότα που εξελίχθησαν μέσα στο πρώτο οχτάμηνο του 2015 (εκλογές, δημοψήφισμα, capital control, 3^ο μνημόνιο) δυσχέραναν σε τεράστιο βαθμό την ήδη επιβαρυσμένη κατάσταση. Στον παρακάτω πίνακα απεικονίζονται οι βασικοί οικονομικοί δείκτες για την πενταετία 2010-2014.

Πίνακας 3-14 Βασικά Οικονομικά Μεγέθη Ελληνικής Οικονομίας 2010-2014

Βασικά Μεγέθη	2010	2011	2012	2013	2014
Εξέλιξη ΑΕΠ (σταθερές τιμές 2010)	-5,40%	-8,90%	-6,60%	-3,90%	0,80%
Πληθωρισμός: Μέσος Ετήσιος	4,70%	3,3%	1,50%	-0,90%	-1,30%
Ποσοστό Ανεργίας	12,70%	17,90%	24,40%	27,50%	26,50%
Δημόσιες Επενδύσεις (%ΑΕΠ)	3,20%	2,50%	2,50%	2,70%	3,80%
Εξαγωγές (αγαθά - τρέχουσες τιμές)	21,10	24,30	27,60	27,60	27,20
Εισαγωγές (αγαθά - τρέχουσες τιμές)	50,50	48,40	49,30	46,90	47,70

Χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ	128,31%	110,28%	164,44%	179,68%	178,23%
--------------------------	---------	---------	---------	---------	---------

Πηγή: (EUROSTAT, 2015)

Μετά την υπογραφή του 3^{ου} μνημονίου συνεργασίας μεταξύ της Ελλάδας και των θεσμών (ΔΝΤ, Ευρωπαϊκή Ένωση, Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα). Οι προβλέψεις για τα επόμενα τρία χρόνια, τα οποία μας ενδιαφέρουν και για την αποτίμηση των εταιρειών, δεν είναι καθόλου θετικές. Οι προβλέψεις των θεσμών στο τρίτο μνημόνιο συνεργασίας είναι ύφεση 2,3% για το 2015, ύφεση 1,3% για το 2016 και ανάπτυξη 2,3% για το 2017 ενώ οι προβλέψεις για το χρέος είναι ότι θα ξεπεράσει το 200% στα επόμενα τρία χρόνια σε περίπτωση που δεν υπάρξει κούρεμα (IMF, 2015). Πιο δυσοίωνες είναι οι προβλέψεις διαφόρων τραπεζών (Citibank, Deutsche Bank) οι οποίες εκτιμούν ότι η ύφεση για το 2015 θα είναι 2,4% και για το 2016 3,7% ενώ το χρέος θα ξεπεράσει το 2010% το 2016.

4. Αποτίμηση

Σε αυτό το σημείο αξίζει να σχολιάσουμε επίσης ότι στην υπάρχουσα οικονομική κατάσταση η αξία των μετοχών στο χρηματιστήριο μας δίνει ελάχιστα ερμηνευτικά συμπεράσματα σχετικά με την αποτίμηση και με το μέλλον των εταιρειών. Ο γενικός δείκτης του χρηματιστηρίου Αθηνών τα τελευταία πέντε χρόνια (31/12/2009 – 31/12/2014) έχει υποστεί πτώση της τάξεως του 63,77% και ο κλάδος ταξίδια και αναψυχή -41,83% και ακόμα μεγαλύτερο ο κλάδος ταξίδια και τουρισμός. Οι πράξεις τώρα των τεσσάρων μετοχών του κλάδου ταξίδια και τουρισμός τον τελευταίο χρόνο ανέρχονται σε 3.514 και για τις τέσσερις μετοχές κάτι που καταδεικνύει την έλλειψη επενδυτικού ενδιαφέροντος. Αν σε αυτό συνυπολογίσουμε ότι οι δυο μετοχές είναι χαμηλής διασποράς και οι άλλες δύο υπό επιτήρηση τότε μπορούμε να κατανοήσουμε τη χαμηλή ερμηνευτική ικανότητα που έχουν οι τιμές των μετοχών στο χρηματιστήριο.

4.1 Βασικές Μεταβλητές Αποτίμησης

Στο συγκεκριμένο κεφάλαιο της εργασίας θα αποτιμήσουμε τις δύο εταιρείες που έχουμε επιλέξει με τη μέθοδο της προεξόφλησης των ταμειακών ροών η οποία όπως αναλύσαμε και παραπάνω δίνει τα πιο αξιόπιστα αποτελέσματα σε σύγκριση με τις άλλες μεθόδους αποτίμησης.

Μέσω του μοντέλου των ταμειακών ροών θα προσπαθήσουμε να υπολογίσουμε την πραγματική σημερινή εσωτερική αξία της εταιρείας. Ο υπολογισμός των προεξοφλημένων καθαρών ταμειακών ροών προϋποθέτει τον υπολογισμό μία σειράς βασικών μεταβλητών οι οποίες θα πρέπει να υπολογιστούν με τη χρήση αξιόπιστων δεδομένων και μοντέλων προκειμένου το τελικό αποτέλεσμα να αντιπροσωπεύει όσο το δυνατόν εγγύτερα την πραγματική σημερινή αξία της επιχείρησης. Οι παράμετροι που θα υπολογίσουμε αφορούν τόσο εσωτερικές μεταβλητές της επιχείρησης όπως οι καθαρές ταμειακές ροές, το κόστος κεφαλαίου και ο ρυθμός ανάπτυξης όσο και εξωτερικές μεταβλητές όπως το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου (risk free rate), η απόδοση κινδύνου και ο συντελεστής φορολογίας. Αρχικά θα ξεκινήσουμε με την εκτίμηση των βασικών μεταβλητών και στη συνέχεια με το κόστος δανεισμού και τις ταμειακές ροές κάθε εταιρείας.

Επιτόκιο μηδενικού κινδύνου – Risk Free Rate

Ως επιτόκιο μηδενικού κινδύνου χρησιμοποιούμε το επιτόκιο ενός τίτλου του οποίου η πιθανότητα αθέτησης της πληρωμής του στο τέλος της περιόδου είναι σχεδόν μηδενική. Η πιθανότητα δηλαδή επιστροφής των αναμενόμενων χρημάτων στο τέλος της περιόδου είναι ίση με 1. Τέτοιοι τίτλοι θεωρούνται τα γραμμάτια και τα ομόλογα δημοσίου όχι επειδή οι κυβερνήσεις είναι καλύτερες από τις επιχειρήσεις σε θέματα διοίκησης και αποτελεσμάτων αλλά επειδή αυτές ελέγχουν το τύπωμα του νομίσματος. Ιστορικά βέβαια αρκετές χώρες έχουν αθετήσει πληρωμές χρεών, κυρίως που έχουν γίνει από προηγούμενες κυβερνήσεις ή χρέη σε ξένο νόμισμα. Ένα τελευταίο παράδειγμα είναι η Ελλάδα που το 2012 αναδιάρθρωσε τα δάνεια που είχαν στην κατοχή τους οι ιδιώτες πιστωτές της. Το διεθνές νομισματικό ταμείο προτείνει και άλλο ένα κούρεμα στο ελληνικό χρέος προκειμένου αυτό να καταστεί βιώσιμο σύμφωνα με την τελευταία του έκθεση τον Ιούλιο του 2015 (IMF, 2015). Για αυτό το λόγο στην αποτίμηση των εταιρειών μας δεν μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε το επιτόκιο του ελληνικού ομολόγου ως επιτόκιο μηδενικού κινδύνου.

Ένα άλλο χαρακτηριστικό που πρέπει να έχει ένας τίτλος για να χαρακτηρίζεται μηδενικού κινδύνου είναι να μην υπάρχει ο κίνδυνος επανεπένδυσης. Για παράδειγμα αν θέλουμε να υπολογίσουμε την αναμενόμενη απόδοση μιας επένδυσης σε ορίζοντα πέντε ετών δεν μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε ένα γραμμάτιο δημοσίου το οποίο λήγει σε έξι μήνες.

Στη δική μας παράδειγμα θα χρησιμοποιήσουμε το επιτόκιο των 10ετών Γερμανικών ομολόγων που είναι τα πιο ασφαλή στην Ευρωζώνη. Θα μπορούσαμε να χρησιμοποιήσουμε και ομόλογα των Η.Π.Α. αλλά επειδή είναι σε διαφορετικό νόμισμα θα έπρεπε να

συμπεριλάβουμε και τον κίνδυνο της ισοτιμίας. Σχετικά με το ονομαστικό και το πραγματικό επιτόκιο επειδή βρισκόμαστε σε μία περίοδο στασιμοπληθωρισμού η οποία δεν προβλέπεται να αλλάξει σύντομα τουλάχιστον στην τριετία που θα διαρκέσει η αποτίμησή μας θεωρούμε το ονομαστικό με το πραγματικό επιτόκιο ότι είναι ίδια.

Το επιτόκιο του δεκαετούς Γερμανικού ομολόγου στις 31/12/2014 ήταν 0,54% και ήταν το τρίτο χαμηλότερο σε απόδοση μετά της Ελβετίας (-0,18%) και της Ιαπωνίας (0,35%) (Bloomberg, 2015).

Αμοιβή Επιχειρηματικού κινδύνου (Risk - Premium)

Η αμοιβή επιχειρηματικού κινδύνου υπολογίζει την έξτρα απόδοση που απαιτούν οι επενδυτές, κατά μέσο όρο, για να επενδύσουν στην εταιρεία σε σχέση με το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου. Σύμφωνα με τον (Damodaran, 2000) η χρήση ιστορικών δεδομένων για τον υπολογισμό του επιχειρηματικού κινδύνου για αγορές που δεν είναι ώριμες και δεν έχουν πολλά δεδομένα, όπως η Ελλάδα, δεν δίνει αξιόπιστα αποτελέσματα και με χαμηλό τυπικό σφάλμα.

Ο επιχειρηματικός κίνδυνος υπολογίζεται:

Equity Risk Premium= Base Premium for Mature Equity Market + Country Premium

Η έξτρα απόδοση της χώρας αντανακλά τον πρόσθετο κίνδυνο της συγκεκριμένης αγοράς. Ως απόδοση κινδύνου ώριμης αγοράς χρησιμοποιείται η απόδοση των Η.Π.Α., η χώρα με τα περισσότερα ιστορικά δεδομένα. Ο γεωμετρικός μέσος όρος των Η.Π.Α. 31/12/2015 ήταν 5,75%. Ο Damodaran (2000) τονίζει ότι είναι καλύτερο όταν ο χρονικός ορίζοντας είναι μεγαλύτερος του ενός έτους να χρησιμοποιείται ο γεωμετρικός μέσος όρος και όχι ο αριθμητικός. Ο κίνδυνος της χώρας υπολογίζεται χρησιμοποιώντας τις διαβαθμίσεις επίσημων εταιρειών αξιολόγησης (S&P, Moody's) οι οποίες αξιολογούν τις χώρες με βάση την πιθανότητα αθέτησης πληρωμών - χρεοκοπίας. Στις 31/12/2014 η Ελλάδα σύμφωνα με την Moody's είχε βαθμό πιστωτικής αξίας Caa1 το οποίο μεταφράζεται σε 750 μονάδες βάσεις ή 7,5%. Πολλές φορές η αγορά των μετοχών παρουσιάζει μεγάλη μεταβλητότητα, ιδιαίτερα σε μικρές αγορές όπως της Ελλάδας, και μάλιστα πολύ μεγαλύτερη από ότι η αγορά των ομολόγων. Για αυτό το λόγο χρησιμοποιείται σύμφωνα με τον Damodaran (2010) και ένας πολλαπλασιαστής 1,5 πάνω στο default spread. Στη συγκεκριμένη όμως χρονική στιγμή η αγορά των ομολόγων στην Ελλάδα παρουσιάζει εξίσου μεγάλη μεταβλητότητα όπως και η

αγορά των μετοχών και για αυτό το λόγο στο παράδειγμά μας δε θα χρησιμοποιήσουμε πολλαπλασιαστή (Damodaran, 2015).

Total equity Risk Premium = 7, 5% + 5, 75% = 13, 25%

Συντελεστής βήτα (beta)

Αφού υπολογίσαμε την απόδοση κινδύνου και το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου η τελευταία παράμετρος που απομένει για το μοντέλο του CAPM (αποτίμηση επενδυτικών κεφαλαίων) είναι ο συντελεστής βήτα. Ο υπολογισμός του βήτα γίνεται μέσω παλινδρόμησης των αποδόσεων της μετοχής σε σχέση με τις αποδόσεις του γενικού δείκτη που αντανακλά το χαρτοφυλάκιο της αγοράς για μία συγκεκριμένη περίοδο. Οι αποδόσεις της μετοχής είναι η μεταβλητή Y (εξαρτημένη) και οι αποδόσεις του δείκτη είναι μεταβλητή X (ανεξάρτητη). Η εξίσωση της παλινδρόμησης φαίνεται παρακάτω:

$$R_j = a + bR_M$$

Όπου R_j οι αποδόσεις της μετοχής της ANEK και ΑΤΤΙCΑ Συμμετοχών στο δικό μας παράδειγμα και R_M οι αποδόσεις του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου Αθηνών για την περίοδο 01/01/2012 – 31/12/2014. Η κλίση της παλινδρόμησης “b” είναι ο συντελεστής βήτα και μετράει το βαθμό στον οποίο οι αποδόσεις της μετοχής συν-διακυμαίνονται με τις αποδόσεις του χαρτοφυλακίου της αγοράς M , την απόδοση μιας μετοχής σε σύγκριση με την απόδοση της αγοράς, που ορίζεται από την πορεία του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου. Η μεταβλητή a είναι το σημείο τομής με τον κατακόρυφο άξονα (Intercept) το οποίο εξηγεί πόσο καλά ή άσχημα αποδίδει η μετοχή κατά τη διάρκεια της περιόδου της παλινδρόμησης. Βασικά ζητήματα της μέτρησης του συντελεστή β είναι η επιλογή του δείκτη, η επιλογή της κατάλληλης χρονικής περιόδου και ο αριθμός των παρατηρήσεων αν δηλαδή θα είναι σε ημερήσια βάση, σε εβδομαδιαία ή σε μηνιαία.

Επιλογή δείκτη

Πρακτικά δεν υπάρχει κάποιος συγκεκριμένος δείκτης που να είναι κοντά στο χαρτοφυλάκιο της αγοράς. Υπάρχουν πολλοί διαφορετικοί δείκτες όπως δείκτες μετοχών, κλάδων μετοχών, τίτλων σταθερού εισοδήματος, εμπορευμάτων κλπ. Το πρόβλημα επίσης γίνεται μεγαλύτερο αν συμπεριλάβουμε και την πιθανότητα χρήσης παγκόσμιων δεικτών της αγοράς. Η επιλογή του δείκτη μπορεί να αλλάξει το συντελεστή βήτα και μάλιστα σε σημαντικό βαθμό για αυτό

και θέλει μεγάλη προσοχή κατά τη διαδικασία επιλογής. Στη δική μας περίπτωση επιλέξαμε το γενικό δείκτη του χρηματιστηρίου Αθηνών ως το πιο αντιπροσωπευτικό αφού είναι ο δείκτης που περιλαμβάνει τις περισσότερες μετοχές από τους άλλους δείκτες και δίνει καλύτερες εκτιμήσεις.

Επιλογή Περιόδου

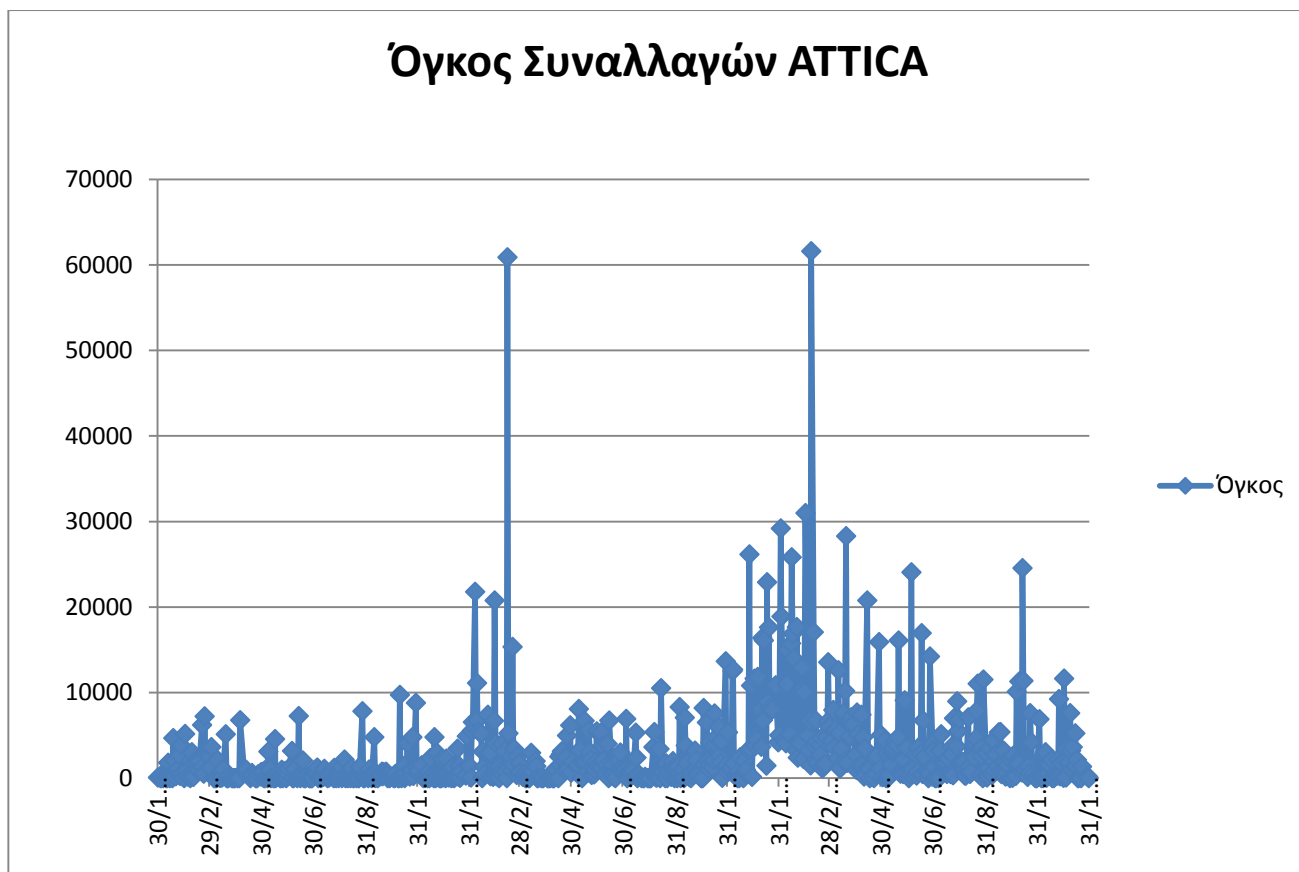
Μία άλλη σημαντική παράμετρος είναι η επιλογή της περιόδου που θα εξετάσουμε. Όσο μεγαλύτερο είναι το διάστημα που εξετάζουμε τόσο πιο πολλές παρατηρήσεις θα έχουμε, ωστόσο αυτό μπορεί να αντισταθμιστεί από το γεγονός ότι μπορεί να έχουν αλλάξει τα βασικά χαρακτηριστικά των εταιρειών που εξετάζουμε. Προσπάθεια μας δεν είναι να υπολογίσουμε το συντελεστή βήτα του παρελθόντος αλλά να κάνουμε μία εκτίμηση για το μελλοντικό βήτα της εταιρείας. Ο συντελεστής βήτα μεταβάλλεται διαχρονικά σε περιπτώσεις κατά τις οποίες η εταιρεία διευρύνει τις λειτουργικές της δραστηριότητες, αλλάζει τη χρηματοοικονομική της μόχλευση, εξαγοράζει η απορροφά άλλη εταιρεία και γενικότερα όταν προβαίνει σε πράξεις οι οποίες μπορεί να αλλάξουν τη διακύμανση των αποδόσεων της με τις αποδόσεις της αγοράς. Για αυτό το λόγο ο συντελεστής βήτα θα πρέπει να υπολογίζεται για χρονικά διαστήματα μέχρι πέντε ετών ώστε να μην περιλαμβάνει τις πιθανές βασικές αλλαγές της εταιρείας. Στο παράδειγμά μας χρησιμοποιήσαμε ως βάση τα τελευταία τρία χρόνια (01/01/2012 – 31/12/2014) μετά την αναδιάρθρωση των λειτουργιών τους (συνεργασίες, απομείωση παγίων και πούλημα πλοίων) λόγω της βαθιάς οικονομικής κρίσης.

Επιλογή αριθμού παρατηρήσεων για το συγκεκριμένο διάστημα

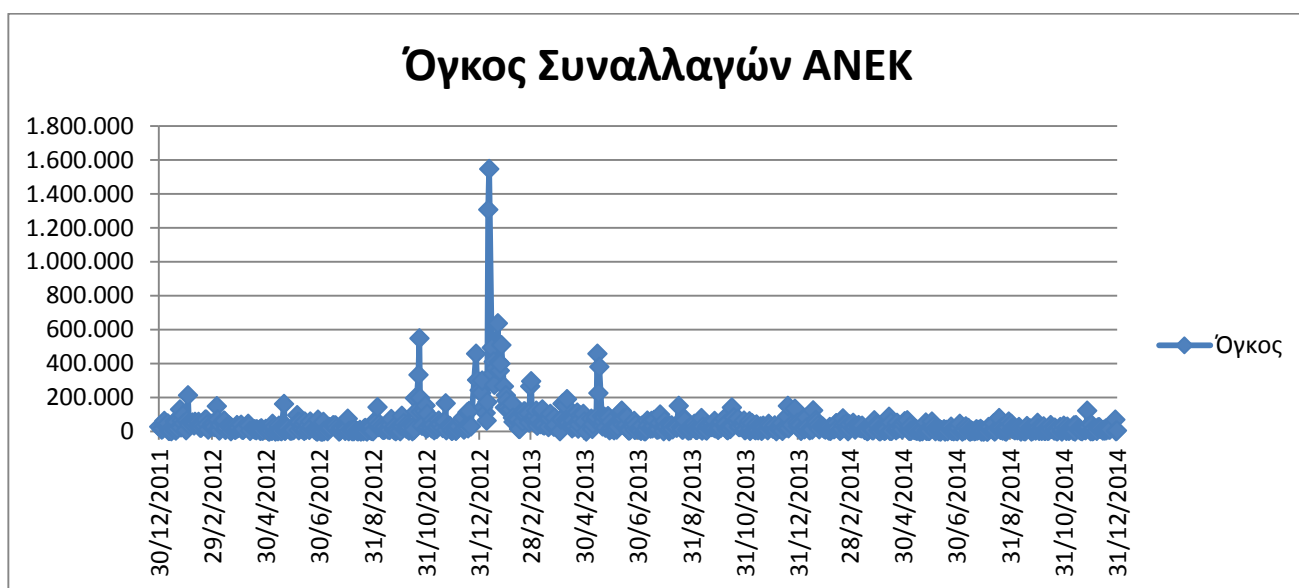
Η τελευταία επιλογή που επηρεάζει το συντελεστή βήτα είναι η περίοδος των μετρήσεων αν θα είναι σε καθημερινή βάση, σε εβδομαδιαία ή σε μηνιαία. Χρησιμοποιώντας μικρότερα διαστήματα αυξάνεται ο αριθμός των παρατηρήσεων αλλά με ένα κόστος καθώς κάποιοι τίτλοι δεν εμπορεύονται καθημερινώς. Το πρόβλημα της εμπορευσιμότητας για κάποιες μετοχές υπάρχει όταν ο όγκος των συναλλαγών δεν είναι αρκετά μεγάλος για κάποια χρονικά διαστήματα με αποτέλεσμα να μην είναι δυνατόν να καταγραφούν οι αποδόσεις αυτών των μετοχών. Το παραπάνω γεγονός το συναντάμε σε μετοχές μικρής κεφαλαιοποίησης και σε αγορές που δεν είναι αναπτυγμένες με μικρό αριθμό επενδυτών και με χαμηλή δραστηριοποίηση. Για τον υπολογισμό των συντελεστών βήτα των μετοχών της ANEK και της ΑΤΤΙCΑ χρησιμοποιήσαμε τις εβδομαδιαίες αποδόσεις αφού και οι δύο μετοχές όπως φαίνεται και στα παρακάτω διαγράμματα 4-1 και 4-2 δεν εμπορεύονται καθημερινά και

υπάρχουν αρκετές μέρες που έχουν μηδενικό όγκο συναλλαγών. Συνεπώς οι εβδομαδιαίες παρατηρήσεις θα είναι πιο αντιπροσωπευτικές και με λιγότερο θόρυβο από ότι στις καθημερινές παρατηρήσεις.

Διάγραμμα 4-1 Όγκος Συναλλαγών Μετοχής ΑΤΤΙCΑ



Διάγραμμα 4-2 Όγκος Συναλλαγών Μετοχής ΑΝΕΚ



Για τον υπολογισμό των αποδόσεων των μετοχών δεν χρησιμοποιήσαμε τις αριθμητικές ποσοστιαίες μεταβολές αλλά το φυσικό λογάριθμο²¹ που θεωρείται πιο έγκυρη μέθοδος και χρησιμοποιείται ευρέως στον ακαδημαϊκό χώρο γιατί οι αποδόσεις των μετοχών για μία μεγάλη χρονική περίοδο είναι το άθροισμα των αποδόσεων των επιμέρους χρονικών στιγμών. Επίσης με τη χρήση λογαρίθμων οι αποδόσεις διακρίνονται από μεγαλύτερη κανονικότητα και μικρότερη ετεροσκεδαστικότητα. Η μέθοδος αυτή λέγεται και λογαριθμική ή συνεχής ανατοκισμός. Οι συντελεστές βήτα που υπολογίσαμε για τη μετοχή της ANEK φαίνονται στον πίνακα 4-1 και της μετοχής της ΑΤΤΙCΑ στον πίνακα 4-2:

Πίνακας 4-1 Συντελεστής βήτα μετοχής ANEK

Παρατηρήσεις	Ημερήσιες	Εβδομαδιαίες	Μηνιαίες
Συντελεστής β	0.6308	0,714738	0,591908
Τυπικό Σφάλμα Συντελεστή β	0.0872	0,1502	0,2427
Συντελεστής R²	0.0658	0,1274	0,148843
Τυπική Απόκλιση	0,0532	0,1011	0,149107
Συντελεστής α	-0,00063	-0,00309	-0,0128

Ο συντελεστής βήτα ίσος με 0,7147 το οποίο σημαίνει ότι για κάθε μεταβολή του δείκτη κατά 1% η μετοχή της ANEK μεταβάλλεται κατά 0,7147%. Το R² το οποίο είναι 12,7% εξηγεί τι ποσοστό της μεταβλητότητας της μετοχής ερμηνεύεται από την αγορά. Στη περίπτωση της ANEK είναι πάρα πολύ χαμηλό όπως βλέπουμε το οποίο σημαίνει ότι ο κίνδυνος της μετοχής οφείλεται κατά κύριο λόγο στην εταιρεία και λιγότερο στην αγορά. Ο συντελεστής Jensen alpha είναι η διαφορά μεταξύ του συντελεστή α και του επιτοκίου μηδενικού κινδύνου πολλαπλασιασμένο με (1-β) και μας δείχνει αν η μετοχή απέδωσε καλύτερα από το αναμενόμενο κατά τη περίοδο της παλινδρόμησης. Στη περίπτωση της ANEK απέδωσε χειρότερα από το αναμενόμενο και μάλιστα κατά:

$$\text{Jensen } a \rightarrow a - R_f(1-b) = -0.00309 - (0.00178*(1-0.7174)) = -0,00309 - 0,000503 = -0,00256$$

Σαν R_f χρησιμοποιήσαμε την απόδοση του 3μηνιαίου γραμματίου ελληνικού δημοσίου στις 31/12 αφού εξετάζουμε την ελληνική αγορά. Η απόδοση του τριμηνιαίου γραμματίου του ελληνικού δημοσίου ήταν 2,14%²² και το οποίο το διαιρέσαμε με το 12 για να μας βγάλει το

²¹ $\ln \left(\frac{R_{t+1}}{RR_{t+1}} \right)$

²² Τράπεζα της Ελλάδος (2015)

εβδομαδιαίο επιτόκιο μηδενικού κινδύνου. Χρησιμοποιούμε το εβδομαδιαίο επιτόκιο μηδενικού κινδύνου γιατί έχουμε υπολογίσει και τις εβδομαδιαίες αποδόσεις της μετοχής.

Πίνακας 4-2 Συντελεστής βήτα μετοχής ΑΤΤΙCΑ

Παρατηρήσεις	Ημερήσιες	Εβδομαδιαίες	Μηνιαίες
Συντελεστής β	0,3765	0,2943	-0,1548
Τυπικό Σφάλμα Συντελεστή β	0,1166	0,2045	0,4222
Συντελεστής R²	0,0138	0,0131	0,0039
Τυπική Απόκλιση	0,0712	0,1377	0,2593
Συντελεστής α	0,00105	0,00507	0,02465

Στη περίπτωση της ΑΤΤΙCΑ πάλι θα επιλέξουμε της εβδομαδιαίες παρατηρήσεις αφού και αυτή η μετοχή είναι μικρής εμπορευσιμότητας κάτι το οποίο φαίνεται εκτός από το διάγραμμα και από τη κατηγορία στην οποία ανήκει (χαμηλής διασποράς) αφού μόνο το 10% περίπου διαπραγματεύεται στην ελεύθερη αγορά. Ο συντελεστής βήτα ίσος με 0,2943 το οποίο σημαίνει ότι για κάθε μεταβολή του δείκτη κατά 1% η μετοχή της ΑΤΤΙCΑ μεταβάλλεται κατά 0,2943%. Το R² στην περίπτωση της ΑΤΤΙCΑ είναι 20,45%, το οποίο σημαίνει ότι ο κίνδυνος και αυτής της μετοχής οφείλεται κατά κύριο λόγο στην εταιρεία και λιγότερο στην αγορά. Ο συντελεστής Jensen alpha είναι η διαφορά μεταξύ του συντελεστή α και του επιτοκίου μηδενικού κινδύνου επί (1-β) και μας δείχνει η μετοχή απέδωσε καλύτερα από το αναμενόμενο κατά τη περίοδο της παλινδρόμησης. Στη περίπτωση της ΑΤΤΙCΑ η μετοχή απέδωσε ανά εβδομάδα καλύτερα από το αναμενόμενο για την περίοδο που εξετάσαμε αλλά σε πολύ μικρό ποσοστό:

$$\text{Jensen } \alpha \rightarrow \alpha - R_f(1-\beta) = 0.00507 - (0.00178 \cdot (1-0.2943)) = -0.00507 - 0.001256 = -0.006326$$

Σαν R_f χρησιμοποιήσαμε την απόδοση του 3μηνιαίου γραμματίου ελληνικού δημοσίου στις 31/12 αφού εξετάζουμε την ελληνική αγορά. Η απόδοση του τριμηνιαίου γραμματίου του ελληνικού δημοσίου ήταν 2,14%²³ και το οποίο το διαιρέσαμε με το 12 για να μας βγάλει το εβδομαδιαίο επιτόκιο μηδενικού κινδύνου.

Ένα γενικό συμπέρασμα που μπορεί να εξαχθεί από το συντελεστή βήτα είναι ότι και οι δύο εταιρείες έχουν πολύ μικρή συν-διακύμανση με το γενικό δείκτη και υπό-αποδίδουν. Επίσης το πολύ χαμηλό R² δείχνει το μεγάλο ρίσκο που έχουν οι εταιρείες αφού η μεταβλητότητα

²³ Τράπεζα της Ελλάδος (2015)

τους οφείλεται κατά κύριο λόγο στην εταιρεία και λιγότερο στην αγορά. Αδιαμφισβήτητα το ελληνικό χρηματιστήριο τα τελευταία χρόνια διανύει τις χειρότερες μέρες του, με την Ελλάδα εκτός αγορών, το δείκτη οικονομικού κλίματος να βρίσκεται σε χαμηλά επίπεδα και να κυριαρχεί η πολιτική αστάθεια το οποίο σίγουρα δεν ευνοεί τις επενδύσεις σε μετοχές και γενικότερα σε άλλα περιουσιακά στοιχεία. Αυτό φαίνεται από τον όγκο των συναλλαγών και τον τζίρο που είναι πολύ μικρός και οι όποιες συναλλαγές έχουν κερδοσκοπικό χαρακτήρα και όχι μακροχρόνιας επένδυσης.

Ο υπολογισμός του συντελεστή βήτα με την μέθοδο της παλινδρόμησης όπως αναφέραμε και παραπάνω έχει και σχετικά μεγάλο τυπικό σφάλμα και επίσης αντικατοπτρίζει το μίγμα κεφαλαίων της επιχείρησης καθώς και το επίπεδο μόχλευσης για το διάστημα της παλινδρόμησης και όχι το υπάρχων.

Στη δική μας περίπτωση το επίπεδο μόχλευσης της ANEK έχει αλλάξει δραματικά εξαιτίας της μείωσης των ιδίων κεφαλαίων. Τα συνολικά δάνεια δεν έχουν αλλάξει σαν μέγεθος αλλά επειδή τα ίδια κεφάλαια έχουν μηδενιστεί ο αριθμοδείκτης συνολικές τραπεζικές υποχρεώσεις προς ίδια κεφάλαια έχει μεγαλώσει πάρα πολύ όπως φαίνεται και στον παρακάτω πίνακα εξαιτίας της μείωσης του παρονομαστή.

Πίνακας 4-3 Debt to Equity Ratio ANEK

	2010	2011	2012	2013	2014	2014 Market	M.O. 2012-2014
Debt/Equity Ratio	3,2	3,1	7,46	34,72	-40,16	19,52	20,56

Για το 2014 ο αριθμοδείκτης είναι αρνητικός εξαιτίας των αρνητικών κεφαλαίων της εταιρείας για αυτό ως ίδια κεφάλαια υπολογίσαμε την υπάρχουσα κεφαλαιοποίηση της εταιρείας στις 31/12/2014.

Θα υπολογίσουμε λοιπόν το μη μοχλευμένο συντελεστή βήτα για την περίοδο της παλινδρόμησης και μετά θα υπολογίσουμε το μοχλευμένο συντελεστή βήτα με βάση τον υπάρχον αριθμοδείκτη χρέους προς ίδια κεφάλαια.

Για τον υπολογισμό του μέσου όρου του αριθμοδείκτη θα πάρουμε το μέσο όρο της περιόδου 2010-2013 γιατί το 2014 είναι αρνητικός και οδηγεί σε λανθασμένα συμπεράσματα.

$\beta_u = \beta_L / (1 + \frac{(1-t)D}{E})$, όπου t ο συντελεστής φορολόγησης ανωνύμων επιχειρήσεων που είναι 26%.

Αντικαθιστώντας στη παραπάνω εξίσωση έχουμε:

$$\beta_u = 0,715 / (1 + (1 - 0,26)20,56) = 0,04$$

Στη συνέχεια υπολογίζουμε το υπάρχων μοχλευμένο βήτα της επιχείρησης:

$$\beta_L = 0,04 * (1 + ((1-0,26)*(19,52))) = 0,68$$

Στη περίπτωση της ΑΤΤΙCΑ συμμετοχών ο δείκτης μόχλευσης δεν έχει αλλάξει κατά τη διάρκεια των ετών όπως φαίνεται και στον παρακάτω πίνακα 4-4:

Πίνακας 4-4 Debt to Equity Ratio ΑΤΤΙCΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ

	2010	2011	2012	2013	2014	Μ.Ο. 2012-2014
Debt/Equity Ratio	0,82	0,96	1,24	1,11	0,99	1,11

Χρησιμοποιώντας τις παραπάνω εξισώσεις και τον ίδιο συντελεστή φορολόγησης (26%) έχουμε:

$$\beta_u = 0,29 / (1 + (1 - 0,26)1,11) = 0,16$$

$$\beta_L = 0,16 * (1 + ((1-0,26)*(0,99))) = 0,28$$

Όπως παρατηρούμε δεν το βήτα δεν έχει αλλάξει σχεδόν καθόλου αφού ο αριθμοδείκτης του μέσου όρου της περιόδου της παλινδρόμησης με τον τρέχων αριθμοδείκτη έχει μεταβληθεί πολύ λίγο. Συνεπώς οι συντελεστές βήτα των εταιρειών είναι:

Πίνακας 4-5 Συντελεστές βήτα Εταιρειών

	ΑΝΕΚ	ΑΤΤΙCΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
Συντελεστής βήτα	0,68	0,28

Σε αυτό το σημείο αξίζει να τονίσουμε ότι ο συντελεστής φορολογίας για τις ακτοπλοϊκές εταιρείες δεν είναι 26% όπως στις ανώνυμες. Ο φόρος εισοδήματος είναι διαφορετικός για κάθε εταιρεία και με βάση το νόμο 27/1975 φορολογούνται βάσει των κόρων ολικής

χωρητικότητα των πλοίων και με βάση την ηλικία του. Ο συντελεστής φορολογίας λοιπόν είναι διαφορετικός για κάθε εταιρεία και χρειάζεται πληροφορίες τις οποίες δεν γνωρίζουμε. Γι αυτό το λόγο στη παρούσα εργασία χρησιμοποιήσαμε το συντελεστή 26% των ανωνύμων εταιρειών.

4.2 Αποτίμηση ΑΤΤΙCΑ Συμμετοχών

Πρόβλεψη Καθαρών Ταμειακών Ροών

Στη συγκεκριμένη ενότητα της εργασίας παρατίθενται οι προβλέψεις για τις μελλοντικές ταμειακές ροές της εταιρείας και οι υποθέσεις στις οποίες βασιστήκαμε. Η πρόβλεψη για τις ταμειακές ροές θα είναι για τα επόμενα τρία χρόνια και μετά θα θεωρήσουμε ότι η εταιρεία αυξάνεται με ένα συγκεκριμένο ρυθμό. Στη δεδομένη χρονική στιγμή το να επεκτείνουμε τη διάρκεια της πρόβλεψης και για άλλα χρόνια λόγω της μεγάλης μεταβλητότητας που υπάρχει δε θα προσέδιδε μεγαλύτερη ακρίβεια από τη παραδοχή ότι η εταιρεία θα συνεχίσει να αναπτύσσεται με ένα συνεχή ρυθμό.

Κύκλος εργασιών

Η σημαντικότερη μεταβλητή η οποία επηρεάζει όλα τα άλλα μεγέθη της εταιρείας και από την οποία θα πρέπει να ξεκινήσουν οι προβλέψεις είναι οι πωλήσεις της εταιρείας. Η ΑΤΤΙCΑ συμμετοχών τα τελευταία δύο χρόνια κατάφερε να αντιστρέψει τη φθίνουσα πορεία των πωλήσεων και να περάσει ξανά στην αύξηση του κύκλου εργασιών. Στην εκτίμησή μας θα υποθέσουμε ότι η εταιρεία θα εκμεταλλευτεί την αύξηση του τουρισμού που προβλέπεται για την Ελλάδα τα επόμενα δύο χρόνια (ΣΕΤΕ, 2015) και την αύξηση του μεριδίου αγοράς που έχει επιτύχει επίσης τα τελευταία χρόνια (εκμεταλλευόμενη τη κακή πορεία της ΝΕΛ και της ΑΝΕΚ) και θα καταφέρει να κρατήσει παρά τις δυσμενείς οικονομικές συνθήκες και τη μείωση της ζήτησης από την εγχώρια αγορά ένα μικρό ρυθμό αύξησης των πωλήσεων. Για το 2015 υποθέτουμε ότι ο ρυθμός θα μειωθεί σε σχέση με το 2014 αφού τα αναθεωρημένα στοιχεία για το ΑΕΠ δεν είναι καθόλου ενθαρρυντικά αλλά τα επόμενα δύο χρόνια θα το αυξήσει με μεγαλύτερη αύξηση το 2017 που προβλέπεται ανάπτυξη για την εγχώρια οικονομία ύψους 2,3%.

Πίνακας 4-6 Σχέση ΑΕΠ - Κύκλου Εργασιών

	2013	2014	2015	2016	2017
ΑΕΠ	-3,90%	0,8%	-2,3%	-1,3%	2,3%
Κύκλος Εργασιών	1,62%	2,5%	1,5%	2%	5%

Πίνακας 4-7 Πρόβλεψη κύκλου εργασιών 2015-2017

	2013	2014	2015	2016	2017
Ρυθμός Αύξησης	1,62%	2,5%	1,5%	2%	5%
Αξία	260.160.000	266.660.000	270.660.000	276.073.000	289.877.000

Λειτουργικά έξοδα

Το κόστος των καυσίμων και των λιπαντικών αποτελεί το μεγαλύτερο μέρος των λειτουργικών εξόδων του ομίλου. Για τη χρήση του 2014 το 53% περίπου των λειτουργικών εξόδων των πλοίων του ομίλου ήταν το κόστος των ναυτιλιακών καυσίμων και λιπαντικών. Στο παρακάτω διάγραμμα φαίνονται οι προβλέψεις για τη τιμή του πετρελαίου από θεσμικούς οργανισμούς.

Πίνακας 4-8 Πρόβλεψη τιμών πετρελαίου Brent (\$)

	2013	2014	2015	2016	2017
World Bank	104,1	96,2	54,4	61,2	63,7
IMF	104,1	96,2	56,2	59,6	63,3
OECD	104,1	96,2	62	65	67
Average	104,1	96,2	57,53	61,93	64,67

Πηγή: (Kolesnikov, 2015)

Πίνακας 4-9 Τιμές Πετρελαίου - Ποσοστό Συμμετοχής σε κόστος Πωληθέντων

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Brent \$	96,94	61,74	79,61	111,26	111,57	104,1	96,2
% Συμμετοχής στο Κόστος Πωληθέντων	50%	45%	48%	51%	55%	52,9%	53%

Για τη δική μας πρόβλεψη σχετικά με το κόστος των καυσίμων και των λιπαντικών θα πάρουμε το μέσο όρο των προβλέψεων των τριών θεσμών. Συνεπώς για το 2015 θα έχουμε μία μείωση στις τιμές των καυσίμων της τάξεως του 40,19% και για το 2016 και 2017 μία

αύξηση 7,65% και 4,41% αντίστοιχα. Συνεπώς υποθέτουμε ότι επειδή θα έχουμε μία μείωση 40,19% με πιθανή τιμή 57,53 λίγο πιο κάτω από τη τιμή του 2009, θα έχουμε μία μείωση των λειτουργικών εξόδων για το 2015 της τάξεως του 8% και μία αύξηση 1,00% και 0,50% για τα επόμενα 2 έτη αντίστοιχα. Το κόστος πωληθέντων για το 2014 αποτελούσε το 80,27% του κύκλου εργασιών. Αν υποθέσουμε ότι θα μειωθεί περίπου 8% εξαιτίας της μεγάλης μείωσης του πετρελαίου τότε το κόστος πωληθέντων για το 2015 θα αποτελεί το 72,27% του κύκλου. Στο παρακάτω πίνακα εμφανίζονται αναλυτικά οι εκτιμήσεις για το κόστος πωληθέντων.

Πίνακας 4-10 Κόστος Πωληθέντων ΑΤΤΙCΑ 2015-2017 (σε '000€)

	2014	2015	2016	2017
Κύκλος Εργασιών	266.660	270.660	276.073	289.877
Κόστος Πωληθέντων /	80,27%	72,27%	73,27%	74,27%
Κύκλος Εργασιών				
Κόστος Πωληθέντων	(214.059)	(195.606)	(202.279)	(213.842)
Μικτά Κέρδη	52.601	73.794	73.794	76.035

Παραδοχές – Πρόβλεψη για Έξοδα Διοικητικής Λειτουργίας - Διάθεσης

Τα έξοδα διοίκησης και διάθεσης στη χρήση 2014 αποτελούσαν το 13,455 του κύκλου εργασιών. Για να έχουμε μία ακριβέστερη προσέγγιση θα εκτιμήσουμε ξεχωριστά τα έξοδα διοίκησης και ξεχωριστά τα έξοδα διάθεσης. Τα έξοδα διοίκησης βαίνουν μειούμενα τα τελευταία χρόνια σε μια προσπάθεια της εταιρείας περιορισμού του κόστους. Σε αυτό βοηθάει και νέες συλλογικές συμβάσεις εργασίας. Εκτίμησή μας είναι ότι η εταιρεία μπορεί να μειώσει ακόμα τα έξοδα διοίκησης κατά 1% και μετά να παραμείνουν σταθερά. Για τα έξοδα διάθεσης θα χρησιμοποιήσουμε το τελευταίο ποσοστό επί των πωλήσεων που είναι 7% αφού τα έξοδα διάθεσης περιλαμβάνουν τις προμήθειες των πωλήσεων κατά κύριο λόγο και τα έξοδα διαφήμισης και προώθησης σε μικρότερο βαθμό.

Χρηματοοικονομικά Έξοδα - Έσοδα

Τα χρηματοοικονομικά έξοδα περιλαμβάνουν τους τόκους μακροπρόθεσμων - βραχυπρόθεσμων δανείων και τους τόκους των ομολογιακών δανείων της επιχείρησης για κάθε προβλεπόμενη χρήση. Οι παραπάνω τόκοι θα υπολογιστούν ως το άθροισμα των μακροπρόθεσμων τραπεζικών υποχρεώσεων, των βραχυπρόθεσμων τραπεζικών

υποχρεώσεων πληρωτέων στην επόμενη χρήση επί το κόστος δανεισμού της εταιρείας προ φόρων που είναι 6,18% όπως φαίνεται παρακάτω στο κόστος δανεισμού.

Το χρηματοοικονομικά έσοδα είναι το σύνολο των ταμειακών διαθεσίμων στην τράπεζα και των βραχυπρόθεσμων προθεσμιακών καταθέσεων που κατέχει η εταιρεία τη προηγούμενη χρήση επί ένα επιτόκιο που θα μπορούσε να επιτευχθεί για βραχυπρόθεσμες επενδύσεις. Το πιο αντιπροσωπευτικό επιτόκιο είναι το επιτόκιο των προθεσμιακών καταθέσεων των ελληνικών τραπεζών που ανέρχεται στο 1,3% για τις τέσσερις συστημικές τράπεζες²⁴ (moneyonline, 2015).

Για τα λοιπά χρηματοοικονομικά αποτελέσματα που αποτελούν κέρδη ζημιές από παράγωγα και συναλλαγματικές ισοτιμίες δε θα γίνει καμία πρόβλεψη και θα πάρουμε το μέσο όρο των τριών τελευταίων ετών που είναι 375.000€.

Απομείωση Στοιχείων Ενεργητικού

Ο ρυθμός των από-μειώσεων των αξιών πλοίων, οι οποίες τα προηγούμενα χρόνια είχαν αναγκάσει τις εταιρείες να καταγράψουν μεγάλες ζημιές και να προβούν σε αυξήσεις μετοχικών κεφαλαίων έχει αντιστραφεί τον τελευταίο χρόνο και δε προβλέπεται περαιτέρω απομείωση (XRTC, 2015).

Κέρδη Ζημιές από Πώληση Πάγιων στοιχείων

Για τα επόμενα τρία χρόνια θα υποθέσουμε ότι η εταιρεία δε θα πουλήσει κανένα πλοίο της από τα 12 και δε θα έχει κέρδη ζημιές από πώληση πάγιων στοιχείων

Αφού αναλύσαμε τα στοιχεία των αποτελεσμάτων χρήσεως θα περιγράψουμε τώρα τις προβλέψεις για τα στοιχεία του ισολογισμού.

Πάγια ενσώματα στοιχεία

Θεωρούμε ότι η εταιρεία δε θα αγοράσει άλλα πλοία για τα επόμενα δύο χρόνια μιας και οι συνθήκες δε το επιτρέπουν αφού τα τελευταία χρόνια έχει προβεί αντιθέτως σε περιορισμό του στόλου της. Συνεπώς ως πάγια στοιχεία θα λάβουμε υπόψη τη περσινή αξία μείων τις αποσβέσεις. Για το 2017 όμως και με την προϋπόθεση ότι θα είναι η πρώτη χρονιά ανάπτυξης και της ελληνικής οικονομία και αφού έχει καταφέρει να πραγματοποιήσει κέρδη και να αυξήσει τα διαθέσιμά της τις δύο προηγούμενες χρονιές προβλέπουμε ο όμιλος να

²⁴ Eurobank, Alpha Bank, Τράπεζα Πειραιώς, Ε.Τ.Ε.

εκμεταλλευτεί τις ευκαιρίες της αγοράς από τις άλλες εταιρείες που δεν πηγαίνουν το ίδιο καλά (ANEK, NEL) και να προβεί σε αγορά πλοίων τους ύψους 30 εκατομμυρίων. Οι συντελεστές απόσβεσης που χρησιμοποιεί η ΑΤΤΙCΑ είναι οι παρακάτω:

Πίνακας 4-11 Ωφέλιμη ζωή ενσώματων πάγιων στοιχείων

Πλοία συμβατικά	30 έτη
Κτίρια	60 έτη
Λιμενικές Εγκαταστάσεις	10 έτη
Οχήματα	5 έτη
Έπιπλα-Σκεύη	5 έτη
Ηλεκτρονικός Εξοπλισμός	3 έτη

Οι αποσβέσεις υπολογίστηκαν με τους ίδιους συντελεστές της χρήσης 2014 μειούμενες με τις αποσβέσεις των ολοσχερώς αποσβεσθέντων, όπως τα μεταφορικά μέσα και τα έπιπλα, και προσαυξημένες με τις αποσβέσεις των προσθηκών. Υποθέσαμε ότι οι μόνες προσθήκες της εταιρείας τα επόμενα χρόνια θα είναι έπιπλα και λογισμικά προγράμματα.

Λοιπά μη κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού

Τα λοιπά μη κυκλοφορούντα στοιχεία του ενεργητικού αποτελούν εγγυήσεις της εταιρείας για συμμετοχή της σε επιχορηγούμενο σχέδιο επένδυσης αξίας 3.600.000€ σχετικά με την παροχή καινοτομικών ηλεκτρονικών επικοινωνιακών και ευρυζωνικών υπηρεσιών στο νομό Αττικής για αυτό θα κρατήσουμε ίδιο το ποσό ύψους 1.200.000€.

Αποθέματα

Τα αποθέματα περιλαμβάνουν τα εμπορεύματα, τις πρώτες ύλες, τα καύσιμα και τα λιπαντικά. Τα τελευταία χρόνια η εταιρεία έχει μειώσει αρκετά τα αποθέματά της συνέπεια της μείωσης των λειτουργιών της και του στόλου της. Εκτιμούμε ότι παραπέρα μείωση είναι δύσκολο να επιτευχθεί αφού δεν προβλέπουμε περαιτέρω μείωση των λειτουργιών της, του κύκλου εργασιών της και του στόλου της. Θα κρατήσουμε λοιπόν ίδιο το ποσοστό αποθεμάτων προς κύκλου εργασιών.

Πελάτες και λοιπές εμπορικές απαιτήσεις

Η εκτίμηση για το ύψος των απαιτήσεων θα γίνει με βάση το ποσοστό της χρήσης του 2014 των απαιτήσεων σε σχέση με τον κύκλο εργασιών.

Λοιπά κυκλοφορούντα στοιχεία Ενεργητικού

Στα λοιπά κυκλοφορούντα στοιχεία του ενεργητικού υποθέτουμε ότι η εταιρεία θα κρατήσει ποσοστό επί του κύκλου εργασιών το οποίο έχει αυξηθεί τα τελευταία δύο έτη εξαιτίας της καθυστέρησης πληρωμών από το υπουργείο εμπορικής ναυτιλίας για τις άγονες γραμμές. Υποθέτουμε λοιπόν ότι η κυβέρνηση θα συνεχίσει τη καθυστέρηση καταβολής των οφειλών της.

Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα

Το ποσό των ταμειακών διαθεσίμων αντλείται από τις ταμειακές ροές τέλους της χρήσης.

Μακροπρόθεσμες Τραπεζικές Υποχρεώσεις

Στις μακροπρόθεσμες τραπεζικές υποχρεώσεις περιλαμβάνονται τα δάνεια της επιχείρησης (ομολογιακά, μετατρέψιμα ομολογιακά και δάνεια με εξασφαλίσεις). Με βάση τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας στις 31/12 η ληκτότητα των δανείων ήταν η παρακάτω:

Πίνακας 4-12 Ληκτότητα Δανείων ΑΤΤΙCΑ 31/12/2014

	Έως 1 έτους	Μεταξύ 1 έτους και 5 ετών	Αν των 5 ετών	Σύνολο
Δάνεια με εξασφαλίσεις	5.904	62.898	39.465	108.267
Ομολογιακά Δάνεια με εξασφαλίσεις	5.456	86.139	32.594	124.189
Μετατρέψιμα Ομολογιακά Δάνεια		49.705		49.705
Δανειακές Υποχρεώσεις	11.360	198.742	72.059	282.161

Για την ανάλυση μας θα θεωρήσουμε ότι ο μακροπρόθεσμος δανεισμός θα μειώνεται ελάχιστα με κάποια δάνεια με εξασφαλίσεις που λήγουν κάθε χρόνο και θα περνάνε από τις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις στις βραχυπρόθεσμες. Η εταιρεία υποθέτουμε ότι δε θα αποπληρώσει κανένα ομολογιακό δάνειο πρόωρα ούτε τα μετατρέψιμα ομολογιακά στη Fortress Investment Group.

Λοιπές Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις

Οι λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις αφορούν υποχρεώσεις του ομίλου απέναντι στη μητρική εταιρεία Marfin Investment Group οι οποίες έχουν παραμείνει σταθερές τα 2 προηγούμενα χρόνια και υποθέτουμε ότι θα παραμείνουν σταθερές και τα επόμενα χρόνια σε μια προσπάθεια του ομίλου να μη μειώσει τη ρευστότητά του.

Στις μακροπρόθεσμες προβλέψεις που αφορούν τις αποζημιώσεις των ναυτικών που εργάζονται στον όμιλο θα τις κρατήσουμε στα ίδια επίπεδα.

Βραχυπρόθεσμες Τραπεζικές Υποχρεώσεις

Στις βραχυπρόθεσμες τραπεζικές υποχρεώσεις η επιχείρηση οφείλει να αποπληρώσει μέσα στο 2015 δάνεια ύψους 11.360.000 ευρώ και υποθέτουμε ότι θα αποπληρώνει κάθε χρόνο ένα ποσό των μακροπρόθεσμων δανείων τα οποία λήγουν στην πενταετία με σκοπό στο τέλος του 2017 να έχει εξοφλήσει δάνεια με εξασφαλίσεις ύψους 50 εκατομμυρίων.

Λοιπές βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις

Στις λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις που περιλαμβάνουν τις υποχρεώσεις προς ασφαλιστικούς οργανισμούς, τους φόρους, έσοδα επόμενης περιόδου από επιχορηγήσεις, υποχρεώσεις προς το προσωπικό θα κρατηθεί στα ίδια επίπεδα με τα τρία τελευταία χρόνια εξαιρουμένου του 2013 που περιλαμβανόταν και η υποχρέωση προς το ναυπηγείο της Daewoo.

Προμηθευτές και λοιπές Υποχρεώσεις

Για το κόστος των προμηθευτών θα χρησιμοποιήσουμε το μέσο όρο των τριών τελευταίων ετών σε σχέση με το κύκλο εργασιών αφού είναι μεγέθη αλληλοσχετιζόμενα.

Φόροι εισοδήματος Πληρωτέοι

Στους φόρους εισοδήματος πληρωτέους αντιστοιχεί το ποσό του φόρου εισοδήματος από τα αποτελέσματα χρήσης.

Ίδια κεφάλαια

Σχετικά με τους λογαριασμούς ιδίων κεφαλαίων υποθέσαμε ότι θα παραμείνουν ίδιοι όλοι οι λογαριασμοί εκτός από τα αποτελέσματα εις νέο που θα μειώνεται ανάλογα με τα κέρδη της περιόδου και το αποθεματικό που θα αυξάνεται και αυτό. Σύμφωνα με την ελληνική εμπορική νομοθεσία, οι εταιρείες υποχρεούνται να παρακρατούν από τα κέρδη κάθε χρήσης ποσοστό 5% και να σχηματίζουν τακτικό αποθεματικό έως ότου αυτό φτάσει το ένα τρίτο του καταβλημένου μετοχικού κεφαλαίου.

Ταμειακές Ροές

Σχετικά με τις ταμειακές ροές αξίζει να σημειώσουμε ότι το ποσό που αφαιρείται ως φόρος για κάθε έτος ισούται με τον λογαριασμό του ισολογισμού φόροι εισοδήματος πληρωτέοι του αμέσως προηγούμενου έτους. Επίσης θεωρούμε ότι υπάρχουν επενδυτικές δραστηριότητες μόνο στο τελευταίο έτος καθώς ο όμιλος θα εκμεταλλευτεί τα αυξημένα διαθέσιμά του για να προβεί σε εξαγορές πλοίων από τους ανταγωνιστές που θα είναι σε χειρότερη οικονομική κατάσταση. Γενικά έχουμε υποθέσει ότι η επιχείρηση προσπαθεί να μειώσει τις ζημιές από τα αποτελέσματα εις νέο, να μειώσει το μεγάλο δανεισμό της και να προσπαθήσει να ισορροπήσει σε ένα αβέβαιο οικονομικό και πολιτικό περιβάλλον περιμένοντας τις εξελίξεις στην οικονομία της Ελλάδας, στο κλάδο της ακτοπλοΐας και στο τραπεζικό κλάδο. Στους παρακάτω πίνακες φαίνονται αναλυτικά και οι τρεις καταστάσεις.

Πίνακας 4-13 Ισολογισμός ΑΤΤΙCΑ GROUΡ 2015-2017

Ενοποιημένος Ισολογισμός Ομίλου (Ποσά σε € '000)	Πρόβλεψη		
	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017
Οικονομική Χρήση			
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			
Ενσώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία	560.676	542.173	556.006
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	1.513	426	384
Επενδύσεις σε θυγατρικές			
Παράγωγα χρηματοοικονομικά στοιχεία του ενεργητικού			
Λοιπά μη κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού	2.500	1000	500
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις			
Σύνολο μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	564.689	543.599	556.890
Αποθέματα	3.600	3.617	3.000
Πελάτες και λοιπές εμπορικές απαιτήσεις	49.504	50.494	53.018
Λοιπά κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού	16.240	16.564	17.393
Παράγωγα χρηματοοικονομικά στοιχεία του ενεργητικού			
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	62.931	64.841	64.395
Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	132.274	135.516	137.806
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία προς πώληση			
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	696.963	679.115	694.696
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ			
Μετοχικό κεφάλαιο	57.498	57.498	57.498
Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο	290.256	290.256	290.256
Αποθεματικά εύλογης αξίας			

Λοιπά Αποθεματικά	132.465	133.299	134.289
Αποτελέσματα εις νέο	(118.662)	(102.809)	(84.011)
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων ιδιοκτητών μητρικής	361.557	378.244	398.031
Δικαιώματα μειοψηφίας			
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων	361.557	378.244	398.031
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	15	15	15
Υποχρεώσεις συνταξιοδοτικών παροχών προσωπικού	1.500	1.500	1.500
Μακροπρόθεσμες τραπεζικές υποχρεώσεις	260.000	220.000	200.000
Παράγωγα χρηματοοικονομικά στοιχεία του Παθητικού			
Μακροπρόθεσμες προβλέψεις	1.000	1.000	1.000
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	13.000	13.000	13.000
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	273.043	235.515	215.515
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	24.089	24.571	25.799
Φόροι εισοδήματος πληρωτέοι	6.092	5.863	6.952
Βραχυπρόθεσμες Δανειακές Υποχρεώσεις	22.183	21.922	35.398
Παράγωγα χρηματοοικονομικά στοιχεία του Παθητικού			
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	10.000	13.000	13.000
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	62.363	65.356	81.149
Υποχρεώσεις που σχετίζονται με μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία προς πώληση			
Σύνολο υποχρεώσεων	335.406	300.871	296.664
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	696.963	679.115	694.696

Πίνακας 4-14 Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης ΑΤΤΙCΑ GΡΟUP 2015-2017

Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης (Ποσά σε € '000)	Πρόβλεψη		
	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017
<i>Οικονομική Χρήση</i>			
Κύκλος Εργασιών (πωλήσεις)	270.660	276.073	289.877
Κόστος πωληθέντων	(195.606)	(202.279)	(213.842)
Μικτά Κέρδη	75.054	73.794	76.035
Άλλα έσοδα εκμετάλλευσης	1.627	1.627	1.627
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	(17.061)	(17.061)	(17.061)
Έξοδα λειτουργίας διάθεσης	(18.666)	(18.946)	(19.325)
Άλλα έξοδα εκμετάλλευσης			
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών & επενδυτικών αποτελεσμάτων	40.954	39.414	41.276
Χρηματοοικονομικά έξοδα	(18.211)	(18.057)	(15.754)
Χρηματοοικονομικά έσοδα	311	818	843
Απομείωση στοιχείων ενεργητικού			

Λοιπά χρηματοοικονομικά αποτελέσματα	375	375	375
Κέρδη/ζημιές από συγγενείς επιχειρήσεις			
Κέρδη / (ζημιές) από κοινοπραξίες			
Κέρδη / (ζημιές) από πωλήσεις πάγιων περιουσιακών στοιχείων			
Άλλες προβλέψεις			
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων	23.429	22.551	26.740
Φόρος εισοδήματος	(6.092)	(5.863)	(6.952)
Κέρδη / (ζημιές) μετά από φόρους	17.338	16.687	19.787
Λοιπά συνολικά έσοδα / (έξοδα)			
Στοιχεία που αναταξινομούνται στα αποτελέσματα:			
Μεταβολή αποθεματικών εύλογης αξίας ακινήτων			
Στοιχεία που δεν αναταξινομούνται στα αποτελέσματα:			
Αναλογιστικά κέρδη / (ζημιές)			
Αναβαλλόμενοι φόροι			
Λοιπά συνολικά έσοδα / (έξοδα) μετά από φόρους			
Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα / (έξοδα) μετά από φόρους	17.338	16.687	19.787
Κέρδη / (ζημιές) αποδοτέα σε:			
Ιδιοκτήτες μητρικής			
Δικαιώματα μειοψηφίας			
Λοιπά συνολικά έσοδα / (έξοδα) μετά από φόρους			
Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα / (έξοδα) αποδοτέα σε:			
Ιδιοκτήτες μητρικής			
Δικαιώματα μειοψηφίας			
Κέρδη / (ζημιές) μετά από φόρους ανά μετοχή βασικά (σε €)			
Μειωμένα Κέρδη / (ζημιές) μετά από φόρους ανά μετοχή βασικά (σε €)			
Επανεκτίμηση Υποχρεώσεων παροχών προσωπικού			
Αντιστάθμιση ταμειακών ροών:			
κέρδη / (ζημιές) τρέχουσας περιόδου			
αναταξινόμηση στα κέρδη ή στις ζημιές περιόδου			
Λοιπά Συνολικά Εισοδήματα προ φόρων	0	0	0
Συγκεντρωτικά συνολικά εισοδήματα περιόδου μετά φόρων	17.338	16.687	19.787

Πίνακας 4-15 Κατάσταση Ταμειακών Ροών 2015-2017 ATTICA GROUP

Κατάσταση Ταμειακών Ροών (Ποσά σε € '000)	Πρόβλεψη			
	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017
Οικονομική Χρήση				
Λειτουργικές δραστηριότητες				
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων	4.435	23.429	22.551	26.740
<i>Πλέον / (μείον) προσαρμογές για:</i>				
Αποσβέσεις	23.976	22.988	22.229	22.796
Απομειώσεις αξίας παγίων στοιχείων και άυλων πάγιων περιουσιακών		0	0	0
Αναβαλλόμενη φορολογία				
Προβλέψεις	1.084	1.300	1.300	1.300
Συναλλαγματικές διαφορές	1.425			
Αποτελέσματα επενδυτικής δραστηριότητας	(3.888)			
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα (μείον πιστωτικοί τόκοι)	15.893	17.900	17.239	14.911
<i>Πλέον / (μείον) προσαρμογές για μεταβολές λογ/σμών κεφαλαίου κίνησης ή που σχετίζονται με τις λειτουργικές δραστηριότητες:</i>				
Μείωση / (αύξηση) αποθεμάτων	1.020	(119)	(17)	617
Μείωση / (αύξηση) απαιτήσεων	(9.042)	(958)	(1.315)	(3.353)
Αύξηση / (μείωση) υποχρεώσεων (πλην δανειακών)	(11.048)	2.519	3.253	2.318
<i>Μείον:</i>				
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα καταβλημένα	(13.046)	(18.211)	(18.057)	(15.754)
Καταβλημένοι φόροι	(150)	(165)	(6.092)	(5.863)
Σύνολο ροών λειτουργικών δραστηριοτήτων (α)	10.659	48.683	41.092	43.711
Επενδυτικές δραστηριότητες				
Απόκτηση συνδεδεμένων, χρεογράφων και λοιπών επενδύσεων				
Αγορά συμμετοχών, ενσώματων και άυλων πάγιων στοιχείων	(37.734)		0	(30.000)
Εισπράξεις από πωλήσεις ενσώματων και άυλων πάγιων στοιχείων	31.200			
Διακανονισμός Παραγώγων Χρηματοοικονομικών Στοιχείων				
Επιστροφή μετοχικού κεφαλαίου θυγατρικής				
Τόκοι εισπραχθέντες	390	311	818	843
Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου θυγατρικής				
Μερίσματα εισπραχθέντα				
Σύνολο ροών επενδυτικών δραστηριοτήτων (β)	(6.144)	311	818	(29.157)
Χρηματοδοτικές δραστηριότητες				
Εισπράξεις από αύξηση μετοχικού κεφαλαίου				
Προκαταβολές για Α.Μ.Κ.				
Έξοδα αύξησης μετοχικού κεφαλαίου				
Εισπράξεις από εκδοθέντα / αναληφθέντα δάνεια	75.000			5.000
Εξοφλήσεις δανείων	(80.420)	(10.000)	(40.000)	(20.000)
Εξοφλήσεις υποχρεώσεων από χρηματοδοτικές μισθώσεις (χρεολύσια)				
Εισπράξεις επιχορηγήσεων				

Μερίσματα πληρωθέντα				
Επιστροφή κεφαλαίου στους μετόχους				
Σύνολο ρών χρηματοδοτικών δραστηριοτήτων (γ)	(5.420)	(10.000)	(40.000)	(15.000)
Καθαρή αύξηση / (μείωση) στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα της χρήσης (α) + (β) + (γ)	(905)	38.994	1.910	(446)
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα έναρξης χρήσης	24.886	23.937	62.931	64.841
Συναλλαγματικές διαφορές στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	(44)			
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα λήξης χρήσης	23.937	62.931	64.841	64.395

Για τον υπολογισμό των καθαρών ταμειακών ρών της εταιρείας που θα χρησιμοποιήσουμε για την αποτίμηση χρησιμοποιούμε τον παρακάτω τύπο:

Ελεύθερες ταμειακές ροές εταιρείας = EBIT (1-συντελεστής φορολογίας) – (κεφαλαιουχικές δαπάνες – αποσβέσεις) – Αλλαγές στο κεφάλαιο κίνησης

Πίνακας 4-16 Ελεύθερες Ταμειακές ροές Εταιρείας

	2015	2016	2017	Τελική Αξία
Ελεύθερες ταμειακές Ροές	48.371.572,70	40.273.911,34	12.868.142,44	378.474.777,73

Κόστος Ιδίων κεφαλαίων

Έχοντας υπολογίσει το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου το συντελεστή βήτα και το πριν κινδύνου της αγοράς μπορούμε να υπολογίσουμε το κόστος των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας από τον τύπο:

$$\text{Cost of Equity} = R_f + \beta * R_{\text{premium}} = 0,54\% + 0,28 * 13,25\% = 0,54\% + 3,7\% = 4,25\%$$

Η Attica συμμετοχών δεν έχει προνομιούχες μετοχές.

Κόστος Δανεισμού

Για τον υπολογισμό του κόστους δανεισμού της εταιρείας ATTICA Συμμετοχών θα ακολουθήσουμε την ίδια μεθοδολογία που ακολουθήσαμε και στη περίπτωση της ANEK.

1. Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	11.360.000,00
Μακροπρόθεσμα Δάνεια Άμεσα Πληρωτέα	11.360.000,00
2. Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	270.801.000,00

Δάνεια με εξασφαλίσεις	96.907.000,00
Ομολογιακά Δάνεια	124.189.000,00
Μετατρέψιμα ομολογιακά δάνεια	49.705.000,00
Σύνολο Υποχρεώσεων (1+2)	<u>282.161.000,00</u>

Το συνολικό πραγματικό επιτόκιο δανεισμού σύμφωνα με τις ετήσιες καταστάσεις του 2014 είναι 6,18%.

Σύμφωνα με τον αριθμοδείκτη κάλυψης τόκων που ανέρχεται το 2014 σε 1,15 αντιστοιχεί σε πιστοληπτική ικανότητα CC και σε spread 8%. Τα ομόλογα της εταιρεία δεν είναι εμπορεύσιμα και για αυτό δεν μπορούμε να έχουμε την απόδοση του ομολόγου και επίσης δεν μπορούμε να χωρίσουμε το μετατρέψιμο ομόλογο σε ίδια κεφάλαια και δάνειο λαμβάνοντας υπόψη τη διάρκεια του ομολόγου, την απόδοσή τους και την αξιολόγηση των ομολόγων της εταιρείας από διεθνή οίκο.

Σαν κόστος δανεισμού της ΑΤΤΙCΑ συμμετοχών θεωρούμε το πραγματικό επιτόκιο της εταιρείας που είναι 6,18%.

Κόστος Δανεισμού μετά φόρων = Κόστος δανεισμού προ φόρου * (1-συντελεστή φόρου εισοδήματος) =4,57%

Μέσο σταθμικό κόστος Κεφαλαίου

Τα ποσοστά συμμετοχής των δανειακών κεφαλαίων και του μετοχικού κεφαλαίου για την ΑΤΤΙCΑ συμμετοχών φαίνονται στο παρακάτω πίνακα. Στη περίπτωση της ΑΤΤΙCΑ ως συνολικό ύψος κεφαλαίων θα πάρουμε την λογιστική αξία τέλους χρήσης και όχι την αξία της κεφαλαιοποίησης. Επειδή και το κόστος δανεισμού έχει υπολογιστεί με βάση τη λογιστική αξία θα πρέπει και τα ίδια κεφάλαια να υπολογιστούν με τον ίδιο τρόπο.

Πίνακας 4-17 Αναλογίες Κεφαλαίων ΑΤΤΙCΑ Συμμετοχών

Είδος	Αξία	Αναλογία	Κόστος
Συνολικά Ίδια Κεφάλαια	339.817.000,00 €	54,63%	4,25%
Συνολικά Δανειακά Κεφάλαια	282.161.000,00 €	45,37%	4,57%
Συνολικά Κεφάλαια	621.978.000,00 €	100,00%	

$$WACC = (r_{equity} * W_{equity}) + (r_{debt} * W_{debt}) = 4,40\%$$

Ρυθμός Ανάπτυξης εταιρείας στο διηνεκές (g)

Στο δεύτερο κεφάλαιο της εργασίας αναπτύξαμε λεπτομερώς τους τρόπους υπολογισμού της ρυθμού ανάπτυξης της εταιρείας στο διηνεκές. Δυστυχώς λόγω της υπάρχουσας κατάστασης του ομίλου δεν υπάρχουν δεδομένα για την απόδοση του κεφαλαίου (Return on Equity) αφού η ΑΤΤΙCΑ GΡΟUΡ δεν έχει μοιράσει μέρισμα τα τελευταία έξι χρόνια. Η τελευταία χρονιά που μοίρασε μέρισμα ήταν για τη χρήση του 2008. Ως εκ τούτου θα χρησιμοποιήσουμε τον αριθμοδείκτη απόδοση απασχολούμενων κεφαλαίων (Return on investment capital) που για το 2014 ήταν 0,838% για να υπολογίσουμε το ρυθμό ανάπτυξης. Συνεπώς ο ρυθμός ανάπτυξης του ομίλου θεωρούμε ότι είναι 1% που είναι λογικό για μία ώριμη εταιρεία και για μία αγορά όπως η ελληνική που μετά από έξι χρόνια ύφεσης οι εκτιμήσεις είναι ότι τα επόμενα χρόνια με την εφαρμογή των απαραίτητων διαρθρωτικών αλλαγών θα μπορέσει να πετύχει θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης και μάλιστα αρκετά μεγαλύτερους του 1%. Επίσης ο ρυθμός ανάπτυξης είναι λογικός και με βάση το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου που είναι 0,54%.

Τελική Αξία (Terminal Value)

Από τους τρεις τρόπους που αναλύσαμε στο δεύτερο κεφάλαιο την τελική αξία της εταιρείας θα την υπολογίσουμε με βάση το σταθερό μοντέλο ανάπτυξης που δίνεται από τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Τελική Αξία Εταιρείας}_t = \frac{\text{CF to Firm}_{t+1}}{\text{Cost of Capital} - g_{\text{stable}}}$$

Θεωρούμε ότι η μέθοδος των πολλαπλασιαστών χρησιμοποιείται στη σχετική αποτίμηση και δεν ενδείκνυται για τη προεξόφληση των ταμειακών ροών και για την εκτίμηση της πραγματικής εσωτερικής αξίας της επιχείρησης που πραγματεύεται η παρούσα η εργασία. Σε αυτό το σημείο αξίζει να υπογραμμίσουμε ότι το πιο πιθανό είναι η εταιρεία να μην έχει περάσει στη φάση της σταθερής ανάπτυξης ήδη από το 2018 μετά από τόσα χρόνια άσχημων οικονομικών αποτελεσμάτων αλλά υποθέτουμε ότι θα έχει για το παράδειγμά μας αφού και να κάνουμε μία εκτίμηση μεγαλύτερη των τριών ετών θα είναι εξίσου επισφαλής.

Τελική αξία εταιρείας = 378.474.777,73 €

Έχοντας εκτιμήσει με βάση τις υποθέσεις που κάναμε όλα τα δεδομένα που χρειαζόμασταν μπορούμε πλέον να υπολογίσουμε την πραγματική αξία του ομίλου.

Πίνακας 4-18 Πραγματική εσωτερική αξία ATTICA GROUP

	2015	2016	2017	Τελική Αξία
Ελεύθερες ταμειακές Ροές	48.371.572,70	40.273.911,34	12.868.142,44	378.474.777,73
Κόστος Κεφαλαίου	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%
Ρυθμός ανάπτυξης				1%
Παρούσα Αξία καθαρών ταμειακών ροών	94.592.379,90 €			
Παρούσα Αξία Υπολειμματικής Αξίας	318.592.059,92 €			
Τελική Αξία Επιχείρησης	413.184.439,82 €			

Όπως βλέπουμε από τους παραπάνω υπολογισμούς η τελική αξία της επιχείρησης ανέρχεται στο ποσό των 413.184.439,82 € με τη μέθοδο της προεξόφλησης των ταμειακών ροών και με βάση υπολογισμού της τελικής αξίας το σταθερό μοντέλο ανάπτυξης. Σε περίπτωση που υπολογίσουμε την τελική αξία με βάση τη μέθοδο της ρευστοποίησης τότε το αποτέλεσμα όπως φαίνεται και στον παρακάτω πίνακα αλλάζει πάρα πολύ. Ως τελική αξία πήραμε την αξία των πάγιων στοιχείων της εταιρείας το 2017 η οποία αντιπροσωπεύει και μετά τις απομειώσεις την αντικειμενική αξία των πλοίων και των γραφείων της εταιρείας.

Πίνακας 4-19 Πραγματική εσωτερική αξία ATTICA GROUP (τελική αξία με τη μέθοδο της ρευστοποίησης)

	2015	2016	2017	Τελική Αξία
Ελεύθερες ταμειακές Ροές	48.371.572,70	40.273.911,34	14.049.721,44	556.005.773,47
Κόστος Κεφαλαίου	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%
Ρυθμός ανάπτυξης				1%
Παρούσα Αξία καθαρών ταμειακών ροών	95.630.771,75 €			
Παρούσα Αξία Υπολειμματικής Αξίας	468.033.895,84 €			
Τελική Αξία Επιχείρησης	563.664.667,58 €			

4.3 Αποτίμηση ANEK

Πρόβλεψη Καθαρών Ταμειακών Ροών

Μετά την αποτίμηση της ATTICA συμμετοχών θα αποτιμήσουμε με την ίδια μέθοδο και με αντίστοιχες υποθέσεις την ANEK lines.

Κύκλος εργασιών

Σε αντίθεση με την ΑΤΤΙCΑ η ΑΝΕΚ δεν έχει καταφέρει να ανασχέσει την πτωτική πορεία των οικονομικών της μεγεθών. Ο κύκλος εργασιών έχει μειωθεί τα τελευταία πέντε χρόνια 35,56%. Η εταιρεία δεν έχει εκμεταλλευτεί τα τελευταία την αύξηση του τουρισμού τα και επιπρόσθετα έχει χάσει σημαντικό μερίδιο αγοράς από τις εταιρείες του ανταγωνισμού όπως είδαμε στο προηγούμενο κεφάλαιο. Για τις μελλοντικές πωλήσεις θα υποθέσουμε ότι για τα επόμενα δύο χρόνια θα καταφέρει να μειώσει και άλλο τη πτωτική πορεία και από το 2017 που θα είναι η πρώτη χρονιά ανάπτυξης της Ελλάδας θα καταφέρει να αυξήσει τις πωλήσεις της μετά από δέκα χρόνια συνεχόμενης πτώσης.

Πίνακας 4-20 Σχέση ΑΕΠ - Κύκλου Εργασιών ΑΝΕΚ

	2013	2014	2015	2016	2017
ΑΕΠ	-3,90%	0,8%	-2,3%	-1,3%	2,3%
Κύκλος Εργασιών	-10,84%	-4,81%	-2,5%	-1,5%	2%

Πίνακας 4-21 Πρόβλεψη κύκλου εργασιών 2015-2017

	2013	2014	2015	2016	2017
Ρυθμός Αύξησης	-10,84%	-4,81%	-2,50%	-1,5%	+2,00%
-Μείωσης					
Αξία	178.039.000	169.476.000	165.239.000	162.761.000	166.016.000

Λειτουργικά έξοδα

Το κόστος των καυσίμων και των λιπαντικών αποτελεί το μεγαλύτερο μέρος των λειτουργικών εξόδων του ομίλου. Για τη χρήση του 2014 το 43% περίπου του κόστους πωληθέντων του ομίλου ήταν το κόστος των ναυτιλιακών καυσίμων και λιπαντικών. Στο παρακάτω διάγραμμα φαίνονται οι προβλέψεις για τη τιμή του πετρελαίου από θεσμικούς οργανισμούς.

Πίνακας 4-22 Πρόβλεψη τιμών πετρελαίου Brent (\$)

	2013	2014	2015	2016	2017
World Bank	104,1	96,2	54,4	61,2	63,7
IMF	104,1	96,2	56,2	59,6	63,3
OECD	104,1	96,2	62	65	67
Average	104,1	96,2	57,53	61,93	64,67

Πηγή: (Kolesnikov, 2015)

Πίνακας 4-23 Τιμές Πετρελαίου - Ποσοστό Συμμετοχής σε κόστος Πωληθέντων

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Brent \$	61,74	79,61	111,26	111,57	104,1	96,2
% Συμμετοχής στο Κόστος Πωληθέντων	36,00%	43,00%	48,00%	49,00%	45,00%	43,00%

Σχετικά με το κόστος πωληθέντων θα υποθέσουμε ότι η τιμή του πετρελαίου που θα είναι κάτω από τα επίπεδα του 2009 θα επιφέρει μία μείωση της τάξεως του 8% και αντίστοιχα για τα επόμενα δύο έτη μία αύξηση 1% και 1,5%.

Πίνακας 4-24 Κόστος Πωληθέντων ANEK LINES 2015-2017 (σε '000€)

	2014	2015	2016	2017
Κύκλος Εργασιών	169.476	165.239	162.761	166.016
Κόστος Πωληθέντων /	84,88%	76,88%	77,88%	79,38%
Κύκλος Εργασιών				
Κόστος Πωληθέντων	(143.852)	(128.688)	(126.758)	(131.783)
Μικτά Κέρδη	25.624	36.551	36.003	34.232

Παραδοχές – Πρόβλεψη για Έξοδα Διοικητικής Λειτουργίας - Διάθεσης

Τα έξοδα διοίκησης και διάθεσης στη χρήση 2014 αποτελούσαν το 14,97% του κύκλου εργασιών. Τα έξοδα διοίκησης τα οποία μειώνονται τελευταία χρόνια σε μια προσπάθεια της εταιρείας περιορισμού του κόστους αποτελούσαν το 2014 το 5,34% του κύκλου εργασιών και τα έξοδα διάθεσης το 9,62%. Για τα επόμενα χρόνια θα υποθέσουμε ότι θα μειωθούν λίγο ακόμα τα έξοδα διοίκησης και θα πέσουν στο 5% ενώ τα έξοδα διάθεσης θα παραμείνουν σταθερά ως ποσοστό αφού τυχόν μείωσή τους μπορεί να επιφέρει επιπλέον μείωση στις πωλήσεις.

Άλλα Έσοδα-Έξοδα

Στα άλλα έσοδα περιλαμβάνεται η παροχή υπηρεσιών σε τρίτους, τα ενοίκια, οι προμήθειες καθώς και έσοδα από claims και κατάπτωση ρητρών αλλά και από επιχορηγήσεις. Το συγκεκριμένο ποσό θα το κρατήσουμε σταθερό για τα επόμενα χρόνια αφού τα ενοίκια και οι επιχορηγήσεις παραμένουν σταθερά τα τελευταία πέντε χρόνια και μόνο τα έσοδα από claim

ανεβάζουν το συγκεκριμένο λογαριασμό τα οποία υποθέτουμε ότι θα εισπραχθεί μόνο ένα μικρό ποσό.

Στο λογαριασμό άλλα έξοδα ενσωματώνονται οι προβλέψεις για επισφαλείς πελάτες και λοιπές απαιτήσεις, οι προσαυξήσεις φορολογικών ρυθμίσεων και τα λοιπά έξοδα. Εξαιτίας των άσχημων συνθηκών πιστεύουμε ότι τα επόμενα χρόνια θα αυξηθούν τα έξοδα από επισφαλείς πελάτες.

Χρηματοοικονομικά Έξοδα - Έσοδα

Τα χρηματοοικονομικά έξοδα περιλαμβάνουν τους τόκους μακροπρόθεσμων - βραχυπρόθεσμων δανείων και τους τόκους από τη χρηματοδοτική μίσθωση για κάθε προβλεπόμενη χρήση. Οι παραπάνω τόκοι θα υπολογιστούν ως το άθροισμα των μακροπρόθεσμων τραπεζικών υποχρεώσεων, των βραχυπρόθεσμων τραπεζικών και των χρηματοδοτικών μισθώσεων πληρωτέων την επόμενη χρήση επί το κόστος δανεισμού της εταιρείας προ φόρων που είναι 5,82% σύμφωνα με την τελευταία ετήσια οικονομική έκθεση (ANEK, 2014) .

Το χρηματοοικονομικά έσοδα είναι το σύνολο των ταμειακών διαθεσίμων στην τράπεζα και των βραχυπρόθεσμων προθεσμιακών καταθέσεων που κατέχει η εταιρεία τη προηγούμενη χρήση επί ένα επιτόκιο που θα μπορούσε να επιτευχθεί για βραχυπρόθεσμες επενδύσεις. Το πιο αντιπροσωπευτικό επιτόκιο είναι το επιτόκιο των προθεσμιακών καταθέσεων των ελληνικών τραπεζών που ανέρχεται στο 1,3% για τις τέσσερις συστημικές τράπεζες²⁵ (moneyonline, 2015).

Αποτελέσματα από επενδυτικές δραστηριότητες

Ο ρυθμός των από-μειώσεων των αξιών πλοίων, οι οποίες τα προηγούμενα χρόνια είχαν αναγκάσει τις εταιρείες να καταγράψουν μεγάλες ζημιές και να προβούν σε αυξήσεις μετοχικών κεφαλαίων έχει αντιστραφεί τον τελευταίο χρόνο και δε προβλέπεται περαιτέρω απομείωση (XRTC, 2015). Για το 2016 υποθέτουμε ότι η εταιρεία θα κερδίσει 2.00.000 από τη πώληση πλοίου της για την αποπληρωμή των μακροπρόθεσμων δανείων της. Στα αποτελέσματα επενδυτικών δραστηριοτήτων περιλαμβάνονται και χρεόγραφα της εταιρείας (εισηγμένων στο ΧΑ και μη) για τα οποία θα υποθέσουμε ότι θα αυξηθεί η αξία τους τα

²⁵ Eurobank, Alpha Bank, Τράπεζα Πειραιώς, Ε.Τ.Ε.

επόμενα χρόνια πιστεύοντας ότι με την εφαρμογή του 3^{ου} μνημονίου και τις διαρθρωτικές αλλαγές θα επέλθει άνοδος και στο χρηματιστήριο.

Κέρδη ζημιές από Πώληση Πάγιων στοιχείων

Για τα επόμενα τρία χρόνια θα υποθέσουμε ότι η εταιρεία θα πουλήσει ακόμα ένα πλοίο της από τα 10 για να μειώσει το ποσό δανεισμού και να καταφέρει να έρθει σε συμφωνία με τις τράπεζες για αναδιάρθρωση των δανείων της. Τα κέρδη που θα αποκομίσει από την πώληση είναι 2.000.000 ευρώ και η λογιστική αξία του πλοίου είναι 20.000.000 ευρώ. Η αναδιάρθρωση των δανείων εκτιμούμαι ότι θα γίνει μέσα στο 2016 μετά την ανακαιναιοποίηση των τραπεζών και μετά την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου αναγκαία συνθήκη για να συνεχίσει την ομαλή λειτουργία της η επιχείρηση.

Αφού αναλύσαμε τα στοιχεία των αποτελεσμάτων χρήσεως θα περιγράψουμε τώρα τις προβλέψεις για τα στοιχεία του ισολογισμού.

Πάγια ενσώματα στοιχεία

Θεωρούμε ότι η εταιρεία δε θα αγοράσει άλλα πλοία για τα επόμενα τρία χρόνια μιας και οι συνθήκες δε το επιτρέπουν αφού τα τελευταία χρόνια έχει προβεί αντιθέτως σε περιορισμό του στόλου της. Ωστόσο εκτιμούμε ότι θα πουλήσει ακόμα ένα πλοίο της για να μπορέσει να αποπληρώσει μέρος των δανείων της και να καταφέρει να πετύχει την αναδιάρθρωση των δανείων. Θεωρούμε ότι το πάγιο το οποίο θα πουληθεί το 2016 έχει λογιστική αξία 20.000.000 ευρώ.

Πίνακας 4-25 Ωφέλιμη ζωή ενσώματων πάγιων στοιχείων

Πλοία συμβατικά	30 έτη
Κτίρια	60 έτη
Λιμενικές Εγκαταστάσεις	10 έτη
Οχήματα	5 έτη
Έπιπλα-Σκεύη	5 έτη
Ηλεκτρονικός Εξοπλισμός	3 έτη

Οι αποσβέσεις υπολογίστηκαν με τους ίδιους συντελεστές της χρήσης 2014 μειούμενες με τις αποσβέσεις των ολοσχερώς αποσβεσθέντων, όπως τα μεταφορικά μέσα και τα έπιπλα, και

προσαυξημένες με τις αποσβέσεις των προσθηκών. Υποθέσαμε ότι οι μόνες προσθήκες της εταιρεία τα επόμενα χρόνια θα είναι έπιπλα και λογισμικά προγράμματα.

Επενδύσεις σε ακίνητα

Στις επενδύσεις από ακίνητα περιλαμβάνονται τα ιδιόκτητα γραφεία της Μητρικής που είναι εκμισθωμένα και η αξία οικοπέδων θυγατρικών τα οποία βρίσκονται εκτός παραγωγικού κυκλώματος. Υποθέτουμε ότι για τα επόμενα τρία χρόνια θα πραγματοποιηθούν έξοδα επισκευών το 2015 και κάθε έτος θα έχουμε και τα έξοδα αποσβέσεων που είναι 6.000 ευρώ κάθε χρόνο. Επίσης υποθέτουμε ότι δε θα έχουμε προσθήκες.

Άυλα περιουσιακά στοιχεία

Το σύνολο των άυλων περιουσιακών στοιχείων αφορά τα λογισμικά προγράμματα Η/Υ του ομίλου τα οποία υποθέτουμε ότι θα μεταβληθούν ελάχιστα σαν μικρή ανανέωση των υπάρχοντων.

Συμμετοχές σε Συγγενείς

Οι συμμετοχές σε θυγατρικές περιλαμβάνουν τις συμμετοχές του ομίλου στην εταιρεία ANEK LINES ITALIA S.r.l. οι οποίες θεωρούμε θα παραμείνουν στα ίδια επίπεδα αφού δε προβλέπουμε μεγάλη αύξηση των κερδών της εταιρείας.

Λοιπά μη κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού

Τα λοιπά μη κυκλοφορούντα στοιχεία του ενεργητικού αποτελούν οι λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις και οι αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις της εταιρείας οι οποίες θα παραμείνουν και αυτές στα ίδια επίπεδα που παραμένουν και τα τελευταία πέντε χρόνια.

Αποθέματα

Τα αποθέματα περιλαμβάνουν τα εμπορεύματα, τις πρώτες ύλες, τα καύσιμα και τα λιπαντικά. Τα τελευταία χρόνια η εταιρεία έχει μειώσει αρκετά τα αποθέματά της συνέπεια της μείωσης των λειτουργιών της και των δρομολογίων που εξυπηρετεί. Δε προβλέπουμε παραπέρα μείωση του ποσοστού των αποθεμάτων σε σχέση με τον κύκλο εργασιών και για αυτό θα κρατήσουμε το ίδιο ποσοστό αποθεμάτων προς κύκλου εργασιών.

Πελάτες και λοιπές βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις

Η εκτίμηση για το ύψος των απαιτήσεων θα γίνει με βάση το ποσοστό της χρήσης του 2014 των απαιτήσεων σε σχέση με τον κύκλο εργασιών. Οι επισφάλειες εκτιμούμε ότι θα κρατηθούν στα ίδια σχεδόν επίπεδα με μία μικρή αύξηση ως αποτέλεσμα της επιδείνωσης του οικονομικού κλίματος. Οι λοιπές βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις περιλαμβάνουν τις απαιτήσεις από το δημόσιο, τις προκαταβολές σε προμηθευτές και τους διάφορους χρεώστες. Θα κρατήσουμε το ίδιο ποσοστό με το 2013 και όχι με το 2014 γιατί στο 2014 περιλαμβάνονται και ασφαλιστικές αποζημιώσεις.

Χρηματοοικονομικά στοιχεία σε εύλογη αξία

Περιλαμβάνονται οι μετοχές εταιρειών εισηγμένων στο Χ.Α. και οι λοιπές επενδύσεις της εταιρείας οι οποίες υποθέτουμε ότι θα αυξηθούν από το 2017 για λίγο λόγω ανόδου της συνολικής οικονομίας.

Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα

Το ποσό των ταμειακών διαθεσίμων αντλείται από τις ταμειακές ροές τέλους της χρήσης.

Ίδια κεφάλαια

Υποθέτουμε ότι η εταιρεία θα προβεί σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου μέσα στο 2015 όπως έχει ανακοινώσει ήδη στην ιστοσελίδα της προκειμένου να συνεχιστεί η ομαλή λειτουργία του ομίλου και να βγει από τις υπό επιτήρηση μετοχές του Χ.Α (ANEK, 2013). Ο όμιλος θα πρέπει καλύψει τουλάχιστον το ποσό των αρνητικών κεφαλαίων και επίσης να έχει και ένα απόθεμα εύλογο ώστε να αντιμετωπίσει τις επόμενες δύσκολες χρονιές. Η υπόθεση που κάνουμε είναι ότι θα εκδοθούν 100.000.000 νέες μετοχές ονομαστικής αξίας 0,30 € ίδια τιμή με τις υπάρχουσες μετοχές το συνολικό ποσό που θα αντληθεί θα είναι 30.000.000€ τα οποία θα περάσουν στα λοιπά αποθεματικά. Αυτή η υπόθεση είναι και η πιο επισφαλής αφού στην παρούσα οικονομική κατάσταση και για μια εταιρεία λαϊκής βάσης όπου περισσότερο από 50% είναι μικρομέτοχοι. Η μόνη λύση είναι να βρεθεί κάποιος στρατηγικός επενδυτής ή να καλύψει η ΒΑΡΜΙΝ ΑΕΒΕ το μεγαλύτερο μέρος της αύξησης κεφαλαίου.

Μακροπρόθεσμες Τραπεζικές Υποχρεώσεις

Στις μακροπρόθεσμες τραπεζικές υποχρεώσεις περιλαμβάνονται μετά την αναταξινόμηση των δανείων μόνο ένα δάνειο αξίας 4.303.000. Μετά την υπόθεσή μας ότι το 2016, αφού

ολοκληρωθεί η ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών θα προβεί σε αναδιάρθρωση των δανείων της στις μακροπρόθεσμες τραπεζικές υποχρεώσεις θα περιλαμβάνονται όλα τα μακροπρόθεσμα δάνεια της εταιρείας. Επίσης με την υπόθεση ότι θα πουλήσει ένα πλοίο αξίας 20.000.000 ευρώ εκτιμούμε ότι τα μακροπρόθεσμα δάνεια θα μειωθούν το 2016 κατά 20.000.000 ευρώ.

Πίνακας 4-26 Δανειακές Υποχρεώσεις ANEK 31/12/2014 (σε '000)

	Έως 1 έτους	Μεταξύ 1 έτους και 5 ετών	Αν των 5 ετών	Σύνολο
Κοινοπρακτικά Δάνεια			174.900	174.900
Τόκοι Μακροπρόθεσμων Δανείων	34.200			34.200
Ενυπόθηκα Δάνεια		40.000		40.000
Αλληλόχρεοι Λογαριασμοί		25.115		25.115
Μακροπρόθεσμο Δάνειο		4.303		4.303
Υποχρεώσεις Χρηματοδοτικής Μίσθωσης		25.501		25.501
Σύνολο Δανειακών Υποχρεώσεων				304.019€

Υποχρεώσεις Χρηματοδοτικής Μίσθωσης

Στις υποχρεώσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης περιλαμβάνονται τα δύο πλοία που πούλησε ο όμιλος και τα οποία μετέπειτα τα ναύλωσε με σύμβαση μακροχρόνια μίσθωσης με δικαίωμα επαναγοράς. Έχουμε αναλύει ανά έτος το ποσό που θα απομένει προς πληρωμή με βάση τη σύμβαση.

Λοιπές Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις

Στις λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις εμφανίζονται οι ρυθμισμένες φορολογικές υποχρεώσεις του ομίλου και οι εμπορικές υποχρεώσεις θυγατρικής οι οποίες υποθέτουμε ότι θα παραμείνουν ίδιες μέχρι το 2017.

Βραχυπρόθεσμες Τραπεζικές Υποχρεώσεις

Στις βραχυπρόθεσμες τραπεζικές υποχρεώσεις για το 2015 περιλαμβάνονται όλες οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις και οι τόκοι μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων που αναταξινομήθηκαν επειδή δεν μπορούσε ο όμιλος να τα εξυπηρετήσει. Μετά την αύξηση κεφαλαίου υποθέτουμε ότι η εταιρεία θα επέλθει σε συμφωνία με τις τράπεζες για

αναδιάρθρωση των δανείων της και για αυτό το λόγο από το 2016 στις βραχυπρόθεσμες τραπεζικές υποχρεώσεις μόνο οι αλληλόχρεοι λογαριασμοί του ομίλου.

Λοιπές βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις

Στις λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις που περιλαμβάνουν τις υποχρεώσεις προς ασφαλιστικούς οργανισμούς, τους φόρους, έσοδα επόμενης περιόδου από επιχορηγήσεις, υποχρεώσεις προς το προσωπικό θα κρατηθεί στα ίδια επίπεδα με τα τρία τελευταία χρόνια

Προμηθευτές και λοιπές Υποχρεώσεις

Για το κόστος των προμηθευτών θα χρησιμοποιήσουμε το μέσο όρο των τριών τελευταίων ετών σε σχέση με το κύκλο εργασιών αφού είναι μεγέθη αλληλοσχετιζόμενα.

Φόροι εισοδήματος Πληρωτέοι

Στους φόρους εισοδήματος πληρωτέους αντιστοιχεί το ποσό του φόρου εισοδήματος από τα αποτελέσματα χρήσης.

Λοιπές Υποχρεώσεις

Οι αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις, οι υποχρεώσεις συνταξιοδοτικών παροχών προσωπικού και οι επιχορηγήσεις περιουσιακών στοιχείων κρατήθηκαν στα ίδια επίπεδα με το 2014.

Ταμειακές Ροές

Σχετικά με τις ταμειακές ροές αξίζει να σημειώσουμε ότι το ποσό που αφαιρείται ως φόρος για κάθε έτος ισούται με τον λογαριασμό του ισολογισμού φόροι εισοδήματος πληρωτέοι του αμέσως προηγούμενου έτους. Επίσης θεωρούμε ότι υπάρχουν επενδυτικές δραστηριότητες μόνο όταν γίνεται η πώληση του πλοίου. Γενικά έχουμε υποθέσει ότι η επιχείρηση προσπαθεί να μειώσει τις ζημιές και είναι πολύ δύσκολο να προβεί ακόμα σε επενδυτικές δραστηριότητες αφού εμφανίζει συνεχώς ζημιές, έχει πολύ μεγάλο τραπεζικό δανεισμό και παρά την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου έχει μικρό αποθεματικό.

Παρακάτω παρουσιάζονται οι προβλεπόμενες καταστάσεις της ANEK lines για τα επόμενα τρία χρόνια.

Πίνακας 4-27 Πίνακας 4-28 Ισολογισμός ANEK 2015-2017

Ενοποιημένος Ισολογισμός Ομίλου (Ποσά σε € '000)	Πρόβλεψη		
	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017
Οικονομική Χρήση			
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			
Ενσώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία	281.086	250.208	240.525
Επενδύσεις σε ακίνητα	1.800	1.794	1.788
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	40	45	35
Συμμετοχές σε θυγατρικές εταιρείες			
Συμμετοχές σε συγγενείς εταιρείες	1.800	1.800	1.800
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	100	100	100
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	200	200	200
Σύνολο μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	285.026	254.147	244.448
Αποθέματα	3.057	3.011	3.071
Απαιτήσεις από πελάτες	44.152	43.490	44.359
Λοιπές βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις	3.635	3.581	3.652
Χρηματοοικονομικά στοιχεία σε εύλογη αξία μέσω αποτελεσμάτων	700	750	800
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	44.243	50.715	31.247
Μη κυκλοφορούντα πάγια στοιχεία προοριζόμενα για πώληση	2.180	2.180	2.180
Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	97.967	103.727	85.310
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	382.993	357.874	329.757
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ			
Μετοχικό κεφάλαιο	56.597	56.597	56.597
Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο	745	745	745
Αποθεματικά	38.398	38.398	38.398
Αποτελέσματα εις νέο	(85.532)	(89.051)	(95.401)
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων ιδιοκτητών μητρικής	10.208	6.689	339
Δικαιώματα μειοψηφίας	4.558	4.558	4.558
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων	14.766	11.247	4.897
Μακροπρόθεσμες τραπεζικές υποχρεώσεις	4.061	233.916	211.614
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	1.200	1.200	1.200
Υποχρεώσεις συνταξιοδοτικών παροχών προσωπικού	2.600	2.600	2.600
Λοιπές προβλέψεις	2.000	2.000	2.000
Επιχορηγήσεις περιουσιακών στοιχείων	1.000	1.000	1.000
Υποχρεώσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης	23.895	22.288	20.682
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	5.560	5.560	5.560
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	40.316	268.564	244.656
Βραχυπρόθεσμες τραπεζικές υποχρεώσεις	275.035	25.979	27.079
Υποχρεώσεις σε προμηθευτές	28.091	27.669	28.223
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	24.786	24.414	24.902
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	327.912	78.062	80.204
Σύνολο υποχρεώσεων	368.227	346.627	324.860
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	382.993	357.874	329.757

Πίνακας 4-29 Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης ANEK 2015-2017

Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης (Ποσά σε € '000)	Πρόβλεψη		
	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017
<i>Οικονομική Χρήση</i>			
Κύκλος Εργασιών (πωλήσεις)	165.239	162.761	166.016
Κόστος πωληθέντων	(128.688)	(126.758)	(131.783)
Μικτά Κέρδη	36.551	36.003	34.232
Άλλα έσοδα	3.700	3.800	4.000
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	(8.262)	(8.138)	(8.301)
Έξοδα λειτουργίας διάθεσης	(15.896)	(15.658)	(15.971)
Άλλα έξοδα	(6.000)	(6.250)	(6.500)
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών & επενδυτικών αποτελεσμάτων	10.093	9.757	7.461
Χρηματοοικονομικά έξοδα	(17.634)	(16.423)	(15.096)
Χρηματοοικονομικά έσοδα	298	847	935
Αποτελέσματα από επενδυτικές δραστηριότητες	250	2.300	350
Κέρδη από συγγενείς	100	100	100
Άλλες προβλέψεις			
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων	(6.893)	(3.419)	(6.250)
Φόρος εισοδήματος	(100)	(100)	(100)
Κέρδη / (ζημιές) μετά από φόρους	(6.993)	(3.519)	(6.350)

Πίνακας 4-30 Κατάσταση Ταμειακών Ροών ANEK 2015-2017

Κατάσταση Ταμειακών Ροών Χρήσης (Ποσά σε € '000)	Πρόβλεψη		
	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017
<i>Οικονομική Χρήση</i>			
Λειτουργικές δραστηριότητες			
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων	(6.893)	(3.419)	(6.250)
<i>Πλέον / (μείον) προσαρμογές για:</i>			
Αποσβέσεις	10.878	9.683	9.308
Αποσβέσεις επιχορηγήσεων παγίων	(220)	(200)	(180)
Απομειώσεις αξίας παγίων στοιχείων	0	0	0
(Κέρδη) / ζημιές από πώληση παγίων στοιχείων	0	(2.000)	0
Προβλέψεις	2.500	2.500	2.500
Συναλλαγματικές διαφορές	250	250	250
Αποτελέσματα επενδυτικής δραστηριότητας			
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα (μείον πιστωτικοί τόκοι)	17.932	17.270	16.030
<i>Πλέον / (μείον) προσαρμογές για μεταβολές λογ/σμών κεφαλαίου κίνησης ή που σχετίζονται με τις λειτουργικές δραστηριότητες:</i>			
Μείωση / (αύξηση) αποθεμάτων	72	46	(60)
Μείωση / (αύξηση) απαιτήσεων	8.046	667	(991)
Αύξηση / (μείωση) υποχρεώσεων (πλην δανειακών)	(1.851)	(793)	1.042

<i>Μείον:</i>			
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα καταβλημένα	(17.634)	(16.423)	(15.096)
Καταβλημένοι φόροι εισοδήματος	(342)	(100)	(100)
Σύνολο ρών λειτουργικών δραστηριοτήτων (α)	12.738	7.481	6.453
Επενδυτικές δραστηριότητες			
Απόκτηση συνδεδεμένων, χρεογράφων και λοιπών επενδύσεων			
Προκαταβολές για αγορά συμμετοχών			
Εισπράξεις από πωλήσεις χρεογράφων και λοιπών επενδύσεων			
Αγορά παγίων περιουσιακών στοιχείων			
Εισπράξεις από πωλήσεις παγίων περιουσιακών στοιχείων		20.000	
Τόκοι εισπραχθέντες	48	597	685
Μερίσματα εισπραχθέντα			
Σύνολο ρών επενδυτικών δραστηριοτήτων (β)	48	20.597	685
Χρηματοδοτικές δραστηριότητες			
Εισπράξεις από αύξηση μετοχικού κεφαλαίου	30.000		
Πληρωμή εξόδων αύξησης μετοχικού κεφαλαίου	(500)		
Αγορά ιδίων μετοχών			
Πληρωμές δόσεων χρηματοδοτικής μίσθωσης	(1.606)	(1.606)	(1.606)
Εισπράξεις από εκδοθέντα / αναληφθέντα δάνεια			5.000
Εξοφλήσεις δανείων		(20.000)	(30.000)
Εισπράξεις επιχορηγήσεων			
Μερίσματα πληρωθέντα			
Σύνολο ρών χρηματοδοτικών δραστηριοτήτων (γ)	27.894	(21.606)	(26.606)
Καθαρή αύξηση / (μείωση) στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα της χρήσης (α) + (β) + (γ)	40.679	6.472	(19.469)
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα έναρξης χρήσης	3.564	44.243	50.715
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα λήξης χρήσης	44.243	50.715	31.247

Για τον υπολογισμό των καθαρών ταμειακών ρών της εταιρείας που θα χρησιμοποιήσουμε για την αποτίμηση χρησιμοποιούμε τον παρακάτω τύπο:

Ελεύθερες ταμειακές ροές εταιρείας = EBIT (1-συντλεστής φορολογίας) – (κεφαλαιουχικές δαπάνες – αποσβέσεις) – Αλλαγές στο κεφάλαιο κίνησης

Πίνακας 4-31 Ελεύθερες Ταμειακές ροές Εταιρείας

	2015	2016	2017	Τελική Αξία
Καθαρές ταμειακές Ροές	12.487.576,71	27.231.107,02	6.202.996,30	154.303.390,60

Κόστος Ιδίων κεφαλαίων

Έχοντας υπολογίσει το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου το συντελεστή βήτα και το πριν κινδύνου της αγοράς μπορούμε να υπολογίσουμε το κόστος των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας από τον τύπο:

$$\text{Cost of Equity} = R_f + \beta * R_{\text{premium}} = 0,54\% + 0,68 * 13,25\% = 0.54\% + 9.01\% = 9,55\%$$

Επειδή η εταιρεία δεν έχει μοιράσει μέρισμα τα τελευταία χρόνια λόγω του ότι εμφανίζει συνεχώς ζημιές θα υπολογίσουμε στο κόστος ιδίων κεφαλαίων και τις προνομιούχες μετοχές με τον ίδιο συντελεστή. Σε περίπτωση που η εταιρεία είχε μοιράσει μέρισμα θα έπρεπε να υπολογίσουμε τον αριθμοδείκτη μερισματική απόδοση και αυτό θα ήταν το κόστος των ιδίων κεφαλαίων για τις προνομιούχες μετοχές.

Κόστος Δανεισμού

Για τον υπολογισμό του συνόλου των δανείων της επιχείρησης θα υπολογίσουμε όλες τις υποχρεώσεις της ANEK που έχουν τα παρακάτω γενικά χαρακτηριστικά:

- Υποχρεώσεις της εταιρείας για σταθερές, συνεχόμενες πληρωμές στο μέλλον,
- Οι πληρωμές εκπίπτουν από το φόρο εισοδήματος,
- Τυχών αποτυχία της επιχείρησης να αποπληρώσει τις υποχρεώσεις της οδηγεί σε πιθανότητα απώλειας του ελέγχου της εταιρείας (Damodaran, 2015).

Από τα παραπάνω καταλήγουμε ότι στα δάνεια θα συμπεριλάβουμε τις βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες τραπεζικές υποχρεώσεις καθώς και τις υποχρεώσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης από την πώληση των δύο πλοίων της εταιρείας και την ναύλωσή τους με δικαίωμα επαναγοράς.

1. Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	274.215.000,00
Μακροπρόθεσμα Δάνεια	214.900.000,00
Τόκοι Μακροπρόθεσμων Δανείων	34.200.000,00
Αλληλόχρεοι Λογαριασμοί	25.115.000,00
2. Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	4.303.000,00
3. Χρηματοδοτική μίσθωση	25.501.000,00
Σύνολο Υποχρεώσεων (1+2+3)	<u>304.019.000,00</u>

Για τον υπολογισμό του επιτοκίου σύμφωνα με τον Damodaran (2015) υπάρχουν τρεις επιλογές:

- Αν η εταιρεία έχει εμπορεύσιμο ομολογιακό δάνειο τότε χρησιμοποιείται ως επιτόκιο το επιτόκιο του ομολόγου.
- Αν η εταιρεία αξιολογείται από διεθνούς οίκου αξιολόγησης τότε χρησιμοποιείται η αξιολόγηση της εταιρεία μαζί με μία απόδοση πιθανής χρεοκοπίας.
- Αν η εταιρεία δεν αξιολογείται τότε αν έχει συνάψει πρόσφατα μακροπρόθεσμο δάνειο με τη τράπεζα χρησιμοποιείται το επιτόκιο του δανείου αλλιώς υπολογίζεται μία σύνθετη αξιολόγηση μέσω του αριθμοδείκτη κάλυψης τόκων.

Στη περίπτωση της ANEK σύμφωνα με τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις του 2014 το μέσο πραγματικό κόστος του μακροπρόθεσμου δανεισμού της εταιρείας ανέρχεται σε 5,82%.

Αν θέλουμε να χρησιμοποιήσουμε ως βάση τον αριθμοδείκτη κάλυψης τόκων²⁶ που για το 2014 είναι -0,06 αντιστοιχεί σύμφωνα με τον (Damodaran, 2015) σε πιστοληπτική ικανότητα D και το spread είναι 12%. Στο δικό μας παράδειγμα θα στηριχτούμε στο επιτόκιο δανεισμού της εταιρείας που αναφέρεται στις ετήσιες καταστάσεις για το 2014 γιατί τυχόν αναχρηματοδότηση θα έχει το συγκεκριμένο επιτόκιο. Η κατάταξη του Damodaran (2015) βασίζεται σε επιχειρήσεις των Η.Π.Α. και δεν είναι αντιπροσωπευτικό.

Συνεπώς το κόστος δανεισμού προ φόρου ανέρχεται σε 5,82% και μετά φόρου σε:

Κόστος Δανεισμού μετά φόρων = Κόστος δανεισμού προ φόρου * (1-συντελεστή φόρου εισοδήματος) =4,31%

Μέσο σταθμικό κόστος Κεφαλαίου

Έχοντας υπολογίσει το κόστος των ιδίων κεφαλαίων και το κόστος των δανείων θα υπολογίσουμε τις αναλογίες των επιμέρους συστατικών του συνολικού κεφαλαίου της επιχείρησης για να υπολογίσουμε τελικά το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC).

Το ύψος των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας προέκυψε ως το γινόμενο της μετοχής στις 31/12/2014 επί τον συνολικό αριθμό των μετοχών (κοινών και προνομιούχων). Υπολογίσαμε ως ίδια κεφάλαια τη κεφαλαιοποίηση της εταιρεία αφού λογιστικά η εταιρεία έχει αρνητικά ίδια κεφάλαια.

²⁶ Δείκτης κάλυψης Τόκων = Κέρδη προ τόκων φόρων + Αποσβέσεις / Τόκοι

Πίνακας 4-32 Μετοχικό Κεφάλαιο ANEK

Είδος	Αριθμός Μετοχών	Τιμή 31/12/2014	Κλεισίματος	Κεφαλαιοποίηση
Κοινές Μετοχές	185.373.016	0,084		15.571.333,34 €
Προνομιούχες 1990	312.163	1,15		358.987,45 €
Προνομιούχες 1996	2.969.713	0,131		389.032,40 €
Σύνολο	188.654.892			16.319.353,20 €

Πίνακας 4-33 Αναλογίες Κεφαλαίων ANEK

Είδος	Αξία	Αναλογία	Κόστος
Συνολικό Μετοχικό Κεφάλαιο	16.319.353,20 €	4,85%	9,55%
Συνολικά Δανειακά Κεφάλαια	320.338.353,20 €	95,15%	4,31%
Συνολικά Κεφάλαια	336.657.706,39 €	100,00%	

$$WACC = (r_{equity} * W_{equity}) + (r_{debt} * W_{debt}) = 4,56\%$$

Ρυθμός Ανάπτυξης εταιρείας στο διηνεκές (g)

Για την ANEK Lines τα πράγματα είναι πολύ χειρότερα για την εκτίμηση του σταθερού ρυθμού ανάπτυξης αφού δεν υπάρχουν δεδομένα ούτε για την απόδοση των μερισμάτων αφού ούτε αυτή η εταιρεία έχει μοιράσει μερίσματα τα τελευταία χρόνια αλλά επίσης εξαιτίας των αρνητικών κεφαλαίων αλλά και των ζημιών που καταγράφει τα τελευταία πέντε συνεχόμενα χρόνια δεν έχουμε και δεδομένα για τον αριθμοδείκτη απόδοση απασχολούμενων κεφαλαίων (Return on Investment Capital). Μία εναλλακτική είναι να χρησιμοποιήσουμε είτε τον αριθμοδείκτη του κλάδου είτε το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου. Για το δικό μας παράδειγμα θα χρησιμοποιήσουμε το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου παρόλο που ακόμα και αυτό είναι αρκετά αισιόδοξο για μία εταιρεία που καταγράφει συνεχόμενες ζημιές έχει μεγάλο δανεισμό, αρνητικά ίδια κεφάλαια και δικαστική εκκρεμότητα με ανταγωνίστρια εταιρεία. Άρα ο σταθερός ρυθμός ανάπτυξης για την ANEK θα είναι 0,54%.

Τελική Αξία (Terminal Value)

Τη τελική αξία της ANEK Lines θα την υπολογίσουμε με την ίδια μέθοδο που υπολογίσαμε και την τελική αξία της ATTICA με το μοντέλο σταθερής ανάπτυξης και με τη χρήση του τύπου:

$$\text{Τελική Αξία Εταιρείας}_t = \frac{\text{CF to Firm}_{t+1}}{\text{Cost of Capital} - g_{\text{stable}}}$$

Χρησιμοποιώντας τα δεδομένα που έχουμε για το κόστος κεφαλαίου, το σταθερό ρυθμό ανάπτυξης και τις ταμειακές ροές της εταιρείας για το έτος 2017 έχουμε

Τελική Αξία Εταιρείας = 777.276.984,13 €

Έχοντας υπολογίσει όλες τις παραμέτρους που χρειαζόμασταν μπορούμε να υπολογίσουμε και την τελική εσωτερική αξία της επιχείρησης.

Πίνακας 4-34 Τελική Αξία ANEK

	2015	2016	2017	Τελική Αξία
Καθαρές ταμειακές Ροές	12.487.576,71	27.231.107,02	6.202.996,30	154.303.390,60
Κόστος Κεφαλαίου	4,56%	4,56%	4,56%	4,56%
Ρυθμός ανάπτυξης				0,54%
Παρούσα Αξία καθαρών ταμειακών ροών	42.277.019,34 €			
Παρούσα Αξία Υπολειμματικής Αξίας	129.096.114,41 €			
Τελική Αξία Επιχείρησης	171.373.133,75 €			

Σε περίπτωση που υπολογίσουμε την τελική αξία με βάση τη ρευστοποιήσιμη αξία της επιχείρησης το 2017 τότε έχουμε ως τελική αξία την αξία των παγίων της 240.525.000 και ως πραγματική εσωτερική αξία:

	2015	2016	2017	Τελική Αξία
Καθαρές ταμειακές Ροές	12.487.576,71	27.231.107,02	6.202.996,30	240.525.000,00
Κόστος Κεφαλαίου	4,56%	4,56%	4,56%	4,56%
Ρυθμός ανάπτυξης				0,54%
Παρούσα Αξία καθαρών ταμειακών ροών	42.277.019,34 €			
Παρούσα Αξία Υπολειμματικής Αξίας	201.232.408,43 €			
Τελική Αξία Επιχείρησης	243.509.427,77 €			

5. Συμπεράσματα - Επίλογος

Αδιαμφισβήτητα η αποτίμηση των επιχειρήσεων αποτελεί ένα πολύπλοκο και σημαντικό κομμάτι της χρηματοοικονομικής διοίκησης και ακρογωνιαίο λίθο στη διαδικασία εξαγορών συγχωνεύσεων και μακροπρόθεσμων επενδύσεων από στρατηγικούς επενδυτές.

Στην παρούσα πτυχιακή εργασία αφού πραγματοποιήσαμε μία ανασκόπηση των σημαντικότερων μεθόδων αποτίμησης εξετάσαμε στη συνέχεια ενδελεχώς την αποτίμηση μιας επιχείρησης με την μέθοδο της προεξόφλησης των ταμειακών ροών. Μέσω της αποτίμησης των εταιρειών ANEK lines και ΑΤΤΙCΑ Συμμετοχών αναλύσαμε τους τρόπους και τα διαθέσιμα μοντέλα που χρησιμοποιούνται στην αποτίμηση μιας εταιρείας με τη μέθοδο της προεξόφλησης των ταμειακών ροών.

Κατά τη διαδικασία της αποτίμησης το πιο βασικό σημείο είναι παραδοχές που θα κάνει ο αναλυτής και πάνω στις οποίες θα δομηθούν οι προβλέψεις των μελλοντικών οικονομικών καταστάσεων της επιχείρησης. Οι προβλέψεις των πωλήσεων, των κεφαλαιουχικών δαπανών και της μερισματικής πολιτικής αποτελούν ζωτικής σημασίας μεταβλητές για μία ακριβή αποτίμηση. Η εκτίμηση αυτών των μεγεθών γίνεται με βάση ιστορικά στοιχεία της εταιρείας που συλλέγονται από τις οικονομικές καταστάσεις, από το χρηματιστήριο και από διάφορες βάσεις δεδομένων. Εξίσου σημαντικό είναι και ο υπολογισμός του κόστους κεφαλαίου της εταιρείας που γίνεται με τη χρήση δεδομένων της εταιρείας, του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται και της γενικότερης οικονομία αφού όλα είναι αλληλένδετα. Τέλος είναι σημαντικό ο αναλυτής να γνωρίζει το επιχειρηματικό πλάνο της επιχείρησης που αποτιμά καθώς αυτό δίνει ουσιαστικές πληροφορίες για τους μελλοντικούς σκοπούς της εταιρείας.

Στο δικό μας παράδειγμα η αποτίμηση των ακτοπλοϊκών εταιρειών ήταν μία αρκετά πολύπλοκη διαδικασία που βασίστηκε σε αρκετές και ασθενείς υποθέσεις. Το γεγονός ότι η Ελλάδα βρίσκεται στη χειρότερη οικονομική κατάσταση μετά το δεύτερο παγκόσμιο πόλεμο, το χρηματιστήριο Αθηνών έχει αγγίξει το χαμηλότερο σημείο του σε συνδυασμό με το ασταθές πολιτικό-οικονομικό περιβάλλον με τις συνεχείς εκλογές και την πιθανότητα εξόδου της Ελλάδας από την ενιαία νομισματική ένωση δημιουργούν ένα ευμετάβλητο περιβάλλον το οποίο καθιστά τη διαδικασία αποτίμησης μέσω της πρόβλεψης των μελλοντικών ταμειακών ροών αρκετά επικίνδυνη και με μεγάλη πιθανότητα σφάλματος. Όπως είδαμε και κατά τη διάρκεια της αποτίμησης οι εταιρείες βρίσκονται σε πολύ άσχημη οικονομική κατάσταση με αρνητικά ίδια κεφάλαια, οι μετοχές τους βρίσκονται υπό επιτήρηση ή διαπραγματεύονται με χαμηλή διασπορά, είναι εκτεθειμένες σε μεγάλο δανεισμό και σε πιστωτικό και

συναλλαγματικό κίνδυνο το οποίο μας υποχρέωσε να προβούμε σε αρκετές υποθέσεις οι οποίες έχουν μεγάλη πιθανότητα σφάλματος.

Στη προσπάθειά μας για ακριβέστερη αποτίμηση των εταιρειών χρησιμοποιήσαμε τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων των τελευταίων πέντε ετών, δεδομένα του χρηματιστηρίου Αθηνών για την ανάλυση των μετοχών τους, έρευνες από παγκόσμιους και εγχώριους θεσμικούς οργανισμούς για την πορεία της οικονομία τόσο σε τοπικό όσο και σε διεθνές επίπεδο. Επιπρόσθετα επιχειρήσαμε μέσα από μελέτη τόσο των εταιρειών όσο και του κλάδου να κατανοήσουμε το επιχειρηματικό πλάνο κάθε επιχείρησης και τις προοπτικές εξέλιξης που έχει η κάθε εταιρεία. Με βάση όλα τα παραπάνω και τις μεθόδους αποτίμησης που αναλύσαμε στο δεύτερο κεφάλαιο πραγματοποιήσαμε την εκτίμηση της εύλογης αξίας κάθε εταιρείας.

Σε αυτό το σημείο επιβάλλεται να υπογραμμίσουμε ότι αντικειμενικός σκοπός της παρούσας εργασίας δεν είναι ο ακριβής προσδιορισμός της εύλογης αγοραίας αξίας των παραπάνω εταιρειών με σκοπό τη χρήση τους από ενδιαφερόμενα μέλη όπως επενδυτές, μετόχους, αγοραστές αλλά η παρουσίαση και η εφαρμογή της μεθοδολογίας της προεξόφλησης των καθαρών ταμειακών ροών ως μέθοδος αποτίμησης επιχειρήσεων. Στόχος μας ήταν η ανάλυση των βημάτων που οφείλει κάποιος να ακολουθήσει για να εφαρμόσει την παραπάνω μέθοδο και η εξέταση των βασικών παραμέτρων που πρέπει να εκτιμηθούν. Σε καμία περίπτωση λοιπόν δεν πρέπει να χρησιμοποιηθεί η παρούσα εργασία για επενδυτικούς σκοπούς και για εξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με την δίκαιη τιμή των εταιρειών.

Κλείνοντας αξίζει να σημειώσουμε ότι μέσω της παρούσας εργασίας μπορεί να αντιληφθεί κανείς τη δυσκολία εύρεσης επενδυτών στη παρούσα χρονική στιγμή από μέρους τόσο των εταιρειών όσο και του κράτους. Για να μπορέσει η χώρα να προσελκύσει ξανά μακροπρόθεσμες επενδύσεις θα πρέπει να υπάρξει μία σταθεροποίηση του οικονομικού κλίματος, να αυξηθεί ο βαθμός εμπιστοσύνης και ασφάλειας, τα οποία μπορούν να επιτευχθούν μόνο μέσω εφαρμογής διαρθρωτικών αλλαγών. Ένα σταθερό φορολογικό σύστημα, ένας υγιής τραπεζικός τομέας και ένα ευέλικτο δημόσιο σύστημα που θα εξυπηρετεί τους πελάτες του κυρίως μέσω ηλεκτρονικών διαδικασιών αποτελούν απαραίτητες προϋποθέσεις για την αντιμετώπιση της αυτοτροφοδοτούμενης κρίσης χρέους, ύφεσης και επενδύσεων.

Βιβλιογραφία

Altman, E., 1968. FINANCIAL RATIOS, DISCRIMINANT ANALYSIS AND THE PREDICTION OF CORPORATE BANKRUPTCY. *The Journal of Finance*.

Anderson, P., Geckil, I. & Funari, N., 2007. The Three Essential Factors in Estimating Business Value or Commercial Damages. *AEG Working Paper*, pp. 1-19.

Attica-Group, 2015. *WWW.attica-group.com*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <http://www.attica-group.com/gr/profile/history.asp>
[Πρόσβαση 20 08 2015].

ΑΤΤΙΚΑ-ΑΝΩΝΥΜΟΣ-ΕΤΑΙΡΙΑ-ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ, 2014. *ΕΤΗΣΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΚΘΕΣΗ*, Αθήνα: ΑΤΤΙΚΑ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ.

Bloomberg, 2015. *http://www.bloomberg.com*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <http://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/government-bonds/germany>
[Πρόσβαση 30 08 2015].

Brealey, R., Myers, S. & Allen, F., 2011. *Principles of Corporate Finance*. 10η επιμ. New York: McGraw-Hill.

Damodaran, A., 2000. Estimating Equity Risk Premiums. pp. 1-26.

Damodaran, A., 2010. *The Dark Side of Valuation*. 2η επιμ. New Jersey: Pearson Education, Inc..

Damodaran, A., 2012. *http://pages.stern.nyu.edu*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/valquestions/termvalapproaches.htm
[Πρόσβαση 25 07 2015].

Damodaran, A., 2014. *Damodaran online*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html#discrate
[Πρόσβαση 10 08 2015].

Damodaran, A., 2015. *Applied Corporate Finance*. 4η επιμ. Danvers: John Wiley & Sons, Inc.

Damodaran, A., 2015. *http://pages.stern.nyu.edu*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html
[Πρόσβαση 30 08 2015].

Damodaran, A., 2015. *http://people.stern.nyu.edu*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm
[Πρόσβαση 02 09 2015].

EUROSTAT, 2015. <http://ec.europa.eu/eurostat>. [Ηλεκτρονικό]

Available at: <http://ec.europa.eu/eurostat>

[Πρόσβαση 25 8 2015].

Fernandez, P., 2002. *Valuation Methods and Shareholder Value Creation*. Florida: Academic Press.

Imam, S., Barker, R. & Clubb, C., 2008. The Use of Valuation Models by U.K. Investment Analysts.. *European Accounting Review*, p. 503–535.

IMF, 2015. *PRELIMINARY DRAFT DEBT SUSTAINABILITY ANALYSIS*, Washington DC: IMF.

Kolesnikov, I., 2015. *knoema.com*. [Ηλεκτρονικό]

Available at: <http://knoema.com/γχxtpab/crude-oil-price-forecast-long-term-2015-to-2025-data-and-charts>

[Πρόσβαση 02 09 2015].

Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D., 2010. *Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies*. 5η επιμ. New Jersey: JohnWiley & Sons, Inc.

La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R., 2002. Investor Protection and Corporate Valuation. *The Journal of Finance*, pp. 1147-1170.

Miller, M. & Modigliani, F., 1961. Dividen Policy, Growth and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, pp. 411-433.

moneyonline, 2015. <http://www.moneyonline.gr>. [Ηλεκτρονικό]

Available at: <http://www.moneyonline.gr/site/Investments/SearchFuture>

[Πρόσβαση 05 09 2015].

Palepu, K. G. & Healy, P. M., 2008. *Business Analysis and Valuation: Using Financial Statements*. Mason: Thomson Higher Education.

Petit, B. & Ferris, K., 2013. *Valuation for Mergers And Acquisitions*. 2η επιμ. New Jersey: Pearson Education, Inc..

XRTC, 2015. *14η Ετήσια Μελέτη για την Ελληνική Ακτοπλοΐα 2015*, Πειραιάς: XRTC Business Consultants.

ANEK, 2014. *Ετήσια Οικονομική Έκθεση για τη χρήση 2014*, Χανιά: ANEK.

ANEK, 2015. www.anek.gr. [Ηλεκτρονικό]

Available at:

http://web.anek.gr/portal/page/portal/ANEK_prod/Corporate_Information/Company_Profile/Fleet

[Πρόσβαση 12 08 2015].

Ελλάδος, Τ., 2015. <http://www.bankofgreece.gr>. [Ηλεκτρονικό]

Available at: <http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/Markets/titloi.aspx>

[Πρόσβαση 25 08 2015].

IOBE, 2014. *Η Συμβολή της Ακτοπλοΐας στην Ελληνική Οικονομία: Επιδόσεις και Προοπτικές*, s.l.: IOBE.

Ναυτεμπορική, 2015. *Ναυτεμπορική*. [Ηλεκτρονικό]

Available at: <http://www.naftemporiki.gr/finance/sector/IB1131/taksidia-kai-tourismos?tab=4>

[Πρόσβαση 25 8 2015].

ΣΕΤΕ, 2015. <http://sete.gr>. [Ηλεκτρονικό]

Available at: <http://sete.gr/el/statistika-vivliothiki/statistika/>

[Πρόσβαση 05 09 2015].