



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ
ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ
Π.Μ.Σ. ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΓΙΑ
ΣΤΕΛΕΧΗ

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΘΕΜΑ:

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ

Η Έννοια, η Σημασία και οι Σημαντικότερες Μέθοδοι
Υπολογισμού της Αξίας

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ: ΤΣΙΡΙΤΑΚΗΣ ΕΜΜΑΝΟΥΗΛ

ΦΟΙΤΗΤΡΙΑ: ΛΑΜΠΡΟΥ ΑΘΑΝΑΣΙΑ

ΠΕΙΡΑΙΑΣ

2009

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ: Η Έννοια, η Σημασία και οι Σημαντικότερες Μέθοδοι Υπολογισμού της Αξίας

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Σκοπός όχι μόνο των επιχειρήσεων, αλλά και των μεμονωμένων ατόμων είναι η απόκτηση εσόδων, και κατ' επέκταση κερδών, έτσι ώστε να καταφέρουν να επιβιώσουν. Τα κέρδη αυτά επενδύονται σε υλικά ή άυλα αγαθά, έτσι ώστε είτε να αυξηθεί η αξία τους, είτε μέσω των επενδύσεων αυτών να υποστηρίξουν τις δραστηριότητες και τη λειτουργία τους.

Το να καταφέρουμε όμως να κάνουμε μια σωστή και επικερδής επένδυση δεν είναι πάντα εύκολο και εφικτό. Για το λόγο αυτό χρησιμοποιούνται μέθοδοι αποτίμησης, σκοπός των οποίων είναι η γνώση της αξία των επενδύσεων και τι είναι αυτό που την καθορίζει.

Το θέμα της αποτίμησης αποτελεί ένα αντικείμενο εκτενούς μελέτης και ανάλυσης τόσο σε ακαδημαϊκό, όσο και σε επιστημονικό επίπεδο. Δημιουργήθηκε, έτσι, πληθώρα μεθόδων, άλλες πιο απλουστευμένες και άλλες περισσότερο πολύπλοκες. Η επιλογή της μεθόδου εξαρτάται από το είδος και την ακρίβεια των δεδομένων που θα χρησιμοποιηθούν.

Υπάρχουν για παράδειγμα μέθοδοι που στηρίζονται στη ταμειακή λογιστική (cash accounting), όπως οι μέθοδοι προεξόφλησης ροών. Μέθοδοι που στηρίζονται στη λογιστική των δεδουλευμένων (accrual accounting), όπως το μοντέλο των υπερκερδών. Μέθοδοι που στηρίζονται στη σύγκριση των χρηματοοικονομικών δεικτών, όπως P/E, P/B, P/S, και πολλοί άλλοι.

Ωστόσο όλες οι μέθοδοι έχουν τα προτερήματα και τα ελαττώματα τους και όλες περιέχουν υποκειμενικά στοιχεία. Οι περισσότεροι αναλυτές συγκλίνουν στο συμπέρασμα ότι καμία μέθοδος αποτίμησης δεν θα πρέπει να είναι επικρατέστερη των υπολοίπων, αλλά θα πρέπει όλα τα αποτελέσματα των επιμέρους μεθόδων να εξετάζονται παράλληλα, έτσι ώστε να επιτυγχάνεται η καλύτερη προσέγγιση της αξίας μιας επιχείρησης ή μίας επένδυσης.

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον κ. Τσιριτάκη Εμμανουήλ, Αναπληρωτή Καθηγητή του Πανεπιστημίου Πειραιώς, για την πολύτιμη βοήθεια που μου παρείχε, τόσο μέσω της υποδείξεως χρήσιμων πηγών πληροφόρησης, όσο και για την άριστη και συνεχή επίβλεψή του μέχρι την αποπεράτωση της εργασίας αυτής.

Θα ήθελα τέλος να ευχαριστήσω τους γονείς μου για την συμπαράσταση που έδειξαν στην προσπάθειά μου αυτή.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο

ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	6
1.1. ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ.....	6
1.2. Η ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΣΕ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΗ ΒΑΣΗ.....	7
1.3. ΤΙ ΕΙΝΑΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ (VALUATION).....	10
1.4. Η ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΤΗΣ ΘΕΜΕΛΙΩΔΟΥΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ.....	11
1.5. ΟΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΚΑΙ Η ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ ΤΟΥΣ.....	14
1.6. Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ.....	17
1.7. ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΠΕΠΕΡΑΣΜΕΝΟΥ ΧΡΟΝΙΚΟΥ ΟΡΙΖΟΝΤΑ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΑΟΡΙΣΤΟΥ ΧΡΟΝΙΚΟΥ ΟΡΙΖΟΝΤΑ.....	20
1.8. ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΓΙΑ ΕΝΑ ΠΡΑΚΤΙΚΟ ΜΟΝΤΕΛΟ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ.....	21
1.9. ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΕΣ, ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΕΣ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ.....	22
1.9.1. ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΤΟΥ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.....	22
1.9.2. ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΧΡΕΩΝ.....	26
1.9.3. ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ.....	26

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο

ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ.....	28
2.1. ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΟΥΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΥΣ ΔΕΙΚΤΕΣ.....	28
2.1.1. ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΗ ΠΡΟΣ ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (P/E).....	29
2.1.2. ΔΕΙΚΤΗΣ PEG.....	31
2.1.3. ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΑΤΑΒΟΛΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ.....	31
2.1.4. ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΗ / ΠΩΛΗΣΕΙΣ (P/S)	32
2.1.5. ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΗ / ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ (P/BV).....	32
2.1.6. ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (ROE).....	32
2.2. ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗΝ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ..	33
2.2.1. ΜΟΝΤΕΛΟ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΩΝ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ.....	33

2.2.2. ΜΟΝΤΕΛΟ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ..	35
2.2.2.1. ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ, ΚΕΡΔΗ, ΚΑΙ Η ΑΥΤΟΤΕΛΕΙΑ ΤΩΝ ΧΡΗΣΕΩΝ..	36
2.2.2.2. ΚΑΤΑΡΤΙΣΗ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ.....	39
2.3. ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΤΩΝ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΩΝ.....	43
2.3.1. ΜΟΝΤΕΛΟ ΥΠΕΡΚΕΡΔΩΝ.....	43

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο

ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΟΠΑΠ ΑΕ.....	46
3.1. Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ.....	46
3.2. ΤΟ ΣΗΜΑ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΣΕ ΔΙΑΦΟΡΑ ΑΘΛΗΜΑΤΑ.....	49
3.3. Ο ΚΛΑΔΟΣ.....	50
3.4. ΤΑ ΠΑΙΧΝΙΔΙΑ.....	51
3.5. ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΣΥΝΘΕΣΗ.....	55
3.6. ΙΣΤΟΡΙΚΑ ΓΡΑΦΗΜΑΤΑ	56
3.7. ΑΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΧΡΗΣΗΣ 2008.....	58
3.8. ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΓΙΑ ΤΟ ΕΤΟΣ 2009.....	61
3.9. ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΤΩΝ ΚΥΡΙΟΤΕΡΩΝ ΚΙΝΔΥΝΩΝ ΚΑΙ ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΩΝ.....	62
3.10. ΕΤΗΣΙΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ 2008.....	65
3.10.1. ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ.....	65
3.10.2. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ.....	66
3.10.3. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ.....	67
3.10.4. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΜΕΤΑΒΟΛΩΝ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΗΣ.....	68

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΟΠΑΠ ΑΕ.....	69
4.1. ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗ ΤΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΣΕ ΠΑΡΟΥΣΕΣ ΑΞΙΕΣ.....	69
4.2. Η ΕΝΝΟΙΑ ΚΑΙ Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.....	69
4.3. ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (WACC).....	70
4.4. ΜΕΘΟΔΟΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΩΝ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ.....	72
4.5. ΜΕΘΟΔΟΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ (DCF).....	73
4.6. ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΩΝ ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ.....	76

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5^ο

ΕΠΙΛΟΓΟΣ.....80

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....83

SITES.....83

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1. ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Πρωταρχικός και κυριότερος σκοπός κάθε επιχείρησης είναι η απόκτηση κερδών. Τα κέρδη είναι ένα μέτρο που παράγεται σύμφωνα με τις αρχές της λογιστικής σε δεδουλευμένη βάση. Είναι ένα από τα σημαντικότερα μέτρα, δεδομένου ότι αντικατοπτρίζουν συνοπτικά την αξία μιας επιχείρησης, και αποτελούν ένα πολύ σημαντικό εργαλείο για ένα ευρύ φάσμα χρηστών (μέτοχοι, επενδυτές, αναλυτές κ.α.). Συγκεκριμένα, τα δεδουλευμένα βελτιώνουν την ικανότητά των κερδών να αντανακλούν την απόδοση της επιχείρησης.

Επίσης σκοπός της επιχείρησης είναι η δημιουργία μεγαλύτερων ταμειακών εισπράξεων έναντι των εκταμιεύσεων. Επομένως, ένα άλλο μέτρο της αξίας που θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί είναι οι καθαρές ταμειακές εισπράξεις (ταμιακές ροές). Ωστόσο, σε κάποιο πεπερασμένο διαστήματα, οι πραγματοποιηθείσες ταμιακές ροές δεν είναι πάντα η καλύτερη μορφή ενημέρωσης (υπάρχει περίπτωση λόγω υψηλών επενδύσεων οι ταμιακές ροές να εμφανίζονται αρνητικές).

Κάποιοι αναλυτές πιστεύουν πως οι πληροφορίες σχετικά με τα κέρδη των επιχειρήσεων και των συστατικών τους, που μετρούνται από τη λογιστική των δεδουλευμένων, παρέχουν καλύτερη ένδειξη για την απόδοση της αξίας των επιχειρήσεων από ότι οι πληροφορίες σχετικά με τις τρέχουσες ταμιακές εισπράξεις και πληρωμές (οι οποίες βασίζονται στην ταμειακή λογιστική). Κάποιο άλλοι όμως επιμένουν για το αντίθετο και θεωρούν ότι οι ταμιακές ροές είναι ένα πιο ουσιαστικό μέτρο της αξίας. Η άποψή τους αυτή στηρίζεται στο γεγονός ότι συνήθως η αναγνώριση των δεδουλευμένων από τα στελέχη της επιχείρησης γίνεται με βάση την κρίση τους και με τη βοήθεια της ιδιωτικής πληροφόρησης που έχουν. Για το λόγο αυτό υπάρχει πιθανότητα τα κέρδη που εμφανίζονται να μην αντιστοιχούν 100% στα πραγματικά αλλά να περιέχουν και κάποιο βαθμό παραποίησης προς όφελος της επιχείρησης.

1.2. Η ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΣΕ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΗ ΒΑΣΗ (ACCRUAL ACCOUNTING)

Λογιστική σε δεδουλευμένη βάση είναι η λογιστική μέθοδος που μετρά την απόδοση και τη θέση της εταιρείας αναγνωρίζοντας τα οικονομικά γεγονότα, ανεξάρτητα από το πότε εμφανίζονται οι χρηματικές συναλλαγές. Η γενική ιδέα είναι ότι τα οικονομικά γεγονότα αναγνωρίζονται αντιστοιχίζοντας τα έσοδα με τα έξοδα κατά τη στιγμή την οποία πραγματοποιείται η συναλλαγή και όχι όταν γίνεται (ή λαμβάνεται) η πληρωμή. Η μέθοδος αυτή επιτρέπει στις τρέχουσες ταμιακές εισροές/εκροές να συνδυαστούν με τις μελλοντικά αναμενόμενες ταμιακές εισροές/εκροές και να δώσουν μια πιο ακριβή εικόνα της τρέχουσας οικονομικής κατάστασης της εταιρείας.

Η λογιστική σε δεδουλευμένη βάση θεωρείται ως πρότυπη λογιστική πρακτική για τις περισσότερες εταιρείες, με εξαίρεση τις πολύ μικρές επιχειρήσεις. Αυτή η μέθοδος παρέχει μια πιο ακριβή εικόνα της τρέχουσας κατάστασης της εταιρείας, αλλά η σχετική της πολυπλοκότητα την καθιστά πιο δαπανηρή. Σε αντίθεση με τη λογιστική σε δεδουλευμένη βάση, η λογιστική σε ταμιακή βάση αναγνωρίζει τις συναλλαγές μόνο όταν υπάρχει ανταλλαγή μετρητών.

Η ανάγκη για τη λογιστική μέθοδο αυτή υπαγορεύθηκε από την αυξανόμενη πολυπλοκότητα των επιχειρηματικών συναλλαγών και την επιθυμία για πιο ακριβή οικονομικά στοιχεία. Πωλήσεις με πίστωση και projects που δημιουργούν ροές εσόδων επί μακρό χρονικό διάστημα, επηρεάζουν τη χρηματοοικονομική κατάσταση της επιχείρησης, όσο αφορά τις συναλλαγές. Επομένως, όπως είναι λογικό, τέτοια γεγονότα αντικατοπτρίζονται στις οικονομικές καταστάσεις κατά την χρονική περίοδο όπου συμβαίνουν.

Για παράδειγμα, όταν μια επιχείρηση πωλεί ένα αγαθό σε έναν πελάτη που χρησιμοποιεί μια πιστωτική κάρτα, η λογιστική σε ταμιακή βάση και η λογιστική σε δεδουλευμένη βάση θα αντιμετωπίσουν τη συγκεκριμένη περίπτωση διαφορετικά. Τα έσοδα από την πώληση του αγαθού θα αναγνωριστούν από την ταμιακή μέθοδο μόνο όταν η επιχείρηση λάβει τα χρήματα από την πώληση αυτή. Αν δηλαδή το αγαθό πουληθεί με πίστωση,

τα έσοδα αυτά ενδέχεται να μην αναγνωριστούν μέχρι τον επόμενο μήνα ή το προσεχές έτος.

Η λογιστική σε δεδουλευμένη βάση, θεωρεί ότι η ταμειακή μέθοδος δεν είναι ακριβής, διότι από τη στιγμή που η πώληση έχει ήδη γίνει η επιχείρηση κάποια στιγμή στο μέλλον (ανάλογα με τη συμφωνία που έχει γίνει) θα λάβει και τα μετρητά. Ως εκ τούτου, η μέθοδος της λογιστικής σε δεδουλευμένη βάση αναγνωρίζει την πώληση του αγαθού τη χρονική στιγμή όπου ο πελάτης αποκτά το αγαθό. Ακόμη και αν δεν είναι ακόμη τα μετρητά στην τράπεζα, η πώληση δηλώνεται σε ένα λογαριασμό γνωστό ως λογαριασμός εισπρακτέων αυξάνοντας τα έσοδα της επιχείρησης.

Υπάρχουν δύο τύποι δεδουλευμένων τα δεδουλευμένα έσοδα και τα έξοδα δεδουλευμένων.

Έσοδα καταχωρούνται όταν λαμβάνουμε αξία από τις πωλήσεις των προϊόντων. Τα πιο συνηθισμένα δεδουλευμένα έσοδα είναι οι απαιτήσεις: Η πώληση με πίστωση θεωρείται μια αύξηση της αξίας ακόμη και αν δεν έχουμε λάβει μετρητά. Αντίστοιχα, τα μετρητά που έχουν ληφθεί πριν από μια πώληση ως προκαταβολή δεν περιλαμβάνονται στα έσοδα. Η αναγνώριση της αξίας αναβάλλεται μέχρι τη στιγμή που τα εμπορεύματα που αποστέλλονται και η πώληση ολοκληρωθεί. Τα έσοδα μίας χρονικής περιόδου υπολογίζονται ως εξής:

Έσοδα = Έσοδα από τις πωλήσεις με μετρητά + Νέες πωλήσεις επί πιστώσει - Μετρητά που εισπράχθηκαν για πωλήσεις προηγούμενων περιόδων – Εκτιμώμενες αποδόσεις πωλήσεων – ετεροχρονισμένα έσοδα από προκαταβολές που λήφθηκαν πριν από την πώληση + Έσοδα που αποκτήθηκαν σε προηγούμενη περίοδο και αφορούν την τρέχουσα
--

Επομένως τα δεδουλευμένα είναι η εκτίμηση των αποδόσεων των πωλήσεων και των υπηρεσιών, και τα ετεροχρονισμένα έσοδα από προκαταβολές. Τα ποσά αυτά δεν προσδίδουν προστιθέμενη αξία. Τα έσοδα λοιπόν, μετά την αναπροσαρμογή αυτή, καλούνται καθαρά έσοδα.

Δεδουλευμένα έξοδα είναι τα χρήματα που δαπανούνται για τη δημιουργία εσόδων, και τα οποία ίσως δεν έχουν ακόμα εμφανιστεί ως

χρηματοροές ή έχουν ήδη γίνει σε προηγούμενες περιόδους, αλλά αφορούν την τωρινή. Οι πληρωμές μεταβάλλονται μέσω των δεδουλευμένων ως εξής:

Έξοδα = πληρωμές σε μετρητά που καταβάλλονται για δαπάνες που πραγματοποιήθηκαν + ποσά για τη δημιουργία εσόδων, που δεν έχουν ακόμη καταβληθεί – Μετρητά που καταβάλλονται για τη δημιουργία εσόδων σε μελλοντικές περιόδους + Ποσά που καταβλήθηκαν στο παρελθόν για να δημιουργούν έσοδα σε επόμενες περιόδους.

Τα χρήματα, για παράδειγμα, που πληρώνουμε σήμερα για να έχουμε σύνταξη στο μέλλον είναι έξοδα που πραγματοποιούνται σήμερα για τη δημιουργία εσόδων που θα λάβουμε στο μέλλον. Ένας προπληρωμένος μισθός για εργασία στο μέλλον είναι ένα άλλο παράδειγμα. Επίσης οι αποσβέσεις που προκύπτουν από τις ταμειακές ροές του παρελθόντος για επενδύσεις σε εγκαταστάσεις. Απόσβεση είναι το μέρος του κόστους της επένδυσης που θεωρείται ότι έχει χρησιμοποιηθεί για την παραγωγή των εσόδων της τρέχουσας περιόδου. Ο φόρος εισοδήματος, για παράδειγμα, περιλαμβάνει τους φόρους που οφείλονται για το χρονικό διάστημα, αλλά δεν έχουν καταβληθεί κ.α.

Τα συνολικά δεδουλευμένα μίας περιόδου είναι η διαφορά μεταξύ των καθαρών εσόδων και των ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες που αναφέρονται στην κατάσταση των ταμιακών ροών. Οι ταμιακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες μετά από τόκους, έχουν ως εξής:

Κέρδη = μοχλευμένες ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες + Δεδουλευμένα Κέρδη = (C - i) + Δεδουλευμένα

C = μη μοχλευμένες ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες

i = καθαρές πληρωμές τόκων μετά την αφαίρεση των φόρων

C - i = μοχλευμένες ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες

Καταλήγουμε επομένως στο συμπέρασμα ότι η ουσία βρίσκεται στο ταίριασμα της αξίας των εισροών με τις εκροές, έτσι ώστε να αποκτήσουμε ένα μέτρο υπολογισμού της προστιθέμενης αξίας κατά την πώληση

προϊόντων στην αγορά. Και το κυριότερο κριτήριο αυτού του υπολογισμού είναι ο σωστός προσδιορισμός της χρονικής περιόδου που μας ενδιαφέρει.

1.3. ΤΙ ΕΙΝΑΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ

Αποτίμηση είναι η γνώση της αξίας ενός περιουσιακού στοιχείου και τι είναι αυτό που την καθορίζει. Είναι προϋπόθεση για την λήψη αποφάσεων σχετικά: α) με την επιλογή ενός χαρτοφυλακίου επενδύσεων, β) με το ποια είναι η κατάλληλη τιμή που πρέπει να πληρώσουμε ή να λάβουμε σε μια εξαγορά και στην πραγματοποίηση επενδύσεων, γ) με τη χρηματοδότηση και τέλος δ) με τις επιλογές μερισμάτων κατά τη λειτουργία μιας επιχείρησης.

Αγοράζουμε τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία για τις ταμειακές ροές που αναμένουμε να λάβουμε από αυτά, γεγονός που σημαίνει ότι το τίμημα που πληρώνουμε για κάθε περιουσιακό στοιχείο θα πρέπει να αντικατοπτρίζει τις ταμειακές ροές που αναμένουμε να δημιουργήσει. Εκατομμύρια μετοχές διαφόρων εισηγμένων επιχειρήσεων εμπορεύονται κάθε μέρα στα παγκόσμια χρηματιστήρια. Οι επενδυτές που αγοράζουν και πωλούν τις μετοχές αυτές αναρωτιούνται αν εμπορεύονται στη σωστή τιμή, και ποια είναι η πραγματική τους αξία. Η απάντηση μπορεί να βρεθεί μόνον με τη σωστή αποτίμηση, τη διεξοδική δηλαδή εξέταση των πληροφοριών που υπάρχουν σχετικά με τις επιχειρήσεις και διεξάγοντας συμπεράσματα σχετικά με την υποκείμενη αξία που συνεπάγονται οι πληροφορίες αυτές. Αυτό αποτελεί τη θεμελιώδη ανάλυση. Η αποτίμηση λοιπόν βασίζεται στη θεμελιώδη ανάλυση, η οποία μας δείχνει το δρόμο για να καταλήξουμε στο εγκυρότερο συμπέρασμα σχετικά με την αξία μιας επιχείρησης ή κάποιας μετοχής. Οι θεμελιώδεις επενδυτές διακρίνουν τις τιμές από την αξία. Το δόγμα που ακολουθούν είναι "τιμή είναι αυτό που πληρώνουμε, αλλά αξία είναι αυτό που παίρνουμε."

Αυτό που θα λάβουμε από τις επενδύσεις είναι οι μελλοντικές πληρωμές, έτσι ο θεμελιώδης επενδυτής προβλέπει τις πληρωμές αυτές για να εξακριβώσει αν η τιμή που ζητείται είναι λογική.

Οι Θεμελιώδεις επενδυτές κάνουν λόγο για την ανακάλυψη των θεμελιωδών αξιών. Θεμελιώδη αξία (Intrinsic value) είναι η αξία μιας επένδυσης που δικαιολογείται από τις πληροφορίες σχετικά με τις αναμενόμενες πληρωμές που θα επιφέρει. Βέβαια η θεμελιώδη ανάλυση δεν

αναιρεί την αβεβαιότητα. Προσφέρει όμως αρχές, τις οποίες, εάν ακολουθήσουμε πιστά, μειώνουμε την αβεβαιότητα.

1.4. Η ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΤΗΣ ΘΕΜΕΛΙΩΔΟΥΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

Πριν ξεκινήσουμε την διαδικασία αποτίμησης της μετοχής μιας εταιρείας πρέπει **πρώτα από όλα** να γνωρίζουμε κάποιες πραγματικά σημαντικές λεπτομέρειες για την εταιρεία:

i. Τα προϊόντα της εταιρείας.

- α. Τον τύπο του προϊόντος.
- β. Την καταναλωτική ζήτηση για το προϊόν.
- γ. Την ελαστικότητα ζήτησης για το προϊόν.
- δ. Τα υποκατάστατα που υπάρχουν στην αγορά. Εάν το προϊόν είναι διαφοροποιημένο; Ποια είναι η τιμή του; Ποια η ποιότητα του;
- ε. Την προστασία με δίπλωμα ευρεσιτεχνίας για το προϊόν.

ii. Την τεχνολογία που απαιτείται για να παρουσιαστεί το προϊόν στην αγορά.

- α. Παραγωγική διαδικασία.
- β. Διαδικασία μάρκετινγκ.
- γ. Κανάλια διανομής.
- δ. Προμηθευτές του δικτύου και τον τρόπο με τον οποίο λειτουργεί η αλυσίδα εφοδιασμού.
- ε. Διάρθρωση του κόστους.
- στ. Οικονομίες κλίμακος.

iii. Την βάση γνώσεων της εταιρείας.

- α. Την κατεύθυνση και το ρυθμό τεχνολογικής αλλαγής, και την δυνατότητα της επιχείρησης να κατανοήσει και να προσαρμοστεί με την αλλαγή αυτή.
- β. Ο προγραμματισμός έρευνας και ανάπτυξης.
- γ. Τα δίκτυα πληροφοριών.
- δ. Το Διευθυντικό ταλέντο.
- ε. Την ικανότητα για καινοτομία στην ανάπτυξη προϊόντων.
- στ. Την ικανότητά για καινοτομία στην τεχνολογία παραγωγής.
- ζ. Τις οικονομίες για μάθηση.

iv. Την ανταγωνιστικότητα της βιομηχανίας.

- α. Η συγκέντρωση στον κλάδο, ο αριθμός των επιχειρήσεων, καθώς και τα μεγέθη τους.
- β. Τα εμπόδια για την είσοδο στον κλάδο και η πιθανότητα νεοεισερχομένων εταιρειών και υποκατάστατων προϊόντων. Εάν υπάρχει σήμα προστασίας.
- γ. Η σταθερή θέση της στον κλάδο. Είναι από τις πρώτες επιχειρήσεις του κλάδου;
- δ. Η ανταγωνιστικότητα των προμηθευτών. Οι προμηθευτές έχουν ισχύ στην αγορά; Οι εργατικές ενώσεις έχουν δύναμη;
- ε. Η ικανότητα του κλάδου. Υπάρχει πλεονάζουσα παραγωγική ικανότητα ή όχι;
- στ. Οι σχέσεις και οι συμμαχίες με άλλες επιχειρήσεις.

v. Το πολιτικό, νομικό, κανονιστικό και δεοντολογικό περιβάλλον.

- α. Η πολιτική επιρροή της επιχείρησης.
- β. Οι νομικοί περιορισμοί σχετικά με την επιχείρηση, συμπεριλαμβανομένων των παρακάτω: αντιμονοπωλιακής νομοθεσίας, εργατικό δίκαιο, και περιβαλλοντικό δίκαιο.
- γ. Κανονιστικοί περιορισμοί σχετικά με την επιχείρηση, συμπεριλαμβανομένων κανονισμών για τις τιμές και τα προϊόντα.
- δ. Η φορολογία των επιχειρήσεων.
- ε. Η ηθική βάση σύμφωνα με την οποία δραστηριοποιείται η επιχείρηση, και η τάση των διαχειριστών να την παραβιάζουν.
- στ. Η ισχύς των μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης.

Τα χαρακτηριστικά αυτά είναι γνωστά ως “οικονομικοί παράγοντες που οδηγούν τις επιχειρήσεις”, αλλά αυτό είναι μόνο το πρώτο βήμα.

Το δεύτερο βήμα είναι η ανάλυση των πληροφοριών. Η ανάλυση των πληροφοριών είναι το επίκεντρο της θεμελιώδους ανάλυσης, είναι το πώς ο αναλυτής αναγνωρίζει τις κατάλληλες πληροφορίες και τις οργανώνει με τέτοιο τρόπο ώστε να δημιουργεί εγγενή αξία (intrinsic value). Για να βρούμε αυτές τις πληροφορίες πρέπει να συλλέξουμε τον ετήσια έκθεση και τις οικονομικές καταστάσεις, συμπεριλαμβανομένων όχι μόνο των λογιστικών αριθμών, αλλά και συζητήσεις, και αναφορές αναλυτών και διευθυντικών στελεχών για τις αποδόσεις της εκάστοτε επιχείρησης. Πολλά από όσα

γνωρίζουμε για τις επιχειρήσεις βρίσκονται στις οικονομικές καταστάσεις. Οι οικονομικές καταστάσεις βασίζονται στις λογιστικές αρχές οι οποίες σε μεγάλο βαθμό αποκλείουν τις κερδοσκοπικές πληροφορίες. Είναι ελεγμένες. Έτσι, η οργάνωση της λογιστικής πληροφόρησης έχει ιδιαίτερη σημασία.

Ο αναλυτής δεν θέλει να είναι κατακλεισμένος από την τεράστια ποσότητα των διαθέσιμων πληροφοριών για τις επιχειρήσεις και έτσι αναζητά τρόπους αποτελεσματικής οργάνωσης αυτών, και μείωσης τους σε διαχειρίσιμο μέγεθος. Επιθυμεί απλά και ξεκάθαρα δεδομένα.

Η **λήψη σωστών αποφάσεων** συνήθως εξαρτάται από την καλή πληροφόρηση, και **αξία** είναι η προβλεπόμενη απόδοση που χρησιμοποιεί την καλύτερη και πιο πλήρη, πληροφόρηση. Για να κατανοήσουμε τη δημιουργία αξίας, θα πρέπει να υιοθετηθεί μια μακροπρόθεσμη προοπτική, να διαχειριστούμε όλες τις ταμειακές ροές, την κατάσταση αποτελεσμάτων και τον ισολογισμό, και να κατανοήσουμε πώς να συγκρίνουμε ταμιακές ροές από διαφορετικές περιόδους.

Το τρίτο βήμα είναι οι προβλέψεις. Για ένα μέτοχο, οι πληρωμές λαμβάνονται: α) με τη μορφή μελλοντικών μερισμάτων και β) ως τα έσοδα από την πώληση μίας μετοχής. Όμως, οι πληρωμές αυτές καθορίζονται από τη μελλοντική επιτυχία των λειτουργιών της επιχείρησης, και επιτυχής λειτουργία έχουμε όταν η τιμή πώλησης των προϊόντων είναι μεγαλύτερη από το κόστος παραγωγής. Έτσι, ο αναλυτής πρέπει να προσδιορίσει και να προβλέψει τις πληρωμές αυτές.

Το 4ο βήμα είναι η μετατροπή των προβλέψεων σε αξία, η αποτίμηση. Για να ολοκληρωθεί η ανάλυση, οι αναμενόμενες πληρωμές πρέπει να συμπτυχθούν σε έναν αριθμό, πρέπει να μετατραπούν σε αξία. Δεδομένου ότι οι πληρωμές θα γίνουν στο μέλλον και οι επενδυτές προτιμούν αξία τώρα και όχι στο μέλλον, οι αναμενόμενες πληρωμές θα πρέπει να προεξοφληθούν στη χρονική αξία του χρήματος. Οι πληρωμές είναι αβέβαιες και μπορεί να αποδειχθούν είτε αισθητά καλύτερες ή χειρότερες από ότι αναμενόταν. Έτσι, όπως οι επενδυτές προτιμούν είτε λιγότερο αναμενόμενο ρίσκο, είτε περισσότερο, έτσι και οι αναμενόμενες πληρωμές θα πρέπει να προεξοφλούνται σύμφωνα με τον κίνδυνο που περιέχουν. Επομένως, αυτό το βήμα προϋποθέτει το συνδυασμό της αποτίμησης των αναμενόμενων

πληρωμών με τον τρόπο που ρυθμίζεται η διαχρονική αξία του χρήματος και των κινδύνων.

Τέλος έχουμε την επενδυτική απόφαση: Για τον επενδυτή εκτός της εταιρείας, η τιμή της επένδυσης είναι η αγοραία τιμή των μετοχών που διαπραγματεύονται. Εάν η αξία που θα λάβουν από αυτή την επένδυση είναι μεγαλύτερη από την τιμή αγοράς η ανάλυση προτείνει να τις αγοράσουν, αν είναι μικρότερη, να πουλήσουν. Εάν η τιμή αγοράς ισούται με το όφελος από την επένδυση, τότε ο αναλυτής συμπεραίνει ότι η αγορά του συγκεκριμένου κλάδου είναι αποτελεσματική. Για τον επενδυτή, εντός της εταιρείας, η τιμή της επένδυσης είναι το κόστος από την επένδυση. Εάν η υπολογιζόμενη αξία των επενδύσεων ή μια στρατηγική πρόταση είναι μεγαλύτερη από το κόστος, τότε έχουμε προστιθέμενη αξία. Η ανάλυση αναφέρει ότι η στρατηγική ή πρόταση για επένδυση γίνεται δεκτή εάν καλύπτει το κόστος, αν όχι απορρίπτεται.

Θεμελιώδη ανάλυση είναι μια διαδικασία που μετατρέπει τη γνώση σχετικά με κάποια επιχείρηση σε μια στρατηγική αποτίμησης και επικερδούς εμπορικής συναλλαγής. Το μοντέλο αποτίμησης που θα ακολουθήσει ο κάθε αναλυτής έχει μεγάλη σημασία, διότι καθορίζει τις **αποδόσεις**, τις σχετικές **πληροφορίες**, και επομένως τις **προβλέψεις** της θεμελιώδους ανάλυσης. Έτσι, το μοντέλο αποτίμησης παρέχει την αρχιτεκτονική της αποτίμησης, και μια καλή ή κακή εκτίμηση εξαρτάται από το εκάστοτε μοντέλο αποτίμησης που έχει υιοθετηθεί.

1.5. ΟΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΚΑΙ Η ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ ΤΟΥΣ

Οι οικονομικές καταστάσεις είναι οι πρωτογενείς πληροφορίες όπου οι επιχειρήσεις δημοσιεύουν και οι επενδυτές είναι οι πρωταρχικοί χρήστες των πληροφοριών αυτών. Οι εταιρείες αναζητούν κεφάλαια μέσω των επενδυτών και προετοιμάζουν τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας για να τους βοηθήσουν να αποφασίσουν να επιλέξουν αν θα επενδύσουν και που. Οι επενδυτές αναζητούν εταιρείες οι οποίες θα τους οδηγήσουν στην απόκτηση προστιθέμενης αξίας/κερδών. Για το λόγο αυτό προσπαθούν να ενημερωθούν και να ερμηνεύσουν τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις, έτσι ώστε να καταλήξουν στη σωστότερη και πιο συμφέρουσα επενδυτική απόφαση. Οι οικονομικές καταστάσεις χρησιμοποιούνται βέβαια και για άλλους σκοπούς: Τις χρησιμοποιούν οι κυβερνήσεις με σκοπό να ασκήσουν δημοσιονομική και

οικονομική πολιτική. Οι ρυθμιστικές καθώς και οι αντιμονοπωλιακές αρχές, για τον έλεγχο των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων. Οι εργαζόμενοι κατά τις μισθολογικές διαπραγματεύσεις. Τα ανώτερα διευθυντικά στελέχη για να αξιολογήσουν υποδεέστερους διαχειριστές. Τα δικαστήρια, και οι εμπειρογνώμονες μάρτυρες, οι οποίοι καταθέτουν στο δικαστήριο, για την αξιολόγηση της αποζημίωσης σε περίπτωση ζημιών ή περιορισμών.

Οιοσδήποτε θα πρέπει να καταλαβαίνει τις οικονομικές καταστάσεις, τις ανεπάρκειες που μπορεί να υπάρχουν σε αυτές, το τι μας παρουσιάζουν και το τι ίσως προσπαθούν να αποκρύψουν. Και καθένas χρειάζεται να γνωρίζει πώς να βρει τις πληροφορίες που τον ενδιαφέρουν. Η ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων λοιπόν είναι η μέθοδος με την οποία οι οικονομικοί αναλυτές αντλούν τις πληροφορίες που χρειάζονται και απαντούν στις απορίες που μπορεί να έχουν σχετικά με οποιαδήποτε επιχείρηση.

Η ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων κυρίως επικεντρώνεται στους επενδυτές. Στις αγοραίες οικονομίες οι περισσότερες εταιρείες είναι οργανωμένες με τέτοιο τρόπο ώστε να διασφαλίζουν κέρδη (να δημιουργούν αξία) εις όφελος των μετόχων τους. Για το λόγο αυτό, οι οικονομικές καταστάσεις οργανώνονται έχοντας κυρίως τους μετόχους κατά νου: Οι καταστάσεις παρουσιάζονται πρώτα στους μετόχους, στις ετήσιες συναντήσεις τους, και τα κύρια στοιχεία που παρουσιάζονται είναι: τα κέρδη της κατάστασης αποτελεσμάτων και η λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων στον ισολογισμό. Όμως, το μεγαλύτερο μέρος των οικονομικών καταστάσεων αφορά άλλες ομάδες ατόμων. Οι μέτοχοι ασχολούνται με την κερδοφορία. Αλλά και οι κυβερνητικές ρυθμιστικές αρχές, οι ανταγωνιστές, οι προμηθευτές, και οι εργαζόμενοι ενδιαφέρονται, επίσης, για την κερδοφορία. Οι μέτοχοι και οι ομολογιούχοι είναι επιφορτισμένοι με τους κίνδυνους που αντιμετωπίζει μια επιχείρηση, αλλά το ίδιο και οι προμηθευτές και οι εργαζόμενοι. Έτσι, οι οικονομικές καταστάσεις αφορούν πάρα πολλούς χρήστες.

Οι επενδυτές συνήθως επενδύουν σε μια επιχείρηση αγοράζοντας είτε μετοχές της είτε το χρέος της. Το κύριο ενδιαφέρον τους στρέφεται στο ποσό που πρέπει να πληρώσουν, την αξία των μετοχών ή του χρέους. Η ανάλυση των πληροφοριών που επικεντρώνεται στην αποτίμηση ονομάζεται, όπως προείπαμε, ανάλυση αποτίμησης, ή θεμελιώδη ανάλυση.

Επιπλέον γνωρίζουμε ότι η πρόβλεψη των αποδόσεων των επενδύσεων είναι στο επίκεντρο της θεμελιώδους ανάλυσης. Τα μελλοντικά κέρδη είναι οι αποδόσεις που προβλέπουν οι αναλυτές, και τα μελλοντικά κέρδη θα πρέπει να δημοσιευτούν στις μελλοντικές καταστάσεις αποτελεσμάτων. Οι ταμειακές ροές θα πρέπει επίσης να προβλεφθούν, και να δημοσιευτούν στην κατάσταση μελλοντικών ταμειακών ροών. Έτσι οι οικονομικές καταστάσεις δεν είναι μόνο πληροφορίες που βοηθούν στην πρόβλεψη, είναι και το τι πρέπει να προβλεφθεί.

Μαζί με τα κέρδη και τις ταμειακές ροές, οι οικονομικές καταστάσεις δημοσιεύουν και στοιχεία που εξηγούν το πώς οι επιχειρήσεις παράγουν κέρδη και ταμειακές ροές. Η κατάσταση αποτελεσμάτων δημοσιεύει τις πωλήσεις, το κόστος παραγωγής, και άλλα έξοδα που είναι απαραίτητα για να κάνουμε πωλήσεις. Η κατάσταση ταμειακών ροών παρουσιάζει τις πηγές των ταμειακών ροών. Ο ισολογισμός απαριθμεί τα στοιχεία του ενεργητικού που χρησιμοποιούνται για να δημιουργηθούν τα κέρδη και τα μετρητά. Οι οικονομικές καταστάσεις, κατά τη διάλεκτο της αποτίμησης, δίνουν το "οδηγός" των κερδών και των ταμειακών ροών. Έτσι, προσφέρουν ένα τρόπο σκέψης σχετικά με τη δημιουργία μιας πρόβλεψης, ενός πλαισίου για προβλέψεις. Αν σκεφτούμε τα στοιχεία που περιλαμβάνονται στις οικονομικές καταστάσεις, τις πωλήσεις, τα έξοδα, τα περιουσιακά στοιχεία που χρησιμοποιεί, θα καταλάβουμε την αξία που παράγουν. Και αν οι προβλεπόμενες καταστάσεις είναι πλήρεις, και λεπτομερείς, θα έχουμε προβλέψει τους παράγοντες που οδηγούν στα κέρδη και τις ταμειακές ροές.

Οι οικονομικές καταστάσεις είναι η συνοπτική έκθεση δύο αριθμών, της λογιστικής αξία των ιδίων κεφαλαίων και των κερδών. Η λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων είναι η "ουσία" στον ισολογισμό και τα κέρδη είναι η "ουσία" στην κατάσταση αποτελεσμάτων.

Ο αναλυτής προσπαθώντας να προσδώσει αξία στους αριθμούς αυτούς λαμβάνει τις οικονομικές καταστάσεις ως σημείο εκκίνησης, δηλαδή ως αρχικό μέτρο προσδιορισμού της αξίας και στη συνέχεια υπολογίζει της "πρόσθετη αξία" που δεν συλλαμβάνεται από το μέτρο αυτό. Το μέτρο αυτό θα μπορούσε να είναι η λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων, έτσι ώστε να έχουμε:

$$\text{Αξία} = \text{Λογιστική Αξία} + \text{Extra αξία}$$

Επίσης καθώς η λογιστική αξία είναι ένα ατελές μέτρο αποτίμησης, θα μπορούσε να αντικατασταθεί από τα κέρδη και να έχουμε:

$$\text{Αξία} = \text{Κέρδη} + \text{Extra αξία}$$

1.6. Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Για να αποτιμήσουμε την αξία των επενδύσεων μίας επιχείρηση πρέπει να κατανοούμε πολύ καλά τον τρόπο με τον οποίο λειτουργεί μια επιχείρηση, τον τρόπο με τον οποίο προσθέτει και επιστρέφει αξία στους επενδυτές.

Όταν τα άτομα ή οι οργανισμοί επενδύουν σε επιχειρήσεις, δίνουν μετρητά με την ελπίδα υψηλότερων αποδόσεων στο μέλλον. Η επένδυση αυτή τους δίνει μια απαίτηση από την επιχείρηση για επιστροφή. Αυτή η απαίτηση απεικονίζεται είτε σε μια σύμβαση, η οποία δεν είναι εμπορεύσιμη (όπως οι περισσότερες συμπράξεις συμφερόντων και οι τραπεζικές συμφωνίες δανείων), είτε σε ένα αξιόγραφο, το οποίο μπορεί να εμπορευθεί στις αγορές αξιογράφων (όπως τα αποθέματα και τα ομόλογα).

Εταιρικές αξιώσεις. Οι εταιρικές απαιτήσεις ποικίλλουν από απλές μορφές, όπως τα ίδια κεφάλαια και τα χρέη, σε πιο περίπλοκες ενδεχόμενες απαιτήσεις, όπως οι μετατρέψιμες ομολογίες (convertible bonds), τα options και οι τίτλοι επιλογής. Παρά την πολυπλοκότητά τους, οι ενδεχόμενες απαιτήσεις είναι σχετικά εύκολο να αποτιμηθούν: από τη στιγμή που η αξία των αποθεμάτων ή των ομολογιών καθοριστεί μια φορά, βασικές τεχνικές επιλογής τιμολόγησης μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να αποκτήσουμε την παράγωγο τιμή. Οι τεχνικές ακολουθούν τις αρχές της χρηματοοικονομικής.

Το μετοχικό κεφάλαιο είναι η πιο σημαντική εταιρική απαίτηση, και η αξία του μετοχικού κεφαλαίου προέρχεται από τη χρηματοοικονομική ανάλυση. Το μετοχικό κεφάλαιο είναι οι απαιτήσεις των ιδιοκτητών από την επιχείρηση, και αποτελεί τη δυσκολότερη προσδιορισταία αξία.

Η αξία των δανειακών απαιτήσεων υπολογίζεται με σχετικά ευκολότερο τρόπο προσδιορίζοντας το πόσο των τόκων και του κεφαλαίου που πρέπει να επιστραφεί.

Οι δανειοδότες (οι ομολογιούχοι, οι τράπεζες και οι άλλοι πιστωτές) χορηγούν δάνεια στην επιχείρηση σε αντάλλαγμα τοκοφόρων περιοδικών πληρωμών. Οι μέτοχοι συνεισφέρουν μετρητά σε αντάλλαγμα μετοχών οι οποίες τους κατοχυρώνουν το δικαίωμα πληρωμής με τη μορφή μερισμάτων

ή μετρητών από μερίδια επαναγορών. Το ποσό του κέρδους, μείον το ποσό που καταβάλλεται για την αξίωση, καλείται απόδοση.

Όταν μια επιχείρηση πωλεί δάνεια ή μετοχές εμπορεύεται στην αγορά κεφαλαίων. Η αγορά κεφαλαίων μπορεί να είναι:

α) Είτε μια επίσημη, οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά όπου το επενδυτικό κοινό μπορεί να βρει, να συγκρίνει, και να επιλέξει από μία λίστα εμπορεύσιμων επιχειρήσεων. (Επίσης στην αγορά αυτή υπάρχουν μεσάζοντες όπως ιδιωτικά επενδυτικά γραφεία, τράπεζες, και χρηματιστές).

β) Είτε μια απλή διαδικασία άντλησης κεφαλαίων από την οικογένεια και τους φίλους.

Οι κάτοχοι των διαφόρων απαιτήσεων μπορούν επίσης, εφόσον το επιθυμούν, να ρευστοποιήσουν τις επενδύσεις τους, μέσω της πώλησης τους στην αγορά κεφαλαίων. Έτσι, οι πληρωμές των δικαιούχων προέρχονται τόσο από την εταιρεία όσο και από τις πωλήσεις των απαιτήσεων τους στην αγορά κεφαλαίων. Για τους μετόχους, οι αποπληρωμές επέρχονται με τη μορφή μερισμάτων από την εταιρεία και με τη μορφή εσόδων από την πώληση των μετοχών. Η πώληση των μετοχών γίνεται είτε στην ίδια επιχείρηση ως επαναγορά (όταν η επιχείρηση αγοράζει πίσω τις μετοχές της) ή σε άλλους επενδυτές στο χρηματιστήριο. Οι δανειολήπτες εισπράττουν το ποσό που έχουν δανείσει είτε από την ίδια την εταιρεία μέσω των τόκων και ενός καθορισμένου περιοδικού ποσού αποπληρωμής του κεφαλαίου, είτε μέσω της πώληση του χρέους στην αγορά των ομολόγων.

Η αξία της απαίτησης που διαπραγματεύεται στην αγορά κεφαλαίων βασίζεται στις αναμενόμενες πληρωμές όπου η επιχείρηση θα πληρώσει τελικά για την απαίτηση αυτή. Έτσι, μπορούμε να περιγράψουμε την επιχείρηση ως την γενεσιουργό αξίας. Οι δανειολήπτες χρειάζονται τη δημιουργία αρκετά μεγάλης αξίας για να καλύψουν τους τόκους και το κεφάλαιο. Οι μέτοχοι αποκτούν την υπολειμματική αξία μετά την επιστροφή του οφειλόμενου ποσού στους ομολογιούχους. Επομένως, για τους ιδιοκτήτες αυτό που έχει σημασία είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης, και της υπολειμματικής αξίας των ιδίων, και για το λόγο αυτό προσλαμβάνουν ή απολύουν μάνατζερς, υποχρέωση των οποίων είναι η πραγματοποίηση της μέγιστης αυτής δυνατής αξίας.

Αξία της επιχείρησης = Αξία των χρεών + αξία των ιδίων κεφαλαίων

Η παραπάνω ισότητα δείχνει ότι η συνολική αξία που παράγεται σε μια επιχείρηση πρέπει να κατανέμεται μεταξύ των διαφόρων απαιτήσεων. Έτσι, η αποτίμηση μιας εταιρείας γίνεται είτε εκτιμώντας την αξία της επιχείρησης και κατανέμοντας την μεταξύ των αιτούντων, είτε εκτιμώντας απευθείας την αξία των απαιτήσεων.

Η εταιρεία συμμετέχει σε τρεις δραστηριότητες: χρηματοοικονομικές, επενδυτικές και λειτουργικές.

Χρηματοοικονομικές δραστηριότητες είναι οι συναλλαγές με τους ενάγοντες (claimants): η δημιουργία ρευστού για τις επιχειρήσεις με αντάλλαγμα μετοχές ή απαιτήσεις και η επιστροφή μετρητών στους ενάγοντες. Οι δραστηριότητες αυτές είναι επενδυτικές δραστηριότητες για τους ενάγοντες, και χρηματοοικονομικές δραστηριότητες για την επιχείρηση.

Επενδυτικές δραστηριότητες είναι η χρήση των μετρητών που δημιουργούνται μέσω των χρηματοοικονομικών δραστηριοτήτων για την απόκτηση περιουσιακών στοιχείων που είναι απαραίτητα για την λειτουργία της επιχείρησης. Αυτά τα στοιχεία μπορεί να είναι είτε υλικά στοιχεία ενεργητικού, όπως αποθέματα, εγκαταστάσεις και εξοπλισμός, είτε γνώση και πνευματικά στοιχεία του ενεργητικού, όπως η τεχνολογία και τεχνογνωσία.

Λειτουργικές δραστηριότητες είναι η αξιοποίηση των περιουσιακών στοιχείων στα οποία η εταιρεία έχει επενδύσει για την παραγωγή και πώληση των προϊόντων της. Συνδυάζουν τα στοιχεία του ενεργητικού με την εργασία και τα υλικά για την παραγωγή προϊόντων και υπηρεσιών, τα πωλούν σε πελάτες τους και συλλέγουν μετρητά. Εάν ο συνδυασμός επιτύχει, οι επιχειρήσεις δημιουργούν αρκετά μετρητά για την επανεπένδυση σε περιουσιακά στοιχεία ή για να επιστραφούν στους ενάγοντες.

Η κατανόηση αυτών των δραστηριοτήτων είναι θεμελιώδους σημασίας για την κατανόηση της αξίας που παράγεται σε μια επιχείρηση.

1.7. ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΠΕΠΕΡΑΣΜΕΝΟΥ ΧΡΟΝΙΚΟΥ ΟΡΙΖΟΝΤΑ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΑΟΡΙΣΤΟΥ ΟΡΙΖΟΝΤΑ (TERMINAL INVESTMENTS AND GOING-CONCERN INVESTMENTS)

Η δημιουργία ενός μοντέλου αποτίμησης στηρίζεται στο ερώτημα: “τι πρέπει να προβλεφθεί”. Η πρόβλεψη είναι η καρδιά της θεμελιώδους ανάλυσης. Υποθέτουμε ότι επενδύουμε σε κάποιο περιουσιακό στοιχείο σήμερα, με σκοπό να το πουλήσουμε κάποια στιγμή στο μέλλον. Η απόδοση της επένδυσης αυτής υπολογίζεται από τα μετρητά που θα παραχθούν: Τα μετρητά όπου πληρώσαμε γι’ αυτή την επένδυση και τα μετρητά που θα λάβουμε κατά την πώληση. Αυτές οι αποδόσεις απεικονίζονται σε δύο είδη επενδύσεων:

- **Επενδύσεις πεπερασμένου χρονικού ορίζοντα (terminal investments).** Ένα παράδειγμα είναι τα ομόλογα. Αποδίδουν κάθε χρόνο ταμειακές ροές (CF) με τη μορφή κουπονιών και μία τελική ταμειακή ροή στη λήξη. Ένα ακόμα παράδειγμα είναι οι επενδύσεις σε στοιχεία του ενεργητικού (single asset), όπως ένα κτίριο προς ενοικίαση. Αποδίδει περιοδικές ταμειακές ροές (μέσω των ενοικίων) και μία τελική ταμειακή ροή όταν το ακίνητο δεν είναι πλέον κατάλληλο για χρήση.
- **Επενδύσεις αόριστου χρονικού ορίζοντα (going concerns investments).** Οι επενδύσεις αυτές δεν έχουν συγκεκριμένη ημερομηνία λήξης. Ένα παράδειγμα τέτοιων επενδύσεων είναι οι επενδύσεις στις μετοχές κάποιας επιχείρησης. Οι επιχειρήσεις θεωρείται ότι θα λειτουργούν για πάντα, δεν έχουν καθορισμένο χρονοδιάγραμμα λειτουργίας και ούτε συγκεκριμένη πρόβλεψη εκκαθάρισης. Κάποιος επενδυτής, βέβαια, ίσως θελήσει να τερματίσει τη συγκεκριμένη επένδυση, πουλώντας τη μετοχή. Επομένως θα πρέπει να προβλεφτεί η τελική αποπληρωμή της μετοχής.

Η αποτίμηση της αξίας των επενδύσεων με συγκεκριμένο χρονικό ορίζοντα είναι ένα σχετικά εύκολο έργο (π.χ. Αξία των ομολόγων = παρούσα αξία των αναμενόμενων ταμειακών ροών). Όμως, δεν ισχύει το ίδιο για τις επιχειρήσεις που δεν έχουν ημερομηνία λήξης, καθώς και για τις στρατηγικές όπου ακολουθούνται από τους διαχειριστές των. Οι επιχειρήσεις επενδύουν σε projects όπου το ένα διαδέχεται το άλλο ασταμάτητα. Η αποτίμηση του μετοχικού κεφαλαίου και η στρατηγική ανάλυση, παρουσιάζουν δύο

επιπρόσθετες επιπλοκές λόγω των συνεχόμενων λειτουργιών όπου περικλείουν. **Πρώτον**, καθώς οι επενδύσεις συνεχίζουν επ' αόριστον, οι αποδόσεις τους θα πρέπει να προσδιοριστούν για μη καθορισμένο χρονικό διάστημα. Αυτό δημιουργεί πρακτικά ζητήματα. **Δεύτερον**, το χαρακτηριστικό που πρέπει να προβλέψουμε για να συλλάβουμε την προστιθέμενη αξία δεν είναι τόσο προφανές. Ο εντοπισμός του απαιτεί το να έχουμε κατανοήσει πλήρως την επιχείρηση και τα χαρακτηριστικά της, έτσι ώστε να καταφέρουμε να εντοπίσουμε που βρίσκεται αυτή η προστιθέμενη αξία.

1.8. ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΓΙΑ ΕΝΑ ΠΡΑΚΤΙΚΟ ΜΟΝΤΕΛΟ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Χρειαζόμαστε ένα μοντέλο αποτίμησης όπου να αποδίδει την παραγόμενη αξία μιας επιχείρησης και φυσικά να είναι πρακτικό. Παρακάτω παραθέτουμε τα κριτήρια ενός μοντέλου αποτίμησης:

- 1) **Πρόβλεψη περασμένου ορίζοντα**. Οι επενδύσεις μιας επιχείρησης αναμένεται να συνεχίζουν απεριόριστα, αλλά το να κάνουμε μία πρόβλεψη για απεριόριστο χρονικό διάστημα δεν είναι πρακτικό. Όσο πιο μακρινή στο μέλλον είναι η πρόβλεψή μας τόσο πιο αβέβαιη είναι αυτή. Πράγματι, στην πράξη, οι αναλυτές χρησιμοποιούν προβλέψεις για μόλις λίγα χρόνια συνήθως 1 έως 5 ή 10 χρόνια.
- 2) **Επικύρωση**. Οποιαδήποτε πρόβλεψη θα πρέπει να είναι παρατηρηταία μετά το γεγονός, θα πρέπει δηλαδή να συμβεί και να επαληθευτεί στην πραγματικότητα. Δεν θέλουμε να προβλέπουμε ασαφείς έννοιες όπως «οικονομικό κέρδος», «τεχνολογικό πλεονέκτημα», "ανταγωνιστικό πλεονέκτημα", "ευκαιρίες ανάπτυξης" κ.τ.λ. Αυτά μπορεί να είναι σημαντικά για την οικοδόμηση μιας πρόβλεψη, αλλά θέλουμε να προβλέψουμε κάτι πρακτικό, κάτι που να μπορεί να ελεγχθεί και να δημοσιευθεί στις μελλοντικές οικονομικές καταστάσεις. Έτσι, εάν υπάρχουν ευκαιρίες οικονομικής ανάπτυξης οι οποίες δημιουργούν αξία, θέλουμε να μπορούμε τις εμφανίσουμε στις οικονομικές καταστάσεις. Η επιμονή για επικύρωση καθιστά τη μέθοδο αξιόπιστη: Η πρόβλεψη ενός αναλυτή μπορεί να επικυρωθεί στις οικονομικές εκθέσεις μετά από το γεγονός για να επιβεβαιωθεί ότι έγινε μία σωστή πρόβλεψη.
- 3) **Φειδωλότητα**. Θέλουμε να προβλεφθεί κάτι για το οποίο η συλλογή πληροφοριών και η ανάλυση είναι σχετικά απλή. Όσο λιγότερες είναι οι

1.9. ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΕΣ, ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΕΣ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ

Οι επιχειρήσεις ασχολούνται με τρεις δραστηριότητες: τη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων τους, τις επενδυτικές δραστηριότητες, και τις λειτουργικές δραστηριότητες. Αλλά μόνο οι επενδυτικές και οι λειτουργικές δραστηριότητες προσθέτουν αξία. Οι χρηματοδοτικές δραστηριότητες, οι συναλλαγές όπου λαμβάνουν χρήματα από τους επενδυτές και τα επιστρέφουν πάλι σε αυτούς, είναι βεβαίως απαραίτητες για τη λειτουργία μιας επιχείρησης, αλλά δεν δημιουργούν αξία. Ωστόσο, υπάρχουν ορισμένες εξαιρέσεις.

1.9.1. ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΤΟΥ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

- **Εκδόσεις μετοχών σε αποτελεσματικές αγορές.** Μια επιχείρηση με 120 εκατ. μετοχών σε κυκλοφορία εκδίδει άλλες 10 εκατ. επιπλέον μετοχές στην τιμή αγοράς των 42 δολαρίων ανά μετοχή. Τι συμβαίνει με την τιμή ανά μετοχή; Λοιπόν, τίποτα. Η αγοραία αξία της επιχείρησης πριν από την προσφορά ήταν $€20 \text{ εκατ.} * €42 = €5.040 \text{ εκατ.}$ Η προσφορά αυξάνει την αγοραία αξία κατά $€10 \text{ εκατ.} * €42 = €420 \text{ εκατομμύρια}$, δηλαδή, σε $€5.460 \text{ εκατ.}$ Τώρα με $€130 \text{ εκατ.}$ μετοχές σε κυκλοφορία, η τιμή ανά μετοχή εξακολουθεί να είναι $€42$. Επομένως η αξία των μετόχων παραμένει αμετάβλητη. Οι συνολικές επενδύσεις της εταιρείας αυξήθηκαν, αλλά δεν αποκτήθηκε προστιθέμενη αξία. Η παρατήρηση αυτή μας εξηγεί ότι θα πρέπει πάντα να εξετάζουμε την αξία του μετοχικού κεφαλαίου με βάση την αξία ανά μετοχή. *Η δημιουργίας προστιθέμενης αξίας προέρχεται από την αύξηση της αξίας ανά μετοχή, και όχι της συνολικής αξίας.* Και οι διαχειριστές δεν θα πρέπει να στοχεύουν στην αύξηση του μεγέθους της επιχείρησης, εάν αυτή η αύξηση δεν αυξάνει την αξία ανά μετοχή.

Ας υποθέσουμε ότι η ίδια εταιρεία ήταν να εκδώσει 10 εκατ. μετοχές, αλλά στην τιμή των €32/μετοχή και όχι στην τιμή αγοράς, των €42. Έτσι, αυξάνεται η αγοραία αξία της εταιρείας κατά 10 εκατ. Μετοχές * €32 = €320 εκατομμύρια, δηλαδή, σε €5.360 εκατ. Όμως, η τιμή ανά μετοχή για τα 130 εκατομμύρια μετοχές, είναι €41,23. Αυτή η πράξη επηρεάζει, λοιπόν, και τη μετοχική αξία. Οι μέτοχοι έχουν χάσει €0,77/μετοχή. Το μετοχικό κεφάλαιο έχει αποδυναμωθεί, η τιμή ανά μετοχή έχει μειωθεί.

Αυτά τα δύο σενάρια απεικονίζουν μια καθορισμένη αρχή: *Η έκδοση μετοχών στην αγοραία αξία δεν επηρεάζει τον πλούτο των μετόχων, αλλά ανιθέτως, η έκδοση τους σε μικρότερη της αγοραίας αξία, διαβρώνει τον πλούτο τους.* Στην εκτίμηση μας μπορούμε να αγνοήσουμε την έκδοση μετοχών στην αγοραία αξία, αλλά δεν μπορούμε σε καμία περίπτωση να αγνοήσουμε την έκδοση μετοχών με τιμή μικρότερη της αγοραίας. Εάν αγνοήσουμε τις συναλλαγές αυτές, δεν θα υπολογιστεί η αξία που χάθηκε.

Η επίδραση της έκδοσης μετοχών στην αγοραία αξία, είναι διαφορετική από την επίδραση που έχει η ανακοίνωση της επικείμενης έκδοσης μετοχών. Μερικές φορές η εξαγγελία αυτή περικλείει πληροφορίες σχετικά με την αξία της επιχείρησης, σχετικά με τις επενδυτικές της προοπτικές και για το λόγο αυτό μπορεί να επιφέρει αλλαγή στην αγοραία αξία του μετοχικού κεφαλαίου.

- **Εκδόσεις μετοχών σε μη αποτελεσματικές αγορές.** Η τυπική θεωρία για τις συνέπειες της χρηματοδότησης υποθέτει ότι η τιμή αγοράς των μετοχών αντικατοπτρίζει την αξία τους, δηλαδή, η αγορά είναι αποτελεσματική. Όμως, εάν οι μετοχές είναι υποτιμημένες ή υπερτιμημένες, ένας από τους δύο συναλλασσόμενους χάνει. Αν η διαχείριση γνωρίζει ότι οι μετοχές της εταιρείας είναι υπερτιμημένες, μπορεί να επιλέξει την έκδοση νέων μετοχών. Οι νέοι μέτοχοι πληρώνουν την αγοραία τιμή της μετοχής, αλλά λαμβάνουν λιγότερο σε αξία. Οι υπάρχοντες μέτοχοι λαμβάνουν μεγαλύτερη αξία από την αξία που παραδόθηκε, κι έτσι κερδίζουν. Για το λόγο αυτό, *οι ανακοινώσεις έκδοσης μετοχών, συχνά θεωρούνται ως αρνητικές πληροφορίες για την επιχείρηση, και η τιμή της μετοχής πέφτει.* Αυτή η μεταφορά πλούτου μπορεί να συμβεί μόνο σε μια αναποτελεσματική αγορά ή μια αγορά όπου οι διαχειριστές γνωρίζουν περισσότερα σχετικά με τις προοπτικές της επιχείρησης από ότι η αγορά.

- **Επαναγορά μετοχών.** Η επαναγορά μετοχών είναι τα αντίθετο της έκδοσης μετοχών. Οι μετοχές που επαναγοράζονται στην τιμή αγοράς δεν επηρεάζουν την αξία ανά μετοχή, ενώ αυτές που επαναγοράζονται σε τιμή μεγαλύτερη της αγοραίας την επηρεάζουν. Οι διαχειριστές προσφεύγουν σε επαναγορά όταν βλέπουν ότι η τιμή της μετοχής είναι χαμηλότερη από την εγγενή της αξία (υποτιμημένη). Στην περίπτωση αυτή, οι μέτοχοι οι οποίοι προσφέρουν τις μετοχές τους χάνουν. Για το λόγο αυτό, οι ανακοινώσεις που αφορούν επαναγορές ενίοτε θεωρούνται ως ένδειξη ότι οι μετοχές είναι υποτιμημένες κι αυτό έχει ως τελικό αποτέλεσμα την αύξηση της τιμής της μετοχής.

- **Μερίσματα.** Τα μερίσματα αποτελούν μέρος της απόδοσης των επενδύσεων, είναι η αξία που αποδίδεται στους μετόχους. Για το λόγο αυτό, οι θεμελιώδεις αναλυτές πίστευαν ότι τα υψηλότερα κέρδη σημαίνουν μεγαλύτερη αξία. Αλλά η σύγχρονη χρηματοοικονομική θεωρία, δεν συμφωνεί με την άποψη αυτή.

Αν μια εταιρεία πληρώνει ένα ευρώ για μέρισμα, τότε οι μέτοχοι λαμβάνουν ένα ευρώ. Αλλά υπάρχει ένα ευρώ λιγότερο στην επιχείρηση, οπότε η αξία της επιχείρησης μειώνεται κατά ένα ευρώ (μειώνεται δηλαδή το μετοχικό κεφάλαιο). Η απόδοση στον μέτοχο αποτελείται από το μέρισμα και την υπεραξία. Το μέρισμα αυξάνει την απόδοση, αλλά η υπεραξία μειώνεται κατά το ποσό του μερίσματος, αφήνοντας ανεπηρέαστη την τελική απόδοση.

Ορισμένοι επενδυτές ενδέχεται να προτιμούν τα μερίσματα έναντι των κεφαλαιακών κερδών, διότι έχουν ανάγκη από μετρητά. Αλλά στην περίπτωση αυτή μπορούν να πουλήσουν κάποιες από τις μετοχές τους για να αποκτήσουν μετρητά. Άλλοι ίσως δεν προτιμούν καθόλου μερίσματα. Μπορούν να το επιτύχουν αυτό αγοράζοντας, με τα χρήματα από τα μερίσματα, μετοχές. Τέλος άλλοι δεν ενδιαφέρονται καθόλου για το αν οι αποδόσεις τους προέρχονται από μερίσματα ή κέρδη κεφαλαίου. Επίσης αν οι μέτοχοι θέλουν μερίσματα, η επιχείρηση μπορεί να τα δημιουργήσει χωρίς να επηρεάσει τις επενδύσεις της επιχείρησης, μέσω του δανεισμού. Αν μια επιχείρηση μειώνει τα χρήματα των επενδύσεων έτσι ώστε να πληρώσει

μερίσματα, καταστρέφει την αξία της. Η δημιουργία μερισμάτων μέσω δανεισμού επιφέρει κόστη συναλλαγών, θεωρούνται βέβαια αρκετά μικρά και για το λόγο αυτό τα αγνοούμε.

Όπως στις εκδόσεις και τις επαναγορές μετοχών, οι ανακοινώσεις μερισμάτων ενδέχεται να περιέχουν πληροφορίες που να επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών. Η αύξηση του μερίσματος συχνά χαρακτηρίζεται ως καλή είδηση, μια ένδειξη ότι η επιχείρηση θα κερδίσει περισσότερα στο μέλλον, ενώ αντίθετα η μείωση των μερισμάτων ως κακή είδηση.

Ορισμένοι υποστηρίζουν ότι τα μερίσματα θα μπορούσαν να χάσουν την αξία τους για τους μετόχους, εάν φορολογούνταν με μεγαλύτερο συντελεστή από ότι τα κεφαλαιακά κέρδη. Αυτό δεν έχει καμία συνέπεια στους φόρο-απαλλασσόμενους επενδυτές, αλλά οι φορολογούμενοι επενδυτές θα έπρεπε να πληρώσουν μεγαλύτερη φορολογία λόγω των μερισμάτων, και έτσι θα προτιμούσαν να εισπράττουν μόνο τις αποδόσεις των κεφαλαιακών κερδών. Κατά συνέπεια, ένας φορολογούμενος επενδυτής θα πλήρωνε λιγότερα για μια μετοχή που αποδίδει μερίσματα, έτσι ώστε να εξισωθεί η αξία της με την απόδοση μίας παρόμοιας μετοχής που αποφέρει μόνο κεφαλαιουχικά κέρδη. Άλλοι υποστηρίζουν, ωστόσο, ότι οι επενδυτές μπορούν να προστατεύουν τα μερίσματα από τον φόρο με προσεκτικό φορολογικό σχεδιασμό. Και μερικοί υποστηρίζουν ότι οι τιμές της αγοράς δεν μπορεί να είναι χαμηλότερες για τις μετοχές που καταβάλουν μέρισμα επειδή οι φορο-απαλλασσόμενοι επενδυτές (όπως τα μεγάλα συνταξιοδοτικά ταμεία και τα μη κερδοσκοπικού χαρακτήρα) κυριαρχούν την αγορά. Μια χαμηλότερη τιμή που παράγει την ίδια απόδοση μετά φόρων σε κάποιον φορολογούμενο επενδυτή, όπως η απόδοση άνευ μερισμάτων, θα επιφέρει ευκαιρίες αρμπιτράζ για τους φορο-απαλλασσόμενους επενδυτές, και η εκμετάλλευση της ευκαιρίας αυτής θα ωθήσει την τιμή να αποφέρει την ίδια απόδοση με αυτή που αποφέρει μια μετοχή που δεν αποδίδει μέρισμα. Επομένως συμπεραίνουμε ότι τα μερίσματα δεν έχουν καμία επίδραση στις τιμές ή τις αξίες.

Ο επενδυτής ο οποίος αναμένει να πληρώσει μεγαλύτερο φόρο επί των μερισμάτων πρέπει να μειώσει τις προ-φόρων αξίες, με βάση την παρούσα αξία της πρόβλεψης των φόρων επί των μερισμάτων. (Επίσης, θα μπορούσε να εξετάσει την αγορά κάποιας μετοχής με παρόμοια χαρακτηριστικά που δεν καταβάλλει μερίσματα.) Η προσαρμοσμένη αποτίμηση συνεπάγεται

φορολογικό σχεδιασμό, καθώς ο επενδυτής θα πρέπει να εξετάσει τον τρόπο με τον οποίο οι φόροι επί των μερισμάτων μπορούν να αποφευχθούν ή να αναβληθούν από την εκμετάλλευση υψηλών μερισματικών αποδόσεων λόγω επενδύσεων σε retirement funds και employee savings plans για παράδειγμα.

1.9.2. ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΧΡΕΩΝ

Οι περισσότερες εταιρείες θεωρούν ότι οι πιστωτικές αγορές είναι αποδοτικές και αγοράζουν ομόλογα, και άλλα πιστωτικά εργαλεία, στην αγοραία αξία. Επομένως οι εταιρείες αυτές δεν αποκτούν προστιθέμενη αξία (πλέον της αναμενόμενης απόδοσης για το ρίσκο που αναλαμβάνουν). Εξαίρεση αποτελούν τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα, όπως οι τράπεζες, τα οποίες μπορούν να αγοράσουν δάνεια με υψηλότερη απόδοση από αυτή που τα πουλάνε. Προσθέτουν αξία ως χρηματοοικονομικοί ενδιάμεσοι στην αγορά κεφαλαίων. Τέλος, υπάρχουν εταιρείες οι οποίες μπορούν να διακρίνουν ευκαιρίες arbitrage, στην αγορά ομολόγων, και να αποκτήσουν προστιθέμενη αξία.

Κατά τις δραστηριότητες χρηματοδότησης χρεών, οι εταιρείες πουλάνε δάνεια για την απόκτηση χρημάτων. Δεν ανήκουν στις εταιρείες που μπορούν να κερδίσουν μέσω arbitrage, κι έτσι λαμβάνουν και πουλάνε στην αγοραία αξία. Επομένως λαμβάνουν ακριβώς ότι πληρώνουν και φυσικά δεν αποκτούν προστιθέμενη αξία. Για παράδειγμα, αν εκδίδουν ομόλογα, θα λάβουν μετρητά ακριβώς στην παρούσα αξία όπου αναμένεται να τους επιστραφεί. Αν δανείζονται από μια τράπεζα, θα λάβουν το ποσό των μετρητών που αντιστοιχεί στην παρούσα αξία του principal συν το επιτόκιο που πρέπει να επιστρέψουν στο μέλλον. Επομένως, η χρηματοδότηση χρεών δεν επηρεάζει καθόλου την αξία της επιχείρησης. Είναι απλώς μια συναλλαγή στην fair value, έτσι ώστε να αποκτήσει η επιχείρηση ρευστά για τις συναλλαγές της.

1.9.3. ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ

Η δημιουργία αξίας σε μια επιχείρηση, οφείλεται σε πολλούς παράγοντες. Π.χ. ιδιόκτητη τεχνολογία, σωστή διαχείριση, αναγνωρισιμότητα του σήματος, λαμπρή στρατηγική μάρκετινγκ, και ούτω καθεξής. Η ρίζα αυτών των παραγόντων είναι οι καλές ιδέες. Καλοί επιχειρηματίες οικοδομούν καλές επιχειρήσεις και ένας καλός επιχειρηματίας είναι κάποιος με καλές ιδέες. Η

αξία των ιδεών αυτών μπορεί μόνο να εκτιμηθεί μέσω των επενδυτικών και λειτουργικών δραστηριοτήτων της επιχείρησης.

Οι επενδυτικές δραστηριότητες χρησιμοποιούν τα χρήματα που έχουν αποκτηθεί μέσω των χρηματοοικονομικών συναλλαγών, για να τα επενδύσουν σε στοιχεία του ενεργητικού. Αξιοποιούν τις επενδύσεις για την παραγωγή αγαθών ή υπηρεσιών για πώληση, και μέσω των πωλήσεων αυτών υπολογίζουν την αναμενόμενη αξία της επένδυσης. Μια επιχείρηση δεν μπορεί να δημιουργήσει αξία εάν δεν βρεθούν πελάτες να αγοράσουν τα προϊόντα της, και η αξία που λαμβάνεται από τις πωλήσεις αυτές είναι το ποσό όπου οι πελάτες είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν για να αποκτήσουν το συγκεκριμένο προϊόν. Η καθαρή προστιθέμενη λειτουργική αξία είναι η τιμή που λαμβάνεται από τους πελάτες μείον την αξία που δαπανείται ως την παράδοση των προϊόντων στους πελάτες.

Τα μοντέλα αποτίμησης στηρίζονται στην προϋπόθεση ότι αξία σε μια επιχείρηση δημιουργείται μέσω των λειτουργιών της και μέσω των επενδύσεων στις λειτουργίες αυτές. Έτσι, τα μοντέλα αγνοούν την αξία που μπορεί να δημιουργηθεί από τις εκδόσεις μετοχών και τις επαναγορές. Εκτιμούν όμως αν η χρηματιστηριακή αγορά είναι υποτιμημένη, έτσι ώστε ο επενδυτής να αντιλαμβάνεται αν οι εκδόσεις μετοχών και οι επαναγορές έχουν γίνει στην fair value ή αν η επιχείρηση έχει τη δυνατότητα να δημιουργήσει αξία για τους μετόχους μέσω της έκδοσης μετοχών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

2.1. ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΟΥΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΥΣ ΔΕΙΚΤΕΣ

Μια ευρέως χρησιμοποιούμενη μέθοδος αποτίμησης είναι η χρησιμοποίηση των χρηματιστηριακών δεικτών της αγοράς. Η μεθοδολογία αυτή βασίζεται στο γεγονός ότι η αξία μιας επιχείρησης μπορεί να εκτιμηθεί βάσει εμπειρικών δεικτών που προκύπτουν από αντίστοιχες, ομοειδείς και συγκρίσιμες εταιρείες, οι μετοχές των οποίων είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο.

Η μέθοδος αυτή λοιπόν βασίζεται στην παραδοχή ότι, η αγορά, λειτουργώντας αποτελεσματικά, εκτιμάει την αξία των μετοχών λαμβάνοντας υπ' όψη της όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες, όπως η οικονομική κατάσταση και οι προοπτικές της εταιρείας και του κλάδου.

2.1.1. ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΗ ΠΡΟΣ ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (P/E)

Ο δείκτης P/E: είναι ο λόγος της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής προς τα κέρδη ανά μετοχή. Επομένως ο δείκτης P/E είναι ένας αριθμός, που αντιπροσωπεύει τον αριθμό των ετών μέσα στα οποία τα κέρδη της (χωρίς να προεξοφλούνται στο παρόν) γίνονται ίσα με την αξία της επιχείρησης. Το αποτέλεσμα που προκύπτει δείχνει το ποσό που είναι διατεθειμένος να πληρώσει ο επενδυτής για κάθε ευρώ κέρδους της εταιρείας ή τον αριθμό των ετών που θα χρειαστούν ώστε τα κέρδη της εταιρείας να αποπληρώσουν το κόστος της αγοράς της.

Ο δείκτης P/E μπορεί να υπολογιστεί για το προηγούμενο έτος ("trailing P/E"), για το τρέχον έτος ("current P/E"), ή για το επόμενο έτος ("forward P/E"). Όσο υψηλότερος ο δείκτης P/E, τόσο περισσότερα είναι διατεθειμένη να καταβάλει η αγορά για κάθε € των ετήσιων αποδοχών. Θα πρέπει να σημειώσουμε ότι ο δείκτης P/E του προηγούμενου έτους θα είναι πραγματικός, ενώ του τρέχοντος και του επόμενου έτους θα είναι εκτιμήσεις, αλλά σε κάθε περίπτωση, το "P" της εξίσωσης είναι η τρέχουσα τιμή. Οι εταιρείες που δεν είναι επικερδής επί του παρόντος (δηλαδή, εκείνες οι οποίες έχουν αρνητικά κέρδη) δεν έχουν καθόλου δείκτη P/E. Για τις εν λόγω

εταιρείες μπορούμε να αντικαταστήσουμε τον δείκτη P/E, από τον δείκτη τιμή προς πωλήσεις (P/S).

2.1.1.1. Ο ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ, Η ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ ΚΑΙ Η ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΟΥ ΔΕΙΚΤΗ

Ο δείκτης P/E είναι το πλέον δημοφιλές εργαλείο για τους επενδυτές προκειμένου να προσδιορίσουν τις επενδυτικές τους κινήσεις και εμμέσως τις τιμές των μετοχών. Είναι ένα από τα κυριότερα μέτρα που χρησιμοποιούνται για να καθοριστεί αν μια μετοχή είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη. Αξίζει να σημειωθεί ότι ο υπολογισμός του δείκτη P/E είναι κάτι σχετικά εύκολο, σε αντίθεση με την ερμηνεία του αποτελέσματος που προκύπτει, η οποία μπορεί να είναι σχετικά δύσκολη ή και ευμετάβλητη.

Για τον καθορισμό του P/E διαιρούμε απλά την τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής με τα αντίστοιχα κέρδη της εταιρίας ανά μετοχή για τους τελευταίους 12 μήνες ή για το πιο πρόσφατο έτος ή ακόμα και για το προβλεπόμενο έτος. Τα κέρδη ανά μετοχή είναι το σύνολο των κερδών της επιχείρησης κατά τη διάρκεια του τελευταίου δωδεκαμήνου διαιρεμένο με το συνολικό αριθμό των εισηγμένων διαπραγματευόμενων μετοχών της. Τα συγκεκριμένα μεγέθη είναι διαθέσιμα στους ετήσιους, εξαμηνιαίους ή τριμηνιαίους ισολογισμούς της επιχείρησης.

Είναι σημαντικό να γνωρίζουμε ότι το P/E των μετοχών αλλάζει καθημερινά, καθώς οι τιμές των μετοχών μεταβάλλονται, αλλά και ετησίως όταν ανακοινώνονται τα κέρδη της εταιρίας. Αυτό σημαίνει ότι για τη λήψη μίας επενδυτικής απόφασης, το P/E πρέπει να υπολογίζεται λαμβάνοντας υπόψη τα πιο πρόσφατα διαθέσιμα στοιχεία. Η χρήση παράκαιρων στατιστικών στοιχείων P/E είναι δυνατόν να οδηγήσει σε χαμηλών ή και αρνητικών αποδόσεων επενδύσεις.

Η λογική για τη χρησιμότητα του P/E έγκειται στο γεγονός ότι η τιμή της μετοχής μιας εταιρίας πρέπει να αντανακλά την κερδοφορία της. Ακολουθώντας αυτή τη λογική, μια εταιρία που έχει πολύ υψηλά κέρδη ανά μετοχή πρέπει επίσης να έχει και μεγάλη χρηματιστηριακή αξία. Κατά αυτή την έννοια μια εταιρία με χαμηλά κέρδη ή ζημιές πρέπει να έχει μικρή χρηματιστηριακή αξία.

Ένας χαμηλός δείκτης P/E, σε συνδυασμό με μια χαμηλή τιμή μετοχής και μεγάλα κέρδη αποτελεί ένδειξη ότι η μετοχή είναι υποτιμημένη και θα πρέπει να ανέβει στο άμεσο ή στο απώτερο μέλλον, επειδή λόγω της ελκυστικότητάς της, οι επενδυτές θα “τρέξουν” να την αγοράσουν. Το σκεπτικό αυτό ακολουθεί το γεγονός ότι μια εταιρία με υψηλή χρηματιστηριακή αξία και χαμηλά κέρδη είναι υπερτιμημένη και η τιμή της θα πρέπει λογικά να υποχωρήσει.

Παρόλο που τα προαναφερθέντα δεδομένα αποτελούν απόρροια της κοινής λογικής είναι πολύ δύσκολο να φτάσουμε σε κάποιο χρήσιμο ή εξαντλητικό συμπέρασμα απλά με τη χρήση του P/E μιας εταιρίας χωρίς να κάνουμε κάποιες συγκρίσεις ή χωρίς να χρησιμοποιήσουμε και άλλα ίσως κριτήρια. Για παράδειγμα, θα είναι λάθος να καταλήξουμε στο απόλυτο συμπέρασμα ότι ένα P/E της τάξης του 10x σημαίνει ότι η μετοχή είναι σίγουρα υποτιμημένη και ότι πρέπει να αγοραστεί διότι θα ανέβει στο μέλλον ή ότι μια μετοχή με P/E 30x είναι υπερτιμημένη και θα πρέπει να πωληθεί γιατί δεν δείχνει να έχει άλλα περιθώρια ανόδου.

Γενικά ο δείκτης αυτός είναι πολύ χρήσιμος σαν ένα εργαλείο σύγκρισης. Δύο από τις συγκρίσεις που γίνονται συνήθως από τους επενδυτές είναι οι ακόλουθες:

- 1) Ανάμεσα στο P/E μιας συγκεκριμένης μετοχής και το μέσο P/E όλων των μετοχών που διαπραγματεύονται στο συγκεκριμένο Χρηματιστήριο.
- 2) Ανάμεσα στο P/E μιας συγκεκριμένης μετοχής και το μέσο P/E των άλλων εταιριών που συμμετέχουν στον ίδιο κλάδο.

Δεν είναι ασυνήθιστο, όμως, για δύο διαφορετικούς χρηματιστηριακούς αναλυτές να μεταφράσουν το δείκτη P/E μιας συγκεκριμένης εταιρίας και να εξάγουν εντελώς διαφορετικά συμπεράσματα για την αξία των μετοχών. Το βασικό θέμα διαφωνίας στην αιτιολόγηση του βαθμού στον οποίο μια μετοχή έχει υψηλή ή χαμηλή τιμή (άρα και P/E) είναι οι μελλοντικές προοπτικές κερδοφορίας που ανοίγονται για την εταιρία, τις οποίες, ο καθένας μπορεί ενδεχομένως να βλέπει με διαφορετικό “μάτι”.

Η πιο χαρακτηριστική περίπτωση για την ύπαρξη ασυνήθιστα υψηλών P/E αφορά εταιρίες που χαρακτηρίζονται από ιδιαίτερα υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Ο λόγος είναι ότι οι επιδόσεις τους, όσον αφορά τα μελλοντικά τους κέρδη, αναμένεται να είναι σημαντικά μεγαλύτερες σε σχέση με τις

επιδόσεις των τελευταίων ετών. Σημειώνεται ότι η τιμή μιας μετοχής, δηλαδή η τιμή P στο P/E, συνυπολογίζει μελλοντικά κέρδη που αναμένεται να είναι υψηλά στην περίπτωση μιας ταχέως αναπτυσσόμενης εταιρίας. Την ίδια στιγμή όταν χρησιμοποιούνται τα ιστορικά κέρδη ανά μετοχή, που αντιστοιχούν στο E του P/E, τότε αυτά είναι πιθανώς χαμηλότερα σε σχέση με τα αναμενόμενα μελλοντικά κέρδη. Εξαιτίας του γεγονότος ότι στην περίπτωση αυτή ο δείκτης χρησιμοποιεί ένα μέγεθος από το μέλλον και ένα μέγεθος που ανάγεται στο παρελθόν, καθώς οι δύο περίοδοι (παρελθόν και μέλλον) διαφέρουν δραστικά, το P/E μπορεί να είναι εξαιρετικά υψηλό.

2.1.2. ΔΕΙΚΤΗΣ PEG

Είναι λοιπόν μία μετοχή με υψηλό P/E πάντα υπεριμμημένη; Οχι απαραίτητα. Θα μπορούσε να έχει υψηλό P/E γιατί οι επενδυτές έχουν την πεποίθηση ότι θα έχει ισχυρή αύξηση κερδών στο μέλλον και έτσι ανεβάζουν την τιμή προσφοράς. Ευτυχώς, υπάρχει ακόμα ένας δείκτης που μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε, ο οποίος λαμβάνει υπόψη την προβλεπόμενη αύξηση της τιμής της μετοχής. Ονομάζεται η PEG:

PEG = P/E / ποσοστιαία αναμενόμενη απόδοση κερδών της επόμενης χρονικής περιόδου

Γενικότερα, όσο χαμηλότερη είναι η PEG, τόσο μεγαλύτερη είναι η αξία της μετοχής, γιατί θα πρέπει να πληρώσεις λιγότερα για κάθε μονάδα αύξησης των κερδών.

2.1.3. ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΑΤΑΒΟΛΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ

Η μερισματική απόδοση μετρά το ποσοστό επιστροφής μιας εταιρείας προς τους μετόχους της υπό μορφή μερισμάτων.

Μερισματική Απόδοση = το ποσό του μερίσματος ανά μετοχή που καταβλήθηκε κατά τη διάρκεια ενός έτους δια την τιμή της μετοχής.

Οι ώριμες, καθιερωμένες επιχειρήσεις τείνουν να έχουν υψηλότερη μερισματική απόδοση, ενώ οι νέες, που έχουν γνώμονα την ανάπτυξη, τείνουν να έχουν χαμηλότερη, και οι περισσότερες μικρές αναπτυσσόμενες εταιρείες δεν έχουν καθόλου μερισματική απόδοση, καθώς δεν πληρώνουν καθόλου μερίσματα.

Ο δείκτης πληρωμής μερίσματος παρουσιάζει το ποσοστό των κερδών μιας επιχείρησης που καταβάλλεται στους επενδυτές με τη μορφή μερισμάτων.

Δείκτης Καταβολή Μερίσματος = ετήσιο μέρισμα ανά μετοχή / ετήσια κέρδη ανά μετοχή (EPS)

Όσο υψηλότερος είναι ο δείκτης, τόσο περισσότερο η εταιρεία θεωρεί ότι δεν είναι σε θέση κάνει μια κερδοφόρα επένδυση. Αυτό δεν είναι αναγκαστικά είτε καλό ή κακό. Εταιρείες που εξακολουθούν να αναπτύσσονται, θα τείνουν να έχουν χαμηλότερα ποσοστά πληρωμής μερίσματος, από μεγαλύτερες εταιρείες, διότι είναι πιο πιθανό να χρησιμοποιούν τα κέρδη τους περισσότερο παραγωγικά.

2.1.4. ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΗ / ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ (P/BV)

P/BV: είναι ο λόγος της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής προς την εσωτερική λογιστική αξία της μετοχής. Είναι ένας αριθμός που δείχνει πόσες φορές την καθαρή της θέση αξίζει μια επιχείρηση. Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης, τόσο μεγαλύτερο το πριμ όπου η αγορά είναι πρόθυμη να πληρώσει για τις μετοχές της εταιρείας.

2.1.5. ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΗ ΠΡΟΣ ΠΩΛΗΣΕΙΣ (P/S)

Μπορούμε να υπολογίσουμε τον δείκτη P/S, με τη χρήση της τρέχουσας τιμής της μετοχής προς το σύνολο των πωλήσεων ανά μετοχή για το προηγούμενο έτος. Μετοχές με χαμηλό δείκτη P/S (κάτω του ενός) θεωρούνται καλές επενδύσεις. Οι πωλήσεις, προφανώς, δεν αποκαλύπτουν την όλη εικόνα: μια εταιρεία θα μπορούσε να έχει τεράστιες πωλήσεις, αλλά και να είναι τρομερά ασύμφορη. Λόγω των περιορισμών αυτών, ο δείκτης P/S χρησιμοποιείται συνήθως μόνο για τις μη κερδοφόρες εταιρείες, δεδομένου ότι οι εταιρείες αυτές δεν έχουν δείκτη P/E.

2.1.6. ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (ROE)

Η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (ROE) δείχνει το κέρδος μιας εταιρείας σε σύγκριση με τη λογιστική της αξία. Υπολογίζεται από το εισόδημα, μετά από φόρους, προς τη λογιστική αξία. Χρησιμοποιείται ως μια γενική ένδειξη της αποτελεσματικότητας της εταιρείας. Με άλλα λόγια, πόσο κέρδος θα είναι

σε θέση να παράγει μέσω των ιδίων κεφαλαίων. Οι επενδυτές συνήθως αναζητούν αναπτυσσόμενες εταιρείες με υψηλό δείκτη.

2.2. ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗΝ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Τα μοντέλα που βασίζονται στην προεξόφληση των μελλοντικών ταμειακών ροών και εμφανίζονται στην κατάσταση ταμειακών ροών είναι τα εξής:

2.2.1. ΜΟΝΤΕΛΟ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΩΝ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ (THE DIVIDEND DISCOUNT MODEL)

Το μοντέλο προεξόφλησης μελλοντικών μερισμάτων είναι ένα μοντέλο προεξόφλησης ταμειακών ροών προς τους μετόχους το οποίο όμως λαμβάνει υπόψη μόνο τις ροές μερισμάτων. Συνεπώς η αξία της μετοχής δίνεται από την προεξόφληση των μελλοντικών μερισμάτων με επιτόκιο προεξόφλησης το κόστος κεφαλαίου.

Αξία των ιδίων κεφαλαίων = παρούσα αξία των αναμενόμενων μερισμάτων στο χρόνο T + παρούσα αξία της αναμενόμενης τελικής αξίας τον χρόνο T

$$V^E_o = d_1/p_E + d_2/p^2_E + d_3/p^3_E + \dots + d_T/p^T_E + P_T/p^T_E$$

Όπου p_E είναι το επιτόκιο προεξόφλησης

Τα μερίσματα είναι οι ταμειακές ροές όπου οι μέτοχοι λαμβάνουν από την εταιρεία, είναι δηλαδή ένα ποσοστό επί των ετήσιων κερδών που η εταιρεία καταβάλλει στους μετόχους της ως εισόδημα, το μερίδιο από τα διανεμόμενα καθαρά κέρδη μιας εταιρείας που αναλογεί σε μια μετοχή.

Οι καθιερωμένες εταιρείες είναι πιθανότερο να διανέμουν υψηλότερα μερίσματα από ό,τι οι μικρότερες ή αναπτυσσόμενες εταιρείες, οι οποίες συχνά προτιμούν να χρησιμοποιούν τα κέρδη τους, για να χρηματοδοτήσουν την περαιτέρω επέκτασή τους. Οι εταιρείες που δεν διανέμουν μερίσματα για τις μετοχές τους, είναι συνήθως επειδή έχουν καθυστερήσει τις πληρωμές των χρεών τους, ή επειδή η κατάστασή τους δεν είναι καλή ή επειδή θέλουν να διατηρήσουν τα κέρδη. Υπάρχουν βέβαια και εταιρείες που μπορεί βραχυπρόθεσμα να δανείζονται για να καταφέρουν να μοιράσουν μέρισμα

στους μετόχους τους και να δημιουργήσουν μια καλή εικόνα της εταιρείας απέναντι στους επενδυτές.

Η αξία του μερίσματος επηρεάζεται από δύο συνιστώσες. Η πρώτη είναι το ίδιο το μέρισμα, το οποίο, δεδομένης της αβεβαιότητας για το μέλλον του μερίσματος, απαιτεί να γίνει μια εμπειριστατωμένη πρόβλεψη για το τι θα ανακοινώσει η εταιρία σε μια μεταγενέστερη ημερομηνία.

Η αγορά μιας μετοχής εμπεριέχει μεγαλύτερο ποσοστό κινδύνου από ό,τι η τοποθέτηση των χρημάτων στην τράπεζα. Αυτό σημαίνει ότι οι επενδυτές θα απαιτήσουν μια υψηλότερη μέση απόδοση των μετοχών ως αντιστάθμισμα της μεγαλύτερης αβεβαιότητας και της πιθανότητας για ζημία.

Οι επενδυτές αποδίδουν μικρότερη αξία σε μια μετοχή που αναμένεται να αποδώσει $X\%$ ετησίως από ότι σε έναν τραπεζικό λογαριασμό με την ίδια ετήσια απόδοση, γιατί το μέρισμα της μετοχής είναι αβέβαιο. Συνοπτικά θα λέγαμε ότι το επιτόκιο που χρησιμοποιείται για την προεξόφληση του μερίσματος είναι υψηλότερο. Αυτό το επιτόκιο είναι η δεύτερη συνιστώσα που επηρεάζει την αξία του μερίσματος.

Συνεπώς, η βασική τιμή μιας μετοχής μπορεί να παρουσιάσει διακυμάνσεις εξαιτίας δύο παραγόντων. Μπορεί να μεταβληθούν οι προσδοκίες για τα μερίσματα ή μπορεί να μεταβληθεί ο απαιτούμενος ρυθμός απόδοσης. Δηλαδή, μπορεί να υπάρξουν διαφοροποιήσεις στις μελλοντικές χρηματικές ροές ή στον τρόπο που αξιολογούν οι επενδυτές αυτές τις ροές.

Είναι γνωστό ότι η αργή αύξηση του μερίσματος μπορεί να συμπιέσει την τιμή μιας μετοχής, όπως είναι επίσης γνωστό ότι η αβεβαιότητα για αυτά τα μερίσματα ή μια αύξηση στα ομολογιακά και τραπεζικά επιτόκια μπορεί να επιφέρουν ανάλογο αποτέλεσμα.

Τέλος εάν π.χ. αναμένουμε μια εταιρεία να πληρώσει μεγάλο μέρισμα τότε ως αντιστάθμισμα η τιμή της μετοχής της θα μειωθεί έτσι ώστε να διατηρηθεί σταθερή η παρούσα της αξία. Επομένως οι μεταβολές των μερισμάτων (τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα) δεν προσδίδουν καμία διαφοροποίηση στην αξία της επιχείρησης, είναι απλά μια πολιτική πληρωμής των μετόχων.

Τα μερίσματα όμως, έχουν σημασία κυρίως μακροπρόθεσμα, ίσως γι' αυτό επί του παρόντος, οι επενδυτές στην πλειοψηφία τους δεν ενδιαφέρονται πάρα πολύ για τα μερίσματα. Κάτι που είναι κρίμα να συμβαίνει, γιατί,

ιστορικά, τα μερίσματα έχουν παίξει μεγάλη σημασία στο δυναμικό συνολικής απόδοσης ενός χαρτοφυλακίου.

2.2.2. ΜΟΝΤΕΛΟ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ (DISCOUNTED CASH FLOW MODEL)

Η αξία της επιχείρησης είναι ίση με την αξία του χρέους της συν την αξία του μετοχικού της κεφαλαίου. Είναι η αξία των επενδυτικών και λειτουργικών δραστηριοτήτων της, η οποία κατανέμεται μεταξύ των μετόχων και των δανειστών της. Το Μοντέλο Προεξόφλησης Ελεύθερων Ταμειακών Ροών υπολογίζει την αξία του μετοχικού κεφαλαίου άμεσα προβλέποντας τις χρηματοροές προς τους μετόχους. Επίσης αποτιμά της αξίας του μετοχικού κεφαλαίου προβλέποντας τις χρηματοροές που απορρέουν από τις επενδύσεις της εταιρείας και τις λειτουργικές της δραστηριότητες, αφαιρώντας την αξία του καθαρού χρέους (καθαρό χρέος μιας εταιρείας είναι το χρέος του παθητικού μείον τυχόν επενδύσεις που η εταιρεία κατέχει ως στοιχεία ενεργητικού).

Οι εταιρείες κατά τη διάρκεια της λειτουργίας τους αναπτύσσουν διάφορες **λειτουργικές** και **επενδυτικές** δραστηριότητες οι οποίες επιφέρουν **χρηματικές ροές** (εισροές και εκροές). Οι επενδύσεις απαιτούν δαπάνες σε μετρητά, που ονομάζονται κεφαλαιουχικές δαπάνες επενδύσεων (εκροές I_t) και γίνονται συνήθως με σκοπό να βελτιωθούν οι λειτουργικές δραστηριότητες της επιχείρησης, οι οποίες επιφέρουν ταμειακές εισροές C_t . Η διαφορά μεταξύ των εισροών και των εκροών αυτών ($C_t - I_t$) ονομάζεται ελεύθερη ταμειακή ροή γιατί είναι το μέρος των μετρητών από εργασίες που είναι "ελεύθερο" για επανεπενδύσεις σε νέα στοιχεία του ενεργητικού.

Το μοντέλο λοιπόν που μας βοηθάει στην πρόβλεψη των ελεύθερων ταμειακών ροών ονομάζεται μοντέλο προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών (discounted cash flow model).

Αξία της επιχείρησης = παρούσα αξία των αναμενόμενων ελεύθερων ταμειακών ροών

$$V_o^F = (C_1 - I_1) / P_f + (C_2 - I_2) / P_f^2 + (C_3 - I_3) / P_f^3 + (C_4 - I_4) / P_f^4 + \dots + (C_n - I_n) / P_f^n$$

Το προεξοφλητικό επιτόκιο (P_f), είναι αυτό που απεικονίζει καλύτερα την επικινδυνότητα των ταμιακών ροών από το σύνολο των επενδυτικών της σχεδίων, και λέγεται μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC).

Η εν λόγω μέθοδος «αναδύθηκε» για πρώτη φορά στη δεκαετία του 1970 και θεωρήθηκε τότε η καλύτερη μέθοδος για την αποτίμηση εταιριών. Όμως στη συνέχεια αποδείχτηκε ότι αυτό δεν ισχύει για όλες τις περιπτώσεις. Κι αυτό γιατί οι ελεύθερες ταμιακές ροές δεν αποδίδουν προστιθέμενη αξία, τουλάχιστον για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα.

Η απόδοση των επενδύσεων δεν φαίνεται άμεσα στα αποτελέσματα της επιχείρησης. Μπορεί για παράδειγμα μια επιχείρηση, κάποια συγκεκριμένη χρονική περίοδο, να επενδύσει μεγάλα χρηματικά ποσά σε ένα project (υψηλές εκροές). Επίσης την ίδια χρονική περίοδο η εταιρεία να μην αποκτήσει αντίστοιχες εισροές (λειτουργικά έσοδα). Στην περίπτωση αυτή οι ελεύθερες συνολικές χρηματοροές που θα δημιουργηθούν τη συγκεκριμένη αυτή περίοδο θα είναι αρνητικές. Για το λόγο αυτό η επένδυση μπορεί, λανθασμένα, να θεωρηθεί ότι δεν έπρεπε να γίνει και ότι είναι αρνητική για την επιχείρηση. Βέβαια αυτό δεν είναι σωστό, η απόδοση της επένδυσης μακροπρόθεσμα θα φανεί.

Οι αναλυτές λοιπόν που χρησιμοποιούν το μοντέλο προεξόφλησης ελεύθερων ταμιακών ροών θα πρέπει να προβλέπουν το αναμενόμενο κέρδη της επιχείρησης, και όχι τις ελεύθερες χρηματοροές, για να καταλήξουν σε πιο σωστά και ασφαλή αποτελέσματα.

2.2.2.1 ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ, ΚΕΡΔΗ, ΚΑΙ Η ΑΥΤΟΤΕΛΕΙΑ ΤΩΝ ΧΡΗΣΕΩΝ

Οι ταμιακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες υπολογίζονται ως το καθαρό εισόδημα μείον τα έσοδα που δεν συνεπάγονται ταμιακές ροές (δεδουλευμένα έσοδα). Επίσης στις ταμιακές ροές περιλαμβάνονται και οι καθαρές πληρωμές τόκων.

Οι πληρωμές τόκων είναι ταμιακές ροές προς τους πιστωτές αφαιρούμενες από τα ρευστά διαθέσιμα που προέκυψαν από τη λειτουργία της επιχείρησης. Πρόκειται για ροές χρηματοδότησης. Οι εταιρείες είναι υποχρεωμένες να αναφέρουν το ποσό των τόκων που καταβάλλονται, ως συμπληρωματικές πληροφορίες στην κατάσταση ταμιακών ροών. Το καθαρό

εισόδημα επίσης περιλαμβάνει εισοδήματα (συνήθως τόκους) από επενδύσεις σε τοκοφόρες καταθέσεις και εμπορεύσιμους τίτλους όπως τα ομόλογα. Οι επενδύσεις αυτές δεν είναι επενδύσεις στη λειτουργία της επιχείρησης, αλλά ένας τρόπος αποθήκευσης και συγχρόνως αύξησης των μετρητών (μέχρι να βρεθούν επικερδής επενδύσεις, ή για την εξόφληση του χρέους ή την καταβολή του μερίσματος). Αυτοί οι τόκοι από τις επενδύσεις δεν ήταν ρευστά διαθέσιμα που προέκυψαν από τη λειτουργία της επιχείρησης.

Η διαφορά μεταξύ των πληρωμών τόκων και των εσόδων από τόκους λέγεται καθαρές πληρωμές τόκων (net interest payments). Ωστόσο, οι εισπρακτέοι τόκοι φορολογούνται, ενώ οι πληρωμές τόκων αφαιρούνται από το φορολογητέο εισόδημα. Το καθαρό αποτέλεσμα από τόκους και φόρους υπολογίζεται ως:

Καθαρές Πληρωμές Τόκων x (1 – Φορολογικό Συντελεστή)

Ταμειακές Ροές από Λειτουργικές Δραστηριότητες = Δημοσιευμένες Ταμειακές Ροές από Λειτουργικές Δραστηριότητες + Καθαρούς μετά Φόρων Τόκους

Ταμειακές επενδύσεις σε λειτουργίες της επιχείρησης = Αναφερθείσες ταμειακές ροές από επενδύσεις – Καθαρές Επενδύσεις σε τοκοφόρα securities

Τα μερίσματα, οι ταμειακές ροές, προς τους μετόχους υπολογίζονται μετά από την εξόφληση όχι μόνο των τόκων, αλλά και του κεφαλαίου που οφείλεται στους πιστωτές.

Υπάρχουν πολλοί λόγοι για τους οποίους οι αναλυτές προτιμούν την πρόβλεψη κερδών και όχι την πρόβλεψη ελεύθερων ταμειακών ροών, στην προσπάθεια τους για αποτίμηση. Η βασική διαφορά μεταξύ κερδών και ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες είναι τα δεδουλευμένα κέρδη, τα οποία σε αντίθεση με τις ταμιακές ροές, συλλαμβάνουν την προστιθέμενη αξία.

Η δημιουργίας αξίας βασίζεται στις προσδοκίες αναμενόμενης αξίας που θα προκύψει κατά την πώληση προϊόντων και υπηρεσιών. Η καθαρή προστιθέμενη αγοραία αξία είναι η αξία που ελήφθη από τις πωλήσεις μείον την αξία που δαπανήθηκε για την απόκτηση των εισροών που δημιούργησαν

τις πωλήσεις. Τα κέρδη είναι το μέτρο της λογιστικής σε δεδουλευμένη βάση για να εκτιμηθεί αυτή η παρούσα προστιθέμενη αξία .

Η κατάσταση αποτελεσμάτων αναγνωρίζει την αξία των εισροών, έσοδα από την πώληση προϊόντων, και μειώνει τα έσοδα από την αξία των εκροών, έξοδα παραγωγής.

Υπάρχουν 3 πολύ σημαντικά πράγματα που θα πρέπει να ξέρουμε για την κατάσταση αποτελεσμάτων, η οποία στηρίζεται κατά κύριο λόγο στη λογιστική των δεδουλευμένων:

1. Τα **μερίσματα** δεν περιλαμβάνονται στην κατάσταση αποτελεσμάτων. Και αυτό γιατί τα μερίσματα δεν προσθέτουν αξία στην επιχείρηση, δείχνουν απλά τον τρόπο με τον οποίο η επιχείρηση διανέμει τα ήδη υπάρχοντα κέρδη της στους μετόχους. Επομένως τα μερίσματα μειώνουν την αξία της μετοχής της επιχείρησης, και ως αποτέλεσμα μειώνουν τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων στον ισολογισμό.

2. Οι **επενδύσεις** δεν αφαιρούνται από τα κέρδη, στην κατάσταση αποτελεσμάτων. Επομένως δεν επηρεάζουν την προστιθέμενη αξία της επιχείρησης. Εξαιρέση αποτελούν οι επενδύσεις σε έρευνα και ανάπτυξη.

3. Μια από τις βασικές λογιστικές αρχές είναι η **Αρχή της Αυτοτέλειας των Χρήσεων**, σύμφωνα με την οποία υπάρχει αντιστοιχία της αξίας των εισροών (έσοδα) με της αξίας των εκροών (έξοδα), και η οποία λέει ότι :

Τα έσοδα και τα έξοδα που αφορούν τη χρήση λογίζονται σε αυτή ανεξαρτήτως από το χρόνο είσπραξης τους ή πληρωμής τους.

Οπότε, για παράδειγμα, ως προστιθέμενη αξία θεωρούμε τα κέρδη από την πώληση αγαθών και υπηρεσιών, μείων τις δαπάνες που προέκυψαν για τη δημιουργία των πωλήσεων αυτών.

Οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες προσθέτουν αξία στην επιχείρηση και απεικονίζονται στα έσοδα και τα έξοδα της. Όμως, για την πραγματοποίηση της αντιστοίχισης των εσόδων με τα έξοδα που αφορούν μια συγκεκριμένη χρήση, ο λογιστής αντικαθιστά τις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες με τα δεδουλευμένα κέρδη.

2.2.2.2. ΚΑΤΑΡΤΙΣΗ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

ΣΠΟΥΔΑΙΟΤΗΤΑ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Η σπουδαιότητα της κατάστασης ταμειακών ροών έγκειται στο γεγονός ότι παρέχει πληροφορίες για μία σειρά θεμελιωδών θεμάτων και προβλημάτων τα οποία απασχολούν έναν αναλυτή:

- ρευστότητα
- χρηματοοικονομική ευκαμψία
- ποιότητα των κερδών

Βασικά Στοιχεία της Κατάστασης Ταμειακών Ροών

Ο βασικός αντικειμενικός σκοπός της κατάστασης ταμειακών ροών είναι να δώσει πληροφορίες και να εξηγήσει τους λόγους για τους οποίους παρατηρείται μία μεταβολή στα διαθέσιμα. Ένας πρόσθετος αντικειμενικός σκοπός της κατάστασης ταμειακών ροών είναι να παρέχει πληροφορίες για τις ταμειακές ροές οι οποίες προκύπτουν από λειτουργικές, χρηματοοικονομικές και επενδυτικές δραστηριότητες.

- Οι λειτουργικές δραστηριότητες περιλαμβάνουν τις ταμειακές συνέπειες λογιστικών γεγονότων οι οποίες είναι καθοριστικές των κατεξοχήν λειτουργικών αποτελεσμάτων μιας επιχείρησης, όπως οι εισπράξεις από πωλήσεις προϊόντων και παροχές υπηρεσιών και οι πληρωμές εξόδων τα οποία είναι απαραίτητα για την παραγωγή και πώληση των προϊόντων και υπηρεσιών.
- Οι επενδυτικές δραστηριότητες περιλαμβάνουν τις ταμειακές συνέπειες λογιστικών γεγονότων τα οποία έχουν σχέση με την αγορά και πώληση παγίων, συμμετοχών σε άλλες επιχειρήσεις και χρεογράφων, καθώς επίσης τη χορήγηση δανείων και την είσπραξη χρεολυσίων.
- Οι χρηματοοικονομικές δραστηριότητες περιλαμβάνουν τις ταμειακές συνέπειες λογιστικών γεγονότων σχετικών με την έκδοση μετοχών, το δανεισμό μιας επιχείρησης, την πληρωμή μερισμάτων και την εξόφληση δανεισθέντων ποσών.

Σε αντίθεση με τις άλλες λογιστικές καταστάσεις, η κατάσταση ταμειακών ροών δεν προετοιμάζεται από το ισοζύγιο μετά τη διενέργεια των εγγραφών αναπροσαρμογής, αλλά από τις εξής πηγές:

- Δύο **συγκριτικούς ισολογισμούς**, οι οποίοι είναι αναγκαίοι για τον υπολογισμό των μεταβολών που έχουν επέλθει από την αρχή έως το τέλος μιας χρήσης στους λογαριασμούς ενεργητικού, παθητικού και καθαρής θέσης.
- Την **κατάσταση αποτελεσμάτων της χρήσης** για την οποία ενδιαφερόμεθα να προετοιμάσουμε την κατάσταση ταμειακών ροών.
- Την **κατάσταση διάθεσης κερδών**, καθώς σε αυτήν υπάρχουν πληροφορίες για ορισμένα έξοδα, όπως φόρους και αμοιβές οι οποίες είναι συνδεδεμένες με τα κέρδη, καθώς και τα μερίσματα της χρήσης.
- Ορισμένα στοιχεία από το **προσάρτημα** τα οποία εμφανίζουν εισροές και εκροές διαθεσίμων, όπως αγορές και πωλήσεις παγίων, ή έσοδα τα οποία δεν σχετίζονται με εισροές διαθεσίμων, όπως διάφορα έκτακτα έσοδα.

Για την προετοιμασία της κατάστασης ταμειακών ροών με βάση τα στοιχεία από τις παραπάνω πηγές απαιτείται να καθοριστούν :

- **Η μεταβολή στα διαθέσιμα**, ένας αρκετά απλός υπολογισμός καθώς υπάρχουν οι δύο συγκριτικοί ισολογισμοί.
- **Οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες**. Η διαδικασία αυτή απαιτεί τη χρησιμοποίηση και ανάλυση στοιχείων από την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης, το κυκλοφορούν ενεργητικό και τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις.
- **Οι ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες**. Η διαδικασία αυτή απαιτεί τη χρήση στοιχείων από το πάγιο ενεργητικό.
- **Οι ταμειακές ροές από χρηματοοικονομικές δραστηριότητες**. Η διαδικασία αυτή απαιτεί ανάλυση των λογαριασμών μακροχρόνιων υποχρεώσεων, καθαρής θέσης και διάθεσης κερδών.

Παραδείγματα εισροών και εκροών από λειτουργικές δραστηριότητες είναι τα ακόλουθα:

Εισροές

- Εισπράξεις από πελάτες.
- Εισπράξεις τόκων.
- Εισπράξεις μερισμάτων.
- Επιστροφές φόρων.
- Επιστροφές προμηθευτών.
- Εισπράξεις εσόδων επομένων χρήσεων
- Εισπράξεις αποζημιώσεων από ασφαλιστικές εταιρείες

Εκροές

- Πληρωμές προμηθευτών
- Πληρωμές εργαζομένων
- Πληρωμές τόκων
- Πληρωμές φόρων
- Προπληρωμές εξόδων
- Πληρωμές χρηματοοικονομικών μισθώσεων
- Πληρωμές αποζημιώσεων και προστίμων

Παραδείγματα ροών οι οποίες προκύπτουν από επενδυτικές δραστηριότητες είναι τα ακόλουθα:

Εισροές

- Εισπράξεις από πωλήσεις παγίων
- Εισπράξεις από πωλήσεις συμμετοχών, χρεογράφων
- Εισπράξεις χρεολυσίων χορηγηθέντων δανείων.
- Αποζημιώσεις ασφαλιστικών εταιρειών για καταστραφέντα πάγια.

Εκροές

- Πληρωμές για αγορές παγίων
- Πληρωμές για αγορές συμμετοχών, χρεογράφων
- Χορηγήσεις δανείων.
- Πληρωμές τόκων
- Προκαταβολές για αγορές παγίων

Παραδείγματα ροών οι οποίες προκύπτουν από τις χρηματοοικονομικές δραστηριότητες είναι τα ακόλουθα:

<u>Εισροές</u>	<u>Εκροές</u>
Εισπράξεις από εκδόσεις μετοχών	Πληρωμές για αγορές μετοχών της επιχείρησης
Εισπράξεις από τραπεζικά δάνεια	Πληρωμές χρεολυσίων τραπεζικών ή ομολογιακών δανείων.
	Πληρωμές μερισμάτων

ΕΜΜΕΣΗ ΜΕΘΟΔΟΣ ΚΑΤΑΡΤΙΣΗΣ

Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες	
Αποτέλεσμα Χρήσης	XXX
<u>Προσαρμογές</u> στο αποτέλεσμα της χρήσης για τον υπολογισμό των ταμειακών ροών:	
Μείον: Φόροι εισοδήματος και λοιποί μη ενσωματωμένοι στο λειτουργικό κόστος φόροι	(XXX)
Αμοιβές διοικητικού συμβουλίου και εργαζομένων συνδεδεμένες με κέρδη	(XXX)
Συν: Έξοδα που δεν συνεπάγονται εκροές	XXX
Μείον: Έσοδα που δεν συνεπάγονται εισροές	(XXX)
Συν: Ζημίες από πωλήσεις παγίων, συμμετοχών και χρεογράφων	XXX
Μείον: Κέρδη από πωλήσεις παγίων, συμμετοχών και χρεογράφων	(XXX)
Μείον: Αυξήσεις λογαριασμών κυκλοφορούντος ενεργητικού	(XXX)
Συν: Μειώσεις λογαριασμών κυκλοφορούντος ενεργητικού	XXX
Συν: Αυξήσεις λογαριασμών βραχυχρόνιων υποχρεώσεων	XXX
Μείον: Μειώσεις λογαριασμών βραχυχρόνιων υποχρεώσεων	(XXX)
Ταμειακές Εισροές (Εκροές) από Λειτουργικές Δραστηριότητες	<u>XXXX</u>

Οι αυξήσεις των λογαριασμών του κυκλοφορούντος ενεργητικού αναιρούνται, γιατί περιέχουν έσοδα τα οποία δεν έχουν εισπραχθεί, δηλαδή έσοδα χωρίς εισροές, και έξοδα τα οποία έχουν προπληρωθεί, δηλαδή εκροές χωρίς να έχει επέλθει μείωση των αποτελεσμάτων της χρήσης.

Οι μειώσεις των λογαριασμών του κυκλοφορούντος ενεργητικού προστίθενται, γιατί περιέχουν εισπράξεις εσόδων προηγούμενων χρήσεων, δηλαδή εισροές που δεν αυξάνουν τα έσοδα της τρέχουσας χρήσης, και αναλώσεις προπληρωθέντων εξόδων προηγούμενων χρήσεων, δηλαδή έξοδα της τρέχουσας χρήσης για τα οποία η εκροή έχει πραγματοποιηθεί σε παρελθούσα χρήση.

- Οι αυξήσεις των λογαριασμών του βραχυχρόνιου παθητικού προστίθενται, γιατί αφορούν έξοδα, τα οποία έχουν μειώσει τα κέρδη αλλά η εκροή θα συμβεί σε μεταγενέστερη χρήση, δηλαδή το έξοδο που διενεργήθηκε δεν πληρώθηκε αλλά οφείλεται, η μπορεί να αφορούν προεισπραχθέντα έσοδα για τα οποία υπάρχει εισροή αλλά το έσοδο θα περιληφθεί στα αποτελέσματα επομένων χρήσεων.
- Οι μειώσεις των λογαριασμών του βραχυχρόνιου παθητικού αφαιρούνται, γιατί αφορούν πληρωμές όχι μόνο των εξόδων της τρέχουσας χρήσης αλλά και εξόδων από παρελθούσες χρήσεις ή αφορούν προεισπραχθέντα έσοδα τα οποία μετατρέπονται σε έσοδα της

2.3. ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΤΩΝ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΩΝ

Η κατάσταση των ταμειακών ροών συνδέει τις λειτουργικές και επενδυτικές δραστηριότητες με τη λογιστική σε ταμειακή βάση. Οι παραπάνω μέθοδοι, λοιπόν, στηρίζονται στη λογιστική σε ταμειακή βάση. Επιπλέον τα μερίσματα και οι ταμειακές ροές δεν προσδίδουν προστιθέμενη αξία στην εταιρεία, τουλάχιστον για κάποιο χρονικό διάστημα. Από την άλλη, ο ισολογισμός και η κατάσταση των αποτελεσμάτων συντάσσονται με βάση τις αρχές των δεδουλευμένων. Τα δεδουλευμένα είναι η βάση για τον καθορισμό των κερδών (τα οποία εμφανίζονται στην κατάσταση των αποτελεσμάτων) και της λογιστικής αξίας (η οποία εμφανίζεται στον ισολογισμό). Με τη βοήθεια των δεδουλευμένων, οι επενδύσεις μιας εταιρείας δεν αφαιρούνται από τα έσοδα (όπως στις ταμειακές ροές), αλλά αντιθέτως εμφανίζονται στον ισολογισμό ως στοιχείο του ενεργητικού, τουλάχιστον για κάποια χρονική περίοδο. Η περίοδος αυτή λήγει όταν οι επενδύσεις αυτές επιφέρουν τα απαιτούμενα αποτελέσματα, τότε συνδυάζονται τα έξοδα από τις επενδύσεις με τα αντίστοιχα έσοδα που έχουν επιφέρει και προκύπτουν τα αντίστοιχα κέρδη ή ζημιές από την επένδυση.

Με λίγα λόγια η λογιστική των δεδουλευμένων μετράει την αξία που προστίθεται στην επιχείρηση, κάθε περίοδο. Το βασικότερο μοντέλο, το οποίο στηρίζεται στη λογιστική των δεδουλευμένων, είναι το μοντέλο των υπερκερδών.

2.3.1. ΜΟΝΤΕΛΟ ΥΠΕΡΚΕΡΔΩΝ (RESIDUAL INCOME VALUATION MODEL)

Το μοντέλο των υπερκερδών αποτιμά την αξία των μετοχών χρησιμοποιώντας ένα συνδυασμό της λογιστικής αξίας της εταιρείας (NAV), και της παρούσας αξίας η οποία βασίζεται στα λογιστικά κέρδη. Η αξία της επιχείρησης είναι το άθροισμα των παρακάτω:

- της καθαρής αξίας του ενεργητικού τη στιγμή της αποτίμησης καθώς και

- της παρούσας αξίας των υπολειμματικών εσόδων: τα ποσά από τα κέρδη που αναμένεται να υπερβούν το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης ιδίων κεφαλαίων.

Η υπολειμματική απόδοση ισούται: $(R - r) \times B$, όπου B είναι το NAV (λογιστικής αξίας της εταιρείας) R είναι η απόδοση που βασίζεται στα λογιστικά κέρδη και τα ίδια κεφάλαια (καθαρό κέρδος / B), και r είναι το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων. Αυτό μπορεί επίσης να εκφραστεί ως καθαρά κέρδη - $(r \times B)$

Η τελική αξία είναι διαφορετική από αυτή που αποτυπώνεται μέσω της Καθαρής Παρούσας Αξίας. Είναι η πραγματική αξία μείον την καθαρή αξία του ενεργητικού κατά τη στιγμή αυτή.

Το επιπλέον κέρδος, πάνω από το ποσοστό απαιτούμενης απόδοσης, που αποκτά η επιχείρηση είναι ένα μέτρο του πλούτου όπου η εταιρεία δημιουργεί για τους μετόχους της. Είναι ή προστιθέμενη αξία στα στοιχεία του ενεργητικού της, και αυτό που δικαιολογεί το γεγονός ότι μία εταιρεία μπορεί να αξίζει περισσότερο από την αξία των περιουσιακών της στοιχείων. Ως εκ τούτου, **η αξία της επιχείρησης θα πρέπει να είναι το άθροισμα της καθαρής αξίας του ενεργητικού της και της επιπλέον προστιθέμενης αξίας που έχει αποκτήσει.**

Η Καθαρή Αξία του Ενεργητικού ποικίλλει από έτος σε έτος, γεγονός που επηρεάζει τον υπολογισμό των αποδόσεων. Η αλλαγή οφείλεται στα καθαρά κέρδη, μείον τα μερίσματα και τις άλλες αποδόσεις προς τους μετόχους, συν τα κεφάλαια που συγκεντρώνουν.

Βασίζοντας την αποτίμηση στη δημιουργία πλούτου χρησιμοποιούμε ένα μοντέλο εννοιολογικά παρόμοιο με το EVA (economic value added method). Τα μοντέλα Υπολειμματικού εισοδήματος είναι καλύτερα προσαρμοσμένα στην αποτίμηση χρεογράφων.

Τα πλεονέκτημα του μοντέλο υπερκερδών είναι ότι:

- 1) Είναι εξ ολοκλήρου βασισμένο στις λογιστικές αρχές, και κυρίως στην λογιστική των δεδουλευμένων, όσον αφορά την μέτρηση των κερδών και την αξία των περιουσιακών στοιχείων.

- 2) Συγκριτικά με το μοντέλο προεξόφλησης ταμειακών ροών, το εκτιμητέο διάστημα που χρειάζεται για την αποτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης ή μιας μετοχής είναι μικρότερο.
- 3) Οι προβλέψεις των υπερκερδών μπορούν να επιβεβαιωθούν στις μεταγενέστερες οικονομικές καταστάσεις.

Το μοντέλο των υπερκερδών δεν επηρεάζεται από τα μερίσματα, τις εκδόσεις μετοχών και τις επαναγορές μετοχών. Επομένως χρησιμοποιώντας το μοντέλο αυτό αποτιμάται η αξία, η οποία δεν εξαρτάται από τις συναλλαγές των μετόχων.

Επιπροσθέτως, η πληροφόρηση για τα κέρδη της εταιρείας που βασίζεται στην αρχή των δεδουλευμένων, παρέχει μια καλύτερη εκτίμηση της τρέχουσας και αναμενόμενης ικανότητας της εταιρείας να παράγει θετικές ταμειακές ροές, απ' ό,τι η πληροφόρηση που περιορίζεται στις χρηματοοικονομικές διαστάσεις των ταμειακών ροών και εκροών.

Υπάρχουν βέβαια αντιρρήσεις ως προς το γεγονός ότι βασίζεται σε λογιστικά νούμερα που συχνά αποτυγχάνουν να αντανakλούν την πραγματική οικονομική αξία των στοιχείων του ενεργητικού και των ταμειακών ροών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο

ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΟΠΑΠ ΑΕ



3.1. Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ

Ο Οργανισμός Προγνωστικών Αγώνων Ποδοσφαίρου (ΟΠΑΠ) συστάθηκε το 1958, ως Νομικό Πρόσωπο Ιδιωτικού Δικαίου (Ν.Π.Ι.Δ.), δυνάμει του Β.Δ. της από 20 Δεκεμβρίου 1958, ύστερα από εξουσιοδότηση που εδόθη με την διάταξη της παρ. 2 του άρθρου 6 του Ν.Δ. 3865/1958.

Με το υπ' αριθμ. Π.Δ. 228/1999 (ΦΕΚ Α' 193/21.9.99) και κατ' επιταγή του άρθρου 2 παρ. 1 του Ν.2414/1996 «Εκσυγχρονισμός των Δημοσίων Επιχειρήσεων και Οργανισμών και άλλες διατάξεις» καθώς και του Κ.Ν. 2190/1920 «περί ανωνύμων εταιριών», ο ΟΠΑΠ μετετράπη σε Ανώνυμη Εταιρία και καταρτίστηκε το αρχικό καταστατικό του το οποίο δημοσιεύτηκε στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως την 21.9.1999. Η νέα επωνυμία του οργανισμού ορίστηκε ως «Οργανισμός Προγνωστικών Αγώνων Ποδοσφαίρου Α.Ε.» (Ο.Π.Α.Π. Α.Ε.). Το υπ' αριθ. 145562 σήμα «ΟΠΑΠ, στην Υπηρεσία του Αθλητισμού και του Πολιτισμού» (κλάσεις 16, 36 και 41) έχει γίνει δεκτό με την υπ' αριθ. 4446/2000 απόφαση της Διοικητικής Επιτροπής Σημάτων του Υπουργείου Ανάπτυξης.

Η Εταιρία είναι εγγεγραμμένη στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιριών (Μ.Α.Ε.) με αριθμό 46329/06/Β/00/15, η διάρκειά της ορίστηκε σε 100 έτη

αρχόμενη από την 21η Σεπτεμβρίου 1999 και λήγουσα την αντίστοιχη ημερομηνία του 2099.

Κατά τη διάρκεια της 1ης εταιρικής χρήσης της Εταιρίας, της χορηγήθηκε το ακόλουθο Α.Φ.Μ.: 090027346. Η ΟΠΑΠ Α.Ε. έχει εγγραφεί στο Εμπορικό και Βιομηχανικό Επιμελητήριο Αθηνών με αριθμό μητρώου 188148.

Σύμφωνα με την απόφαση της Έκτακτης Γενικής Συνέλευσης των μετοχών της Εταιρίας με ημερομηνία 23.12.2003, η έδρα της Εταιρίας μεταφέρθηκε στο Δήμο Περιστερίου Αττικής, οδός Κηφισού αριθμ. 62 η οποία ορίσθηκε με την Υπουργική απόφαση αρ. πρωτ. Κ2-268/15.1.2004, που ενέκρινε την τροποποίηση του άρθρου 3 του καταστατικού της Εταιρίας. Κατόπιν τούτου η διεύθυνση αυτή αποτελεί και την νέα διεύθυνση των γραφείων της Εταιρίας. Η Εταιρία μπορεί να ιδρύει υποκαταστήματα, πρακτορεία και γραφεία στην Ελλάδα και στην αλλοδαπή για την εξυπηρέτηση των σκοπών της.

Σκοπός της Εταιρίας σήμερα σύμφωνα με το άρθρο 2 του καταστατικού της ΟΠΑΠ Α.Ε., όπως εγκρίθηκε με την υπ' αριθ. 442/16.1.2001 (ΦΕΚ 23/16.1.2001) Κοινή Υπουργική Απόφαση των Υπουργών Εθνικής Οικονομίας - Οικονομικών και Πολιτισμού και τροποποιήθηκε στην Έκτακτη Γενική Συνέλευση των Μετόχων που πραγματοποιήθηκε την 23/1/2002 (ΦΕΚ 1802/11.3.2000), είναι:

(α) Η οργάνωση, η λειτουργία και η διεξαγωγή των παιχνιδιών ΠΡΟΠΟ, ΛΟΤΤΟ, ΠΡΟΤΟ, ΠΡΟΠΟΓΚΟΛ, ΤΖΟΚΕΡ, ΜΠΙΝΓΚΟ-ΛΟΤΤΟ, ΚΙΝΟ, SUPER 3, SUPER 4, 5 από 35, και των ΣΤΟΙΧΗΜΑΤΩΝ ΠΡΟΚΑΘΟΡΙΣΜΕΝΗΣ Η ΜΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ στα πάσης φύσεως ατομικά ή ομαδικά παιχνίδια, όπως και γεγονότων η φύση των οποίων προσφέρεται για διεξαγωγή στοιχημάτων, καθώς και άλλου τυχερού παιχνιδιού ή παιχνιδιού γνώσεων ή τεχνικού παιχνιδιού ή παιχνιδιού που στηρίζεται σε οποιονδήποτε συνδυασμό των ανωτέρω, που στο μέλλον ήθελε επιτραπεί και ανατεθεί στην Εταιρία η λειτουργία και διεξαγωγή του σε ολόκληρη τη χώρα και εκτός αυτής. Η Εταιρία λαμβάνει κάθε αναγκαίο μέτρο με το οποίο διασφαλίζεται η διαφάνεια, το αδιάβλητο, καθώς και η κανονική, απρόσκοπτη και ασφαλής διεξαγωγή των παιχνιδιών της.

(β) Η διαχείριση των παιχνιδιών τα οποία διεξάγονται από την Εταιρία, αλλά και όσων πρόκειται να διεξαχθούν στο μέλλον από την Εταιρία, ασκείται κατ' αποκλειστικότητα από αυτήν σύμφωνα με τις κείμενες διατάξεις.

(γ) Η εκπόνηση οικονομικών, οικονομοτεχνικών, τεχνικών και εμπορικών μελετών για τυχερά ή τεχνικά παιχνίδια ή παιχνίδια γνώσεων ή παιχνίδια που συνίστανται σε οποιονδήποτε συνδυασμό αυτών, για δημόσιους και ιδιωτικούς φορείς της ημεδαπής και της αλλοδαπής.

(δ) Η τεχνολογική υποστήριξη των παιχνιδιών που οργανώνει και λειτουργεί με την ανάπτυξη, εγκατάσταση, λειτουργία, διαχείριση και εκμετάλλευση νέων υπηρεσιών υψηλής τεχνολογίας, όπως η μεταφορά στοιχείων, ζωντανής εικόνας και γενικότερα ολοκληρωμένης οπτικοακουστικής πληροφορίας, στα σημεία διεξαγωγής των παιχνιδιών της Εταιρίας, αξιοποιώντας όλες τις τεχνολογικές εξελίξεις και, ιδιαίτερα, στο χώρο της πληροφορικής, των τηλεπικοινωνιών και της τηλεπληροφορικής.

(ε) Η διαφήμιση με κάθε πρόσφορο τρόπο και μέσο των παιχνιδιών που διεξάγει και η ανάληψη χορηγιών που εξυπηρετούν κοινωνικούς ή άλλους σκοπούς και συνδυάζονται με την προβολή της Εταιρίας και την προώθηση των πωλήσεων των προϊόντων της.

(στ) Εκτυπωτικές εργασίες εν γένει των δελτίων των παιχνιδιών της και λοιπών εντύπων.

(ζ) Η αξιοποίηση της υλικοτεχνικής υποδομής της Εταιρίας για την παροχή υπηρεσιών σε τρίτους.

(η) Η Εταιρία μπορεί να οργανώνει, λειτουργεί και διεξάγει παιχνίδια και σε χώρες του εξωτερικού, εφόσον αναληφθεί με οποιονδήποτε τρόπο η οργάνωση, λειτουργία και διεξαγωγή τους από την Εταιρία από φορέα χώρας του εξωτερικού, Δημόσιο ή Ιδιωτικό. Η Εταιρία στην περίπτωση αυτή λαμβάνει κάθε αναγκαίο μέτρο, προκειμένου να διασφαλίζεται η διαφάνεια, το αδιάβλητο καθώς και η κανονική και απρόσκοπτη λειτουργία των παιχνιδιών που τις ανατίθενται, με τρόπο που καθίσταται ασφαλής η διεξαγωγή τους και δεν θίγεται η φήμη και το κύρος της, στο χώρο των τυχερών παιχνιδιών, συμμορφούμενη με τις ισχύουσες διατάξεις της χώρας, στην οποία της ανατίθεται η οργάνωση, λειτουργία και διεξαγωγή οποιουδήποτε παιχνιδιού.

3.2. ΤΟ ΣΗΜΑ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΣΕ ΔΙΑΦΟΡΑ ΑΘΛΗΜΑΤΑ



αντιαεροβίωση



αεροβόλη



ζυγασκία



μπέζμπολ



σφίμμπολ



συχρονισμένη κολύμβηση



κανόε/καγιάκ σλάλομ



κανόε/καγιάκ σπριντ



τραμπολίνο



τρίathlon



βολεβόλια



μοντέρνο πένταθλο



κατοδύσεις



ισιοπολοία



κωπηλασία

3.3. Ο ΚΛΑΔΟΣ

α) Η Διεθνής Αγορά Τυχερών Παιχνιδιών

Ο κλάδος τυχερών παιχνιδιών διαιρείται σε τρεις τομείς διεθνώς. Οι τομείς αυτοί είναι ο τομέας των λαχείων, ο τομέας των καζίνο και ο τομέας των στοιχημάτων (για παράδειγμα, στοιχήματα επί αθλητικών γεγονότων). Η Εταιρία δραστηριοποιείται σήμερα στους τομείς των λαχείων και των στοιχημάτων.

Ο τομέας των λαχείων περιλαμβάνει τα λαχεία «ενεργητικής συμμετοχής» και τα λαχεία «παθητικής συμμετοχής». Στα λαχεία «ενεργητικής συμμετοχής» οι παίκτες στοιχηματίζουν επιλέγοντας ένα συγκεκριμένο αριθμό ή σειρές αριθμών από την πλειάδα των αριθμών που είναι τυπωμένοι στο δελτίο. Στα λαχεία «παθητικής συμμετοχής» οι παίκτες στοιχηματίζουν επιλέγοντας ένα λαχείο από μία πλειάδα ήδη εκτυπωμένων λαχείων. Τα λαχεία «ενεργητικής συμμετοχής» διεξάγονται συνήθως μέσω ενός δικτύου τερματικών μηχανών εγκατεστημένων στα πρακτορεία, οι οποίες συνδέονται με την κεντρική βάση δεδομένων μέσω τηλεφωνικών γραμμών που προορίζονται αποκλειστικά για τη χρήση αυτή. Τα λαχεία «παθητικής συμμετοχής» διατίθενται συνήθως μέσω δικτύου πρακτόρων.

β) Η Ελληνική Αγορά Τυχερών Παιχνιδιών

Το σύνολο της νόμιμης αγοράς των τυχερών παιχνιδιών στην Ελλάδα ανήλθε το 2004 σε 5,8 δισ. Ευρώ περίπου αντιπροσωπεύοντας το 3,8% του Α.Ε.Π. του 2003 σε τρέχουσες τιμές, ή 532 Ευρώ κατά κεφαλήν.

Όπως και στις περισσότερες Ευρωπαϊκές χώρες, το Ελληνικό Δημόσιο συνεχίζει να ελέγχει πλήρως τον εγχώριο τομέα τυχερών παιχνιδιών. Το Ελληνικό Δημόσιο εκδίδει το ΚΡΑΤΙΚΟ ΛΑΧΕΙΟ και το ΛΑΪΚΟ ΛΑΧΕΙΟ μέσω του Οργανισμού Κρατικών Λαχείων, τα οποία αποτελούν πρόσθετες πηγές ανταγωνισμού. Επιπρόσθετα, το Ελληνικό Δημόσιο δεν έχει παραχωρήσει ακόμα το δικαίωμα εκμετάλλευσης του Στιγμιαίου Λαχείου («ΞΥΣΤΟ») στην Ελλάδα. Το ανωτέρω δικαίωμα παραχώρησης έληξε τον Σεπτέμβριο του 2003.

Τα αμοιβαία στοιχήματα επί εγχώριων ιπποδρομιών διενεργούνται από την κρατική εταιρία Ο.Δ.Ι.Ε. Α.Ε. (Οργανισμός Διεξαγωγής Ιπποδρομιών

Ελλάδος) και εποπτεύονται από το Ελληνικό Δημόσιο. Τα στοιχήματα προκαθορισμένης απόδοσης επί ελληνικών ιπποδρομιών και τα στοιχήματα επί διεθνών ιπποδρομιών, είναι επί του παρόντος παράνομα στην Ελλάδα.

Σημαντική επίδραση στην διαμόρφωση του κλάδου των τυχερών παιχνιδιών στην Ελλάδα την τελευταία δεκαετία είχαν η εισαγωγή νέων τυχερών παιχνιδιών από την ΟΠΑΠ Α.Ε. και η παραχώρηση αδειών ίδρυσης και εκμετάλλευσης ιδιωτικών καζίνο. Μετά την χορήγηση αδειών ιδιωτικών Καζίνο το 1995, στην Ελλάδα λειτουργούν εννέα Καζίνο, η πλειοψηφία των οποίων είναι ιδιωτικά.

ΜΕΡΙΔΙΑ ΑΓΟΡΑΣ ΤΥΧΕΡΩΝ ΠΑΙΧΝΙΔΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ (ΣΕ %)					
	2000	2001	2002	2003	2004
ΟΠΑΠ Α.Ε.	37,87	41,53	42,03	49,02	52,58
ΚΡΑΤΙΚΑ ΛΑΧΕΙΑ-ΞΥΣΤΟ	12,59	11,70	10,98	10,16	6,46
ΙΠΠΟΔΡΟΜΟΣ	9,28	8,21	7,31	7,65	5,63
ΚΑΖΙΝΟ	40,26	38,55	39,68	33,17	35,33
ΣΥΝΟΛΟ ΚΛΑΔΟΥ	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

3.4. ΤΑ ΠΑΙΧΝΙΔΙΑ

Η ΟΠΑΠ Α.Ε. δραστηριοποιείται στους τομείς των λαχείων και των παιχνιδιών πρόγνωσης. Έτσι, προσφέρει στην ελληνική αγορά τυχερών παιχνιδιών τρεις κατηγορίες προϊόντων:

- **Αριθμολαχεία**

Αριθμολαχεία είναι τα παιχνίδια τύχης που αφορούν στη σωστή πρόβλεψη τυχαίων αριθμών που προκύπτουν είτε από μηχανική είτε από ηλεκτρονική κληρωτίδα.



Από τις 5/12/90 λειτουργεί το αριθμολαχείο ΛΟΤΤΟ. Είναι ένα παιχνίδι τύχης με επιλογή αριθμών που αφορά στην ακριβή πρόβλεψη 6 αριθμών που

κληρώνονται από μία σειρά 49 αριθμών, από το 1 μέχρι και το 49, καθώς επίσης και ενός πρόσθετου αριθμού (έβδομος) ο οποίος κληρώνεται στην συνέχεια από τους εναπομείναντες από την ίδια σειρά των 49 αριθμών και αφορά μόνον στη δεύτερη κατηγορία επιτυχιών, δηλαδή στην κατηγορία 5+1. Κερδίζουν όσοι προβλέπουν σωστά 6 ή 5 ή 4 ή 3 αριθμούς από τους 6 πρώτους που κληρώνονται. Επίσης κερδίζουν όσοι προβλέπουν σωστά 5 αριθμούς από τους 6 πρώτους που κληρώνονται και τον έβδομο. Οι κληρώσεις πραγματοποιούνται δύο φορές την εβδομάδα και το αντίτιμο συμμετοχής ανά στήλη είναι 0,50 ευρώ.



Από τις 10/6/92 λειτουργεί το αριθμολαχείο ΠΡΟΤΟ. Είναι ένα παιχνίδι τύχης που αφορά στην ακριβή και κατά σειρά πρόβλεψη των ψηφίων ενός επταψήφιου αριθμού από το 0.000.000 έως το 9.999.999 ο οποίος προκύπτει μετά από κλήρωση. Κερδίζουν εκείνοι που ο αριθμός με τον οποίον συμμετέχουν στο παιχνίδι ταυτίζεται είτε και με τα 7 ψηφία είτε με τα 6 ή 5 ή 4 ή 3 ή 2 πρώτα ή τελευταία ψηφία του κληρωθέντος αριθμού. Οι κληρώσεις πραγματοποιούνται δύο φορές την εβδομάδα και το αντίτιμο συμμετοχής ανά στήλη είναι 0,50 ευρώ.



Από τις 16/11/97 λειτουργεί το αριθμολαχείο ΤΖΟΚΕΡ. Είναι ένα παιχνίδι τύχης με επιλογή αριθμών από δύο πεδία. Αφορά στην ακριβή πρόβλεψη 5 αριθμών που κληρώνονται από μία σειρά 45 αριθμών (1- 45), και 1 αριθμού που κληρώνεται από μία δεύτερη σειρά 20 αριθμών (1- 20). Κερδίζουν όσοι προβλέψουν σωστά είτε τους 5 ή 4 ή 3 ή 2 ή 1 από τους κληρωθέντες του πρώτου πεδίου των 45 αριθμών και τον αριθμό του δεύτερου πεδίου, είτε τους 5 ή 4 ή 3 από τους κληρωθέντες του πρώτου πεδίου μόνο. Οι κληρώσεις πραγματοποιούνται δύο φορές την εβδομάδα και το αντίτιμο συμμετοχής ανά στήλη είναι 0,50 ευρώ.



Από τις 25/11/2002 λειτουργεί το αριθμολαχείο προκαθορισμένης απόδοσης SUPER 3. Είναι ένα παιχνίδι τύχης που αφορά στην πρόβλεψη καθορισμένων ψηφίων - ανάλογα με τον τύπο του παιχνιδιού - ενός τριψήφιου αριθμού, ο οποίος προκύπτει κάθε φορά μετά από κλήρωση. Σε κάθε κλήρωση κληρώνεται ένας τριψήπιος αριθμός από το 000 μέχρι και το 999 που αποτελεί την νικήτρια στήλη. Οι κληρώσεις πραγματοποιούνται τρεις φορές την ημέρα κάθε ημέρα και το αντίτιμο συμμετοχής ανά στήλη είναι 0,50 ευρώ.



Από τις 25/11/2002 λειτουργεί το αριθμολαχείο προκαθορισμένης απόδοσης EXTRA 5. Είναι ένα παιχνίδι τύχης που αφορά στην ακριβή πρόβλεψη 5 αριθμών που κληρώνονται από μία σειρά 35 αριθμών, από το 1 έως και το 35. Κερδίζουν όσοι προβλέψουν σωστά 5 ή 4 ή 3 αριθμούς από αυτούς που κληρώνονται. Οι κληρώσεις πραγματοποιούνται μια φορά την ημέρα κάθε ημέρα και το αντίτιμο συμμετοχής ανά στήλη είναι 0,50 ευρώ.



Από τις 4/10/04 λειτουργεί Πανελλαδικά το αριθμολαχείο προκαθορισμένης απόδοσης KINO. Είναι ένα παιχνίδι τύχης που αφορά στην ακριβή πρόβλεψη 1 έως και 12 αριθμών – ανάλογα με τον αντίστοιχο τύπο του παιχνιδιού – από ένα σύνολο 20 αριθμών που προκύπτουν κάθε φορά μετά από κλήρωση από μία σειρά αριθμών από το 1 έως και το 80. Οι κληρώσεις πραγματοποιούνται κάθε 5 λεπτά, το πρωί από 10:00 έως 15:00 και το απόγευμα από 17:00 έως 21:00 τις καθημερινές, ενώ το Σάββατο & Κυριακή από 10:00 έως 21:00 συνεχόμενα. Το αντίτιμο συμμετοχής ανά στήλη είναι 0,50 ευρώ.

- **Αμοιβαία παιχνίδια πρόγνωσης αποτελεσμάτων ποδοσφαίρου**

Τα αμοιβαία παιχνίδια πρόγνωσης αποτελεσμάτων ποδοσφαίρου στηρίζονται στη σωστή πρόβλεψη αποτελεσμάτων ενός συνδυασμού αγώνων ποδοσφαίρου.



Από την 1/3/1959 λειτουργεί το αμοιβαίο παιχνίδι πρόγνωσης αποτελεσμάτων ποδοσφαίρου ΠΡΟΠΟ με την αρχική του μορφή και από τις 7/3/2006 ως ΠΡΟΠΟ 14&7. Το παιχνίδι ΠΡΟΠΟ δίνει τη δυνατότητα στους παίκτες να προβλέψουν τα αποτελέσματα μιας σειράς ποδοσφαιρικών αγώνων από Ελληνικές και διεθνείς διοργανώσεις. Οι αγώνες που απαρτίζουν το δελτίο προγνωστικών κάθε διαγωνισμού επιλέγονται μετά από εισήγηση της Ειδικής Επιτροπής Σύνθεσης Δελτίου. Το ΠΡΟΠΟ 14&7 -ανάλογα με τον τύπο παιχνιδιού που επιλέγει ο συμμετέχων - αφορά στην ακριβή πρόγνωση του αποτελέσματος είτε μόνο των δεκατεσσάρων (14) ποδοσφαιρικών αγώνων που ορίζονται σε κάθε διαγωνισμό του παιχνιδιού είτε των επτά (7) πρώτων ποδοσφαιρικών αγώνων της ίδιας σειράς των δεκατεσσάρων (14) αγώνων του δελτίου. Ως αποτέλεσμα αγώνα θεωρείται είτε η νίκη της πρώτης ομάδας (σύμβολο 1) είτε η νίκη της δεύτερης ομάδας (σύμβολο 2) είτε η ισοπαλία (σύμβολο Χ). Οι διαγωνισμοί του παιχνιδιού διεξάγονται τρεις φορές την εβδομάδα, τις ημέρες Τετάρτη, Σάββατο και Κυριακή. Το αντίτιμο συμμετοχής ανά στήλη είναι 0,25 ευρώ.



Από τις 3 Μαρτίου 1996 λειτουργεί το αμοιβαίο παιχνίδι πρόγνωσης αποτελεσμάτων ποδοσφαίρου ΠΡΟΠΟ-ΓΚΟΛ. Αφορά στην πρόβλεψη οκτώ (8) ποδοσφαιρικών αγώνων στους οποίους θα σημειωθεί ο μεγαλύτερος αθροιστικά αριθμός τερμάτων από ένα πλήθος τριάντα (30) αγώνων που δημοσιεύονται στο δελτίο και φέρουν αρίθμηση από 1 έως 30. Οι αγώνες που απαρτίζουν το δελτίο προγνωστικών κάθε διαγωνισμού προέρχονται από Ελληνικές και διεθνείς διοργανώσεις και επιλέγονται μετά από εισήγηση της Ειδικής Επιτροπής Σύνθεσης Δελτίου. Οι διαγωνισμοί του παιχνιδιού

διεξάγονται μια φορά την εβδομάδα, κάθε Κυριακή. Το αντίτιμο συμμετοχής ανά στήλη είναι 0,25 ευρώ.

- **Στοιχήματα προκαθορισμένης/μεταβλητής απόδοσης**

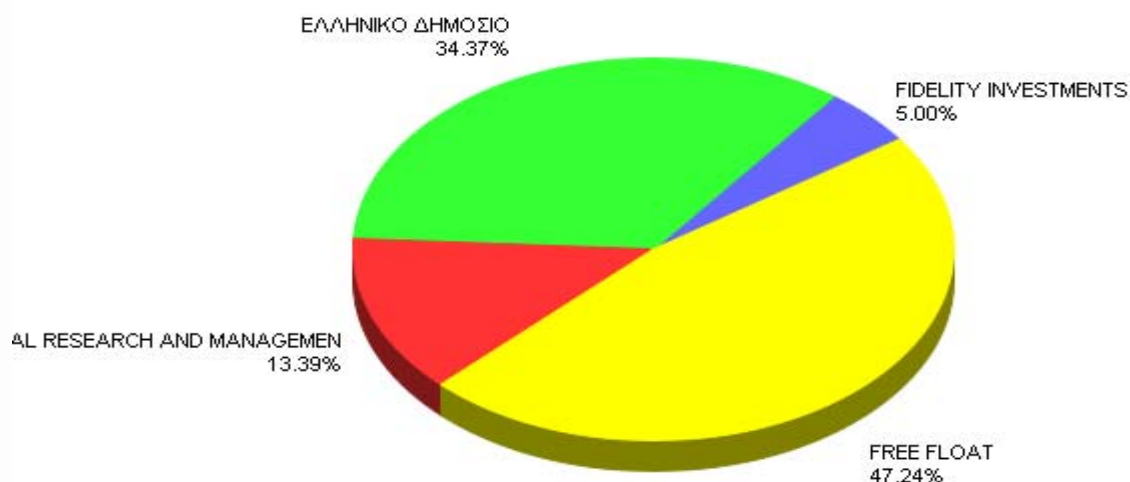
Τα παιχνίδια στοιχηματισμού προκαθορισμένης απόδοσης στηρίζονται στη σωστή πρόβλεψη αποτελεσμάτων ενός συνδυασμού γεγονότων.



Το ΣΤΟΙΧΗΜΑ λειτουργεί από 29-1-2000, είναι ένα παιχνίδι στοιχήματος προκαθορισμένης απόδοσης (όπου η απόδοση κερδών είναι προκαθορισμένη και γνωστή στους παίκτες πριν στοιχηματίσουν) ή μεταβλητής απόδοσης (όπου η απόδοση κερδών μεταβάλλεται σύμφωνα με τα ποσά που στοιχηματίζονται και γνωστοποιείται στους παίκτες μόνο μετά τη λήξη της περιόδου στοιχηματισμού). Τα στοιχήματα προκαθορισμένης ή μεταβλητής απόδοσης "Αποτελέσματα Αθλητικών ή μη Αθλητικών Γεγονότων" βασίζονται στα πάσης φύσεως ατομικά ή ομαδικά παιχνίδια (για παράδειγμα Formula 1, ποδοσφαιρικοί αγώνες, αγώνες καλαθοσφαίρισης, διεθνείς αγώνες αντισφαίρισης και άλλα αθλητικά γεγονότα), καθώς επίσης και σε γεγονότα, η φύση των οποίων προσφέρεται για διεξαγωγή στοιχήματος. Το αντίτιμο συμμετοχής είναι 0,30 ευρώ.

3.5. ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΣΥΝΘΕΣΗ (Μέτοχοι με ποσοστό άνω του 5%)

Μέτοχος	Ποσοστό	Αξία (€)	Αρ. Μετ.	Τελ. Μεταβ.
<u>CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY</u> [1]	13,39%	885,7 εκ.	42,7 εκ.	23/3/2009
ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΔΗΜΟΣΙΟ	34,37%	2,3 δις.	109,6 εκ.	20/7/2005
FIDELITY INVESTMENTS [2]	5,00%	330,8 εκ.	16 εκ.	5/9/2003
FREE FLOAT	47,24%	3,1 δις.	150,7 εκ.	-
ΣΥΝΟΛΟ	100%	6,6 δις.	319 εκ.	-



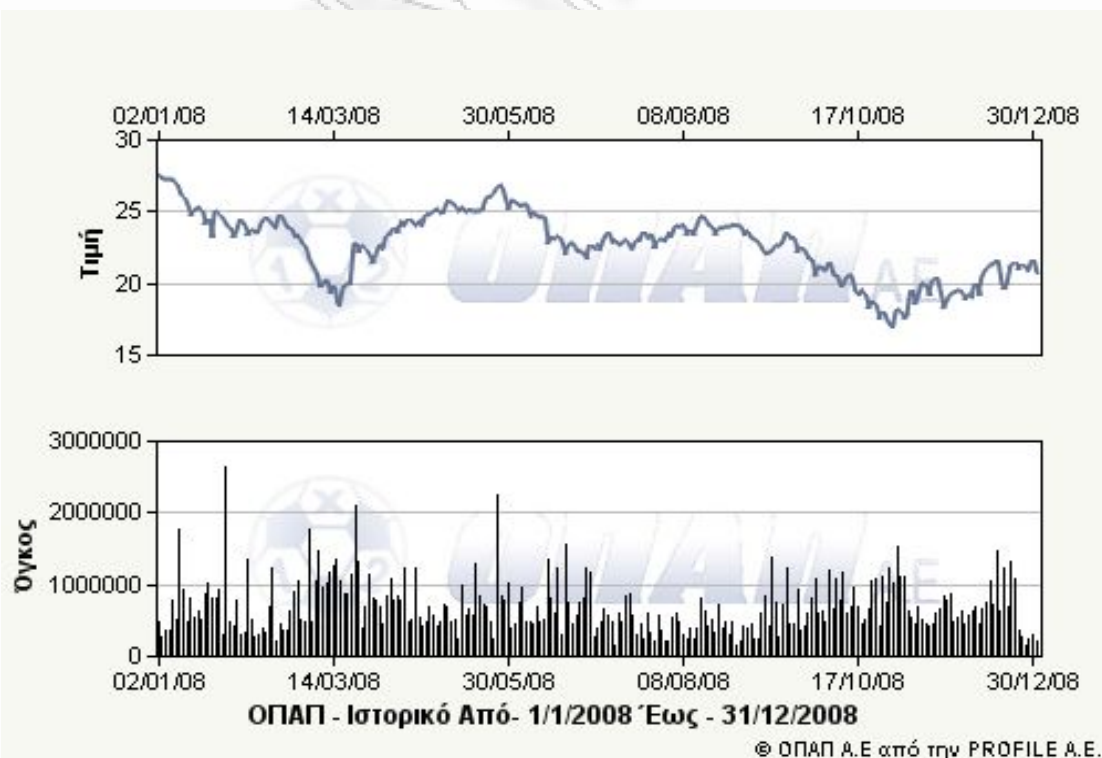
Παρατηρήσεις:

[1] Στο ανωτέρω ποσοστό, ήτοι 13,3874%, συμπεριλαμβάνεται και ποσοστό 5,148%, που κατέχει άμεσα η ελεγχόμενη εταιρία Capital Income Builder.

[2] Στο ανωτέρω ποσοστό, ήτοι 5%, συμπεριλαμβάνεται η συμμετοχή σε επίπεδο δικαιωμάτων ψήφου των εταιριών FIDELITY MANAGEMENT & RESEARCH COMPANY (FMR Co), FIDELITY MANAGEMENT TRUST COMPANY (FMTC) και FIDELITY INTERNATIONAL LIMITED (FIL)

3.6. ΙΣΤΟΡΙΚΑ ΓΡΑΦΗΜΑΤΑ

ΙΣΤΟΡΙΚΟ ΓΡΑΦΗΜΑ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ ΤΟΥ ΟΠΑΠ 2008



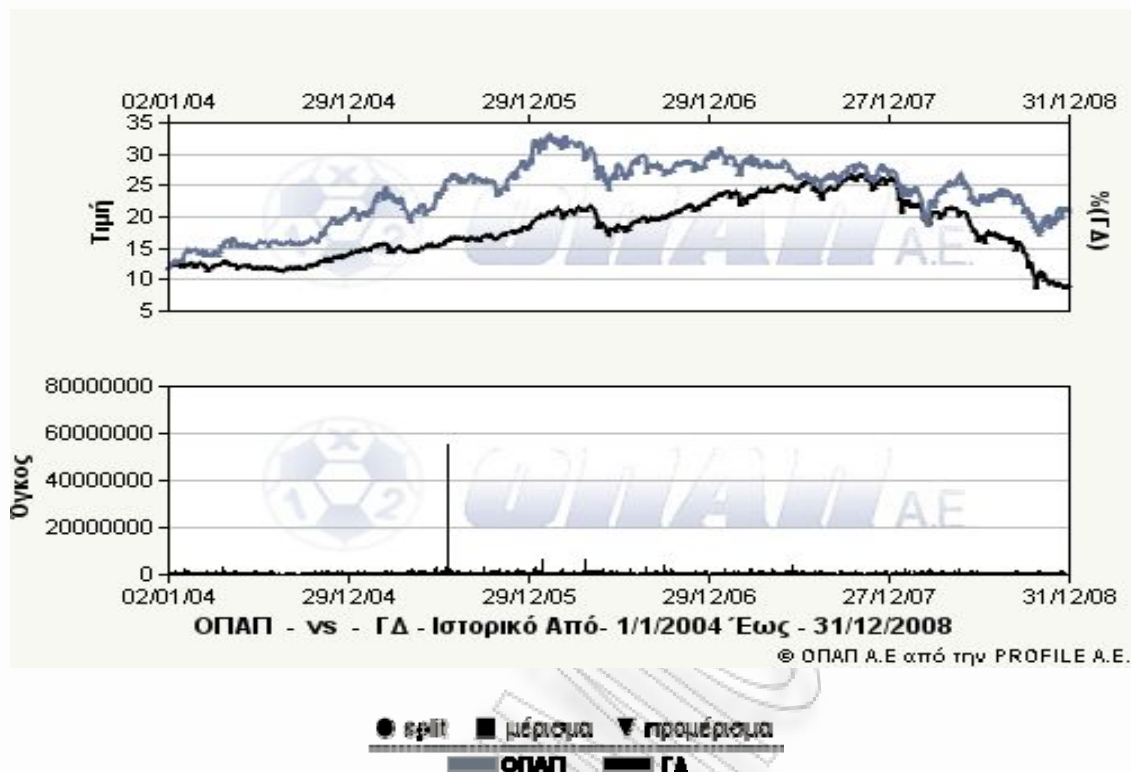
ΙΣΤΟΡΙΚΟ ΓΡΑΦΗΜΑ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ ΤΟΥ ΟΠΑΠ 2004 - 2008



ΙΣΤΟΡΙΚΟ ΓΡΑΦΗΜΑ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ ΤΟΥ ΟΠΑΠ ΣΕ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΤΟΝ ΓΕΝΙΚΟ ΔΕΙΚΤΗ 2008



ΙΣΤΟΡΙΚΟ ΓΡΑΦΗΜΑ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ ΤΟΥ ΟΠΑΠ ΣΕ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΤΟΝ ΓΕΝΙΚΟ ΔΕΙΚΤΗ 2004-2008



3.7. ΑΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΧΡΗΣΗΣ 2008

Εξέλιξη – Μεταβολές οικονομικών μεγεθών, Επιδόσεις

Σε επίπεδο Ομίλου, τα οικονομικά μεγέθη, του οποίου προσδιορίζονται κατά κύριο λόγο από τα μεγέθη της μητρικής εταιρείας, έχουν ως ακολούθως:

1. Ο κύκλος εργασιών, στον οποίο περιλαμβάνονται: α) οι πωλήσεις από τη διεξαγωγή των παιχνιδιών στη χρήση 2008 ποσού € 5.517.151 χιλ. και β) οι πωλήσεις από τη δραστηριότητα της θυγατρικής ΟΠΑΠ ΠΑΡΟΧΗΣ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ Α.Ε. που αφορούσε στην παροχή υπηρεσιών για την διεξαγωγή του Παγκόσμιου Συνεδρίου Λοταριών (WLA), ποσού € 2.440 χιλ., ανήλθε σε € 5.519.591 χιλ. έναντι € 5.065.751 χιλ. την χρήση 2007, παρουσιάζοντας αύξηση σε ποσοστό 8,96%, η οποία αντανακλά: α) την αύξηση των πωλήσεων του παιχνιδιού ΚΙΝΟ κατά 16,83% και β) την αύξηση των πωλήσεων του παιχνιδιού «ΠΑΜΕ ΣΤΟΙΧΗΜΑ» κατά 3,18%.

2. Τα μικτά κέρδη ανήλθαν στο ποσό των € 1.155.861 χιλ. έναντι € 1.021.893 χιλ. τη χρήση 2007, παρουσιάζοντας αύξηση σε ποσοστό 13,11%.

3. Τα λειτουργικά κέρδη προ αποσβέσεων, χρηματοοικονομικών και φόρων (EBITDA) ανήλθαν στο ποσό των € 1.056.724 χιλ. έναντι € 810.004 χιλ. τη χρήση 2007, παρουσιάζοντας αύξηση σε ποσοστό 30,46%. Η αύξηση των λειτουργικών κερδών προ αποσβέσεων, χρηματοοικονομικών και φόρων (EBITDA) σε ποσοστό μεγαλύτερο από την αύξηση των πωλήσεων και η αύξηση των αντίστοιχων περιθωρίων, είναι αποτέλεσμα του περιορισμού ορισμένων λειτουργικών δαπανών όπως η μείωση των αποδιδόμενων ποσών στους νικητές του «ΠΑΜΕ ΣΤΟΙΧΗΜΑ» εξ' αιτίας της αποτελεσματικότερης διαχείρισης του παιχνιδιού καθώς και η μείωση των ποσών που διατίθενται για τη διαφήμιση των παιχνιδιών.

4. Τα κέρδη προ φόρων παρουσίασαν αύξηση σε ποσοστό 27,99% και διαμορφώθηκαν στο ποσό των € 993.963 χιλ. έναντι € 776.622 χιλ. τη χρήση 2007.

5. Τα καθαρά κέρδη παρουσίασαν αύξηση σε ποσοστό 27,48% και ανήλθαν στο ποσό των € 728.488 χιλ. έναντι € 571.437 χιλ. τη χρήση 2007.

6. Το κόστος πωλήσεων ανήλθε στο ποσό των € 4.363.730 χιλ. έναντι 4.043.858 χιλ. τη χρήση 2007, παρουσιάζοντας αύξηση κατά 7,91%, ποσοστό χαμηλότερο σε σχέση με το ποσοστό αύξησης των πωλήσεων (8,96%), κυρίως λόγω του χαμηλότερου ποσοστού των κερδών νικητών επί των πωλήσεων του παιχνιδιού «ΠΑΜΕ ΣΤΟΙΧΗΜΑ», σε σχέση με το αντίστοιχο 96,0 ποσοστό της συγκρινόμενης χρήσης 2007 (66,55% τη χρήση 2008 έναντι 71,21% τη χρήση του 2007).

7. Τα έξοδα διοίκησης, διάθεσης καθώς και τα λοιπά έξοδα ανήλθαν συνολικά στο ποσό των € 200.983 χιλ. έναντι € 259.064 χιλ. τη χρήση 2007, παρουσιάζοντας μείωση 22,42%. Μείωση κατά 31,87% εμφανίζουν τα έξοδα διάθεσης τα οποία κατά κύριο λόγο αφορούν στη μητρική εταιρεία. Η μείωση αυτή οφείλεται κατά κύριο λόγο στην μείωση των οικονομικών ενισχύσεων και των ποσών που διατίθενται για τη διαφήμιση των παιχνιδιών.

8. Τα καθαρά χρηματοοικονομικά αποτελέσματα παρουσίασαν αύξηση κατά 134,38%. Η αύξηση αυτή αποδίδεται στους υψηλότερους πιστωτικούς τόκους, λόγω της αύξησης των διαθεσίμων και του μέσου επιτοκίου στη χρήση 2008.

9. Οι αποσβέσεις αυξήθηκαν σε ποσοστό 102,08%, ανερχόμενες στο ποσό των € 96.855 χιλ. έναντι € 47.929 χιλ. της χρήσης 2007. Η αύξηση αυτή

οφείλεται στις αποσβέσεις που προέκυψαν από τις άδειες χρήσης των λογισμικών και του τεχνολογικού εξοπλισμού του Ιδιωτικού Συμφωνητικού με την κοινοπραξία INTPALOT A.E. της 31.7.2007 καθώς και στην μεταβολή της εκτίμησης της ωφέλιμης ζωής της αποκτηθείσας τεχνογνωσίας βάσει του Ιδιωτικού Συμφωνητικού με την κοινοπραξία INTPALOT A.E. της 23.11.2006 για το παιχνίδι «ΠΑΜΕ ΣΤΟΙΧΗΜΑ».

10. Οι ταμειακές ροές του Ομίλου προσδιορίζονται κατά κύριο λόγο από τις ταμειακές ροές της μητρικής εταιρείας.

α) Οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες στη χρήση 2008 αυξήθηκαν κατά 21,59% (ποσοστό μικρότερο της λειτουργικής κερδοφορίας 30,46%), στο ποσό των € 856.523 χιλ. έναντι €704.438 χιλ. της χρήσης 2007, κυρίως λόγω:

- της πληρωμής ποσού € 25 εκ. για την οικονομική ενίσχυση των πυρόπληκτων περιοχών, ποσό που βάρυνε τα αποτελέσματα της χρήσης 2007 και
- των αυξημένων εισροών στη χρήση 2007 από την είσπραξη απαιτήσεων από τους πράκτορες και την Εταιρεία Στοιχημάτων μετά την ολοκλήρωση του μεταξύ μας Ιδιωτικού Συμφωνητικού στις 29.1.2007.

β) Στη χρήση 2008 οι εισροές από επενδυτικές δραστηριότητες (€ 34.451 χιλ.), αντανakλούν κυρίως αυξημένους πιστωτικούς τόκους, ενώ στη χρήση 2007 οι εκροές από επενδυτικές δραστηριότητες (€61.415 χιλ.) αντανakλούν τη ληφθείσα τεχνογνωσία από το εξάμηνο Ιδιωτικό Συμφωνητικό της 23.11.2006 με την κοινοπραξία INTPALOT A.E. (€ 77.350 χιλ.) που εν μέρει αντισταθμίζεται από πιστωτικούς τόκους (€ 18.314 χιλ.).

γ) Οι ταμειακές εκροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες ανήλθαν σε €677.446 χιλ. από €534.289 χιλ. την χρήση 2007 και αφορούν κυρίως στην καταβολή του υπόλοιπου μερίσματος 2007 και προμερίσματος 2008 και πληρωμές δόσεων της χρηματοδοτικής μίσθωσης βάσει του τριετούς Ιδιωτικού Συμφωνητικού της 31.7.2007 με την κοινοπραξία INTPALOT A.E.

3.8. ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΓΙΑ ΤΟ ΕΤΟΣ 2009

Οι στόχοι του Ομίλου για το έτος 2009 είναι:

A) Η ολοκλήρωση της αναδιοργάνωσης της ΟΠΑΠ Α.Ε. και της ΟΠΑΠ ΠΑΡΟΧΗΣ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ Α.Ε. σύμφωνα με το οργανωτικό μοντέλο που επελέγη.

Η νέα οργανωτική δομή της ΟΠΑΠ Α.Ε. και της ΟΠΑΠ ΠΑΡΟΧΗΣ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ Α.Ε. αποσκοπεί στην αποτελεσματικότερη οργάνωση, αναδιάταξη και επανακαθορισμό των ροών εργασιών των δύο εταιρειών, προκειμένου αυτές να λειτουργούν αποτελεσματικά και συμπληρωματικά μεταξύ τους, βάσει διεθνών προτύπων οργάνωσης, λειτουργίας και εταιρικής διακυβέρνησης. Ήδη ορίστηκαν οι Γενικοί Διευθυντές και οι Διευθυντές που θα στελεχώσουν την μητρική εταιρεία και την θυγατρική της, ΟΠΑΠ ΠΑΡΟΧΗΣ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ Α.Ε.

Η ΟΠΑΠ ΠΑΡΟΧΗΣ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ Α.Ε. θα αναλάβει την διαχείριση του δικτύου πρακτορείων Ν. και Β. Ελλάδας της ΟΠΑΠ Α.Ε., τις Διευθύνσεις Υποστηρικτικών Υπηρεσιών, Μελετών-Διαχείρισης Τεχνικών Έργων και Αθλητικών και Πολιτιστικών Εκδηλώσεων καθώς και την ολοκλήρωση του έργου παροχής συμβουλευτικών υπηρεσιών προς την ΟΠΑΠ ΚΥΠΡΟΥ LTD για την παρακολούθηση και υλοποίηση του έργου διαμόρφωσης ενιαίας εταιρικής εικόνας των πρακτορείων της.

B) Η υπογραφή συμβάσεων με τους πράκτορες.

Ήδη το συμβατικό κείμενο έχει συμφωνηθεί, οι απαραίτητες εγκρίσεις από τις αρμόδιες διοικητικές αρχές έχουν ληφθεί και αναμένεται η υπογραφή των ατομικών συμβάσεων.

Γ) Η γεωγραφική επέκταση.

Η ΟΠΑΠ συμμετέχοντας σε κοινοπρακτικό σχήμα με τρεις τοπικούς εταίρους, έχει ήδη προεπιλεγεί για να συμμετάσχει στον διαγωνισμό αποκρατικοποίησης της Τουρκικής Λοταρίας – Εθνικού Λαχείου. Ήδη προετοιμάζεται η προσφορά, η οποία με το υπάρχον χρονοδιάγραμμα πρόκειται να υποβληθεί στις 15 Απριλίου 2009.

Δ) Η απόκτηση ποσοστού συμμετοχής των θυγατρικών ΟΠΑΠ International Ltd και ΟΠΑΠ Κύπρου Ltd της «NEUROSOFT A.E. ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ ΛΟΓΙΣΜΙΚΟΥ».

Στις 24.2.2009 η ΟΠΑΠ Α.Ε. ανακοίνωσε ότι οι εδρεύουσες στην Κύπρο κατά 100% θυγατρικές της εταιρείες ΟΠΑΠ International Ltd και ΟΠΑΠ Κύπρου Ltd απέκτησαν ποσοστό 30,50% και 5,50% αντίστοιχα του μετοχικού κεφαλαίου της ανώνυμης εταιρείας με την επωνυμία «NEUROSOFT A.E. ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ ΛΟΓΙΣΜΙΚΟΥ», ήτοι συνολικό ποσοστό 36%. Η συνεργασία με την εν λόγω εταιρεία ήρθε μετά από πολυετή σχέση, η οποία ξεκίνησε με την προμήθεια και υποστήριξη μιας ολοκληρωμένης εφαρμογής για την αξιοποίηση επιχειρησιακών δεδομένων της ΟΠΑΠ ΑΕ. (Datawarehouse). Σε συνέχεια αυτής της συνεργασίας η εταιρεία αγόρασε από την NEUROSOFT A.E. το προϊόν BOLT (Betting Operation Liability Toolbox), ένα σύστημα που χρησιμοποιείται στη διαχείριση ρίσκου για την παρακολούθηση σε πραγματικό χρόνο (real time) του εν δυνάμει παθητικού της εμπορικής δραστηριότητας της εταιρείας (συγκεκριμένα για το παιχνίδι «Πάμε Στοίχημα»), προϊόν βασισμένο στις ανάγκες της ΟΠΑΠ Α.Ε.

Ε) Η διαμόρφωση του ποσοστού των κερδών επί του κύκλου εργασιών με βάση τον καλό σχεδιασμό και την αποτελεσματική διαχείριση ρίσκου για τα παιχνίδια προκαθορισμένης απόδοσης.

3.9. ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΤΩΝ ΚΥΡΙΟΤΕΡΩΝ ΚΙΝΔΥΝΩΝ ΚΑΙ ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΩΝ

Στη συνέχεια παραθέτουμε τους κυριότερους κινδύνους και τις αβεβαιότητες στις οποίες ενδεχομένως να εκτεθεί ο Όμιλος.

1) Ανταγωνισμός από άλλες επιχειρήσεις τυχερών παιχνιδιών καθώς και από παράνομο στοιχηματισμό.

Η αγορά των τυχερών παιχνιδιών και στοιχημάτων στην οποία δραστηριοποιείται η εταιρεία είναι ιδιαίτερα ανταγωνιστική από φορείς που νόμιμα λειτουργούν στην Ελλάδα (καζίνο, λαχεία, ιππόδρομος), από επιχειρήσεις που διεξάγουν παράνομα τυχερά παιχνίδια μέσω του διαδικτύου αλλά και από παράνομους ιδιώτες πράκτορες στοιχημάτων.

Ο Όμιλος για να περιορίσει τις επιπτώσεις από αυτές τις παράνομες δραστηριότητες δρα συντονισμένα και συστηματικά στο πλαίσιο της Επιτροπής Αντιμετώπισης Παράνομου Στοιχήματος στην οποία συμμετέχουν και θεσμοθετημένα όργανα της πολιτείας.

2) Κίνδυνος από τις επιπτώσεις στην ελληνική οικονομία λόγω της αρνητικής οικονομικής συγκυρίας.

Εκτιμάται από τους αναλυτές διεθνώς ότι το έτος 2009 θα είναι μια δύσκολη περίοδος για την παγκόσμια αλλά και την ελληνική οικονομία, με την κρίση να επηρεάζει αρνητικά τις περισσότερες επιχειρήσεις. Σε ότι αφορά στην ΟΠΑΠ Α.Ε., σύμφωνα με τα μέχρι στιγμής διαθέσιμα στοιχεία η κρίση δεν την έχει επηρεάσει. Δεν αποκλείεται, βέβαια, εφόσον μειωθεί το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα να υπάρξει κάμψη του κύκλου εργασιών των παιχνιδιών της εταιρείας.

3) Συναλλαγματικός κίνδυνος

Δεδομένου ότι η εταιρεία μέχρι σήμερα δραστηριοποιείται, πέραν της Ελλάδος, μόνο στην Κύπρο (περίπου το 3,4% των πωλήσεων) και από 1.1.2008 το νόμισμα της Κύπρου είναι ευρώ, δεν υφίσταται κανένας κίνδυνος. Επίσης δεν έχουν καταρτιστεί μεγάλες συμβάσεις με προμηθευτές σε άλλο νόμισμα πέραν του ευρώ.

Ενδεχόμενη επιτυχία στην τουρκική αγορά μέσω του κοινοπρακτικού σχήματος καθιστά πιθανή τη δημιουργία συναλλαγματικού κινδύνου για τον οποίον όμως ήδη λαμβάνεται μέριμνα για την αντιμετώπιση του κατά την προετοιμασία της υποβολής της τελικής προσφοράς.

4) Πιστωτικός κίνδυνος

Οι πωλήσεις γίνονται μέσω εκτεταμένου δικτύου πρακτόρων. Ο μέσος χρόνος συλλογής των εισπράξεων είναι τρεις ημέρες περίπου. Ο βασικός πιστωτικός κίνδυνος του Ομίλου, ο οποίος δεν θεωρείται σημαντικός προέρχεται από επισφαλείς απαιτήσεις από πράκτορες καθώς και από τις οφειλές πρακτόρων στις οποίες έχουν γίνει έντοκες ρυθμίσεις. Πολιτική της εταιρείας είναι να παρακολουθεί διαρκώς τις συναλλαγές με τους πράκτορες

με τη θέσπιση ορίου χρεωστικού υπολοίπου ανά πράκτορα το οποίο ο πράκτορας δεν μπορεί να υπερβεί σε καμία χρονική στιγμή.

Δυνητικά πιστωτικός κίνδυνος θα μπορούσε να προκύψει και με τα διαθέσιμα της εταιρείας, στην περίπτωση που κάποιο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα εκδηλώσει αδυναμία να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του. Για την ελαχιστοποίηση αυτού του κινδύνου ο Όμιλος έχει θέσει όρια τα οποία αποτελούν τα μέγιστα ποσά τοποθέτησης ανά χρηματοπιστωτικό ίδρυμα.

5) Κίνδυνος ρευστότητας

Η μέθοδος διανομής των κερδών στους νικητές των παιχνιδιών του Ομίλου, διασφαλίζει την επάρκεια των διαθεσίμων, διατηρώντας τον κίνδυνο ρευστότητας σε χαμηλά επίπεδα.

6) Κίνδυνος ταμειακών ροών και κίνδυνος μεταβολών εύλογης αξίας λόγω μεταβολών των επιτοκίων.

Δεν υφίσταται, δεδομένου ότι ο δανεισμός είναι μηδενικός, ενώ η υπερβάλλουσα ρευστότητα τοποθετείται σε βραχυπρόθεσμες καταθέσεις με επιτόκια της αγοράς.

3.10. ΕΤΗΣΙΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ 2008

1. Ισολογισμός

Για τις χρήσεις που έληξαν την 31^η Δεκεμβρίου 2008 και 2007
(Ποσά σε χιλιάδες ευρώ)

	ΣΗΜ.	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
		31.12.2008	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2007
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
Κυκλοφορούν ενεργητικό					
Διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα	11.1	706.388	492.860	603.509	404.825
Αποθέματα	11.2	1.310	703	1.310	703
Απαιτήσεις	11.3	69.337	36.839	71.989	38.213
Λοιπά στοιχεία κυκλοφορούντος ενεργητικού	11.4	224.898	155.136	223.236	154.248
Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού		1.001.933	685.538	900.044	597.989
Μη κυκλοφορούν ενεργητικό					
Ασώματες ακινητοποιήσεις	11.5	253.286	336.379	253.253	336.332
Ιδιοχρησιμοποιούμενα ενσώματα πάγια στοιχεία	11.6	97.663	108.119	95.423	107.322
Επενδύσεις σε ακίνητα	11.7	1.362	-	2.898	-
Υπεραξία	11.8	8.435	7.672	-	-
Επενδύσεις σε θυγατρικές	11.9	-	-	36.527	35.627
Επενδύσεις σε συγγενείς	11.10	1.470	1.608	1.200	1.200
Λοιπά στοιχεία μη κυκλοφορούντος ενεργητικού	11.11	15.313	15.692	15.304	15.676
Αναβαλλόμενοι φόροι ενεργητικού	11.12	22.079	11.915	35.900	25.420
Σύνολο μη κυκλοφορούντος ενεργητικού		399.608	481.385	440.505	521.577
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ		1.401.541	1.166.923	1.340.549	1.119.566
ΠΑΘΗΤΙΚΟ & ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ					
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Υποχρεώσεις	11.13	147.128	125.749	142.031	130.370
Υποχρεώσεις χρηματοδοτικών μισθώσεων	11.14	53.474	61.394	53.474	61.394
Φόροι	11.15	378.965	237.345	378.104	234.593
Δεδουλευμένες και λοιπές υποχρεώσεις	11.16	49.530	52.444	46.161	48.159
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων		629.097	476.932	619.770	474.516
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Υποχρεώσεις χρηματοδοτικών μισθώσεων	11.14	32.419	84.429	32.419	84.429
Προγράμματα παροχών προσωπικού	11.17	22.637	21.566	22.637	21.566
Προβλέψεις	11.18	31.793	8.159	31.743	8.159
Άλλες μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	11.19	7.022	6.756	6.842	6.631
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων		93.871	120.910	93.641	120.785
Ίδια κεφάλαια					
Μετοχικό κεφάλαιο	11.20	95.700	95.700	95.700	95.700
Αποθεματικά	11.21	43.700	43.700	43.060	43.060
Προτεινόμενα μερίσματα	11.22	446.600	363.660	446.600	363.660
Συναλλαγματικές διαφορές	11.23	(23)	(8)	-	-
Αδιανέμητα κέρδη – Κέρδη εις νέον		92.596	65.908	41.778	21.845
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων		678.573	568.960	627.138	524.265
Δικαιώματα μειοψηφίας		-	121	-	-
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων		678.573	569.081	627.138	524.265
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ & ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ		1.401.541	1.166.923	1.340.549	1.119.566

2. Κατάσταση Αποτελεσμάτων

Για τις χρήσεις που έληξαν την 31^η Δεκεμβρίου 2008 και 2007
(Ποσά σε χιλιάδες ευρώ πλην των κερδών ανά μετοχή)

	ΣΗΜ.	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
		1.1-31.12.2008	1.1-31.12.2007	1.1-31.12.2008	1.1-31.12.2007
Έσοδα	10.1, 10.2	5.519.591	5.065.751	5.328.100	4.929.708
Κόστος πωλήσεων	11.24	(4.363.730)	(4.043.858)	(4.202.537)	(3.930.066)
Μικτό κέρδος		1.155.861	1.021.893	1.125.563	999.642
Άλλα λειτουργικά έσοδα	11.25	5.129	3.612	21.207	14.088
Δαπάνες διάθεσης	11.26	(136.835)	(200.834)	(133.391)	(217.538)
Δαπάνες διοίκησης	11.26	(43.771)	(47.451)	(38.780)	(41.614)
Άλλα λειτουργικά έξοδα	11.27	(20.377)	(10.779)	(20.359)	(10.778)
Έσοδα / Ζημιές από συγγενείς επιχειρήσεις	11.10	(138)	414	-	-
Ζημιές από απομείωση περιουσιακών στοιχείων	11.28	-	(4.780)	-	(5.950)
Κέρδη από λειτουργικές δραστηριότητες		959.869	762.075	954.240	737.850
Χρηματοοικονομικά αποτελέσματα	11.29	34.094	14.547	28.775	13.583
Μερίσματα από θυγατρικές			-	2.558	2.587
Κέρδη προ φόρων		993.963	776.622	985.573	754.020
Φόρος εισοδήματος	11.30	(275.623)	(215.194)	(274.320)	(214.186)
Αναβαλλόμενος φόρος	11.30	10.164	9.996	10.480	14.468
Κέρδη μετά φόρων		728.504	571.424	721.733	554.302
Κατανέμονται σε:					
Μετόχους μειοψηφίας		16	(13)	-	-
Μετόχους εταιρείας		728.488	571.437	721.733	554.302
Βασικά κέρδη ανά μετοχή σε €	11.31	2,2837	1,7913	2,2625	1,7376

3. Κατάσταση Ταμειακών Ροών

Για τις χρήσεις που έληξαν την 31^η Δεκεμβρίου 2008 και 2007
(Ποσά σε χιλιάδες ευρώ)

	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
	2008	2007	2008	2007
ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ				
Κέρδη προ φόρων	993.963	776.622	985.573	754.020
Προσαρμογή για:				
Αποσβέσεις	96.855	47.929	96.537	47.546
Χρηματοοικονομικά αποτελέσματα	(34.094)	(14.547)	(28.775)	(13.583)
Προγράμματα παροχών προσωπικού	1.071	1.963	1.071	1.963
Προβλέψεις για επισφαλείς απαιτήσεις	3.000	3.500	3.000	3.500
Άλλες προβλέψεις	23.634	7.858	23.584	7.858
Μερίσματα από θυγατρικές	-	-	(2.558)	(2.587)
Συναλλαγματικές διαφορές	53	(254)	53	-
Ζημιές απομείωσης	-	4.780	-	5.950
Ζημιές (κέρδη) από συγγενείς	138	(414)	-	-
Αποτελέσματα επενδυτικής δραστηριότητας	(188)	(211)	(182)	(211)
Σύνολο	1.084.432	827.226	1.078.303	804.456
Μεταβολές στο κεφάλαιο κίνησης				
(Αύξηση) μείωση αποθεμάτων	(608)	(95)	(608)	(95)
(Αύξηση) μείωση απαιτήσεων	(36.699)	87.794	(37.294)	84.734
Αύξηση (μείωση) υποχρεώσεων (πλην τραπεζών)	15.519	10.058	6.681	5.688
Αύξηση (μείωση) φόρων πληρωθέντων	2.069	(825)	3.755	(866)
	1.064.713	924.158	1.050.837	893.917
Τόκοι έξοδα	(5.622)	(3.767)	(5.600)	(3.748)
Φόροι εισοδήματος πληρωθέντες	(202.568)	(215.953)	(200.977)	(215.508)
Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες	856.523	704.438	844.260	674.661
ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ				
Είσπραξη από πώληση παγίων	269	-	197	-
Εγγυήσεις	-	(85)	-	(78)
Δάνεια στο προσωπικό	123	552	123	552
Αγορά καθαρών στοιχείων ενεργητικού θυγατρικών	(900)	-	(900)	-
Αγορά ενσώματων ακινητοποιήσεων	(2.318)	(2.142)	(2.085)	(1.967)
Αγορά ασώματων ακινητοποιήσεων	(2.286)	(78.054)	(2.244)	(78.016)
Μερίσματα από θυγατρικές	-	-	2.558	2.587
Τόκοι έσοδα	39.563	18.314	34.221	17.331
Ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες	34.451	(61.415)	31.870	(59.591)
ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ				
Πληρωμές κεφαλαίου χρηματοδοτικών μισθώσεων	(59.930)	(9.766)	(59.930)	(9.766)
Μερίσματα	(617.516)	(524.523)	(617.516)	(524.523)
Ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες	(677.446)	(534.289)	(677.446)	(534.289)
Καθαρή αύξηση /μείωση διαθεσίμων και ταμειακών ισοδυνάμων				
	213.528	108.734	198.684	80.781
Διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα έναρξης χρήσης	492.860	384.126	404.825	324.044
Διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα τέλους χρήσης	706.388	492.860	603.509	404.825

4. Καταστάσεις Μεταβολών Καθαρής Θέσης

4.1. Ενοποιημένη Κατάσταση Μεταβολών Καθαρής Θέσης

Για τις χρήσεις που έληξαν την 31^η Δεκεμβρίου 2008 και 2007
(Ποσά σε χιλιάδες ευρώ)

	Μετοχικό κεφάλαιο	Συναλλαγματικές διαφορές	Μερίσματα	Λοιπά αποθεματικά	Αδιανέμητα κέρδη	Δικαιώματα Μειοψηφίας	Σύνολο
Υπόλοιπο την 1^η Ιανουαρίου 2007	95.700	84	328.570	43.700	49.531	134	517.719
Καθαρά αποτελέσματα χρήσης	-	-	-	-	571.437	(13)	571.424
Συναλλαγματικές διαφορές	-	(92)	-	-	-	-	(92)
Μερίσματα πληρωθέντα	-	-	(519.970)	-	-	-	(519.970)
Μερίσματα προτεινόμενα	-	-	555.060	-	(555.060)	-	0
Υπόλοιπο την 31^η Δεκεμβρίου 2007	95.700	(8)	363.660	43.700	65.908	121	569.081
Υπόλοιπο την 1^η Ιανουαρίου 2008	95.700	(8)	363.660	43.700	65.908	121	569.081
Καθαρά αποτελέσματα χρήσης	-	-	-	-	728.488	16	728.504
Συναλλαγματικές διαφορές	-	(15)	-	-	-	-	(15)
Εξαγορά ποσοστού θυγατρικής	-	-	-	-	-	(137)	(137)
Μερίσματα πληρωθέντα	-	-	(618.860)	-	-	-	(618.860)
Μερίσματα προτεινόμενα	-	-	701.800	-	(701.800)	-	0
Υπόλοιπο την 31^η Δεκεμβρίου 2008	95.700	(23)	446.600	43.700	92.596	0	678.573

Οι συνημμένες σημειώσεις αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι των οικονομικών καταστάσεων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΟΠΑΠ Α.Ε.

4.1. ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗ ΤΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΣΕ ΠΑΡΟΥΣΕΣ ΑΞΙΕΣ

Καθώς οι ταμειακές ροές συμβαίνουν συνήθως σε διαφορετικές χρονικές στιγμές, δεν είναι σωστό να αντιμετωπίζονται σαν να έχουν όλες την ίδια βαρύτητα. Για το λόγο αυτό, οι μελλοντικές ταμειακές ροές θα πρέπει να ανάγονται σε παρούσες αξίες ή αλλιώς να προεξοφλούνται (να τους αποδίδεται μικρότερη βαρύτητα) ώστε να είναι συγκρίσιμες με τις ταμειακές ροές που συμβαίνουν νωρίτερα. Η προεξόφληση μίας μελλοντικής αξίας μπορεί να πραγματοποιηθεί εφαρμόζοντας τον ακόλουθο τύπο:

Παρούσα αξία = Μελλοντική αξία στη $v^{\text{οστή}}$ περίοδο * $1/(\text{Προεξοφλητικό επιτόκιο})^v$

Το **προεξοφλητικό επιτόκιο** είναι το ποσοστό επί τοις εκατό με βάση το οποίο οι μελλοντικές αξίες ανάγονται σε παρούσες αξίες. Θεωρείται ότι ισούται κατά προσέγγιση με το κόστος ευκαιρίας κεφαλαίου.

4.2. Η ΕΝΝΟΙΑ ΚΑΙ Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Το κόστος του κεφαλαίου είναι μια σύνθετη έννοια που επηρεάζεται τόσο από την απόδοση των κεφαλαίων όσο και από το ρίσκο που είναι ενσωματωμένο στην, προσδοκώμενη, απόδοσή τους. Όσο περισσότερο το ρίσκο τόσο μεγαλύτερο και το κόστος κεφαλαίου ενώ για μηδενικό ρίσκο το κόστος κεφαλαίου είναι το επιτόκιο καταθέσεων (εκτός αν το ίδιο άτομο έχει τη δυνατότητα απόσπασης καλύτερου επιτοκίου με μηδενικό ρίσκο, πράγμα αδύνατο, τουλάχιστον για τη γενική περίπτωση).

Αν υποθέσουμε ότι μια εταιρία ενδιαφέρεται να πραγματοποιήσει μια επένδυση με χρήματα που θα προέλθουν από δανεισμό και μόνο, είναι σαφές ότι για να έχει νόημα η επένδυση πρέπει η απόδοσή της να ξεπερνά το επιτόκιο χορηγήσεων της τράπεζας. Διαφορετικά, χρηματοοικονομικά τουλάχιστον η επένδυση δεν έχει νόημα. Επιπλέον, η εταιρία θα πρέπει να αξιολογήσει το ρίσκο της επένδυσής της. Αν είναι υψηλού ρίσκου τότε η

αναμενόμενη απόδοση πρέπει να περνά κατά πολύ το επιτόκιο χορηγήσεων. Διαφορετικά και πάλι είναι αμφίβολο αν έχει νόημα η υλοποίησή της.

Αν αντίθετα η ίδια εταιρία σκοπεύει να χρηματοδοτήσει την επένδυση από τα ίδια κεφάλαιά της και να μην πραγματοποιήσει καθόλου δανεισμό τότε και πάλι το κριτήριο αλλάζει. Στην περίπτωση αυτή η εταιρία πρέπει να απαντήσει στο ερώτημα “ποια είναι η καλύτερη εναλλακτική λύση που έχει για τα ίδια κεφάλαιά της” και να εκτιμήσει αν η αναμενόμενη απόδοση της επένδυσης, σε συνδυασμό με το ρίσκο που τη χαρακτηρίζει έχει νόημα ή όχι.

Συνήθως οι επενδύσεις χρηματοδοτούνται από ένα συνδυασμό ιδίων και ξένων κεφαλαίων (τραπεζικός δανεισμός). Μια μέθοδος λοιπόν που βρίσκεται σε ευρύτατη εφαρμογή για τον υπολογισμό του κόστους κεφαλαίου και που είναι η πλέον κατάλληλη για την αναγωγή των χρηματοροών σε σημερινές τιμές είναι η μέθοδος του ζυγισμένου μέσου κόστους κεφαλαίου (weighted average cost of capital, WACC).

4.3. ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (WACC)

Το κόστος κεφαλαίου υπολογίζεται από τον τύπο:

$$\text{WACC} = E/(D+E) * r_E + D/(D+E) (1-T) * r_D$$

όπου E είναι τα Ίδια Κεφάλαια (Equity), D είναι τα Ξένα Κεφάλαια (Dept), T είναι ο Φορολογικός Συντελεστής (Tax Rate), r_E είναι η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (Return on Equity) και r_D είναι το κόστος δανεισμού (Return on Dept).

Στην παραπάνω σχέση αξίζει κανείς να παρατηρήσει:

- Τη διαφορετική θεώρηση του κόστους ιδίων και ξένων κεφαλαίων, αφού αυτά χαρακτηρίζονται από άλλο ρίσκο.
- Την εύλογη προσαρμογή του κόστους ξένων κεφαλαίων με τον φορολογικό συντελεστή, που οφείλεται στις φοροαπαλλαγές που χαρακτηρίζουν τους τόκους που καταβάλλονται για τα ξένα κεφάλαια.
- Το γεγονός ότι το κόστος ξένων κεφαλαίων σε μεγάλο βαθμό ταυτίζεται με τα επιτόκια χορηγήσεων και είναι εν γένει (αν και όχι πάντα) ανεξάρτητο από την κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρίας.
- Το γεγονός ότι, αντίθετα, το κόστος των ιδίων κεφαλαίων εξαρτάται έντονα από το ποσοστό ιδίων κεφαλαίων στην συνολική κεφαλαιακή

Η απόδοση ιδίων κεφαλαίων προκύπτει από το CAPM και υπολογίζεται από τον τύπο: $r_E = r_f + \beta (r_M - r_f)$, όπου r_f είναι η απόδοση χωρίς κίνδυνο και r_M είναι η απόδοση της αγοράς.

Στην περίπτωση μας τα Ίδια Κεφάλαια είναι 678.573.000,00€, τα Ξένα Κεφάλαια είναι 722.968.000,00€, ο Φορολογικός Συντελεστής είναι 25%, η απόδοση χωρίς κίνδυνο r_f ισούται με το επιτόκιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας την 01/01/2009 που είναι 2,50%, η απόδοση της αγοράς r_M ισούται με την απόδοση του δείκτη FTSE/X.A. 20 στον οποίο ανήκει η εταιρεία ΟΠΑΠ Α.Ε και για το 2008 είναι 33.6% και τέλος το beta του ΟΠΑΠ είναι 0,628 (οι μετοχές της ΑΤΕ, του ΟΠΑΠ και του ΟΤΕ είναι οι πιο "αμυντικογενείς" μεταξύ των μετοχών του FTSE 20, σύμφωνα με τους δείκτες beta που εκπονεί το Πανεπιστήμιο Πειραιώς και το τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων σε συνεργασία με το euro2day). Θα πρέπει επίσης να προσθέσουμε ότι ο ΟΠΑΠ δεν χρησιμοποιεί καθόλου δανεισμό και επομένως το κόστος δανεισμού r_D είναι μηδέν.

Από τα παραπάνω καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι το κόστος κεφαλαίου (WACC) του ΟΠΑΠ υπολογίζεται ως εξής:

$$WACC = E/(D+E) * r_E + D/(D+E) (1-T) * r_D = 10,7\%$$

4.4. ΜΕΘΟΔΟΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΩΝ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ

Η μέθοδος αυτή βασίζεται στην προεξόφλησης των μελλοντικών μερισμάτων που εκρέουν προς τους μετόχους της εταιρείας. Προκειμένου να εφαρμοστεί η διαδικασία της αποτίμησης θα πρέπει να γίνουν προβλέψεις σχετικά με τον αριθμό των μετοχών, τα καθαρά κέρδη και το μέρισμα της εταιρείας για κάποιο χρονικό ορίζοντα στο μέλλον, συνήθως για τα επόμενα πέντε έτη.

Από το 2004 δεν έχει γίνει και ούτε προβλέπεται κάποια μεταβολή στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας, για το λόγω αυτό για τα επόμενα πέντε έτη θα διατηρήσουμε τον αριθμό μετοχών σταθερό. Οι προβλέψεις των δεικτών Κέρδη ανά Μετοχή και Μέρισμα ανά Μετοχή έχουν γίνει με βάση τις προβλέψεις του Bloomberg.

Έτος	Αριθμός Μετοχών	Καθαρά Κέρδη	Κέρδη/ Μετοχή	Διανεμηθέντα Μερίσματα	Μέρισμα/ Μετοχή	Ποσοστό Διανομής Μερίσματος (Διανεμηθέντα Μερίσματα/Κέρδη)
2004	319.000.000	505.633.000,00	1,59	472.120.000,00	1,48	93,37%
2005	319.000.000	458.320.000,00	1,44	452.980.000,00	1,42	98,83%
2006	319.000.000	509.807.000,00	1,60	504.020.000,00	1,58	98,86%
2007	319.000.000	571.424.000,00	1,79	555.060.000,00	1,74	97,14%
2008	319.000.000	728.504.000,00	2,28	701.800.000,00	2,20	96,33%
ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ						
2009	319.000.000	717.750.000,00	2,25	695.420.000,00	2,18	96,89%
2010	319.000.000	746.460.000,00	2,34	724.130.000,00	2,27	97,01%
2011	319.000.000	752.840.000,00	2,36	730.510.000,00	2,29	97,03%
2012	319.000.000	743.270.000,00	2,33	730.510.000,00	2,29	98,28%
2013	319.000.000	756.030.000,00	2,37	740.080.000,00	2,32	97,89%
FUTURE	319.000.000	771.150.600,00	2,42	755.720.000,00	2,36	98,00%

Προεξοφλούμε τα μερίσματα με βάση το WACC = 10,7%

ΕΤΟΣ	2009	2010	2011	2012	2013	FUTURE
ΜΕΡΙΣΜΑ/ΜΕΤΟΧΗ	2,180	2,270	2,290	2,290	2,320	2,360
WACC	0,107	0,107	0,107	0,107	0,107	0,107
ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ	0,904	0,817	0,738	0,667	0,602	0,544
ΠΑΡΟΥΣΑ ΑΞΙΑ (ΜΕΡ/ΜΤΧ*ΣΥΝΤ.ΠΡΟΕΞ.)	1,970	1,854	1,690	1,527	1,398	1,284
ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΑ ΑΞΙΑ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ	9,721					
ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ	319.000.000					
ΕΚΤΙΜΩΜΕΝΗ ΑΞΙΑ	3.101.088.649,08					

Έτσι λοιπόν η εκτιμώμενη αξία του ομίλου ΟΠΑΠ με τη μέθοδο προεξόφλησης μελλοντικών μερισμάτων την 31/12/2008 είναι 3.101.088.649,08€

4.5. ΜΕΘΟΔΟΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ (DCF)

Η μέθοδος της προεξόφλησης των μελλοντικών Ταμειακών Ροών βασίζεται στη θεωρία ότι η αξία μιας επένδυσης / εταιρείας είναι η καθαρή παρούσα αξία των ελεύθερων μελλοντικών ταμειακών ροών, δηλαδή των μετρητών που θα στοιχίσει η επένδυση και αυτών που θα αποφέρει στον επενδυτή, προεξοφλημένη με ένα επιτόκιο που ανταποκρίνεται στη συγκεκριμένη αγορά και τη συγκεκριμένη επένδυση.

Για την εφαρμογή της μεθόδου απαιτείται η εκτίμηση:

1. των ελεύθερων ταμειακών ροών της εταιρίας για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα στο μέλλον, συνήθως πέντε έτη (όπως και στην ανωτέρω μέθοδο).
2. την υπολειμματική αξία της επένδυσης, η οποία είναι η τελευταία ταμειακή ροή που θα προκύψει,
3. την εκτίμηση του προεξοφλητικού επιτοκίου (το οποίο έχει υπολογιστεί ανωτέρω και στην περίπτωση μας είναι 10,7%)

Η μέθοδος αυτή θεωρείται πιο αξιόπιστη και για το λόγο αυτό αποτελεί την πιο διαδεδομένη μέθοδο αποτίμησης μια επιχείρησης ή ενός περιουσιακού στοιχείου. Για να οδηγηθούμε βέβαια σε σωστά αποτελέσματα θα πρέπει πριν ξεκινήσουμε την αποτίμηση να γνωρίζουμε πολύ καλά την εταιρεία που θα αποτιμήσουμε, τους στόχους της, τη στρατηγική της, το εσωτερικό και εξωτερικό της περιβάλλον και να υπάρξει μια πολύ καλή συνεργασία μεταξύ του αναλυτή και των μετόχων της εταιρείας, έτσι ώστε να αποτιμηθούν σωστά οι προβλεπόμενες επενδυτικές κινήσεις. Στην περίπτωση μας, δεν ήταν εφικτό να γνωρίζουμε τις ακριβείς επενδυτικές προθέσεις της εταιρείας και για το λόγο αυτό η πρόβλεψη των ταμειακών ροών στηρίζεται σε ιστορικά δεδομένα, καθώς επίσης στις προβλέψεις του Bloomberg και των δημοσιεύσεων της εταιρείας και του τύπου.

Οι προβλέψεις του Bloomberg στις οποίες βασιστήκαμε για την πρόβλεψη των πωλήσεων και των κερδών είναι οι εξής:

ETH											
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Sales/Revenue/Turnover											
Year	0,74	1,5	1,44	1,6	1,79	2,28	2,25	2,34	2,36	2,33	2,37
BPS											
Year	0,88	0,52	1,52	1,62	1,78	2,13	1,85	2,14	2,38	2,27	2,41
DPS											
Year	0,73	1,48	1,42	1,58	1,74	2,2	2,18	2,27	2,29	2,29	2,32
Return on Assets											
Year	-	-	-	-	-	-	2,25	2,34	2,36	2,33	2,37
Operating Profit (Millions EUR)											
Year	-	-	-	-	766,44	960,01	936,14	961,29	932	-	-
Return on Equity											
Year	112,3	214,37	141,41	101,88	105,18	116,79	139,28	140,82	133,21	100,86	99,54
EPS											
Year	0.74	1.59	1.44	1.60	1.79	2.28	2.25	2.34	2.36	2.33	2.37

Επίσης ο φόρος εισοδήματος των επιχειρήσεων είναι 25%. Οι αποσβέσεις υπολογίστηκαν με ετήσια αύξηση 15%. Οι διαφορές κεφαλαίου κίνησης

προσδιορίστηκαν σε αναλογία του λειτουργικού κέρδους. Και τέλος οι μελλοντικές κεφαλαιακές επενδύσεις υποθέτουμε ότι το 2009 θα είναι 2.500.000€ και θα αυξάνονται ετησίως με ρυθμό 10%.

	2005	2006	2007	2008
	3.695.234.000,00	4.633.429.000,00	5.065.751.000,00	5.519.591.000,00
	693.418.000,00	725.517.000,00	776.622.000,00	993.963.000,00
μείον	173.354.500,00	181.379.250,00	194.155.500,00	248.490.750,00
συν	23.678.000,00	25.623.000,00	47.929.000,00	96.855.000,00
μείον	481.645.000,00	452.857.000,00	704.438.000,00	856.523.000,00
μείον	2.139.000,00	-8.689.000,00	-61.415.000,00	34.451.000,00
	59.957.500,00	125.592.750,00	-12.627.500,00	-48.646.750,00

	ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ 2009	ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ 2010	ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ 2011	ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ 2012	ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ 2013	FUTURE
	5.446.964.803,00	5.664.843.395,00	5.713.260.860,00	5.640.634.662,00	5.737.469.592,00	5.852.218.983,84
	957.000.000,00	995.280.000,00	1.003.786.666,67	991.026.666,67	1.008.040.000,00	1.028.200.800,00
μείον	239.250.000,00	248.820.000,00	250.946.666,67	247.756.666,67	252.010.000,00	257.050.200,00
συν	116.226.000,00	139.471.200,00	167.365.440,00	200.838.528,00	241.006.233,60	277.157.168,64
μείον	835.109.925,00	891.062.289,98	864.330.421,28	907.546.942,34	952.924.289,46	1.000.570.503,93
μείον	2.500.000,00	2.750.000,00	3.025.000,00	3.327.500,00	3.660.250,00	4.026.275,00
	-3.633.925,00	-7.881.089,98	52.850.018,72	33.234.085,66	40.451.694,14	43.710.989,71
	0,107	0,107	0,107	0,107	0,107	0,107
	0,904	0,817	0,738	0,667	0,602	0,544
	-3.283.672,77	-6.435.082,36	38.993.918,65	22.157.429,84	24.370.041,83	23.795.460,38

ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΑ ΑΞΙΑ	99.598.095,57
ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ	319.000.000,00
ΑΞΙΑ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ	0,312

Κύριος στόχος της εταιρείας την περίοδο αυτή είναι η αναδιοργάνωση και η γεωγραφική της επέκταση, για το λόγο αυτό η εταιρεία τα τελευταία χρόνια επενδύει μεγάλα χρηματικά ποσά για το σκοπό αυτό.

Παρόλο που η DCF θεωρείται η καλύτερη μέθοδος για την αποτίμηση των εταιριών, αυτό δεν ισχύει για όλες τις περιπτώσεις, όπως για παράδειγμα στη δικιά μας. Η απόδοση των επενδύσεων δεν φαίνεται άμεσα στα αποτελέσματα της επιχείρησης και αυτό γιατί τα τελευταία χρόνια ο ΟΠΑΠ έχει επενδύσει, και συνεχίζει να επενδύει, πολύ μεγάλα χρηματικά ποσά στην προσπάθειά του για αναδιοργάνωση και γεωγραφική επέκταση. Επίσης την ίδια χρονική περίοδο η εταιρεία δεν έχει αποκτήσει αντίστοιχες εισροές (λειτουργικά έσοδα) και για το λόγο αυτό οι ταμειακές ροές που δημιουργήθηκαν κατά την περίοδο 2007 – 2008, καθώς και αυτές που αναμένεται να δημιουργηθούν κατά τα επόμενα δύο χρόνια (2009 – 2010) είναι αρνητικές. Για το λόγο αυτό η επένδυση μπορεί, λανθασμένα, να θεωρηθεί ότι δεν έπρεπε να γίνει και ότι είναι αρνητική για την επιχείρηση. Βέβαια αυτό δεν είναι σωστό, η απόδοση της επένδυσης μακροπρόθεσμα θα φανεί.

4.6. ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΩΝ ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

Το πρώτο βήμα στην εφαρμογή αυτής της μεθοδολογίας είναι η επιλογή του κατάλληλου δείγματος συγκρίσιμων εταιριών, με την υπό μελέτη εταιρεία, των οποίων οι μετοχές διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο.

Εν συνεχεία, για κάθε εταιρεία του δείγματος υπολογίζονται μια σειρά από δείκτες που περιλαμβάνουν τους λόγους χρηματιστηριακής αξίας προς κάποιο θεμελιώδες μέγεθος (π.χ. κέρδη μετά φόρων, λογιστική αξία, κ.λ.π.).

Η μεθοδολογία υποθέτει ότι οι χρηματιστηριακές αξίες αντικατοπτρίζουν τις εύλογες αγοραίες αξίες και συνεπώς ότι η αγορά είναι αποτελεσματική.

Στην περίπτωση μας βρέθηκαν μόνο 3 εταιρείες οι οποίες ανήκουν στον ίδιο κλάδο και συμμετέχουν στον ΓΔ. Επίσης η μία από αυτές δεν είχε κέρδη στην χρήση 01/01/2008 – 31/12/2008 οπότε για την εταιρεία αυτή δεν θα υπολογιστούν οι δείκτες Κέρδη/Μετοχή και Τιμή/Κέρδη ανά Μετοχή.

Ο υπολογισμός των δεικτών έχει ως εξής:

A/A	ΕΤΑΙΡΕΙΑ	Μ.Ο. ΤΙΜΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ ΑΠΟ 1/1/08- 31/12/08	ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ	ΠΩΛΗΣΕΙΣ	ΚΕΡΔΗ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ	ΑΡ.ΜΕΤΟΧΩΝ
1.	ΙΝΤΡΑΛΟΤ Α.Ε.	5,02	337.805.000	1.077.330.000	104.426.000	158.961.721
2.	ΑΕΡΟΠΟΡΙΑ ΑΙΓΑΙΟΥ Α.Ε.Ε.	4,71	212.775.000	611.693.000	29.465.000	71.417.100
3.	ΑΝΩΝΥΜΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΚΡΗΤΗΣ	1,16	202.346.000	278.936.000	-6.630.000	157.360.940
4.	ΟΠΑΠ Α.Ε.	20,29	678.573.000	4.363.730.000	728.504.000	319.000.000

A/A	ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΚΕΡΔΗ/ΜΕΤΟΧΗ	ΤΙΜΗ/ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (P/E)	ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ/ΜΕΤΟΧΗ	ΤΙΜΗ/ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (P/BV)
1.	ΙΝΤΡΑΛΟΤ Α.Ε.	0,66	7,60	2,13	2,36
2.	ΑΕΡΟΠΟΡΙΑ ΑΙΓΑΙΟΥ Α.Ε.Ε.	0,41	11,49	2,98	1,58
3.	ΑΝΩΝΥΜΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΚΡΗΤΗΣ	-	-	1,29	0,90
4.	ΟΠΑΠ Α.Ε.	2,28	8,90	2,13	9,52

A/A	ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΠΩΛΗΣΕΙΣ/ΜΕΤΟΧΗ	ΤΙΜΗ/ΠΩΛΗΣΕΙΣ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (P/S)	ΑΠΟΔΟΣΗ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (ROE)
1.	ΙΝΤΡΑΛΟΤ Α.Ε.	6,78	0,74	0,31
2.	ΑΕΡΟΠΟΡΙΑ ΑΙΓΑΙΟΥ Α.Ε.Ε.	8,57	0,55	0,14
3.	ΑΝΩΝΥΜΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΚΡΗΤΗΣ	1,77	0,66	-0,03
4.	ΟΠΑΠ Α.Ε.	13,68	1,48	1,07

Συμπεράσματα:

Ο δείκτης Τιμή προς Κέρδη ανά μετοχή (P/E) του ΟΠΑΠ υπολογίστηκε 8.90, αυτό σημαίνει ότι η τιμή της μετοχής του είναι 8,90 φορές μεγαλύτερη από τα κέρδη ανά μετοχή της εταιρείας τον τελευταίο χρόνο. Συγκριτικά, ανάμεσα στις τέσσερις εταιρείες, ο δείκτης P/E της ΑΕΡΟΠΟΡΙΑΣ ΑΙΓΑΙΟΥ Α.Ε.Ε. είναι μεγαλύτερος (11,49), άρα θεωρούμε πως η μετοχή της είναι υπερτιμημένη, ενώ αντιθέτως η εταιρεία που θεωρείται πιο ελκυστική είναι η ΙΝΤΡΑΛΟΤ Α.Ε. (P/E = 7.6). Για την εταιρεία ΑΝΩΝΥΜΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΚΡΗΤΗΣ δεν μπορούμε να υπολογίσουμε τον ανωτέρω δείκτη, καθώς η χρήση 2008 ήταν ζημιογόνα.

Όσο πιο μικρό είναι το P/E μιας μετοχής, τόσο πιο ελκυστική είναι αυτή αν και αυτό δεν είναι απόλυτο. Κατ' αρχάς, στον υπολογισμό του P/E λαμβάνουμε υπόψη τα κέρδη της εταιρείας το χρόνο που πέρασε και όχι τα μελλοντικά της κέρδη. Μια εταιρεία μπορεί να ήταν κερδοφόρα πέρυσι, αλλά αυτό δεν σημαίνει ότι θα είναι κερδοφόρα και του χρόνου. Ακόμα, μια εταιρεία μπορεί να έχει P/E 20 ή 40 και παρ' όλα αυτά να είναι χειρότερη επένδυση από κάποια άλλη με P/E 100, αν ο ρυθμός ανάπτυξης (ετήσιο ποσοστό αύξησης πωλήσεων και κερδών) της τελευταίας ξεπερνά κατά πολύ τον αντίστοιχο ρυθμό της πρώτης.

Ο δείκτης Τιμή προς Λογιστική Αξία ανά Μετοχή (P/BV) του ΟΠΑΠ είναι 9,52 και είναι πολύ μεγαλύτερος συγκριτικά με τις υπόλοιπες εταιρείες (ΙΝΤΡΑΛΟΤ Α.Ε. 2,36, ΑΕΡΟΠΟΡΙΑ ΑΙΓΑΙΟΥ Α.Ε.Ε. 1,58 και ΑΝΩΝΥΜΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΚΡΗΤΗΣ 0,90). Επίσης καθώς ο δείκτης είναι κατά πολύ μεγαλύτερος από τη μονάδα η μετοχή του ΟΠΑΠ θεωρείται «υπερτιμημένη» ή «ακριβή». Υπερτιμημένη θεωρείται και η μετοχή της ΙΝΤΡΑΛΟΤ Α.Ε., αλλά σε πολύ μικρότερο βαθμό, καθώς και της ΑΕΡΟΠΟΡΙΑΣ ΑΙΓΑΙΟΥ Α.Ε.Ε. Τέλος η μετοχή της ΑΝΩΝΥΜΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΚΡΗΤΗΣ είναι μικρότερη από τη μονάδα, γεγονός που δείχνει ότι είναι «υποτιμημένη» ή «φτηνή».

Όταν λοιπόν ο δείκτης P/BV είναι χαμηλότερος του 1 σημαίνει ότι η αγορά πιστεύει ότι η εταιρία δεν πρόκειται να φέρει τα αναμενόμενα, τα ίδια κεφάλαια δεν αποδίδουν αρκετά, άρα η τιμή πέφτει, άρα και η κεφαλαιοποίηση πέφτει. Βέβαια μπορεί κάποιος να πει ότι στη σημερινή

κατάσταση η αγορά πιστεύει λάθος, οι εταιρίες θα φέρουν τα αναμενόμενα, αλλά το sell out ρίχνει τη μετοχή.

Όταν ο δείκτης P/BV είναι μεγαλύτερος του 1 σημαίνει ότι η αγορά πιστεύει ότι η εταιρία θα φέρει τα αναμενόμενα άρα αγοράζουν «ψηλά» για να πουλήσουν ψηλότερα άρα η κεφαλαιοποίηση ανεβαίνει.

Ο χαρακτηρισμός «φθηνές» μετοχές δεν σημαίνει αναγκαστικά ότι θα σημειώσουν και άνοδο το επόμενο διάστημα. Περισσότερο σημαίνει πως ο επενδυτής που θα επιλέξει να τοποθετηθεί σε μια από αυτές, «αγοράζει» στην τρέχουσα περίοδο κάτι που ενδεχομένως να κοστίζει ακριβότερα σε λίγο καιρό.

Αντίστοιχα οι θεωρούμενες «ακριβές» μετοχές χαρακτηρίζονται έτσι διότι διαθέτουν υψηλότερες αποτιμήσεις απ' ό,τι η αγορά ή ο κλάδος. Το γεγονός αυτό δεν είναι κατ' ανάγκη αρνητικό, γιατί ενδεχομένως κάποιες εταιρίες «δικαιούνται» να έχουν μεγαλύτερη αποτίμηση λόγω των προσδοκιών που συγκεντρώνουν για το μέλλον.

Ο δείκτης Τιμή προς Πωλήσεις ανά Μετοχή του ΟΠΑΠ είναι 1,48 και είναι μεγαλύτερος από τους αντίστοιχους της INTRALOT A.E. 0,74, της ΑΕΡΟΠΟΡΙΑ ΑΙΓΑΙΟΥ Α.Ε.Ε. 0,55 και της ΑΝΩΝΥΜΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΚΡΗΤΗΣ 0,66. Όπως γνωρίζουμε όσο πιο μικρός είναι ο δείκτης τόσο καλύτερη θεωρείται η μετοχή, επομένως ο ΟΠΑΠ δεν θεωρείται, σύμφωνα με τον δείκτη αυτό, ελκυστική μετοχή.

Ο δείκτης απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE) του ΟΠΑΠ είναι 1,07 και είναι μεγαλύτερος σχετικά με τον αντίστοιχο των υπολοίπων εταιρειών (INTRALOT A.E. 0,31, ΑΕΡΟΠΟΡΙΑ ΑΙΓΑΙΟΥ Α.Ε.Ε. 0,14 ΑΝΩΝΥΜΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΚΡΗΤΗ -0,03). Επομένως η μετοχή του ΟΠΑΠ θεωρείται ελκυστικότερη, καθώς όσο μεγαλύτερη είναι η απόδοση κεφαλαίου μιας μετοχής, τόσο καλύτερη θεωρείται η μετοχή.

Συμπερασματικά μπορούμε να πούμε ότι η μετοχή του ΟΠΑΠ θεωρείται υπερτιμημένη συγκριτικά με τις υπόλοιπες μετοχές του κλάδου. Το γεγονός αυτό όμως δεν θα πρέπει να μας οδηγεί πάντα σε αρνητικά συμπεράσματα, καθώς ο ΟΠΑΠ είναι μια κερδοφόρα εταιρεία, με συνεχή εξέλιξη και πρόθεση επέκτασης των δραστηριοτήτων του.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5^ο

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Ο σκοπός μίας εταιρείας είναι πρώτα απ' όλα η απόκτηση κερδών. Τα κέρδη όμως, όπως είδαμε, στηρίζονται στη λογιστική των δεδουλευμένων και υπάρχει η πιθανότητα να εμπεριέχουν υποκειμενικά στοιχεία. Για το λόγο αυτό στρεφόμαστε και στον δεύτερο στόχο της επιχείρησης, ο οποίος είναι πιο αντικειμενικός, και είναι οι θετικές ταμειακές ροές. Μια επιχείρηση, δηλαδή, για να παράγει προστιθέμενη αξία, θα πρέπει οι ταμειακές εισπράξεις να είναι μεγαλύτερες από τις πληρωμές. Η προστιθέμενη αυτή αξία, θα χρησιμοποιηθεί σε περεταίρω επενδύσεις, οι επενδύσεις αυτές θα οδηγήσουν σε νέα προστιθέμενη αξία, και έτσι δημιουργείται μια συνεχόμενη αλυσίδα και η εταιρεία συνεχίζει να λειτουργεί στο διηνεκές.

Ο σκοπός που αποτιμούμε μία εταιρεία είναι για να προσδιορίσουμε την αξία της: **Αξία = Π.Α. Αναμενόμενων Μελλοντικών Ταμειακών Ροών**. Έτσι θα μπορέσουμε να καθορίσουμε τους μετέπειτα στόχους της, να προσδιορίσουμε το επενδυτικό της πλάνο και γενικότερα να πάρουμε σωστές αποφάσεις ως προς τις μελλοντικές της κινήσεις. Καθώς, όμως, η αβεβαιότητα και το ρίσκο περιέχονται σε όλες, ανεξαιρέτως, τις επενδυτικές αποφάσεις θα πρέπει να είμαστε πολύ προσεχτικοί.

Τα λογιστικά στοιχεία κατέχουν κεντρική θέση στη διαδικασία της αποτίμησης, γιατί μας βοηθάνε στη διενέργεια προβλέψεων και επιπλέων λειτουργούν ως *ex post* μηχανισμοί ελέγχου.

Η λογιστική, όμως, όπως είδαμε, χωρίζεται: α) στην ταμειακή λογιστική και β) στη λογιστική των δεδουλευμένων. Τα δεδουλευμένα μεταφέρουν την αναγνώριση ταμειακών ροών στο χρόνο, π.χ. πωλήσεις με πίστωση, συσχετίζοντας έτσι τα έξοδα με τα έσοδα εκείνα τα οποία προκύπτουν από τη διενέργεια αυτών των εξόδων. Επίσης επιτρέπουν την αναγνώριση κερδών και ζημιών, που προκύπτουν εξαιτίας μη αναμενόμενων αναθεωρήσεων των μελλοντικών ταμειακών ροών. Δυστυχώς, η αναγνώριση αυτή γίνεται με ασύμμετρο τρόπο (αρχή της συντηρητικότητας). Ως αποτέλεσμα, τα δεδουλευμένα μειώνουν στα πλαίσια των λογιστικών κερδών, τα αποτελέσματα των ταμειακών ροών, οδηγώντας έτσι στην κατασκευή ενός καλύτερου μέτρου απόδοσης της εταιρείας. Με τον τρόπο αυτό μπορεί να

εξαλειφθεί και το πρόβλημα των λανθασμένων αποτελεσμάτων αποτίμησης που μπορεί να προκύψει, λόγω των αυξημένων επενδύσεων της εταιρείας.

Η αποτίμηση βασίζεται κυρίως στην κατανόηση, από τον αναλυτή, της ίδιας της επιχείρησης, του γενικού οικονομικού περιβάλλοντος, στην προσεκτική πρόβλεψη των μελλοντικών μεγεθών και τέλος στην επιλογή της σωστής μεθοδολογίας αποτίμησης.

Προκειμένου να καταλήξουμε στην αξία της Εταιρείας και της μετοχής της, μελετήσαμε επιχειρηματικές και οικονομικές πληροφορίες που σχετίζονται με την Εταιρεία και προέρχονται από πηγές, οι οποίες είναι διαθέσιμες στο κοινό και θεωρούνται αξιόπιστες. Μελετήσαμε, επίσης, χρηματοοικονομικές και άλλες πληροφορίες σχετικές με τη δραστηριότητα και τις προοπτικές της Εταιρείας, συμπεριλαμβανομένου επιχειρηματικού σχεδίου και προβλέψεων αποτελεσμάτων για την Εταιρεία. Συγκρίναμε, επίσης, την Εταιρεία με εταιρείες, οι οποίες ανήκουν στον ίδιο Κλάδο (Κλάδος Ταξίδια και Αναψυχή). Λάβαμε, επίσης, υπόψη μας και την εξέλιξη της τιμής της μετοχής κατά τους τελευταίους 12 μήνες.

Επιστούμε, όμως, την προσοχή στο γεγονός ότι οι αποτιμήσεις εταιρειών ενέχουν σε σημαντικό βαθμό το στοιχείο της υποκειμενικότητας, και κατά συνέπεια ενδέχεται διαφορετικοί εκτιμητές να καταλήξουν σε διαφορετικές αποτιμήσεις της ίδιας Εταιρείας, δεδομένου ότι, όπως είδαμε, δεν υπάρχει μία, μοναδική και αδιαμφισβήτητη μέθοδος αποτίμησης της αξίας της Εταιρείας. Επισημαίνουμε δε περαιτέρω, ότι άλλοι εκτιμητές, ακόμα και εάν ελάμβαναν υπόψη τα ίδια στοιχεία, ενδεχομένως να κατέληγαν σε διαφορετικά συμπεράσματα σχετικά με την αποτίμηση της Εταιρείας.

Για την αποτίμηση της εταιρείας χρησιμοποιήσαμε, λοιπόν, διάφορες μεθόδους όπως:

α) Προεξόφληση Μελλοντικών Μερισμάτων:

Με τη μέθοδο αυτή υπολογίζεται η αξία της υπό εξέταση επιχείρησης προεξοφλώντας τα εκτιμηθέντα μερίσματα που εκρέουν προς του μετόχους της εταιρείας. Η μέθοδος αυτή βασίζεται στην ταμειακή λογιστική.

β) Προεξόφληση Μελλοντικών Ταμειακών Ροών:

Η μέθοδος αυτή βασίζεται στην παραδοχή ότι η αξία μίας επιχείρησης προκύπτει από την προεξόφληση των μελλοντικών ταμειακών ροών προς τους μετόχους και στηρίζεται σε εκτιμήσεις αναφορικά με το ύψος των

μελλοντικών κερδών, των μελλοντικών επενδυτικών αναγκών και άλλων σημαντικών οικονομικών μεγεθών της εταιρείας.

Με βάση την μέθοδο αυτή γίνεται πρόβλεψη των αναμενόμενων μελλοντικών ελεύθερων ταμειακών ροών της επιχείρησης και αναγωγή αυτών σε παρούσες για ένα συγκεκριμένο μελλοντικό χρονικό διάστημα. Επίσης, υπολογίζεται η υπολειμματική αξία της επιχείρησης στο τέλος του παραπάνω χρονικού διαστήματος για το οποίο γίνονται προβλέψεις και προεξοφλείται και αυτή για να υπολογιστεί η παρούσα αξία της. Τέλος η παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών προστίθεται στην παρούσα αξία της υπολειμματικής αξίας.

γ) Τα Πολλαπλάσια Χρηματιστηριακών Δεικτών.

Η μέθοδος αυτή προσδιορίζει την αξία της επιχείρησης σε σύγκριση με άλλες ομοειδούς αντικειμένου εισηγμένες σε χρηματιστήρια επιχειρήσεις. Για κάθε εταιρεία του δείγματος υπολογίζεται μια σειρά από δείκτες που περιλαμβάνουν τους λόγους χρηματιστηριακή αξία προς κάποιο θεμελιώδες μέγεθος (π.χ. Ίδια Κεφάλαια, Κύκλος εργασιών, Κέρδη προ φόρων, κ.λ.π.).

Η μέθοδος αυτή υποθέτει ότι οι χρηματιστηριακές αξίες αντικατροπτίζουν τις εύλογες αγοραίες αξίες, ενώ κρίσιμο σημείο κατά την εφαρμογή της μεθόδου είναι η επιλογή του κατάλληλου δείγματος των συγκρίσιμων εταιρειών.

Επιπλέον η μέθοδος αυτή δεν στηρίζεται σε εκτιμήσεις, αλλά σε ήδη υπάρχοντα και ελεγμένα λογιστικά στοιχεία.

Οι δύο από τις τρεις μεθόδους, οι οποίες εφαρμοσθήκαν, κρίνονται κατάλληλες για τη συγκεκριμένη περίπτωση. Η μέθοδος Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών, όπως είδαμε, οδηγεί σε λανθασμένα, ως προς την αξία της επιχείρησης, αποτελέσματα κι αυτό γιατί η επενδυτική δραστηριότητα του ΟΠΑΠ, τα τελευταία χρόνια, είναι πολύ υψηλή, με αποτέλεσμα να καταλήγουμε σε αρνητικές ταμειακές ροές.

Το πρόβλημα αυτό θα μπορούσε να λυθεί κάνοντας προβλέψεις για ακόμα περισσότερα χρόνια. Όσο πιο μακροπρόθεσμες είναι οι εκτιμήσεις μας, όμως, τόσο μεγαλύτερη είναι η πιθανότητα να κάνουμε λάθος. Έτσι λοιπόν η καλύτερη λύση είναι να χρησιμοποιήσουμε μεθόδους αποτίμησης που βασίζονται στη λογιστική των δεδουλευμένων, όπως η Μέθοδος των Υπερκερδών.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- 1) Stephen H. Penman, “Financial Statement Analysis and Security Valuation”, Edition 2007
- 2) Tom Copeland, Tim Koller, Jack Murrin, “VALUATION: Measuring and Managing the Value of Companies”, Second Edition
- 3) Stephen H. Penman, “On Comparing Cash-Flow and Accrual Accounting Models For Use in Equity Valuation”, August 2001
- 4) Κωνσταντίνος Κάντζος MBA.Ph.D., Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων, Τρίτη Έκδοση 2002

SITES

- 1) www.opap.gr
- 2) www.ase.gr
- 3) www.euro2day.gr
- 4) www.capital.gr
- 5) www.naftemporiki.gr
- 6) www.iraj.gr
- 7) www.ssrn.com
- 8) www.scholar.google.com