

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ  
ΣΧΟΛΗ ΔΙΕΘΝΩΝ, ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ Ε-ΜΒΑ

# Αποτίμηση Χρηματοπιστωτικών Εταιρειών

---

Μελέτη Περίπτωσης της τράπεζας ALPHA BANK

Του ΠΑΝΤΑΖΗ ΒΑΣΙΛΕΙΟΥ Α.Μ. 1336

Επιβλέπων Καθηγητής: Νικόλαος Φίλιππας

Τριμελής Επιτροπή: Νικόλαος Φίλιππας, Παναγιώτης Αρτίκης, Γεώργιος Παπαναστασόπουλος

Πειραιάς  
Ιούλιος 2017



*Αφιερώνεται στην οικογένεια μου.*



## **ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ**

Για την εκπόνηση της παρούσης διπλωματικής εργασίας θα ήθελα να εκφράσω τις θερμότερες ευχαριστίες μου στον επιβλέποντα καθηγητή μου, κύριο Νικόλαο Φίλιππα, για την πολύτιμη καθοδήγησή και βοήθεια του καθ'όλη τη διάρκεια της συγγραφής μέχρι και την ολοκλήρωσή της.



## Περιεχόμενα

Περίληψη.....	11
Abstract .....	13
Κεφάλαιο 1 <sup>ο</sup> .....	15
Εισαγωγή .....	15
Κεφάλαιο 2 <sup>ο</sup> .....	19
2.1. Το Θεωρητικό Υπόβαθρο της Αποτίμησης Μετοχών .....	19
2.1.1. Η Διαδικασία της Αποτίμησης Μετοχών.....	21
2.1.2. Βασικές Αρχές Αποτίμησης Μετοχών.....	24
Κεφάλαιο 3ο.....	28
Βασικά Υποδείγματα Αποτίμησης Μετοχών.....	28
3.1 Το Υπόδειγμα Αποτίμησης Μερισμάτων .....	31
3.2 Το Υπόδειγμα των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών .....	37
3.3 Υποδείγματα Σχετικής Αποτίμησης.....	38
Κεφάλαιο 4ο.....	40
4.1 Εισαγωγή στην Αποτίμηση Τραπεζών .....	40
4.2 Μελέτη Περίπτωσης Αποτίμησης της Τράπεζας Alpha Bank .....	42
4.2.1. Σύντομη Επισκόπηση του Ομίλου Alpha Bank.....	42
4.2.2. Γενική Περιγραφή του Ομίλου.....	42
4.2.3. Η Ιστορία του Ομίλου .....	43
4.3 Στοιχεία Ισολογισμού και των Αποτελεσμάτων Χρήσεως.....	45
4.4 Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων .....	53
4.5 Αποτελέσματα Αποτίμησης της Αξίας της Τράπεζας.....	61
Κεφάλαιο 5ο.....	76
Συμπεράσματα .....	76
Βιβλιογραφία.....	81

## Περιεχόμενα Γραφημάτων

Γράφημα 1: Στάδια αποτίμησης με βάση τους Benninga & Sarig (1997)..	23
Γράφημα 2: Εξέλιξη Δείκτη ROA.....	54
Γράφημα 3: Εξέλιξη Δείκτη ROE.....	55
Γράφημα 4: Εξέλιξη Δείκτη EPS .....	56
Γράφημα 5: Εξέλιξη Δεικτών Εξόδων ως προς το Συνολικό Ενεργητικό...	58
Γράφημα 6: Εξέλιξη Δείκτη Capital Ratio .....	59
Γράφημα 7: Χρηματιστηριακή Τιμή Alpha Bank, 1990-2016 .....	61
Γράφημα 8: Χρηματιστηριακή Τιμή Alpha Bank, 2007-2016 .....	62
Γράφημα 9: Δείκτης Price-to-Book Value Alpha Bank και Eurobank, 2007-2016.....	62



## Περιεχόμενα Πινάκων

Πίνακας 1: Στοιχεία Ισολογισμού Ομίλου Alpha Bank, για την περίοδο 2005-2014.....	46
Πίνακας 2: Αποτελέσματα Χρήσεως Ομίλου Alpha Bank, για την περίοδο 2005-2014.....	47
Πίνακας 3: Κατάσταση Ταμειακών Ροών Ομίλου Alpha Bank, για την περίοδο 2005-2014.....	48
Πίνακας 4: Κατάσταση Μεταβολών Καθαρής Θέσης Ομίλου Alpha Bank, για την περίοδο 2005-2014.....	48
Πίνακας 5: Στοιχεία Ισολογισμού Τράπεζας Alpha Bank, για την περίοδο 2005-2014.....	49
Πίνακας 6: Αποτελέσματα Χρήσεως Τράπεζας Alpha Bank, για την περίοδο 2005-2014.....	50
Πίνακας 7: Κατάσταση Ταμειακών Ροών Τράπεζας Alpha Bank, για την περίοδο 2005-2014.....	51
Πίνακας 8: Κατάσταση Μεταβολών Καθαρής Θέσης Τράπεζας Alpha Bank, για την περίοδο 2005-2014.....	52
Πίνακας 9: Κατάσταση Μεταβολών Καθαρής Θέσης Τράπεζας Alpha Bank, για την περίοδο 2005-2014.....	65
Πίνακας 10: Υπολογισμός Τιμής Μετοχής σύμφωνα με το υπόδειγμα CAPM για εναλλακτικές τιμές $P_{i+1}$ .....	66
Πίνακας 11: Εισροές Υποδείγματος DDM τριών σταδίων.....	68
Πίνακας 12: Υπολογισμός Παραμέτρων με τη Χρήση του Υποδείγματος DDM τριών σταδίων.....	69
Πίνακας 13: Αποτίμηση Μετοχής Alpha Bank με τη Χρήση του Υποδείγματος DDM τριών σταδίων.....	70
Πίνακας 14: Ταμειακές Ροές προς τους Μετόχους της Alpha Bank.....	73
Πίνακας 15: Κατάσταση Μεταβολών Καθαρής Θέσης Τράπεζας Alpha Bank, για την περίοδο 2005-2014.....	75



## Περίληψη

Η αποτίμηση των μετοχών τραπεζών αποτελεί μια ιδιαίτερα σημαντική πρόκληση για τους σύγχρονους αναλυτές και επενδυτές. Οι τράπεζες πραγματοποιούν ένα ευρύ φάσμα πολύπλοκων εργασιών και η διαδικασία αποτίμησής τους είναι αρκετά πολύπλοκη.

Στο πλαίσιο της παρούσης διπλωματικής εργασίας επιχειρούμε την αποτίμηση της τράπεζας Alpha Bank με εναλλακτικές μεθόδους, για την εύρεση της δίκαιης τιμής της. Σκοπός της εργασίας είναι η μελέτη της συμπεριφοράς εναλλακτικών υποδειγμάτων αποτίμησης σε ένα ιδιαίτερα δυσμενές περιβάλλον, όπως της τραπεζικής κρίσης στην Ελλάδα, υπό το βάρος και των capital controls.

Τα βασικά υποδείγματα που χρησιμοποιούμε αφορούν τα υποδείγματα που βασίζονται στην προεξόφληση μελλοντικών συνολικών ταμειακών ροών και μερισμάτων.

**Λέξεις Κλειδιά:** Αποτίμηση Μετοχών, Δίκαιη Τιμή, Τράπεζες, Μερίσματα, Ταμειακές Ροές, Alpha Bank.



## **Abstract**

The valuation of bank shares is a major challenge for modern analysts and investors. Banks perform a wide range of complex activities and their valuation process is also quite complicated.

As part of this thesis we attempt to assess the bank Alpha Bank with alternative methods for finding the fair value. The purpose of this thesis is to investigate the behavior of alternative valuation models in a particularly adverse environment, such as the banking crisis in Greece, under the burden of capital controls.

The basic models we use concerning the models based on discounted future cash flows and total dividends.

**Keywords:** Equity Valuation, Fair Price, Banks, Alpha Bank, Dividends, Cash Flows



## Κεφάλαιο 1°

*«Κυνικός είναι εκείνος που γνωρίζει την τιμή των πάντων,  
αλλά την αξία κανενός»*

Oscar Wilde

### Εισαγωγή

Οι τράπεζες αποτελούν τον βασικότερο πυλώνα των σύγχρονων χρηματοπιστωτικών συστημάτων. Οι τράπεζες κατέχουν σημαντικό ρόλο στην οικονομία, καθώς αποτελούν τους βασικότερους χρηματοπιστωτικούς διαμεσολαβητές. Με την έννοια της χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης εννοείται η βασική δραστηριότητα των εμπορικών τραπεζών, που αποτελεί η συγκέντρωση κεφαλαίων και ο δανεισμός τους σε κράτη, επιχειρήσεις ή νοικοκυριά που έχουν ανάγκη κεφάλαια.

Η αποτίμηση της αξίας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και στη συγκριμένη περίπτωση των τραπεζών αποτελεί μια ιδιαίτερα σημαντική πρόκληση.

Η παρούσα ανάλυση εστιάζεται σε ένα ίδρυμα στην Ελλάδα. Τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της εργασίας είναι ότι η παρούσα εργασία μελετά την αποτίμηση μιας ελληνικής τράπεζας σε ένα ιδιαίτερα προκλητικό περιβάλλον, λόγω της κρίσης χρέους στην Ελλάδα. Η βασική δραστηριότητα των τραπεζών αφορά το δανεισμό κεφαλαίων, τα οποία προέρχονται από τις καταθέσεις που εμπιστεύονται οι πελάτες.

Ουσιαστικά, η τράπεζα παράγει κέρδη από τη διαφορά του επιτοκίου που χρεώνει τους δανειζόμενους και που καταβάλλει στους καταθέτες. Αυτός είναι ένας από τους βασικότερους παράγοντες της κερδοφορίας τους. Επιπλέον, επιτυγχάνουν κέρδη από την πώληση χρηματοοικονομικών προϊόντων, τις προμήθειες των συναλλαγών και την κερδοφορία του επενδυτικού τους χαρτοφυλακίου.

Ένα από τα σημαντικότερα αλλά και πολυπλοκότερα θέματα της χρηματοοικονομικής επιστήμης είναι η αποτίμηση των μετοχών τέτοιων επιχειρήσεων. Η αποτίμηση των μετοχών των τραπεζών και των εταιρειών του χρηματοπιστωτικού τομέα τείνει να αποτελεί μια ακόμη μεγαλύτερη πρόκληση για διεθνείς χρηματοοικονομικούς αναλυτές, διαχειριστές χαρτοφυλακίων επενδύσεων και αντισταθμιστικών κεφαλαίων (hedge funds).

Αυτό συμβαίνει λόγω της πολυπλοκότητας της δομής τους, του τεράστιου φάσματος υπηρεσιών τους και του γεγονότος ότι η πλειονότητα των τραπεζών έχουν διασυννοριακές δραστηριότητες και πλήθος συμμετοχών σε θυγατρικές εταιρείες με διαφορετικές δραστηριότητες, όπως για παράδειγμα, άλλες τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες, εταιρείες συμμετοχών (holding) κ.λπ.

Η διαδικασία της αποτίμησης, σύμφωνα με τον A.Damodaran, αποτελεί ένα συνδυασμό τέχνης και επιστήμης. Η επιστήμη αφορά τις τεχνικές μεθόδους της διαδικασίας αποτίμησης, δηλαδή τις συγκεκριμένες μεθοδολογίες που εφαρμόζουν οι αναλυτές, τα εργαλεία χρηματοοικονομικής ανάλυσης, τις παραδοχές και τις υποθέσεις. Αντίστοιχα, η έννοια της τέχνης εναπόκειται στην διαίσθηση του αναλυτή, στην αξιοποίηση ποιοτικών δεδομένων και στην επαρκή αποτύπωση των συγκυριών. Η τέχνη είναι αναγκαία για τη διενέργεια προβλέψεων για το μέλλον και τη εύρεση των μελλοντικών τιμών των μετοχών.

Στην παρούσα εργασία βασικός σκοπός είναι η αποτίμηση μιας ελληνικής τράπεζας με τη χρήση των πλέον διαδεδομένων μεθοδολογιών αποτίμησης που χρησιμοποιούνται στη χρηματοοικονομική. Η παρούσα



εργασία αποτελεί μια μελέτη περίπτωσης, καθώς σκοπός μας είναι η μελέτη και ανάλυση μιας τράπεζας με μεγάλη ιστορία, της Alpha Bank.

Το **Πρώτο Κεφάλαιο** αποτελεί την εισαγωγή της εργασίας.

Στο **Δεύτερο Κεφάλαιο** πραγματοποιείται η θεωρητική ανάλυση των μεθόδων αποτίμησης και το θεωρητικό πλαίσιο της αποτίμησης. Για την εκτενέστερη προσέγγιση, μελετάμε τη διαδικασία αποτίμησης που χρησιμοποιούν οι αναλυτές. Για το σκοπό αυτό πραγματοποιείται μια συνοπτική επισκόπηση της θεωρίας της αποτελεσματικότητας των αγορών και των τριών μορφών της ισχυρής, ημι-ισχυρής και της ασθενούς μορφής αποτελεσματικότητας. Ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στη μεθοδολογία που ανέπτυξαν οι Benninga & Sarig (1997) για την αποτίμηση μετοχών. Η μεθοδολογία περιλαμβάνει πέντε βασικά βήματα, που αφορούν την ανάλυση του περιβάλλοντος της εταιρείας, την κατασκευή του βασικού μοντέλου, την μετατροπή του προσδοκώμενου οικονομικού αποτελέσματος σε όρους αξίας, τον έλεγχο και διερεύνηση με τη χρήση εναλλακτικών τεχνικών και τη διερεύνηση των συνεπειών της εκτιμώμενης αξίας.

Στο **Τρίτο Κεφάλαιο** πραγματοποιείται η θεωρητική ανάλυση των μεθόδων αποτίμησης. Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζονται αναλυτικά οι βασικές θεωρητικές προσεγγίσεις αποτίμησης μετοχών που επικρατούν στη βιβλιογραφία. Τα υποδείγματα αυτά είναι

- Το Υπόδειγμα Ρυθμού Προεξόφλησης Μερισμάτων
- Το Υπόδειγμα Προεξόφλησης Χρηματοροών
- Το Υπόδειγμα των Υπερβαλλουσών Αποδόσεων
- Το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων και
- Το Υπόδειγμα Πολλαπλασιαστών

Τα πρώτα δύο υποδείγματα αφορούν την προεξόφληση των μερισμάτων που διατίθενται στους μετόχους και την προεξόφληση των χρηματοροών προς τους μετόχους. Τα μοντέλα αυτά είναι θεωρητικά, με το πρώτο να μη

είναι αποτελεσματικό σε περιπτώσεις όπως η δική μας όπου δεν καταβάλλονται μερίσματα για αρκετές χρήσεις.

Στο **Τέταρτο Κεφάλαιο** πραγματοποιείται μια σύντομη ανάπτυξη των τροποποιήσεων που απαιτούνται στα υποδείγματα του Τρίτου Κεφαλαίου για την εφαρμογή τους στην παρούσα εργασία και των ειδικών συνθηκών που ισχύουν για την Ελλάδα στο πλαίσιο της μελέτης περίπτωσης που εξετάζουμε. Επίσης περιλαμβάνεται μια ολοκληρωμένη παρουσίαση της μελέτης περίπτωσης αποτίμησης που αναπτύσσουμε για την Τράπεζα Alpha Bank. Αρχικά πραγματοποιείται μιας σύντομη επισκόπηση του Ομίλου Alpha Bank και της Ιστορίας του, με ιδιαίτερη έμφαση να δίνεται στην περιγραφή του Ομίλου και των βασικών δραστηριοτήτων του. Επιπροσθέτως, πραγματοποιείται αναλυτική ανάλυση των στοιχείων του ισολογισμού της εξεταζόμενης τράπεζας και των αποτελεσμάτων χρήσεως, όπως δημοσιεύονται από την τράπεζα. Ακολούθως πραγματοποιείται ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων και περιγραφή των βασικών δεικτών της τράπεζας.

Στο **Πέμπτο Κεφάλαιο** που είναι το τελευταίο κεφάλαιο της εργασίας παρουσιάζονται τα βασικά συμπεράσματα της εργασίας και η ανάλυσή τους, με βάση τα κεφάλαια που προηγήθηκαν.

## Κεφάλαιο 2<sup>ο</sup>

### 2.1. Το Θεωρητικό Υπόβαθρο της Αποτίμησης Μετοχών

Οι τραπεζικές μετοχές είναι ιδιαίτερα δημοφιλείς στο επενδυτικό κοινό. Στην Ελλάδα παραδοσιακά παρουσιάζουν έντονο ενδιαφέρον από το επενδυτικό κοινό ακόμα και σήμερα, μετά την κρίση χρέους. Οι τράπεζες από τις αρχές του 2000 κυριαρχούσαν στην ελληνική αγορά σε όρους κεφαλαιοποίησης και αποτελούσαν τους βασικούς τίτλους που συμμετείχαν σε διεθνείς και παγκόσμιους δείκτες.

Επομένως η διαδικασία αποτίμησής τους κρίνεται ιδιαίτερα σημαντική τόσο για θεσμικούς, όσο και για ιδιώτες μετόχους, οι οποίοι επιθυμούν να αποτιμήσουν τις επενδύσεις τους. Για το λόγο αυτό η χρησιμοποίηση των μεθόδων αποτίμησης μετοχών είναι σημαντική κατά τη διαδικασία λήψης επενδυτικών αποφάσεων. Η διαδικασία της αποτίμησης, συνιστά τη διαδικασία εντοπισμού των μετοχών που είναι υποτιμημένες και των μετοχών που είναι υπερτιμημένες σε μια αγορά.

Η διαδικασίες που χρησιμοποιούνται βασίζονται σε υποθέσεις και παραδοχές που πραγματοποιούνται. Βασικό στοιχείο είναι η υπόθεση ότι οι αγορές είναι αναποτελεσματικές και κατά συνέπεια, οι χρηματιστηριακές τιμές των μετοχών αποκλίνουν από την πραγματική τους αξία. Πρακτικά, πρόκειται για την παραβίαση της θεωρίας των αποτελεσματικών αγορών που αποτυπώθηκε από τον Fama (1970)<sup>1</sup>.

Αναλυτικότερα, η θεωρία των αποτελεσματικών αγορών συνιστά ότι οι τιμές των μετοχών, σε αποτελεσματικές αγορές τείνουν να ενσωματώνουν

---

<sup>1</sup> Την έννοια της αποτελεσματικότητας των αγορών (Efficient Market Hypothesis) θεμελιώθηκε από τον Eugene Fama το 1970, στο άρθρο του με τίτλο "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", στο Journal of Finance.

το σύνολο της διαθέσιμης πληροφόρησης και επομένως κάθε χρονική στιγμή να αντανακλούν την πραγματική αξία των μετοχών. Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή οι τιμές είναι ορθά αποτιμημένες συνεχώς και δεν υπάρχει η δυνατότητα επίτευξης υπερβαλλουσών αποδόσεων από τους επενδυτές. Επομένως σύμφωνα με τη θεωρία της αποτελεσματικότητας των αγορών, οι επενδυτές δεν μπορούν να προβλέψουν τις μελλοντικές τιμές των μετοχών με βάση τις παρελθούσες τιμές και τη δημόσια πληροφόρηση που υπάρχει.

Σύμφωνα με τη θεωρία των αποτελεσματικών αγορών, η υπόθεση της αποτελεσματικότητας ορίζεται με βάση το βαθμό της πληροφόρησης που έχει περιληφθεί στις τιμές των μετοχών στην αγορά. Η κλασική διάκριση των μορφών της αποτελεσματικότητας των αγορών μπορεί να διακριθεί με κριτήριο την πληροφόρηση σε τρεις μορφές:

- Την Ισχυρή μορφή αποτελεσματικότητας
- Την Ημι-ισχυρή μορφή αποτελεσματικότητας
- Την Ασθενή μορφή αποτελεσματικότητας

Τα τελευταία χρόνια, η ανάπτυξη της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής και ιδίως μετά το ξέσπασμα της παγκόσμιας κρίσης, ανέδειξε την ύπαρξη ανωμαλιών στις αγορές και τις μετοχές. Για παράδειγμα, το σκάσιμο της φούσκας στην αγορά στεγαστικών δανείων στις ΗΠΑ οδήγησε στο σκάσιμο της μιας «φούσκας», η οποία τροφοδοτούσε την κερδοφορία των τραπεζών επί πολλά έτη.

Στις χρηματιστηριακές αγορές κυριάρχησε ο πανικός, που εκφράστηκε από τις μαζικές πωλήσεις τίτλων. Ιδιαίτερα χαρακτηριστικά, από το ξέσπασμα της κρίσης, ήταν φαινόμενα, όπως η υπεραντίδραση (που εκφράστηκε με πωλήσεις χωρίς όρια στις αγορές), η εμφάνιση συμπεριφορά της αγέλης (όπου η πλειονότητα των συμμετεχόντων επιθυμούσαν να «ξεπουλήσουν» τις μετοχές που κατείχαν, ενώ το αγοραστικό ενδιαφέρον ήταν μηδαμινό) και άλλες συμπεριφορικές αντιδράσεις.

Τέτοιου τύπου ακραίες συνθήκες και αντιδράσεις των επενδυτών, τείνουν να οδηγούν σε σημαντικές αποκλίσεις των τιμών των μετοχών από τις τιμές που προσδιορίζουν τα θεμελιώδη μεγέθη των εταιρειών. Οι συνθήκες αυτές οδηγούν σε υψηλή μεταβλητότητα και σε σημαντικές αποκλίσεις των τιμών από τις δίκαιες τιμές (fair prices).

### **2.1.1. Η Διαδικασία της Αποτίμησης Μετοχών**

Η αποτίμηση της πραγματικής τιμής των περιουσιακών στοιχείων αποτελεί μια συνεχή διαδικασία. Αυτό συμβαίνει διότι τα περιουσιακά στοιχεία διαπραγματεύονται σε κάθε χρονική στιγμή. Οι τιμές των μετοχών στο χρηματιστήριο μεταβάλλονται κάθε λεπτό. Οι μεταβολές στις τιμές εκφράζουν την ενσωμάτωση πρόσθετης πληροφορίας.

Η διαδικασία της αποτίμησης σε μεγάλο βαθμό εξαρτάται σαφώς από την γνώση κάθε αναλυτή για την εξεταζόμενη επιχείρηση, το ευρύτερο οικονομικό περιβάλλον και την ψυχολογία των επενδυτών. Σε οποιονδήποτε από τους παραπάνω παράγοντες υπάρχουν μεταβολές, οι τιμές αλλάζουν. Στη βιβλιογραφία έχουν αναπτυχθεί πολλές μεθοδολογίες και τεχνικές για την εκτίμηση της τιμής των μετοχών, τόσο εισηγμένων, όσο και μη εισηγμένων μετοχών. Δεδομένου ότι οι συνθήκες στις αγορές μεταβάλλονται, απαιτούνται μοντέλα που θα μπορούν να εντοπίζουν αυτές τις αλλαγές καθώς και την επίδρασή τους στην τιμή της μετοχής.

Εντούτοις, το γεγονός ότι η διαδικασία αποτίμησης αποτελεί μια πολύπλοκη διαδικασία και σε πολλές περιπτώσεις μπορεί να οδηγήσει σε εσφαλμένα συμπεράσματα και ενδείξεις της «πραγματικής» ή «εύλογης» αξίας ενός περιουσιακού στοιχείου δεν πρέπει να οδηγεί σε απογοήτευση. Η διαδικασία αποτίμησης, όπως προαναφέρθηκε αποτελεί μια διαδικασία που απαιτεί τέχνη και επιστήμη.

Μια πρότυπη διαδικασία αποτίμησης θα πρέπει να περιλαμβάνει τη συλλογή και αξιολόγηση δεδομένων και πληροφοριών που σχετίζονται με το περιουσιακό στοιχείο. Για τον έλεγχο των αποτελεσμάτων συνήθως απαιτείται ένα σημαντικό χρονικό διάστημα δεδομένων, όπως 5 ή 10 ή περισσότερων ετών για την εύρεση περισσότερο αξιόπιστων αποτελεσμάτων. Ωστόσο, η διαθεσιμότητα σημαντικού πλήθους ιστορικών δεδομένων δε διασφαλίζει μεγαλύτερη ακρίβεια στην εύρεση της δίκαιης αξίας μιας μετοχής ή οποιουδήποτε άλλου περιουσιακού στοιχείου. Αυτό συμβαίνει συνήθως διότι οι συνθήκες στις αγορές μεταβάλλονται. Οι αγορές και οι συνθήκες σήμερα δε σχετίζονται με κάποιο μοτίβο σε σχέση με τις συνθήκες των αγορών πριν από μια δεκαετία ή πριν από πολύ περισσότερα χρόνια. Οι τεχνολογίες που χρησιμοποιούνται, ο όγκος των πληροφοριών και η ταχύτητα που αυτές ενσωματώνονται στις τιμές των μετοχών.

Επομένως το πρώτο βήμα για την διαδικασία της αποτίμησης είναι η συγκέντρωση δεδομένων που θα χαρακτηρίζονται από ακρίβεια, αμεροληψία και συνέπεια. Με τη χρήση των δεδομένων αυτών πραγματοποιείται η κατασκευή των μοντέλων αποτίμησης.

Οι Benninga & Sarig (1997) όρισαν ένα πρότυπο πλαίσιο για τη διαδικασία αποτίμησης. Το μοντέλο αυτό είναι γενικευμένο και μπορεί να περιγράψει το σύνολο των μοντέλων που μπορεί να χρησιμοποιούνται από αναλυτές, επενδυτικούς οίκους, επενδυτικές τράπεζες, διαχειριστές κεφαλαίων, hedge funds κ.α.. Η διαδικασία αποτίμησης όπως αποτυπώθηκε από τους Benninga & Sarig (1997) περιλαμβάνει πέντε (5) διαδοχικά στάδια, τα οποία είναι τα παρακάτω:

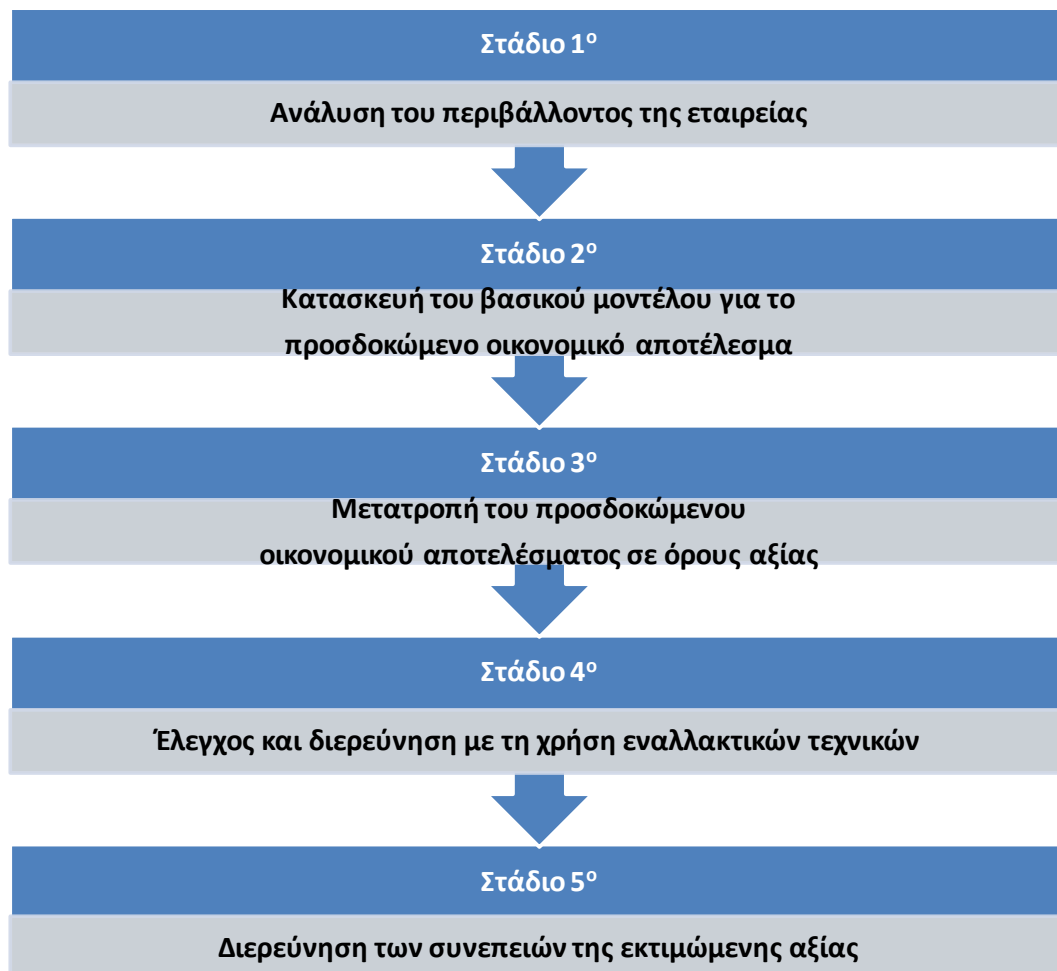
**Στάδιο 1°:** Ανάλυση του περιβάλλοντος της εταιρείας

**Στάδιο 2°:** Κατασκευή του βασικού μοντέλου για το προσδοκώμενο οικονομικό αποτέλεσμα

**Στάδιο 3°:** Μετατροπή του προσδοκώμενου οικονομικού αποτελέσματος σε όρους αξίας

**Στάδιο 4°:** Έλεγχος και διερεύνηση με τη χρήση εναλλακτικών τεχνικών

**Στάδιο 5°:** Διερεύνηση των συνεπειών της εκτιμώμενης αξίας



**Γράφημα 1: Στάδια αποτίμησης με βάσει τους Benninga & Sarig (1997)**

## 2.1.2. Βασικές Αρχές Αποτίμησης Μετοχών

Όπως γίνεται αντιληπτό, η διαδικασία αποτίμησης των μετοχών των εταιρειών και αντίστοιχα των εταιρειών του χρηματοπιστωτικού τομέα είναι υποκειμενική. Οι αποτιμήσεις που μπορεί να είναι διαθέσιμες σε επενδυτές ή σε επενδυτικούς οργανισμούς, φέρουν το στοιχείο της υποκειμενικότητας των αναλυτών που τις εκτιμούν και συντάσσουν τις αντίστοιχες εκθέσεις αποτίμησης. Είναι πολύ δύσκολο να εξαιρεθεί το στοιχείο αυτό, δεδομένου ότι στη σχετική βιβλιογραφία της αποτίμησης, στα μοντέλα αποτίμησης περιλαμβάνονται υποθέσεις που μπορεί να υιοθετούνται ή να απορρίπτονται από τον αναλυτή που διενεργεί την αποτίμηση. Από μόνο του το στοιχείο αυτό οδηγεί σε άρση της αντικειμενικότητας και ενέχει μεροληψία. Συνεπώς στο πλαίσιο προσδιορισμού των υποθέσεων, παρουσιάζεται σχετική ευελιξία. Σε κάθε περίπτωση ένας αναλυτής μπορεί να χρησιμοποιήσει ένα πλήθος μεθοδολογιών για την αποτίμηση μιας μετοχής, όπως αυτές που θα μελετήσουμε στις επόμενες ενότητες και εν τέλει να επιλέξει εκείνη που κρίνει πιο ρεαλιστική και αντιπροσωπευτική υπό τις συνθήκες που αντιμετωπίζει.

Κάθε μοντέλο μπορεί να οδηγήσει σε διαφορετικά αποτελέσματα. Στη βιβλιογραφία έχουν καταγραφεί μοντέλα που τείνουν να υπο-εκτιμούν ή αντίστοιχα, να υπερ-εκτιμούν τις τιμές των μετοχών. Δύο μοντέλα είναι πολύ δύσκολο να οδηγήσουν στο ίδιο αποτέλεσμα.

Μια βασική αρχή για τη διαδικασία της αποτίμησης είναι η απλότητα του μοντέλου. Τα πολύπλοκα μοντέλα τείνουν να είναι χαοτικά και να προκαλούν σύγχυση. Αντίστοιχα, απλότητα πρέπει να υπάρχει και στον ορισμό των υποθέσεων. Όσο περισσότερες υποθέσεις ορίζει ο αναλυτής, τόσο πιο περιορισμένο θα είναι ένα μοντέλο και τόσο πιο περιορισμένη θα είναι η εφαρμογή του. Συνεπώς, τα υποδείγματα για την εκτίμηση μιας δίκαιης αξίας για τη μετοχή μιας εταιρείας θα πρέπει να βασίζονται σε ένα απλό μοντέλο, με ελεγχόμενες υποθέσεις και παραμέτρους.



Πιο συγκεκριμένα, στην αποτίμηση των τραπεζών, το έργο ενός αναλυτή είναι πιο δύσκολο. Παράλληλα, πολλά δεδομένα που θα πρέπει να γνωρίζει ο αναλυτής δεν είναι δημοσίως γνωστά, όπως η δομή του χαρτοφυλακίου των δανείων που έχουν χορηγηθεί και οι ροές τους. Αντίστοιχα, το θεσμικό πλαίσιο που τις διέπει είναι ιδιαίτερα πολύπλοκο, σε σχέση με άλλες εταιρείες, γεγονός που καθιστά επίσης δύσκολο το να συμπεριληφθεί το εποπτικό πλαίσιο και οι αλλαγές σε αυτό στη διαδικασία αποτίμησης.

Παρά τις ιδιαιτερότητες των τραπεζών, σε σχέση με άλλες εταιρείες, οι βασικές αρχές αποτίμησης που ισχύουν για τις μετοχές των άλλων εταιρειών, ισχύουν και για το σύνολο των εταιρειών του χρηματοπιστωτικού τομέα. Οι διαφοροποιήσεις έγκεινται μόνο σε τεχνικό και μεθοδολογικό επίπεδο. Τα βασικά σημεία διαφοροποίησης είναι τα εξής:

Οι τράπεζες, όπως και οι άλλες εταιρείες του χρηματοπιστωτικού τομέα παρουσιάζουν σημαντική μόχλευση, η οποία δεν μπορεί να προσδιοριστεί εύκολα, γιατί εξυπηρετούν με δανεισμό τις τρέχουσες απαιτήσεις των καταθετών και είναι δύσκολο να προσδιοριστεί το κόστος κεφαλαίου. Αυτό κατ' επέκταση ισοδυναμεί με σφάλμα στην εκτίμηση του σταθμικού κόστους κεφαλαίων και στην τελική αποτίμηση. Για το λόγο αυτό είναι ευκολότερο να αποτιμηθεί η καθαρή θέση της τράπεζας με τη χρήση του κόστους ιδίων κεφαλαίων.

Για τον υπολογισμό των χρηματοροών προς τους μετόχους, χρησιμοποιούνται μόνο τα μερίσματα. Ωστόσο, σε περιόδους ζημιών ή ανάγκης εύρεσης κεφαλαίων, οι τράπεζες δε διανέμουν μερίσματα. Αυτό δημιουργεί προβλήματα στη διαδικασία αποτίμησης, δεδομένου ότι δεν υπάρχουν χρηματοροές και εισοδήματα για τους μετόχους. Αυτό οδηγεί στην αδυναμία των υποδειγμάτων που περιλαμβάνουν τα μερίσματα να αποτιμήσουν την αξία της μετοχής μιας τράπεζας.

Τα σημαντικότερα σφάλματα κατά τη διαδικασία αποτίμησης που διαπράττουν οι αναλυτές, σύμφωνα με τον Aswath Damodaran είναι τα εξής:

### **1. Η χρήση δεδομένων της τελευταίας χρήσης**

Η πλειονότητα των αναλυτών βασίζει τις εκτιμήσεις για τη μελλοντική πορεία των μετοχών και την αξία τους, σε χρηματοοικονομικά μεγέθη που παρουσιάζει κατά την τελευταία χρήση. Είναι σφάλμα να ορίζεται το τελευταίο έτος ως σημείο αναφοράς για το μέλλον.

### **2. Η χρήση σταθερού ρυθμού αύξησης των ταμειακών ροών (cash flows).**

Οι αναλυτές τείνουν να υποθέτουν ότι οι ταμιακές ροές μιας επιχείρησης θα εξακολουθούν να αυξάνονται με σταθερό ρυθμό στο διηνεκές. Μια τέτοια υπόθεση είναι σαφώς μη ρεαλιστική εάν όχι εξωπραγματική.

### **3. Η υπόθεση για τη φορολογία**

Όπως σημειώνεται, υπάρχει η τάση, οι αναλυτές να αγνοούν την επίδραση της φορολογίας κατά τη διαδικασία της αποτίμησης ή να την υπερεκτιμούν ή να την υποεκτιμούν.

### **4. Η υπόθεση του ρυθμού αύξησης.**

Ένα από τα σημαντικότερα σφάλματα στην πρόβλεψη των τιμών των μετοχών αφορούν τις υποθέσεις που γίνονται για το ρυθμό ανάπτυξης των επιχειρήσεων και των μερισμάτων τους. Σύμφωνα με τον Damodaran, μια σχετικά ακριβής εκτίμηση για το ρυθμό ανάπτυξης είναι το επιτόκιο των κρατικών ομολόγων.

### **5. Συντελεστής Προεξόφλησης.**

Οι αναλυτές τείνουν να δίνουν ιδιαίτερη έμφαση στη διαμόρφωση και τις υποθέσεις που αφορούν το συντελεστή προεξόφλησης, δηλαδή στην απαιτούμενη απόδοση από τους επενδυτές συγκριτικά με τις ταμειακές ροές, που αποτελούν το σημαντικότερο παράγοντα για την αποτίμηση μετοχών.

## **6. Κόστος επανεπένδυσης.**

Η ανάπτυξη των επιχειρήσεων απαιτεί επανεπένδυση των κερδών ή επένδυση νέων χρημάτων από τους μετόχους. Η διαδικασία αυτή ενέχει όμως κόστος για τους μετόχους, γεγονός που δεν είναι ιδιαίτερα επιθυμητό από τους ίδιους. Το κόστος ευκαιρίας και η ανάγκη νέων κεφαλαίων δεν μπορεί να προσδιοριστεί με ακρίβεια. Σύμφωνα με τον Damodaran, ιδιαίτερη έμφαση θα πρέπει να δίνεται στην ποιότητα της ανάπτυξης μιας επιχείρησης.

## **7. Σχέση Ιδίων προς Ξένα.**

Η σχέση των ιδίων προς ξένα κεφάλαια που δείχνει τη μόχλευση και τον πιστωτικό κίνδυνο μιας επιχείρησης είναι ιδιαίτερα σημαντική. Η σχέση μεταξύ ιδίων και ξένων κεφαλαίων μεταβάλλεται διαχρονικά και η διάρθρωσή τους ιδίως σε περιόδους περιοριστικής πιστωτικής επέκτασης από τις τράπεζες είναι ιδιαίτερα σημαντική. Αντίστοιχα, οι συνθήκες με τις οποίες μπορεί να πραγματοποιούνται αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου ή εκδόσεις ομολόγων ή άντληση ρευστότητας είναι ιδιαίτερα σημαντικές, σε αντίθεση με την υπόθεση των Modigliani-Miller που έδειξαν ότι η δομή της κεφαλαιακής διάρθρωσης δεν επηρεάζει την αξία της επιχείρησης.

## **8. Οι υποθέσεις των αναλυτών...**

Ο τελευταίος παράγοντας των σφαλμάτων ή καλύτερα των μεροληπτικών προβλέψεων στις αποτιμήσεις των μετοχών είναι η υποκειμενικότητα των αναλυτών και οι υποθέσεις που πραγματοποιούν. Οι υποθέσεις που πραγματοποιούν ορίζουν στο σύνολο των ανωτέρω στοιχείων και αφορούν την επιλογή μεροληπτικών συντελεστών προεξόφλησης, ρυθμών ανάπτυξης, αισιόδοξες ή απαισιόδοξες υποθέσεις για τη φορολογία, τα μερίσματα, τις ταμειακές ροές κ.α.

## Κεφάλαιο 3ο

### Βασικά Υποδείγματα Αποτίμησης Μετοχών

Η διαδικασία της αποτίμησης αποσκοπεί στην εύρεση και τον προσδιορισμό της αξίας μιας επιχείρησης, με τη χρήση επιστημονικών μεθοδολογιών. Διαφορετικές μέθοδοι προσφέρουν διαφορετικά αποτελέσματα για την πραγματική αξία μιας εταιρείας. Η εύρεση μιας αντικειμενικής τιμής είναι σχεδόν αδύνατη, δεδομένου ότι δεν υπάρχει τέλειο ή ιδανικό υπόδειγμα αποτίμησης.

Στις μέρες μας έχουν αναπτυχθεί δεκάδες μέθοδοι αποτίμησης των μετοχών εισηγμένων εταιρειών, ενώ αντίστοιχα έχουν προταθεί εναλλακτικές μέθοδοι αποτίμησης μη εισηγμένων εταιρειών. Η βασική διαφοροποίηση των εισηγμένων από τις μη-εισηγμένες αφορά κυρίως στο βαθμό της πληροφόρησης και στη διαπραγμάτευση σε μια αγορά. Τα ποιοτικά στοιχεία εισηγμένων και μη είναι διαφορετικά, λόγω του αυστηρότερου πλαισίου που απαιτείται για τη συμμετοχή σε οργανωμένες αγορές και βεβαίως στην αποτίμηση των άυλων περιουσιακών στοιχείων, όπως το brand name και άλλα στοιχεία.

Μεταξύ του πλήθους των εναλλακτικών μεθόδων αποτίμησης που έχουν αναπτυχθεί και αναφέρονται στη σχετική βιβλιογραφία, δεν υπάρχει κάποια τέλεια μέθοδος πρόβλεψης.

Ο Fernandez (2007) περιγράφει τις τέσσερις βασικές κατηγορίες αποτίμησης, που χρησιμοποιούνται από αναλυτές παγκοσμίως για την εύρεση δίκαιων τιμών μετοχών. Η ταξινόμηση των μεθόδων πραγματοποιείται με τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται για την αποτίμηση και την πρόβλεψη των τιμών των μετοχών.

Πιο αναλυτικά, για την αποτίμηση των επιχειρήσεων οι αναλυτές μπορούν να χρησιμοποιήσουν τα τρέχοντα στοιχεία του ισολογισμού της

εταιρείας, χρηματιστηριακές τιμές και αποδόσεις και την προεξόφληση των ετήσιων ταμειακών ροών και τέλος την περιοδική αξία (υπολειμματικό εισόδημα των μετόχων).

Η χρήση οποιασδήποτε από τις μεθόδους αυτές απαιτεί τον έλεγχο καταλληλότητας, σύμφωνα με τις συνθήκες που επικρατούν στο μακροοικονομικό περιβάλλον και στα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά κάθε επιχείρησης. Αντίστοιχα, οι μέθοδοι διαφοροποιούνται σε χαρακτηριστικά όπως, για εταιρείες που παρουσιάζουν κέρδη ή ζημιές, διανέμουν ή όχι μερίσματα, παρουσιάζουν θετικές προοπτικές ή όχι, είναι κυκλικές ή αντικυκλικές, είναι ιδιωτικές ή κρατικές και από μια σειρά από άλλους παράγοντες.

Για την αντικειμενικότερη προσέγγιση της πραγματικής αξίας μιας επιχείρησης, πρέπει να εξετάζονται εναλλακτικές μέθοδοι και τα αποτελέσματά τους να παρουσιάζονται και να αναλύονται συγκριτικά, ανάλογα με την περίπτωση. Η χρήση πολλών εναλλακτικών μεθοδολογιών για την αποτίμηση επιχειρήσεων μπορεί να οδηγήσει σε ασφαλέστερα συμπεράσματα τους αναλυτές ή τους μετόχους.

Η ορθότερη προσέγγιση αφορά τη χρήση εναλλακτικών μεθόδων αποτίμησης, και την εύρεση εναλλακτικών τιμών, ανά περίπτωση. Τα πλέον διαδεδομένα μοντέλα αποτίμησης μετοχών είναι

- α) η μέθοδος των προεξοφλημένων μερισμάτων
- β) η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών (discounted cash flows-DCF),
- γ) η μέθοδος της καθαρής περιουσιακής θέσης
- δ) η μέθοδος της υπερβάλλουσας απόδοσης και
- ε) η συγκριτική ανάλυση.

Η διαδικασία της αποτίμησης των τραπεζών συνδέεται άμεσα με τη χρήση παρελθόντων οικονομικών στοιχείων που αντλούνται από τις οικονομικές καταστάσεις των τραπεζών. Για τη διαδικασία της αποτίμησης, ο Lee (1999) αναπτύσσει τέσσερεις κλασικές πρότυπες αρχές για τον υπολογισμό της οικονομικής αξίας των μετοχών. Οι αρχές αυτές είναι οι εξής:

- Η διαδικασία της αποτίμησης αποτελεί μια διαδικασία εκτίμησης του μέλλοντος.
- Η διαδικασία της αποτίμησης προϋποθέτει τη χρήση γνώσεων από διαφορετικά επιστημονικά πεδία.
- Τα λογιστικά συστήματα διαδραματίζουν σπουδαίο ρόλο στην αποτίμηση των επιχειρήσεων.
- Η θεμελιώδης ανάλυση διευκολύνει τη διενέργεια προβλέψεων.

Τα μοντέλα αποτίμησης που στηρίζονται στα θεμελιώδη μεγέθη τείνουν να υιοθετούνται περισσότερο από τους αναλυτές για τους ανωτέρω λόγους και στην πράξη χρησιμοποιούνται υποδείγματα που εκτιμούν την παρούσα αξία των μελλοντικών δεδομένων. Λόγω της αβεβαιότητας, η εκτίμηση της οικονομικής αξίας της επιχείρησης μπορεί σε κάθε περίπτωση να είναι υποκειμενική, λόγω των παραμέτρων που χρησιμοποιούν οι αναλυτές. Το ίδιο συμβαίνει και στα πιο σύγχρονα μοντέλα.

### 3.1 Το Υπόδειγμα Αποτίμησης Μερισμάτων

Η διαδικασία της αποτίμησης μιας μετοχής με τη μέθοδο προεξόφλησης των χρηματοροών (ή χρηματικών ροών), σχετίζει την αξία της μετοχής μιας επιχείρησης με το άθροισμα των παρουσών αξιών όλων των αναμενόμενων μελλοντικών χρηματικών ροών του συγκεκριμένου περιουσιακού στοιχείου, δηλαδή της μετοχής της τράπεζας.

Το υπόδειγμα επομένως βασίζεται στο ότι η αξία οποιουδήποτε περιουσιακού στοιχείου ισούται με την παρούσα αξία των μελλοντικών χρηματοροών που προσφέρει στον κάτοχό τους. Αυτό αποτελεί τη βάση για τον υπολογισμό της αξίας μιας μετοχής.

Ο υπολογισμός της τιμής της μετοχής πραγματοποιείται με τη χρήση του ακόλουθου τύπου υπολογισμού:

$$P = \sum_{t=1}^T [CF_t / (1+r)^t]$$

όπου:

$P$  η τιμή της μετοχής ή γενικά του περιουσιακού στοιχείου

$CF_t$  η χρηματοροή που αποτελεί εισόδημα, το οποίο προκύπτει από το περιουσιακό στοιχείο κατά την κάθε χρονική περίοδο  $t$

$T$  ο χρόνος ωρίμανσης του περιουσιακού στοιχείου

$r$  ένα επιτόκιο προεξόφλησης που εκφράζει τον συνολικό κίνδυνο της πραγματοποίησης των εκτιμώμενων χρηματοροών

Πολύ σημαντικά ζητήματα για την αποτίμηση με μέθοδο προεξόφλησης των χρηματοροών είναι ο ορθός υπολογισμός των αναμενόμενων μελλοντικών ροών και η κατανομή τους στο χρόνο. Είναι

σαφές ότι για κάθε περιουσιακό στοιχείο, η δομή και η διάρθρωση των χρηματοροών διαφέρουν.

Για παράδειγμα, στα ομόλογα, οι χρηματοροές αφορούν στα κουπόνια που πληρώνει και στην αποπληρωμή του κεφαλαίου. Αντίστοιχα στις μετοχές οι μελλοντικές χρηματοροές αφορούν στα μερίσματα που αποδίδουν στο διηλεκές ή στα μερίσματα των ετών διακράτησης από έναν επενδυτή και στην τιμή που αναμένεται να πουλήσει τη μετοχή. Η μελλοντική τιμή αποτελεί αντίστοιχα την προεξοφλημένη αξία των μελλοντικών μερισμάτων από τη στιγμή εκείνη στο διηλεκές. Οι χρηματοροές που χρησιμοποιούνται θα πρέπει να είναι καθαρές, δηλαδή μετά την αφαίρεση εξόδων ή φόρων.

Ένας άλλος σημαντικός παράγοντας για τη συγκεκριμένη μέθοδο αποτίμησης αφορά τον προσδιορισμό του προεξοφλητικού επιτοκίου. Στη διαδικασία της αποτίμησης οι ροές αφορούν δημιουργία χρήματος μελλοντικά, επομένως αποτελούν αντικείμενο εκτίμησης/πρόβλεψης και θα πρέπει να προεξοφληθούν με ένα προεξοφλητικό επιτόκιο, που να είναι αντιπροσωπευτικό με τον κίνδυνο που ενέχει η δημιουργία αυτών των μελλοντικών ροών (βλ. Fernandez, 2007).

Όπως προκύπτει από τον ορισμό, το επιτόκιο προεξόφλησης αφορά το σύνολο των κινδύνων που αφορούν το περιουσιακό στοιχείο. Οι συγκεκριμένοι κίνδυνοι προσδιορίζονται από την επικινδυνότητα των υπολογιζόμενων χρηματοροών και συνδέονται με τον κίνδυνο αγοράς, τον επιτοκιακό κίνδυνο και τον κίνδυνο επανεπένδυσης, το συναλλαγματικό κίνδυνο σε περίπτωση ξένου νομίσματος, τον κίνδυνο αθέτησης και τον πιστωτικό κίνδυνο, τον κίνδυνο πληθωρισμού και άλλους κινδύνους.

Όσο υψηλότερη είναι η επικινδυνότητα των χρηματοροών, τόσο υψηλότερα θα πρέπει να είναι τα προεξοφλητικά επιτόκια, ενώ αντίστοιχα, τα περιουσιακά στοιχεία που παρουσιάζουν μικρότερο κίνδυνο και επομένως μικρότερη επικινδυνότητα θα πρέπει να προεξοφλούνται με χαμηλότερα επιτόκια.



Όπως προαναφέρθηκε, η αξία μιας μετοχής υπολογίζεται με βάση την παρούσα αξία των μελλοντικών χρηματοροών που προσδοκά κάθε επενδυτής από το περιουσιακό στοιχείο, στην περίπτωση μας από μια μετοχή τράπεζας. Η βάση αυτής της μεθόδου είναι ότι η μετοχή κάθε τράπεζας έχει μια εσωτερική αξία, που μπορεί να υπολογιστεί με βάση τα συγκεκριμένα χαρακτηριστικά της, δηλαδή τις μελλοντικές χρηματοροές, τα μερίσματά της και τον αναμενόμενο ρυθμό αύξησης των μερισμάτων που προσφέρει και τον συνολικό κίνδυνο που προσδιορίζει το επιτόκιο προεξόφλησης. Επομένως, για τη χρησιμοποίηση του μοντέλου χρειάζεται να εκτιμήσουμε με ακρίβεια:

α) το μέγεθος και την χρονική διάρθρωση των χρηματοροών

β) το επιτόκιο προεξόφλησης των μελλοντικών χρηματοροών, ήτοι την απαιτούμενη απόδοση των επενδυτών

Εμβαθύνοντας περαιτέρω στα χρηματοοικονομικά μεγέθη των πιστωτικών ιδρυμάτων και των τραπεζών, εξετάζουμε τα ίδια κεφάλαια, όπου υπάρχουν χρηματικές ροές με σημαντική αβεβαιότητα όσον αφορά τις προσδοκίες για την τιμή τους, με τις χρηματοροές να ορίζονται από τα μερίσματα και το επιτόκιο να ορίζεται ως η απαιτούμενη απόδοση από την πλευρά των επενδυτών.

Η απόδοση ιδίων κεφαλαίων ( $E(R)$ ) την οποία προσδοκούν οι επενδυτές από μια μετοχή τράπεζας, προκύπτει σύμφωνα με το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων που θα μελετήσουμε πιο αναλυτικά στη συνέχεια:

$$k = E(R_i) = r_f + \beta(E(R_M) - r_f)$$

όπου:

$k$  η απαιτούμενη απόδοση των επενδυτών από τη μετοχή που σύμφωνα με το υπόδειγμα αποτίμησης κεφαλαιουχικών στοιχείων ορίζεται ως η μέση (ή εναλλακτικά αναμενόμενη) απόδοση,  $E(R_i)$

$r_f$  η απόδοση του περιουσιακού στοιχείου χωρίς κίνδυνο

$\beta$  ο συντελεστή συστημαντικού κινδύνου της μετοχής, που ορίζεται ως ο συντελεστής ευαισθησίας μεταξύ των αποδόσεων της μετοχής, σε σχέση με τις αποδόσεις της αγοράς

$E(R_M)$  η αναμενόμενη απόδοση της χρηματιστηριακής αγοράς

Σύμφωνα με το παραδοσιακό υπόδειγμα αποτίμησης μερισμάτων για τις μετοχές, η εσωτερική αξία ή η τιμή της τράπεζας προκύπτει από το άθροισμα της παρούσας αξίας, όλων των μελλοντικών χρηματοροών, δηλαδή των μερισμάτων. Όπως σημειώθηκε κάθε επενδυτής που έχει κάποιο συγκεκριμένο χρονικό ορίζοντα έχει τη δυνατότητα να πουλήσει (ρευστοποιήσει) τις μετοχές που κατέχει στη δευτερογενή χρηματιστηριακή αγορά. Η οικονομική αξία μιας μετοχής, ήτοι η παρούσα αξία των μελλοντικών μερισμάτων μιας οποιασδήποτε μετοχής υπολογίζεται ως εξής:

$$PV = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t} = \frac{D_1}{(1+r)} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_{\infty}}{(1+r)^{\infty}}$$

για την περίπτωση όπου ο επενδυτής δεν σχεδιάζει να την πουλήσει σε κάποιο συγκεκριμένο χρονικό ορίζοντα. Δηλαδή, στην περίπτωση όπου η μετοχή διακρατείται χωρίς να πουληθεί.

$$PV = \sum_{t=1}^{T=n} \frac{D_t}{(1+r)^t} = \frac{D_1}{(1+r)} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+r)^n} + \frac{P}{(1+r)^n}$$

για την περίπτωση όπου ο επενδυτής σχεδιάζει να την πουλήσει σε κάποιο συγκεκριμένο χρονικό ορίζοντα  $n$ .

Όπου:

$D_1, D_2, \dots, D_n$ : η αξία των μερισμάτων

$r$  ένα επιτόκιο προεξόφλησης που εκφράζει τον συνολικό κίνδυνο της πραγματοποίησης των εκτιμώμενων χρηματοροών

$P$ : η τιμή πώλησης της μετοχής στον επενδυτικό ορίζοντα

Επιπλέον, τα μερίσματα των μετοχών δεν παραμένουν διαχρονικά σταθερά, αλλά μεταβάλλονται από περίοδο σε περίοδο. Για το λόγο αυτό στο πλέον διαδεδομένο μοντέλο αποτίμησης μετοχών όπου χρησιμοποιείται για την περιγραφή του υπολογισμού των μελλοντικών μερισμάτων είναι εκείνο του σταθερού ρυθμού αύξησης των μερισμάτων. Η συγκεκριμένη υπόθεση εκφράζει ότι το μέρισμα που καταβλήθηκε στο παρελθόν θα συνεχίσει να καταβάλλεται και μελλοντικά, προσαυξημένο με ένα σταθερό ποσοστό αύξησης. Στην περίπτωση αυτή, εάν ορίσουμε ως  $g$  το σταθερό ποσοστό αύξησης του μερίσματος η τιμή της μετοχής υπολογίζεται από τον εξής τύπο:

$$PV = \frac{D_0(1+g)}{(1+r)} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+r)^2} + \frac{D_0(1+g)^3}{(1+r)^3} \dots + \frac{D_\infty}{(1+r)^\infty} = \frac{D_1}{r-g} = \frac{D_0(1+g)}{r-g}$$

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να αναφέρουμε και ορισμένα μειονεκτήματα της συγκεκριμένης μεθόδου αποτίμησης μετοχών. Ένα σημαντικό μειονέκτημα αφορά στο γεγονός ότι δεν εξετάζει σε βάθος τα δεδομένα της τράπεζας, καθώς πρόκειται για μια απλή μέθοδο που προσπαθεί να εκτιμήσει την εσωτερική αξία της μετοχής, ενώ οι απαιτούμενες πληροφορίες (χρηματοροές και προεξοφλητικό επιτόκιο) είναι δύσκολο να εκτιμηθούν.

Στο γενικευμένο αυτό υπόδειγμα, οι ροές εκτιμώνται στο άπειρο. Στην πραγματικότητα, οι αναλυτές που την εφαρμόζουν τείνουν να προεξοφλούν ροές για μια συγκεκριμένη περίοδο περίπου 5ετίας έως 10ετίας (Copeland et al., 2000 και Dermine, 2009) και εν συνεχεία να ορίζουν ένα σταθερό ρυθμό ανάπτυξης που διατηρείται στο διηνεκές..

Παράλληλα, η χρήση της μεθόδου ενέχει το υποκειμενικό στοιχείο της άποψης του αναλυτή που διενεργεί την πρόβλεψη, επομένως μπορεί να είναι μεροληπτική.

Ο ρόλος της υποκειμενικότητας και της τάσης για χειραγώγηση των μεθόδων αποτίμησης αποτυπώνεται από τον Aswath Damodaran στην παρακάτω φράση<sup>2</sup>:

*Ας είμαστε ειλικρινείς: όταν ξεκινάτε να κάνετε μια αποτίμηση  
έχετε ένα αποτέλεσμα στο μυαλό σας και  
αναλώνετε όλη την προσπάθειά σας στο να καταλήξετε στο νούμερο αυτό,  
αλλάζοντας την παραδοχή για το ρυθμό ανάπτυξης!*

Επιπροσθέτως, η προσέγγιση παρούσας αξίας είναι ευκολότερο να χρησιμοποιηθεί για μετοχές τραπεζών που προσφέρουν θετικές χρηματοροές στον παρόντα χρόνο (δίνουν μερίσματα και έχουν θετικούς δείκτες μερισμάτων και κερδών ανά μετοχή), εταιρειών που παρουσιάζουν διαχρονική σταθερότητα στην εξέλιξη των χρηματοροών τους, ώστε να υπάρχει αξιοπιστία στα μεγέθη και μπορούμε να ορίσουμε με όσο το δυνατόν περισσότερη ακρίβεια το επιτόκιο προεξόφλησης.

---

<sup>2</sup> Πηγή: <https://sub.bvresources.com/BVWire/November2008Issue74-2.htm>

### 3.2 Το Υπόδειγμα των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών

Μια εναλλακτική προσέγγιση έναντι της μεθόδου της παρούσης αξίας των μελλοντικών χρηματοροών είναι η μέθοδος προεξόφλησης των αναμενόμενων μελλοντικών χρηματοροών του μετοχικού κεφαλαίου (Free Cash Flow to Equity) ή απλώς το υπόδειγμα αποτίμησης με τη μέθοδο των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών.

Ο υπολογισμός της τιμής της μετοχής πραγματοποιείται με τη χρήση του ακόλουθου τύπου υπολογισμού:

$$P = \sum_{t=1}^T [FCFE_t / (1 + r)^t]$$

όπου:

$P$  η τιμή της μετοχής ή γενικά του περιουσιακού στοιχείου

$FCFE_t$  εκφράζει τις ελεύθερες ταμειακές ροές

$T$  ο χρόνος ωρίμανσης του περιουσιακού στοιχείου

$r$  ένα επιτόκιο προεξόφλησης που εκφράζει τον συνολικό κίνδυνο της πραγματοποίησης των εκτιμώμενων χρηματοροών ή απαιτούμενη απόδοση των επενδυτών.

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές ισούνται με τα Καθαρά Κέρδη μετά Φόρων, προσαρμοσμένων με τις κεφαλαιακές δαπάνες, τις αποσβέσεις και το κεφάλαιο κίνησης, ως προς τη διάρθρωση της επιχείρησης. Πιο συγκεκριμένα, οι ελεύθερες ταμειακές ροές ισούνται με:

$$FCFE = KMT\Phi - (\text{Κεφαλ. Δαπ.} - \text{Αποσβέσεις}) \left(1 - \frac{\text{Ξένα Κεφ.}}{\text{Ίδια Κεφ.}}\right) - \Delta(\text{Κεφ. Κινησης}) \left(1 - \frac{\text{Ξένα Κεφ.}}{\text{Ίδια Κεφ.}}\right)$$

### 3.3 Υποδείγματα Σχετικής Αποτίμησης

Μια ειδική κατηγορία αποτίμησης μετοχών είναι τα υποδείγματα σχετικής αποτίμησης. Τα υποδείγματα αυτά βασίζονται στην παραδοχή ότι τα περιουσιακά στοιχεία που έχουν κοινά χαρακτηριστικά θα πρέπει να αποτιμώνται με όμοιο τρόπο. Επομένως οι αποτιμήσεις μεταξύ των τραπεζικών μετοχών, σε μια συγκεκριμένη αγορά, όπως η ελληνική θα πρέπει να αποτιμώνται με τον ίδιο τρόπο. Οι μεθοδολογίες της σχετικής αποτίμησης εφαρμόζουν θεμελιώδη μεγέθη.

Επομένως, η πραγματική εσωτερική αξία της μετοχής της Alpha Bank που αποτελεί την εξεταζόμενη εταιρεία, θα πρέπει να αποτιμάται αντίστοιχα με τις μετοχές των υπολοίπων ελληνικών τραπεζών. Το μοντέλο που θα χρησιμοποιηθεί θα πρέπει να περιλαμβάνει κοινά στοιχεία όσον αφορά τις οικονομικές μεταβλητές και τα θεμελιώδη μεγέθη, δηλαδή την κερδοφορία, τις χρηματοροές και τη δομή τους και τα λογιστικά μεγέθη. Σύμφωνα με τα ανωτέρω, οι μετοχές των τραπεζών στην Ελλάδα θα πρέπει να έχουν κοινά χαρακτηριστικά και αντίστοιχους δείκτες. Η μετοχή που εξετάζουμε θα πρέπει να αποτιμάται με βάση τους αντίστοιχους δείκτες της αγοράς.

Ένα βασικό μοντέλο της σχετικής αποτίμησης βασίζεται στους εξής δείκτες:

- Δείκτη χρηματιστηριακή τιμή προς κέρδη ανά μετοχή (Price / Earnings per share ratio)
- Δείκτη χρηματιστηριακή τιμή προς λογιστική αξία (Price / Book Value)
- Δείκτη χρηματιστηριακή τιμής προς πωλήσεις ανά μετοχή (Price / Sales per share).

Εναλλακτικοί δείκτες για την αποτίμηση μετοχών μπορεί να είναι ο δείκτης χρηματιστηριακή τιμή προς χρηματοροές ανά μετοχή (Price / Cashflow per share), το δείκτη χρηματιστηριακή τιμή προς μέρισμα ανά μετοχή (Price /

Dividend per share), χρηματιστηριακή αξία προς την αξία αντικατάστασης (Market Value / Replacement Value).

Η συγκεκριμένη διαδικασία αφορά το συσχετισμό πολλαπλασιαστών με βάση τα θεμελιώδη μεγέθη εξεταζόμενης εταιρείας και της αγοράς. Για παράδειγμα μπορούμε να εξάγουμε συμπεράσματα για το ποια θα είναι η επίδραση μιας αλλαγής των περιθωρίων κέρδους στον δείκτη τιμής-πωλήσεων (price/sales) ή ποια θα είναι η επίδραση της αύξησης του ρυθμού ανάπτυξης στον δείκτη τιμής-κερδών.

## Κεφάλαιο 4ο

### 4.1 Εισαγωγή στην Αποτίμηση Τραπεζών

Οι τράπεζες αποτελούν χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, που έχουν ως βασική δραστηριότητα τη χρηματοοικονομική διαμεσολάβηση. Η βασική δραστηριότητά τους είναι η συγκέντρωση κεφαλαίων από τις πλεονασματικές μονάδες της οικονομίας ή των διεθνών αγορών και η προσφορά τους υπό τη μορφή δανεισμού σε ελλειμματικές μονάδες. Τα κεφάλαια που δανείζουν οι τράπεζες μπορεί να αφορούν τη χρηματοδότηση νοικοκυριών, με την αποπληρωμή τόκων, ή σε επιχειρήσεις που μέσω του τραπεζικού δανεισμού αντλούν κεφάλαια για τη χρηματοδότηση επενδυτικών σχεδίων τους.

Παραδοσιακά η αποτίμηση των τραπεζών αποτελεί μια πρόκληση για τη χρηματοοικονομική επιστήμη, κυρίως λόγω της πολυπλοκότητας των εργασιών τους και των δραστηριοτήτων τους. Η αποτίμηση της μετοχής μιας τράπεζας είναι πολύ πιο πολύπλοκη, σε σύγκριση με μια άλλη οποιαδήποτε επιχείρηση, λόγω της διαφορετικότητας του κλάδου. Η φύση των δραστηριοτήτων των τραπεζών είναι πολύπλοκη και είναι δύσκολο να προσδιοριστεί ο δανεισμός τους και η μόχλευση στην οποία εκτίθενται, ενώ είναι ιδιαίτερα δύσκολος και ο προσδιορισμός των ταμειακών ροών που προκύπτουν από την επανεπένδυση. Επιπροσθέτως, οι τράπεζες ιδίως μετά την χρηματοπιστωτική κρίση λειτουργούν υπό αυστηρότερο θεσμικό και εποπτικό πλαίσιο που θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψιν κατά τη διαδικασία αποτίμησης.

Χαρακτηριστικά παραδείγματα αποτελούν οι διαδικασίες που εφαρμόζουν πολλές ευρωπαϊκές τράπεζες, στο πλαίσιο της απομόχλευσης τους, οι οποίες υποχρεούνται από το πλαίσιο να πουλήσουν σημαντικό μέρος των συμμετοχών τους σε άλλες χώρες ή θυγατρικές τους, όπως



ασφαλιστικές εταιρείες, για τη μείωση των απαιτήσεων κεφαλαιακής επάρκειας. Αντίστοιχα, σε ίδιες διαδικασίες βρίσκονται και οι ελληνικές τράπεζες.

Επομένως γίνεται κατανοητό ότι οι κεφαλαιακές απαιτήσεις και τα εποπτικά κεφάλαια ενέχουν σημαντικό ρόλο στη διαδικασία αποτίμησης της αξίας των μετοχών των τραπεζών.

Για τις ελληνικές τράπεζες η βασική δραστηριότητα τους αφορά στο δανεισμό των καταθέσεων των πελατών τους. Εντούτοις, η διαδικασία αυτή δεν επιτελείται ομαλά, λόγω της εφαρμογής των ελέγχων στη διακίνηση κεφαλαίων (capital controls).

Στο πλαίσιο της θεωρητικής ανάλυσης εξετάσαμε ορισμένα υποδείγματα αποτίμησης μετοχών, όπως τα μοντέλα προεξόφλησης μερισμάτων και ελευθέρων χρηματοροών, το Υπόδειγμα των υπερβαλλουσών αποδόσεων, το υπόδειγμα αποτίμησης κεφαλαιουχικών στοιχείων (CAPM) και άλλα. Τα συγκριμένα υποδείγματα όπως είδαμε παρουσιάζουν σημαντικές απλουστεύσεις και υποθέσεις για την αποτίμηση μιας μετοχής. Ωστόσο, όπως εξηγήθηκε, η διαδικασία αποτίμησης μια τράπεζας είναι μια αρκετά πολυπλοκότερη και σαφώς δυσκολότερη διαδικασία.

Επίσης, στο πλαίσιο της αποτίμησης απαιτείται ιδιαίτερα εμπιστευτική πληροφόρηση, όπως η διάρθρωση του επενδυτικού και δανειακού χαρτοφυλακίου της τράπεζας, ο προσδιορισμός της ποιότητας του χαρτοφυλακίου δανείων, η ακριβής εκτίμηση των μη-εξυπηρετούμενων δανείων και αναλυτικότερες πληροφορίες για το status τους, ο προσδιορισμός των κερδών με βάση το πραγματικό σταθμικό επιτοκιακό spread (δηλαδή τη διαφορά μεταξύ των επιτοκίων δανείων και καταθέσεων).

## **4.2 Μελέτη Περίπτωσης Αποτίμησης της Τράπεζας Alpha Bank**

### **4.2.1. Σύνομη Επισκόπηση του Ομίλου Alpha Bank**

Ο Όμιλος Alpha Bank αποτελεί έναν από τους τέσσερις συστημικούς Ομίλους του χρηματοοικονομικού τομέα στην Ελλάδα. Η τράπεζα παρουσιάζει ισχυρή παρουσία στην εγχώρια και τη διεθνή τραπεζική αγορά.

Στο πλαίσιο των δραστηριοτήτων της, προσφέρει ένα ευρύ φάσμα υψηλής ποιότητας χρηματοοικονομικών προϊόντων και υπηρεσιών, συμπεριλαμβανομένων υπηρεσιών λιανικής τραπεζικής, τραπεζικής μικρομεσαίων και μεγάλων επιχειρήσεων, διαχείρισης επενδυτικών κεφαλαίων και private banking, διανομής τραπεζοασφαλιστικών προγραμμάτων, υπηρεσίες επενδυτικής τραπεζικής, διαχείρισης ακίνητης περιουσίας κ.α..

### **4.2.2. Γενική Περιγραφή του Ομίλου**

Η ναυαρχίδα του ομίλου και μητρική εταιρία είναι η τράπεζα Alpha Bank, που ιδρύθηκε το 1879 από τον Ι.Φ. Κωστόπουλο. Η Alpha Bank είναι μια από τις τέσσερις συστημικές τράπεζες στην Ελλάδα, με έναν από τους υψηλότερους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας στην Ευρώπη. Στη μακρόχρονη ιστορία της παρουσιάζει μακρά και επιτυχή διαδρομή.

Η κρίση χρέους στην Ελλάδα, κλόνισε το τραπεζικό σύστημα. Εντούτοις, σε ένα δυσμενές περιβάλλον, η Alpha Bank επέτυχε να ανακεφαλαιοποιηθεί με επιτυχία με την άντληση κεφαλαίων από ιδιώτες και το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας. Η τελευταία επιτυχής

ανακεφαλαιοποίηση της Alpha Bank πραγματοποιήθηκε το Νοέμβριο του 2015, με την άντληση 2,563 δις ευρώ. Χαρακτηριστικό είναι ότι ανακεφαλαιοποίηση πραγματοποιήθηκε με σημαντική υπερκάλυψη της αιτούμενης ιδιωτικής συμμετοχής, η οποία είχε ως αποτέλεσμα οι ιδιώτες μέτοχοι να αποτελούν πλέον τη συντριπτική πλειοψηφία της μετοχικής βάσεως της Alpha Bank. Αντίστοιχα επιτυχής ήταν και η ολοκλήρωση της αυξήσεως του μετοχικού κεφαλαίου στην οποία προέβη το Μάρτιο του 2014 ύψους 1,2 δις. ευρώ.

Παράλληλα, στο πλαίσιο της συγκέντρωσης του ελληνικού τραπεζικού συστήματος, το Σεπτέμβριο του 2014 ολοκληρώθηκε η εξαγορά του δικτύου λιανικής τραπεζικής της τράπεζας Citibank. Επίσης, τον Ιούνιο του 2013 ολοκλήρωσε τη συγχώνευση με απορρόφηση της Εμπορικής Τραπέζης, που μέχρι τότε ανήκε στη γαλλική τράπεζα Credit Agricole.

Χαρακτηριστικό είναι ότι η τράπεζα εξαγόρασε το σύνολο των προνομιούχων μετοχών του Ελληνικού Δημοσίου, όντας η πρώτη από τις συστημικές τράπεζες προέβη στην αποπληρωμή της συμμετοχής του.

#### **4.2.3. Η Ιστορία του Ομίλου**

Η ιστορία της Alpha Bank είναι μακρόχρονη υπερβαίνοντας τα 130 χρόνια και αντικατοπτρίζει την πολύπλευρη επιχειρηματική δραστηριότητα και τη συμβολή της στην οικονομική ζωή της Ελλάδας, σε πολύ δύσκολες συγκυρίες. Η τράπεζα ιδρύθηκε το 1879 στην Καλαμάτα και δραστηριοποιήθηκε στον τραπεζικό τομέα, ενώ το 1916 ανέπτυξε συνεργασία με τη Λαϊκή Τράπεζα. Το 1918, μετατράπηκε σε ανώνυμη εταιρεία και μετονομάστηκε σε Τράπεζα Καλαμών. Το 1924 η Τράπεζα Καλαμών συγχωνεύθηκε με το τραπεζικό τμήμα του οίκου Ι.Φ.

Κωστοπούλου και δημιουργήθηκε η Τράπεζα Ελληνικής Εμπορικής Πίστεως, μεταφέροντας την έδρα την Αθήνα.

Το 1947 η τράπεζα Ελληνικής Εμπορικής Πίστεως μετονομάστηκε σε Τράπεζα Εμπορικής Πίστεως και υπήρξε η μοναδική Τράπεζα του μεγέθους της που κατάφερε να εξέλθει από τις δύσκολες συνθήκες εκείνης της περιόδου και προσανατολίσθηκε πλέον στην ανάπτυξη ενός εθνικού δικτύου υποκαταστημάτων.

Μετά τη δεκαετία του 1970, η Τράπεζα Πίστεως, όπως ονομάστηκε το 1972, υπήρξε πρωτοπόρος στον τομέα του εκσυγχρονισμού του ελληνικού τραπεζικού συστήματος, ενώ μετά την απελευθέρωσή του, στα τέλη της δεκαετίας του 1980 παρέχοντας ένα ευρύ φάσμα καινοτόμων χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Μάλιστα το 1999, η Alpha Τράπεζα Πίστεως προέβη σε εξαγορά του 51% των μετοχών της Ιονικής Τραπέζης, πραγματοποιώντας τη μεγαλύτερη ιδιωτικοποίηση που είχε γίνει ποτέ στην Ελλάδα. Η συγχώνευση των δύο τραπεζικών ιδρυμάτων ολοκληρώθηκε το αμέσως επόμενο έτος, ενώ η νέα διευρυμένη Τράπεζα που προέκυψε ονομάστηκε Alpha Bank.

Σήμερα η Alpha Bank και οι θυγατρικές της Εταιρίες αποτελούν έναν σύγχρονο Όμιλο επιχειρήσεων του χρηματοπιστωτικού τομέα, ο οποίος προσφέρει χρηματοοικονομικές υπηρεσίες σε ιδιώτες και επιχειρήσεις στην Ελλάδα και στο εξωτερικό, εξυπηρετώντας περίπου 4 εκατ. Πελάτες. Εκτός Ελλάδος η Τράπεζα δραστηριοποιείται στις αγορές της Ρουμανίας, Σερβίας, Βουλγαρίας, Π.Γ.Δ.Μ., Αλβανίας και Κύπρου, ενώ έχει παρουσία και στο Λονδίνο.

Το δίκτυο της Alpha Bank στην Ελλάδα αριθμεί 527 υποκαταστήματα, μετά την ολοκλήρωση της εξαγοράς του δικτύου λιανικής της Citibank και τη συγχώνευση της Εμπορικής Τράπεζας. Η εξεταζόμενη τράπεζα αποτελεί μια συστημική τράπεζα για το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα και παρουσιάζει σημαντική κεφαλαιακή επάρκεια.

### **4.3 Στοιχεία Ισολογισμού και των Αποτελεσμάτων Χρήσεως**

Οι οικονομικές καταστάσεις των τραπεζών διαφοροποιούνται σημαντικά από τις οικονομικές καταστάσεις των άλλων επιχειρήσεων, όπως για παράδειγμα, των εμπορικών και βιομηχανικών επιχειρήσεων.

Στους παρακάτω πίνακες παρουσιάζονται τα βασικά στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων του ομίλου Alpha Bank και της Τράπεζας, για την περίοδο 2005 έως και το 2014. Η συγκεκριμένη περίοδος καλύπτει έντεκα έτη και είναι ένα ιδιαίτερα μεγάλο διάστημα που καλύπτει μια περίοδο όπου οι συνθήκες στις αγορές ήταν ομαλή, δηλαδή τα έτη 2005 έως και το 2009 και τη μακρά περίοδο της κρίσης στην Ελλάδα, το διάστημα 2010 έως και το 2014.

## Πίνακας 1: Στοιχεία Ισολογισμού Ομίλου Alpha Bank, για την περίοδο 2005-2014

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΟΜΙΛΟΥ						
	31.12.2014	31.12.2013	31.12.2012	31.12.2011	31.12.2010	31.12.2009
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>						
Ταμείο και διαθέσιμα στην κεντρική τράπεζα		1.688.182	1.437.248	2.103.588	4.124.283	3.814.673
Απαιτήσεις κατά πιστωτικών ιδρυμάτων		2.566.230	3.382.690	1.807.079	2.397.664	5.108.146
Χαρτοφυλάκιο συναλλαγών		8.836	20.132	13.960	41.268	70.600
Παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα - απαιτήσεις		797.393	736.693	624.447	441.082	347.178
Δάνεια και προκαταβολές σε πελάτες (μετά από προβλέψεις)		55.986.869	40.578.845	44.875.706	49.304.745	51.399.939
Χαρτοφυλάκιο επενδύσεων		560.453	493.498	64.688	71.729	72.668
Συμμετοχές σε συγγενείς επιχειρήσεις		50.044	74.610	44.855	49.617	50.715
Ασώματες ακινητοποιήσεις		242.914	141.757	181.512	193.191	178.109
Ενσώματες ακινητοποιήσεις		1.122.470	1.155.190	1.220.949	1.240.658	1.258.451
Λοιπά στοιχεία ενεργητικού		4.337.156	2.855.877	2.385.271	1.275.616	1.008.913
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>		<b>73.697.267</b>	<b>58.253.418</b>	<b>59.148.045</b>	<b>66.798.315</b>	<b>69.596.047</b>
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>						
Υποχρεώσεις προς πιστωτικά ιδρύματα		19.082.724	25.217.125	22.521.200	16.461.381	13.235.439
Υποχρεώσεις προς πελάτες		42.484.860	28.451.478	29.399.461	38.292.501	42.915.694
Παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα-υποχρεώσεις		1.373.500	1.518.881	1.578.143	1.105.433	603.932
Εκδοθείσες ομολογίες και λοιπές δανειακές υποχρεώσεις		782.936	732.259	2.188.545	3.561.188	5.148.875
Προβλέψεις για κινδύνους και βάρη		449.512	645.518	154.788	135.337	102.907
Λοιπές υποχρεώσεις		1.156.000	929.748	1.339.660	1.458.541	1.615.841
<b>Σύνολο Υποχρεώσεων (α)</b>		<b>65.329.532</b>	<b>57.505.918</b>	<b>57.181.797</b>	<b>61.014.381</b>	<b>63.622.688</b>
Καθαρή Θέση μετόχων Εταιρείας		8.312.395	588.042	1.417.253	5.210.871	5.372.148
Δικαιώματα Μειοψηφίας		23.640	11.904	11.700	13.413	17.424
<b>Σύνολο Καθαρής Θέσης (β)</b>		<b>8.367.735</b>	<b>747.500</b>	<b>1.966.248</b>	<b>5.783.934</b>	<b>5.973.359</b>
<b>Σύνολο Παθητικού (α) + (β)</b>		<b>73.697.267</b>	<b>58.357.325</b>	<b>59.148.045</b>	<b>66.798.315</b>	<b>69.596.047</b>
ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΟΜΙΛΟΥ						
	31.12.2008	31.12.2007	31.12.2006	31.12.2005	31.12.2004	
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>						
Ταμείο και διαθέσιμα στην κεντρική τράπεζα	3.450.947	3.263.612	2.675.702	2.202.382	1.755.349	
Απαιτήσεις κατά πιστωτικών ιδρυμάτων	2.829.970	3.509.696	4.636.712	4.775.229	5.222.824	
Χαρτοφυλάκιο συναλλαγών	81.135	266.047	305.991	122.638	162.102	
Παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα - απαιτήσεις	485.026	383.432	245.676	138.997	171.633	
Δάνεια και προκαταβολές σε πελάτες (μετά από προβλέψεις)	50.704.702	42.072.071	32.223.034	27.356.543	22.377.785	
Χαρτοφυλάκιο επενδύσεων	66.875	3.235.781	7.588.211	7.774.612	2.000.953	
Συμμετοχές σε συγγενείς επιχειρήσεις	59.260	0	0	11.389	107.363	
Ασώματες ακινητοποιήσεις	159.961	134.497	117.138	107.436	30.861	
Ενσώματες ακινητοποιήσεις	1.254.240	1.173.275	935.996	937.973	916.767	
Λοιπά στοιχεία ενεργητικού	936.603	645.878	1.071.200	579.847	491.171	
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>65.269.954</b>	<b>54.684.289</b>	<b>49.799.660</b>	<b>44.007.046</b>	<b>33.236.808</b>	
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>						
Υποχρεώσεις προς πιστωτικά ιδρύματα	8.963.796	4.437.736	6.686.526	8.128.599	1.544.315	
Υποχρεώσεις προς πελάτες	42.546.777	34.665.158	31.014.694	21.644.804	20.696.624	
Παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα-υποχρεώσεις	805.346	384.139	224.576	140.236	228.945	
Εκδοθείσες ομολογίες και λοιπές δανειακές υποχρεώσεις	7.241.185	0	0	9.192.626	6.727.078	
Προβλέψεις για κινδύνους και βάρη	96.025	137.954	613.847	317.871	289.093	
Λοιπές υποχρεώσεις	1.676.128	10.768.038	7.646.350	1.460.226	1.403.307	
<b>Σύνολο Υποχρεώσεων (α)</b>	<b>61.329.257</b>	<b>50.393.025</b>	<b>46.185.993</b>	<b>40.884.362</b>	<b>30.889.362</b>	
Καθαρή Θέση μετόχων Εταιρείας	3.020.824	3.370.511	2.739.733	2.224.669	2.283.938	
Δικαιώματα Μειοψηφίας	32.567	32.859	44.280	53.069	63.508	
<b>Σύνολο Καθαρής Θέσης (β)</b>	<b>3.940.697</b>	<b>4.291.264</b>	<b>3.613.667</b>	<b>3.122.684</b>	<b>2.347.446</b>	
<b>Σύνολο Παθητικού (α) + (β)</b>	<b>65.269.954</b>	<b>54.684.289</b>	<b>49.799.660</b>	<b>44.007.046</b>	<b>33.236.808</b>	

**Πίνακας 2: Αποτελέσματα Χρήσεως Ομίλου Alpha Bank, για την περίοδο 2005-2014**

<b>ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΠΕΡΙΟΔΟΥ ΟΜΙΛΟΥ</b>						
	<b>31.12.2014</b>	<b>31.12.2013</b>	<b>31.12.2012</b>	<b>31.12.2011</b>	<b>31.12.2010</b>	<b>31.12.2009</b>
Καθαρά έσοδα από τόκους		1.657.821	1.383.282	1.783.692	1.818.630	1.762.599
Καθαρά έσοδα από αμοιβές / προμήθειες		370.307	272.750	294.215	332.537	378.823
Έσοδα από μερίσματα		1.048	998	3.618	2.678	2.646
Κέρδη / ζημιές από χρηματοοικονομικές πράξεις		256.551	-232.335	142.251	35.139	171.522
Λοιπά έσοδα εκμεταλλεύσεως		74.626	61.337	59.721	60.427	67.430
Έσοδα συμμετοχών σε συγγενείς εταιρείες		-16.194	-10.393	294	172	-2.963
<b>Σύνολο Εσόδων</b>		<b>2.360.353</b>	<b>1.506.050</b>	<b>2.283.497</b>	<b>2.249.411</b>	<b>2.383.020</b>
Προβλέψεις για πιστωτικούς κινδύνους		-1.923.213	-1.666.543	-5.919.183	-884.754	
Αμοιβές και έξοδα προσωπικού		-661.569	-546.770	-535.806	-548.839	-565.466
Γενικά λειτουργικά έξοδα		-672.122	-525.759	-467.443	-506.333	-544.666
Αποσβέσεις		-92.161	-93.634	-93.043	-93.286	-91.765
Ζημιές απομείωσης αξίας περιουσιακών στοιχείων		3.283.052	0	0	0	-676.343
<b>Σύνολο Εξόδων</b>		<b>-66.013</b>	<b>-2.832.706</b>	<b>-7.015.475</b>	<b>-2.033.212</b>	<b>-1.878.240</b>
<b>Κέρδη / ζημιές προ φόρων</b>		<b>2.278.146</b>	<b>-1.344.580</b>	<b>-4.731.684</b>	<b>216.371</b>	<b>501.817</b>
Φόρος εισοδήματος		644.078	258.993	921.735	-130.332	-152.740
Κέρδη / ζημιές μετά από φόρους		2.922.224	-1.081.687	-3.809.949	86.039	349.077
Κέρδη αναλογούντα στους μετόχους της Τράπεζας		3.252.153	-1.031.795	-3.697.252	-69.992	383.676
Κέρδη αναλογούντα σε τρίτους		46	924	-315	847	-730
<b>Βασικά κέρδη μετά φόρων ανά μετοχή (σε €)</b>		<b>0,44</b>	<b>-1,12</b>	<b>-7,27</b>	<b>0,02</b>	<b>0,64</b>
<b>ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΠΕΡΙΟΔΟΥ ΟΜΙΛΟΥ</b>						
	<b>31.12.2008</b>	<b>31.12.2007</b>	<b>31.12.2006</b>	<b>31.12.2005</b>	<b>31.12.2004</b>	
Καθαρά έσοδα από τόκους	1.798.602	1.605.253	1.417.616	1.218.394	1.055.029	
Καθαρά έσοδα από αμοιβές / προμήθειες	464.414	464.590	400.108	352.315	332.543	
Έσοδα από μερίσματα	2.591	2.254	2.700	2.580	5.601	
Κέρδη / ζημιές από χρηματοοικονομικές πράξεις	-6.848	82.542	55.496	25.248	78.616	
Λοιπά έσοδα εκμεταλλεύσεως	79.944	161.820	69.342	93.915	105.370	
Έσοδα συμμετοχών σε συγγενείς εταιρείες	6.997	1.220	-408	-1.165	37.458	
<b>Σύνολο Εσόδων</b>	<b>2.338.703</b>	<b>2.316.459</b>	<b>1.945.262</b>	<b>1.692.452</b>	<b>1.577.159</b>	
Προβλέψεις για πιστωτικούς κινδύνους						
Αμοιβές και έξοδα προσωπικού	-589.488	-526.935	-476.085	-432.157	-419.260	
Γενικά λειτουργικά έξοδα	-499.879	-420.156	-348.723	-306.755	-334.083	
Αποσβέσεις	-88.949	-78.254	-62.648	-59.561	-56.837	
Ζημιές απομείωσης αξίας περιουσιακών στοιχείων	-541.751	-226.683	-253.954	-254.873	-229.228	
<b>Σύνολο Εξόδων</b>	<b>-1.720.067</b>	<b>-1.252.028</b>	<b>-1.141.410</b>	<b>-1.053.346</b>	<b>-1.039.408</b>	
<b>Κέρδη / ζημιές προ φόρων</b>	<b>625.633</b>	<b>1.065.651</b>	<b>803.444</b>	<b>637.941</b>	<b>575.209</b>	
Φόρος εισοδήματος	-112.186	-214.565	-249.329	-132.071	-163.409	
Κέρδη / ζημιές μετά από φόρους	513.447	851.086	554.115	505.870	411.800	
Κέρδη αναλογούντα στους μετόχους της Τράπεζας	210.529	850.035	551.987	502.174	408.228	
Κέρδη αναλογούντα σε τρίτους	-2.004	1.051	2.128	3.696	3.572	
<b>Βασικά κέρδη μετά φόρων ανά μετοχή (σε €)</b>	<b>1,15</b>	<b>2,10</b>	<b>1,40</b>	<b>1,25</b>	<b>1,44</b>	

**Πίνακας 3: Κατάσταση Ταμειακών Ροών Ομίλου Alpha Bank, για την περίοδο 2005-2014**

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΟΜΙΛΟΥ						
	31.12.2014	31.12.2013	31.12.2012	31.12.2011	31.12.2010	31.12.2009
Σύνολο εισροών / εκροών από λειτουργικές δραστηριότητες (α)		-4.432.365	2.608.775	-722.347	-1.130.419	2.684.409
Σύνολο εισροών / εκροών από επενδυτικές δραστηριότητες (β)		2.852.406	-1.222.580	-792.160	-1.646.673	-59.162
Σύνολο εισροών / εκροών από χρηματοδοτικές δραστηριότητες (γ)		446.300	-478.434	-438.390	-238.237	571.545
Καθαρή αύξηση / μείωση στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα της περιόδου (α) + (β) + (γ)		-1.133.659	904.961	-1.952.897	-3.015.329	3.196.792
Επίπτωση συναλλαγματικών διαφορών στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα		-3.267	-939	7.692	-20.566	-23.245
Σύνολο εισροών / εκροών περιόδου		-1.136.926	904.021	-1.945.205	-3.035.895	3.173.547
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα έναρξης περιόδου		2.110.093	1.206.083	3.151.288	6.187.183	3.013.636
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα λήξης περιόδου		973.167	2.110.093	1.206.083	3.151.288	6.187.183
ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΟΜΙΛΟΥ						
	31.12.2008	31.12.2007	31.12.2006	31.12.2005	31.12.2004	
Σύνολο εισροών / εκροών από λειτουργικές δραστηριότητες (α)	2.888.383	-5.104.982	-942.368	5.827.415	-974.329	
Σύνολο εισροών / εκροών από επενδυτικές δραστηριότητες (β)	-2.728.334	4.430.934	-114.044	-6.020.673	-410.832	
Σύνολο εισροών / εκροών από χρηματοδοτικές δραστηριότητες (γ)	-855.188	-109.819	-65.480	292.637	-77.614	
Καθαρή αύξηση / μείωση στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα της περιόδου (α) + (β) + (γ)	-695.139	-783.867	-1.121.892	99.379	-1.462.775	
Επίπτωση συναλλαγματικών διαφορών στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	-83.256	67	31.909	-1.949	4.890	
Σύνολο εισροών / εκροών περιόδου	-778.395	-783.800	-1.089.983	97.430	-1.457.885	
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα έναρξης περιόδου	3.792.031	4.575.831	5.665.814	5.568.384	7.026.269	
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα λήξης περιόδου	3.013.636	3.792.031	4.575.831	5.665.814	5.568.384	

**Πίνακας 4: Κατάσταση Μεταβολών Καθαρής Θέσης Ομίλου Alpha Bank, για την περίοδο 2005-2014**

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΜΕΤΑΒΟΛΩΝ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ						
	31.12.2014	31.12.2013	31.12.2012	31.12.2011	31.12.2010	31.12.2009
Καθαρή θέση έναρξης περιόδου		747.500	1.966.248	5.783.934	5.973.359	3.940.697
Αύξηση / μείωση μετοχικού κεφαλαίου		4.407.172	0	0	-607	1.886.415
Διανεμηθέντα μερίσματα		0	0	-108.475	-86.448	-54.268
Καθαρό εισόδημα καταχωρημένο απευθείας στην καθαρή θέση		0	0	0	0	0
Κέρδη / ζημιές περιόδου μετά από φόρους		3.252.199	-1.037.121	-3.697.567	-69.145	382.946
Αγορές / πωλήσεις ιδίων μετοχών		-64.928	-155.350	-9.807	-17.822	-162.893
Καθαρή θέση λήξης περιόδου		8.367.735	747.500	1.966.248	5.783.934	5.973.359
ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΜΕΤΑΒΟΛΩΝ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ						
	31.12.2008	31.12.2007	31.12.2006	31.12.2005	31.12.2004	
Καθαρή θέση έναρξης περιόδου	4.291.264	3.613.667	3.122.684	2.347.446	2.096.337	
Αύξηση / μείωση μετοχικού κεφαλαίου	-2.204	-15.008	-61.011	700.112	-101.603	
Διανεμηθέντα μερίσματα	-421.306	-358.494	-238.981	-175.548	-118.822	
Καθαρό εισόδημα καταχωρημένο απευθείας στην καθαρή θέση	0	145.505	-18.109	-45.346	5.640	
Κέρδη / ζημιές περιόδου μετά από φόρους	208.525	851.086	554.115	505.870	411.800	
Αγορές / πωλήσεις ιδίων μετοχών	-127.174	54.508	254.969	-209.850	54.094	
Καθαρή θέση λήξης περιόδου	3.940.697	4.291.264	3.613.667	3.122.684	2.347.446	



**Πίνακας 5: Στοιχεία Ισολογισμού Τράπεζας Alpha Bank, για την περίοδο 2005-2014**

<b>ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΤΡΑΠΕΖΑΣ</b>						
	<b>31.12.2014</b>	<b>31.12.2013</b>	<b>31.12.2012</b>	<b>31.12.2011</b>	<b>31.12.2010</b>	<b>31.12.2009</b>
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>						
Ταμείο και διαθέσιμα στην κεντρική τράπεζα		1.006.294	770.193	1.149.500	2.805.166	2.725.974
Απαιτήσεις κατά πιστωτικών ιδρυμάτων		5.036.860	6.623.503	6.721.846	8.824.257	12.161.433
Χαρτοφυλάκιο συναλλαγών		7.001	14.119	13.760	35.796	66.946
Παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα - απαιτήσεις		807.911	740.614	639.968	442.013	373.600
Δάνεια και προκαταβολές σε πελάτες (μετά από προβλέψεις)		48.545.021	32.796.574	36.152.015	39.919.035	41.810.755
Χαρτοφυλάκιο επενδύσεων		28.205	31.683	40.387	47.706	48.325
Συμμετοχές σε συγγενείς επιχειρήσεις		2.070.735	2.150.455	1.954.335	1.853.042	1.794.719
Ασώματες ακινητοποιήσεις						
Ενσώματες ακινητοποιήσεις		0	0	0	0	0
Λοιπά στοιχεία ενεργητικού		196.067	93.429	86.875	98.520	75.951
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>		<b>754.299</b>	<b>596.994</b>	<b>628.171</b>	<b>631.262</b>	<b>639.222</b>
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>						
Υποχρεώσεις προς πιστωτικά ιδρύματα		19.355.329	25.825.551	22.774.803	18.729.995	15.291.428
Υποχρεώσεις προς πελάτες		37.504.689	23.191.009	23.749.193	31.233.710	35.258.048
Παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα-υποχρεώσεις		1.374.261	1.529.730	1.584.153	1.106.591	628.886
Εκδοθείσες ομολογίες και λοιπές δανειακές υποχρεώσεις		1.295.445	2.317.252	5.288.584	6.980.873	10.405.582
Προβλέψεις για κινδύνους και βάρη		366.300	474.134	10.460	9.247	3.768
Λοιπές υποχρεώσεις		1.059.717	866.049	1.196.812	1.279.981	1.485.292
<b>Σύνολο Υποχρεώσεων (α)</b>		<b>60.955.741</b>	<b>54.203.725</b>	<b>54.604.005</b>	<b>59.340.397</b>	<b>63.073.004</b>
Καθαρή Θέση μετόχων Εταιρείας		7.147.306	-405.019	592.944	4.430.498	4.775.572
Δικαιώματα Μειοψηφίας		0	0	0	0	0
<b>Σύνολο Καθαρής Θέσης (β)</b>		<b>7.147.306</b>	<b>-430.366</b>	<b>592.944</b>	<b>4.430.498</b>	<b>4.775.572</b>
<b>Σύνολο Παθητικού (α) + (β)</b>		<b>68.103.047</b>	<b>53.798.659</b>	<b>55.196.949</b>	<b>63.770.895</b>	<b>67.848.576</b>
<b>ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΤΡΑΠΕΖΑΣ</b>						
	<b>31.12.2008</b>	<b>31.12.2007</b>	<b>31.12.2006</b>	<b>31.12.2005</b>	<b>31.12.2004</b>	
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>						
Ταμείο και διαθέσιμα στην κεντρική τράπεζα	1.724.081	1.650.327	1.477.675	1.621.172	1.422.363	
Απαιτήσεις κατά πιστωτικών ιδρυμάτων	8.420.793	7.349.675	6.184.088	5.673.393	5.716.248	
Χαρτοφυλάκιο συναλλαγών	86.880	264.788	346.207	153.587	156.925	
Παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα - απαιτήσεις	494.386	384.466	254.566	139.114	172.144	
Δάνεια και προκαταβολές σε πελάτες (μετά από προβλέψεις)	42.189.278	35.267.874	28.237.691	24.201.139	19.901.496	
Χαρτοφυλάκιο επενδύσεων	42.195	6.342.747	7.504.394	7.604.736	2.261.397	
Συμμετοχές σε συγγενείς επιχειρήσεις	1.750.902	1.626.100	1.593.550	1.481.979	1.221.616	
Ασώματες ακινητοποιήσεις						
Ενσώματες ακινητοποιήσεις	0	0	0	0	110.132	
Λοιπά στοιχεία ενεργητικού	68.723	55.836	42.104	33.016	23.109	
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>649.452</b>	<b>603.831</b>	<b>544.636</b>	<b>529.511</b>	<b>527.848</b>	
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>						
Υποχρεώσεις προς πιστωτικά ιδρύματα	10.883.969	5.637.562	7.222.117	8.600.366	1.810.972	
Υποχρεώσεις προς πελάτες	33.816.094	23.334.888	20.372.543	19.301.646	18.948.052	
Παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα-υποχρεώσεις	804.172	383.129	226.223	140.632	228.989	
Εκδοθείσες ομολογίες και λοιπές δανειακές υποχρεώσεις	17.395.646	20.521.976	15.148.320	10.665.761	7.834.909	
Προβλέψεις για κινδύνους και βάρη	8.415	51.529	531.212	1.628	2.337	
Λοιπές υποχρεώσεις	1.460.529	1.369.835	832.361	1.187.776	1.205.393	
<b>Σύνολο Υποχρεώσεων (α)</b>	<b>64.368.825</b>	<b>51.298.919</b>	<b>44.332.776</b>	<b>39.897.809</b>	<b>30.030.652</b>	
Καθαρή Θέση μετόχων Εταιρείας	2.369.349	2.740.217	2.435.836	1.951.437	1.812.017	
Δικαιώματα Μειοψηφίας	0	0	0	0	0	
<b>Σύνολο Καθαρής Θέσης (β)</b>	<b>2.369.349</b>	<b>2.740.217</b>	<b>2.435.836</b>	<b>1.951.437</b>	<b>1.812.017</b>	
<b>Σύνολο Παθητικού (α) + (β)</b>	<b>66.738.174</b>	<b>54.039.136</b>	<b>46.768.612</b>	<b>41.849.246</b>	<b>31.842.669</b>	

**Πίνακας 6: Αποτελέσματα Χρήσεως Τράπεζας Alpha Bank, για την περίοδο 2005-2014**

<b>ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΠΕΡΙΟΔΟΥ ΤΡΑΠΕΖΑΣ</b>						
	<b>31.12.2014</b>	<b>31.12.2013</b>	<b>31.12.2012</b>	<b>31.12.2011</b>	<b>31.12.2010</b>	<b>31.12.2009</b>
Καθαρά έσοδα από τόκους		1.159.762	1.025.968	1.353.554	1.350.881	1.344.212
Καθαρά έσοδα από αμοιβές / προμήθειες		274.192	212.210	219.562	241.950	278.732
Έσοδα από μερίσματα		664	494	10.586	46.527	105.037
Κέρδη / ζημιές από χρηματοοικονομικές πράξεις		-18.704	-444.990	117.302	9.161	263.591
Λοιπά έσοδα εκμεταλλεύσεως		23.433	12.372	14.491	12.326	14.276
Έσοδα συμμετοχών σε συγγενείς εταιρείες		0	0	0	0	0
<b>Σύνολο Εσόδων</b>		<b>1.439.347</b>	<b>806.054</b>	<b>1.715.495</b>	<b>1.660.845</b>	<b>2.005.848</b>
Προβλέψεις για πιστωτικούς κινδύνους		-1.609.775	-1.374.711	-5.685.460	0	0
Αμοιβές και έξοδα προσωπικού		-417.991	-402.886	-390.992	-403.212	-412.686
Γενικά λειτουργικά έξοδα		-483.425	-379.202	-360.545	-395.910	-437.084
Αποσβέσεις		-48.357	-60.270	-60.317	-57.770	-56.072
Ζημιές απομείωσης αξίας περιουσιακών στοιχείων		3.295.718	0	0	-758.198	-532.300
<b>Σύνολο Εξόδων</b>		<b>736.170</b>	<b>-2.217.069</b>	<b>-6.497.314</b>	<b>-1.615.090</b>	<b>-1.438.142</b>
<b>Κέρδη / ζημιές προ φόρων</b>		<b>2.175.517</b>	<b>-1.416.273</b>	<b>-4.781.819</b>	<b>45.755</b>	<b>567.706</b>
Φόρος εισοδήματος		681.504	279.133	939.153	-102.064	-139.049
Κέρδη / ζημιές μετά από φόρους		2.857.021	-1.137.140	-3.842.666	-56.309	428.657
Κέρδη αναλογούντα στους μετόχους της Τράπεζας		3.155.918	-997.813	-3.762.354	-286.522	448.313
Κέρδη αναλογούντα σε τρίτους		0	0	0	0	0
<b>Βασικά κέρδη μετά φόρων ανά μετοχή (σε €)</b>		<b>0,43</b>	<b>-2,13</b>	<b>-7,33</b>	<b>-0,24</b>	<b>0,82</b>
<b>ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΠΕΡΙΟΔΟΥ ΤΡΑΠΕΖΑΣ</b>						
	<b>31.12.2008</b>	<b>31.12.2007</b>	<b>31.12.2006</b>	<b>31.12.2005</b>	<b>31.12.2004</b>	
Καθαρά έσοδα από τόκους	1.350.506	1.227.658	1.140.884	982.190	885.173	
Καθαρά έσοδα από αμοιβές / προμήθειες	317.076	321.919	292.445	248.624	246.574	
Έσοδα από μερίσματα	74.937	45.462	52.907	59.608	29.759	
Κέρδη / ζημιές από χρηματοοικονομικές πράξεις	-20.584	-42.833	121.626	-3.324	69.136	
Λοιπά έσοδα εκμεταλλεύσεως	21.138	34.878	15.015	27.010	23.178	
Έσοδα συμμετοχών σε συγγενείς εταιρείες	0	0	0	0	0	
<b>Σύνολο Εσόδων</b>	<b>1.743.073</b>	<b>1.587.084</b>	<b>1.622.877</b>	<b>1.314.108</b>	<b>1.253.820</b>	
Προβλέψεις για πιστωτικούς κινδύνους	0	0	0	0	0	
Αμοιβές και έξοδα προσωπικού	-429.213	-386.694	-368.852	-336.377	-328.554	
Γενικά λειτουργικά έξοδα	-365.483	-340.976	-278.019	-241.611	-277.275	
Αποσβέσεις	-57.592	-51.186	-40.467	-37.177	-36.428	
Ζημιές απομείωσης αξίας περιουσιακών στοιχείων	-495.382	-194.587	-219.505	-231.536	-189.765	
<b>Σύνολο Εξόδων</b>	<b>-1.347.670</b>	<b>-973.443</b>	<b>-906.843</b>	<b>-846.701</b>	<b>-832.022</b>	
<b>Κέρδη / ζημιές προ φόρων</b>	<b>395.403</b>	<b>613.641</b>	<b>716.034</b>	<b>467.407</b>	<b>421.798</b>	
Φόρος εισοδήματος	-61.165	-156.635	-213.741	-89.537	-115.835	
Κέρδη / ζημιές μετά από φόρους	<b>334.238</b>	<b>457.006</b>	<b>502.293</b>	<b>377.870</b>	<b>305.963</b>	
Κέρδη αναλογούντα στους μετόχους της Τράπεζας	119.964	457.006	502.293	377.870	305.963	
Κέρδη αναλογούντα σε τρίτους	0	0	0	0	0	
<b>Βασικά κέρδη μετά φόρων ανά μετοχή (σε €)</b>	<b>0,82</b>	<b>1,13</b>	<b>1,28</b>	<b>0,94</b>	<b>1,08</b>	

**Πίνακας 7: Κατάσταση Ταμειακών Ροών Τράπεζας Alpha Bank, για την περίοδο 2005-2014**

<b>ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΟΜΙΛΟΥ</b>						
	<b>31.12.2014</b>	<b>31.12.2013</b>	<b>31.12.2012</b>	<b>31.12.2011</b>	<b>31.12.2010</b>	<b>31.12.2009</b>
Σύνολο εισροών / εκροών από λειτουργικές δραστηριότητες (α)		-4.096.915	3.484.572	-2.237.426	-1.778.198	-2.130.537
Σύνολο εισροών / εκροών από επενδυτικές δραστηριότητες (β)		2.561.165	-1.494.616	-326.721	-1.145.863	4.374.506
Σύνολο εισροών / εκροών από χρηματοδοτικές δραστηριότητες (γ)		270.386	-1.750.422	-311.139	-856.616	1.639.630
Καθαρή αύξηση / μείωση στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα της περιόδου (α) + (β) + (γ)		-1.265.364	239.534	-2.875.286	-3.780.677	3.883.599
Επίπτωση συναλλαγματικών διαφορών στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα		1.215	1.457	1.574	1.827	1.996
Σύνολο εισροών / εκροών περιόδου		<b>-1.264.149</b>	<b>240.991</b>	<b>-2.873.712</b>	<b>-3.778.850</b>	<b>3.885.595</b>
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα έναρξης περιόδου		<b>2.013.148</b>	<b>1.772.157</b>	<b>4.645.869</b>	<b>8.424.719</b>	<b>4.539.124</b>
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα λήξης περιόδου		<b>748.999</b>	<b>2.013.148</b>	<b>1.772.157</b>	<b>4.645.869</b>	<b>8.424.719</b>
<b>ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΟΜΙΛΟΥ</b>						
	<b>31.12.2008</b>	<b>31.12.2007</b>	<b>31.12.2006</b>	<b>31.12.2005</b>	<b>31.12.2004</b>	
Σύνολο εισροών / εκροών από λειτουργικές δραστηριότητες (α)	5.772.620	-1.320.595	-417.304	4.983.494	-468.488	
Σύνολο εισροών / εκροών από επενδυτικές δραστηριότητες (β)	-4.629.371	1.081.217	1.289	-5.614.791	-769.579	
Σύνολο εισροών / εκροών από χρηματοδοτικές δραστηριότητες (γ)	-962.292	-12.601	-60.561	321.910	-155.461	
Καθαρή αύξηση / μείωση στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα της περιόδου (α) + (β) + (γ)	180.957	-251.979	-476.576	-309.387	-1.393.528	
Επίπτωση συναλλαγματικών διαφορών στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	1.239	500	1.028	1.320	883	
Σύνολο εισροών / εκροών περιόδου	<b>182.196</b>	<b>-251.479</b>	<b>-475.548</b>	<b>-308.067</b>	<b>-1.392.645</b>	
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα έναρξης περιόδου	<b>4.356.928</b>	<b>4.608.407</b>	<b>5.083.955</b>	<b>5.392.022</b>	<b>6.784.667</b>	
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα λήξης περιόδου	<b>4.539.124</b>	<b>4.356.928</b>	<b>4.608.407</b>	<b>5.083.955</b>	<b>5.392.022</b>	

**Πίνακας 8: Κατάσταση Μεταβολών Καθαρής Θέσης Τράπεζας Alpha Bank, για την περίοδο 2005-2014**

<b>ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΜΕΤΑΒΟΛΩΝ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ</b>						
	<b>31.12.2014</b>	<b>31.12.2013</b>	<b>31.12.2012</b>	<b>31.12.2011</b>	<b>31.12.2010</b>	<b>31.12.2009</b>
<b>Καθαρή θέση έναρξης περιόδου</b>		<b>-430.366</b>	<b>592.944</b>	<b>4.430.498</b>	<b>4.775.572</b>	<b>2.369.349</b>
Αύξηση / μείωση μετοχικού κεφαλαίου		4.407.172	0	0	-607	1.886.415
Διανεμηθέντα μερίσματα		0	0	-75.200	-57.945	0
Καθαρό εισόδημα καταχωρημένο απευθείας στην καθαρή θέση		0	0	0	0	0
Κέρδη / ζημιές περιόδου μετά από φόρους		3.155.918	-991.116	-3.762.354	-286.522	448.313
Αγορές / πωλήσεις ιδίων μετοχών		0	0	0	0	71.495
<b>Καθαρή θέση λήξης περιόδου</b>		<b>7.147.306</b>	<b>-430.366</b>	<b>592.944</b>	<b>4.430.498</b>	<b>4.775.572</b>
<b>ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΜΕΤΑΒΟΛΩΝ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ</b>						
	<b>31.12.2008</b>	<b>31.12.2007</b>	<b>31.12.2006</b>	<b>31.12.2005</b>	<b>31.12.2004</b>	
<b>Καθαρή θέση έναρξης περιόδου</b>	<b>2.740.217</b>	<b>2.435.836</b>	<b>1.951.437</b>	<b>1.812.017</b>	<b>1.648.797</b>	
Αύξηση / μείωση μετοχικού κεφαλαίου	-2.204	0	0	151.379	2.411	
Διανεμηθέντα μερίσματα	-362.199	-304.421	-237.556	-174.064	-117.502	
Καθαρό εισόδημα καταχωρημένο απευθείας στην καθαρή θέση	0	140.330	-46.605	-46.275	-9.014	
Κέρδη / ζημιές περιόδου μετά από φόρους	119.964	457.006	502.293	377.870	305.963	
Αγορές / πωλήσεις ιδίων μετοχών	-123.276	11.466	266.267	-169.490	-18.638	
<b>Καθαρή θέση λήξης περιόδου</b>	<b>2.369.349</b>	<b>2.740.217</b>	<b>2.435.836</b>	<b>1.951.437</b>	<b>1.812.017</b>	

## 4.4 Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων

Σημαντικό στοιχείο των τραπεζών, όπως ισχύει και για όλες τις επιχειρήσεις, αποτελεί η κερδοφορία της τράπεζας. Οι βασικότεροι δείκτες κερδοφορίας που χρησιμοποιούνται για τις τράπεζες είναι όμοιοι με εκείνους για όλες τις επιχειρήσεις. Αναφερόμαστε σε δείκτες, όπως ο δείκτης ROA, ROE και άλλοι.

Ο δείκτης ROA (Return on Assets) αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους δείκτες για τη μέτρηση της κερδοφορίας των τραπεζών. Ο δείκτης της Απόδοσης του Ενεργητικού, υπολογίζεται ως ο λόγος των καθαρών κερδών προς το συνολικό Ενεργητικό

Η μαθηματική έκφραση του δείκτη είναι:

$$\text{Return on Assets} = \text{Net Earnings} / \text{Total Assets}$$

Ο συγκεκριμένος δείκτης δείχνει το πώς η διοίκηση της τράπεζας αξιοποίησε τα συνολικά περιουσιακά της στοιχεία ώστε να επιτύχει κέρδη. Ουσιαστικά, ο συγκεκριμένος δείκτης ισούται με το γινόμενο της αξιοποίησης των περιουσιασκών στοιχείων επί ένα οριακό ποσοστό κερδοφορίας.

$$\text{Return on Assets} = [\text{Asset Utilization}] \times [\text{Profit Margin}]$$

Από τον ορισμό, ο δείκτης χρησιμοποίησης των περιουσιακών στοιχείων ισούται με το πηλίκο των συνολικών εσόδων προς το συνολικό ενεργητικό, ενώ το profit margin ισούται με το πηλίκο των καθαρών κερδών προς τα συνολικά έσοδα της τράπεζας.

Ο υπολογισμός του δείκτη Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων (Return on Equity - ROE) θεωρείται ο καλύτερος δείκτης μέτρησης της απόδοσης των μετόχων, καθώς ορίζεται ως ο λόγος των καθαρών κερδών της επιχείρησης ως προς το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων στον ισολογισμό της

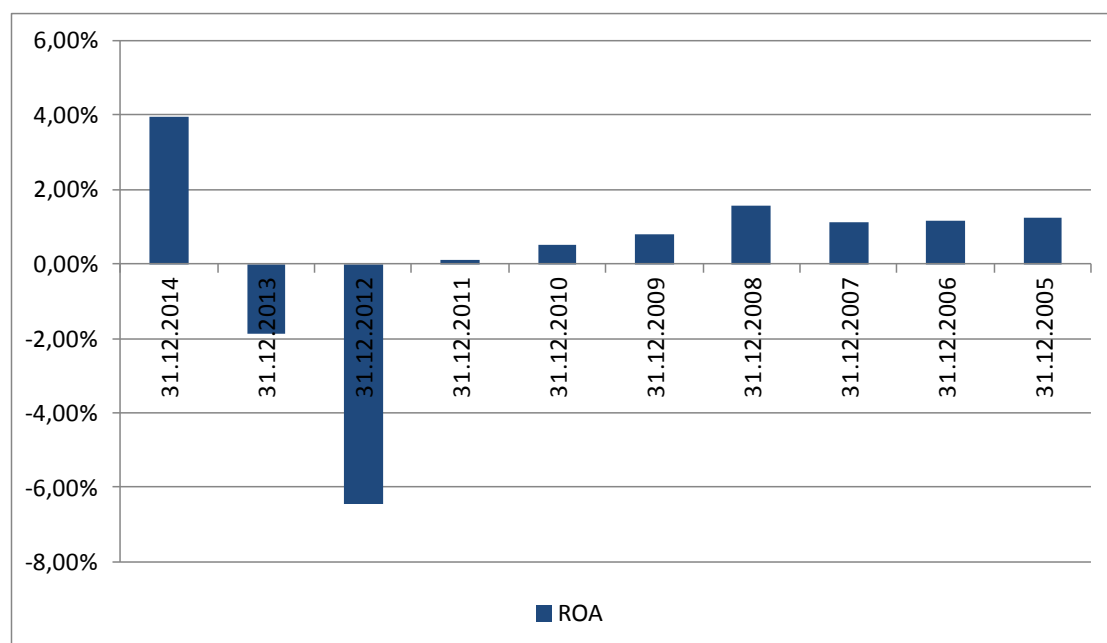
τράπεζας. Ο δείκτης εκφράζει την ικανότητα της διοίκησης της τράπεζας να μετατρέψει τα ίδια κεφάλαια της τράπεζας σε κέρδη για τους μετόχους.

Η μαθηματική έκφραση του δείκτη είναι:

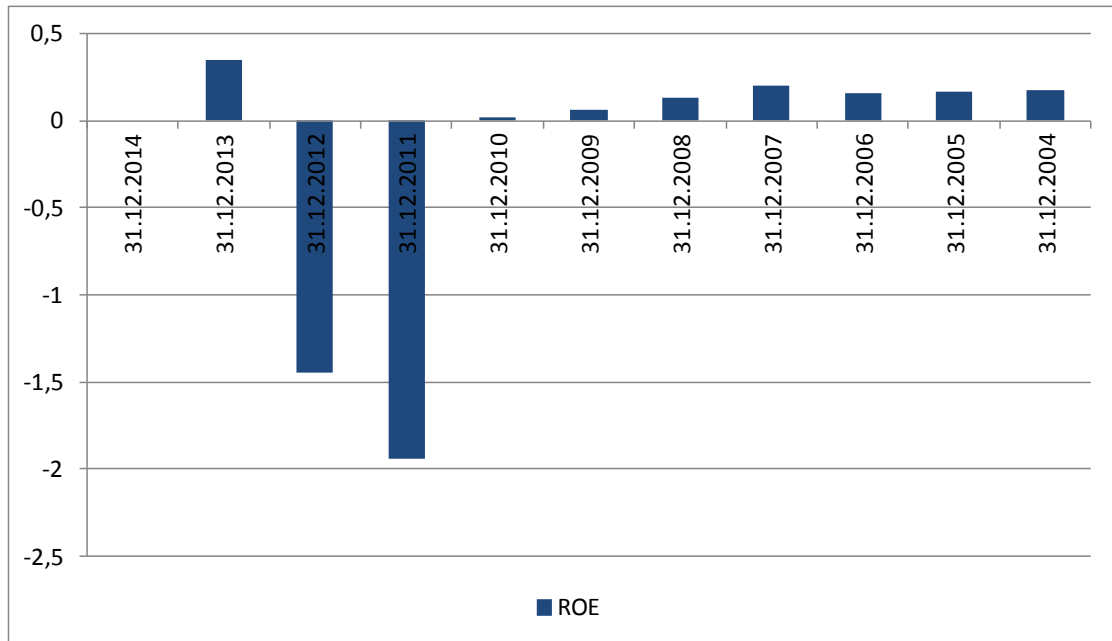
$$\text{ROE} = \text{Net Earnings} / \text{Total Equity}$$

Όπως φαίνεται από τον τύπο, τα κέρδη της τράπεζας και τα συνολικά της κεφάλαια αποτελούν τα δύο μεγέθη που προσδιορίζουν το επίπεδο του δείκτη. Η υψηλή κερδοφορία είναι ιδιαίτερα θετική για μια τράπεζα, λαμβάνοντας υπόψιν ασφαλώς τους κινδύνους που αναλαμβάνει. Επίσης, η τιμή του δείκτη είναι μικρότερη, όσο αυξάνονται τα κεφάλαια. Εντούτοις, τα υψηλά ίδια κεφάλαια διασφαλίζουν σημαντική κεφαλαιακή επάρκεια και προστατεύουν την τράπεζα από την κατάρρευση.

Στα διαγράμματα που ακολουθούν παρουσιάζεται η εξέλιξη των δεικτών ROA και ROE για τον Όμιλο Alpha Bank, για τα έτη 2004 έως το 2014.



Γράφημα 2: Εξέλιξη Δείκτη ROA



### Γράφημα 3: Εξέλιξη Δείκτη ROE

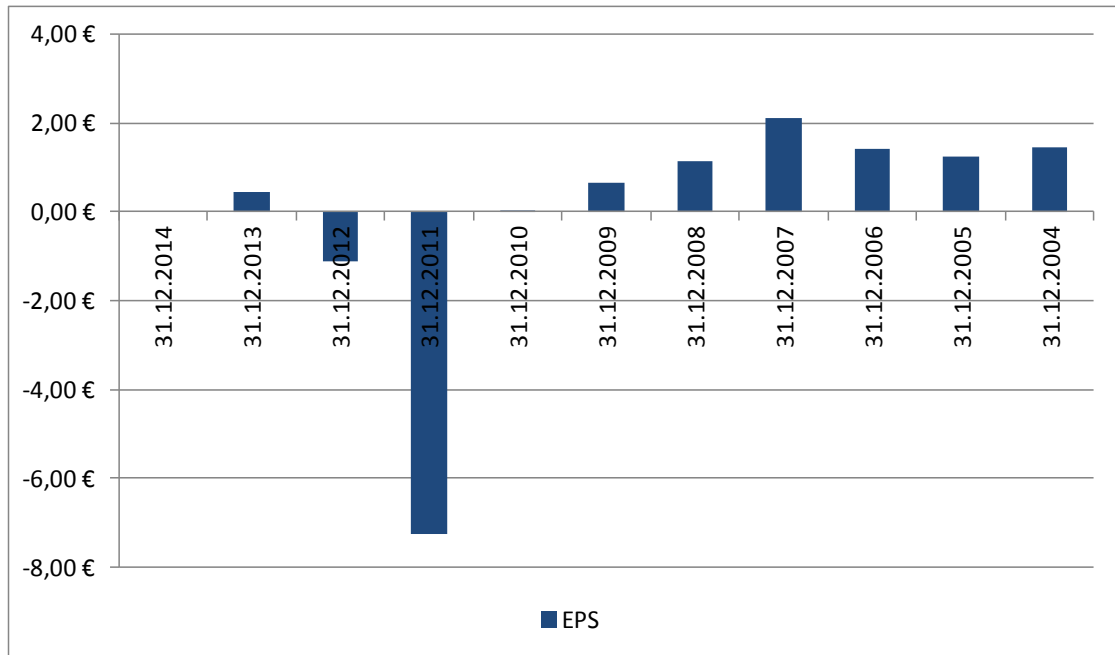
Πηγή: Οικονομικές Καταστάσεις Ομίλου Alpha Bank

Επομένως γίνεται κατανοητό ότι οι σημαντικότερες μεταβλητές είναι το ύψος των διαθέσιμων κεφαλαίων και τα καθαρά κέρδη της τράπεζας που προορίζονται είτε για την πληρωμή μερισμάτων, είτε την επαναεπένδυσή τους.

Όλοι οι παραπάνω δείκτες συνδέονται με την εξής σχέση:

$$\text{ROE} = \text{ROA} \times \text{Equity Multiplier}$$

Όπου ο πολλαπλασιαστής κεφαλαίου ισούται με το πηλίκο του συνολικού ενεργητικού διά τα ίδια κεφάλαια. Γενικά ισχύει ότι όσο υψηλότερος είναι ο δείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων και απόδοσης ενεργητικού, τόσο καλύτερη αξιοποίηση των κεφαλαίων και των περιουσιακών στοιχείων γίνεται και τόσο υψηλότερη είναι η κερδοφορία της τράπεζας.



#### Γράφημα 4: Εξέλιξη Δείκτη EPS

Πηγή: Οικονομικές Καταστάσεις Ομίλου Alpha Bank



Όσον αφορά τη μελέτη των δαπανών της τράπεζας έχουν αναπτυχθεί ορισμένοι δείκτες με βάση το συνολικό ενεργητικό, ώστε να καθίσταται εφικτή η ανάλυση των δαπανών της τράπεζας. Οι δείκτες αυτοί εξετάζουν την αποτελεσματικότητα της τράπεζας. Όσο χαμηλότεροι είναι οι δείκτες αυτοί, τόσο πιο αποτελεσματικά λειτουργεί ο οργανισμός. Τα στελέχη μιας τράπεζας χρησιμοποιούν τους συγκεκριμένους δείκτες, με σκοπό να ελέγξουν τις δαπάνες.

Οι δείκτες που χρησιμοποιούνται για την ανάλυση των εξόδων/δαπανών είναι οι εξής:

**Total Expenses Ratio = Total Expense / Total Assets**

Ο δείκτης συνολικών εξόδων (Total Expenses Ratio) ισούται με το σύνολο των δαπανών της τράπεζας ή του ομίλου προς το συνολικό ενεργητικό.

**Occupancy Expenses Ratio = Occupancy Expense / Total Assets**

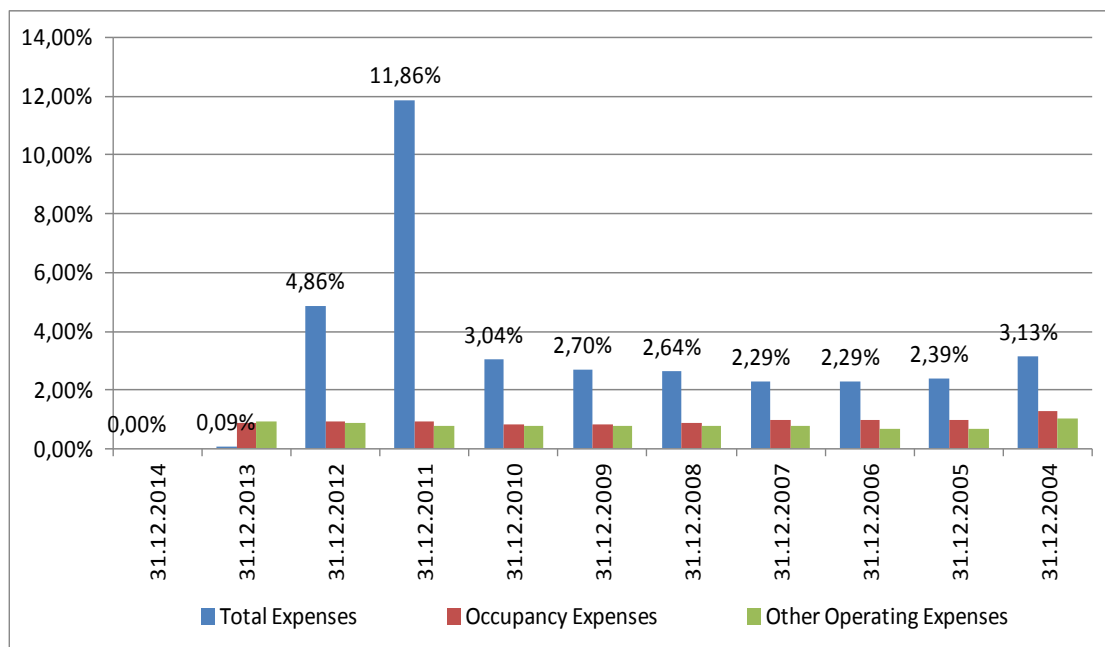
Ο δείκτης λειτουργικών εξόδων (Occupancy Expenses Ratio) ισούται με το πηλίκο των λειτουργικών δαπανών για τα κεφάλαια που αξιοποιούνται για λειτουργικές διαδικασίες προς το συνολικό ενεργητικό.

**Other Operating Expenses = Other Operating Expense / Total Assets**

Ο δείκτης λοιπών λειτουργικών εξόδων (Other Operating Expenses Ratio) ισούται με το πηλίκο των λοιπών λειτουργικών δαπανών για τα κεφάλαια που αξιοποιούνται για λειτουργικές διαδικασίες προς το συνολικό ενεργητικό.

Όσο υψηλότεροι είναι οι δείκτες αυτοί για τις τράπεζες τόσο λιγότερο αποτελεσματικά λειτουργούν, δηλαδή λειτουργούν με αυξημένα κόστη, γεγονός που μειώνει σημαντικά την κερδοφορία. Στο Διάγραμμα που

ακολουθεί παρουσιάζονται οι δείκτες εξόδων/δαπανών για τον Όμιλο της Alpha Bank για την περίοδο 2004-2014.



### Γράφημα 5: Εξέλιξη Δεικτών Εξόδων ως προς το Συνολικό Ενεργητικό

Πηγή: Οικονομικές Καταστάσεις Ομίλου Alpha Bank

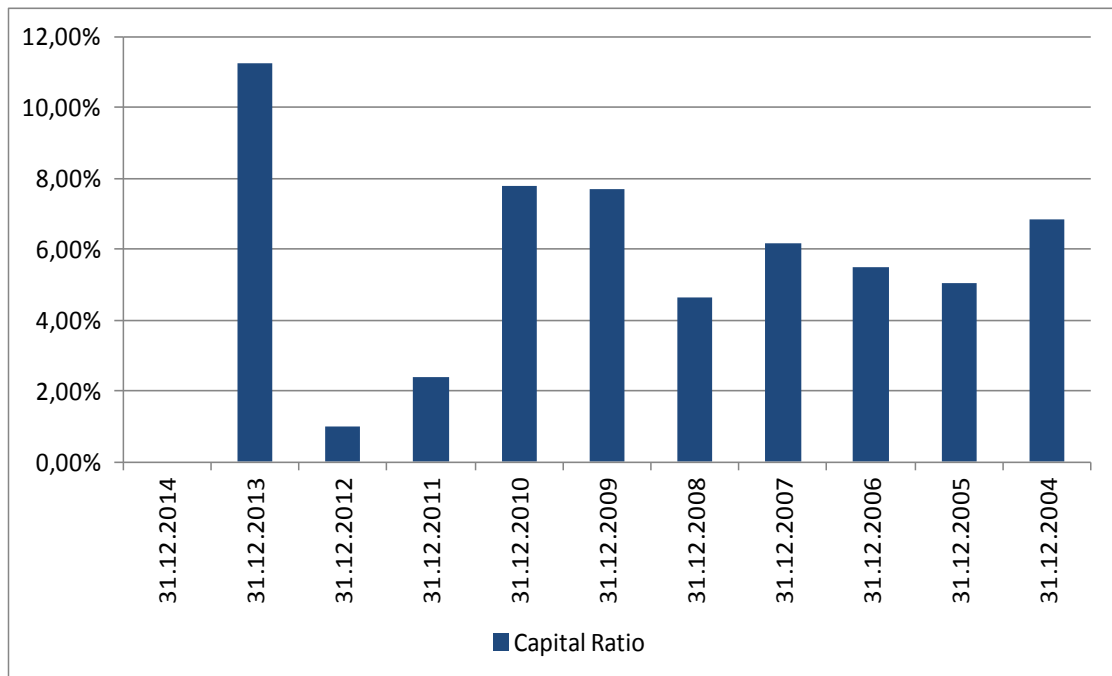
Μια άλλη ιδιαίτερα σημαντική κατηγορία δεικτών είναι οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών. Οι δείκτες αυτοί χρησιμοποιούνται για τη μελέτη της βιωσιμότητας των τραπεζών. Για την εκτίμηση της κατάστασης κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών με βάση τα στοιχεία των ισολογισμών τους, χρησιμοποιούνται δύο βασικοί δείκτες.

Ο πρώτος δείκτης είναι ο δείκτης κεφαλαίων (Capital Ratio) και ισούται με τον λόγο των ιδίων κεφαλαίων προς το συνολικό ενεργητικό. Ο συγκεκριμένος δείκτης εξετάζει το ύψος των κεφαλαίων της τράπεζας σε σχέση με το ενεργητικό της, δηλαδή τα δάνεια που έχει δώσει στους πελάτες της και το χαρτοφυλάκιο των περιουσιακών στοιχείων της.

Η μαθηματική έκφραση του δείκτη είναι:

$$\text{Capital Ratio} = \text{Total Equity} / \text{Total Assets}$$

Θα πρέπει να σημειώσουμε ότι ο αντίστροφος του συγκεκριμένου δείκτη ονομάζεται πολλαπλασιαστής των ιδίων κεφαλαίων (equity multiplier) και πρακτικά αποτελεί τον πολλαπλασιαστή που χρησιμοποιήθηκε για τη σχέση μεταξύ ROA και ROE, προηγουμένως.



### Γράφημα 6: Εξέλιξη Δείκτη Capital Ratio

Πηγή: Οικονομικές Καταστάσεις Ομίλου Alpha Bank

Ο δεύτερος δείκτης αφορά τα περιθώρια κέρδους (profit margin ratio) και εκφράζει τα συνολικά καθαρά κέρδη που επιτυγχάνει η τράπεζα ως ποσοστό της συνολικής της δραστηριότητας όπως εκφράζεται από τις καθαρές πωλήσεις της.

Η μαθηματική έκφραση του δείκτη είναι:

## **Μικτό Περιθώριο Κέρδους = Καθαρά Κέρδη / Συνολικές Πωλήσεις**

Το περιθώριο κέρδους μπορεί να βελτιωθεί με την αύξηση του περιθωρίου κέρδους της τράπεζας ανά δραστηριότητα, την αύξηση της πελατιακής της βάσης, την ενίσχυση των γραμμών παραγωγής της και την αύξηση του πλήθους των παρεχομένων υπηρεσιών. Παράλληλα σημαντικό στοιχείο και πρόκληση των σύγχρονων τραπεζών είναι η μείωση του λειτουργικού και συνολικού κόστους. Σαφώς μια ολοκληρωμένη στρατηγική περιλαμβάνει τον επιτυχή συνδυασμό των εν λόγω παραγόντων.

Το μικτό περιθώριο κέρδους αποτελεί μια έκφραση του οικονομικού αποτελέσματος που υπολογίζεται με το κόστος των λειτουργικών δραστηριοτήτων που δεν απορροφάται από το κόστος παραγωγής, όπως δαπάνες προώθησης και υποστήριξης των πωλήσεων, του λειτουργικού κόστους και του διοικητικού κόστους. Επίσης, περιλαμβάνει και το ύψος των χρηματοοικονομικών δαπανών από την παροχή δανειακών κεφαλαίων σε ιδιώτες και επιχειρήσεις.

## 4.5. Αποτελέσματα Αποτίμησης της Αξίας της Τράπεζας

Στο Γράφημα που ακολουθεί παρουσιάζεται η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της Alpha Bank για την περίοδο 1990 έως και το Νοέμβριο του 2016. Οι τιμές αντλήθηκαν από το Bloomberg. Οι τιμές της μετοχής έχουν προσαρμοστεί ιστορικά, λόγω των μεταβολών που έχουν πραγματοποιηθεί στο μετοχικό κεφάλαιο, από εταιρικές πράξεις, όπως τα πρόσφατα reverse split, γεγονός που αύξησε την ονομαστική τιμή της μετοχής, ώστε να πραγματοποιήσει αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου.

Όπως παρατηρούμε από το Γράφημα, η τιμή της μετοχής βρίσκεται σχεδόν σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα.



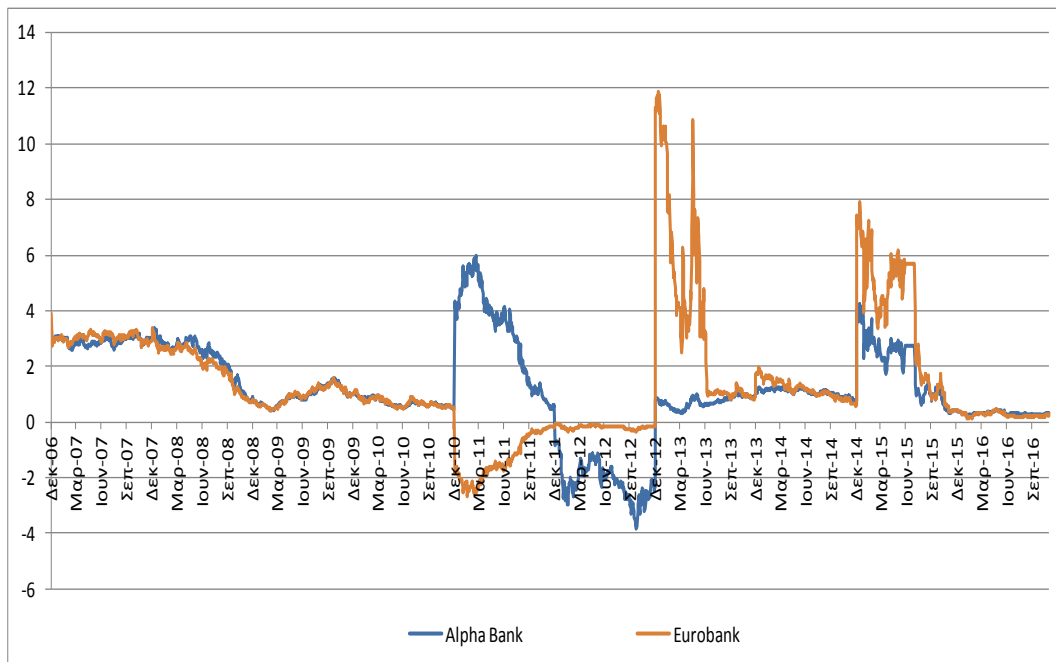
**Γράφημα 7: Χρηματιστηριακή Τιμή Alpha Bank, 1990-2016**

Πηγή: Bloomberg



**Γράφημα 8: Χρηματιστηριακή Τιμή Alpha Bank, 2007-2016**

Πηγή: Bloomberg



**Γράφημα 9: Δείκτης Price-to-Book Value Alpha Bank και Eurobank, 2007-2016**

Πηγή: Datastream

Για την αποτίμηση της μετοχής της Alpha Bank εξετάστηκε το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων, (Capital Asset Pricing Model - CAPM). Το μοντέλο CAPM χρησιμοποιείται για την αποτίμηση αξιογράφων στην αγορά. Το ερώτημα που απαντά το υπόδειγμα CAPM είναι πόσο είναι διατεθειμένοι οι επενδυτές να πληρώσουν για τη μετοχή, δηλαδή σε ποια τιμή είναι διατεθειμένοι να αγοράσουν μια μετοχή.

Στην πράξη το μοντέλο CAPM εκφράζει την υψηλότερη προσδοκώμενη απόδοση, σε σχέση με την αντίστοιχη απόδοση της αγοράς. Το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (CAPM) αποτελεί το κλασσικότερο υπόδειγμα αποτίμησης αξιογράφων για να προσδιορίσει τη σχέση μεταξύ κινδύνου και απαιτούμενων αποδόσεων από τη μετοχή της Alpha Bank.

Σύμφωνα με μοντέλο, το υπόδειγμα του ενός χρηματιστηριακού δείκτη για μια μετοχή  $i$  ορίζεται ως:

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}$$

όπου  $R_{m,t}$  είναι ο χρηματιστηριακός δείκτης της ελληνικής αγοράς, δηλαδή ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών για κάθε χρονική περίοδο. Ο όρος  $\varepsilon_{i,t}$  εκφράζει το σφάλμα της παλινδρόμησης.

Σύμφωνα με το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (CAPM), η εξίσωση της γραμμής αγοράς κεφαλαίου για τον υπολογισμό της αναμενόμενης απόδοσης της μετοχής της Alpha Bank ορίζεται ως εξής:

$$E(R_p) = rf + \left[ \frac{E(R_m) - rf}{\sigma_m} \right] \sigma_p$$

Η γραμμή αγοράς αξιογράφων (Security Market Line) περιγράφει τη σχέση κινδύνου απόδοσης για τη μετοχή της Alpha Bank όταν η αγορά κεφαλαίου είναι σε ισορροπία. Ο κίνδυνος αγοράς ή συστηματικός κίνδυνος ισούται/εκφράζεται με τον συντελεστή beta και η απόδοση του είναι γνωστή ως γραμμή αγοράς αξιογράφων (security market line). Το

τελικό μοντέλο για την περίπτωση της μετοχής της Alpha Bank απεικονίζεται ως:

$$E(R_i) = rf + \beta_{im}[E(R_m) - rf]$$

Η ανωτέρω εξίσωση γνωστή ως εξίσωση μοντέλο CAPM, όπου  $E(R_i)$  είναι η αναμενόμενη απόδοση μετοχής  $i$ ,  $rf$  είναι η απόδοση χωρίς κίνδυνο,  $E(R_m)$  είναι η απόδοση χαρτοφυλακίου αγοράς και,  $\beta_i$  είναι ο συντελεστής συστηματικού κινδύνου ή συντελεστής βήτα της μετοχής  $i$ .

Ο τύπος για τον υπολογισμό του συντελεστή beta δίνεται από την εξής σχέση:

$$\beta_i = \frac{\text{cov}(R_i, R_m)}{\text{var}(R_m)} = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2}$$

Το υπόδειγμα CAPM χρησιμοποιείται για την εύρεση της τιμής της μετοχής της Alpha Bank. Εάν υποθέσουμε ότι η τιμή αγοράς για έναν επενδυτή της μετοχής ισούται με  $P_t$  και θα πουληθεί, κάποια στιγμή στο μέλλον σε τελική τιμή  $P_{t+1}$ .

Ο επενδυτής θα έχει μια απόδοση ίση με  $[P_{t+1} - P_t] / P_t$ , με την τιμή  $P_{t+1}$  να μην είναι γνωστή σήμερα, αλλά να εκτιμάται από το υπόδειγμα CAPM. Σε τη χρήση του μοντέλου, της βασικής εξίσωσης του CAPM, υπολογίζουμε την τιμή  $P_t$ :

$$P_t = \frac{P_{t+1}}{1 + rf + \beta_{im}[E(R_m) - rf]}$$



**Πίνακας 9: Κατάσταση Μεταβολών Καθαρής Θέσης Τράπεζας Alpha Bank, για την περίοδο 2005-2014**

rf	3,90%
Υπερβάλλουσα Απόδοση Αγοράς	2,58%
Συντελεστής Beta	1,47
Κόστος Κεφαλαίου Alpha Bank	7,68%
Δείκτης Διακράτησης Κερδών	100%
r	8%
Συντελεστής g	6%

	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1	00
(τέλος περιόδου)	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	.....
Κέρδη ανά μετοχή	1,4400	1,2500	1,4000	2,1000	1,1500	0,6400	0,0200	-7,2700	-1,1200	0,4400	
Μέρισμα ανά μετοχή	0,488106154	0,698656	0,950328	1,415331	1,6633198	<b>0,1811</b>	<b>0,2885</b>	<b>0,3619</b>	0,0000	0,0000	
<b>Προεξόφλημένα Μερίσματα</b>	<b>0,2329</b>	<b>0,3590</b>	<b>0,5258</b>	<b>0,8432</b>	<b>1,0670</b>	<b>0,1251</b>	<b>0,2146</b>	<b>0,2899</b>	<b>0,0000</b>	<b>0,0000</b>	

Τιμή μετοχής	<b>3,6574</b>
Τιμή μετοχής (μόνο περίοδος)	<b>0,6296</b>

Για τον υπολογισμό της τιμής της μετοχής της Alpha Bank χρησιμοποιήθηκαν ως εισροές του υποδείγματος το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, το ασφάλιστρο κινδύνου της ελληνικής αγοράς, ο ιστορικός συντελεστής beta της μετοχής και το ιστορικό κόστος κεφαλαίου της τράπεζας. Δεδομένου ότι η επιχείρηση δε διανέμει μερίσματα, θεωρείται ότι το ποσοστό διακράτησης είναι 100% και υποθέτουμε ένα σταθερό ρυθμό ανάπτυξης 6%.

Με βάσει τα ανωτέρω δεδομένα υπολογίστηκαν τα διαχρονικά κέρδη ανά μετοχή για την περίοδο 2004-2013, με βάση το ύψος των μερισμάτων. Το άθροισμα των προεξοφλημένων κερδών αποτελεί την τιμή της μετοχής που υπολογίζεται σε 3,657.

Στον πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζεται αναλυτικά η αποτίμηση της τράπεζας με το υπόδειγμα CAPM, για εναλλακτικές τιμές του  $P_{t+1}$ .

**Πίνακας 10: Υπολογισμός Τιμής Μετοχής σύμφωνα με το υπόδειγμα CAPM για εναλλακτικές τιμές  $P_{t+1}$**

rf	3,90%	
Υπερβάλλουσα Απόδοση Αγοράς	2,58%	
Συντελεστής Beta	1,47	
Κόστος Κεφαλαίου Alpha Bank	7,68%	
Δείκτης Διακράτησης Κερδών	100%	
r	6,00%	
Συντελεστής g	4,08%	
	<b>Pt</b>	<b>Pt+1</b>
Τιμή Μετοχής	<b>0,09 €</b>	0,10 €
	<b>0,19 €</b>	0,20 €
	<b>0,28 €</b>	0,30 €
	<b>0,37 €</b>	0,40 €
	<b>0,46 €</b>	0,50 €
	<b>0,56 €</b>	0,60 €
	<b>0,65 €</b>	0,70 €
	<b>0,74 €</b>	0,80 €
	<b>0,84 €</b>	0,90 €
	<b>0,93 €</b>	1,00 €
	<b>1,02 €</b>	1,10 €
	<b>1,11 €</b>	1,20 €
	<b>1,21 €</b>	1,30 €
	<b>1,30 €</b>	1,40 €
	<b>1,39 €</b>	1,50 €
	<b>1,49 €</b>	1,60 €
	<b>1,58 €</b>	1,70 €
	<b>1,67 €</b>	1,80 €

Επιπροσθέτως, εφαρμόσαμε το μοντέλο DDM σε τρία στάδια, όπως εφαρμόζεται από τον Aswath Damodaran. Το μοντέλο τροποποιήθηκε σύμφωνα με τα ελληνικά δεδομένα.

Πιο αναλυτικά, για την τρέχουσα περίοδο μελετήσαμε την ύπαρξη 8 ετών κρίσης, με αρνητικούς ρυθμούς για την περίοδο ύφεσης. Εν συνεχεία ακολούθησε μια περίοδος υψηλής ανάπτυξης και ακολούθως μια ομαλή

περίοδος με σταθερό ρυθμό ανάπτυξης. Το σενάριο αυτό είναι σχετικά ρεαλιστικό, λαμβάνοντας υπόψιν το τρέχον περιβάλλον που παραμένει σχετικά δυσχερές σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των αναλυτών και καθίσταται δύσκολη η έξοδος της Ελλάδας στις αγορές κεφαλαίου.

Οι εισροές του υποδείγματος είναι οι εξής:

**Πίνακας 11: Εισροές Υποδείγματος DDM τριών σταδίων**

Εισροές Μοντέλου	
Net Income 2014	€ 2.922,22
Δείκτης P/BV	€ 0,78
ROE 2014	19,83%
Shares	1.536.879.000
EPS	€ 1,90
DPS	€ 0,10
DPR	5,00%
RR	95,00%

Το υπόδειγμα DDM των τριών σταδίων όπως εφαρμόζεται από τον Aswath Damodaran, μπορεί να τροποποιηθεί σε λιγότερα στάδια, όπως για παράδειγμα δύο στάδια. Για την εκτίμηση της τιμής κρίνεται ότι το υπόδειγμα των τριών σταδίων είναι καταλληλότερο, δεδομένης της πορείας της οικονομίας και της αγοράς.

Πιο αναλυτικά θεωρείται

α) Περίοδος Υψηλής Ύφεσης

β) Στάδιο Μετάβασης (αποκλιμάκωσης της ύφεσης)

γ) Περίοδος Σταθερής Ανάπτυξης

**Πίνακας 12: Υπολογισμός Παραμέτρων με τη Χρήση του Υποδείγματος DDM τριών σταδίων**

<b>g και DPR</b>	
Αναμενόμενο g στην περίοδο κρίσης	-18,84%
ROE στο τέλος της περιόδου της κρίσης	10,00%
Προσδωκόμενο g στο τέλος της περιόδου	2,00%
Rate of growth reduction during the transition stage	-5,21%
DPR μετά από 8 έτη	80,00%
Αύξηση του DPR κατά την περίοδο μετάβασης	18,75%
<b>Υπολογισμός του Κόστους Κεφαλαίου</b>	
Spread	8,00%
Αναμενόμενη μεταβλητότητα αγοράς	1,55
<b>Ασφάλιστρο Κινδύνου χώρας</b>	<b>12,41%</b>
Rf	3,90%
Rm	2,58%
beta	1,47
<b>Κόστος Κεφαλαίου κατά την περίοδο της κρίσης</b>	<b>25,94%</b>
<b>Ασφάλιστρο Κινδύνου Χώρας το 2018</b>	<b>0,10%</b>
Rf	3,90%
Rm (risk premium mature market)	4,80%
β (beta)	1,47
<b>Κόστος Κεφαλαίου στο τέλος της περιόδου</b>	<b>11,10%</b>
Μείωση του Κόστους Κεφαλαίου κατά την περίοδο μετάβασης	3,71%

Πίνακας 13: Αποτίμηση Μετοχής Alpha Bank με τη Χρήση του Υποδείγματος DDM τριών σταδίων

	Περίοδος Υψηλής Ύφεσης				Στάδιο Μετάβασης				Περίοδος Σταθερής Ανάπτυξης
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Προσδοκώμενο g	-18,84%	-18,84%	-18,84%	-18,84%	-13,63%	-8,42%	-3,21%	2,00%	2,00%
EPS	€ 1,54	€ 1,25	€ 1,02	€ 0,82	€ 0,71	€ 0,65	€ 0,63	€ 0,64	€ 0,64
DPR	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	23,75%	42,50%	61,25%	80,00%	80,00%
DPS	€ 0,08	€ 0,06	€ 0,05	€ 0,04	€ 0,17	€ 0,28	€ 0,39	€ 0,52	<b>€ 0,53</b>
Κόστος Κεφαλαίου	25,94%	25,94%	25,94%	25,94%	22,23%	18,52%	14,81%	11,10%	11,10%
Συντελεστής Προεξόφλησης	0,79402	0,63047	0,50061	0,39750	0,32520	0,27438	0,23898	0,21510	0,21510
Παρούσα Αξία DPS	€ 0,06	€ 0,04	€ 0,03	€ 0,02	€ 0,06	€ 0,08	€ 0,09	€ 0,11	
Τελική Τιμή Μετοχής									<b>€ 5,77</b>
Παρούσα Αξία Τελικής Τιμής									<b>€ 1,24</b>
<b>Τελική Αξία ανά Μετοχή</b>									<b>€ 1,72</b>

Η τελική αξία ανά μετοχή εκτιμάται σε 1,72, σύμφωνα με τους υπολογισμούς και τα σενάρια που περιγράφηκαν. Η τιμή αυτή είναι χαμηλότερη από την προηγούμενη, δεδομένου ότι θεωρήθηκε μια περίοδος σημαντικής μείωσης των κερδών και μια μακρόχρονη περίοδος αποκλιμακούμενης μείωσης των κερδών. Αντίστοιχα, οι δύο περίοδοι ακολουθούνται από μια περίοδο σταθερής ανάπτυξης, της τάξης του 2%.

Σαφώς το υπόδειγμα μπορεί να τροποποιηθεί ανάλογα με τις εκτιμήσεις για την πορεία της ελληνικής οικονομίας και του τραπεζικού τομέα ή πρόσθετη πληροφόρηση που αφορά την τράπεζα.

Μέχρι τώρα έχουμε μελετήσει τα υποδείγματα αποτίμησης με βάση την προεξόφληση των μερισμάτων, καθώς επίσης και τα προβλήματα που αναδεικνύονται από τη χρήση του υποδείγματος. Το συγκεκριμένο υπόδειγμα, εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τις υποθέσεις που πραγματοποιούμε για τα μελλοντικά μερίσματα και τους συντελεστές προεξόφλησης. Σημαντικό στοιχείο είναι ότι τα υποδείγματα προεξόφλησης μερισμάτων είναι ανίσχυρα, αναφορικά με την αποτίμηση μετοχών, δεδομένου ότι τα τελευταία χρόνια δεν καταβάλλονται μερίσματα από τις ελληνικές τράπεζες.

Αυτή την αδυναμία του υποδείγματος μπορούμε να την αντιμετωπίσουμε, με τη χρήση ενός πιο γενικευμένου υποδείγματος, του υποδείγματος προεξόφλησης των ταμειακών ροών. Τα υποδείγματα αυτά μπορούν να οδηγήσουν στην εύρεση της δίκαιης τιμής της μετοχής της Alpha Bank, με βάση τις ταμειακές ροές προς τους μετόχους. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι ο Damodaran (2013) προτείνει τα κέρδη ως υποκατάστατο των ταμειακών ροών έναντι των ταμειακών ροών για την αποτίμηση των χρηματοπιστωτικών οργανισμών. Στην εμπειρική μας ανάλυση χρησιμοποιούμε τη μέθοδο των ταμειακών ροών, καθώς είναι ανέφικτο μια τράπεζα να κατανείμει το 100% των κερδών της για την οργανική της ανάπτυξη, ενώ υποχρεούται να διατηρεί κεφάλαια για την κεφαλαιακή της επάρκεια. Στο πλαίσιο αυτό εφαρμόζονται πολλά εναλλακτικά υποδείγματα με τη χρήση υπολογισμού της κεφαλαιακής επάρκειας.

Η μεθοδολογία αυτή επίσης εφαρμόζει την μέθοδο της προεξόφλησης.

Στα υποδείγματα αυτά, η δίκαιη τιμή μιας μετοχής υπολογίζεται μέσω δύο βημάτων:

- ✓ Προεξόφληση των αναμενόμενων ταμειακών ροών για μια περίοδο
- ✓ Την εκτίμηση της τελικής τιμής στο τέλος της περιόδου, με βάση τις ροές που έχουν υπολογιστεί και προεξοφλούνται

Για την εφαρμογή του συγκεκριμένου μοντέλου, θα εξετάσουμε τα δεδομένα για την περίοδο 2009 έως το τέλος του 2013, όπου έχουν διαθέσιμα όλα τα στοιχεία. Το προεξοφλητικό επιτόκιο υπολογίζεται όπως και στο υπόδειγμα DDM και ορίζεται επίσης ως το κόστος των ιδίων κεφαλαίων.

Διενεργούμε και πάλι την υπόθεση ότι παραμένει σταθερό για όλη την περίοδο<sup>3</sup>, η οποία θα είναι η ίδια για όλα τα έτη. Η μεθοδολογία που εφαρμόζεται είναι όμοια στα υπόλοιπα μέρη της με το υπόδειγμα DDM ή όπως είναι γνωστό τη μέθοδο του Gordon.

Εν συνεχεία υπολογίζεται η αξία της μετοχής για το τέλος του έτους 2014, ως το άθροισμα της προεξόφλησης των ταμειακών ροών. Ο υπολογισμός των ταμειακών ροών (cash flow to equity - CFE), όπως ορίζονται από τον A.Damodaran (2009):

$$\text{CFE} = [\text{Κέρδη μετά φόρων}] - [\text{Αποσβέσεις}] + [\text{Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου}] + [\text{Καθαρή Έκδοση Χρέους}] - [\text{Κεφαλαιακές Δαπάνες}] - [\text{Κεφάλαιο Κίνησης}]$$

---

<sup>3</sup> Θα πρέπει να πούμε ότι έχουμε τη δυνατότητα για την εφαρμογή πιο δυναμικών μοντέλων αποτίμησης να μεταβάλλουμε το κόστος κεφαλαίου. Πρόκειται για παραδοχή που εξετάζει ο αναλυτής, ανάλογα με τις προσδοκίες του και τις συνθήκες στην αγορά.



Στην πράξη ο υπολογισμός πραγματοποιείται εάν από τα κέρδη μετά φόρων αφαιρέσουμε τις αποσβέσεις από τον ισολογισμό της τράπεζας. Εν συνεχεία, προσθέτουμε την αύξηση κεφαλαίου (εισροές από την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου) και την έκδοση ομολογιακών δανείων και τέλος αφαιρούμε το σύνολο των κεφαλαιακών δαπανών και τις επενδύσεις σε κεφάλαιο κίνησης.

Το κεφάλαιο κίνησης ορίζεται ως η διαφορά μεταξύ του κυκλοφορούντος ενεργητικού και των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της τράπεζας.

Τα κέρδη που αναλογούν στους μετόχους, μετά το σύνολο των πράξεων αυτών παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα.

**Πίνακας 14: Ταμειακές Ροές προς τους Μετόχους της Alpha Bank**

31.12.2013	3.252.153
31.12.2012	-1.031.795
31.12.2011	-3.697.252
31.12.2010	-69.992
31.12.2009	383.676
31.12.2008	210.529
31.12.2007	850.035
31.12.2006	551.987
31.12.2005	502.174
31.12.2004	408.228

Στον πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζεται η αποτίμηση των ταμειακών ροών.

Το υπόδειγμα διαφοροποιείται από το κλασσικό υπόδειγμα προεξόφλησης των κερδών, καθώς πλέον υπολογίζονται οι συνολικές ταμειακές ροές της τράπεζας.



## Κεφάλαιο 5ο

### Συμπεράσματα

Από την έναρξη της κρίσης χρέους στην Ελλάδα από τα τέλη του 2009, ο ελληνικός τραπεζικός τομέας βρίσκεται μεταξύ σφύρας και άκμονος. Οι οικονομικές εξελίξεις και το ευρύτερο πλαίσιο λειτουργίας των τραπεζών, που έλαβαν και συνεχίζουν να λαμβάνουν χώρα την εξεταζόμενη περίοδο στον τραπεζικό τομέα, κρίνονται ως ιδιαίτερα δυσμενείς. Τα στοιχεία αυτά παρουσιάζονται γλαφυρά στις οικονομικές καταστάσεις των ελληνικών τραπεζών.

Εντούτοις, οι ελληνικές τράπεζες δείχνουν να μπορούν να ανταποκριθούν στις προκλήσεις που παρουσιάστηκαν με τα προγράμματα αναδιρθρώσεων που υλοποιούν και τις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου για την ενίσχυση της κεφαλαιακής επάρκειας. Εντούτοις, η αυξημένη οικονομική αβεβαιότητα έχει οδηγήσει σε σημαντική μείωση των τιμών στις οποίες διαπραγματεύονται στο ελληνικό χρηματιστήριο.

Τα στοιχεία αυτά συμβάλλουν στη δυσκολία αποτίμησης των μετοχών, λόγω της σημαντικής αύξησης των κινδύνων. Παράλληλα, η διαδικασία απομόχλευσης που εφαρμόζουν έχει οδηγήσει σε σημαντική διαφοροποίηση των δομών των ελληνικών τραπεζών και μείωση των συμμετοχών τους σε άλλες χώρες. Η μείωση της έκθεσής τους τείνει να οδηγεί σε μείωση της διαφοροποίησης των δραστηριοτήτων τους και στην έκθεσή τους στη βασική αγορά τους, δηλαδή την Ελλάδα, που στην παρούσα συγκυρία παρουσιάζει αυξημένο κίνδυνο χώρας.

Όπως αναφέρθηκε και στην Εισαγωγή της παρούσης διπλωματικής εργασίας, βασικός σκοπός μας είναι η αποτίμηση της τράπεζας Alpha

Bank, με τη χρήση εναλλακτικών υποδειγμάτων αποτίμησης. Η διαδικασία αποτίμησης βρίσκει πολλές εφαρμογές στην καθημερινότητα. Τα αποτελέσματα της παρούσης έρευνας κρίνονται ως ιδιαίτερα ενδιαφέροντα και χρήσιμα σε χρηματοοικονομικούς αναλυτές, επενδυτικούς συμβούλους τραπεζών και εταιρειών διαχείρισης χαρτοφυλακίων ή επενδυτικών κεφαλαίων.

Η διαδικασία της αποτίμησης μετοχών αποτελεί από τη φύση της μιας πολύπλοκη διαδικασία. Οι βασικές αρχές που διέπουν τη διαδικασία αποτίμησης και κυρίως αφορούν τη χρήση εναλλακτικών τεχνικών εφαρμόστηκαν στην εμπειρική ανάλυση που διενεργήθηκε. Το σημαντικότερο πρόβλημα κατά τη διαδικασία της αποτίμησης είναι ότι τα υπάρχοντα υποδείγματα βασίζονται σε πλήθος υποθέσεων που τροποποιούνται, γεγονός που οδηγεί σε πάρα πολλά υποδείγματα για την αποτίμηση υπό διαφορετικές συνθήκες.

Η σημαντικότερη πρόκληση που αντιμετωπίζουν οι αναλυτές και οι επενδυτές είναι η επιλογή του πλέον κατάλληλου υποδείγματος για την αποτίμηση της μετοχής μιας τράπεζας. Σκοπός είναι η εύρεση μιας “λογικής” και “δίκαιης” αξίας για την μετοχή, με τη χρήση του κατάλληλου υποδείγματος. Η εκάστοτε αξία, η οποία υπολογίζεται αποτελεί μια τιμή που εξαρτάται κάθε φορά από τις υποθέσεις που χρησιμοποιούνται και αξιολογούνται από τους αναλυτές ως ορθολογικές και ορθές.

Οι τάσεις που αφορούν το ζήτημα της αποτίμησης είναι σχεδόν πάγιες και δείχνουν ότι οι εταιρείες που διενεργούν αποτιμήσεις επιχειρήσεων θα συνεχίσουν να χρησιμοποιούν ένα εύρος υποδειγμάτων αποτίμησης, για την εύρεση ενός φάσματος τιμών που οι αναλυτές προσδοκούν υπό ορισμένες προϋποθέσεις και σενάρια. Σκοπός της πολλαπλότητας των υποδειγμάτων είναι η εύρεση και η χρήση του πλέον κατάλληλου υποδείγματος. Στη διαδικασία αυτή η μεθοδολογία των προεξοφλημένων ταμειακών ροών θα παραμείνει η βάση της πυραμίδας των υποδειγμάτων αποτίμησης μετοχών, με τα εναλλακτικά υποδείγματα να στηρίζονται σε αυτή.

Στην παρούσα εργασία μελετήθηκαν ορισμένες από τις βασικότερες μεθόδους αποτίμησης πιστωτικών ιδρυμάτων, όπως η μέθοδος της προεξόφλησης μερισμάτων, της προεξόφλησης ταμειακών ροών, η μέθοδος της προσαρμοσμένης παρούσας αξίας και της σχετικής αποτίμησης. Για το σκοπό της εργασίας χρησιμοποιήθηκαν οι βασικές αυτές τεχνικές, χωρίς τη χρήση πρόσθετων προεκτάσεων και διαφοροποιήσεων στις βασικές τους υποθέσεις.

Οι δύο βασικότερες μέθοδοι αποτίμησης μετοχών τραπεζών είναι η μέθοδος αποτίμησης μέσω της προεξόφλησης των ταμειακών ροών (είτε των ταμειακών ροών προς τους μετόχους, είτε το παραδοσιακό υπόδειγμα μερισμάτων) και η σχετική αποτίμηση με τη χρήση πολλαπλασιαστών.

Το παραδοσιακό υπόδειγμα του Gordon που χρησιμοποιεί την προεξόφληση μερισμάτων δεν μπορεί να εφαρμοστεί στην περίπτωση της εξεταζόμενης εταιρείας, καθώς κατά τη διάρκεια της κρίσης οι ελληνικές τράπεζες δεν προσέφεραν μερίσματα στους μετόχους τους. Η διαδικασία αυτή μπορεί να πραγματοποιηθεί με υποθέσεις διανομής μηδενικών μερισμάτων και τη διανομή μερίσματος σε μεσο-μακροπρόθεσμο ορίζοντα.

Η διαδικασία της αποτίμησης τείνει να εξετάζει τις προοπτικές της εταιρείας, σύμφωνα με την ανάλυση των παρελθόντων ετών. Στο πλαίσιο της ανάλυσης χρησιμοποιήθηκαν δεδομένα των ισολογισμών και των αποτελεσμάτων χρήσεως για δεδομένα από το 2005 έως και το 2014. Το συγκεκριμένο δείγμα είναι ευρύ και μπορεί να προσφέρει σημαντικά στοιχεία, δεδομένου ότι χρησιμοποιούνται θεμελιώδη μεγέθη, που εκτείνονται πέραν της περιόδου της κρίσης. Τα δεδομένα αυτά, στη διαδικασία αποτίμησης είναι καταλυτικά για την αποτίμησης της τιμής της μετοχής της Alpha Bank.

Μια άλλη σημαντική αδυναμία των υποδειγμάτων αυτών είναι ότι είναι δύσκολο να συμπεριλάβουν εταιρικές πράξεις, όπως οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου καθώς επίσης και πράξεις reverse split, που επηρεάζουν την ονομαστική τιμή των μετοχών. Τέτοιου τύπου πράξεις διενεργήθηκαν από ελληνικές τράπεζες στο πλαίσιο της ανακεφαλαιοποίησής τους, με σκοπό

να αυξηθεί τεχνητά η τιμή τους για να αντλήσουν κεφάλαια σε υψηλότερες τιμές. Τις αδυναμίες αυτές είναι δύσκολο να τις επιλύσουμε, γεγονός που καθιστά την αποτίμηση των τραπεζικών μετοχών μια συνεχή διαδικασία.

Από τις εκτιμήσεις των συγκεκριμένων υποδειγμάτων προκύπτει η επιβεβαίωση των αρχών του Damodaran, ότι κάθε υπόδειγμα που πραγματοποιεί σημαντικές διαφοροποιήσεις στις υποθέσεις μπορεί να δώσει σημαντικές διαφοροποιήσεις στις τιμές. Κάθε αναλυτής δικαιούται να έχει τις προσωπικές του εκτιμήσεις για τον ορισμό των υποθέσεων, εντούτοις οι επιλογές των υποθέσεων επηρεάζουν σημαντικά τις προσδοκώμενες τιμές για τις μετοχές των τραπεζών. Για παράδειγμα, μια τράπεζα που τα τελευταία χρόνια δεν έχει προσφέρει μερίσματα στους μετόχους, δύσκολα μπορεί να αποτιμηθεί από το κλασικό υπόδειγμα του Gordon. Επιπλέον, ένας αναλυτής θα πρέπει να μπορεί να εκτιμήσει πότε μελλοντικά η τράπεζα θα ξεκινήσει να καταβάλλει εκ νέου μερίσματα. Όμως αυτή είναι μια προσωπική κρίση.

Τα υποδείγματα που χρησιμοποιούμε έχουν διαφορετικές παραμέτρους για την εκτίμηση των τιμών μιας μετοχής, καθώς επίσης και διαφορετικούς ορίζοντες εξέτασης. Το γεγονός αυτό συμβάλλει στη σημαντική διαφοροποίηση των τιμών.

Από τη διαδικασία αποτίμησης φαίνεται ότι το υπόδειγμα των προεξοφλημένων ταμειακών ροών παρουσιάζει τη χαμηλότερη τιμή για τη μετοχή της τράπεζας, ενώ περιλαμβάνει περισσότερη πληροφόρηση από τα εναλλακτικά μοντέλα που εξετάστηκαν. Αυτό συμβαίνει διότι τα υποδείγματα προεξόφλησης των κερδών ανά μετοχή βασίζονται σε ιστορικά στοιχεία, ενώ η προεξόφληση μερισμάτων παρουσιάζει μεθοδολογικά προβλήματα, καθώς οι ελληνικές τράπεζες τα τελευταία χρόνια δεν έχουν καταβάλει μερίσματα, ενώ δεν μπορεί να εκτιμηθεί η περίοδος επανέναρξης καταβολής μερισμάτων.

Σαφώς η συγκεκριμένη μελέτη υπόκειται σε μια σειρά από περιορισμούς. Για παράδειγμα, μελετήσαμε συγκεκριμένα εργαλεία της θεμελιώδους ανάλυσης για την αποτίμηση της μετοχής μιας ελληνικής

τράπεζας. Η μελέτη θα μπορούσε να επεκταθεί και στις υπόλοιπες ελληνικές τράπεζες ή τράπεζες του εξωτερικού.

Επίσης, μελλοντικά θα μπορούσαν να μελετηθούν πιο δυναμικά υποδείγματα αποτίμησης, και πιο σύνθετες μεθοδολογίες για την εκτίμησης του κόστους κεφαλαίου, όπως το υπόδειγμα Fama-French ή εναλλακτικά πολυπαραγοντικά μοντέλα με οικονομικές μεταβλητές, όπως το ΑΕΠ που μπορούν να προσεγγίσουν καλύτερα τον κίνδυνο της χώρας. Επίσης, μπορεί να πραγματοποιηθεί σύγκριση με εναλλακτικά πιο σύνθετα υποδείγματα που θα λαμβάνουν υπόψιν και άλλες παραμέτρους, όπως τις διαδικασίες για τη διαχείριση των μη-εξυπηρετούμενων δανείων που ακόμα δεν έχει ολοκληρωθεί και θα συμβάλλει στη διαμόρφωση των ταμειακών ροών, με τη μέθοδο του Damodaran.

Τέλος η παρούσα μελέτη θα μπορούσε να επεκταθεί με μεθοδολογίες που εξετάζουν την ποιότητα του χαρτοφυλακίου επενδύσεων και του δανειακού χαρτοφυλακίου των τραπεζών, στοιχεία τα οποία δεν είναι διαθέσιμα δημοσίως.



## Βιβλιογραφία

- ✓ Basu S. (1977), "Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratios", "A Test of the Efficient Market Hypothesis", *Journal of Finance*, (32), 3: 663–682
- ✓ Cavaglia S., Diermeier J., Moroz V., and De Zordo S., (2004), "Investing in Global Equities", *Journal of Portfolio Management*, 30(3): 88–94
- ✓ Damodaran, A. (2013). Valuing Financial Services Firms. *Journal of Financial Perspectives*, 1(1), 59-74.
- ✓ Damodaran, A. (2009). Equity Risk Premiums: Determinants, Estimation and Implications – A post crisis update, SSRN working paper.
- ✓ Damodaran A. (2009), "Free Cash Flow to Equity Discount Models", working paper
- ✓ Damodaran A. (2005), "Valuation" [online], Διαθέσιμο από: [www.damodaran.com](http://www.damodaran.com)
- ✓ Davis T. and Pain B. (2002), "Business Accounting and Finance", McGraw-Hill Publishing Company
- ✓ Dermine, J. (2010). Bank valuation with an application to the implicit duration of non-maturing deposits. *International Journal of Banking, Accounting and Finance*, 2, 1-30
- ✓ Dimson E., Marsh P., and Staunton M., (2006), "The Worldwide Equity Premium: A Smaller Puzzle", London Business School
- ✓ Elton E. and Gruber M., (1995), "Modern Portfolio Theory and Investment Analysis" John Wiley & Sons
- ✓ Fama E. and French K., (1995), "Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns", *Journal of Finance*, 50 (1): 131–155.
- ✓ Kolb R., (1996), "Investments", Blacwell Publishers
- ✓ Levy H. and Sarnat M., (1990), "Capital Investment and Financial Decisions", 4th ed. Prentice Hall
- ✓ McGahan A. and Porter M. (1997), "How Much Does Industry Matter, Really?", *Strategic Management Journal*, 18(S1): 15–30

- ✓ McWilliams J. (1966), "Prices, Earnings and P-E Ratios", Financial Analysts Journal, 22 (3): 137
- ✓ Nicholson S. (1968), "Price Ratios in Relation to Investment Results", Financial Analysts Journal, 24 (1): 105–109
- ✓ Penman S. (2003), "Financial Statement Analysis and Security Valuation", 2nd ed. McGraw Hill
- ✓ Reilly N. and Norton E, (2006), "Investments", 7th ed. Thomson, South-Western
- ✓ Ross S., Westerfield R. and Jaffe J., (1999), "Corporate Finance", Irwin/McGraw-Hill
- ✓ Saunders M., Lewis P and Thornhill A., (2003) "Research Method for Business Students", 3rd ed. FT Prentice Hall
- ✓ Zitarelli D. and Coughlin R., (1988), "Finite Mathematics with Applications", Saunders College Publishing
- ✓ Ετήσιες Εκθέσεις Alpha Bank για τα έτη 2005-2014