

# ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕΛΕΤΗ ΟΠΑΠ Α.Ε.

---

**Ανδρέας Φ. Δημητρίου**

1<sup>ο</sup> Πτυχίο Τμήμα Πληροφορικής Πανεπιστημίου Αθηνών



*Διπλωματική εργασία υποβληθείσα για την απόκτηση  
μεταπτυχιακού τίτλου στη Διοίκηση Επιχειρήσεων του  
τμήματος Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων του*

*Πανεπιστημίου Πειραιώς*

**Επιβλέπων Καθηγητής: Παναγιώτης Αρτίκης  
Αθήνα Ιούνιος 2010**

### ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα εργασία διαπραγματεύεται την έννοια της αποτίμησης των επιχειρήσεων στο σύγχρονο παγκοσμιοποιημένο οικονομικό περιβάλλον, όπου ο προσδιορισμός της αξίας της επιχείρησης σε ένα διαρκώς μεταβαλλόμενο ανταγωνιστικό περιβάλλον είναι μια διαρκής και επίπονη προσπάθεια μεν, αλλά συνδέεται άρρηκτα με την βιωσιμότητα πλέον αυτής. Η βιωσιμότητα και κατ' επέκταση η αξία της επιχείρησης εξαρτάται από την δυνατότητα διαρκούς μελλοντικής κερδοφορίας και είναι σημαντικό στρατηγικό εργαλείο η αποτίμηση στην αποτύπωση των κρίσιμων οδηγών αξίας (value key drivers) της επιχείρησης και αφορά όλους τους ενδιαφερόμενους (stakeholders) και όχι μόνο τους μετόχους (shareholders) . Επίσης είναι σημαντικό εργαλείο για τους διοικούντες και ιδιοκτήτες μιας επιχείρησης καθώς μια υποτιμημένη επιχείρηση είναι πάντα υποψήφια για επιθετική εξαγορά ενώ μια υπερτιμημένη όπως είναι ευνόητο συνδέεται με τις αμοιβές τους.

Θα μελετήσουμε τις σύγχρονες μεθόδους αποτίμησης , τον ρόλο της κάθε μίας , τα δυνατά και αδύνατα σημεία, το περιβάλλον και πεδίο εφαρμογής στο οποίο εφαρμόζεται καλύτερα η κάθε μία έχοντας υπόψη ότι καμία από μόνη της δεν είναι μοναδική στον προσδιορισμό της αξίας της επιχείρησης αλλά αποτελεί ένα εργαλείο και σημείο αναφοράς για τον αναλυτή.

Σημαντικό να τονίσουμε ότι ενώ όπως θα δούμε όλες οι μέθοδοι χρησιμοποιούν ποσοτικά στοιχεία και αποτυπώνουν συνήθως την αξία της επιχείρησης με έναν μοναδικό αριθμό αυτός ο αριθμός είναι αρκετά ευαίσθητος τόσο στην ποιότητα των εισερχομένων δεδομένων που προέρχονται από τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις όσο και από την υποκειμενικότητα στις προβλέψεις της πορείας της επιχείρησης στο μέλλον. Συνεπώς δεν αρκούν μόνο τα μοντέλα στην αποτίμηση αλλά ίσως πιο σημαντικό είναι η ποιότητα των εισαγομένων στοιχείων τα οποία υπόκεινται διαρκώς σε αναθεώρηση στην διάρκεια του χρόνου.

Το Α' μέρος της εργασίας διαπραγματεύεται το θεωρητικό κομμάτι της αποτίμησης αναλύοντας την έννοια της αποτίμησης, τα κυριότερα μοντέλα που χρησιμοποιούνται καθώς και τα ποιοτικά στοιχεία και πρακτικές που πρέπει να έχει υπόψη του ο εκάστοτε αναλυτής.

Το Β' μέρος της εργασίας αποτιμά μια συγκεκριμένη εταιρεία, την ΟΠΑΠ Α.Ε. χρησιμοποιώντας και εφαρμόζοντας κάποια μοντέλα αποτίμησης που παρουσιάστηκαν στο Α' μέρος. Η συγκεκριμένη εταιρεία επιλέχτηκε για διάφορους λόγους, ξεκινώντας από το ότι είναι η εταιρεία στην οποία εργάζομαι και γνωρίζω αρκετά καλά αν και η αποτίμηση θα

βασιστεί αποκλειστικά σε δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις και σε πληροφορίες που έχουν επικοινωνηθεί στο ευρύτερο κοινό, αλλά και γιατί είναι μια ενδιαφέρουσα περίπτωση εταιρείας εισηγμένης στο ΧΑΑ και στον δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης FTSE 20 με μεγάλη κερδοφορία ιστορικά τα τελευταία χρόνια αλλά και μεγάλη απορία ως προς τις προοπτικές συνέχισης αυτής της ανάπτυξης και στο μέλλον.

## Περιεχόμενα

ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	2
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1.....	7
ΕΙΣΑΓΩΓΗ – ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ.....	7
1.1. Ορισμός της Αποτίμησης.....	7
1.2. Ρόλος – Πεδία Εφαρμογής.....	9
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.....	15
ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ.....	15
2.1. Εισαγωγή.....	15
2.2. Κατανόηση της επιχείρησης και του περιβάλλοντός της.....	16
2.3. Ανάλυση οικονομικών καταστάσεων και λογιστικών πρακτικών.....	18
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.....	27
ΜΟΝΤΕΛΑ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΤΑΜΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ.....	27
3.1. Εισαγωγή.....	27
3.2. Μοντέλα Αποτίμησης Προεξόφλησης Ταμιακών Ροών (DCF).....	28
3.3. Προεξόφληση Μερισμάτων (Dividend Discount model).....	29
3.3.1. Gordon Growth Model.....	30
3.3.2. Κόστος Καθαρής Θέσης (Cost of Equity).....	32
3.3.3. Υπολογισμός του ρυθμού ανάπτυξης $g$ .....	37
3.4. Προεξόφληση Ελεύθερων Ταμιακών Ροών Στον Μέτοχο ( Discounted Free Cash Flow To Equity).....	43
3.5. Προεξόφληση Ελεύθερων Ταμιακών Ροών Στην Εταιρία ( Discounted Free Cash Flow To Firm).....	46
3.5.1. Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC).....	48
3.6. Προεξόφληση Ταμιακών Ροών Αναπροσαρμοσμένης Παρούσας Αξίας ( Adjusted Present Value).....	51
3.7. Μοντέλα προεξόφλησης Υπερβάλλουσας ή Προστιθέμενης Αξίας(Residual Income or EVA).....	52
3.7.1. Υπολογισμός του EVA.....	52
3.8. Market value added (Προστιθέμενη Αξία της Αγοράς).....	54
3.9. Residual income (Υπολειμματικά Έσοδα).....	54

3.10. Σύγκριση μοντέλων αποτίμησης προεξόφλησης ταμιακών ροών .....	55
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 .....	57
ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ.....	57
4.1. Price to earnings (P/E) .....	58
4.2. Price to sales .....	61
4.3. Price to Book Value (P/BV) .....	63
4.4. Παραλλαγές στους Πολλαπλασιαστές (P/CF, EV/EBITDA ).....	64
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 .....	66
ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ ΟΠΑΠ .....	66
5.1. Συνοπτική Παρουσίαση .....	66
5.2. Ιστορική Αναδρομή – Πρόσφατες Εξελίξεις .....	67
Πρόσφατες εξελίξεις .....	75
5.3. Μάκρο-Μίκρο Περιβάλλον -Ο Κλάδος των Τυχερών Παιχνιδιών .....	77
5.3.1. Μάκρο-Περιβάλλον .....	77
5.3.2. Μικρο-περιβάλλον –Κλάδος Τυχερών παιχνιδιών .....	79
Νομικό Πλαίσιο – Κανόνες Λειτουργίας .....	79
Ο Κλάδος σε αριθμούς .....	81
Ανάλυση κατά Porter.....	82
5.4. Δομή του Ομίλου .....	83
5.5. Δίκτυο Πωλήσεων .....	85
5.6. Κύρια Δραστηριότητα – Εξέλιξη Παιχνιδιών .....	86
5.7. Οικονομική Ανάλυση .....	92
5.7.1. Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας .....	92
5.7.2. Αριθμοδείκτες κινδύνου ρευστότητας.....	94
5.7.3. Αριθμοδείκτες μόχλευσης ή κεφαλαιακής διάρθρωσης .....	95
5.7.4. Μερισματική Πολιτική.....	96
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6.....	97
ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ –ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ - ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ .....	97
6.1. S.W.O.T. Ανάλυση .....	97
6.2. Εκτιμήσεις της Διοίκησης.....	99

6.3. Εκτιμήσεις προβλέψεις αναλυτών.....	101
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.....	104
ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΟΠΑΠ Α.Ε.....	104
7.1. Λογιστικό πλαίσιο Οικονομικών Καταστάσεων .....	104
7.1.2. Πλαίσιο Κατάρτισης των Οικονομικών Καταστάσεων.....	104
7.1.3. Λογιστικές παραδοχές και κρίσεις .....	105
7.1.4. Εκτιμήσεις και παραδοχές της Διοίκησης .....	105
7.1.5. Συμπεράσματα.....	106
7.2. Επιλογή Μοντέλου Αποτίμησης.....	107
7.2.1. Επιλογή Μοντέλου Προεξόφλησης Ταμιακών Ροών .....	107
7.2.3. Υπολογισμός του επιτοκίου προεξόφλησης ή κόστους κεφαλαίου .....	109
7.2.4. Αποτίμηση με Gordon Growth DDM.....	110
7.2.5. Αποτίμηση με FCFE 2-stage.....	112
7.2.6. Αποτίμηση Προστιθέμενης Αξίας (EVA).....	118
7.3. Αποτίμηση με πολλαπλασιαστές.....	121
7.3.1. Συγκριτική αποτίμηση .....	121
7.3.2. Ιστορικοί πολλαπλασιαστές .....	125
7.3.3. Πολλαπλασιαστές βάσει Θεμελιωδών.....	126
<b>ΕΠΙΛΟΓΟΣ.....</b>	<b>128</b>
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ .....	130

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

---

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ - ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ

### 1.1. Ορισμός της Αποτίμησης

Αποτίμηση είναι η διαδικασία προσδιορισμού της αξίας ενός αγαθού ή περιουσιακού στοιχείου (πραγματικού ή χρηματοοικονομικού) ή επιχειρηματικής μονάδας ή επενδυτικού σχεδίου, είτε βάσει κάποιων παραμέτρων που θεωρεί ο αποτιμών ότι επηρεάζουν τις μελλοντικές του αποδόσεις είτε σε σύγκριση με κάποιο άλλο.

Από τον ορισμό καταλαβαίνουμε το ευρύ πεδίο εφαρμογής της αποτίμησης, την σημαντική έννοια της αξίας και την υποκειμενικότητα της διαδικασίας.

Όσον αφορά το αντικείμενο της αποτίμησης αυτό μπορεί να είναι ένα πραγματικό περιουσιακό στοιχείο π.χ. κτίριο, γη, εξοπλισμός, ένα άυλο χρηματοοικονομικό στοιχείο π.χ. μετοχή, δικαιώματα, αξιόγραφα ή επένδυση γενικότερα που περιλαμβάνει συγκεκριμένο επενδυτικό σχέδιο, επιχειρηματική μονάδα ή ακόμη και άυλου αγαθού όπως η πατέντα και τα πνευματικά δικαιώματα. Στην παρούσα εργασία θα επικεντρωθούμε στην αποτίμηση επιχειρήσεων που είναι σύνθετες οντότητες που αποτελούνται από πολλά επιμέρους πραγματικά και άυλα στοιχεία η αξιοποίηση των οποίων αποφέρει κέρδη ή ζημίες που επηρεάζουν την αξία της.

Γενικά, η αξία μιας εταιρείας μπορεί να προσδιοριστεί με τους εξής τρόπους:

- Την **Ονομαστική Αξία (Nominal Value)**, η οποία είναι ίση με το μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης κατά την έκδοσή του.
- Την **Λογιστική Αξία (Book Value)**, που ορίζεται ως το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας. Αυτά αποτελούνται από το μετοχικό κεφάλαιο, τις επιχορηγήσεις επεδύσεων, τα αποθεματικά κεφάλαια, τις αναπροσαρμογές της αξίας των παγίων στοιχείων του Ενεργητικού και τα αποτελέσματα των προηγούμενων χρήσεων.
- Την **Αξία Ρευστοποίησης (Liquidation Value)**, η οποία είναι η αξία των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας, εάν πρόκειται να πωληθούν ξεχωριστά.

- Την **Αξία ως Ενεργού Οικονομικού Οργανισμού (Going Concern Value)**, η οποία είναι η αξία που έχει η εταιρεία στο επενδυτικό κοινό ως δρώσα επιχείρηση. Αυτή η αξία βασίζεται σε υποκειμενικές κρίσεις και προϋποθέτει ότι η εταιρεία λειτουργεί σε βάση «going concern» (συνεχής δραστηριότητα της επιχειρηματικής μονάδας).
- Την **Χρηματιστηριακή Αξία (Market Value)** της εταιρείας, η οποία απευθύνεται μόνο στις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο εταιρείες και αποτελεί την αποτίμηση της αγοράς.
- Την **Εσωτερική ή Πραγματική Αξία (Intrinsic or Fair Value)** της εταιρείας, η οποία απορρέει από τις προβλέψιμες οικονομικές συνιστώσες όπως περιουσιακά στοιχεία, κέρδη, μερίσματα, ταμειακές ροές, κόστος κεφαλαίου και τις προοπτικές ανάπτυξης της εταιρείας. Αυτή η αξία ορίζεται ως η αξία που δικαιολογείται από τα γεγονότα, δηλαδή τα περιουσιακά στοιχεία, τα κέρδη, τα μερίσματα. Η «πραγματική» αξία είναι πιθανό να μεταβάλλεται τουλάχιστον από χρόνο σε χρόνο, καθώς μεταβάλλονται και οι παράγοντες που προσδιορίζουν την αξία αυτή.

### *Αποτελεσματικότητα αγορών*

Σε σχέση με τους διάφορους ορισμούς της αξίας η αποτίμηση επιχειρήσεων προσπαθεί να εντοπίσει την εσωτερική αξία (intrinsic value) μιας επιχείρησης προεξοφλώντας τις μελλοντικές της ταμιακές ροές και για αυτό για τους επενδυτές ο σκοπός της αποτίμησης είναι ο εντοπισμός της πραγματικής αξίας και η αποκόμιση κέρδους από την απόκλιση της από την χρηματιστηριακή αξία.

Βέβαια αυτό ισχύει με την παραδοχή ότι οι αγορές είναι αποτελεσματικές (market efficiency) και οποιεσδήποτε αποκλίσεις από την πραγματική ή δίκαιη αξία οφείλονται σε τυχαίες διαδρομές (random walk). Οι υποστηρικτές της αποτελεσματικότητας των αγορών πιστεύουν ότι οι αγορές αργά ή γρήγορα ισορροπούν και ότι οι επενδυτές όντως επενδύουν σε αυτή την βάση που συσχετίζει την τιμή επένδυσης με τις μελλοντικές εισροές που θα τους αποφέρει.

### *Συμπεριφορική Χρηματοοικονομία*

Επειδή όμως η επένδυση και οι αγορές δεν καθορίζονται με φυσική νομοτέλεια αλλά υπεισέρχεται ο ανθρώπινος παράγοντας και ψυχολογία τώρα τελευταία έχει αναπτυχθεί



ένα πεδίο έρευνας στην επιστήμη της οικονομίας που προσπαθεί να ερμηνεύσει κατ' αρχήν πώς ο επενδυτής αντιδρά στις πληροφορίες της αγοράς και εν συνεχεία να προβλέψει την πορεία των τιμών βάσει αυτής της συμπεριφοράς. Αυτά προσπαθεί να αποδείξει βάσει ερευνών πειραματικής ψυχολογίας η σχολή της συμπεριφορικής χρηματοοικονομίας (behavioral finance)<sup>1</sup> με ορισμένα ενδιαφέροντα συμπεράσματα από πειραματικά στοιχεία:

- Οι επενδυτές δεν παραδέχονται τα λάθη τους. Επομένως τείνουν να επιμένουν για αρκετό διάστημα σε μετοχές που χάνουν την αξία τους και μερικές φορές να διπλασιάζουν την επένδυσή τους σε αυτές
- Περισσότερη πληροφορία δεν οδηγεί πάντα σε καλύτερες επενδυτικές επιλογές. Οι επενδυτές βομβαρδίζονται από πληροφόρηση με αποτέλεσμα να υπερφορτώνονται και να τείνουν να επηρεάζονται πιο πολύ από την τελευταία πληροφορία, οδηγώντας τους όμως σε απώλειες μακροπρόθεσμα.

Όπως βλέπουμε υπάρχει πολύς χώρος για αμφισβήτηση όσον αφορά την πραγματική αξία μιας επένδυσης, για το αν οι αγορές την αποτιμούν σωστά, το σίγουρο όμως είναι πως απαραίτητο εργαλείο για έναν σοβαρό επενδυτή είναι τα μοντέλα αποτίμησης που συσχετίζουν την αξία της επένδυσης με τα θεμελιώδη (fundamentals) στοιχεία της επένδυσης και αυτά θα αναλύσουμε στην εργασία.

### 1.2. Ρόλος – Πεδία Εφαρμογής

Ο ρόλος της αποτίμησης είναι σημαντικός στην εύρεση της αξίας του υποκείμενου αγαθού και έχει πολλαπλές εφαρμογές ανάλογα με το τι αποτιμάται, ποιος κάνει την αποτίμηση και τι σκοπιμότητα έχει.

Ενδεικτικά παραθέτουμε ερωτήματα που καλύπτει η αποτίμηση από διάφορες οπτικές γωνίες και από διαφορετικό πεδίο ενδιαφέροντος

---

<sup>1</sup> [Damodaran on Valuation](#) (First Edition) (Wiley): Το 1999 ο Robert Shiller προκάλεσε θόρυβο στο ακαδημαϊκό και επενδυτικό περιβάλλον με το βιβλίο του *Irrational Exuberance*. Η θέση που ανέπτυξε ήταν ότι οι επενδυτές είναι συχνά μη λογικοί αλλά με προβλέψιμο τρόπο –αντιδρώντας υπερβολικά σε πληροφορίες και αγοράζοντας και πουλώντας σαν μάζα. Η δουλειά του αποτελεί μέρος της θεωρίας και σχολής της behavioural finance, που μπορεί να θεωρηθεί σύγκλιση των επιστημών της ψυχολογίας, της στατιστικής και της οικονομίας.

- Ένας επενδυτής-αναλυτής ενδιαφέρεται να μάθει: «Πόσο καλά πηγαίνει η επιχείρηση που παρακολουθώ? Ικανοποίησε τις προσδοκίες απόδοσης? Εάν όχι, γιατί όχι? Ποια είναι η αξία της μετοχής της βάσει των εκτιμήσεων για την τωρινή και μελλοντική της απόδοση?»
- Ένας σύμβουλος επενδύσεων μπορεί να ρωτήσει: «Ποια είναι η δομή του κλάδου που δραστηριοποιείται η εταιρεία? Ποιες στρατηγικές ακολουθούνται από τις εταιρίες του κλάδου? Ποιά η σχετική απόδοση των διαφόρων εταιριών του κλάδου?»
- Ένας διευθύνων μπορεί να ρωτήσει για την δικιά του εταιρία: «Είναι η εταιρία μου σωστά αποτιμημένη από τους επενδυτές? Επικοινωνείται ικανοποιητικά η αξία της εταιρίας μου? »
- Ένας διευθύνων μπορεί να ρωτήσει για εταιρία στόχο: «Είναι η εταιρεία πιθανός στόχος εξαγοράς? Πόση προστιθέμενη αξία μπορεί να έχει μια εν δυνάμει εξαγορά? Πώς μπορούμε να χρηματοδοτήσουμε την εξαγορά?»
- Ένας τραπεζικός σε τμήμα δανείων μπορεί να ρωτήσει: « Ποιος είναι ο πιστωτικός κίνδυνος δανείζοντας την συγκεκριμένη εταιρεία? Πόσο καλή είναι η ρευστότητα και η βιωσιμότητά της? Ποιος είναι ο επιχειρηματικός κίνδυνος? Ποιος ο επιπλέον κίνδυνος από την κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρείας και από την μερισματική πολιτική της?»

Μπορούμε να συνοψίσουμε τον ρόλο της αποτίμησης στα παρακάτω πεδία ενδιαφέροντος:

### *Διαχείριση Χαρτοφυλακίου*

Ο ρόλος της αποτίμησης στην διαχείριση χαρτοφυλακίου εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την επενδυτική φιλοσοφία του επενδυτή. Είναι μικρότερος ο ρόλος σε παθητικό επενδυτή και μεγαλύτερος σε ενεργό. Αλλά ακόμη και μεταξύ ενεργών επενδυτών υπάρχουν διαφοροποιήσεις ανάλογα με την κατηγορία του επενδυτή π.χ. ο επενδυτής αγοράς (market timer) χρησιμοποιεί λιγότερο την αποτίμηση από τον επενδυτή που επιλέγει συγκεκριμένες μετοχές καθώς επικεντρώνεται στο σύνολο της αγοράς.

Μπορούμε να διακρίνουμε τις παρακάτω βασικές κατηγορίες επενδυτών που εκπροσωπούν διαφορετική επενδυτική φιλοσοφία:

*Αναλυτές Θεμελιωδών (Fundamental Analysts):* Η φιλοσοφία τους είναι ότι η πραγματική αξία της εταιρίας σχετίζεται με τα θεμελιώδη οικονομικά της χαρακτηριστικά δηλ. τις προοπτικές ανάπτυξης, το προφίλ κινδύνου και τις ταμειακές ροές. Είναι συνήθως μακροπρόθεσμη στρατηγική και βασίζεται στην βασική παραδοχή άμεσης συσχέτισης της αξίας της μετοχής με τα θεμελιώδη της στοιχεία τα οποία την καθιστούν άλλοτε υπερτιμημένη σε σχέση με την αγορά και άλλοτε υποτιμημένη. Συνήθως το χαρτοφυλάκιο αποτελείται από υποτιμημένες μετοχές με την ελπίδα ότι στο μέλλον θα υπεραποδόσουν της αγοράς.

*Franchise Buyer:* Η φιλοσοφία του εκφράζεται καλύτερα από έναν επενδυτή που ήταν πολύ επιτυχημένος σε αυτό , τον Warren Buffet «Επενδύουμε σε επιχειρήσεις που πιστεύουμε ότι κατανοούμε καλύτερα» αναφέρει ο ίδιος σε γράμμα προς τους μετόχους. Οι επενδυτές αυτοί προσπαθούν να αποκτήσουν υποτιμημένες εταιρίες και συνήθως ασκούν επιρροή και έλεγχο στην διοίκησή τους αλλάζοντας την πολιτική τους προσθέτοντας αξία ελέγχου (value of control). Οι βασικές τους παραδοχές συνεπώς είναι :

(α) Επενδυτές που κατανοούν την επιχείρηση είναι σε καλύτερη θέση να την αποτιμήσουν σωστά

(β) Οι υποτιμημένες επιχειρήσεις μπορούν να αποκτηθούν χωρίς να ανεβάσουν την τιμή εξαγοράς τους πάνω από την πραγματική τιμή.

*Επενδυτές Γραφημάτων (Chartists):* Οι επενδυτές αυτοί πιστεύουν ότι οι τιμές των μετοχών κινούνται σε συνάρτηση τόσο των θεμελιωδών όσο και της ψυχολογίας των επενδυτών, οπότε παρατηρούν χαρακτηριστικά όπως μεταβολές τιμών, όγκο συναλλαγών, παράγωγα για να εντοπίσουν τάση αγοράς και να επωφεληθούν. Αυτοί χρησιμοποιούν την αποτίμηση λιγότερο αλλά είναι ωφέλιμη για να προσδιορίσουν τα άνω και κάτω όρια στα γραφήματα των τιμών.

*Επενδυτές βάσει πληροφορίας (Information Traders):* Αυτοί επενδύουν βάσει της πληροφόρησης που αποκτούν είτε προτού ανακοινωθεί στο ευρύ κοινό είτε αμέσως μετά προσπαθώντας να εκμεταλλευτούν την μεταβολή της τιμής πιο νωρίς από τους υπόλοιπους. Αν και επικεντρώνονται περισσότερο στην μεταβολή της τιμής και όχι στην ίδια την τιμή, η αποτίμηση μπορεί να τους είναι χρήσιμη στο βαθμό μεταβολής μιας υπερτιμημένης ή υποτιμημένης μετοχής.

*Επενδυτές αγοράς (Market Timers):* Επενδύουν στην πορεία και στις μεταβολές του συνόλου της αγοράς και θεωρούν ότι προβλέποντας την μεταστροφή της αγοράς μπορεί να είναι πιο επικερδές από την επένδυση σε συγκεκριμένες μετοχές. Μπορούν να χρησιμοποιήσουν την αποτίμηση για να αποτιμήσουν το σύνολο της αγοράς (είτε ως δείκτη είτε αποτιμώντας όλες τις μετοχές) και να συμπεράνουν εάν είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη.

*Υποστηρικτές της αποτελεσματικότητας στις αγορές (Efficient Marketers):* Πιστεύουν στην αποτελεσματικότητα της αγοράς και ότι η αγορά κάθε στιγμή αντιπροσωπεύει την πραγματική τιμή των μετοχών. Αυτοί χρησιμοποιούν την τιμή αυτή για να εκμαιεύσουν τις εκτιμήσεις της αγοράς για τα θεμελιώδη μιας μετοχής δηλ. την ανάπτυξη, το ρίσκο.

### *Ανάλυση Εξαγορών & Συγχωνεύσεων*

Στην περίπτωση αυτή η συνεισφορά της αποτίμησης έγκειται στο γεγονός ότι η ενδιαφερόμενη εταιρεία ή άτομο θα πρέπει να αποφασίσει έχοντας καταλήξει σε μια ορθή αξία (fair value) για την εταιρεία-στόχο (target firm). Από την άλλη πλευρά, η εταιρεία-στόχος θα πρέπει να έχει καθορίσει μια λογική αξία για την ίδια προκειμένου να αποφασίσει αν θα δεχτεί ή αν θα απορρίψει την προσφορά.

Επίσης δύο σημαντικοί παράγοντες στην αποτίμηση εξαγορών είναι η αξία της συνέργειας που προκύπτει από την εξαγορά και από την συνδυασμένη αξία των δύο μερών (αγοραστής-στόχος) και η οποία μπορεί να υπολογιστεί παρά τις αντίθετες απόψεις, καθώς και η προστιθέμενη αξία από την αλλαγή διοίκησης και αναδιοργάνωσης (value of control) που αποτελεί αντικείμενο στις επιθετικές εξαγορές.

Τέλος, ένα σημαντικό πρόβλημα στην αποτίμηση μιας επιχείρησης σε περίπτωση εξαγοράς είναι οι προκαταλήψεις των εμπλεκομένων μερών, οι οποίες επηρεάζουν σημαντικά την αντικειμενικότητα των υπολογισμών. Αν για παράδειγμα η εταιρεία-στόχος διακρίνεται από υπερβολική αισιοδοξία ως προς την εκτίμηση της αξία της, θα προσπαθήσει να πείσει τους μετόχους ότι η τιμή-προσφοράς είναι χαμηλή. Παρομοίως, στην περίπτωση που η ενδιαφερόμενη εταιρεία είναι αποφασισμένη να προχωρήσει στην εξαγορά για στρατηγικούς λόγους, είναι πιθανό να ασκήσει μεγάλη πίεση στους εκτιμητές ώστε τα αποτελέσματα της αποτίμησης να εξασφαλίσουν την εξαγορά.

### *Εταιρική Οικονομική Διαχείριση*

Η αποτίμηση στην περίπτωση αυτή παίζει σημαντικό ρόλο στην αναγνώριση των σημαντικότερων παραγόντων δημιουργίας αξίας της επιχείρησης. Επίσης, με γνώμονα το γεγονός ότι ο αντικειμενικός σκοπός των οικονομικών στελεχών είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης γίνεται κατανοητό ότι οι όποιες οικονομικές και στρατηγικές αποφάσεις είναι άμεσα συνδεδεμένες με την αξία της επιχειρηματικής μονάδας.

Για παράδειγμα, η αποτίμηση της επιχείρησης ή μέρους αυτής στην περίπτωση του στρατηγικού σχεδιασμού προηγείται της απόφασης για τη συνέχιση μιας δραστηριότητας, την πώληση, την ανάπτυξη, τη συγχώνευση ή την εξαγορά άλλης εταιρείας. Επίσης, η αποτίμηση διαφορετικών επιχειρηματικών μονάδων (business units) είναι θεμελιώδους σημασίας για τη λήψη αποφάσεων που σχετίζονται με το ποια προϊόντα, γραμμές παραγωγής, χώρες ακόμη και πελάτες θα πρέπει να αναπτυχθούν ή να εγκαταλειφθούν. Η κατανόηση της σχέσης αυτής είναι το κλειδί για την λήψη οικονομικών αποφάσεων ή αποφάσεων αναδιοργάνωσης που επιδρούν θετικά ή αρνητικά στην αξία της επιχείρησης

### *Συμπέρασμα*

Η αποτίμηση παίζει σημαντικό ρόλο σε πολλές περιοχές της οικονομικής και επενδυτικής διαχείρισης και τα μοντέλα που παρουσιάζονται στην εργασία περιλαμβάνουν μια γκάμα εργαλείων αποτίμησης που πολλοί αναλυτές ανάλογα με το πεδίο τους χρησιμοποιούν.

Αυτό που δεν πρέπει όμως να μας διαφεύγει είναι ότι η αποτίμηση δεν είναι μια αντικειμενική εργασία και ότι προκαταλήψεις και λανθάνουσες αντιλήψεις που φέρει ο αναλυτής θα βρούνε τον δρόμο τους στο αποτέλεσμα.

ΓΑΛΕΡΙΣΤΗΜΟ ΓΕΡΑΝ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

---

### ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

#### 2.1. Εισαγωγή

Ανεξάρτητα από τον ρόλο και τον σκοπό της αποτίμησης , μια καλή αποτίμηση περιλαμβάνει τα εξής στάδια:

**1. Κατανόηση της επιχείρησης και του περιβάλλοντός της.** Αυτό περιλαμβάνει την γνώση των προοπτικών του κλάδου που δραστηριοποιείται, της ανταγωνιστικής της θέσης και στρατηγικής. Αναλυτές χρησιμοποιούν αυτήν την πληροφόρηση και μαζί με την ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων κάνουν προβλέψεις για την μελλοντική της απόδοση.

**2. Ανάλυση οικονομικών καταστάσεων και λογιστικών πρακτικών.** Οι δραστηριότητες της επιχείρησης ( λειτουργικές, επενδυτικές, χρηματοοικονομικές) αποτυπώνονται στις οικονομικές της καταστάσεις που δημοσιεύονται σε τριμηνιαία και ετήσια βάση. Το πώς ακριβώς αποτυπώνονται θα εξαρτηθεί :

α. Από το περιβάλλον που επιβάλλει τα λογιστικά πρότυπα και πρακτικές και αποτελείται από : την κεφαλαιαγορά και τους κανόνες της, το δίκαιο και την εταιρική διακυβέρνηση, το λογιστικό σχέδιο και κανόνες, την φορολογική νομοθεσία, τον εξωτερικό έλεγχο και

β. Την στρατηγική ως προς τις λογιστικές πρακτικές, επιλογές και συμπληρωματικές ενημερώσεις που επιλέγει η διοίκηση και που παίζουν σημαντικό ρόλο στην ποιότητα των οικονομικών στοιχείων που αποτελούν και την είσοδο στα μοντέλα αποτίμησης.

**3. Πρόβλεψη της μελλοντικής απόδοσης.** Προβλέψεις για τις πωλήσεις , έσοδα , ανάπτυξη και ρίσκο αποτελούν την είσοδο για τα μοντέλα αποτίμησης.

**4. Επιλογή του κατάλληλου μοντέλου αποτίμησης.**

**5. Μετατροπή των προβλέψεων σε αποτίμηση.**

Τα τελευταία 2 στάδια θα αναλυθούν εκτενέστερα παρουσιάζοντας τα μοντέλα αποτίμησης. Εν συνεχεία θα αναλύσουμε τα πρώτα 2 στάδια τα οποία και αποτελούν σημαντικά στάδια καθώς θα καθορίσουν την ποιότητα των προβλέψεων που εισάγονται στα επόμενα.

### **2.2. Κατανόηση της επιχείρησης και του περιβάλλοντός της.**

Η κατανόηση του περιβάλλοντος και του κλάδου που δραστηριοποιείται η επιχείρηση καθώς και οι στρατηγικές επιλογές της διοίκησής της που προδιαγράφουν την θέση της σε αυτό το περιβάλλον αποτελούν τα πρώτα βήματα στην κατανόηση της επιχείρησης. Επειδή παρόμοιοι παράγοντες που εντάσσονται στο εξωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης ( που περιγράφονται με το ακρωνύμιο PEST-LE από το Political Economical Social Technological και αργότερα προστέθηκαν τα Legal Environmental ) επηρεάζουν όλες τις επιχειρήσεις του κλάδου, η γνώση του κλάδου βοηθά τον αναλυτή να κατανοήσει τα βασικά χαρακτηριστικά των αγορών που δραστηριοποιείται και των οικονομικών της επιχείρησης.

Ο αναλυτής που διενεργεί ανάλυση κλάδου πρέπει να είναι σε θέση να κατανοήσει και να κρίνει τις στρατηγικές επιλογές της διοίκησης για να εκτιμήσει τις προοπτικές επιτυχίας στον ανταγωνισμό με τις άλλες επιχειρήσεις του κλάδου. Συνεπώς μια ανάλυση κλάδου κατά Porter<sup>2</sup> μπορεί να οδηγήσει τους αναλυτές να απαντήσουν στα παρακάτω ερωτήματα:

- 1. Πόσο ελκυστικός είναι ο κλάδος στον οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση όσον αφορά τις προοπτικές για διαρκή κερδοφορία? (μέγεθος αγοράς, ρυθμός ανάπτυξης)*
- 2. Ποια η σχετική ανταγωνιστική θέση της επιχείρησης στον κλάδο?( μερίδιο αγοράς ,τάση μεριδίου)*

---

<sup>2</sup> Οι πέντε δυνάμεις του Porter περιλαμβάνουν – τρεις δυνάμεις από τον οριζόντιο ανταγωνισμό:την απειλή υποκατάστατων προϊόντων,την απειλή των κατεστημένων ανταγωνιστών, και την απειλή νέων ανταγωνιστών- και δύο δυνάμεις από τον κάθετο ανταγωνισμό: την διαπραγματευτική δύναμη των προμηθευτών και των πελατών.



3. Ποια η ανταγωνιστική στρατηγική της επιχείρησης? (2 οι βασικές στρατηγικές: **ηγεσία κόστους**: ανταγωνίζεσαι ως προς το κόστος προσφέροντας χαμηλότερης τιμής προϊόντα-υπηρεσίες , **διαφοροποίηση**: προϊόντα –υπηρεσίες που διαφοροποιούνται στην αντίληψη των αγοραστών σε κάποια χαρακτηριστικά.)
4. Πόσο αποτελεσματική είναι η εταιρεία στην εκτέλεση της στρατηγικής της?

Η ανάλυση κλάδου και ανταγωνισμού πρέπει πάντα να λαμβάνει υπόψη και τις γενικότερες μακροοικονομικές συνθήκες. Σημαντικές μεταβλητές που επηρεάζουν το μακροοικονομικό περιβάλλον είναι :

- ✓ Το ΑΕΠ
- ✓ Η Αγορά Εργασίας
- ✓ Τιμές Προϊόντων και Υπηρεσιών (Πληθωρισμός)
- ✓ Παραγωγή
- ✓ Κατανάλωση
- ✓ Στεγαστικός Τομέας
- ✓ Νομισματικά Μεγέθη

Η οικονομία γενικότερα ακολουθεί κυκλική πορεία με διάφορες φάσεις του κύκλου: Ανάκαμψη , Άνθηση, Κάμψη ,Υφεση.

Υπάρχουν κλάδοι και εταιρείες που επηρεάζονται άλλοι περισσότερο (κυκλικοί κλάδοι) και άλλοι λιγότερο (αμυντικοί κλάδοι) από τις φάσεις αυτές της οικονομίας. Πάντως έρευνες έχουν αποδείξει ότι το 25-50% των ετήσιων κερδών μιας επιχείρησης εξαρτάται από την φάση της οικονομίας.

*Προσεγγίσεις ανάλυσης*

Υπάρχουν δύο διαφορετικές προσεγγίσεις που χρησιμοποιούνται στις οικονομικές προβλέψεις.

- Η προσέγγιση ανάλυσης από πάνω προς τα κάτω (Top-Down approach): Ξεκινάμε από την μακροοικονομική ανάλυση προβλέποντας τα βασικά μακροοικονομικά μεγέθη, κατόπιν προχωράμε σε ανάλυση κλάδου και τέλος στην ανάλυση-πρόβλεψη της συγκεκριμένης εταιρίας.
- Η προσέγγιση ανάλυσης από κάτω προς τα πάνω (Bottom-Up approach): Μπορούμε να συναθροίσουμε προβλέψεις εταιριών κλάδου σε προβλέψεις κλάδων και τελικά σε μακροοικονομικές προβλέψεις.

Συνήθως χρησιμοποιείται η πρώτη για να υπάρχει κοινή βάση παραδοχών για τον πληθωρισμό.

### **2.3. Ανάλυση οικονομικών καταστάσεων και λογιστικών πρακτικών**

Ο αναλυτής πρέπει να ολοκληρώσει την ανάλυση κλάδου και ανταγωνιστικής στρατηγικής της επιχείρησης με την ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων και λογιστικών πρακτικών για να διαμορφώσει συγκεκριμένες προβλέψεις στοιχείων όπως οι πωλήσεις και τα κέρδη.

Είναι ενδεχόμενο να χρησιμοποιήσει και ποιοτικά στοιχεία στην διαμόρφωση της πρόβλεψής του. Τέτοια μπορεί να πηγάζουν από την θεώρησή του για την ακεραιότητα και την διαφάνεια της διοίκησης ως προς την ποιότητα των λογιστικών πρακτικών. Βέβαια αυτά δεν μπορούν να αποτυπωθούν με κάποιον τυπικό τρόπο στην αποτίμηση οπότε υπόκεινται στην υποκειμενικότητά του.

Είναι σημαντικό όμως να επισημανθούν το πόσο μπορεί να επηρεάσει την ποιότητα των οικονομικών καταστάσεων οι πρακτικές και πολιτικές λογιστικής και δημοσίευσης που

μπορούν να διαφέρουν σημαντικά τόσο ως προς την ακρίβεια των αποτελεσμάτων που αποτυπώνουν όσο και στην λεπτομέρειά τους.

Η διερεύνηση θεμάτων που σχετίζονται με την ακρίβεια των αποτελεσμάτων αναφέρεται και ως ανάλυση ποιότητας κερδών ( quality of earnings analysis) που περιλαμβάνει και την ανάλυση όλων των οικονομικών καταστάσεων , ενώ όσον αφορά την λεπτομέρεια με την οποία αναλύονται κάποιες δραστηριότητες όπως π.χ. συνταξιοδοτικά προγράμματα, εξαγορές και συγχωνεύσεις, εναπόκειται στην πολιτική δημοσίευσης της διοίκησης και αναλόγως κρίνεται από τους αναλυτές.

Στην συνέχεια θα αναλύσουμε περισσότερο τις λογιστικές πρακτικές και το θεσμικό πλαίσιο για τις οικονομικές και λογιστικές καταστάσεις.

### **2.3.1. Το θεσμικό πλαίσιο των οικονομικών-λογιστικών καταστάσεων**

Υπάρχει τυπικά μια διαχωριστική γραμμή ανάμεσα στην ιδιοκτησία και την διοίκηση στις εταιρίες. Οι οικονομικές καταστάσεις λειτουργούν σαν το όχημα με το οποίο οι ιδιοκτήτες παρακολουθούν την οικονομική κατάσταση της εταιρίας. Σε περιοδικά διαστήματα, οι εταιρίες δημοσιεύουν 3 οικονομικές καταστάσεις:

1. Μια **κατάσταση εσόδων** που περιγράφει την λειτουργική απόδοση σε μια περίοδο
2. Έναν **ισολογισμό** που αποτυπώνει τα στοιχεία ενεργητικού (assets) και πώς αυτά χρηματοδοτήθηκαν (κεφάλαια ίδια και ξένα).
3. Μία **κατάσταση ταμιακών ροών** που αποτυπώνει τις ταμιακές ροές της εταιρίας από λειτουργικές, επενδυτικές και χρηματοοικονομικές δραστηριότητες.

Αυτές οι καταστάσεις συνοδεύονται από υποσημειώσεις και ένα μήνυμα και έκθεση γραμμένα από την διοίκηση.

Για να αποτιμήσει αποτελεσματικά την ποιότητα των οικονομικών καταστάσεων, ο αναλυτής πρέπει να κατανοήσει τα βασικά χαρακτηριστικά των οικονομικών καταστάσεων και το θεσμικό πλαίσιο που τις καθορίζει.

### **2.3.2. Τα δομικά στοιχεία της Accrual Λογιστικής**

Ένα από τα θεμελιώδη χαρακτηριστικά των εταιρικών οικονομικών καταστάσεων είναι ότι προετοιμάζονται χρησιμοποιώντας λογιστική των δεδουλευμένων (accrual) παρά ταμιακή λογιστική. Η accrual λογιστική διαφέρει από την ταμιακή στο ότι η καταγραφή των εξόδων και των εσόδων που συνοδεύουν τις οικονομικές δραστηριότητες γίνεται την στιγμή που αναγνωρίζονται αυτά και όχι όταν γίνονται οι αντίστοιχες ταμιακές εισροές ή εκροές. Τα καθαρά έσοδα (Net Income) είναι ο πρωταρχικός περιοδικός δείκτης απόδοσης στην accrual λογιστική. Για να υπολογιστούν τα καθαρά έσοδα, οι οικονομικές συναλλαγές καταγράφονται στην βάση των αναμενόμενων και όχι απαραίτητα πραγματικών ταμιακών εκροών και εισροών. Οι αναμενόμενες ταμιακές εισροές από την παράδοση προϊόντων και υπηρεσιών αναγνωρίζονται ως έσοδα και οι αναμενόμενες ταμιακές εκροές σχετιζόμενες με αυτά τα έσοδα αναγνωρίζονται ως έξοδα.

Ενώ υπάρχουν αρκετοί κανόνες και συμβάσεις που καθορίζουν την παρασκευή των οικονομικών καταστάσεων, υπάρχουν λίγες θεμελιώδεις αρχές που ορίζουν την accrual λογιστική.

**Στοιχεία Ενεργητικού ή Περιουσιακά Στοιχεία (Assets)** είναι οικονομικοί πόροι που κατέχει η εταιρία και που (α) είναι πολύ πιθανό να παράξουν μελλοντικά οικονομικά οφέλη και (β) είναι μετρήσιμα με αρκετή βεβαιότητα.

**Υποχρεώσεις (Liabilities)** είναι οικονομικές υποχρεώσεις της εταιρίας που προήλθαν από παρελθόντα οφέλη και που (α) αναμένονται να ικανοποιηθούν με αρκετή βεβαιότητα και (β) σε μια λογικά προσδιορισμένη χρονική στιγμή στο μέλλον.

**Ίδια κεφάλαια (Equity)** είναι η διαφορά μεταξύ του καθαρού ενεργητικού και των υποχρεώσεων της εταιρίας,

Που οδηγεί στην θεμελιώδη σχέση που διέπει την κατάσταση ισολογισμού:

$$\text{Assets} = \text{Liabilities} + \text{Equity}$$

Ενώ η κατάσταση ισολογισμού είναι η αποτύπωση μιας χρονικής στιγμής του ενεργητικού-παθητικού, η κατάσταση εσόδων συνοψίζει τα έσοδα και τα έξοδα και τα οφέλη και

απώλειες που προκύψαν από αλλαγές στο ενεργητικό και παθητικό σύμφωνα με τους παρακάτω ορισμούς:

**Έσοδα** είναι οικονομικοί πόροι αποκτημένοι μέσα σε μια χρονική περίοδο. Τα έσοδα αναγνωρίζονται όταν (α) η εταιρία έχει παρασχέσει όλα ή σχεδόν όλα τα προϊόντα ή υπηρεσίες στον πελάτη και (β) ο πελάτης πλήρωσε με μετρητά ή αναμένεται να πληρώσει με μετρητά με λογική βεβαιότητα.

**Έξοδα** είναι οικονομικοί πόροι που αναλώθηκαν σε μια χρονική περίοδο. Αναγνώριση εξόδων διέπεται από την αρχή της συσχέτισης και της συντηρητικότητας δηλ. (α) είναι έξοδα που συσχετίζονται με έσοδα που αναγνωρίστηκαν την ίδια περίοδο, (β) έξοδα που συσχετίζονται με οφέλη που αναγνωρίστηκαν την συγκεκριμένη περίοδο και (γ) πόροι με σημαντικά αμφίβολα οικονομικά οφέλη.

**Κέρδος** είναι η διαφορά μεταξύ εσόδων και εξόδων σε μια χρονική περίοδο.

### **2.3.3. Ανάθεση των καταστάσεων στην Διοίκηση**

Ενώ οι βασικοί κανόνες για τις οικονομικές καταστάσεις είναι σχετικά απλές, η εφαρμογή τους στην πράξη απαιτεί περίπλοκες αποφάσεις. Για παράδειγμα πώς θα πρέπει να αναγνωρίζονται τα έσοδα όταν μια εταιρία πουλάει γή σε πελάτες και παρέχει ταυτόχρονα χρηματοδότηση? Εάν τα έσοδα αναγνωριστούν πριν την αντίστοιχη ταμιακή εισροή πώς θα υπολογιστεί η ενδεχόμενη μη εισροή? Πώς λογίζονται τα ακραία έξοδα που σχετίζονται με δραστηριότητες έρευνας & ανάπτυξης , ως αποσβέσεις στοιχείου ενεργητικού με αντίστοιχη κεφαλαιοποίηση του ως παγίου ή ως έξοδα πραγματοποιηθέντα? Λογίζονται τα προγράμματα ανταμοιβών συχνών πτήσεων στις αεροπορικές εταιρίες ως υποχρεώσεις ? Εάν ναι, τότε και με ποια τιμή?

Επειδή οι διοικούντες έχουν άμεση γνώση για την φύση των οικονομικών δραστηριοτήτων είναι πιστωμένοι με την ευθύνη ενσωμάτωσης αυτών στην βασική accrual λογιστική. Αυτό έχει το θετικό ότι τους δίνει την δυνατότητα να δημοσιεύουν εσωτερική πληροφόρηση στις καταστάσεις. Από την άλλη επειδή οι επενδυτές κρίνουν τους διοικούντες βάσει των

κερδών τους , αυτοί έχουν το κίνητρο της παραποίησης αυτών κάνοντας αβάσιμες παραδοχές.

Οι κανόνες λογιστικής και τα λογιστικά πρότυπα καθώς και ο λογιστικός έλεγχος είναι μηχανισμοί περιορισμού του κόστους της διαχείρισης των καταστάσεων από τους διοικούντες αλλά προσπαθούν να διατηρήσουν τα οφέλη της ανάθεσης αυτής της ευθύνης στους διοικούντες.

### **2.3.4. Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα**

Δεδομένης της δυσκολίας για εξωτερικούς επενδυτές να προσδιορίσουν τις αληθινές προθέσεις των διοικούντων ένας αριθμός λογιστικών προτύπων έχει δημιουργηθεί για να αντιμετωπίσει το ζήτημα. Διεθνή πρότυπα και αρχές θέτουν αυστηρούς κανόνες που περιορίζουν τον βαθμό ελευθερίας που εισαγάγουν οι διοικούντες στις λογιστικές καταστάσεις.

Τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (ΔΛΠ - αγγλικά: International Accounting Standards - IAS) είναι λογιστικές πρακτικές υπό τη μορφή νόμων με τους οποίους καλούνται να εναρμονιστούν υποχρεωτικά οι ελληνικές επιχειρήσεις, μετά από κοινοτική οδηγία. Μετά από μια μικρή καθυστέρηση στην επιτακτικότητα της εφαρμογής τους, καθίστανται υποχρεωτικά από το 2006 και έπειτα, αρχικώς για τις εισηγμένες αλλά και σε λοιπές εταιρίες. Τα ΔΛΠ εμπλουτίζονται με οδηγίες που αλλάζουν τον αρχικό αυτηρώς λογιστικό τους προσανατολισμό και είναι πλέον γνωστά ως Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης(IFRS).

Τα πρότυπα εκδόθηκαν την περίοδο 1973-2001 από την Επιτροπή Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (IASB).

Τα βασικά όργανα κατάρτισης των προτύπων είναι:

- Η Επιτροπή Διεθνών Λογιστικών Προτύπων
- Το Σώμα Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (IASB)
- Η Συμβουλευτική Επιτροπή Προτύπων (SAC)
- Η Επιτροπή Διερμηνειών Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (IFRIC)
- Η Ευρωπαϊκή Ένωση

Οι ομοιόμορφοι λογιστικοί κανόνες εμποδίζουν την αλλαγή του τρόπου κατάρτισης των καταστάσεων από χρόνο σε χρόνο κατά το δοκούν , αλλά αυτή η αυστηρότητα μερικές

φορές εμποδίζει την αποτύπωση μη προβλέψιμων δραστηριοτήτων ενώ ενθαρρύνει τους διοικούντες σε κοστοβόρες δραστηριότητες για καλύτερη αποτύπωση αποτελεσμάτων.

### **2.3.5. Εξωτερικός έλεγχος**

Ευρέως καθιερωμένος ο ρόλος του εξωτερικού ελέγχου διασφαλίζει την ακεραιότητα και ομοιομορφία στην διατύπωση των οικονομικών αποτελεσμάτων.

Στην Ελλάδα το ελεγκτικό σώμα που έχει αναλάβει αυτόν τον ρόλο είναι το Σ.Ο.Ε (Σώμα Ορκωτών Λογιστών). Σύμφωνα με την διακήρυξη που έχουν στον δικτυακό τους τόπο :

«Το Σ.Ο.Ε.Λ λειτουργεί με τη μορφή Νομικού Προσώπου Δημοσίου Δικαίου. Σύμφωνα με το άρθρο 2 του Π.δ 226/92 η σύσταση και λειτουργία του Σ.Ο.Ε.Λ αποβλέπει στην άσκηση του ελέγχου της οικονομικής διαχείρισης των πάσης φύσεως δημοσίων και ιδιωτικών οργανισμών και επιχειρήσεων ή εκμεταλλεύσεων, ανεξαρτήτως της νομικής τους μορφής (ιδρύματος, εταιρείας ή άλλου νομικού προσώπου δημοσίου ή ιδιωτικού δικαίου), από πρόσωπα με αυξημένα επαγγελματικά προσόντα, που ασκούν το έργο τους με διαφάνεια και υπευθυνότητα, έτσι ώστε να διασφαλίζεται η εγκυρότητα και αξιοπιστία των πορισμάτων των διενεργουμένων ελέγχων, σύμφωνα με τα διεθνώς ανεγνωρισμένα Ελεγκτικά πρότυπα και τους όρους που τίθενται από την εσωτερική και την κοινοτική νομοθεσία.»<sup>3</sup>

Καθώς οι ελεγκτές εκφράζουν την γνώμη τους στις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις, είναι σημαντικό να γνωρίζουμε ότι η πρωταρχική ευθύνη παραμένει στην διοίκηση.

Ο έλεγχος προάγει την ποιότητα και αξιοπιστία των λογιστικών δεδομένων περιορίζοντας την δυνατότητα παραποίησης τους, αλλά από την άλλη μπορεί να την περιορίσει κιόλας γιατί ως σώμα είναι πιο πιθανό να εναντιώνονται στην εξέλιξη προτύπων και πρακτικών που παράγουν αποτελέσματα που ενώ είναι πιο δύσκολο να ελεγχθούν αλλά μπορεί να είναι πηγή ενδιαφέρουσας πληροφόρησης για τους επενδυτές.

### **2.3.6. Εταιρική Διακυβέρνηση**

---

<sup>3</sup> [http://www.soel.gr/soel\\_perigrafi.html](http://www.soel.gr/soel_perigrafi.html)

Η Εταιρική Διακυβέρνηση αναφέρεται σε ένα σύνολο αρχών με βάση το οποίο επιδιώκεται η υπεύθυνη οργάνωση, λειτουργία, διοίκηση και έλεγχος μιας επιχείρησης, με μακροπρόθεσμο στόχο τη μεγιστοποίηση της αξίας της και τη διαφύλαξη των έννομων συμφερόντων όλων όσων συνδέονται με αυτήν.

Οι αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης επηρεάζουν τον τρόπο με τον οποίο τίθενται και επιτυγχάνονται οι εταιρικοί στόχοι, υιοθετούνται συστήματα παρακολούθησης και αποτίμησης κινδύνων, καθώς και τον τρόπο με τον οποίο εξασφαλίζεται η διαφάνεια και προάγεται η ανταγωνιστικότητα της επιχείρησης.

Μια εταιρία με αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση αποτελεί ένα επιπλέον εχέγγυο στην τήρηση των κανόνων και αρχών έγκυρης και αξιόπιστης δημοσίευσης αποτελεσμάτων.

Το μοντέλο της εταιρικής διακυβέρνησης περιλαμβάνει το:

- Σεβασμό και προστασία των δικαιωμάτων και συμφερόντων όλων των μετόχων.
- Διασφάλιση κατάλληλης σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου που να πληροί τα κριτήρια ανεξαρτησίας και σαφούς διαχωρισμού αρμοδιοτήτων από τα όργανα διοίκησης.
- Δημιουργία οργάνων διοίκησης με σαφείς ρόλους, που εξισορροπούν τα προσόντα και την εμπειρία των στελεχών με τις απαιτήσεις, τη φύση και το εύρος των εταιρικών δραστηριοτήτων.
- Καθορισμό συστημάτων ανταμοιβών, αξιολόγησης και ανάπτυξης, τέτοιων ώστε να προσελκύουν και να διατηρούν στελέχη με ικανότητες να επιτυγχάνουν την απόδοση που απαιτείται από τους μετόχους.
- Υποστήριξη της διαφάνειας, ακεραιότητας και υπευθυνότητας στις διαδικασίες λήψης αποφάσεων.
- Ανάπτυξη συγκεκριμένων εταιρικών διαδικασιών που απεικονίζουν τον τρόπο καθημερινής εργασίας και διασφάλιση ενός αποτελεσματικού συστήματος εσωτερικού ελέγχου που να λειτουργεί σύμφωνα με τις σύγχρονες θεωρίες διαχείρισης κινδύνων.
- Ικανοποίηση των αναγκών για ορθή, έγκαιρη και επαρκή παροχή πληροφοριών στην επενδυτική κοινότητα και το ευρύτερο κοινωνικό σύνολο σχετικά με την πορεία της επιχείρησης.
- Ευαισθητοποίηση σε θέματα κοινωνικής ευθύνης.

Όταν υπάρχουν ισχυροί και ουσιαστικοί μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης αυξάνεται και η αξία της επιχείρησης και συγκλίνει στην ιδανική πραγματική αξία καθότι τότε η



εξαγορά της είναι συνήθης όταν η διοίκηση είναι ανεπαρκής καθώς επίσης και οι ανίκανοι διοικούντες αντικαθίστανται γρήγορα..

### **2.3.7. Νομικό Πλαίσιο**

Το νομικό πλαίσιο στο οποίο διευθετούνται συγκρούσεις μεταξύ διοίκησης, ελεγκτών και επενδυτών μπορεί να έχει σημαντικό αποτέλεσμα στην ποιότητα των δημοσιευμένων αριθμών. Η απειλή μηνύσεων και ρητρών έχει το πλεονέκτημα της βελτίωσης της ακρίβειας των αποτελεσμάτων. Από την άλλη μπορεί να αποθαρρύνει διοίκηση και ελεγκτές στην υποστήριξη λογιστικών πρακτικών που απαιτούν επικίνδυνες προβλέψεις.

### **2.3.8. Συμπεράσματα για τις λογιστικές πρακτικές**

Επειδή οι μηχανισμοί που λειτουργούν αποτρεπτικά στην παραποίηση προσθέτουν οι ίδιοι θόρυβο, δεν είναι ιδανικό μέσω του λογιστικού ρυθμιστικού πλαισίου να απαλειφθεί εντελώς η διοικητική ελευθερία στην αποτύπωση. Για αυτόν τον λόγο, τα πραγματικά λογιστικά συστήματα αφήνουν σημαντικό χώρο στους διοικούντες για να επηρεάσουν τα οικονομικά δεδομένα. Το καθαρό αποτέλεσμα είναι ότι η πληροφορία που περιέχουν αυτές έχει θόρυβο και προκατάληψη, ακόμη και με την παρουσία τόσο ισχυρών ελεγκτικών μηχανισμών.

*Ο σκοπός του αναλυτή είναι να εκτιμήσει τον βαθμό στον οποίο η λογιστική πρακτική της επιχείρησης αποτυπώνει την υποκείμενη επιχειρηματική πραγματικότητα και να ακυρώσει όποιες αλλοιώσεις υπεισέρχονται. Όταν οι αλλοιώσεις είναι μεγάλες η ανάλυση των καταστάσεων μπορεί να προσδώσει μεγάλη αξία στον αναλυτή.*

Συστήνονται έξι βήματα στην ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων:

1. Ο εντοπισμός των κρίσιμων λογιστικών πρακτικών και προβλέψεων, δεδομένου του κλάδου και της στρατηγικής της επιχείρησης.
2. Η εκτίμηση του βαθμού ελευθερίας της διοίκησης δεδομένου λογιστικού πλαισίου.
3. Η εκτίμηση του τρόπου εξάσκησης αυτής της ελευθερίας από την διοίκηση και τα πιθανά κίνητρά της.
4. Η εκτίμηση του εύρους και της ποιότητας των υποσημειώσεων.
5. Εντοπισμός κάποιων ενδείξεων παραποίησης (π.χ. μεγάλη διαφορά εσόδων-λειτουργικών ταμιακών ροών).

6. Η αναδιατύπωση των αποτελεσμάτων αφαιρώντας τον «θόρυβο» από τις διοικητικές και λογιστικές πρακτικές.

ΓΑΛΕΡΙΣΤΗΜΟ ΓΕΡΑΝ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

---

### ΜΟΝΤΕΛΑ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΤΑΜΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

#### 3.1. Εισαγωγή

Οι αναλυτές χρησιμοποιούν στην πράξη πολλά μοντέλα για να αποτιμήσουν περιουσιακά στοιχεία (assets)<sup>4</sup> ξεκινώντας από τα πιο απλά σε πιο σύνθετα. Αυτά τα μοντέλα κάνουν διάφορες παραδοχές αλλά έχουν κάποια κοινά χαρακτηριστικά που τα ομαδοποιούν σε κάποιες βασικές κατηγορίες. Η ομαδοποίηση αυτή βοηθά στην κατανόηση του πού εντάσσεται το κάθε μοντέλο στην γενικότερη εικόνα, γιατί παρέχει το κάθε ένα διαφορετικά αποτελέσματα και τότε έχουν θεμελιώδη λάθη στην λογική τους.

Σε γενικές γραμμές υπάρχουν 3 βασικές κατηγορίες μεθόδων αποτίμησης. Η πρώτη, η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμιακών ροών (*discounted cash flows valuation*) συσχετίζει την αξία του περιουσιακού στοιχείου με την παρούσα αξία των αναμενόμενων ταμιακών ροών αυτού του στοιχείου. Η δεύτερη, η μέθοδος των πολλαπλασιαστών ή συγκριτική αποτίμηση (*multiples ή relative valuation*) υπολογίζει την αξία του στοιχείου συγκρίνοντάς το με άλλα συγκρίσιμα στοιχεία ως προς κάποια κοινή μεταβλητή όπως τα κέρδη, οι ταμιακές ροές, η λογιστική αξία ή οι πωλήσεις. Η τρίτη, η μέθοδος της αποτίμησης υπό όρους (*contingent valuation*) χρησιμοποιεί μοντέλα χρηματοοικονομικών δικαιωμάτων (*option pricing*) για να αποτιμήσει στοιχεία που φέρουν τέτοια χαρακτηριστικά και που μπορεί να είναι εμπορεύσιμα χρηματοοικονομικά όπως τα δικαιώματα, ή μη εμπορεύσιμα και βασισμένα σε πραγματικά στοιχεία όπως επενδυτικά σχέδια, πατέντες και αποθέματα πετρελαίου.

Στην παρούσα εργασία θα αναλύσουμε τις δύο πρώτες μεθόδους που χρησιμοποιούνται ευρέως στην αποτίμηση επιχειρήσεων.

---

<sup>4</sup>Χρησιμοποιούμε τον όρο στοιχείο (περιουσιακό) σε αντιστοιχία του asset και που μπορεί να είναι μετοχή, επένδυση, δικαίωμα, χρεόγραφο, επιχείρηση, οποιαδήποτε οικονομική οντότητα που έχει κάποια αξία.

### 3.2. Μοντέλα Αποτίμησης Προεξόφλησης Ταμιακών Ροών (DCF)

Η 1<sup>η</sup> μέθοδος των προεξοφλημένων ταμιακών ροών (DCF) είναι η θεμελιώδης μέθοδος αποτίμησης καθώς όλες οι άλλες βασίζονται σε αυτήν. Για να κάνεις σωστή συγκριτική αποτίμηση πρέπει να γνωρίζεις την λογική των DCF και για να κάνεις αποτίμηση υπό όρους (contingent) ξεκινάς με μια DCF αποτίμηση.

#### Βασικά των Προεξοφλημένων Ταμιακών Ροών

Η μέθοδος της προεξόφλησης των ταμιακών ροών έχει την βάση της στις αρχές της Παρούσας Αξίας, σύμφωνα με την οποία η αξία οποιουδήποτε περιουσιακού στοιχείου ισούται με την παρούσα αξία των προσδοκώμενων μελλοντικών ταμιακών ροών που δημιουργούνται από αυτό.

Επομένως:

$$\text{Value} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^n} \quad (3.2.1)$$

Όπου:  $n$  = διάρκεια ωφέλιμης ζωής του στοιχείου

$CF_t$  = οι ταμιακές ροές της περιόδου  $t$

$r$  = το προεξοφλητικό επιτόκιο το οποίο αντανακλά την επικινδυνότητα των εκτιμώμενων ταμιακών ροών

Οι ταμιακές ροές μπορούν να αντιστοιχούν σε μερίσματα μετοχών, κουπόνια και ονομαστική αξία ομολόγων, ή ταμιακές ροές μετά φόρων σε πραγματική επένδυση.

Το προεξοφλητικό επιτόκιο είναι συνάρτηση της επικινδυνότητας των εκτιμώμενων ταμιακών ροών, ξεκινώντας από τα λιγότερα επικίνδυνα στοιχεία όπως τα μηδενικού ρίσκου ομόλογα στο διηνεκές, μετά πιο επικίνδυνα τα εταιρικά ομόλογα για να φτάσουμε στην μεγαλύτερη κλίμακα κινδύνου που είναι οι μετοχές.

Υπάρχουν χιλιάδες μοντέλα προεξόφλησης στην πράξη αλλά κατ' ουσία διαφέρουν σε λίγα χαρακτηριστικά και θα προχωρήσουμε στην επόμενη κατηγοριοποίηση.

### 3.2.1. Βασικά μοντέλα προεξόφλησης

Αυτά τα οποία είναι και τα πιο συνηθισμένα προεξοφλούν τις ταμιακές ροές στο σύνολό τους και περιλαμβάνουν τα τρία βασικά μοντέλα προεξόφλησης :

1. Προεξόφληση Ελεύθερων Ταμιακών Ροών Καθαρής Θέσης ( Discounted Cash Flow To Equity)
2. Προεξόφληση Ελεύθερων Ταμιακών Ροών Επιχείρησης ( Discounted Cash Flow To Firm)
3. Προεξόφληση Ταμιακών Ροών Αναπροσαρμοσμένης Παρούσας Αξίας ( Adjusted Present Value)

Το πρώτο μοντέλο προεξόφλησης προσδιορίζει την αξία της καθαρής θέσης (equity) της εταιρίας , το δεύτερο μοντέλο την αξία όλης της εταιρίας, δηλ. πέρα από τα ίδια κεφάλαια τις αξιώσεις που φέρουν οι λοιποί χρηματοδότες της ( κάτοχοι εταιρικών ομολόγων, προνομιούχοι μέτοχοι κλπ) ενώ το τρίτο μοντέλο αξιολογεί την εταιρία ξεκινώντας από την λειτουργική της αξία προσθέτοντας την αξία του χρέους και λοιπών χρηματοδοτήσεων.

Ενώ και οι τρεις προεξοφλούν αναμενόμενες ταμιακές ροές , διαφέρουν τόσο όσο προς τις ροές όσο και ως προς το προεξοφλητικό επιτόκιο  $r$ .

### 3.2.2. Μοντέλα προεξόφλησης Υπερβάλλουσας ή Προστιθέμενης Αξίας(Residual Income or EVA)

Σε αυτό το μοντέλο προεξοφλούνται όχι οι αναμενόμενες ταμιακές ροές στο σύνολό τους αλλά αυτές που υπερβαίνουν την αναμενόμενη απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου , οπότε η αξία της επένδυσης υπολογίζεται προσθέτοντάς τις στο αρχικό κεφάλαιο.

### 3.3. Προεξόφληση Μερισμάτων (Dividend Discount model)

Οι μέτοχοι μιας επιχείρησης λαμβάνουν οικονομικές αποζημιώσεις με τη μορφή των μερισμάτων. Συνεπώς η αξία της κοινής μετοχής θα ισούται με την παρούσα αξία των μελλοντικών καταβληθέντων μερισμάτων, όπως φαίνεται και από τη εξίσωση (1) των ταμιακών ροών εάν θεωρήσουμε ως ταμιακές ροές του μετόχου τα μερίσματα που λαμβάνει.

Έτσι η εξίσωση της αξίας της μετοχής για το μοντέλο αυτό γίνεται:

$$\text{Value of Equity} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{Dt}{(1+r_e)^n} \quad (3.3.1)$$

Όπου  $D_t$  το μέρισμα της περιόδου  $t$  και  $r_e$  το προεξοφλητικό επιτόκιο του μερίσματος το οποίο στην περίπτωση αυτή ορίζεται ως το κόστος της καθαρής θέσης  $k_e$  (cost of equity).

### 3.3.1. Gordon Growth Model

Το μοντέλο των Gordon και Shapiro κάνει την παραδοχή ότι τα μερίσματα αναπτύσσονται με έναν σταθερό ρυθμό ανάπτυξης  $g$  στο διηνεκές το οποίο οδηγεί στους παρακάτω τύπους:

$$D_t = D_{t-1} (1+g) \quad (3.3.1.1)$$

και για οποιαδήποτε χρονική στιγμή  $t$  θα είναι:

$$D_t = D_0(1+g)^t \quad (3.3.1.2)$$

όπου  $D_0$  το μέρισμα την χρονική στιγμή  $t=0$ .

Αντικαθιστώντας όμως τις (3.3.1.1) και (3.3.1.2) στην (3.3.1) παρατηρούμε ότι το άθροισμα είναι μια γεωμετρική σειρά όπου ο κάθε όρος διαφέρει από τον προηγούμενο κατά μία σταθερά  $(1+g)/(1+r_e)$  οδηγώντας στην πολύ ενδιαφέρουσα εξίσωση αξίας:

$$\text{Value}_{\text{equity}} = \frac{D_0 (1+g)}{r-g} \quad \text{ή}$$

$$\text{Value}_{\text{equity}} = \frac{D_1}{r-g} \quad (3.3.1.3)$$

Που είναι ισοδύναμες γιατί  $D_1 = D_0(1+g)$ .

Απαραίτητη προϋπόθεση για να ισχύει η παραπάνω ισότητα είναι το κόστος κεφαλαίου  $r_e$  να είναι μεγαλύτερο από την ανάπτυξη  $g$ .

Η εξίσωση αυτή του Gordon Growth μοντέλου είναι από τις πιο διαδεδομένες στον χώρο της επενδυτικής ανάλυσης. Επειδή θεωρεί όμως ότι τα μελλοντικά μερίσματα εκτείνονται σε βάθος χρόνου παρομοίως πρέπει να προσδιορίζονται και το κόστος κεφαλαίου και ο ρυθμός ανάπτυξης. Επίσης επειδή είναι ευαίσθητο το μοντέλο στις τιμές εισόδου όταν δεν είμαστε πολύ σίγουροι καλό είναι να κάνουμε μια ανάλυση ευαισθησίας.

Όσο δυνατή είναι η παραπάνω εξίσωση στο να αποτυπώσει τις βασικές παραμέτρους της αξίας που είναι το προεξοφλητικό επιτόκιο που αποτυπώνει ουσιαστικά τον κίνδυνο της επιχείρησης και ο ρυθμός ανάπτυξης που αποτυπώνει τις προοπτικές της, η απλοποίηση στην παραδοχή ότι τα μερίσματα αναπτύσσονται με σταθερό ρυθμό στο διηνεκές οδήγησε σε μοντέλα πολλαπλών σταδίων ανάπτυξης.

Έτσι διακρίνουμε τις παρακάτω φάσεις ανάπτυξης της εταιρίας στις οποίες μπορούμε να προσαρμόσουμε την εξίσωση της αξίας:

**Φάση μεγάλης ανάπτυξης:** Σε αυτή την φάση η εταιρία δραστηριοποιείται σε ραγδαία αναπτυσσόμενες αγορές και έχει μεγάλα περιθώρια κέρδους και κέρδη ανά μετοχή. Επειδή βρίσκεται όμως σε επενδυτική φάση επίσης είναι δυνατόν να έχει αρνητικές ροές κεφαλαίου.

**Φάση μεταβατική:** Σε αυτή τη φάση ο ρυθμός ανάπτυξης των κερδών εξομαλύνεται καθώς ο ανταγωνισμός πιέζει τα περιθώρια κέρδους και αρχίζει να μειώνεται ο ρυθμός ανάπτυξης των πωλήσεων λόγω κορεσμού. Σε αυτή τη φάση ο ρυθμός ανάπτυξης έχει μια πτωτική τάση μέχρι να σταθεροποιηθεί κάποιο σταθερό ρυθμό. Οι επενδυτικές ανάγκες μειώνονται οπότε αρχίζουν οι θετικές ροές και η απόδοση μερισμάτων

**Φάση ωρίμανσης:** Στην ωρίμανση φτάνει σε μια κατάσταση ισορροπίας όπου η απόδοση των κεφαλαίων συγκλίνει στο κόστος κεφαλαίου και τα κέρδη και τα μερίσματα σταθεροποιούνται σε επίπεδα μακροπρόθεσμα.

Ενδεικτικά αναφέρουμε το μοντέλο με 2 στάδια ανάπτυξης όπου το 1<sup>ο</sup> στάδιο υψηλής ανάπτυξης για κάποια περίοδο ακολουθείται από ένα μακροπρόθεσμο στάδιο μικρότερης ανάπτυξης.

Τότε η εξίσωση της αξίας μετατρέπεται σε :

$$V_{\text{equity}} = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{V_n}{(1+r)^n} \quad (3.3.1.4)$$

Όπου  $V_n$  είναι η παρούσα αξία των μερισμάτων της 2<sup>ης</sup> φάσης .

Εάν ο ρυθμός ανάπτυξης των μερισμάτων της 1<sup>ης</sup> φάσης είναι  $g_s$  και της σταθερής μακράς περιόδου  $g_L$  τότε το  $V_n$  μπορεί να γραφτεί:

$$V_n = \frac{D_0 (1+g_s)^n (1+g_L)}{r-g_L} \quad (3.3.1.5)$$

Με παρόμοιο τρόπο , ακόμη και με την βοήθεια προγραμμάτων μπορούν να χρησιμοποιηθούν πολλαπλά στάδια ανάπτυξης που να ταιριάζουν στην φάση της κάθε εταιρίας.

Στην συνέχεια θα αναλύσουμε πώς υπολογίζουμε τις δύο σημαντικές παραμέτρους της εξίσωσης, που είναι το προεξοφλητικό επιτόκιο μετόχου  $r_e$  ή κόστος καθαρής θέσης  $k_e$  στην περίπτωση των ταμιακών ροών μετοχικού κεφαλαίου και τον ρυθμό ανάπτυξης  $g$ .

### 3.3.2. Κόστος Καθαρής Θέσης (Cost of Equity)

Για την εκτίμηση του κόστους της καθαρής θέσης βρίσκουμε πρώτα τον κίνδυνο που περικλείει η επένδυση και έπειτα υπολογίζουμε την απόδοση χρησιμοποιώντας ένα από τα μοντέλα που συσχετίζουν την απόδοση με τον κίνδυνο (CAPM, APT, Multi factor models). Όλα ορίζουν τον κίνδυνο σε όρους διακύμανσης πραγματικών αποδόσεων γύρω από τον αναμενόμενο μέσο.

**Θεωρία αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (Capital Asset Pricing Model):**



Ξεκινώντας από τις υποθέσεις ότι δεν υπάρχει κόστος συναλλαγής, κρυφή πληροφόρηση, ότι οι επενδυτές έχουν ομοιογενείς προσδοκίες για τον κίνδυνο και ότι όλοι οι τίτλοι είναι εμπορεύσιμοι και τέλεια διαιρετοί, καταλήγει στο συμπέρασμα ότι ο επενδυτής διακρατά ένα χαρτοφυλάκιο που περιλαμβάνει όλα τα διαπραγματεύσιμα χρεόγραφα της αγοράς ενώ ο κίνδυνος μετριέται με το συντελεστή βήτα (beta coefficient).

*Αναμενόμενη απόδοση = επιτόκιο χωρίς κίνδυνο +  $\beta$ \*(επιπλέον απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς)*

Επομένως το κόστος της καθαρής θέσης είναι συνάρτηση των τριών μεταβλητών: επιτόκιο χωρίς κίνδυνο (risk-free rate), βήτα και επιπλέον απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς (market premium).

### ***Θεωρία αντισταθμιστικής αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων (Arbitrage Pricing Theory)***

Βασισμένο στην υπόθεση ότι τα περιουσιακά στοιχεία πρέπει να είναι αποτιμημένα με τέτοιο τρόπο ώστε να αποκλείουν την χωρίς κίνδυνο κερδοσκοπία μέσω αντιστάθμισης κινδύνου (arbitrage), καταλήγει ότι ο κίνδυνος της αγοράς πηγάζει από πολλές πηγές με διαφορετικές αμοιβές κινδύνου  $R_i$  που ισορροπούν και ότι οι συντελεστές βήτα που αντιστοιχούν σε αυτές μετρούν την συνδιακύμανση της αναμενόμενης απόδοσης ως προς κάθε πηγή. Ο μαθηματικός τύπος έχει ως εξής:

*Αναμενόμενη απόδοση = Επιτόκιο Χωρίς Κίνδυνο  $R_{free} + \sum_{i=1}^N \beta_i * (\text{Αμοιβή Κινδύνου } R_i)$*

### ***Μοντέλο πολλαπλών συντελεστών (Multifactor model)***

Ακολουθώντας την ίδια λογική με την προηγούμενη θεωρία, το μοντέλο αυτό προσδιορίζει πολλαπλούς μακροοικονομικούς παράγοντες με διαφορετικά βήτα και αμοιβές κινδύνου. Το πιο διαδεδομένο και εύχρηστο είναι το CAPM αν και παρουσιάζει και κάποια μειονεκτήματα όπως το ότι υποεκτιμά τον κίνδυνο για χαμηλής κεφαλαιοποίησης εταιρείες

καθώς υπολογίζει το συντελεστή βήτα από παλινδρομήσεις χρησιμοποιώντας ιστορικά στοιχεία.

Σε αυτό το σημείο πρέπει να ορίσουμε τα τρία συστατικά του κόστους του κοινού μετοχικού κεφαλαίου σύμφωνα με το μοντέλο αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων: το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, το συντελεστή βήτα και την επιπλέον απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς.

Επιτόκιο χωρίς κίνδυνο(Risk Free Rate): Πρόκειται για την επένδυση της οποίας η απόδοση είναι γνωστή εκ των προτέρων με βεβαιότητα για δεδομένη χρονική περίοδο και δεν έχει ούτε κίνδυνο αδυναμίας εκπλήρωσης υποχρεώσεων ούτε αβεβαιότητα για τυχόν επανεπένδυση (π.χ. όχι τοκομερίδια). Βεβαίως, στην επιλογή του κατάλληλου επιτοκίου πρέπει να ληφθεί υπ' όψιν και η διάρκεια ζωής του υποκείμενου τίτλου και έτσι για παράδειγμα μία επένδυση διάρκειας 5 χρόνων θα έχει αντίστοιχο επιτόκιο άνευ κινδύνου το επιτόκιο ενός πενταετούς ομολόγου δημοσίου χωρίς τοκομερίδια (zero coupon government bond).

Αμοιβή κινδύνου ή Αναμενόμενη Απόδοση (premium) Το premium μετράει την επιπλέον απόδοση που ζητούν οι επενδυτές προκειμένου να μεταφέρουν τα χρήματά τους από μία άλλη ασφαλή επένδυση στη συγκεκριμένη. Ασφαλώς, αυτό επηρεάζεται και από την ψυχολογία του κάθε επενδυτή και την αντιμετώπισή του έναντι του κινδύνου(risk averse, risk lover, risk neutral) για αυτό και το premium είναι ο μέσος όρος των premium των επενδυτών της αγοράς σταθμισμένος με το ποσοστό του πλούτου που ο καθένας τοποθετεί στην εν λόγω αγορά.

Η εκτίμηση μπορεί να γίνει είτε χρησιμοποιώντας ιστορικά στοιχεία είτε παρατηρώντας την αγορά και καταγράφοντας πόσο αποτιμά τις επενδύσεις με κίνδυνο. Στη δεύτερη περίπτωση γίνεται η υπόθεση ότι η αγορά είναι αποτελεσματική και ότι χρησιμοποιείται όλη η διαθέσιμη πληροφόρηση ενώ χρησιμοποιεί τρέχουσες τιμές της αγοράς και όχι στοιχεία από προηγούμενα έτη.

Όταν όμως η ανάλυση γίνεται με ιστορικά στοιχεία τότε γίνεται η υπόθεση ότι η συμπεριφορά των επενδυτών απέναντι στον κίνδυνο και ο σχετικός κίνδυνος της επένδυσης δεν έχουν αλλάξει στο χρόνο. Επίσης, η εμπειρία έχει δείξει ότι το παρελθόν δεν αποτελεί πάντα αντανάκλαση του μέλλοντος. Ένα άλλο επίμαχο σημείο είναι το δίλημμα της χρήσης αριθμητικού ή γεωμετρικού μέσου. Όσον αφορά το υπόδειγμα CAPM επειδή ο

κίνδυνος μετρείται με τη διακύμανση γύρω από τον αριθμητικό μέσο ενδείκνυται και η χρήση αυτού.

Επιπλέον, στο risk premium θα μπορούσαμε να προσθέσουμε και το αντίστοιχο της εκάστοτε χώρας υπό εξέταση προκειμένου να συμπεριλάβουμε και τον κίνδυνο της χώρας ειδικά όταν πρόκειται για αναπτυσσόμενη.

Ο τύπος που χρησιμοποιείται είναι ο εξής:

$$\text{CountryRiskPremium} = \text{DefaultSpreadForCountry} * \frac{\sigma_{equity}}{\sigma_{government\ bond}}$$

όπου το κλάσμα  $\frac{\sigma_{equity}}{\sigma_{government\ bond}}$  είναι η τυπική απόκλιση της απόδοσης του γενικού δείκτη χρηματιστηρίου / τυπική απόκλιση της απόδοσης του κρατικού ομολόγου

Συντελεστής βήτα: Ο συντελεστής βήτα μετράει την ποσοστιαία συνδιακύμανση της απόδοσης της επένδυσης σε σχέση με την απόδοση της αγοράς και είναι ουσιαστικά ένα μέτρο του επιπλέον κινδύνου που εισάγει μία επένδυση ή μετοχή στο ιδεατό πλήρες χαρτοφυλάκιο της αγοράς. Επίσης χαρακτηρίζει τον κίνδυνο που δεν μπορεί να αντισταθμιστεί (δηλ. που δεν είναι μοναδικός για την επένδυση), δηλαδή τον κίνδυνο της αγοράς, και αποτελεί ένα μέτρο σχετικού ρίσκου της συγκεκριμένης επένδυσης σε σύγκριση με το σύνολο των επενδύσεων στη συγκεκριμένη αγορά.

Υπάρχουν δύο τρόποι υπολογισμού. Ο ένας είναι η ανάλυση παλινδρόμησης και ο άλλος υπολογίζοντας ένα βήτα για κάθε τμήμα της επιχείρησης.

1. Ανάλυση παλινδρόμησης: Η διαδικασία της εκτίμησης του συντελεστή βήτα για μία επένδυση είναι απλή παλινδρομώντας τις αποδόσεις της επένδυσης με αυτές του γενικού δείκτη τιμών για ένα εύλογο χρονικό διάστημα. Η μαθηματική μορφή της εξίσωσης της παλινδρόμησης είναι όπως παρακάτω:

$$R_j = a + b * R_M \quad \text{όπου}$$

$R_j$  : η απόδοση της επένδυσης j

$R_M$  : η απόδοση του γενικού δείκτη τιμών

b: η κλίση της γραμμής παλινδρόμησης που μετράει τον κίνδυνο της αγοράς

Ωστόσο, στην πράξη προκύπτουν κάποια προβλήματα σχετικά με τον υπολογισμό του συντελεστή βήτα:

Το πρώτο αναφέρεται ως προς το ποιος δείκτης είναι πιο κατάλληλος για τη σύγκριση της επένδυσης (για παράδειγμα στην Ελλάδα υπάρχουν οι δείκτες ΧΑΑ, ΧΠΑ, ΝΕΧΑ και για ορισμένες ο S&P ενώ στις ΗΠΑ οι δείκτες είναι περισσότεροι NASDAQ, S&P, Morgan Stanley, Wilshire 5000). Τα άλλα δύο σχετίζονται με τη διάρκεια της περιόδου που θα γίνει η εκτίμηση και με τις αποδόσεις εάν θα είναι μηνιαίες, ημερήσιες κτλ. Συνήθως, ενδείκνυται η επιλογή 50 παρατηρήσεων με προσοχή όμως σε ακραίες καταστάσεις που δεν είναι αντιπροσωπευτικές και θα πρέπει να εξαιρεθούν.

Επίσης, οι μη συνεχείς συναλλαγές σε ένα συγκεκριμένο αξιόγραφο μπορεί να οδηγήσει στην υποεκτίμηση των συντελεστών βήτα λόγω αδυναμίας υπολογισμού πραγματοποιούμενων αποδόσεων. Αυτό συμβαίνει με μικρές εταιρίες που έχουν μικρό όγκο συναλλαγών και μικρή διασπορά των μετοχών τους.

Τέλος ένα ακόμα πρόβλημα που προκύπτει είναι η διαχρονική σταθερότητα του συντελεστή βήτα, γιατί η επιχείρηση που εκδίδει τα αξιόγραφα ενδεχομένως να επεκταθεί σε νέες δραστηριότητες των οποίων οι αποδόσεις συνδιακυμαίνονται περισσότερο η λιγότερο με τις αποδόσεις του χαρτοφυλακίου της αγοράς από ότι οι προηγούμενες αποδόσεις της εταιρίας.

2. *Εκτίμηση βήτα με τη μέθοδο Bottom-up*: Ο συντελεστής βήτα μπορεί κάλλιστα να προσδιοριστεί από τρεις θεμελιώδεις μεταβλητές που είναι: ο τύπος της επιχείρησης και οι βαθμοί χρηματοοικονομικής και λειτουργικής μόχλευσης. Το πρώτο στοιχείο αναφέρεται με το κατά πόσο η επιχείρηση ακολουθεί τις κυκλικές διακυμάνσεις της οικονομίας κάτι το οποίο πρέπει να ληφθεί υπ' όψιν στον προσδιορισμό του βήτα ενώ ο τύπος που καθορίζει το βαθμό της λειτουργικής μόχλευσης είναι ο εξής:

$$\text{DegreeOfOperatingLeverage} = \% \text{ChangeInOperatingProfits} / \% \text{ChangeInSales}$$

Ακόμα, όσο αυξάνεται ο βαθμός της χρηματοοικονομικής μόχλευσης τόσο αυξάνεται και το βήτα όπως είναι λογικό. Εάν όλος ο κίνδυνος φέρεται από τους μετόχους και το χρέος έχει κάποιο όφελος τότε:

$$B_L = B_U ( 1 + (1-t)D/E)$$

όπου:

$B_L$  το βήτα με μόχλευση και

$B_U$  το βήτα χωρίς μόχλευση

$t$ : ο φόρος κερδών της επιχείρησης

$D/E$ : ο λόγος χρέους προς τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης

Ο υπολογισμός του βήτα  $B_U$  χωρίς μόχλευση γίνεται παίρνοντας το σταθμικό μέσο όρο όλων των αντίστοιχων βήτα των επιχειρήσεων του κλάδου με σταθμιστές τους λόγους των κερδών προς το σύνολο των κερδών του κλάδου.

### 3.3.3. Υπολογισμός του ρυθμού ανάπτυξης $g$

Δεύτερος καθοριστικός παράγοντας στον υπολογισμό της αξίας του κατά Gordon μαθηματικού τύπου της, είναι ο ρυθμός ανάπτυξης  $g$  των μερισμάτων που μπορεί να γενικευτεί και στις υπόλοιπες αναμενόμενες ταμιακές ροές του επενδυτή.

Μπορούμε να βρούμε το ρυθμό ανάπτυξης της κερδοφορίας μίας εταιρείας με πολλούς τρόπους:

- βασιζόμενοι σε *ιστορικούς ρυθμούς ανάπτυξης*,
- αξιοποιώντας τις *αναλύσεις ειδικών* οι οποίοι παρακολουθούν την εν λόγω εταιρεία ή τον κλάδο στον οποίο βρίσκεται η εταιρεία, ή
- στηριζόμενοι στα *θεμελιώδη χρηματοοικονομικά μεγέθη* της εταιρείας.

Από τη στιγμή που όλες αυτές οι προσεγγίσεις παρέχουν, κάποιο κομμάτι έστω, χρήσιμης και αξιόπιστης πληροφόρησης, άρα είναι σκόπιμο να δούμε συνθετικά τα όποια αποτελέσματα της κάθε προσέγγισης για να καταλήξουμε σε ένα ρυθμό ανάπτυξης της κερδοφορίας τον οποίο θα χρησιμοποιήσουμε κατά την αποτίμηση.

### ***Προβλέψεις βάσει των Ιστορικών ρυθμών ανάπτυξης***

Υπάρχει συσχέτιση ανάμεσα στους ρυθμούς αύξησης της κερδοφορίας που σημειώθηκαν κατά το παρελθόν (*ιστορικοί ρυθμοί ανάπτυξης*) και τους αναμενόμενους μελλοντικούς ρυθμούς αύξησης της κερδοφορίας, αν και ο βαθμός αξιοπιστίας αυτής της συσχέτισης υπόκειται σε αμφισβήτηση.

Μία μέθοδος λαμβάνει τον ιστορικό μέσο ρυθμό ανάπτυξης και τον θέτει ως τον προβλεπόμενο ρυθμό ανάπτυξης για το μέλλον. Εδώ ας σημειώσουμε ότι ο μέσος ρυθμός αύξησης των κερδών μπορεί να διαφέρει κατά πολύ ανάλογα εάν χρησιμοποιούμε αριθμητικούς μέσους ή γεωμετρικούς μέσους.

Ειδικότερα εάν τα κέρδη που έχουν σημειωθεί από περίοδο σε περίοδο έχουν μεγάλες αποκλίσεις, σε αυτήν την περίπτωση ο γεωμετρικός μέσος δίνει καλύτερα αποτελέσματα. Ο γεωμετρικός μέσος θα είναι μεγαλύτερος ή ίσος από τον αντίστοιχο αριθμητικό και η όποια διαφορά θα αυξάνεται όσο αυξάνεται η ανισοκατανομή των κερδών μέσα στο χρόνο.

Μία εναλλακτική μέθοδος για τον υπολογισμό του αριθμητικού μέσου είναι να πάρουμε σταθμισμένο αριθμητικό μέσο, δίνοντας τους βαρύτερους συντελεστές στάθμισης στις πλέον πρόσφατες παρατηρήσεις, στους πλέον πρόσφατους ρυθμούς αύξησης των κερδών.

Η περίοδος λήψης στοιχείων για να εξάγουμε το μέσο ρυθμό ανάπτυξης είναι βασικής σημασίας. Είναι δυνατόν ο μέσος ρυθμός αύξησης κερδών των τελευταίων πέντε ετών να διαφέρει σημαντικά από το μέσο ρυθμό ανάπτυξης των τελευταίων έξι ετών. Αν και η περίοδος λήψης στοιχείων εναπόκειται στην κρίση του αναλυτή, παρ' όλα αυτά η ευαισθησία των στοιχείων στη διάρκεια της περιόδου λήψης στοιχείων είναι λόγος για να σκεφθεί πολύ προσεκτικά ο αναλυτής τον τρόπο με τον οποίο θα σταθμίσει τις όποιες παρατηρήσεις.

Μια πιο εξελιγμένη μέθοδος πρόβλεψης είναι τα υποδείγματα που χρησιμοποιούν χρονοσειρές για να προβλέψουν τα μελλοντικά κέρδη μέσα από τα ίδια τα ιστορικά στοιχεία με την χρήση προηγμένων στατιστικών τεχνικών.

### *Χρησιμότητα ιστορικών ρυθμών ανάπτυξης*

Οι ιστορικοί ρυθμοί ανάπτυξης είναι χρήσιμοι στην πρόβλεψη των μελλοντικών ρυθμών ανάπτυξης, αλλά δεν αποτελούν πληροφόρηση ικανή από μόνη της να προβλέψει τους μελλοντικούς ρυθμούς ανάπτυξης. Σε μία μελέτη αναφορικά με τη συσχέτιση ιστορικών και μελλοντικών ρυθμών ανάπτυξης κερδών, ο Little (1960) διαπίστωσε ότι δεν υπάρχει ισχυρή συσχέτιση μεταξύ αύξησης κερδών σε μία περίοδο και στην επόμενη της περίοδο.

Διερευνώντας τις συσχετίσεις μεταξύ συναπτών περιόδων μεταβαλλόμενης διάρκειας συχνά διαπίστωσε αρνητικές συσχετίσεις ανάμεσα στις περιόδους και όταν μετέβαλε τη διάρκεια των εξεταζόμενων περιόδων προέκυπτε μέση συσχέτιση κοντά στο μηδέν (0,02).

Η χρησιμότητα του ιστορικού ρυθμού αύξησης των κερδών στην πρόβλεψη του μελλοντικού ρυθμού αύξησης των κερδών καθορίζεται από μία σειρά παραμέτρων, ανάμεσα στους οποίους σημαντικότερη είναι η μεταβλητότητα και η οποία μπορεί να μετρηθεί παίρνοντας την τυπική απόκλιση του ρυθμού αύξησης σε μια περίοδο ή από το στατιστική  $R^2$  της παλινδρόμησης στις χρονοσειρές.

### *Επίδραση των θεμελιωδών χρηματοοικονομικών στην ιστορικότητα*

Ο σημειούμενος ρυθμός αύξησης των κερδών είναι αποτέλεσμα των θεμελιωδών αποφάσεων της εταιρείας που αφορούν στο μείγμα περιουσιακών στοιχείων που υποστηρίζουν τις λειτουργίες της εταιρείας, αφορούν στην επιλογή των επί μέρους επιχειρηματικών πλάνων, αφορούν στην κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρείας, αφορούν στη μερισματική πολιτική.

Εάν η εταιρεία αλλάξει σε έναν ή περισσότερους από αυτούς τους παράγοντες, ο ιστορικός ρυθμός ανάπτυξης ίσως να μην είναι αξιόπιστος δείκτης του μελλοντικού ρυθμού ανάπτυξης. Για παράδειγμα, η αναδόμηση (restructuring) μίας εταιρείας συχνότατα μεταβάλλει τη σύνθεση και του ενεργητικού και του παθητικού και τοιουτοτρόπως καθιστά τον ιστορικό ρυθμό αύξησης των κερδών ασήμαντο.

Ο ιστορικός ρυθμός αύξησης των κερδών μίας επιχείρησης είναι επίσης ασήμαντος όταν η επιχείρηση μεταβάλλεται **λόγω των δυνάμεων της αγοράς ή λόγω αλλαγών στην κυβερνητική πολιτική**. Αυτές οι μεταβολές δύνανται να επιφέρουν αύξηση ή μείωση των κερδών για το σύνολο των επιχειρήσεων ενός συγκεκριμένου κλάδου της οικονομίας και χρειάζεται να λαμβάνονται σοβαρά υπ' όψιν κατά τη διαδικασία των προβλέψεων.

### *Προβλέψεις αναλυτών*

Πολύ λίγες επιχειρήσεις αποτιμώνται απομονωμένα. Στις περισσότερες περιπτώσεις, ένας αναλυτής έχει πρόσβαση στις αναλύσεις και άλλων αναλυτών για την αύξηση των κερδών και για τις αναμενόμενες ταμειακές ροές της αυτής εταιρείας. Είναι σκόπιμο να εξετάσουμε εάν οι εκτιμήσεις άλλων αναλυτών προσθέτουν αξία στην ανάλυσή μας εάν τις ενσωματώσουμε σε αυτήν και βεβαίως σε μία τέτοια περίπτωση με ποιο τρόπο μπορεί να γίνει αυτό.

Ένας πολύ σημαντικός λόγος για τον οποίο είναι χρήσιμες οι εκτιμήσεις και άλλων αναλυτών είναι ότι οι αναλυτές δύνανται να συνεκτιμήσουν και να συμπεριλάβουν στις αναλύσεις τους και άλλες πηγές πληροφόρησης πέρα από τα ιστορικά στοιχεία για την αύξηση των κερδών και πέρα από τα υποδείγματα αποτίμησης

*1. Πληροφόρηση για την αποτιμώμενη εταιρεία η οποία δημοσιεύθηκε μετά τη δημοσίευση των εταιρικών αποτελεσμάτων.* Οι αναλυτές μπορούν να χρησιμοποιήσουν τέτοια συμπληρωματική πληροφόρηση για να προχωρήσουν σε προβλέψεις για τη μελλοντική ανάπτυξη. Αυτή η πληροφόρηση ενίοτε οδηγεί σε σημαντική επανεκτίμηση των αναμενόμενων ταμειακών ροών της αποτιμώμενης επιχείρησης.

*2. Πληροφόρηση επί των μακροοικονομικών η οποία δυνητικά επηρεάζει τη μελλοντική ανάπτυξη.* Οι αναμενόμενοι ρυθμοί ανάπτυξης για μία εταιρεία ενδεχομένως επηρεάζονται από ειδήσεις για μεταβολές στο Ακαθάριστο Εθνικό Προϊόν, στα επιτόκια, στον πληθωρισμό. Επίσης, οι αναλυτές δύνανται να αναθεωρήσουν την αποτίμησή τους για μία συγκεκριμένη εταιρεία ορμώμενοι από μεταβολές στη νομισματική και φορολογική πολιτική της κυβέρνησης. Επί παραδείγματι, πληροφόρηση που δείχνει την οικονομία να μεγαθύνεται με ρυθμούς μεγαλύτερους από τους αναμενόμενους θα οδηγήσει τους αναλυτές να αναθεωρήσουν προς τα επάνω τις προβλέψεις τους για εταιρείες που επηρεάζονται έντονα από τις διακυμάνσεις των μακροοικονομικών κύκλων.

*3. Πληροφόρηση η οποία αφορά στους ανταγωνιστές.* Οι εκτιμήσεις των αναλυτών εξαρτώνται επίσης από πληροφόρηση η οποία αφορά στην τιμολογιακή πολιτική και τη μελλοντική ανάπτυξη.

*4. Ιδιωτική πληροφόρηση* Πολλές φορές οι αναλυτές έχουν πρόσβαση σε ιδιωτική πληροφόρηση για τις εταιρείες τις οποίες αποτιμούν, πληροφόρηση η οποία δυνητικά επηρεάζει τις εκτιμήσεις για μελλοντική ανάπτυξη. Εδώ προκύπτει το ερώτημα κατά πόσο αυτού του είδους η πληροφόρηση είναι νόμιμη ή όχι. Ωστόσο, δεν υπάρχει αμφιβολία ότι



η επίκαιρη και ουσιαστική ιδιωτική πληροφόρηση επιτρέπει σημαντικά μεγαλύτερη ακρίβεια στις εκτιμήσεις για μελλοντική ανάπτυξη των προς αποτίμηση εταιρειών.

5. *Δημόσια πληροφόρηση πέραν της πληροφόρησης για τα κέρδη.* Υποδείγματα για την πρόβλεψη των κερδών τα οποία εδράζονται αποκλειστικά σε ιστορικά στοιχεία για τα κέρδη ίσως να αγνοούν παραμέτρους οι οποίες επηρεάζουν τα μελλοντικά κέρδη και για τις οποίες υπάρχει δημόσια πληροφόρηση. Το ποσοστό παρακράτησης κερδών, τα περιθώρια κέρδους, η κυκλοφοριακή ταχύτητα των στοιχείων του ενεργητικού είναι τέτοιες παράμετροι.

### **Προβλέψεις βάσει θεμελιωδών μεγεθών της εταιρίας**

Ο ρυθμός μεγέθυνσης των κερδών επηρεάζεται από θεμελιώδεις αποφάσεις οι οποίες λαμβάνονται εντός της εταιρείας και αφορούν στις γραμμές προϊόντων, στα περιθώρια κέρδους, στη χρηματοοικονομική μόχλευση, στη μερισματική πολιτική.

Σε χρηματοοικονομικούς όρους ο ρυθμός ανάπτυξης είναι συνάρτηση του πόσα η εταιρία κερδίζει (καθαρά έσοδα – earnings- net income) και του πόσο επανεπενδύει (reinvestment ratio).

Εάν θεωρήσουμε:

$b = \text{Retention Ratio (βαθμός διακράτησης κερδών)} = 1 - \text{payout ratio (μερισματική απόδοση)}$

$\text{ROE (Return On Equity – Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων)} = \text{NI (Net Income-Καθαρά Έσοδα)} / \text{BVE (Book Value of Equity- Λογιστική Αξία Ιδίων Κεφαλαίων)}$

Τότε ο ρυθμός ανάπτυξης  $g$  είναι:

$$g = b * \text{ROE} \quad (1) \quad , \text{ με } \text{ROE} \text{ σταθερό (φάση ωρίμανσης- κλάδου)}$$

$$g = \text{ROE}_{t+1} * b + (\text{ROE}_{t+1} - \text{ROE}_t) / \text{ROE}_t \quad (2) \quad , \text{ με } \text{ROE} = \text{μη σταθερό (φάση μετάβασης)}$$

Βλέπουμε δηλ. ότι η ανάπτυξη καθορίζεται άμεσα από την απόδοση των κεφαλαίων ή την αύξησή της καθώς και από τον βαθμό επανεπένδυσης, που στην περίπτωση των μερισμάτων είναι το υπόλοιπο των καθαρών εσόδων μετά την απόδοση μερισμάτων.

Επεκτείνοντας την εξίσωση (1) χρησιμοποιώντας την φόρμουλα του DuPont συνδέουμε την ανάπτυξη  $g$  με άλλους θεμελιώδεις δείκτες:

$$g = b * \frac{Net\ Income}{Sales} * \frac{Sales}{Assets} * \frac{Assets}{Equity}$$

ή

$$g = b * (Net\ Profit\ Margin) * (Asset\ Turnover) * (Leverage)$$

όπου

Net Profit Margin = Καθαρό Περιθώριο Κέρδους (δείκτης αποδοτικότητας)

Asset Turnover= Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού (δείκτης αποτελεσματικότητας, με δείκτη 1 να υποδηλώνει ότι 1 ευρώ πωλήσεων παράγεται από 1 ευρώ επένδυσης) και

Leverage = χρηματοοικονομική μόχλευση (λόγος ιδίων /ξένα κεφάλαια ή συνολικά κεφάλαια/ίδια κεφάλαια)

*Συμπεράσματα βάσει των θεμελιωδών:*

Ο ρυθμός ανάπτυξης εξαρτάται τόσο από το καθαρό περιθώριο κέρδους όσο και από την ταχύτητα του ενεργητικού και την μόχλευση κεφαλαίων.

Θα μπορούσε να θεωρήσει κάποιος ότι αυξάνοντας και τα τρία αυτά μεγέθη πετυχαίνουμε αύξηση της ανάπτυξης. Πρέπει να παρατηρήσει όμως ότι υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ περιθωρίου κέρδους και ταχύτητας ενεργητικού που συναρτάται βέβαια και από την ελαστικότητα ζήτησης του προϊόντος. Αυξάνοντας το περιθώριο κέρδους κυρίως μέσω αύξησης τιμών μειώνεται η ζήτηση σε ελαστικά προϊόντα άρα και οι πωλήσεις και η ταχύτητα του ενεργητικού.

Ένα άλλο σημείο το οποίο χρήζει προσοχής είναι ότι μία εταιρεία με γραμμή προϊόντων τα οποία βρίσκονται προς το τέλος του κύκλου ζωής τους μπορεί να δείχνει υγιής σε όρους ιστορικών ρυθμών ανάπτυξης και τρέχουσας κερδοφορίας, αλλά ίσως να μην μπορέσει να διατηρήσει αυτούς τους ρυθμούς ανάπτυξης και στο μέλλον, και αυτό εξαρτάται από την λειτουργική της μόχλευση. Η κλασική ανάλυση του κύκλου ζωής των προϊόντων υπαγορεύει ότι καθώς τα προϊόντα διαβαίνουν διαφορετικές φάσεις του κύκλου ζωής τους, από την υψηλή ανάπτυξη έως την παρακμή, τα περιθώρια κέρδους διαφέρουν σημαντικά από φάση σε φάση.

### **Συμπεράσματα και από τους 3 τρόπους**

Εν κατακλείδει, δεν υπάρχει λόγος να χρησιμοποιήσουμε για την εκτίμηση που θέλουμε να κάνουμε μόνο μία από τις προαναφερθείσες προσεγγίσεις. Κάθε προσέγγιση παρέχει μία πρόβλεψη και ενέχει αξιόλογη πληροφόρηση. Ένας σταθμισμένος μέσος των ρυθμών ανάπτυξης που προκύπτουν από τις διαφορετικές προσεγγίσεις, με τους συντελεστές στάθμισης να εξαρτώνται από την αξία της πληροφόρησης που ενέχει η κάθε μέθοδος, ίσως να έδινε τη βέλτιστη εκτίμηση για τον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης των κερδών.

### **3.4. Προεξόφληση Ελεύθερων Ταμιακών Ροών Στον Μέτοχο (Discounted Free Cash Flow To Equity)**

Το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων βασίζεται στην υπόθεση ότι οι μοναδικές ταμιακές ροές τις οποίες απολαμβάνουν οι μέτοχοι είναι τα μερίσματα. Στο υπόδειγμα ελεύθερων ταμιακών ροών στο μέτοχο θα ορίσουμε τις ταμιακές ροές στο μέτοχο ως τις ταμιακές ροές που απομένουν μετά από την εξυπηρέτηση όλων των χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων (περιλαμβανομένων των πληρωμών δανείων), μετά από την κάλυψη όλων των επενδυτικών δραστηριοτήτων της επιχείρησης και μετά την κάλυψη των αναγκών σε απασχολούμενο κεφάλαιο.

Οι καθαρές ταμιακές ροές στο μέτοχο είναι οι υπολειμματικές ταμιακές ροές που απομένουν μετά την πληρωμή τόκων και τις πληρωμές προς τα αρχικά κεφάλαια της επιχείρησης (ίδια και ξένα) και μετά την εξυπηρέτηση των λειτουργικών και επενδυτικών δραστηριοτήτων της επιχείρησης με τέτοιο τρόπο ώστε να συντηρούνται επαρκώς τα υφιστάμενα στοιχεία ενεργητικού της επιχείρησης και να επιτρέπεται η αγορά νέων στοιχείων ενεργητικού, στοιχείων απαραίτητων για μελλοντική ανάπτυξη.

Στην συγκεκριμένη περίπτωση οι ελεύθερες ταμιακές ροές στον μέτοχο ορίζονται ως:

$$FCFE = NI - \text{NetCapEx} + \text{New Debt},$$

Όπου ,

FCFE = Free Cash Flow to Equity (Ελεύθερες Ταμιακές Ροές στον Μέτοχο)

NI = Net Income (Καθαρά Έσοδα)

NetCapEx = Net Capital Expenditures (Καθαρά Επενδυτικά Έξοδα)

New Debt = Έκδοση Νέου Δανείου

Τα καθαρά Επενδυτικά Έξοδα ορίζονται ως τις νέες επενδύσεις παγίων μείον τις αποσβέσεις συν τις επενδύσεις τρέχοντος ενεργητικού. Δηλ.

$$\text{NetCapEx} = \text{CI} - \text{Depreciation\&Amortization} + \text{WCI}$$

Όπου:

CI = Capital Investments (Επενδύσεις παγίου ενεργητικού+Εξαγορές)

Depreciation&Amortization = Αποσβέσεις παγίων και αύλων στοιχείων ενεργητικού και

WCI = WorkingCapital Investments (Επενδύσεις κυκλοφορούντος ενεργητικού)

### Παρούσα Αξία

Με την ίδια λογική που προσαρμόσαμε τον τύπο της παρούσας αξίας μερισμάτων χρησιμοποιώντας τον κατά Gordon ρυθμό ανάπτυξης  $g$  μπορούμε να συνάγουμε τον τύπο της παρούσας αξίας για τις ελεύθερες ταμιακές ροές στον μέτοχο:

$$\text{Value}_{\text{equity}} = \frac{FCFE}{r-g}$$

Όπου ,

FCFE = οι ελεύθερες ταμιακές ροές της επόμενης περιόδου

$r$  = προεξοφλητικό επιτόκιο ιδίων κεφαλαίων ή κόστος κεφαλαίου ( παραμένει ίδιο όπως στα μερίσματα)

$g$  = ο ρυθμός ανάπτυξης των ελεύθερων ταμιακών ροών.

Ισχύουν οι ίδιες συνθήκες ως προς τον ρυθμό ανάπτυξης όπως παρουσιάσαμε στο μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων , δηλ. θεωρούμε έναν σταθερό ρυθμό ανάπτυξης στο διηνεκές, ο οποίος μακροπρόθεσμα δεν μπορεί να υπερβαίνει τον ρυθμό ανάπτυξης του ΑΕΠ.

Η υπόθεση ότι η επιχείρηση διανύει φάση σταθερότητας σημαίνει ότι πρέπει να διακρίνεται από ορισμένα χαρακτηριστικά. Οι καθαρές επενδύσεις δεν πρέπει να είναι, εν σχέση με τις αποσβέσεις, δυσανάλογα μεγάλες. Για να προβούμε σε ασφαλείς αποτιμήσεις με το υπόδειγμα καθαρών ταμιακών ροών στο μέτοχο, σταθερής ανάπτυξης, είναι προτιμότερο δε οι καθαρές επενδύσεις να είναι μικρότερες από τις αποσβέσεις. Πρέπει επίσης η επιχείρηση να διακρίνεται από μέτριο κίνδυνο. Αυτό σημαίνει ότι, εάν χρησιμοποιείται το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων, ο συντελεστής  $\beta$  της επιχείρησης δεν πρέπει να είναι σημαντικά διαφορετικός από τη μονάδα.

### *Ανάπτυξη δύο φάσεων*

Επίσης κατά παρόμοιο τρόπο που αναπτύξαμε μοντέλα ανάπτυξης με πολλαπλά στάδια μπορούμε να το πράξουμε και στις ελεύθερες ταμιακές ροές. Έτσι η εξίσωση για το μοντέλο των 2 φάσεων μπορεί να γραφτεί κατά αναλογία:

$$V_{\text{equity}} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1+r)^t} + \frac{V_n}{(1+r)^n}$$

Όπου  $V_n$  είναι η παρούσα αξία των ταμιακών ροών της 2<sup>ης</sup> φάσης .

Εάν ο ρυθμός ανάπτυξης των ταμιακών ροών της 1<sup>ης</sup> φάσης είναι  $g_s$  και της σταθερής μακράς περιόδου  $g_L$  τότε το  $V_n$  μπορεί να γραφτεί:

$$V_n = \frac{FCFE_{n+1}}{r - g_L}$$

### 3.5. Προεξόφληση Ελεύθερων Ταμιακών Ροών Στην Εταιρία (Discounted Free Cash Flow To Firm)

Ως ελεύθερες ταμιακές ροές μιας επιχείρησης ορίζονται συνήθως οι καθαρές λειτουργικές ταμιακές ροές μείον τις καθαρές επενδυτικές ροές και τις καταβολές για την εξυπηρέτηση των φορολογικών της υποχρεώσεων. Με πιο απλά λόγια θα μπορούσαμε να πούμε ότι οι ελεύθερες ταμιακές ροές είναι τα χρήματα που απομένουν στην εταιρεία μετά την κάλυψη των λειτουργικών της αναγκών και των επενδυτικών αναγκών της. Η ύπαρξη ελεύθερων ταμιακών ροών παρέχει τη δυνατότητα στην επιχείρηση να καταβάλει μερίσματα και να αξιοποιήσει τις επενδυτικές ευκαιρίες εκείνες οι οποίες βελτιώνουν την απόδοση της επιχείρησης και αυξάνουν την αξία για τους μετόχους της.

Στον αντίποδα, η ύπαρξη αρνητικών ελεύθερων ταμιακών ροών οδηγεί σε αύξηση του δανεισμού ή αύξηση της καθαρής θέσης. Για τον προσδιορισμό των ελεύθερων ταμιακών ροών θα πρέπει να εξαιρεθεί από τους υπολογισμούς η χρηματοδότηση των λειτουργιών της επιχείρησης από δανειακά κεφάλαια και το ενδιαφέρον να επικεντρωθεί στην απόδοση μετά φόρων επί των παγίων στοιχείων της εταιρείας ως δρώντος οργανισμού, λαμβάνοντας υπόψη τις επενδύσεις που απαιτούνται σε κάθε περίοδο ώστε να εξασφαλιστεί η συνέχιση της λειτουργίας της.

Με βάση τα παραπάνω, για τον υπολογισμό του FCFF (Free Cash Flow to Firm) έχουμε:

$$\text{FCFF} = \text{EBIT} (1-T) - \text{NetCapex}$$

Όπου

EBIT (Earning Before Interest and Taxes) : Έσοδα Προ Τόκων και Φόρων

T (Tax rate) : Φορολογικός Συντελεστής

Και

NetCapEx: είναι όπως είδαμε στις ταμιακές ροές προς τον μέτοχο και εκφράζει τα καθαρά επενδυτικά έξοδα

Εάν υποθεθεί ότι η χρηματοδότηση μιας επιχείρησης γίνεται αποκλειστικά με ίδια κεφάλαια, τότε οι ελεύθερες ταμιακές ροές θα ισούται με τις ταμιακές ροές προς την

καθαρή θέση (cash flow to equity), οι οποίες αποτελούν μια άλλη μεταβλητή που λαμβάνεται υπόψη στις αποτιμήσεις.

Αυτές οι ταμιακές ροές αντικατοπτρίζουν τα ταμιακά διαθέσιμα που απομένουν μετά την κάλυψη όλων των επενδυτικών αναγκών και των δανειακών υποχρεώσεων της εταιρείας, τα οποία μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την καταβολή των μερισμάτων. Σύμφωνα με την άποψη πολλών αναλυτών, η επιλογή προεξόφλησης ελεύθερων ταμιακών ροών ή ταμιακών ροών καθαρής θέσης σχετίζεται αποκλειστικά με το αν σκοπός της αποτίμησης είναι η εκτίμηση της αξίας της καθαρής θέσης ή της εταιρείας ως σύνολο. Όπως έχει αποδειχτεί, αν χρησιμοποιηθούν προσεκτικά και τηρηθούν όλες οι προϋποθέσεις για την εξασφάλιση της αξιοπιστίας του αποτελέσματος και οι δύο μέθοδοι καταλήγουν τελικά στην ίδια εκτιμώμενη αξία.

Ωστόσο, κάτι που πρέπει να επισημανθεί είναι ότι η προεξόφληση των ταμιακών ροών καθαρής θέσης παρέχει ελάχιστη πληροφόρηση ως προς τις πηγές δημιουργίας αξίας. Επιπρόσθετα, επειδή στον προσδιορισμό των ταμιακών ροών καθαρής θέσης υπεισέρχονται οι πληρωμές δανειακών υποχρεώσεων, ο υπολογισμός γίνεται εξαιρετικά δυσχερής στις περιπτώσεις όπου σημειώνονται μεταβολές στην οικονομική μόχλευση της εταιρείας κατά την πάροδο των χρόνων. Σε αντιδιαστολή, οι ελεύθερες ταμιακές ροές δεν επηρεάζονται από τα εκάστοτε επίπεδα δανεισμού της επιχείρησης, αφού από τους υπολογισμούς εξαιρούνται οι τόκοι, και για το λόγο αυτό προτιμούνται από τους εκτιμητές.

Σε κάθε περίπτωση πάντως, οι προβλέψεις σχετικά με τις ταμιακές ροές θα πρέπει να είναι συνεπείς με την στρατηγική που ακολουθεί η επιχείρηση, την τάση του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται και τα μακροοικονομικά στοιχεία της οικονομίας.

### Παρούσα Αξία

Με την ίδια λογική που προσαρμόσαμε τον τύπο της παρούσας αξίας ταμιακών ροών στον μέτοχο χρησιμοποιώντας τον κατά Gordon ρυθμό ανάπτυξης  $g$  μπορούμε να συνάγουμε τον τύπο της παρούσας αξίας για τις ελεύθερες ταμιακές ροές στην εταιρία:

$$\text{Value}_{\text{firm}} = \frac{FCFF}{WACC - g}$$

Όπου ,

FCFF = οι ελεύθερες ταμιακές ροές της επόμενης περιόδου

WACC (Weighted Average Cost of Capital) = προεξοφλητικό επιτόκιο συνόλου κεφαλαίων χρηματοδότησης ή μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου

$g$  = ο σταθερός ρυθμός ανάπτυξης των ελεύθερων ταμιακών ροών στο διηνεκές

Όπως παρατηρούμε χρησιμοποιούμε τις προσδοκώμενες ταμιακές ροές στην εταιρία και τις προεξοφλούμε πλέον με το προεξοφλητικό επιτόκιο του συνόλου των κεφαλαίων που είναι το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου.

### 3.5.1. Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC)

Για την προεξόφληση των συνολικών ταμιακών ροών της επιχείρησης θα χρησιμοποιηθεί το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (ΜΣΚΚ). Αντιπροσωπεύει την αναμενόμενη απόδοση από όλες τις ομάδες συμφερόντων της εταιρίας και αντανακλά ταυτόχρονα το συνολικό κίνδυνο που αντιμετωπίζει. Το ΜΣΚΚ αποτελείται από το

- Κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου (*cost of equity*),
- Κόστος των ξένων κεφαλαίων (*cost of debt*) και
- Κόστος των υβριδικών χρεογράφων (*cost of hybrid securities*)

(π.χ. προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο, μετατρέψιμα ομόλογα ) τα οποία έχουν στοιχεία τόσο δανεισμού, αφού προηγείται η ικανοποίηση των απαιτήσεών τους από την ικανοποίηση των μετόχων σε περίπτωση λύσης της εταιρίας, όσο και ιδίων κεφαλαίων αφού οι κατέχοντες τέτοιων τίτλων έχουν δικαίωμα συμμετοχής στη διοίκηση της εταιρίας.

Το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου το αναλύσαμε στις ταμιακές ροές στον μέτοχο.

#### **Κόστος των ξένων κεφαλαίων (*cost of debt*)**



Όπως είναι φυσικό τα ίδια κεφάλαια μιας επιχείρησης δεν αποτελούν την μοναδική πηγή χρηματοδότησής της αλλά χρησιμοποιεί και ξένα κεφάλαια το κόστος των οποίων προσδιορίζεται από τους παρακάτω παράγοντες:

1. Το τρέχον επίπεδο των επιτοκίων δανεισμού
2. Ο κίνδυνος αδυναμίας εκπλήρωσης των υποχρεώσεων της εταιρίας (default risk)
3. Τα φορολογικά οφέλη που προκύπτουν από την αφαίρεση των χρεωστικών τόκων από το φορολογητέο εισόδημα αφού  $DebtAfterTax = DebtBeforeTax * (1 - TaxRate)$ .

Επομένως για να υπολογίσουμε το κόστος των ξένων κεφαλαίων αρκεί να βρούμε πώς υπολογίζονται οι παραπάνω μεταβλητές. Όσον αφορά τα επιτόκια αγοράς αυτά είναι διαθέσιμα από τον τύπο και από μηνιαία δελτία που διανέμουν οι τράπεζες. Το default risk όμως της εταιρίας δεν είναι τόσο εύκολα μετρήσιμο και εμφανές. Ένας τρόπος είναι να παρατηρηθούν προηγούμενα δάνεια που έχει λάβει η εταιρία και να χρεωθεί το ίδιο ή παραπλήσιο default risk σύμφωνα με την ανάλυση των τραπεζών που έκαναν τη χορήγηση.

Ένας δεύτερος τρόπος είναι η εύρεση του λόγου κάλυψης των τόκων από τα λειτουργικά έσοδα ( $AverageOperatingIncome/InterestExpenses$ ) και σύμφωνα με αυτόν βρίσκουμε το κατάλληλο default risk από κατατάξεις που υπάρχουν (π.χ. Compustat). Από τη στιγμή που υπολογίσουμε το δείκτη κάλυψης των τόκων, βρίσκουμε τον αντίστοιχο δείκτη αξιολόγησης (AAA, BB κτλ.) από διεθνείς επενδυτικούς οίκους (π.χ. Moody's, S&Ps) και το default spread που αποδίδεται και προσθέτοντας σε αυτό το risk free rate υπολογίζουμε το κόστος των κεφαλαίων με το οποίο δανείζεται η επιχείρηση από τους πιστωτές της.

### **Κόστος Υβριδικών Χρεωγράφων (cost of hybrid securities)**

Αρκετές επιχειρήσεις χρησιμοποιούν και κάποιους άλλους τρόπους χρηματοδότησης οι οποίοι έχουν χαρακτηριστικά τόσο ιδίων όσο και ξένων κεφαλαίων. Πρόκειται για τα λεγόμενα υβριδικά χρεόγραφα όπως είναι το προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο και οι μετατρέψιμες ομολογίες. Το κόστος του πρώτου υπολογίζεται ως εξής:

$$K_{\text{πκ}} = \frac{\text{Preferred Dividend}}{\text{Current Price Preferred Stock Per Share}}$$

Το μέρισμα των προνομιούχων μετοχών διανέμεται με προτεραιότητα από αυτό των κοινών μετοχών αλλά συγκριτικά με τους τόκους χρεωστικούς υστερεί καθώς οι τόκοι αποδίδονται πρώτα από όλα. Από την άλλη μεριά το κόστος των μετατρέψιμων ομολογιών είναι λίγο πιο πολύπλοκο να υπολογιστεί και για αυτό χρησιμοποιούνται μοντέλα αποτίμησης χρηματοοικονομικών δικαιωμάτων αφού άλλωστε η λειτουργία του μοιάζει αρκετά με αυτή ενός δικαιώματος του χρηματιστηρίου παραγώγων (Wildberger, Georgeson, 2001).

Έχοντας αναλύσει το κόστος κεφαλαίου ιδίων και ξένων καθώς και το κόστος των υβριδικών χρεογράφων είμαστε τώρα σε θέση με αντικατάσταση στον παρακάτω τύπο να βρούμε το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου χρησιμοποιώντας ως σταθμιστές τις τρέχουσες τιμές του χρέους και του μετοχικού κεφαλαίου ως προς το σύνολό τους αντίστοιχα. Η τρέχουσα αξία του μετοχικού κεφαλαίου ισούται με τον αριθμό των μετοχών επί την τρέχουσα τιμή τους ενώ εάν υπάρχουν και άλλες υποχρεώσεις όπως management options και warrants θα πρέπει και αυτά να αποτιμηθούν και να προστεθούν. Αντίθετα, η τρέχουσα αξία του εξωτερικού χρέους της επιχείρησης μπορεί να υπολογιστεί σαν να ήταν ομόλογο χρησιμοποιώντας τα έξοδα των τόκων ως τοκομερίδια, το κόστος χρέους ως επιτόκιο και όλο αυτό ως ποσοστό του χρέους που ήδη έχουμε προηγουμένως υπολογίσει.

Οπότε ο τύπος του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου είναι:

$$WACC = k_e \frac{E}{D+E+PS} + k_d \frac{D}{D+E+PS} + k_{ps} \frac{PS}{D+E+PS}$$

Όπου

WACC : Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου

$k_e$  : Κόστος ιδίων κεφαλαίων

$k_d$  : Κόστος ξένων κεφαλαίων

$k_{ps}$  : Κόστος προνομιούχου κεφαλαίου

E, D, PS : Τρέχουσα τιμή ιδίων, ξένων κεφαλαίων και προνομιούχου κεφαλαίου.

### 3.6. Προεξόφληση Ταμιακών Ροών Αναπροσαρμοσμένης Παρούσας Αξίας ( Adjusted Present Value)

Σύμφωνα με τη μέθοδο της Αναπροσαρμοσμένης Παρούσας Αξίας η εκτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης ξεκινά από τον προσδιορισμό της αξίας των λειτουργικών της ταμιακών ροών μετά φόρων προσθέτοντας στη συνέχεια την επίδραση του δανεισμού και των υπολοίπων απαιτήσεων στην εκτιμώμενη αξία. Γίνεται κατανοητό ότι το μοντέλο APV αποτιμά την εταιρεία προσθέτοντας δύο αξίες : από την μια πλευρά την εκτιμώμενη αξία της επιχείρησης με βάση την υπόθεση ότι η χρηματοδότησή της στηρίζεται αποκλειστικά σε ίδια κεφάλαια και από την άλλη την αξία της φορολογικής ωφέλειας που προκύπτει από την χρηματοδότηση με δανειακά κεφάλαια.

Σύμφωνα με αυτή την βάση προκύπτει ότι η αξία της εταιρίας (value of levered firm)

Value of Levered Firm = Value of Unlevered Firm + PV of tax benefits – PV of expected bankruptcy costs (1)

Είναι όμως :

$$\text{Value of Unlevered Firm} = \frac{FCFF_0 (1+g)}{k_u - g} \quad (1.1)$$

όπου

FCFF0 : οι λειτουργικές ροές μετά φόρων

$K_u$  : το κόστος μετοχικού κεφαλαίου με μη μοχλευμένο βήτα  $\beta_{unlevered} = \frac{\beta_{current}}{1+(1-T)D/E}$

Η φορολογική ωφέλεια του δανεισμού για μια επιχείρηση προέρχεται από το γεγονός ότι η απασχόληση δανειακών κεφαλαίων έχει ως αποτέλεσμα την καταβολή χαμηλότερου φόρου ετησίως, εξαιτίας των τόκων που αφαιρούνται από το φορολογητέο της εισόδημα στο τέλος κάθε οικονομικής χρήσης.

Άρα

$$\text{PV of tax benefits} = \text{TaxRate} * \text{Debt} \quad (1.2)$$

Και τέλος υπολογίζουμε την παρούσα αξία των εξόδων χρεωκοπίας που πιθανότατα να προκύψει από την ύπαρξη δανεισμού. Τα έξοδα αυτά είναι άμεσα και έμμεσα με την δεύτερη να κατέχει το μεγαλύτερο ποσοστό (περίπου από εμπειρικές μελέτες αναλογεί στο 20-30% της αξίας της εταιρίας).

$$\text{PV of expected bankruptcy costs} = p_b * \text{PV of bankruptcy costs} \quad (1.3)$$

Η πιθανότητα χρεωκοπίας  $p_b$  μπορεί να υπολογιστεί με διάφορους τρόπους, όπως η διαβάθμιση του χρέους με επικινδυνότητα αντίστοιχη σε ομόλογα παρόμοιας επικινδυνότητας είτε από στατιστικές μεθόδους.

### 3.7. Μοντέλα προεξόφλησης Υπερβάλλουσας ή Προστιθέμενης Αξίας(Residual Income or EVA)

Η διαφορά ανάμεσα στην αξία του προϊόντος της επιχείρησης και στην αξία των χρησιμοποιούμενων πόρων, είναι η δημιουργούμενη από την επιχείρηση προστιθέμενη αξία. Δηλαδή η οικονομική προστιθέμενη αξία (Economic Value Added, EVA) ισούται με τα έσοδα από πωλήσεις μείον το κόστος χρήσης των πόρων. Σημειώνεται ότι στο κόστος χρήσης των πόρων συμπεριλαμβάνεται και το κόστος ευκαιρίας των κεφαλαίων που έχουν καταβάλει οι μέτοχοι της επιχείρησης. Λέγοντας κόστος ευκαιρίας των κεφαλαίων που έχουν καταβάλει οι μέτοχοι της επιχείρησης, εννοούμε το κόστος που αναλαμβάνουν οι μέτοχοι επενδύοντας τα κεφάλαιά τους στη συγκεκριμένη επιχείρηση και όχι σε μία εναλλακτική επένδυση η οποία επιφέρει απόδοση. Το κόστος αυτό ευκαιρίας σχετίζεται άμεσα με την απαιτούμενη από τους μετόχους απόδοση των κεφαλαίων.

#### 3.7.1. Υπολογισμός του EVA

Ο όρος και ο τύπος της οικονομικής προστιθέμενης αξίας δημιουργήθηκε από την Stern Stewart & Company και είναι πνευματική της ιδιοκτησία όπως και ο όρος του MVA όπως θα δούμε παρακάτω.

Στο site της Stern & Stewart δίνεται ο παρακάτω ορισμός:

«Η οικονομική προστιθέμενη αξία είναι ένα μέτρο του οικονομικού κέρδους. Υπολογίζεται σαν την διαφορά μεταξύ των καθαρών λειτουργικών εσόδων μετά φόρων (NOPAT) και του κόστους ευκαιρίας του επενδυμένου κεφαλαίου.»

Συνεπώς ,

$$EVA = NOPAT - (C\% \times TC)$$

Όπου,

NOPAT: Net Operating Profit After Taxes

C : κόστος κεφαλαίου τούτέστιν WACC

TC : Total Capital

Το NOPAT και το κόστος κεφαλαίου προσδιορίζονται με τους κανόνες της GAAP (γενικώς αποδεκτές λογιστικές αρχές) και αναπροσαρμόζονται για τις παρακάτω περιπτώσεις:

- Έξοδα Έρευνας & Ανάπτυξης κεφαλαιοποιούνται και αποσβένουν παρά λογίζονται σαν έξοδα περιόδου στην κατάσταση εσόδων. (προστίθενται δηλ. στα έσοδα για τον υπολογισμό του NOPAT).
- Σε περίπτωση στρατηγικών επενδύσεων που δεν αναμένονται να αποφέρουν έσοδα άμεσα, τα έξοδα κεφαλαίου δεν λογίζονται.
- Η υπεραξία (Goodwill) κεφαλαιοποιείται και δεν απομειώνεται ( τα έξοδα απομείωσης προστίθενται για τον υπολογισμό του NOPAT και η σωρευμένη απομείωση προστίθεται στο κεφάλαιο).
- Οι αναβαλλόμενοι Φόροι παραλείπονται έτσι ώστε μόνο ταμιακές φορολογικές εκροές λογίζονται ως έξοδα.
- Ό,τι υπόλοιπο από απόθεμα απογραμμένο με την LIFO μέθοδο προστίθεται στο ενεργητικό και η διαφορά προστίθεται στο NOPAT.
- Λειτουργικές μισθώσεις (operating leases) κεφαλαιοποιούνται και μη επαναλαμβανόμενες συναλλαγές προσαρμόζονται.

### 3.8. Market value added (Προστιθέμενη Αξία της Αγοράς)

Άλλη μια πνευματική ιδιοκτησία της Stern & Stewart που συσχετίζεται άμεσα με το EVA είναι το MVA που μετράει την διαφορά της αξίας που προσδίδει η αγορά στην εταιρία με το κεφάλαιο που επενδύθηκε, και ισοδυναμεί με το άθροισμα της Λογιστικής αξίας του μετοχικού κεφαλαίου με την παρούσα αξία των αναμενόμενων EVA δηλ.

$$MVA = MV - BV = BV + PV \text{ of expected EVA.}$$

Όπου,

MV = Market Value

BV = Book Value

### 3.9. Residual income (Υπολειμματικά Έσοδα)

Το μοντέλο του διαχωρίζει το μετοχικό κεφάλαιο σε δύο συστατικά:

- Την τρέχουσα λογιστική του αξία (Book Value)
- Την παρούσα αξία των αναμενόμενων υπολειμματικών εσόδων.

Έτσι η αξία της μετοχής γίνεται:

$$V_0 = B_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{RI_t}{(1+r)^t} = B_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E_t - rB_{t-1}}{(1+r)^t} \quad (1)$$

Όπου

$V_0$  = αξία της μετοχής σήμερα ( $t = 0$ )

$B_0$  = τρέχουσα λογιστική αξία μετοχής ανά μετοχή current per-share book value of equity

$B_t$  = αναμενόμενη λογιστική αξία μετοχής ανά μετοχή την χρονική στιγμή  $t$  expected per-share book value of equity at any time  $t$

$r$  = αναμενόμενη απόδοση μετοχικού κεφαλαίου (cost of equity)

$E_t$  = αναμενόμενα έσοδα ανά μετοχή για την περίοδο  $t$  expected EPS for period  $t$

$RI_t$  = αναμενόμενο υπολειμματικό έσοδο ανά μετοχή

Δηλ. η αξία του μετοχικού κεφαλαίου είναι το λογιστικό του κεφάλαιο συν τα αναμενόμενα υπολειμματικά έσοδα πέραν του αναμενόμενου τους, που είναι το κόστος κεφαλαίου.

Εάν θεωρήσουμε ότι ισχύει η σχέση της καθαρής συνάθροισης στο λογιστικό μετοχικό κεφάλαιο όπου κάθε προσθήκη στο λογιστικό κεφάλαιο ισοδυναμεί με τα καθαρά έσοδα μείον τα αποδιδόμενα μερίσματα δηλ.

Εάν ισχύει:

$$B_t = B_{t-1} + D_t \quad (2)$$

Τότε η εξίσωση (1) γίνεται:

$$V_0 = B_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(ROE_t - r) * B_{t-1}}{(1+r)^t}$$

Όπου

ROE (Return on Equity) = Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων

Και βλέπουμε ότι η αξία της μετοχής είναι η λογιστική της αξία συν την παρούσα αξία των αναμενόμενων υπολειμματικών αποδόσεων των ιδίων κεφαλαίων πέραν της αναμενόμενης απόδοσης.

### 3.10. Σύγκριση μοντέλων αποτίμησης προεξόφλησης ταμιακών ροών

Αφού μελετήσαμε όλα τα βασικά μοντέλα προεξόφλησης ταμιακών ροών θα δούμε πού υπερτερούν και μειονεκτούν για να μπορούμε να αξιολογήσουμε πού θα χρησιμοποιήσουμε το κάθε ένα.

Το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων (DDM) είναι πιο κατάλληλο όταν:

- Η εταιρία πληρώνει μερίσματα ( ο αναλυτής έχει ιστορικό μερισμάτων να αναλύσει)
- Η διοίκηση της εταιρίας εφαρμόζει μια μερισματική πολιτική που ανταποκρίνεται με συνέπεια στην κερδοφορία της
- Ο επενδυτής δεν έχει προοπτική ελέγχου στην εταιρία.

Τα μοντέλα προεξόφλησης ταμιακών ροών (FCFE ή FCFF) είναι πιο κατάλληλα όταν:

- Η εταιρία δεν πληρώνει μερίσματα
- Η εταιρία πληρώνει μερίσματα αλλά αυτά αποκλίνουν σημαντικά από τις ταμιακές ροές στον μέτοχο
- Οι ταμιακές ροές συμβαδίζουν με την κερδοφορία της εταιρίας στον άμεσο ορίζοντα
- Ο επενδυτής έχει προοπτική ελέγχου στην εταιρία

Τέλος τα μοντέλα υπολειμματικών εσόδων ή απόδοσης είναι κατάλληλα όταν:

- Η εταιρία δεν δίνει μερίσματα σαν εναλλακτικό μοντέλο των ελεύθερων ταμιακών ροών
- Οι αναμενόμενες ελεύθερες ταμιακές ροές είναι αρνητικές στο άμεσο μέλλον

Συμπερασματικά, οι τρεις πιο διαδεδομένοι ορισμοί των αποδόσεων στους επενδυτές είναι τα μερίσματα, οι ελεύθερες ταμιακές ροές και οι υπολειμματικές αποδόσεις. Παρ' όλο που συχνά διατυπώνονται απόψεις υπέρ του ενός ή άλλου υποδείγματος, ο αναλυτής μπορεί να βρεί κάποιο υπόδειγμα πιο κατάλληλο σε κάποιο πρόβλημα αποτίμησης ή να έχει αναπτύξει μεγαλύτερη ικανότητα στην εφαρμογή κάποιου συγκεκριμένου, αλλά αυτό που μετράει εν τέλει είναι η ποιότητα των προβλέψεων .



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

---

### **ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ**

Η αποτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης με τη μέθοδο των πολλαπλασιαστών στηρίζεται απόλυτα σε μια αναλογική σχέση μεταξύ της αξίας μιας εταιρείας και ένα οδηγό αξίας (value driver), όπως τα κέρδη (earnings), τα μερίσματα (dividends), οι πωλήσεις (sales) ή οι λειτουργικές ταμιακές ροές (operating cash flows).

Στην πράξη οι αναλυτές χρησιμοποιούν την μέθοδο των πολλαπλασιαστών με δύο προσεγγίσεις:

*Την προσέγγιση της σύγκρισης:* Συγκρίνουμε έναν πολλαπλασιαστή για να εκτιμήσουμε εάν είναι σχετικά δίκαιος ή υπερτιμημένος ή υποτιμημένος σε σχέση με έναν πρότυπο (benchmark) πολλαπλασιαστή. Η σχετικότητα είναι σημαντική καθώς μπορεί να είναι υποτιμημένος σε σχέση με όλους τους άλλους αλλά από μόνος του υπερτιμημένος ως πραγματική αξία.

Ο πρότυπος πολλαπλασιαστής μπορεί να βρεθεί είτε επιλέγοντας αυτόν μιας κοντινής μετοχής ή από τον μέσο όρο ή διάμεσο των πολλαπλασιαστών του κλάδου ή ομοειδών. Η κυρίαρχη ιδέα πίσω από την μέθοδο της σύγκρισης είναι ο νόμος της μίας τιμής – δύο ίδια αγαθά πωλούνται στην ίδια τιμή. Η μέθοδος της σύγκρισης είναι η πιο διαδεδομένη στην ανάλυση αποτιμήσεων μετοχών.

*Την προσέγγιση των θεμελιωδών:* Συσχετίζουμε τους πολλαπλασιαστές με τις προβλέψεις των αναλυτών για τα θεμελιώδη όπως αυτά προκύπτουν από τα μοντέλα προεξόφλησης ροών π.χ. τον ρυθμό ανάπτυξης των κερδών, την επικινδυνότητα. Θεωρώντας ότι η τιμή της μετοχής σήμερα αντικατοπτρίζει την αξία της υπολογισμένης από τα μοντέλα ταμιακών ροών μπορούμε να εξάγουμε τις προβλέψεις της αγοράς όσον αφορά τα θεμελιώδη της ή βάση των προβλέψεων για τα θεμελιώδη μπορούμε να αποτιμήσουμε το πόσο υπερτιμημένος ή όχι είναι ο πολλαπλασιαστής.

Χρησιμοποιώντας οποιαδήποτε από τις δύο μεθόδους ο αναλυτής μπορεί να προσδιορίσει επακριβώς τον δίκαιο πολλαπλασιαστή για την μετοχή.

### 4.1. Price to earnings (P/E)

Η αποτίμηση βάσει αυτού του πολλαπλασιαστή είναι η πλέον διαδεδομένη μέθοδος αποτίμησης σήμερα καθώς τα κέρδη ανά μετοχή που είναι ο παρονομαστής του κλάσματος είναι το σημείο ενδιαφέροντος όλων των επενδυτών αξίας και είναι διαθέσιμος παντού. Από την άλλη βέβαια η μεταβλητότητα των κερδών ανάλογα με έκτακτες δραστηριότητες ή λογιστικές πρακτικές αποτελούν μειονέκτημα .

#### *Προσδιορισμός των κερδών*

Τα ακόλουθα ζητήματα είναι σημαντικά στον προσδιορισμό των κερδών που θα χρησιμοποιηθούν στον παρονομαστή:

- Ο χρονικός ορίζοντας που θα υπολογιστούν τα κέρδη, που οδηγεί σε δύο εναλλακτικούς ορισμούς
- Οι προσαρμογές στον λογιστικό προσδιορισμό των κερδών για κοινό τόπο σύγκρισης ανάμεσα σε εταιρίες.

Οι δύο κύριοι ορισμοί που χρησιμοποιούνται είναι το **ιστορικό P/E (trailing P/E)** που είναι η τρέχουσα τιμή αγοράς προς τα 4 πιο πρόσφατα τριμηνιαία κέρδη ανά μετοχή και το αναμενόμενο **P/E (leading P/E)** που είναι η τρέχουσα τιμή αγοράς διαιρεμένο με τα αναμενόμενα κέρδη ανά μετοχή του επόμενου χρόνου.

Συνήθως το πιο λογικό είναι να χρησιμοποιείται το αναμενόμενο P/E που εκφράζει και τις προβλέψεις για το επόμενο διάστημα που περιλαμβάνει και τις αλλαγές στην φύση της εταιρίας. Σε περίπτωση που δεν είναι εύκολα προβλέψιμο μπορεί να χρησιμοποιηθεί και το ιστορικό P/E.

Σε κάθε περίπτωση πάντως για συγκρίσεις μεταξύ εταιριών είτε το ίδιο χρονικό διάστημα είτε της ίδιας εταιρίας σε διαφορετικές χρονικές περιόδους πρέπει να χρησιμοποιείται ο ίδιος πολλαπλασιαστής.

Λόγω κυκλικότητας στην δραστηριότητα πολλών εταιριών τα τελευταία 4 τρίμηνα ίσως δεν αποτυπώνουν ακριβώς τα κέρδη ανά μετοχή. Σε αυτή την περίπτωση μπορεί να χρησιμοποιηθούν δύο άλλοι τρόποι υπολογισμού:

Η μέθοδος του ιστορικού μέσου EPS : είναι το μέσο EPS στον πιο πρόσφατο κύκλο

Η μέθοδος του μέσου ROE : είναι το μέσο ROE του πιο πρόσφατου κύκλου επί την τρέχουσα λογιστική αξία της μετοχής BV

### **Σύγκριση Πολλαπλασιαστών**

Η πιο κοινή εφαρμογή του πολλαπλασιαστή είναι η σύγκριση του πολλαπλασιαστή μιας μετοχής με έναν πρότυπο (benchmark) που θα αποτελεί μέτρο σύγκρισης.

Η διαδικασία που ακολουθείται είναι η ακόλουθη:

- Επιλογή του πολλαπλασιαστή.
- Επιλογή των συγκρίσιμων μετοχών.
- Υπολογισμός του πολλαπλασιαστή για την ομάδα των συγκρίσιμων μετοχών. Αυτός θα είναι ο πρότυπος πολλαπλασιαστής και υπολογίζεται ως ο μέσος ή ο διάμεσός τους.
- Σύγκριση των δύο πολλαπλασιαστών. Εξήγηση βάσει θεμελιωδών των αποκλίσεων.

Ως συγκρίσιμες μετοχές μπορούν να επιλεγούν μετοχές ομοειδείς, του κλάδου ή ολόκληρου τομέα ακόμη και του δείκτη.

Τα κριτήρια που μπορεί να χρησιμοποιήσει για την επιλογή των ομοειδών είναι κάποιοι χρηματοοικονομικοί δείκτες όπως:

- Δείκτες ρευστότητας (liquidity ratios) που δείχνουν την ικανότητα αντιμετώπισης βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων
- Δείκτες ταχύτητας κυκλοφορίας (asset turnover ) που δείχνει την αποτελεσματικότητα του ενεργητικού.
- Δείκτες μόχλευσης (leverage) για τον βαθμό δανεισμού.
- Δείκτες κάλυψης του χρέους (coverage ratios) από τα λειτουργικά έσοδα
- Δείκτες αποδοτικότητας (profitability ratios)

Ως εναλλακτική της σύγκρισης με άλλες μετοχές μπορεί να γίνει ιστορική σύγκριση του πολλαπλασιαστή με ιστορικές του τιμές υπονοώντας ότι συγκλίνει στο ιστορικό του μέσο. Συχνά χρησιμοποιείται η μέση τιμή των διάμεσων των τελευταίων 10 χρόνων ή ο ιστορικός

των τελευταίων 5 χρόνων. Συνήθως προτιμάται ο ιστορικός πολλαπλασιαστής σε ιστορικές συγκρίσεις.

### Βάσει Θεμελιωδών

Στο υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων η αξία της μετοχής σύμφωνα με το Gordon Growth Model δείξαμε ότι είναι:

$$\text{Value}_{\text{equity}} = \frac{D_1}{r-g}$$

Εάν θεωρήσουμε ότι η σημερινή τιμή της μετοχής είναι και η πραγματική της αξία άρα η δίκαιη τιμή (justified price) τότε:

$$P_0 = \frac{D_1}{r-g} \quad \text{και διαιρώντας με τα αναμενόμενα κέρδη } E_1 \text{ παίρνουμε:}$$

$$\frac{P_0}{E_1} = \frac{D_1/E_1}{r-g} = \frac{(1-b)}{r-g} \quad \text{για το leading p/e ενώ}$$

Διαιρώντας με τα ιστορικά κέρδη  $E_0$  έχουμε:

$$\frac{P_0}{E_0} = \frac{D_1/E_0}{r-g} = \frac{(1-b)(1+g)}{r-g} \quad \text{για το trailing p/e.}$$

Παρατηρούμε λοιπόν ότι ο πολλαπλασιαστής που αντιστοιχεί στην δίκαιη τιμή της μετοχής :

- Είναι αντιστρόφως ανάλογος της αναμενόμενης απόδοσης ή προεξοφλητικού επιτοκίου  $r$
- Ανάλογος αν και όχι γραμμικά του ρυθμού ανάπτυξης  $g$

Δηλ. διαπιστώνουμε αυτό που και διαισθητικά γνωρίζουμε , ότι ο πολλαπλασιαστής  $p/e$  είναι μεγαλύτερος για εταιρίες με προοπτικές ανάπτυξης ενώ μικρότερος για αυτές που έχουν επικινδυνότητα.

Αυτό θα ισχύει για όλους τους πολλαπλασιαστές όσον αφορά την εξάρτηση από τον ρυθμό ανάπτυξης και το προεξοφλητικό επιτόκιο.

### **Πολλαπλασιαστής PEG (Price to Earning per Share Growth)**

Ο πολλαπλασιαστής κερδών PEG αποτελεί μια παραλλαγή του δείκτη P/E, ο οποίος υπολογίζεται διαιρώντας τον δείκτη P/E μιας επιχείρησης με το ρυθμό ανάπτυξής της. Σύμφωνα με τον δείκτη PEG η μελλοντική αξία μιας επιχείρησης που αναπτύσσεται με γρήγορο ρυθμό θα είναι μεγαλύτερη, υπό τον όρο ότι όλοι οι υπόλοιποι παράγοντες παραμένουν αμετάβλητοι. Ο μαθηματικός τύπος υπολογισμού του δείκτη αυτού είναι:

$$PEG = (P/E) / 5\text{-year Growth Rate}$$

Ένα σημαντικό πρόβλημα με τον πολλαπλασιαστή PEG είναι ότι στην πλειονότητα των περιπτώσεων ο ρυθμός ανάπτυξης και ο κίνδυνος μιας επιχείρησης είναι δύο παράγοντες που μεταβάλλονται παράλληλα, γεγονός που σημαίνει ότι μια ταχύτατα αναπτυσσόμενη επιχείρηση τείνει να είναι πιο επικίνδυνη από το μέσο όρο του κλάδου. Η σχέση αυτή μεταξύ κινδύνου και ρυθμού ανάπτυξης είναι και ο λόγος που ο δείκτης PEG χρησιμοποιείται πολλές φορές στην πράξη εσφαλμένα.

Επίσης σημεία προσοχής είναι η παραδοχή γραμμικότητας στην σχέση  $p/e$  και  $g$  κάτι που δεν ισχύει στην πράξη, και η διάρκεια του ρυθμού ανάπτυξης που μπορεί να διαφέρει ανάμεσα σε εταιρίες.

### **4.2. Price to sales**

Ένας ακόμη δημοφιλής πολλαπλασιαστής ανάμεσα στους επενδυτές είναι ο πολλαπλασιαστής τιμής προς πωλήσεις ανά μετοχή δηλ.

P/S = Price / Sales per share

Παραθέτουμε τα συν και τα πλην του πολλαπλασιαστή:

- Οι πωλήσεις είναι γενικά λιγότερο ευάλωτες σε παραποίηση ή διαχείριση από ότι τα κέρδη καθώς είναι η 1<sup>η</sup> γραμμή στην κατάσταση αποτελεσμάτων
- Οι πωλήσεις είναι θετικός αριθμός ακόμη και όταν τα κέρδη δεν είναι. Έτσι ο πολλαπλασιαστής μπορεί να χρησιμοποιηθεί ενώ ο p/e δεν θα έχει νόημα.
- Οι πωλήσεις είναι λιγότερο ευμετάβλητες από τα κέρδη. Έτσι όταν τα κέρδη έχουν μεταβλητότητα ο p/s είναι πιο σταθερός από τον p/e.
- p/s πολλαπλασιαστής έχει δείξει πιο κατάλληλος για κυκλικές, ώριμες και μηδενικών εσόδων εταιρίες
- Οι διαφορές του στην διάρκεια του χρόνου συσχετίζονται καλύτερα με μακροπρόθεσμες μεταβολές στην απόδοση της εταιρίας

Ενώ πιθανά αρνητικά σημεία από την χρήση του πολλαπλασιαστή είναι:

- Η εταιρία μπορεί να δείχνει ανάπτυξη στις πωλήσεις χωρίς ανάλογη αύξηση στα κέρδη.
- Ο πολλαπλασιαστής δεν δείχνει διαφορές στην διάρθρωση κόστους ανάμεσα σε εταιρίες.
- Αν και λιγότερο ευάλωτος σε παραποίηση ενδέχεται να αλλοιωθεί με διαχείριση Εσόδων

*Βάσει Θεμελιωδών*

Σε αντιστοιχία με την δίκαιη τιμή (justified price) από το μοντέλο προεξόφλησης και τον ρυθμό ανάπτυξης κατά Gordon έχουμε:

$$\frac{P_0}{S_0} = \frac{E_0(1-b)(1+g)/S_0}{r-g} = \frac{E_0/S_0(1-b)(1+g)}{r-g}$$

Και παρατηρούμε την εξάρτηση του πολλαπλασιαστή από το περιθώριο κέρδους  $E_0/S_0$ .

Συνεπώς στην σύγκριση πολλαπλασιαστών πωλήσεων πρέπει να λαμβάνεται υπόψη και το περιθώριο κέρδους πέρα από την ανάπτυξη και το ρίσκο των συγκρινόμενων.

### 4.3. Price to Book Value (P/BV)

Ο πολλαπλασιαστής λογιστικής αξίας συγκρίνει την τρέχουσα αξία της μετοχής μιας επιχείρησης με τη λογιστική της αξία, η οποία υπολογίζεται διαιρώντας την αξία της καθαρής θέσης που εμφανίζεται στον Ισολογισμό με τον αριθμό των μετοχών. Η λογιστική αξία της μετοχής αποτυπώνει την συνολική επένδυση του μετόχου ανά μετοχή και εν αντιθέσει από τα κέρδη ανά μετοχή εξάγεται από την κατάσταση ισολογισμού.

Ετσι υπολογίζεται ως

$$BV = \text{Price} / (\text{Book Value of Equity}) / \text{shares outstanding}$$

- Ενδιαφέροντα σημεία για την χρήση του πολλαπλασιαστή:
- Επειδή το BV είναι σωρευτική αξία στον ισολογισμό συνήθως είναι θετικό ποσό εν αντιθέσει με τα κέρδη (ζημιές) καθιστώντας την χρήση του πολλαπλασιαστή πιο ρεαλιστική σε αυτή την περίπτωση
- Είναι πιο σταθερός σε σχέση με πολλαπλασιαστές κερδών όταν αυτά είναι ευμετάβλητα
- Είναι πιο κατάλληλος για εκτίμηση χρηματοοικονομικών εταιριών όπως τράπεζες, ασφαλιστικές, επενδυτικές που το καθαρό τους ενεργητικό είναι ρευστά. Σε αυτή την περίπτωση ο πολλαπλασιαστής μπορεί να πλησιάζει την μονάδα.
- Χρησιμοποιείται για αποτίμηση εταιριών που δεν είναι going concern δηλ. δεν έχουν μεγάλο ορίζοντα ζωής.
- Οι διαφορές του στην διάρκεια του χρόνου συσχετίζονται καλύτερα με μακροπρόθεσμες μεταβολές στην απόδοση της εταιρίας.

Μειονεκτήματα που αφορούν την χρήση του και σχετίζονται κυρίως με την λογιστική αποτύπωση των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας στον ισολογισμό:

- Περιουσιακά στοιχεία που δεν φαίνονται στον ισολογισμό όπως πχ. Οι ανθρώπινοι πόροι δεν αποτιμώνται στον πολλαπλασιαστή ενώ μπορεί να είναι οι πιο κρίσιμοι στην λειτουργικότητα της εταιρίας.
- Συγκριτικά εταιριών με διαφορετικά επίπεδα πόρων και επιχειρηματικών μοντέλων είναι παραπλανητικά.
- Λογιστικές πρακτικές όπως στην χρήση των εξόδων Έρευνας & Ανάπτυξης επηρεάζουν την συγκρισιμότητα του πολλαπλασιαστή.
- Η αρχή της ιστορικότητας και του συντηρητισμού στην αποτίμηση της λογιστικής αξίας συνήθως δεν αποτυπώνει καλά την αξία της επένδυσης του μετόχου με αποτέλεσμα την ύπαρξη μεγάλης διαφοράς μεταξύ αξίας αγοράς και λογιστικής αξίας.

### *Βάσει Θεμελιωδών*

Σε αντιστοιχία με την δίκαιη τιμή (justified price) από το μοντέλο προεξόφλησης και τον ρυθμό ανάπτυξης κατά Gordon όπου  $g = b * ROE$  έχουμε:

$$\frac{P_0}{B_0} = \frac{ROE - g}{r - g}$$

Και παρατηρούμε την εξάρτηση του πολλαπλασιαστή από την απόδοση ιδίων κεφαλαίων ROE.

Συνεπώς στην σύγκριση πολλαπλασιαστών λογιστικής αξίας πρέπει να λαμβάνεται υπόψη και το ROE πέρα από την ανάπτυξη και το ρίσκο των συγκρινόμενων.

#### **4.4. Παραλλαγές στους Πολλαπλασιαστές (P/CF, EV/EBITDA )**



Πολλοί αναλυτές πιστεύουν ότι ο δείκτης  $p/e$  που χρησιμοποιείται κατά κόρον μπορεί να δείχνει στρεβλές εκτιμήσεις για την αξία της επιχείρησης και αυτό κυρίως λόγω της λογιστικής διαχείρισης των κερδών. Έτσι προτείνονται συχνά πολλαπλασιαστές όχι κερδών αλλά ταμιακών ροών προς την εταιρία.

Ο πολλαπλασιαστής  $P/CF$  χρησιμοποιεί ως παρονομαστή διάφορες παραλλαγές των ταμιακών ροών προς την εταιρία όπως τα  $CF$ ,  $CFO$  (ταμιακές λειτουργικές ροές),  $FCFE$  και το  $EBITDA$  κατά περίπτωση με την προϋπόθεση ότι ο αναλυτής αναγνωρίζει την επίδραση που έχουν τα μη ταμιακά έσοδα ή έξοδα στην πραγματική λειτουργία της επιχείρησης καθώς και οι καθαρές επενδυτικές ροές.

Επίσης συχνά αντί για την τιμή της μετοχής που αντιπροσωπεύει την αξία της καθαρής θέσης ορισμένοι αναλυτές χρησιμοποιούν την συνολική αξία της εταιρίας ( $Enterprise Value$ ) που μπορεί να θεωρηθεί ως το αντίτιμο που θα κατέβαλε κάποιος που θα έπαιρνε την επιχείρηση δηλ. εκπληρώνοντας όλες τις αξιώσεις κεφαλαίου σε όρους αγοράς ( $MV of Debt + Equity + preferred stocks$ ) μείον τα ταμιακά διαθέσιμα ή ισοδύναμα που θα είχε στην διάθεσή του.

Δηλ.

$$EV (Enterprise Value) = MV of Debt + Equity - Cash Equivalents$$

Ο πολλαπλασιαστής που χρησιμοποιείται σε αυτή την περίπτωση είναι ο  $EV/EBITDA$  όπου αντί για τα καθαρά έσοδα που αποδίδονται στο μετοχικό κεφάλαιο χρησιμοποιούνται τα κέρδη πρό φόρων αποσβέσεων και τόκων  $EBITDA$  που θεωρούνται έσοδα αποδιδόμενα στο σύνολο των κεφαλαίων.

Ο πολλαπλασιαστής  $EV/EBITDA$  επειδή χρησιμοποιεί έσοδα προ τόκων και αποσβέσεων χρησιμοποιείται συχνά στην σύγκριση επιχειρήσεων που χρησιμοποιούν μόχλευση και είναι και εντάσεων κεφαλαίων με μεγάλες αποσβέσεις.

Από την άλλη βέβαια δεν είναι αντιπροσωπευτικός των ταμιακών ροών στην εταιρία όπως είναι τα  $FCFF$  καθώς δεν αποτυπώνει καθόλου τα κεφαλαιακά έξοδα. Μόνο στην περίπτωση που οι αποσβέσεις είναι παρόμοιες με τα επενδυτικά έξοδα δεν προκύπτει ιδιαίτερη διαφορά.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

---

### ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ ΟΠΑΠ

#### 5.1. Συνοπτική Παρουσίαση

Η Ο.Π.Α.Π. Α.Ε. (“Οργανισμός Προγνωστικών Αγώνων Ποδοσφαίρου Α.Ε.”) είναι ανώνυμη εταιρία εισηγμένη στο ελληνικό χρηματιστήριο που δραστηριοποιείται στον χώρο των τυχερών παιχνιδιών.

Σκοπός της σύμφωνα με το καταστατικό της είναι η οργάνωση, η λειτουργία και η διεξαγωγή τυχερών παιχνιδιών όπως:

- αριθμολαχεία ( ΛΟΤΤΟ, ΠΡΟΤΟ, ΠΡΟΠΟΓΚΟΛ, ΤΖΟΚΕΡ, ΜΠΙΝΓΚΟ-ΛΟΤΤΟ, ΚΙΝΟ , SUPER 3, SUPER 4, 5 από 35 )
- αμοιβαία παιχνίδια πρόγνωσης αποτελεσμάτων ποδοσφαίρου (ΠΡΟΠΟ, ΠΡΟΠΟΓΚΟΛ)
- στοιχήματα προκαθορισμένης ή μη απόδοσης ( ΣΤΟΙΧΗΜΑ ).

Κύρια χαρακτηριστικά της είναι:

- Ηγετική παρουσία στην ελληνική αγορά τυχερών παιχνιδιών ( 56% ?)
- Μεγαλύτερο on-line δίκτυο πωλήσεων στην Ελλάδα και παρουσία στην Κύπρο (5155 σύνολο -165 στην Κύπρο).
- 20ετές αποκλειστικό δικαίωμα διεξαγωγής των υφιστάμενων παιχνιδιών και μελλοντικών συναφών με αθλητικά γεγονότα καθώς και δικαίωμα 1<sup>ης</sup> προτίμησης για άλλα παιχνίδια κατόπιν σύμβασης παραχώρησης από το Ελληνικό Δημόσιο ( έναντι τιμήματος € 322,8 εκ.) που λήγει το 2020
- Υψηλός κύκλος εργασιών και κερδοφορία (κύκλο εργασιών € 5,440δισ. και €966εκ κέρδη EBITDA το 2009).
- Υψηλή μερισματική πολιτική.

- Σημαντική συνεισφορά και κοινωνική ευθύνη μέσω χορηγιών και δωρεών στον ελληνικό αθλητισμό και πολιτισμό
- Υψηλή κεφαλαιοποίηση στο ελληνικό χρηματιστήριο με συμμετοχή στον δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης FTSE 20 (€ 3,375 δις. ).
- Ιδιοκτησία κατά 34% των μετοχών από το Ελληνικό Δημόσιο ( free float 66%).

### 5.2. Ιστορική Αναδρομή – Πρόσφατες Εξελίξεις

Τα σημαντικότερα γεγονότα που σηματοδότησαν την εξέλιξη της Εταιρίας από την ίδρυσή της το 1958 αναφέρονται ακολούθως:

#### *1958: Σύσταση του ΟΠΑΠ*

Ο Οργανισμός Προγνωστικών Αγώνων Ποδοσφαίρου (ΟΠΑΠ) συστάθηκε το 1958, ως Νομικό Πρόσωπο Ιδιωτικού Δικαίου. Αρχικός σκοπός του ήταν η εν γένει οργάνωση και λειτουργία του Δελτίου Προγνωστικών Ποδοσφαιρικών Αγώνων (το γνωστό ΠΡΟΠΟ), το έσοδο από τη λειτουργία του οποίου περιλαμβανόταν μεταξύ των πόρων της Γενικής Γραμματείας Αθλητισμού, σύμφωνα με τη διάταξη του άρθρου 12 του Ν.Δ. 3769/1957. Ο ΟΠΑΠ από ιδρύσεώς του απελάμβανε πλήρη διοικητική και οικονομική αυτοτέλεια (άρθρο 6 του Ν.Δ. 3865/1958), ενώ υπόκειντο σε διοικητικό έλεγχο ενεργούμενο από την Γενική Γραμματεία Αθλητισμού, καθώς και σε οικονομικό έλεγχο ενεργούμενο από Ειδική Επιτροπή από ανώτατους οικονομικούς υπαλλήλους.

#### *1959: Εισαγωγή του ΠΡΟΠΟ*

Με το από 20.12.1958 Β.Δ. (ΦΕΚ τ.α.' 227/27.12.1958) η ΟΠΑΠ Α.Ε. εισήγαγε το Δελτίο Προγνωστικών Αγώνων Ποδοσφαίρου, το γνωστό ΠΡΟΠΟ, το οποίο μέχρι το 1990 αποτέλεσε το μοναδικό τυχερό παιχνίδι της Εταιρίας με ευρεία απήχηση στο κοινό. Το ΠΡΟΠΟ επί μια 30ετία, μέσω των επιχορηγήσεων από τον ΟΠΑΠ, αποτέλεσε έναν από τους σημαντικότερους χρηματοδότες του ελληνικού αθλητισμού. Το 1959 διεξάγονταν 33 διαγωνισμοί ΠΡΟΠΟ ετησίως. Μέχρι το 1992, ο αριθμός των διαγωνισμών είχε αυξηθεί σε 134 ετησίως, ενώ ο αριθμός των διαγωνισμών που διεξάγονται σήμερα ξεπερνάει τους 150.

#### *1990: Εισαγωγή του ΛΟΤΤΟ*

Στη χρήση 1990 η Εταιρία ξεκίνησε τη διεξαγωγή του αριθμολαχείου ΛΟΤΤΟ. Αρχικά η εισαγωγή του παιχνιδιού απέφερε θεαματικές εισπράξεις υπερβαίνοντας τα € 293 εκατ. την χρήση 1991, ενώ μέχρι το 1993 παρατηρήθηκε μια μείωση στον αριθμό των στηλών με τις καθαρές εισπράξεις να παρουσιάζουν πτωτική πορεία. Το 1994 παρατηρήθηκε αύξηση στις συνολικές εισπράξεις του ΛΟΤΤΟ, η οποία οφειλόταν στην αύξηση της τιμής της στήλης κατά 67%. Από το 1996 και μετά συνεχίστηκε η καθοδική πορεία του ΛΟΤΤΟ ως αποτέλεσμα της εισαγωγής νέων ανταγωνιστικών παιχνιδιών και του γενικότερου κορεσμού στο συγκεκριμένο παιχνίδι.

### *1992: Εισαγωγή του ΠΡΟΤΟ*

Στη χρήση 1992 ξεκίνησε το ΠΡΟΤΟ. Μέχρι το 1995, η δραστηριότητα του ΠΡΟΤΟ χαρακτηρίστηκε από συνεχή αύξηση τόσο των καθαρών του εισπράξεων όσο και των αποδόσεων του σε στήλες. Από το 1998 άρχισε η καθοδική πορεία του παιχνιδιού, πιθανότατα λόγω της αντίστοιχης καθοδικής πορείας του ΛΟΤΤΟ, σε συνδυασμό με το οποίο παιζόταν. Σημειώνεται ότι το παιχνίδι παίζεται πλέον, τόσο στα δελτία ΛΟΤΤΟ, ΤΖΟΚΕΡ, ΠΡΟΠΟ και ΠΡΟΠΟΓΚΟΛ, όσο και σε ανεξάρτητο δελτίο.

### *1996: Εισαγωγή του ΠΡΟΠΟ-ΓΚΟΛ*

Στη χρήση 1996 εισήχθη το ΠΡΟΠΟ-ΓΚΟΛ. Το ΠΡΟΠΟ-ΓΚΟΛ παρουσίασε αρχικά αύξηση από την εισαγωγή του, όμως παρέμεινε περιφερειακό παιχνίδι σε σχέση με τα υπόλοιπα παιχνίδια της Εταιρίας, τόσο από άποψη συνολικών εισπράξεων, όσο και από άποψη εισπράξεων ανά διαγωνισμό.

### *1997: Προσθήκη της κατηγορίας ΣΟΥΠΕΡ-13 στο ΠΡΟΠΟ*

Με την προσθήκη της κατηγορίας ΣΟΥΠΕΡ-13 στο ΠΡΟΠΟ, το παιχνίδι αναζωογονήθηκε παρουσιάζοντας εισπράξεις άνω των € 146 εκατ. Την επόμενη διετία η άνοδος αυτή δεν συνεχίστηκε πιθανότατα λόγω της εισαγωγής του ΤΖΟΚΕΡ, καθώς οι εισπράξεις από το ΠΡΟΠΟ ακολούθησαν ελαφρώς πτωτική πορεία.

### *1997: Εισαγωγή του ΤΖΟΚΕΡ – Αναμόρφωση του ΛΟΤΤΟ*

Το Νοέμβριο του 1997 άρχισε η διοργάνωση του ΤΖΟΚΕΡ. Από την εισαγωγή του κατέλαβε την πρώτη θέση στα μερίδια των παιχνιδιών της Εταιρίας, επαναλαμβάνοντας σε μικρότερο βαθμό την επιτυχία του ΛΟΤΤΟ. Το ΤΖΟΚΕΡ είναι το τρίτο πιο δημοφιλές παιχνίδι της Εταιρίας, παρά την πρόσφατη κάμψη της δημοτικότητάς του. Το 1997 εισήχθη επίσης η τέταρτη κατηγορία νικητών στο ΛΟΤΤΟ.

### *1999: Μετατροπή του ΟΠΑΠ σε Ανώνυμη Εταιρία*

Το 1999 ο Οργανισμός ΟΠΑΠ μετατράπηκε σε Ανώνυμη Εταιρία και καταρτίστηκε το νέο καταστατικό του (Π.Δ. 228/1999, ΦΕΚ Α' 193), ενώ στο άρθρο 1 του Καταστατικού ορίστηκε η επωνυμία της Εταιρίας σε "Οργανισμός Προγνωστικών Αγώνων Ποδοσφαίρου Α.Ε.", και σε συντομογραφία "ΟΠΑΠ Α.Ε."

### *1999: Σύναψη σύμβασης για το ΣΤΟΙΧΗΜΑ*

Μετά από διεθνή διαγωνισμό, η Εταιρία σύναψε σύμβαση με την «Κοινοπραξία Intralot», για την ανάθεση σε αυτή ορισμένων τμημάτων της λειτουργίας του παιχνιδιού ΣΤΟΙΧΗΜΑ. Η σύμβαση περιλαμβάνει και διακανονισμό διαχείρισης κινδύνου. Δυνάμει των όρων του διακανονισμού, η «Κοινοπραξία Intralot», εγγυάται ότι σε περίπτωση που τα ποσά που θα διανέμονται ως κέρδη στους συμμετέχοντες ξεπερνούν σε ετήσια βάση το συμφωνημένο στόχο που τέθηκε για τα ετήσια διανεμητέα κέρδη, η «Κοινοπραξία Intralot» θα αναλάβει να καταβάλλει οποιοδήποτε ποσό αντιστοιχεί στα επιπρόσθετα διανεμητέα κέρδη.

### *2000: Εισαγωγή του παιχνιδιού ΣΤΟΙΧΗΜΑ*

Από την 28.01.2000, η ΟΠΑΠ Α.Ε. εισήγαγε το πρώτο παιχνίδι Στοιχήματος Προκαθορισμένης Απόδοσης που επί του παρόντος αφορά σε αγώνες Ποδοσφαίρου και Καλαθοσφαίρισης ξένων διοργανώσεων σε αγώνες αυτοκινήτων Formula 1 και σε διεθνείς αγώνες αντισφαίρισης. Το ΣΤΟΙΧΗΜΑ σχεδόν αμέσως αποτέλεσε και παρέμεινε το πιο δημοφιλές παιχνίδι της Εταιρίας έως το 2004. Σε αντίθεση με τα λαχεία, όπου οι παίκτες βασίζονται αποκλειστικά στην τύχη, τα στοιχήματα επί αθλητικών γεγονότων εμπεριέχουν το στοιχείο της ικανότητας και των γνώσεων του παίκτη, γεγονός το οποίο η Διοίκηση της Εταιρίας θεωρεί ότι αυξάνει την αφοσίωση των παικτών στο παιχνίδι. Το ΣΤΟΙΧΗΜΑ απέφερε έσοδα ύψους € 1.511 εκατ., που αντιπροσωπεύουν ποσοστό 76,8% των εσόδων της ΟΠΑΠ Α.Ε. για τη χρήση 2002. Ωστόσο, η δημοτικότητα του ΣΤΟΙΧΗΜΑ επηρέασε δυσμενώς τις πωλήσεις των άλλων παιχνιδιών της Εταιρίας.

### *2000: Μετοχοποίηση της ΟΠΑΠ Α.Ε.*

Με βάση την παράγραφο 1 του άρθρου 27 του Ν.2843/2000 ορίστηκε ότι, το Δημόσιο δύναται να διαθέσει σε επενδυτές μέσω του Χ.Α. ποσοστό έως 49% του εκάστοτε μετοχικού κεφαλαίου της ΟΠΑΠ Α.Ε.

### *2000: Σύμβαση Παραχώρησης μεταξύ της ΟΠΑΠ Α.Ε. και του Ελληνικού Δημοσίου*

Με την από 15.12.2000 σύμβαση που συνάφθηκε μεταξύ του Ελληνικού Δημοσίου και της Εταιρίας, παραχωρήθηκε για 20 έτη το αποκλειστικό δικαίωμα της διεξαγωγής, διαχείρισης, οργάνωσης και λειτουργίας από την ΟΠΑΠ Α.Ε., των παιχνιδιών ΠΡΟΠΟ, ΛΟΤΤΟ, ΠΡΟΤΟ, ΠΡΟΠΟ-ΓΚΟΛ, ΤΖΟΚΕΡ, ΣΤΟΙΧΗΜΑ, EXTRA 5, SUPER 3, και ΚΙΝΟ καθώς και των παιχνιδιών ΜΠΙΝΓΚΟ-ΛΟΤΤΟ και SUPER 4, που πρόκειται να διεξαχθούν στο μέλλον. Επίσης παραχωρήθηκε στην ΟΠΑΠ Α.Ε. η δυνατότητα να διενεργεί κατ' αποκλειστικότητα κάθε παιχνίδι που αφορά σε αθλητικά γεγονότα και το δικαίωμα της πρώτης άρνησης για την κατ' αποκλειστικότητα διεξαγωγή και διαχείριση οποιωνδήποτε νέων παιχνιδιών την λειτουργία των οποίων επιτρέπει και εποπτεύει το Ελληνικό Δημόσιο, με την προϋπόθεση ότι η Εταιρία αποδέχεται, εντός της προθεσμίας που θέτει το Ελληνικό Δημόσιο (η οποία σύμφωνα με την σύμβαση παραχώρησης δεν μπορεί να είναι μικρότερη των τεσσάρων μηνών) να διεξάγει το νέο παιχνίδι, σύμφωνα με τους όρους του άρθρου 27 (παρ. 9α) του Ν. 2843/2000. Το τίμημα αυτής της 20ετούς παραχώρησης ανήλθε σε € 322,8 εκατ. Το μεγαλύτερο μέρος του τιμήματος της παραχώρησης συμψηφίστηκε με διάφορες απαιτήσεις από φορείς του Ελληνικού Δημοσίου, τη Γενική Γραμματεία Αθλητισμού και το Υπουργείο Πολιτισμού. Επιπρόσθετα, κεφαλαιοποιήθηκαν € 29,3 εκατ. και τα υπόλοιπα € 62,9 εκατ., καθώς και τα πρόσθετα € 13,2 εκατ. που όφειλε η Εταιρία στο Ελληνικό Δημόσιο, καταβλήθηκαν σε δύο ισόποσες δόσεις στις 30 Ιουνίου 2001 και στις 30 Ιουνίου 2002.

Μετά την από 15.12.2000 Σύμβαση Παραχώρησης μεταξύ της ΟΠΑΠ Α.Ε. και του Ελληνικού Δημοσίου, η Εταιρία δεν υποχρεούται να διανέμει το σύνολο των κερδών της στο Ελληνικό Δημόσιο. Αντ' αυτού, διανέμει ένα μέρος των κερδών της στους μετόχους της με τη μορφή μερίσματος. Ο έλεγχος του Ελληνικού Δημοσίου επιτρέπει την άσκηση επιρροής επί ορισμένων λειτουργιών και εμπορικών αποφάσεων της ΟΠΑΠ Α.Ε. για την επίτευξη, για παράδειγμα, κοινωνικών, πολιτικών και οικονομικών στόχων. Για παράδειγμα, μέχρι το Δεκέμβριο του 2002 η Εταιρία διεξήγαγε τις δραστηριότητές της στην Κύπρο, δυνάμει προηγούμενης διακρατικής συμφωνίας, σε μη κερδοσκοπική βάση. Παρότι σήμερα η Εταιρία βασίζει τις επιχειρηματικές της αποφάσεις σε εμπορικά κριτήρια, το γεγονός ότι μετά τη συνδυασμένη προσφορά, το Ελληνικό Δημόσιο θα εξακολουθεί να κατέχει, σημαντικό ποσοστό των κοινών μετοχών της ΟΠΑΠ Α.Ε. θα έχει σημαντική επίδραση επί των αποφάσεων που θα υποβάλλονται σε ψηφοφορία στους μετόχους της Εταιρίας και θα δικαιούται να διορίζει την πλειοψηφία των μελών του διοικητικού συμβουλίου της Εταιρείας, συνεπώς θα εξακολουθεί να ελέγχει την λειτουργία και διαχείριση της ΟΠΑΠ Α.Ε. Το Ελληνικό Δημόσιο διατηρεί επίσης το δικαίωμα να εγκρίνει τους κανόνες των παιχνιδιών, να καθορίζει τις προμήθειες των πρακτόρων και τα κέρδη που διανέμονται στους νικητές σε κάθε παιχνίδι. Επιπλέον το Ελληνικό Δημόσιο διατηρεί το γενικό ρυθμιστικό ρόλο επί του τομέα των τυχερών παιχνιδιών και παιχνιδιών στοιχημάτων. Μέσω αυτών των ρυθμίσεων, το Ελληνικό

Δημόσιο προτίθεται να επιτύχει ορισμένους στόχους δημόσιου συμφέροντος. Η παραχώρηση των αποκλειστικών δικαιωμάτων στην ΟΠΑΠ Α.Ε. αποσκοπεί, μεταξύ άλλων, στον περιορισμό της επιθυμίας για τζόγο και στην εκμετάλλευση του τζόγου εντός ελεγχόμενων πλαισίων, στη μείωση του κινδύνου εξαπάτησης στα πλαίσια του τζόγου και στην παροχή στο Ελληνικό Δημόσιο, ως μετόχου, εσόδων για τη χρηματοδότηση έργων δημόσιου συμφέροντος.

### *2001: Εισαγωγή των μετοχών της Εταιρίας στο Χρηματιστήριο Αθηνών*

Σε συνέχεια της από 22.12.2000 απόφασης της Διυπουργικής Επιτροπής Αποκρατικοποιήσεων, η 3η Έκτακτη Καθολική Καταστατική Γενική Συνέλευση των μετόχων της Εταιρίας της 3.1.2001, αποφάσισε την εισαγωγή των μετοχών της ΟΠΑΠ Α.Ε. στην Κύρια Αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Την 25η Απριλίου 2001, κατόπιν των σχετικών εγκρίσεων του Διοικητικού Συμβουλίου του Χ.Α. και της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, ξεκίνησε η διαπραγμάτευση των μετοχών της Εταιρίας στην Κύρια Αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Το Ελληνικό Δημόσιο, ο μοναδικός έως τότε μέτοχος, διέθεσε ποσοστό 5,4% των μετοχών που κατείχε μέσω δημόσιας εγγραφής και ιδιωτικής τοποθέτησης σε εργαζομένους και πράκτορες. Τα έσοδα από την δημόσια εγγραφή εισπράχθηκαν από το Ελληνικό Δημόσιο ως μέρος του προγράμματος ιδιωτικοποιήσεών του.

### *2002: Διάθεση υφιστάμενων μετοχών κυριότητας του Ελληνικού Δημοσίου και της ΔΕΚΑ Α.Ε.*

Βάσει των από 14.2.2002, 9.5.2002 και 19.6.2002 αποφάσεων της Διυπουργικής Επιτροπής Αποκρατικοποιήσεων αποφασίστηκε η διάθεση υφιστάμενων μετοχών κυριότητας του Ελληνικού Δημοσίου και της ΔΕΚΑ Α.Ε.

Το Ελληνικό Δημόσιο και η ΔΕΚΑ Α.Ε. διέθεσαν τον Ιούλιο του 2002, ποσοστό 18,9% του μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρίας μέσω Συνδυασμένης Προσφοράς σε θεσμικούς και μη θεσμικούς επενδυτές στην Ελλάδα, σε θεσμικούς επενδυτές στο εξωτερικό και, μέσω ιδιωτικής τοποθέτησης, σε εργαζόμενους της Εταιρίας. Οι συμμετέχοντες στην ιδιωτική τοποθέτηση έλαβαν έκπτωση 10% επί της τιμής προσφοράς. Οι υφιστάμενες μετοχές που διατέθηκαν στην συνδυασμένη προσφορά ήταν διαθέσιμες προς διαπραγμάτευση την 18η Ιουλίου 2002. Το Ελληνικό Δημόσιο επίσης, διένειμε δωρεάν μία κοινή μετοχή για κάθε 10 κοινές μετοχές τις οποίες ένας επενδυτής, πλην των θεσμικών επενδυτών, κατείχε για τουλάχιστον έξι μήνες (με μέγιστο αριθμό διακοσίων (200) συνολικά δωρεάν μετοχών ανά επενδυτή), ως κίνητρο διακράτησής τους. Το σύνολο των εσόδων εισπράχθηκαν από το Ελληνικό Δημόσιο ως μέρος του προγράμματος ιδιωτικοποιήσεών του.

### *2002: Εισαγωγή των παιχνιδιών SUPER 3 και EXTRA 5*

Την 25η Νοεμβρίου 2002, η Εταιρία ξεκίνησε τη διεξαγωγή δύο νέων αριθμολαχείων προκαθορισμένης απόδοσης του ΣΟΥΠΕΡ 3 (ή «SUPER 3») και του EXTRA 5 (ή «EXTRA 5»). Το SUPER 3 βασίζεται στην πρόβλεψη ενός έως τριών ψηφίων από έναν τριψήφιο αριθμό που κληρώνεται τρεις φορές την ημέρα. Το EXTRA 5 βασίζεται στην πρόβλεψη πέντε αριθμών από τριανταπέντε αριθμούς που κληρώνονται καθημερινά.

### *2003: Νέα διακρατική συμφωνία μεταξύ της Κυβέρνησης της Ελληνικής Δημοκρατίας και της Κυβέρνησης της Κυπριακής Δημοκρατίας*

Στις 12 Φεβρουαρίου 2003, συνήφθη νέα διακρατική συμφωνία μεταξύ της Κυβέρνησης της Ελληνικής Δημοκρατίας και της Κυβέρνησης της Κυπριακής Δημοκρατίας, βάσει της οποίας επιτρέπεται η οργάνωση, λειτουργία, διεξαγωγή και διαχείριση των παιχνιδιών ΠΡΟΠΟΓΚΟΛ, ΠΡΟΠΟ, ΛΟΤΤΟ, ΠΡΟΤΟ ΤΖΟΚΕΡ, SUPER 3, EXTRA 5 και KINO από την ΟΠΑΠ Α.Ε. στην Κύπρο. Η νέα διακρατική συμφωνία, που έχει τεθεί σε ισχύ από την 1η Ιανουαρίου 2003, αντικαθιστά μία σειρά προηγούμενων διακρατικών συμφωνιών που υφίστανται από το 1969. Ενώ όλες οι προηγούμενες συμφωνίες πρόβλεπαν τη διεξαγωγή των δραστηριοτήτων της ΟΠΑΠ Α.Ε. στην Κύπρο σε μη κερδοσκοπική βάση, δυνάμει της νέας διακρατικής συμφωνίας, η ΟΠΑΠ Α.Ε. από την 1η Ιανουαρίου 2003 έχει οικονομικό όφελος από την δραστηριοποίησή της στην Κύπρο.

### *2003: Διάθεση υφιστάμενων μετοχών κυριότητας του Ελληνικού Δημοσίου.*

Το Ελληνικό Δημόσιο και η ΔΕΚΑ Α.Ε. διέθεσε τον Ιούλιο του 2003, ένα περαιτέρω ποσοστό της τάξης του 24,4% του μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρίας μέσω Συνδυασμένης Προσφοράς σε θεσμικούς και μη θεσμικούς επενδυτές στην Ελλάδα, σε θεσμικούς επενδυτές στο εξωτερικό και, μέσω ιδιωτικής τοποθέτησης, σε εργαζόμενους της Εταιρίας. Οι υφιστάμενες μετοχές που διατέθηκαν στην συνδυασμένη προσφορά ήταν διαθέσιμες προς διαπραγμάτευση την 17η Ιουλίου 2003. Το Ελληνικό Δημόσιο επίσης, δένειμε δωρεάν μία κοινή μετοχή για κάθε 10 κοινές μετοχές τις οποίες ένας επενδυτής, πλην των θεσμικών επενδυτών, κατείχε για τουλάχιστον έξι μήνες (με μέγιστο αριθμό διακοσίων (200) συνολικά δωρεάν μετοχών ανά επενδυτή), ως κίνητρο διακράτησής τους. Το σύνολο των εσόδων εισπράχθηκαν από το Ελληνικό Δημόσιο ως μέρος του προγράμματος ιδιωτικοποιήσεών του.

### *2003: Ίδρυση της OPAP Cyprus Ltd.*

Τον Αύγουστο του 2003, ως μέρος της διεθνούς στρατηγικής επέκτασης δυνάμει της διακρατικής συμφωνίας που συνήφθη μεταξύ του Ελληνικού Δημοσίου και της



Κυπριακής Δημοκρατίας, η ΟΠΑΠ Α.Ε. ίδρυσε την OPAP Cyprus Ltd., που είναι κυρίως υπεύθυνη για την οργάνωση, λειτουργία και διαφήμιση των παιχνιδιών της Εταιρίας στην Κύπρο. Αρχικά η OPAP Cyprus Ltd. λειτούργησε ως υποκατάστημα στην Κύπρο και επί του παρόντος λειτουργεί ως μία από τις θυγατρικές της ΟΠΑΠ Α.Ε.

*2003: Απόκτηση του 90% της ΟΠΑΠ Glory LTD και του 20% της Glory Technology Ltd.*

Τον Οκτώβριο του 2003, η ΟΠΑΠ Α.Ε. απέκτησε το 90% της OPAP Glory Ltd., μίας κυπριακής εταιρείας αθλητικών στοιχημάτων. Η εξαγορά επέτρεψε στην ΟΠΑΠ ΑΕ να εξασφαλίσει την παρουσία της στο προκαθορισμένο στοίχημα στην Κύπρο και να ενισχύσει περαιτέρω την καλά εδραιωμένη θέση της στην κυπριακή αγορά. Τον Οκτώβριο του 2003, η Εταιρία απέκτησε επίσης ένα ποσοστό της τάξης του 20% στην Glory Technology Ltd., που εξειδικεύεται στον τομέα των παιχνιδιών αθλητικών στοιχημάτων προκαθορισμένης απόδοσης στην Κύπρο και παρέχει κυρίως υπηρεσίες πληροφορικής για τη διεξαγωγή αριθμολαχείων on-line και συμμετέχει στο σχεδιασμό, οργάνωση και ανάπτυξη των συστημάτων υψηλής τεχνολογίας στον τομέα υπηρεσιών πληροφορικής. Η OPAP Glory Ltd. λειτουργεί on-line μέσω πρακτορείων.

*2003: Εισαγωγή του KINO.*

Στις 3 Νοεμβρίου 2003, εισήχθη το KINO, ένα αριθμολαχείο προκαθορισμένης απόδοσης που έχει καταστεί το πιο δημοφιλές παιχνίδι κατόπιν της ολοκλήρωσης της σταδιακής του εισαγωγής τον Οκτώβριο του 2004. Στους τρεις μήνες που έληξαν στις 31 Μαρτίου 2005, το KINO απέφερε το 50,6% των εσόδων.

*2004: Ίδρυση της OPAP International Ltd.*

Τον Ιανουάριο του 2004, ιδρύθηκε η θυγατρική της ΟΠΑΠ ΑΕ, OPAP International Ltd. στην Κύπρο με στόχο την υποστήριξη της στρατηγικής επέκτασης των λειτουργιών της στο εξωτερικό και την εισαγωγή νέων παιχνιδιών και την αναβάθμιση των υφισταμένων σε διεθνή κλίμακα.

*2004: Ίδρυση της ΟΠΑΠ Παροχής Υπηρεσιών Α.Ε.*

Τον Ιούλιο του 2004, ιδρύθηκε η θυγατρική ΟΠΑΠ Παροχής Υπηρεσιών Α.Ε. στην Ελλάδα με στόχο την ανάπτυξη του δυναμικού του δικτύου πωλήσεων της ΟΠΑΠ ΑΕ και γενικότερα, του ελληνικού τομέα αθλητισμού συμπεριλαμβανομένης, μέσω της παροχής υπηρεσιών και της οργάνωσης αθλητικών και πολιτιστικών δραστηριοτήτων, της πώλησης εισιτηρίων για αθλητικές, πολιτιστικές και άλλες ψυχαγωγικές δραστηριότητες και της δημιουργίας μίας ενιαίας εταιρικής εικόνας για τα πρακτορεία της. Για τη χρηματοδότηση της αναβάθμισης του δικτύου των πρακτόρων της η ΟΠΑΠ

ΑΕ θα διαθέτει το 1,0% των εσόδων του ΚΙΝΟ (περιλαμβανομένου του φόρου προστιθέμενης αξίας και εξαιρουμένων των εσόδων από την Κύπρο) στην ΟΠΑΠ Παροχή Υπηρεσιών Α.Ε. από την 1η Ιανουαρίου 2004 μέχρι τις 31 Δεκεμβρίου 2008.

*2005: Διάθεση υφιστάμενων μετοχών κυριότητας του Ελληνικού Δημοσίου.*

Το Ελληνικό Δημόσιο διέθεσε τον Ιούλιο του 2005, ένα περαιτέρω ποσοστό της τάξης του 16,44% του μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρίας μέσω Συνδυασμένης Προσφοράς σε θεσμικούς και μη θεσμικούς επενδυτές στην Ελλάδα, σε θεσμικούς επενδυτές στο εξωτερικό και, μέσω ιδιωτικής τοποθέτησης, σε εργαζόμενους της Εταιρίας. Οι υφιστάμενες μετοχές που διατέθηκαν στην συνδυασμένη προσφορά ήταν διαθέσιμες προς διαπραγμάτευση την 21η Ιουλίου 2005. Το Ελληνικό Δημόσιο επίσης, προτίθεται να διανείμει δωρεάν μία κοινή μετοχή για κάθε 10 κοινές μετοχές τις οποίες ένας επενδυτής, πλην των θεσμικών επενδυτών, κατείχε για τουλάχιστον έξι μήνες (με μέγιστο αριθμό εκατό (100) συνολικά δωρεάν μετοχών ανά επενδυτή), ως κίνητρο διακράτησής τους. Το σύνολο των εσόδων εισπράχθηκαν από το Ελληνικό Δημόσιο ως μέρος του προγράμματος ιδιωτικοποιήσεών του.

*2006 :Αναμόρφωση του ΠΡΟΠΟ*

Στις 7 Μαρτίου 2006 άρχισε η νέα μορφή του ΠΡΟΠΟ 14&7 με την προσθήκη 14ου αγώνα (κατάργηση Σ13) και με τη δυνατότητα συμμετοχής στους 7 πρώτους αγώνες του δελτίου.

2007: Συμφωνία με την κοινοπραξία «INTRALOT Α.Ε. - INTRALOT INTERNATIONAL LTD» και της εταιρίας «ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ , ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΚΑΙ ΠΡΟΒΟΛΗΣ ΣΤΟΙΧΗΜΑΤΩΝ» και υπογραφή 3ετούς διάρκειας σύμβασης (από 31.7.2007) με βασικά σημεία:

- Διάθεση νέων προϊόντων στοιχηματισμού, βελτιωμένο λογισμικό διαχείρισης ρίσκου του παιχνιδιού ΠΑΜΕ ΣΤΟΙΧΗΜΑ καθώς επίσης και αναβαθμισμένες συμβουλευτικές και επιχειρησιακές υπηρεσίες
- Αναβάθμιση κεντρικού συστήματος και δικτύου τερματικών
- Δυνατότητα παροχής υπηρεσιών προστιθέμενης αξίας όπως π.χ. πληρωμή λογαριασμών , club παιχτών κλπ

Έναντι τιμήματος € 96,48 εκ. πλέον ΦΠΑ, και με μονομερές δικαίωμα ανανέωσης από την ΟΠΑΠ Α.Ε. για ένα έτος.

### Πρόσφατες εξελίξεις

*2008: Διακοπή αποδόσεων της ΟΠΑΠ Α.Ε. προς την θυγατρική ΟΠΑΠ ΠΑΡΟΧΗΣ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ Α.Ε.*

Εγκρίθηκε η διακοπή απόδοσης του ποσοστού 1% επί των πωλήσεων του παιχνιδιού ΚΙΝΟ, του 5% επί του εν λόγω ποσοστού, καθώς και των σχετικών εξόδων διαχείρισης στη θυγατρική εταιρεία ΟΠΑΠ ΠΑΡΟΧΗΣ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ Α.Ε. από 1.1.2008.

*2008: Λειτουργική αναδιοργάνωση*

Η Διοίκηση, στο πλαίσιο της ανάπτυξης και εκσυγχρονισμού του Ομίλου της ΟΠΑΠ Α.Ε., αποφάσισε τη μετάβαση σε νέο στρατηγικό μοντέλο οργάνωσης των ελληνικών εταιρειών του Ομίλου, δηλαδή της μητρικής ΟΠΑΠ Α.Ε. και της θυγατρικής ΟΠΑΠ ΠΑΡΟΧΗΣ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ Α.Ε. Η νέα οργανωτική δομή τους αποσκοπεί στην αποτελεσματικότερη οργάνωση, αναδιάταξη και επανακαθορισμό των ροών εργασιών των δύο εταιρειών, προκειμένου αυτές να λειτουργούν αποτελεσματικά και συμπληρωματικά μεταξύ τους, βάσει διεθνών προτύπων οργάνωσης, λειτουργίας και εταιρικής διακυβέρνησης.

*2009: Αναμόρφωση Παιχνιδιών – Τεχνολογικός εξοπλισμός.*

Στις 26.1.2009, ως συμπλήρωμα στη νέα εικόνα του παρεχόμενου προϊόντος της, η ΟΠΑΠ Α.Ε. προχώρησε στην αναμόρφωση των παιχνιδιών της. Έμφαση δόθηκε στη νέα μορφή δελτίων με σημαντικά αυξημένες δυνατότητες από αυτά που αντικατέστησαν, αλλά και στη δομή των παιχνιδιών με την εισαγωγή νέων και την τροποποίηση των υφιστάμενων κατηγοριών κερδών. Παράλληλα συνδυάσθηκε με αλλαγή της τιμολόγησης παιχνιδιών (ΠΡΟΠΟ, ΠΡΟΠΟΓΚΟΛ, ΛΟΤΤΟ, ΠΡΟΤΟ και ΤΖΟΚΕΡ), των οποίων οι πωλήσεις αντιπροσωπεύουν το 7,36% και το 9,00% του συνόλου των πωλήσεων των παιχνιδιών του Ομίλου στη χρήση 2008 και 2009 αντιστοίχως. Σημειώνεται ότι η τιμολόγηση είχε παραμείνει ίδια για χρονικό διάστημα άνω των 10 ετών.

Τον Αύγουστο του 2008 τέθηκε σε λειτουργία μία σημαντική βελτίωση του “ΠΑΜΕ ΣΤΟΙΧΗΜΑ”, το νέο ενιαίο δελτίο, το οποίο μαζί με το νέο λογισμικό του παιχνιδιού δίνει τη δυνατότητα στους παίκτες να συνδυάζουν διαφορετικού τύπου στοιχηματικά γεγονότα και παράλληλα εμπλουτίζει τις επιλογές τους. Η παραπάνω εξέλιξη

ουσιαστικά βελτίωσε την όλη εικόνα του παρεχόμενου προϊόντος. Επίσης ενόψει του Παγκοσμίου Κυπέλλου Ποδοσφαίρου το 2010 σχεδιάζεται η υλοποίηση δυνατότητας στοιχηματισμού και στο ημίχρονο των αγώνων κάτι που θα τονώσει ιδιαίτερα το ενδιαφέρον των παιχτών.

Τον Ιούνιο του 2008 ολοκληρώθηκε η διάθεση προς χρήση όλων των τερματικών που προβλέπονται στο από 31.7.2007 Ιδιωτικό Συμφωνητικό καθώς και η εγκατάσταση στα πρακτορεία 10.000 περίπου Τερματικών Αυτόνομης Χρήσης (TAX). Στο διάστημα που πέρασε αξιολογήθηκε η λειτουργία τους και προδιαγράφηκαν οι τροποποιήσεις που απαιτούνται για να γίνει περισσότερο ελκυστική η χρήση τους από τους παίκτες. Οι βελτιώσεις αυτές έχουν ήδη εγκατασταθεί μαζί με τις βελτιώσεις για την αναμόρφωση των παιχνιδιών.

Παράλληλα με τα παραπάνω συνεχίζεται η ανάπτυξη και εγκατάσταση του λοιπού λογισμικού, το οποίο περιγράφεται στο παραπάνω Ιδιωτικό Συμφωνητικό μεταξύ της ΟΠΑΠ Α.Ε. και της κοινοπραξίας INTRALOT.

*2009: Συμφωνία με πράκτορες.*

Μετά την ολοκλήρωση της συμφωνίας μεταξύ ΟΠΑΠ Α.Ε. και πρακτόρων υπογράφηκε η σύμβαση με κάθε ένα πράκτορα ατομικά. Μέχρι 31.12.2009 είχε υπογράψει το 90,4% των πρακτόρων (μέχρι σήμερα έχει υπογραφεί πλέον του 97% των ατομικών συμβάσεων). Με την υπογραφή της σύμβασης διαμορφώνεται πλέον σαφές συμβατικό πλαίσιο συνεργασίας μεταξύ της ΟΠΑΠ Α.Ε. και των πρακτόρων της, συστηματοποιείται, αναμορφώνεται και εκσυγχρονίζεται η λειτουργία του δικτύου των πρακτόρων, ώστε να ανταποκρίνεται στις αυξημένες ανάγκες, αλλά και να διασφαλίζει συγκεκριμένους σκοπούς δημοσίου συμφέροντος, όπως την προστασία του κοινού από τον εθισμό στα τυχερά παίγνια, την πρόληψη της απάτης, την προστασία των ανηλίκων κλπ.

*2009: Γεωγραφική Επέκταση*

Η ΟΠΑΠ Α.Ε. συμμετείχε, ως ένας από τους δύο τελικούς διεκδικητές, σε κοινοπρακτικό σχήμα με ποσοστό 50% με τρεις τοπικούς εταίρους (FIBA, Alarco και Dogus), στο διαγωνισμό ιδιωτικοποίησης της Τουρκικής λοταρίας Milly Piyango, ο οποίος, όπως ανακοινώθηκε από την Αρχή Ιδιωτικοποιήσεων της Τουρκίας στις 7.5.2009, έληξε χωρίς ανάδοχο.

2009-2010: Εταιρική εικόνα πρακτορείων

Ολοκληρώθηκε επιτυχώς η αναμόρφωση των πρακτορείων της ΟΠΑΠ Α.Ε με την εφαρμογή της ενιαίας εταιρικής εικόνας στο δίκτυο πωλήσεων στην Κύπρο. Σκοπός της αναμόρφωσης είναι η αύξηση της αναγνωρισιμότητας της εταιρείας και πρωτίστως η βελτίωση της αισθητικής, της εργονομίας και της λειτουργικότητας των πρακτορείων. Η μελέτη των σχεδίων και προδιαγραφών που προηγήθηκε του έργου, έγινε από την ΟΠΑΠ ΠΑΡΟΧΗΣ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ Α.Ε., θυγατρική εταιρεία του Ομίλου ΟΠΑΠ, σε συνεργασία και συμφωνία με τους πράκτορες σε Ελλάδα και Κύπρο. Η διαδικασία αναμόρφωσης του δικτύου της εταιρείας στην Ελλάδα, ξεκίνησε με τη δημοσίευση του πρώτου σχετικού διαγωνισμού / πρόσκλησης ενδιαφέροντος για την ΟΠΑΠ Α.Ε.

Κατά το τρίτο τρίμηνο του 2009 προκηρύχθηκε ο διαγωνισμός και κατατέθηκαν οι προσφορές για την επιλογή του αναδόχου για την αναδιαμόρφωση 490 πρακτορείων στο Δήμο Αθηναίων. Η αξιολόγηση των προσφορών για την ανάδειξη του προσωρινού αναδόχου διενεργήθηκε το Μάρτιο 2010 και η λήψη απόφασης του Δ.Σ. για την κατακύρωση του αποτελέσματος επιλογής του προσωρινού αναδόχου στις 12.4.2010.

### 5.3. Μάκρο-Μίκρο Περιβάλλον -Ο Κλάδος των Τυχερών Παιχνιδιών

Βρισκόμαστε στο σταυροδρόμι σημαντικών εξελίξεων τόσο στην γενικότερη οικονομία της χώρας που έχει ήδη τεθεί σε τροχιά επιτήρησης από την Ευρώπη με ένα τριετές πρόγραμμα σταθερότητας (2010-2012) όσο και στον κλάδο των τυχερών παιχνιδιών όπου αναμένονται να παρθούν σημαντικές αποφάσεις στην δομή και στο νομοθετικό πλαίσιο που θα ορίζει την διεξαγωγή των τυχερών παιχνιδιών.

#### 5.3.1. Μάκρο-Περιβάλλον

**Μείωση του ΑΕΠ της Ελλάδας κατά 3,7% φέτος και 2,5% το 2011 προβλέπει η εξαμηνιαία έκθεση του Οργανισμού Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ) για την πορεία των οικονομιών των χωρών-μελών του.**<sup>5</sup>

---

<sup>5</sup> <http://www.argoliki.gr/index.php/epikairotita/oikonomia/problepseis-gia-tin-oikonomia.html>

Σύμφωνα με την έκθεση, η ανεργία προβλέπεται να αυξηθεί από 9,5% το 2009 σε 12,1% φέτος και 14,3% το 2011. Η μείωση της οικονομικής δραστηριότητας σε συνδυασμό με την αυξανόμενη ανεργία αναμένεται να οδηγήσουν σε αποκλιμάκωση του πληθωρισμού. Για το 2010 προβλέπεται πληθωρισμός 3% και για το επόμενο έτος 0,3%.

Το δημοσιονομικό έλλειμμα προβλέπεται ότι θα υποχωρήσει σημαντικά και συγκεκριμένα στο 8,1% του ΑΕΠ φέτος και περαιτέρω στο 7,1% το 2011 από 13,5% το 2009. Η έκθεση τονίζει ότι η βαθιά και διατηρήσιμη δημοσιονομική εξυγίανση καθώς και οι διαρθρωτικές αλλαγές είναι "κλειδιά" για την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης και την ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας. Σημειώνει, επίσης, ότι η συμφωνία στις αρχές Μαΐου της Ελλάδας με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο αύξησαν την αξιοπιστία της δημοσιονομικής πολιτικής και θα πρέπει να οδηγήσει σε μείωση του κόστους δανεισμού της χώρας και στη σταθεροποίηση του δημόσιου χρέους.

Ο ΟΟΣΑ αναθεωρεί προς τα επάνω τις προβλέψεις του για την ανάπτυξη των ανεπτυγμένων χωρών, όπου αναμένει αύξηση του ΑΕΠ κατά 2,7% το 2010 και κατά 2,8% κατά το 2011, ωστόσο προειδοποιεί για τις απειλές για την ανάκαμψη που αποτελεί η κρίση του χρέους.

Ο Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης αναφέρει ότι η οικονομία της ευρωζώνης είναι πιθανόν να καταγράψει ανάκαμψη κατά 1,2% κατά το 2010 και κατά 1,8% κατά το 2011, σε μία περισσότερο αισιόδοξη εκτίμηση από εκείνη της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, η οποία τοποθετεί την ανάπτυξη της ευρωζώνης για το 2010 στο 0,9% και για το 2011 στο 1,5%.

*Στο κλίμα αυτό της ύφεσης που διέρχεται η Ελλάδα ο κλάδος των τυχερών παιχνιδιών ενδέχεται να παρουσιάσει απώλειες αλλά όχι σημαντικές καθότι είναι αμυντικός κλάδος ενώ σε αυτό συνηγορεί και η εκφρασμένη πολιτική της κυβέρνησης για αναμόρφωση του νομοθετικού πλαισίου που στοχεύει στην ανανέωση των υπαρχόντων αδειών (επέκταση της σύμβασης αποκλειστικότητας του ΟΠΑΠ για 10 χρόνια) και χορήγηση νέων αδειών για τα τεχνικά παιχνίδια (φρουτάκια) και τα διαδικτυακά (internet gaming) για εξασφάλιση εσόδων.<sup>6,7</sup>*

---

<sup>6</sup> <http://www.capital.gr/news.asp?id=977927>

<sup>7</sup> [http://news.kathimerini.gr/4dcgi/\\_w\\_articles\\_economy\\_1\\_03/06/2010\\_\\_403237](http://news.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_economy_1_03/06/2010__403237)

### *Φορολογικές επιπτώσεις*

Έκτακτη εφάπαξ εισφορά κοινωνικής ευθύνης στα κέρδη νομικών προσώπων και ειδικό φόρο τηλεοπτικών διαφημίσεων προβλέπει μεταξύ άλλων το νομοσχέδιο με τα μέτρα για την εφαρμογή του μηχανισμού στήριξης της ελληνικής οικονομίας που κατατέθηκε στη Βουλή.

Η έκτακτη εισφορά επιβάλλεται στα καθαρά κέρδη των επιχειρήσεων οικονομικού έτους 2010 (κέρδη που αποκτήθηκαν το 2009) και όταν αυτά υπερβαίνουν τα 100.000 ευρώ. Συγκεκριμένα για καθαρά κέρδη από € 5.000.001 και άνω η έκτακτη εισφορά θα υπολογίζεται με συντελεστή 10%.

### **5.3.2. Μικρο-περιβάλλον –Κλάδος Τυχερών παιχνιδιών**

#### **Νομικό Πλαίσιο – Κανόνες Λειτουργίας**

Το καθεστώς που ίσχυε μέχρι πριν από λίγο καιρό για τις περισσότερες ευρωπαϊκές χώρες, μεταξύ των οποίων και η Ελλάδα, ήταν πως το κάθε κράτος ελέγχει πλήρως τον εγχώριο τομέα τυχερών παιχνιδιών διατηρώντας στην πλειονότητα μονοπώλια στις περισσότερες κατηγορίες παιχνιδιών.

Όμως με την απελευθέρωση των υπηρεσιών και την απαγόρευση των περιορισμών στην διακίνησή τους στα κράτη μέλη, που επέβαλαν οι συνθήκες της ευρωπαϊκής κοινότητας (άρθρα 43 και 49 της ΕΚ), το καθεστώς του μονοπωλίου αμφισβητείται όλο και πιο έντονα.

#### *Αρχή της επικουρικότητας*

Βέβαια από τις συνθήκες αυτές της πλήρους διακίνησης και ανταγωνισμού έχουν εξαιρεθεί οι υπηρεσίες των τυχερών παιχνιδιών (άρθρα 45.2 και 55 της ΕΚ) και δίνεται το δικαίωμα στην κάθε χώρα-κράτος να θεσπίσει τους δικούς της κανόνες λειτουργίας με την προϋπόθεση **ότι τηρούνται η αρχή της αναλογικότητας των περιορισμών με βάση τον επιδιωκόμενο στόχο (π.χ. της προστασίας του κοινωνικού συνόλου από εθισμό, ή από απάτη ή από σπατάλη οικονομικών πόρων ) και της μη-διάκρισης εναντίον ξένων εταιριών και κατάχρησης της δεσπόζουσας θέσης .**

Υπό αυτό το πνεύμα εξετάζονται τα καθεστώτα λειτουργίας στις εκάστοτε χώρες με αποτέλεσμα να καταλήγουν πολλές υποθέσεις στο Ευρωπαϊκό Δικαστήριο και να εκδικάζονται κατόπιν μηνύσεων ενδιαφερομένων μερών.<sup>8</sup>

### *Διαδικτυακά Παιχνίδια*

Αυξημένες είναι οι πιέσεις για την απελευθέρωση των διαδικτυακών παιχνιδιών που αναπτύσσονται ταχύτατα και απειλούν ως υποκατάστατα των παραδοσιακών παιχνιδιών.

Τον περασμένο Μάρτιο το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο είχε αποφασίσει ότι βάσει της αρχής της επικουρικότητας, «τα κράτη-μέλη έχουν συμφέρον και δικαίωμα να ρυθμίζουν και να ελέγχουν τις αγορές των τυχερών παιχνιδιών στις επικράτειές τους», ζητώντας επίσης «μια πιθανή πολιτική λύση» σχετικά με τον τρόπο που θα προσδιοριστούν και θα αντιμετωπιστούν προβλήματα που προκύπτουν από τα τυχερά παιχνίδια *online*.

Η ρύθμιση της ευρωπαϊκής αγοράς τυχερών παιχνιδιών και ιδιαίτερα του διαδικτυακού τζόγου αποτελεί βασική προτεραιότητα της Ε.Ε. καθώς πρόκειται για ένα ζήτημα που παραμένει ανοικτό επί μακρόν, χωρίς ενιαίο νομικό περίγραμμα, με αποτέλεσμα η δραστηριοποίηση πολλών διαδικτυακών εταιρειών σε χώρες όπου υφίστανται μονοπωλιακοί περιορισμοί, να προκαλέσει αντιδράσεις που έχουν φθάσει μέχρι το Ευρωπαϊκό Δικαστήριο.

Με περυσινό του ψήφισμα, το Ε.Κ. είχε ζητήσει στενότερη συνεργασία των κρατών-μελών για τη διαχείριση του φαινομένου αλλά είχε ταχθεί κατά της επιβολής πανευρωπαϊκής ρύθμισης της αγοράς, η οποία είχε άλλωστε εξαιρεθεί και από την οδηγία για τις υπηρεσίες (οδηγία «Μπόλκεσταϊν»).

### *Ελληνική Πραγματικότητα*

Στην Ελλάδα δραστηριοποιούνται «νόμιμα» οι παρακάτω:

- **Η ΟΠΑΠ Α.Ε.** με την διενέργεια παιχνιδιών αριθμολαχείων και στοιχημάτων προκαθορισμένης και μη απόδοσης
- **Ο Οργανισμός Κρατικών Λαχείων** που εκδίδει το ΚΡΑΤΙΚΟ ΛΑΧΕΙΟ και το ΛΑΪΚΟ ΛΑΧΕΙΟ.

---

<sup>8</sup> Χαρακτηριστικές περιπτώσεις των Laara, Zenatti, Schindler που δικαίωσαν τα μονοπώλια στις χώρες κράτη ενώ στην περίπτωση του Gambelli δικαίωθηκε η Stanley Bet εναντίον του Ιταλικού μονοπωλίου.



- **Η κρατική εταιρία Ο.Δ.Ι.Ε. Α.Ε. (Οργανισμός Διεξαγωγής Ιπποδρομιών Ελλάδος)** διεξάγοντας τα αμοιβαία στοιχήματα επί εγχώριων ιπποδρομιών. Τα στοιχήματα προκαθορισμένης απόδοσης επί ελληνικών ιπποδρομιών και τα στοιχήματα επί διεθνών ιπποδρομιών, είναι επί του παρόντος παράνομα στην Ελλάδα.
- **Τα Καζίνο**, που μετά την χορήγηση αδειών ιδιωτικών Καζίνο το 1995, στην Ελλάδα λειτουργούν εννέα τον αριθμό, η πλειοψηφία των οποίων είναι ιδιωτικά.

Υπό το πρίσμα των ευρωπαϊκών εξελίξεων και της σταδιακής απελευθέρωσης που διενεργείται ήδη σε ορισμένες Ευρωπαϊκές χώρες (όπως Ιταλία, Γαλλία ακολουθούν Γερμανία, Δανία) η Ελληνική Κυβέρνηση εξετάζει ήδη νομοσχέδιο για την ρύθμιση της αγοράς τυχερών παιχνιδιών με συγκεκριμένα μέτρα την χορήγηση νέων αδειών για τα τεχνικά παιχνίδια (φρουτάκια), τα διαδικτυακά και την επέκταση της άδειας αποκλειστικότητας της ΟΠΑΠ Α.Ε. για μία δεκαετία.

### Ο Κλάδος σε αριθμούς

Σύμφωνα με έρευνα της Ευρωπαϊκής Ένωσης Λοταριών (EuLA) που περιλαμβάνει στοιχεία από 53 νόμιμες Ευρωπαϊκές Λοταρίες από το διάστημα 2006-2008 έχουμε τα εξής ενδιαφέροντα στοιχεία:

Το 2008 τα μεικτά κέρδη των 53 λοταριών ( πωλήσεις μείον πληρωμές παιχτών) στις 27 Ευρωπαϊκές χώρες ήταν €32,3 δις , εμφανίζοντας μια άνοδο 2,6% σχετικά με το 2007. Αυτό εκφράζει το ποσό που ξόδεψαν οι παίχτες στις εθνικές τους λοταρίες. **Η μέση ετήσια αύξηση από το 2006 έως το 2008 ανέρχεται στο 3,6%, ενώ το ετήσιο κατά κεφαλήν έξοδο του Έλληνα παίχτη ήταν πάνω από 100 € (καθαρές εκροές).**

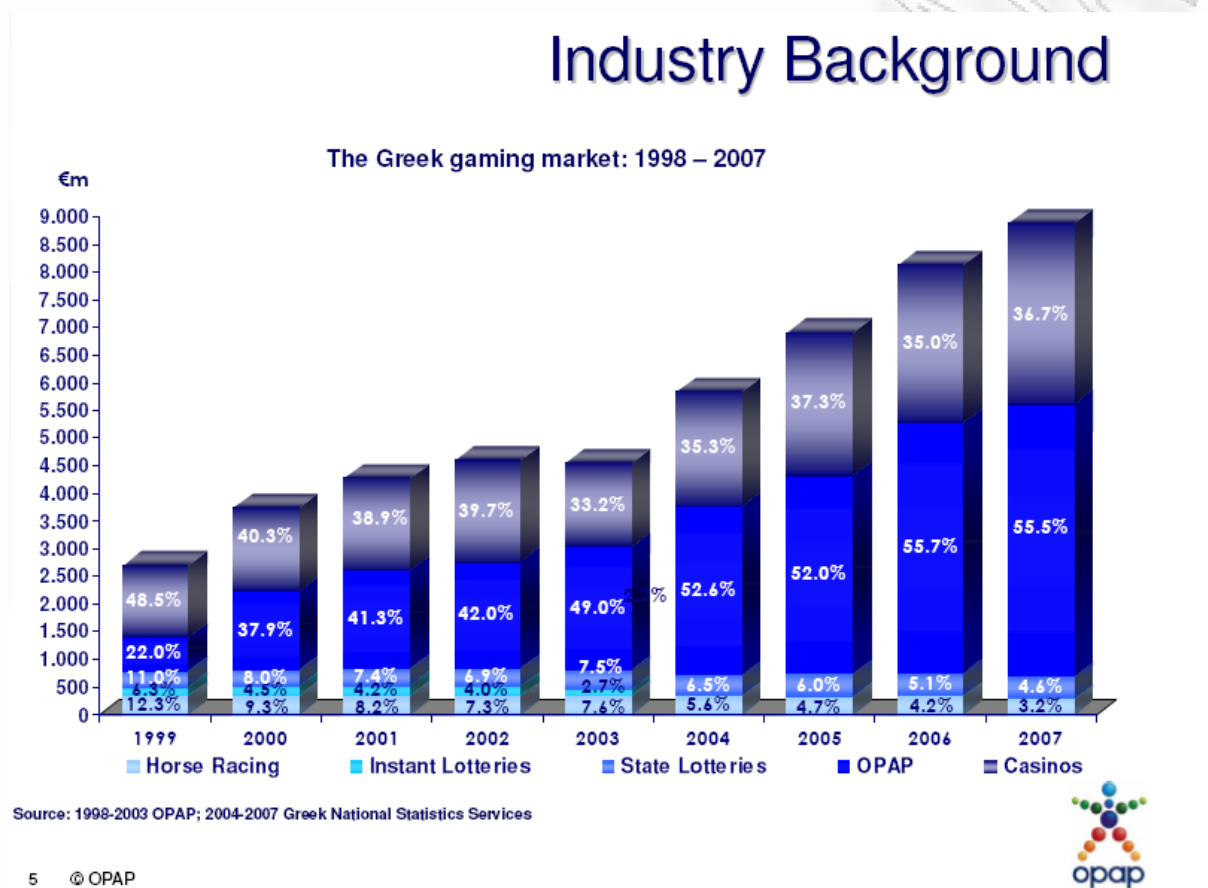
**Οι πωλήσεις για τα παιχνίδια λοταριών** ( αριθμολαχεία, στιγμιαία λαχεία, αθλητικά γεγονότα αμοιβαία και προκαθορισμένα) ήταν **€ 72.1 δις** το 2008 κατά 3,1% αυξημένο από το 2007.

Τα δε έσοδα από τα **νόμιμα παιχνίδια** στην Ελλάδα (ΟΠΑΠ, καζίνο, λαχεία, υπόδρομο) **έφτασαν πέρυσι στα €9 δις** ενώ εκτιμάται ότι τα **παράνομα παιχνίδια** αποφέρουν έσοδα ή μάλλον φοροδιαφεύγουν κατά €5 δις.<sup>9</sup>

---

<sup>9</sup> <http://www.capital.gr/news.asp?id=919213>

Αναλυτικό διάγραμμα της εξέλιξης των νόμιμων παιχνιδιών στην Ελλάδα τα τελευταία χρόνια φαίνεται στο παρακάτω διάγραμμα:



### Ανάλυση κατά Porter

Η ανάλυση κατά Porter αναδεικνύει την ελκυστικότητα του κλάδου όσον αφορά την ανταγωνιστικότητα που αναπτύσσεται από τις οριζόντιες και κάθετες δυνάμεις αλληλεπίδρασης της επιχείρησης.

#### Οριζόντιες Δυνάμεις

**Ανταγωνισμός στον κλάδο:** Χαμηλός. Σε μία αγορά που δρα μονοπωλιακά ως προς τα νόμιμα παιχνίδια και με διαρκή άνοδο σε τζίρο δεν τίθεται θέμα ανταγωνισμού. Ανταγωνισμός υπάρχει από τα παράνομα παιχνίδια ο οποίος είναι μεν έντονος και

πιεστικός γιατί δεν υπάρχει ρυθμιστικό πλαίσιο που να καθορίζει την λειτουργία του διαδικτυακού παιχνιδιού αλλά από την άλλη είναι πολλοί αυτοί που ανταγωνίζονται χωρίς διαφοροποιημένα χαρακτηριστικά και ταυτότητα.

*Απειλή νεοεισερχομένων:* Σοβαρή. Υπό την αίρεση ενός νέου καθεστώτος λειτουργίας θα εξαρτηθεί από τους όρους που θα θεσπιστούν από την κυβέρνηση. Η αποτίμηση της άδειας και της χρονικής της διάρκειας, η φορολόγησή των νέων αδειών και η πρόσβασή τους στα κανάλια διανομής θα καθορίσει τον αριθμό των νεοεισερχομένων.

*Απειλή υποκατάστατων προϊόντων:* Χαμηλή. Οι τυχεροί διαγωνισμοί και οι κληρώσεις που διενεργούν άλλες εταιρίες που δεν ανήκουν στον κλάδο στα πλαίσια προωθητικών ενεργειών (π.χ. κληρώσεις δώρων, ταξίδια ή και χρηματικά έπαθλα από αγορά προϊόντος ή συμμετοχή).

### **Κάθετες δυνάμεις**

*Διαπραγματευτική δύναμη προμηθευτών:* Μέτρια. Υπάρχουν 3 ουσιαστικά προμηθευτές τεχνολογικών συστημάτων παγκοσμίως και ανταγωνίζονται σκληρά για να εξασφαλίσουν πελάτη. Λόγω μεγέθους της αγοράς η δύναμη είναι στον αγοραστή και όχι στον προμηθευτή, και κίνδυνο καθετοποίησης υπάρχει προς τα εμπρός και όχι προς τα πίσω. Το μόνο πλεονέκτημα του προμηθευτή είναι τα κόστη αλλαγής προμηθευτή λόγω ισχυρής τεχνογνωσίας.

*Διαπραγματευτική δύναμη αγοραστών:* Μέτρια. Το προϊόν είναι απλό και δεν διαφοροποιείται σημαντικά οπότε θεωρητικά ο αγοραστής μπορεί να αλλάξει εταιρία. Σε περίπτωση περιορισμένων καναλιών διανομής όμως υπάρχει το κόστος αλλαγής (τεχνολογικό, αξιοπιστίας).

*Διαπραγματευτική δύναμη δικτύου διανομής:* Υψηλή. Το δίκτυο διανομής στην περίπτωση που είναι υπό κάποιο καθεστώς εκμίσθωσης (franchise) ενδέχεται να έχει ισχυρή διαπραγματευτική δύναμη λόγω συγκέντρωσης (ισχυρό σωματείο), ενώ η καθετοποίηση προς τα πίσω (διεξαγωγή παράνομου παιχνιδιού στα σημεία πώλησης) είναι σημαντική απειλή.

## **5.4. Δομή του Ομίλου**

## Αποτίμηση Επιχειρήσεων: Μελέτη ΟΠΑΠ Α.Ε.

Η δομή του ομίλου έχει ως εξής:

ΕΤΑΙΡΙΑ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗΣ	ΕΔΡΑ	ΚΥΡΙΑ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ
ΟΠΑΠ Α.Ε.	ΜΗΤΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ	ΕΛΛΑΔΑ	ΑΡΙΘΜΟΛΑΧΕΙΑ ΚΑΙ ΣΤΟΙΧΗΜΑΤΑ
ΟΠΑΠ ΚΥΠΡΟΥ LTD	100%	ΚΥΠΡΟΣ	ΑΡΙΘΜΟΛΑΧΕΙΑ
ΟΠΑΠ GLORY LTD	100%	ΚΥΠΡΟΣ	ΕΤΑΙΡΙΑ ΣΤΟΙΧΗΜΑΤΩΝ
INTERNATIONAL LTD	100%	ΚΥΠΡΟΣ	ΕΤΑΙΡΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
ΟΠΑΠ ΠΑΡΟΧΗΣ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ Α.Ε.	100%	ΕΛΛΑΔΑ	ΑΘΛΗΤΙΚΑ ΓΕΓΟΝΟΤΑ –ΠΡΟΒΟΛΗ
GLORY TECHNOLOGY LTD	20%	ΚΥΠΡΟΣ	ΠΑΡΟΧΗ ΛΟΓΙΣΜΙΚΟΥ
NEUROSOFT S.A.	30%	ΕΛΛΑΔΑ	ΠΑΡΟΧΗ ΛΟΓΙΣΜΙΚΟΥ

Ενώ η κατανομή των εσόδων ανά γεωγραφική επικράτεια έχει ως εξής:

Για την χρήση που έληξε το 2009	Ελλάδα	Κύπρος	Σύνολο
	(ποσά σε χιλιάδες ευρώ-ποσοστό επί συνόλου)		
Έσοδα	5.222.199 (96%)	218.733 (4%)	5.440.932
Μικτά κέρδη	1.099.042 (97%)	30.634 (3%)	1.129.676
Σύνολο ενεργητικού	1.260.045 (97%)	42.736 (3%)	1.302.781

Και για το 2008:

Για την χρήση που έληξε το 2008	Ελλάδα	Κύπρος	Σύνολο
	(ποσά σε χιλιάδες ευρώ-ποσοστό επί συνόλου)		
Έσοδα	5.330.540 (96%)	189.051 (4%)	5.519.591
Μικτά κέρδη	1.126.497 (97%)	29.364 (3%)	1.155.861
Σύνολο ενεργητικού	1.368.677 (97%)	32.864 (3%)	1.401.541

### 5.5. Δίκτυο Πωλήσεων

Ο Όμιλος προσφέρει τα παιχνίδια του μέσω ενός εκτεταμένου on-line δικτύου 5.155 σημείων πώλησης εκ των οποίων τα 160 λειτουργούν στην Κύπρο βάσει διακρατικής συμφωνίας της ΟΠΑΠ Α.Ε. με τη θυγατρική ΟΠΑΠ ΚΥΠΡΟΥ LTD.

Τα πρακτορεία δεν είναι ιδιόκτητα αλλά λειτουργούν με ένα καθεστώς μίσθωσης της άδειας λειτουργίας (franchise) και η αδειοδότηση πληρεί συγκεκριμένους κανόνες όσον αφορά την αναλογία τους στον πληθυσμό.

Οι πράκτορες καταβάλλουν τις εισπράξεις των παιχνιδιών απευθείας στην Εταιρία αφού αφαιρέσουν την αποζημίωση που τους αναλογεί (7%, 8% ή 12%, ανάλογα με το παιχνίδι) και οποιαδήποτε κέρδη έχουν καταβάλλει στους νικητές.

Σημαντικές εξελίξεις όπως αναφέρθηκε προηγουμένως ήταν:

#### **Συμφωνία με πράκτορες**

Μέχρι 31.12.2009 είχε υπογράψει το 90,4% των πρακτόρων (μέχρι σήμερα έχει υπογραφεί πλέον του 97% των ατομικών συμβάσεων). Με την υπογραφή της σύμβασης διαμορφώνεται πλέον σαφές συμβατικό πλαίσιο συνεργασίας μεταξύ της ΟΠΑΠ Α.Ε. και των πρακτόρων της, συστηματοποιείται, αναμορφώνεται και εκσυγχρονίζεται η λειτουργία του δικτύου των πρακτόρων, ώστε να ανταποκρίνεται στις αυξημένες ανάγκες, αλλά και να διασφαλίζει συγκεκριμένους σκοπούς δημοσίου συμφέροντος, όπως την προστασία του κοινού από τον εθισμό στα τυχερά παίγνια, την πρόληψη της απάτης, την προστασία των ανηλίκων κλπ.

#### **Αναμόρφωση Πρακτορείων – Ενιαία Εταιρική Εικόνα**

Ολοκληρώθηκε επιτυχώς η αναμόρφωση των πρακτορείων της ΟΠΑΠ Α.Ε με την εφαρμογή της ενιαίας εταιρικής εικόνας στο δίκτυο πωλήσεων στην Κύπρο. Σκοπός της αναμόρφωσης είναι η αύξηση της αναγνωρισιμότητας της εταιρείας και πρωτίστως η βελτίωση της αισθητικής, της εργονομίας και της λειτουργικότητας των πρακτορείων.

Κατά το τρίτο τρίμηνο του 2009 προκηρύχτηκε ο διαγωνισμός και κατατέθηκαν οι προσφορές για την επιλογή του αναδόχου για την αναδιαμόρφωση 490 πρακτορείων στο Δήμο Αθηναίων. Η αξιολόγηση των προσφορών για την ανάδειξη του προσωρινού αναδόχου διενεργήθηκε το Μάρτιο 2010 και η λήψη απόφασης του Δ.Σ. για την κατακύρωση του αποτελέσματος επιλογής του προσωρινού αναδόχου στις 12.4.2010.

### Σωματείο Πρακτόρων Π.Ο.Ε.Π.Π

Ιδιαίτερο ισχυρό φαίνεται να είναι το σωματείο των επαγγελματιών πρακτόρων (ΠΑΝΕΛΛΗΝΙΑ ΟΜΟΣΠΟΝΔΙΑ ΕΠΑΓΓΕΛΜΑΤΙΩΝ ΠΡΑΚΤΟΡΩΝ ΠΑΙΧΝΙΔΙΩΝ ΠΡΟΓΝΩΣΗΣ ΟΠΑΠ) κάτι που φάνηκε και από τις πρόσφατες απεργιακές κινητοποιήσεις.

### 5.6. Κύρια Δραστηριότητα – Εξέλιξη Παιχνιδιών

Προς το παρόν, η εταιρεία οργανώνει, διεξάγει και λειτουργεί έξι αριθμολαχεία (ΤΖΟΚΕΡ,ΛΟΤΤΟ, ΠΡΟΤΟ, EXTRA 5, SUPER 3 και ΚΙΝΟ) και τρία παιχνίδια πρόγνωσης αθλητικών γεγονότων (ΣΤΟΙΧΗΜΑ, ΠΡΟΠΟ και ΠΡΟΠΟ-ΓΚΟΛ). Επίσης έχει σχεδιάσει δύο νέα τυχερά παιχνίδια (ΜΠΙΝΓΚΟ και ΣΟΥΠΕΡ 4).

Συγκεκριμένα κατηγοριοποιούνται στις παρακάτω κατηγορίες:

#### *Αριθμολαχεία*

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

**ΛΟΤΤΟ:** Από τις 5/12/90 λειτουργεί το αριθμολαχείο ΛΟΤΤΟ. Είναι ένα παιχνίδι τύχης με επιλογή αριθμών που αφορά στην ακριβή πρόβλεψη 6 αριθμών που κληρώνονται από μία σειρά 49 αριθμών, από το 1 μέχρι και το 49, καθώς επίσης και ενός πρόσθετου αριθμού (έβδομος) ο οποίος κληρώνεται στην συνέχεια από τους εναπομείναντες από την ίδια σειρά των 49 αριθμών και αφορά μόνον στη δεύτερη κατηγορία επιτυχιών, δηλαδή στην κατηγορία 5+1. Κερδίζουν όσοι προβλέπουν σωστά 6 ή 5 ή 4 ή 3 αριθμούς από τους 6 πρώτους που κληρώνονται. Επίσης κερδίζουν όσοι προβλέπουν σωστά 5 αριθμούς από τους 6 πρώτους που κληρώνονται και τον έβδομο. Οι κληρώσεις πραγματοποιούνται δύο φορές την εβδομάδα και το αντίτιμο συμμετοχής ανά στήλη είναι 0,50 ευρώ.

**ΠΡΟΤΟ :** Από τις 10/6/92 λειτουργεί το αριθμολαχείο ΠΡΟΤΟ. Είναι ένα παιχνίδι τύχης που αφορά στην ακριβή και κατά σειρά πρόβλεψη των ψηφίων ενός επταψήφιου αριθμού από το 0.000.000 έως το 9.999.999 ο οποίος προκύπτει μετά από κλήρωση. Κερδίζουν εκείνοι

που ο αριθμός με τον οποίον συμμετέχουν στο παιχνίδι ταυτίζεται είτε και με τα 7 ψηφία είτε με τα 6 ή 5 ή 4 ή 3 ή 2 πρώτα ή τελευταία ψηφία του κληρωθέντος αριθμού. Οι κληρώσεις πραγματοποιούνται δύο φορές την εβδομάδα και το αντίτιμο συμμετοχής ανά στήλη είναι 0,50 ευρώ.

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

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

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

**KINO:** Από τις 4/10/04 λειτουργεί Πανελλαδικά το αριθμολαχείο προκαθορισμένης απόδοσης KINO. Είναι ένα παιχνίδι τύχης που αφορά στην ακριβή πρόβλεψη 1 έως και 12 αριθμών – ανάλογα με τον αντίστοιχο τύπο του παιχνιδιού – από ένα σύνολο 20 αριθμών που προκύπτουν κάθε φορά μετά από κλήρωση από μία σειρά αριθμών από το 1 έως και το 80. Οι κληρώσεις πραγματοποιούνται κάθε 5 λεπτά, το πρωί από 10:00 έως 15:00 και το

απόγευμα από 17:00 έως 21:00 τις καθημερινές, ενώ το Σάββατο & Κυριακή από 10:00 έως 21:00 συνεχόμενα. Το αντίτιμο συμμετοχής ανά στήλη είναι 0,50 ευρώ.

### **Αμοιβαία παιχνίδια πρόγνωσης αποτελεσμάτων ποδοσφαίρου**

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

**ΠΡΟΠΟΓΚΟΛ** :Από τις 3 Μαρτίου 1996 λειτουργεί το αμοιβαίο παιχνίδι πρόγνωσης αποτελεσμάτων ποδοσφαίρου ΠΡΟΠΟ-ΓΚΟΛ. Αφορά στην πρόβλεψη οκτώ (8) ποδοσφαιρικών αγώνων στους οποίους θα σημειωθεί ο μεγαλύτερος αθροιστικά αριθμός τερμάτων από ένα πλήθος τριάντα (30) αγώνων που δημοσιεύονται στο δελτίο και φέρουν αρίθμηση από 1 έως 30. Οι αγώνες που απαρτίζουν το δελτίο προγνωστικών κάθε διαγωνισμού προέρχονται από Ελληνικές και διεθνείς διοργανώσεις και επιλέγονται μετά από εισήγηση της Ειδικής Επιτροπής Σύνθεσης Δελτίου. Οι διαγωνισμοί του παιχνιδιού διεξάγονται μια φορά την εβδομάδα, κάθε Κυριακή. Το αντίτιμο συμμετοχής ανά στήλη είναι 0,25 ευρώ.

Στοιχήματα προκαθορισμένης/μεταβλητής απόδοσης

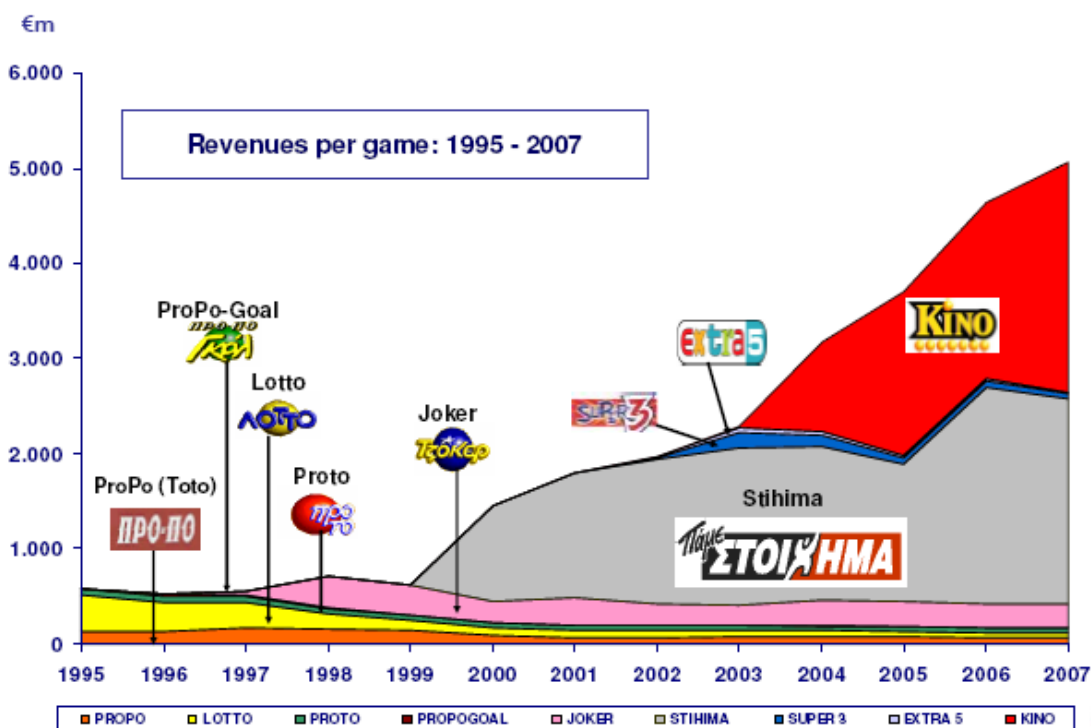


**ΠΑΜΕ ΣΤΟΙΧΗΜΑ:** Το ΣΤΟΙΧΗΜΑ λειτουργεί από 29-1-2000, είναι ένα παιχνίδι στοιχήματος προκαθορισμένης απόδοσης (όπου η απόδοση κερδών είναι προκαθορισμένη και γνωστή στους παίκτες πριν στοιχηματίσουν) ή μεταβλητής απόδοσης (όπου η απόδοση κερδών μεταβάλλεται σύμφωνα με τα ποσά που στοιχηματίζονται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

### 5.6.1. Εξέλιξη Παιχνιδιών

Το παρακάτω σχήμα αποτυπώνει την ιστορική εξέλιξη των παιχνιδιών από την αρχή λειτουργίας τους όσον αφορά τις πωλήσεις τους ως το 2007:

## Evolution of Games 1995-2007

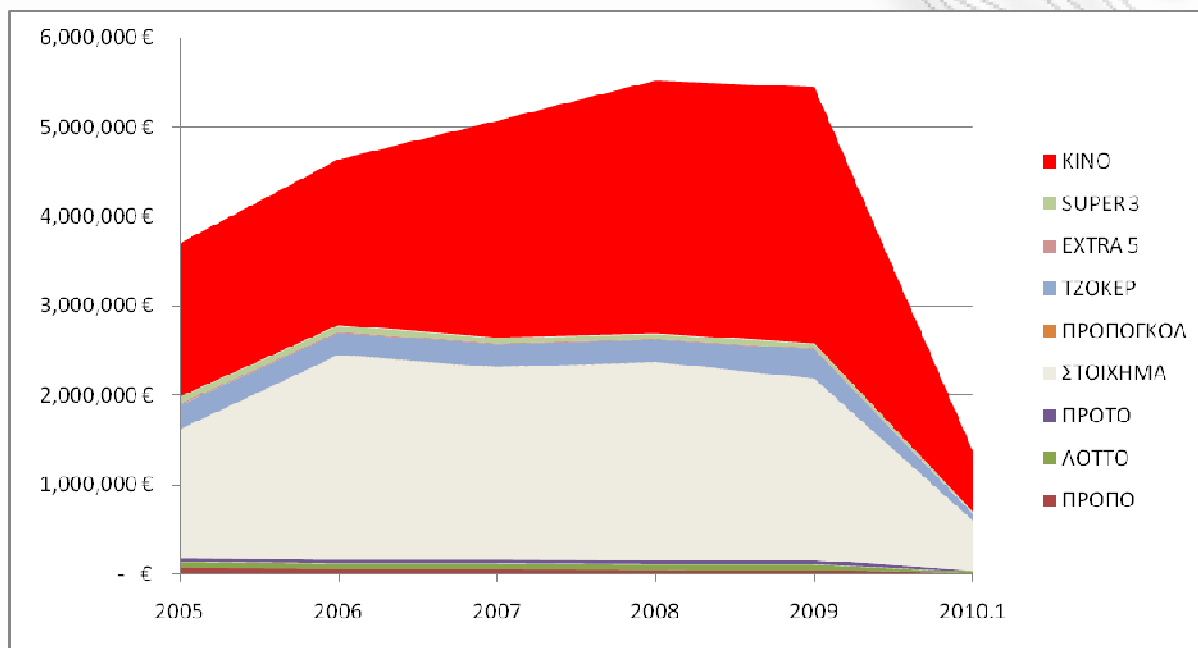


© ΟΠΑΠ

Πηγή ΟΠΑΠ Α.Ε.



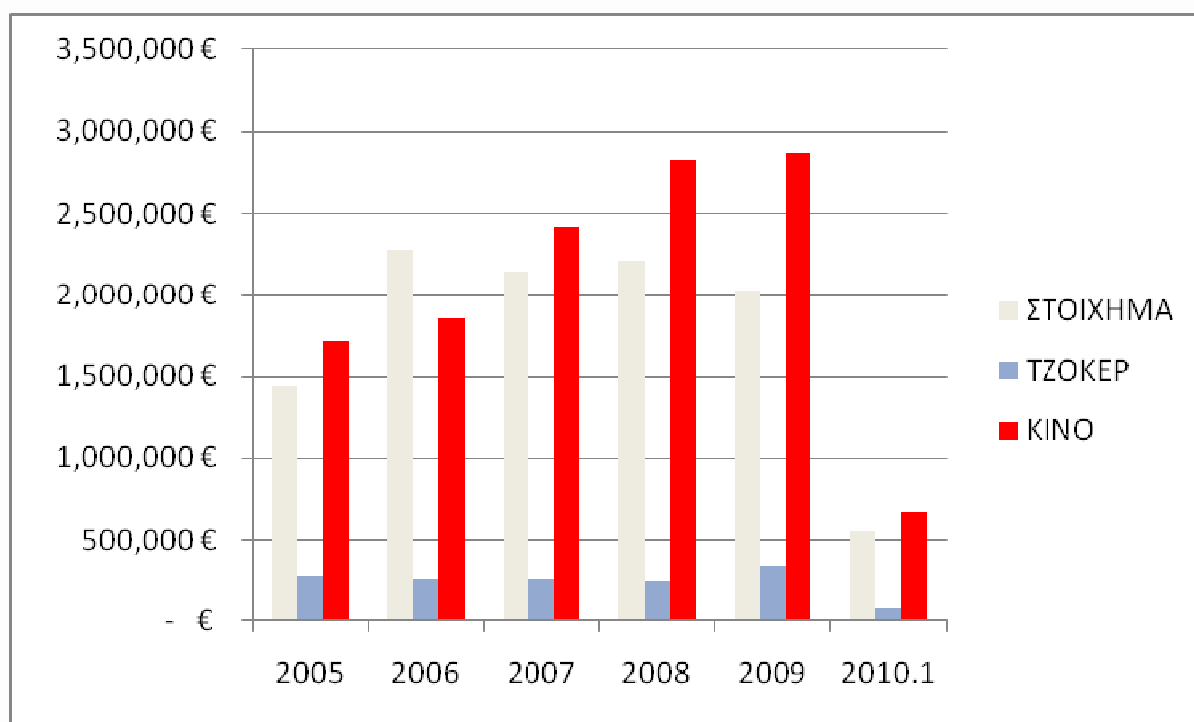
Ενώ η πρόσφατη εξέλιξή τους αποτυπώνεται παρακάτω:



- Πηγή: Δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις της ΟΠΑΠ Α.Ε.

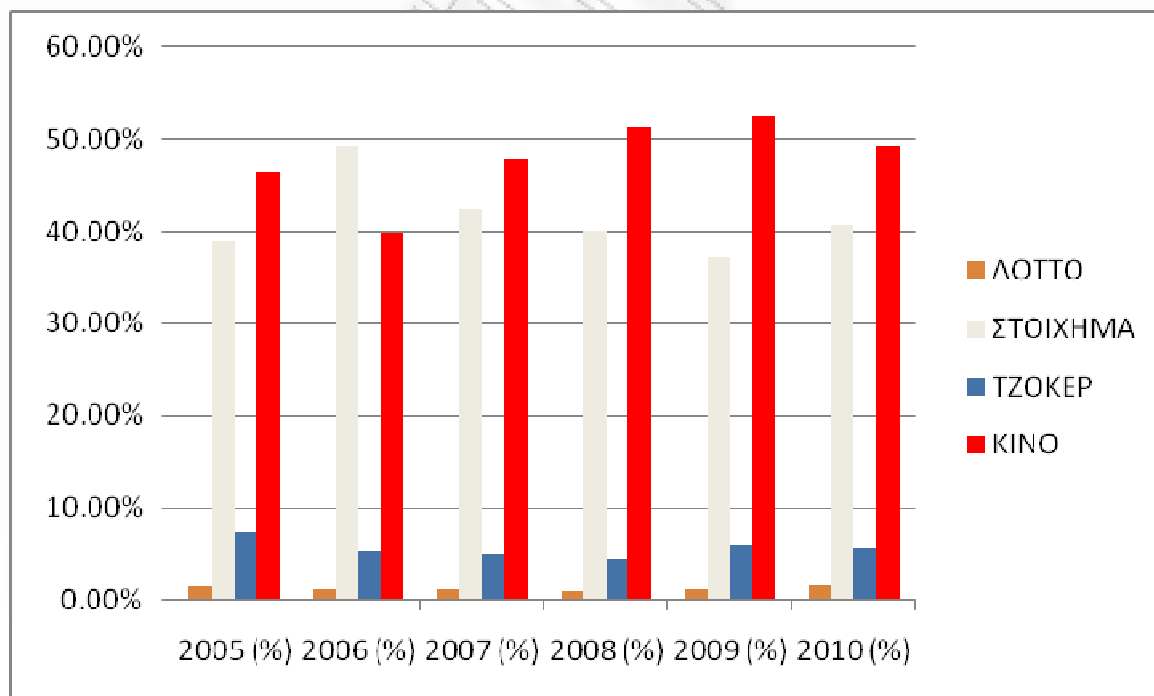
Όπως παρατηρούμε οι κύριες δραστηριότητες που αποφέρουν τα περισσότερα έσοδα είναι το ΚΙΝΟ ( μέση ποσοστιαία 47,85%) και το ΣΤΟΙΧΗΜΑ (41,45%) ενώ ακολουθεί το ΤΖΟΚΕΡ (5,64%) .

Η πορεία των κυρίων παιχνιδιών σε απόλυτα νούμερα φαίνεται στο παρακάτω διάγραμμα:



- Πηγή: Δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις της ΟΠΑΠ Α.Ε.

Ενώ η ποσοστιαία συμβολή τους στα γενικά έσοδα φαίνεται από το παρακάτω:



- Πηγή: Δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις της ΟΠΑΠ Α.Ε.

### 5.7. Οικονομική Ανάλυση

Μια βασική ανάλυση της οικονομικής κατάστασης και βιωσιμότητας μιας εταιρίας γίνεται με την ανάλυση των αριθμοδεικτών που βασίζεται στις οικονομικές καταστάσεις.

Η ανάλυση των αριθμοδεικτών δείχνει στοιχεία που αφορούν την *αποδοτικότητα*, το *ρίσκο* δηλ. την ικανότητα να εξυπηρετεί τις υποχρεώσεις της και την *μόχλευση ή κεφαλαιακή διάρθρωση* που δείχνει τις πηγές χρηματοδότησης των κεφαλαίων της.

Θα αναλύσουμε τους βασικούς αριθμοδείκτες και την πορεία τους την τελευταία πενταετία.

#### 5.7.1. Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας

Αυτοί μετρούν την ικανότητα της εταιρίας να παράγει κέρδη και την συνολική αποδοτικότητα της εταιρίας.

Έχουμε:

- Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού (Asset Turnover) =  $\text{Sales} / \text{Total Assets}$
- Καθαρό Περιθώριο Κέρδους (Return On Sales or Net Profit Margin) =  $(\text{Net Income} / \text{Revenue})$
- Μεικτό Περιθώριο Κέρδους (Gross Profit Margin) =  $\text{Net Income} / \text{Revenue}$
- Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (Return On Equity) =  $\text{Net Income} / \text{Equity}$
- Αποδοτικότητα Συνολικών Κεφαλαίων (Return On Assets) =  $\text{Net Income} / \text{Total Assets}$
- Κέρδη Ανά Μετοχή (Earnings per share) =  $(\text{Net Income} - \text{Pref.Dividends}) / (\text{num. of outstanding shares})$

Στην τελευταία πενταετία για την ΟΠΑΠ Α.Ε. έχουμε :

## Αποτίμηση Επιχειρήσεων: Μελέτη ΟΠΑΠ Α.Ε.

Profitability ratio	2005	2006	2007	2008	2009
Asset Turnover	3.827	4.827	4.341	3.936	4.176
Return on Sales	12.40%	11.00%	11.28%	13.20%	10.91%
Return on Assets	47.46%	53.11%	48.97%	51.98%	45.58%
Return on Equity	94.82%	98.47%	100.41%	107.36%	96.02%
Gross Profit Margin	21.82%	18.53%	20.17%	20.95%	20.76%
Earnings per share	1.44 €	1.60 €	1.79 €	2.28 €	1.86 €
Dividend per share	1.42 €	1.58 €	1.74 €	2.20 €	1.75 €

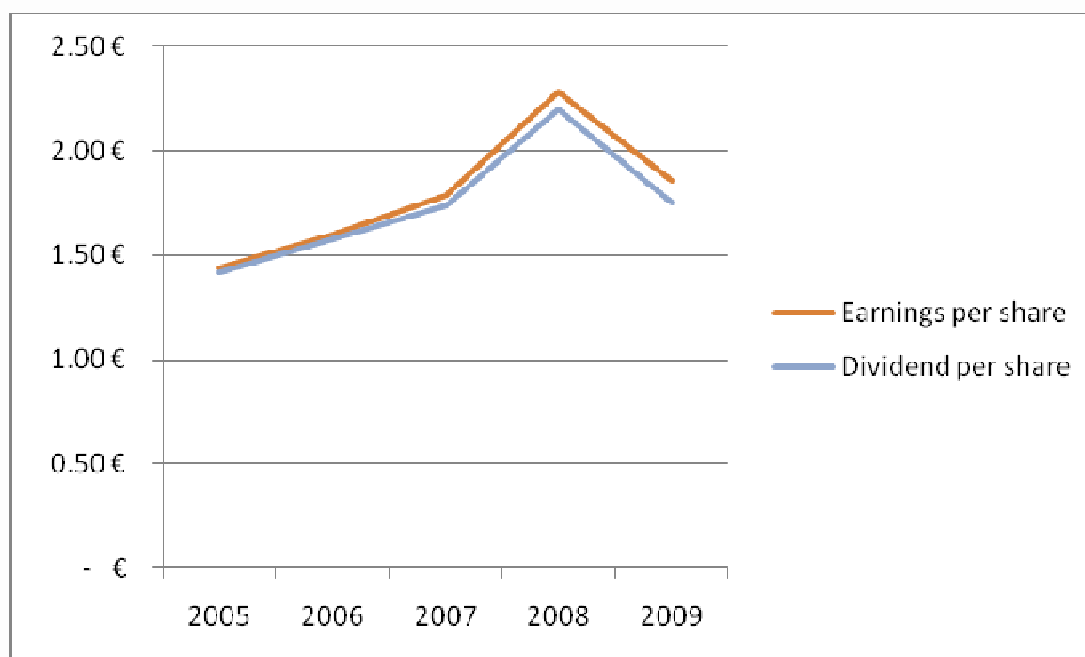
- Πηγή: Δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις της ΟΠΑΠ Α.Ε.

Και δείχνουμε την τάση για τα περιθώρια κερδών



- Πηγή: Δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις της ΟΠΑΠ Α.Ε.

Και την άμεση συσχέτιση κερδών και μερίσματος ανά μετοχή:



- Πηγή: Δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις της ΟΠΑΠ Α.Ε.

### 5.7.2. Αριθμοδείκτες κινδύνου ρευστότητας

Οι παρακάτω αριθμοδείκτες αποκαλύπτουν κατά πόσο η εταιρία μπορεί να ανταποκρίνεται στις βραχυπρόθεσμες αλλά και μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

#### *Δείκτες βραχυπρόθεσμου κινδύνου*

Ο δείκτης κυκλοφορούντος ενεργητικού προς Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (current ratio) δείχνει κατά πόσο καλύπτεται επαρκώς το κεφάλαιο κίνησης και δεν κινδυνεύει η εταιρία να ανταποκριθεί στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

Συνήθως μια τιμή  $<1$  δείχνει μία επικινδυνότητα ενώ τιμές  $>2$  δηλώνουν επάρκεια ρευστότητας.

Παραλλαγή αυτού είναι ο δείκτης ταμιακών ισοδυνάμων προς Βραχυπρόθεσμες (quick ratio) που ξεχωρίζει τα ταμιακά από τα υπόλοιπα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού (αποθέματα, απαιτήσεις) για την ένδειξη κινδύνου ρευστότητας.

Για την ΟΠΑΠ Α.Ε. την τελευταία πενταετία έχουμε:

liquidity ratio	2005	2006	2007	2008	2009
current ratio	1.57	1.61	1.44	1.59	1.53
quick ratio	1.02	0.92	1.03	1.12	1.15

- Πηγή: Δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις της ΟΠΑΠ Α.Ε.

Που δηλώνει ότι δεν υπάρχει κίνδυνος ρευστότητας καθώς ούτως ή άλλως η φύση της δραστηριότητας της εταιρίας δεν έχει να κάνει με πολλά αποθέματα ούτε με ιδιαίτερες απαιτήσεις πελατών. Αντίθετα τα ταμιακά αποθέματα είναι εντυπωσιακά.

### *Δείκτες κάλυψης μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων*

Αυτοί συνδέονται με την μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα της εταιρίας και από την δυνατότητα να καλύπτει με τα έσοδα τα έξοδα των τόκων (interest coverage) και άλλων σταθερών εξόδων (fixed charges).

Η ΟΠΑΠ Α.Ε. δεν έχει εξωτερικό δανεισμό και οι μόνες σταθερές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις της απορρέουν από την χρηματοδοτική μίσθωση για την παροχή τεχνολογικού εξοπλισμού και υποστήριξης με την προμηθεύτρια εταιρία.

solvency ratios	2005	2006	2007	2008	2009
fixed charges coverage	17.15	27.57	6.30	10.23	12.05

- Πηγή: Δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις της ΟΠΑΠ Α.Ε.

Όπως βλέπουμε δεν έχει ούτε κίνδυνο ικανοποίησης μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων.

### **5.7.3. Αριθμοδείκτες μόχλευσης ή κεφαλαιακής διάρθρωσης**

Αυτοί οι δείκτες δείχνουν την κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρίας, τον βαθμό μόχλευσης δηλ. χρησιμοποίησης ξένων κεφαλαίων που δηλώνει τον κίνδυνο των πιστωτών της εταιρίας από αδυναμία εκπλήρωσης των υποχρεώσεών της προς αυτούς (default risk).

Ενδεικτικοί είναι οι δείκτες :

Αριθμοδείκτης Ιδίων Κεφαλαίων προς Συνολικά Κεφάλαια και

Αριθμοδείκτης Ιδίων Κεφαλαίων προς Δανειακά Κεφάλαια.

Για την ΟΠΑΠ Α.Ε. δεν υπάρχουν ξένα δανειακά κεφάλαια οπότε θα δούμε τον δείκτη ιδίων κεφαλαίων προς Συνολικά Κεφάλαια.

leverage ratio	2005	2006	2007	2008	2009
equity/total assets	0.50	0.54	0.49	0.48	0.47

- Πηγή: Δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις της ΟΠΑΠ Α.Ε.

### 5.7.4. Μερισματική Πολιτική

Όπως είδαμε και στους δείκτες αποδοτικότητας η ΟΠΑΠ Α.Ε. ακολουθεί σταθερή μερισματική πολιτική που συνδέεται άμεσα με την κερδοφορία της. Αποδίδει σχεδόν το σύνολο των κερδών της στους μετόχους καθιστώντας ιδιαίτερα ελκυστική την μερισματική απόδοση (dividend yield)

Ενδεικτικά παραθέτουμε όλα τα μερίσματα που έχει αποδώσει από την είσοδο στο χρηματιστήριο:

Μερισματική πολιτική	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
earnings per share	0.76	0.65	0.74	1.59	1.44	1.60	1.79	2.28	1.86
dividend per share	0.60	0.67	0.73	1.48	1.42	1.58	1.74	2.20	1.75
payout ratio	78.95%	103.08%	98.65%	93.08%	98.61%	98.75%	97.21%	96.49%	94.09%

- Πηγή: Δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις της ΟΠΑΠ Α.Ε.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

### ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ -ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ - ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ

Αφού αναλύσαμε την εταιρία και τον κλάδο στον οποίο ανήκει θα δούμε μέσα από μια SWOT (Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats) ανάλυση τις δυνάμεις και αδυναμίες της εταιρίας και πώς προσαρμόζοντας αυτές στο εξωτερικό περιβάλλον μπορεί να αξιοποιήσει τις ευκαιρίες ανάπτυξης που παρουσιάζονται και να αντιμετωπίσει τις απειλές.

Μέσα από αυτή την ανάλυση θα διαφανεί ποιο είναι το στρατηγικό πλεονέκτημα που την διαχωρίζει έναντι των ανταγωνιστών και αν αυτό είναι διατηρήσιμο στο μέλλον.

Θα εξετάσουμε το στρατηγικό σχέδιο όπως το έχει εκφράσει η Διοίκηση της εταιρίας μέσα από τα ενημερωτικά δελτία αλλά και δημοσιεύσεις στους οικονομικούς αναλυτές και επενδυτές και τέλος τις βασικές εκτιμήσεις αυτών για τους βασικούς κινδύνους της εταιρίας.

Οι πληροφορίες αυτές είναι χρήσιμες για την πρόβλεψη τόσο του ρυθμού ανάπτυξης g όσο και του κινδύνου (που εκφράζεται από το επιτόκιο προεξόφλησης των ταμιακών ρών ) r που αποτελούν τις κύριες παραμέτρους αξίας στα υποδείγματα αποτίμησης που θα χρησιμοποιηθούν μετά.

#### 6.1. S.W.O.T. Ανάλυση

<b>Strengths</b>	<b>Weaknesses</b>
<ul style="list-style-type: none"><li>• Μονοπώλιο και αποκλειστικό δικαίωμα διεξαγωγής των υπαρχόντων παιχνιδιών και 1<sup>ης</sup> προτίμησης σε νέα.</li><li>• Συμμετοχή του δημοσίου κατά 34% στο μετοχικό κεφάλαιο – ταύτιση ρυθμιστή και διαχειριστή.</li><li>• Μεγάλο φυσικό δίκτυο πωλήσεων.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Ελλειψη μακροπρόθεσμης στρατηγικής και οράματος λόγω εναλλαγών διοικήσεων.</li><li>• Κουλτούρα δημοσίου.</li><li>• Αγκυλώσεις στην εργασιακή δομή.</li><li>• Ισχυρό σωματείο πρακτόρων με διαπραγματευτική ισχύ.</li></ul>

<ul style="list-style-type: none"> <li>• Δεσπόζουσα θέση στην αγορά – brand name.</li> <li>• Αξιοπιστία στην διαχείριση των παιχνιδιών.</li> <li>• Οικονομική ευρωστία και ρευστότητα.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Προϊόντα όχι τόσο ελκυστικά ή σύγχρονης τεχνολογίας (π.χ. διαδικτυακά, διαδραστικά κλπ)</li> </ul>
<p><b>Opportunities</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Αμυντικός κλάδος με προοπτικές διαρκούς ανάπτυξης</li> <li>• Επέκταση στο εξωτερικό.</li> <li>• Νέες ευκαιρίες ανάπτυξης στο εσωτερικό με άδειες νέων παιχνιδιών αλλά και επέκτασης σε νέες πλατφόρμες (π.χ. διαδίκτυο).</li> </ul>	<p><b>Threats</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Απειλή κατάργησης του μονοπωλίου και απελευθέρωσης της αγοράς.</li> <li>• Διείσδυση των νέων τεχνολογιών στο αγοραστικό κοινό</li> <li>• Αύξηση του παράνομου παιχνιδιού και επιθετικός ανταγωνισμός.</li> <li>• Οικονομική ύφεση.</li> <li>• Φορολογικά μέτρα</li> </ul>

Από την ανάλυση αυτή η πιο σημαντική είναι η απειλή της κατάργησης του μονοπωλίου που ήταν και το κύριο στρατηγικό πλεονέκτημα έναντι των ανύπαρκτων νόμιμων αλλά κυρίως των παράνομων ανταγωνιστών.

Όπως αναφέραμε και στην ανάλυση του νομοθετικού πλαισίου στον κλάδο , η Ελληνική Κυβέρνηση εξετάζει ήδη νομοσχέδιο για την ρύθμιση της αγοράς τυχερών παιχνιδιών με συγκεκριμένα μέτρα την χορήγηση νέων αδειών για τα τεχνικά παιχνίδια (φρουτάκια-VLT video loto terminals), το στιγμιαίο λαχείο («ξυστό») και τα διαδικτυακά και την επέκταση της άδειας αποκλειστικότητας της ΟΠΑΠ Α.Ε. για μία δεκαετία.

Υπό αυτό το πρίσμα αναμένεται να αλλάξει σημαντικά η εικόνα του κλάδου και η διαμόρφωσή του θα εξαρτηθεί:

- Από τους όρους αδειοδότησης, την αποτίμησή της και την φορολογία που θα ισχύει.
- Από την στρατηγική και κεφαλαιακή επάρκεια των νεοεισερχομένων.

Σημαντική διάσταση της απελευθέρωσης είναι η ορατή μη συμβατότητα ταύτισης ρυθμιστή και διαχειριστή των παιχνιδιών , με ενδεχόμενη αναγκαστική απόσυρση του δημοσίου από το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας και την πλήρη ιδιωτικοποίησή της, με ότι αυτό συνεπάγεται.

Το στρατηγικό πλεονέκτημα που διατηρούσε μέχρι τώρα η εταιρία μέσω του μονοπωλίου θα πάψει να υφίσταται και αυτό αποτυπώνεται στις δυσοίωνες προβλέψεις των αναλυτών. Σε μια ενδεχόμενη απελευθέρωση στρατηγικό πλεονέκτημα της εταιρίας θα είναι:

- Η διατήρηση του φυσικού της δικτύου εάν δεν απελευθερωθεί και αυτό.
- Η κεφαλαιακή της επάρκεια και ρευστότητα εάν αξιοποιηθεί σωστά με νέες επενδύσεις σε τεχνολογία και νέες πλατφόρμες.
- Το brand name που δίνει μια υπεραξία όσον αφορά την αναγνωρισιμότητα του ονόματος και των παιχνιδιών ιστορικά.

Τώρα εάν αυτά μπορούν να αποτελέσουν διαχρονικό στρατηγικό πλεονέκτημα , θα το δείξει η ιστορία.

### 6.2. Εκτιμήσεις της Διοίκησης

Σύμφωνα με το ετήσιο δελτίο που εκφράζει τις επίσημες απόψεις και στρατηγική της διοίκησης οι κίνδυνοι που εντοπίζει είναι:

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

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

“Το έτος 2010 είναι μια δύσκολη περίοδος για την ελληνική οικονομία, με την κρίση να επηρεάζει αρνητικά το σύνολο σχεδόν των επιχειρήσεων. Ενδέχεται η οικονομική κρίση να οδηγήσει σε κάμψη του κύκλου εργασιών των παιχνιδιών (ειδικότερα του ΚΙΝΟ), σε συνδυασμό με τη νέα φορολογική αντιμετώπιση των κερδών των νικητών μετά την ψήφιση του σχετικού Νόμου 3775/2009 (με αναβολή ισχύος του έως την 30.4.2010, όπου αναμένεται να εξεταστεί εκ νέου ο τρόπος εφαρμογής του), καθώς και με την έναρξη ισχύος από την 1η Ιουλίου 2009 του Νόμου 3730/2008 περί απαγόρευσης του καπνίσματος σε όλους τους δημόσιους χώρους περιλαμβανομένων και όλων των πρακτορείων της εταιρείας που λειτουργούν στην Ελλάδα.”

Ενώ η στρατηγική της εστιάζεται στους παρακάτω άξονες:

- 1. Η ενίσχυση της θέσης της εταιρείας.** Για την ενίσχυση της θέσης της εταιρείας στην ελληνική αγορά κινούμαστε πάνω σε τέσσερις βασικούς άξονες:
  - Διαρκής παρουσία και παρεμβάσεις σε διεθνές επίπεδο, πρωτίστως ενώπιον των οργάνων και των υπηρεσιών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, για την προάσπιση και ενδυνάμωση της θέσης της εταιρείας στα 11 τυχερά παίγνια, στα οποία έχει δικαίωμα δυνάμει της από 15.12.2000 σύμβασης παραχώρησης με το Ελληνικό Δημόσιο,
  - Παροχή ουσιαστικής συνδρομής στην Ελληνική Πολιτεία για την αποτελεσματική και συστηματική αντιμετώπιση του παράνομου στοιχηματισμού και, κατ'επέκταση, στόχευση του παράνομου και αθέμιτου ανταγωνισμού που σήμερα υφίσταται η εταιρεία, κυρίως μέσω του διαδικτύου,
  - Προετοιμασία για την επέκταση των δραστηριοτήτων της εταιρείας στην εγχώρια αγορά, με προτεραιότητα και στόχευση στα ηλεκτρονικά τεχνικά και τυχερά παίγνια περιορισμένου κέρδους και στο Στιγμαίο Λαχείο (ΞΥΣΤΟ) και, όταν επιτραπεί από την πολιτεία, στην παροχή τυχερών παιχνιδιών μέσω του διαδικτύου, και
  - Στοχευμένη διάθεση των διαφημιστικών κονδυλίων, ώστε να επιτευχθεί η κατά το δυνατόν αποτελεσματικότερη προβολή των προϊόντων και των υπηρεσιών της εταιρείας και, παράλληλα, να κατευθυνθεί η στοιχηματική δραστηριότητα εντός της ελληνικής επικράτειας στα τυχερά παίγνια της εταιρείας.
- 2. Η προάσπιση της κυρίαρχης θέσης της ΟΠΑΠ Α.Ε. στην ελληνική αγορά τυχερών παιχνιδιών.** Βελτιώνουμε και αναβαθμίζουμε την ποιότητα και την εικόνα των παιχνιδιών τα οποία προσφέρουμε στην ελληνική αγορά, καθιστώντας τα σύγχρονα και ελκυστικά. Εμπλουτίζουμε το ΠΑΜΕ ΣΤΟΙΧΗΜΑ, στοχεύοντας σε ευρύτερο κοινό και ανταποκρινόμενοι στις απαιτήσεις των πρακτόρων και των πελατών μας. Αναβαθμίζουμε και εκσυγχρονίζουμε τις παρεχόμενες στο δίκτυο των πρακτορείων μας υπηρεσίες. Στοχεύουμε στην εισαγωγή του ΣΤΟΙΧΗΜΑ Live.
- 3. Η δημιουργία προϋποθέσεων επέκτασης.** Προετοιμάζουμε οργανωτικά και λειτουργικά τη δομή και τις διαδικασίες της εταιρείας για νέα τυχερά παιχνίδια, τα οποία αναμένεται να εισαχθούν στην ελληνική αγορά. Στο πλαίσιο αυτό ενισχύουμε τεχνολογικά, αλλά και σε εξειδικευμένο ανθρώπινο δυναμικό την ΟΠΑΠ Α.Ε.

- 4. Η αναβάθμιση της εικόνας και λειτουργικότητας του δικτύου των πρακτορείων.**  
Υλοποιούμε τη νέα συμφωνία με τους ιδιοκτήτες των πρακτορείων και προωθούμε τη νομοθετική ρύθμιση για την κατοχύρωσή της και την συμπλήρωση του θεσμικού πλαισίου για την επαγγελματική κατάσταση των πρακτόρων. Θέτουμε σε εφαρμογή το έργο της σύγχρονης εμφάνισης των πρακτορείων, της αναβάθμισης της λειτουργικότητάς τους και της ενίσχυσης της υποδομής τους, ώστε να βελτιωθούν οι παρεχόμενες στο κοινό υπηρεσίες και, συνολικά, η ελκυστικότητα των πρακτορείων.
- 5. Η μείωση του λειτουργικού κόστους και η αύξηση της παραγωγικότητας.**  
Αναβαθμίζουμε τις υπηρεσίες και τις λειτουργίες της εταιρείας, μεγεθύνουμε τις δυνατότητές της και οικοδομούμε τις βάσεις για μια παρουσία ανταγωνιστική και αυτοδύναμη σε ελληνικό και διεθνές επίπεδο. Δημιουργούμε νέες εταιρικές δομές, αξιοποιούμε και ενισχύουμε τους ανθρώπινους πόρους και με την πρόσληψη ολιγάριθμου εξειδικευμένου προσωπικού (όπως συμβούλους, traders, compilers, odd makers, κλπ). Επιδιώκουμε την αύξηση της ανταποδοτικότητας συγκεκριμένων δαπανών διάθεσης (διαφημίσεις και χορηγίες) και λαμβάνουμε διαχειριστικά και τεχνολογικά μέτρα, ώστε να περιοριστεί το συνολικό λειτουργικό κόστος και να αυξηθεί η παραγωγικότητα.
- 6. Η διεθνής παρουσία.** Στο πλαίσιο του ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος που έχει οικοδομήσει σε βάθος χρόνου η εταιρεία, εμμένουμε στην άσκηση πρωταγωνιστικού ρόλου. Με δεδομένο ότι βασική προτεραιότητα, τουλάχιστον για το 2010, είναι η ενίσχυση της θέσης της εταιρείας στην ελληνική και κυπριακή αγορά, παρακολουθούμε συστηματικά τις διεθνείς εξελίξεις στον χώρο των τυχερών παιγνίων, καλλιεργούμε συμμαχίες και αναζητούμε, μέσω επαφών με διεθνείς παρόχους, τις συνέργιες εκείνες οι οποίες, υπό ευνοϊκές συνθήκες και κατάλληλες προϋποθέσεις, θα είναι δυνατόν να αξιοποιηθούν στο μέλλον.

### 6.3. Εκτιμήσεις προβλέψεις αναλυτών

Οι κυριότεροι κίνδυνοι σύμφωνα με τους ξένους αναλυτές ενδεικτικά συνοψίζονται παρακάτω:

#### **BofAmerica-Merill Lynch:**

*Κίνδυνοι:*

## Αποτίμηση Επιχειρήσεων: Μελέτη ΟΠΑΠ Α.Ε.

**Θέση επενδυτή(buy):** υψηλή μερισματική απόδοση παρά τον ανταγωνισμό, φορολογία θα εξαρτηθεί από τις πωλήσεις, οι νέες άδειες θα επηρεάσουν θετικά.

**Citigroup(hold-high risk):** Απελευθέρωση της αγοράς, φορολογικά μέτρα, **απώλεια μεριδίου αγοράς στο ΣΤΟΙΧΗΜΑ λόγω διαδικτυακού ανταγωνισμού**, μακροοικονομία και **το ρίσκο της μη-επένδυσης (αναξιοποίητα ταμιακά)** .

**Piraeus: (outperform):** απελευθέρωση αγοράς, φορολογία, **πιθανό υψηλότερο από προβλέψεις payout στο στοίχημα.**

Συγκεκριμένες προβλέψεις για την ανάπτυξη και το ρίσκο που αποτυπώνουν τους κινδύνους φαίνονται στον παρακάτω πίνακα:

Analysts Reports	Δείκτης	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	growth	risk (wacc)	valuation method
<b>citigroup</b>	Sales (χιλιάδες ευρώ)	5,517.10	5,440.90	5,325.10	4,952.50	5,374.20	-0.50%	11%	dcf
	Eps (ευρώ )	2.28	1.86	1.39	1.21	1.29	-12.54%		
	dps	2.20	1.75	1.35	1.17	1.25	-12.45%		
<b>BofA-Meryll Lynch</b>	sales	5,517.10	5,440.90	5,107.00	4,946.00	5,084.00	-1.97%	11,6%	Dcf,dividend yield,p/e
	eps	2.28	1.86	1.45	1.35	1.35	-11.87%		EV/EBITDA
<b>Consensus</b>	sales	5,517.10	5,440.90	5,400.00	5,100.00	-	-1.92%		
	eps	2.28	1.86	1.54	1.46	-	-10.24%		

- Πηγή: Bloomberg.

Οι εκτιμήσεις-προβλέψεις των αναλυτών (consensus forecasts) είναι από προβλέψεις 16 αναλυτών σύμφωνα με την Bloomberg με αποκλίσεις στις τιμές (2010 high:2.01 low:1,31, 2011 high:2.06 low:1.14) για τα eps (earnings per share) και (2010 high:5.5B και low:5.1B, 2011 high:5.4B low:4.7B) για τις πωλήσεις .

ΓΑΛΕΡΙΟ ΓΕΡΑΝ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

---

### ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΟΠΑΠ Α.Ε.

#### 7.1. Λογιστικό πλαίσιο Οικονομικών Καταστάσεων

Όπως έχουμε αναφέρει σημαντικό βήμα στην αποτίμηση είναι η εκτίμηση του κατά πόσο οι οικονομικές καταστάσεις που δημοσιεύει η διοίκηση της εταιρίας αντιπροσωπεύουν την πραγματική φύση των δραστηριοτήτων της.

Παρακάτω παραθέτουμε το λογιστικό πλαίσιο που καταρτίζει τις οικονομικές της καταστάσεις (όπως αναφέρει στα ετήσια οικονομικά δελτία) με μια εκτίμηση στο τέλος για τον βαθμό που αντιπροσωπεύουν τις πραγματικές συναλλαγές.

##### 7.1.2. Πλαίσιο Κατάρτισης των Οικονομικών Καταστάσεων<sup>10</sup>

Οι οικονομικές καταστάσεις (Ομίλου και εταιρείας) έχουν συνταχθεί σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (ΔΛΠ). Οι οικονομικές καταστάσεις έχουν συνταχθεί με βάση την αρχή του ιστορικού κόστους, όπως αυτή τροποποιείται με την αναπροσαρμογή γηπέδων και κτιρίων, χρηματοοικονομικών στοιχείων διαθέσιμων προς πώληση και χρηματοοικονομικών απαιτήσεων και υποχρεώσεων (συμπεριλαμβανομένων των παράγωγων χρηματοοικονομικών στοιχείων) σε εύλογες αξίες μέσω του αποτελέσματος και την αρχή της συνέχισης της δραστηριότητας (going concern).

Η σύνταξη οικονομικών καταστάσεων σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς (ΔΠΧΑ) απαιτεί τη χρήση λογιστικών εκτιμήσεων. Επίσης, απαιτεί την κρίση της Διοίκησης κατά την εφαρμογή των λογιστικών αρχών του Ομίλου. Οι περιπτώσεις οι οποίες περιλαμβάνουν μεγαλύτερο βαθμό κρίσης και πολυπλοκότητας ή οι

---

<sup>10</sup> Σύμφωνα με το ετήσιο οικονομικό δελτίο χρήσης του 2009



περιπτώσεις όπου οι υποθέσεις και οι εκτιμήσεις είναι σημαντικές για τις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις. Το 2003 και 2004, εκδόθηκε από το Συμβούλιο Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (IASB) μια σειρά από καινούρια Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς (ΔΠΧΑ) και αναθεωρημένα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (ΔΛΠ), τα οποία σε συνδυασμό με τα μη αναθεωρημένα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (ΔΛΠ) τα οποία εκδόθηκαν από την Επιτροπή Διεθνών Λογιστικών Προτύπων, προγενέστερης του Συμβουλίου Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (IASB), η οποία αναφέρεται ως "the IFRS Stable Platform 2005". Ο Όμιλος εφαρμόζει το IFRS Stable Platform 2005 από 1.1.2005.

### 7.1.3. Λογιστικές παραδοχές και κρίσεις

Κατά τη διαδικασία εφαρμογής των λογιστικών πολιτικών της εταιρείας, κρίσεις, πέραν αυτών που περιλαμβάνουν εκτιμήσεις, διενεργούνται από τη Διοίκηση και οι οποίες επηρεάζουν τα ποσά που αναγνωρίζονται στις οικονομικές καταστάσεις.

Οι σημαντικότερες κρίσεις σχετίζονται με:

**Την ανακτησιμότητα των εισπρακτέων λογαριασμών:** Η Διοίκηση εξετάζει κατ' έτος την ανακτησιμότητα των κονδυλίων που περιλαμβάνονται στους εισπρακτέους λογαριασμούς, σε συνδυασμό και με εξωτερική πληροφόρηση, (βάσεις δεδομένων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας πελατών, νομικοί κλπ.) προκειμένου να αποφασίσει για την ανακτησιμότητα των κονδυλίων που περιλαμβάνονται στους εισπρακτέους λογαριασμούς.

**Την κατηγοριοποίηση των επενδύσεων.** Η Διοίκηση αποφασίζει κατά την απόκτηση μιας επένδυσης, εάν αυτή θα κατηγοριοποιηθεί ως διακρατούμενη ως τη λήξη, κατεχόμενη για εμπορικούς σκοπούς, αποτιμώμενη στην εύλογη αξία μέσω των αποτελεσμάτων ή διαθέσιμη προς πώληση. Για τις επενδύσεις που χαρακτηρίζονται ως διακρατούμενες ως τη λήξη, η Διοίκηση εξετάζει εάν πληρούνται τα κριτήρια του ΔΛΠ 39 και συγκεκριμένα το κατά πόσο ο Όμιλος έχει την πρόθεση και την ικανότητα να τις κρατήσει έως τη λήξη τους.

**Την απαξίωση των αποθεμάτων.**

**Κατά πόσο μια μίσθωση που συνάπτεται με έναν εξωτερικό εκμισθωτή κατατάσσεται ως λειτουργική ή χρηματοδοτική.**

### 7.1.4. Εκτιμήσεις και παραδοχές της Διοίκησης

Συγκεκριμένα ποσά που περιλαμβάνονται ή επηρεάζουν τις οικονομικές καταστάσεις και τις σχετικές αποκαλύψεις θα πρέπει να εκτιμηθούν, απαιτώντας από τη Διοίκηση να

χρησιμοποιήσει παραδοχές αναφορικά με τις αξίες ή τις συνθήκες οι οποίες δεν μπορούν να είναι γνωστές με βεβαιότητα κατά τη στιγμή προετοιμασίας των οικονομικών καταστάσεων. Μία «κρίσιμη λογιστική εκτίμηση» είναι εκείνη που συνδυάζει σημαντικότητα στην απεικόνιση της χρηματοοικονομικής κατάστασης της επιχείρησης και των αποτελεσμάτων της και απαιτεί από τη Διοίκηση της εταιρείας πιο δύσκολες, υποκειμενικές ή σύνθετες κρίσεις, ενώ συχνά υπάρχει ανάγκη εκτιμήσεων σχετικά με την επίδραση γεγονότων τα οποία θεωρούνται ως ενδογενώς αβέβαια. Η εταιρεία αποτιμά τέτοιες κρίσεις σε μία συνεχή βάση, στηριζόμενη σε ιστορικά στοιχεία και εμπειρία, σε συμβουλές ειδικών, σε τάσεις και μεθόδους οι οποίες θεωρούνται εύλογες σε σχέση με τις περιστάσεις, καθώς και σε προβλέψεις αναφορικά με το πώς αυτές ενδέχεται να μεταβληθούν στο μέλλον.

### 7.1.5. Συμπεράσματα

Δεν θα γίνουν αναπροσαρμογές στις ταμιακές ροές που δημοσιεύονται καθότι εκτιμούμε ότι αντιπροσωπεύουν τις κατά το λογιστικό δυνατό πραγματικές δραστηριότητες της εταιρίας, και είναι προσαρμοσμένες στα σύγχρονα διεθνή λογιστικά πρότυπα.

Οι λογιστικές αρχές που ακολουθούνται για :

- Ενοποίηση και συμμετοχές σε συνδεδεμένες ( Ενοποιημένες καταστάσεις Ομίλου για θυγατρικές , καθαρή θέση για συγγενείς )
- Αναγνώριση εσόδων και εξόδων
- Ενσώματες ακινητοποιήσεις (Οικόπεδα ,κτίρια, εξοπλισμός)
- Άυλα περιουσιακά στοιχεία (20ετές δικαίωμα αποκλειστικότητας, λογισμικό)
- Υπεραξία και απομείωση ( ετήσιος έλεγχος απομείωσης)
- Μισθώσεις λειτουργικές ή χρηματοδοτικές ( χρηματοδοτική μίσθωση τερματικών και λογισμικού αυτών )
- Χρηματοοικονομικά στοιχεία (αποτίμηση εύλογης αξίας , έλεγχος απομείωσης)

Είναι προσαρμοσμένες σύμφωνα με τα διεθνή πρότυπα λογιστικής.

### 7.2. Επιλογή Μοντέλου Αποτίμησης

Έχοντας υπόψη τα βασικά κριτήρια επιλογής μεθόδων αποτίμησης θα επιλέξουμε κάποια που ταιριάζουν στην φύση και δραστηριότητα της συγκεκριμένης εταιρίας καθώς και στις προοπτικές της τόσο ως προς την ανάπτυξη όσο και την επικινδυνότητα.

#### 7.2.1. Επιλογή Μοντέλου Προεξόφλησης Ταμιακών Ροών

Όπως είδαμε και από την οικονομική ανάλυση της ΟΠΑΠ Α.Ε. και την μερισματική πολιτική της προκύπτει το συμπέρασμα ότι είναι μια εταιρία σε ώριμη φάση ανάπτυξης ,με σταθερή κερδοφορία και απόδοση κερδών στους μετόχους.

Το διαρκές ανταγωνιστικό πλεονέκτημα που μπορεί να διασφαλίζει αυτή την κερδοφορία στο διηνεκές είναι το μονοπωλιακό καθεστώς αλλά και η συμμετοχή της αρχής ρύθμισης της αγοράς τυχερών παιχνιδιών που είναι το κράτος στο μετοχικό της κεφάλαιο. Σε περίπτωση απελευθέρωσης της αγοράς που ήδη προετοιμάζεται θα εξαρτηθεί από τους όρους αυτής της απελευθέρωσης αλλά και από την στρατηγική της η διατήρησή δεσπόζουσας θέσης στην αγορά.

Αυτήν την θέση αναπτύξαμε και στις προοπτικές και αποτυπώνεται στις εκτιμήσεις των αναλυτών-επενδυτών ως προς τους κινδύνους που απειλούν την ανάπτυξη αλλά και τις ευκαιρίες παράλληλα που δημιουργούνται.

Για να δούμε εάν θα χρησιμοποιήσουμε το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων (DDM) θα εξετάσουμε τις ταμιακές ροές στο μέτοχο (FCFE) για να δούμε εάν συνάδει η μερισματική πολιτική με τις πραγματικές της ροές και εν συνεχεία θα εξετάσουμε τις προοπτικές ανάπτυξης για τον προσδιορισμό του  $g$  και την επιλογή ή όχι πολλαπλών σταδίων μοντέλου προεξόφλησης.

#### 7.2.2. Ταμιακές ροές στον μέτοχο FCFE

Όπως αναπτύξαμε στο κεφάλαιο των ταμιακών ροών στον μέτοχο, αυτές προσδιορίζονται ως οι ταμιακές ροές που μένουν μετά τη εκπλήρωση όλων των άλλων υποχρεώσεων δηλ. λειτουργικών , επενδυτικών και χρηματοδοτικών.

Προσδιορίζονται ως:

**FCFE = NI – NetCapEx + New Debt,**

Όπου ,

**FCFE** = Free Cash Flow to Equity (Ελεύθερες Ταμιακές Ροές στον Μέτοχο)

**NI** = Net Income (Καθαρά Έσοδα)

**NetCapEx** = Net Capital Expenditures (Καθαρά Επενδυτικά Έξοδα)

**New Debt** = Έκδοση Νέου Δανείου

Και

**NetCapEx** = CI – Depreciation & Amortization + ΔWC

Όπου:

**CI** = Capital Investments (Επενδύσεις παγίου ενεργητικού + Εξαγορές)

**Depreciation & Amortization** = Αποσβέσεις παγίων και αύλων στοιχείων ενεργητικού και

**ΔWC** = Μεταβολή Μη Ταμιακού Κεφαλαίου Κίνησης (Επενδύσεις κυκλοφορούντος ενεργητικού)

Στην ΟΠΑΠ Α.Ε. για την τελευταία πενταετία έχουμε:

(ποσά σε χιλιάδες ευρώ)	2005	2006	2007	2008	2009
<b>net income</b>	458,299 €	509,801 €	571,424 €	728,504 €	593,789 €
<b>Depreciation</b>	23,678 €	25,623 €	47,929 €	96,855 €	42,975 €
<b>(Capital Investments)</b>	- 9,769 €	- 18,364 €	-80,196 €	-5,504 €	- 14,306 €
<b>(ΔWC)</b>	61,043 €	- 41,137 €	96,932 €	- 19,719 €	13,951 €
<b>Net Borrowing</b>	- €	- €	- €	- €	- €
<b>FCFE</b>	533,251 €	475,923 €	636,089 €	800,136 €	636,409 €
<b>FCFE/share</b>	1.67 €	1.49 €	1.99 €	2.51 €	2.00 €
<b>dividend per share</b>	1.42 €	1.58 €	1.74 €	2.20 €	1.75 €

- Πηγή: Δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις της ΟΠΑΠ Α.Ε.

Όπως παρατηρούμε υπάρχει συσχέτιση μεταξύ των ταμιακών ροών και των μερισμάτων συνεπώς μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε μοντέλο μερισμάτων για την αποτίμηση.

### 7.2.3. Υπολογισμός του επιτοκίου προεξόφλησης ή κόστους κεφαλαίου

Στα μοντέλα προεξόφλησης κεφαλαίου θα χρειαστεί να υπολογίσουμε το προεξοφλητικό επιτόκιο με το οποίο θα προεξοφλούνται στην παρούσα αξία τα μερίσματα ή οι ταμιακές ροές προς το μέτοχο.

Θα χρησιμοποιήσουμε την πιο γνωστή μέθοδο της CAPM (Capital Asset Pricing Model)

**Αναμενόμενη απόδοση = επιτόκιο χωρίς κίνδυνο +  $\beta$ \*(επιπλέον απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς)**

Το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο είναι το 10-ετές ομόλογο της Γερμανίας που είναι :

**Riskfree rate = 2,58% (10-ετές ομόλογο)**

Για να βρούμε το market premium της ελληνικής αγοράς θα υπολογίσουμε:

Το premium της ώριμης αγοράς των Η.Π.Α. που είναι το ιστορικό premium:

**Premium<sub>us equity</sub> = 5,50%**

Και θα προσθέσουμε τον κίνδυνο της χώρας που υπολογίζεται από το spread των ελληνικών ομολόγων:

**Country risk premium = 8%**

Οπότε μένει να υπολογίσουμε τον συντελεστή βήτα της μετοχής της ΟΠΑΠ δηλ. το ποσοστό συνδιακύμανσης με την ελληνική αγορά.

Τρέχοντας ένα μοντέλο παλινδρόμησης για τις τελευταίες 50 εβδομάδες βρίσκουμε:

Slope coefficient	0.60	-0.39	Intercept Coeff.
Std error of slope	0.13	0.34	Std error of intercept
R-squared	0.30	2.37	Degrees of freedom
Regression SS	117	269.49	Residual SS

Με χαμηλό σχετικά R squared (0.30) .

Τρέχοντας την παλινδρόμηση με ετήσιες τιμές βρίσκουμε κλίση 0.65 με R-squared 0.38.

Με αναπροσαρμογή προς τα πάνω και με βάση και τα βήτα της αγοράς (0.65 ναυτεμπορική) θα θεωρήσουμε το βήτα = 0.65 με απόκλιση +/- 0.13

Οπότε έχουμε τελικά:

$$E(R) = 2,58\% + 0,65 ( 5,50\% + 8\%) = 11,35\%$$

Που είναι παρόμοιο με το κόστος κεφαλαίου των αναλυτών.

### 7.2.4. Αποτίμηση με Gordon Growth DDM

Το μοντέλο αυτό είναι σχεδιασμένο για αποτίμηση σταθερών εταιριών που πληρώνουν μερίσματα κατά αναλογία των ταμιακών ροών με έναν σταθερό ρυθμό ανάπτυξης  $g$  στο διηνεκές.

Παραδοχές μοντέλου:

1. Η εταιρία είναι σε σταθερή φάση και θα αναπτύσσεται με έναν σταθερό ρυθμό στο διηνεκές
2. Η εταιρία πληρώνει σε μέρισμα ό,τι μπορεί να πληρώνει.

Οι παραδοχές ταιριάζουν απόλυτα στην περίπτωση της ΟΠΑΠ στην περίπτωση που διατηρούνταν οι ίδιες εξωτερικές συνθήκες στο περιβάλλον. Το μοντέλο είναι χρήσιμο για να δούμε την ευαισθησία της παραγόμενης αξίας στις κύριες μεταβλητές όπως το προεξοφλητικό επιτόκιο και τον ρυθμό ανάπτυξης.

Θυμίζουμε την εξίσωση της αξίας κατά Gordon:

$$\text{Value}_{\text{equity}} = \frac{D_0 (1+g)}{r-g}$$

Συμπληρώνουμε τις τιμές εισόδου του μοντέλου για την ΟΠΑΠ :

Current EPS = 1.86 €

Current Payout Ratio = 94,09%

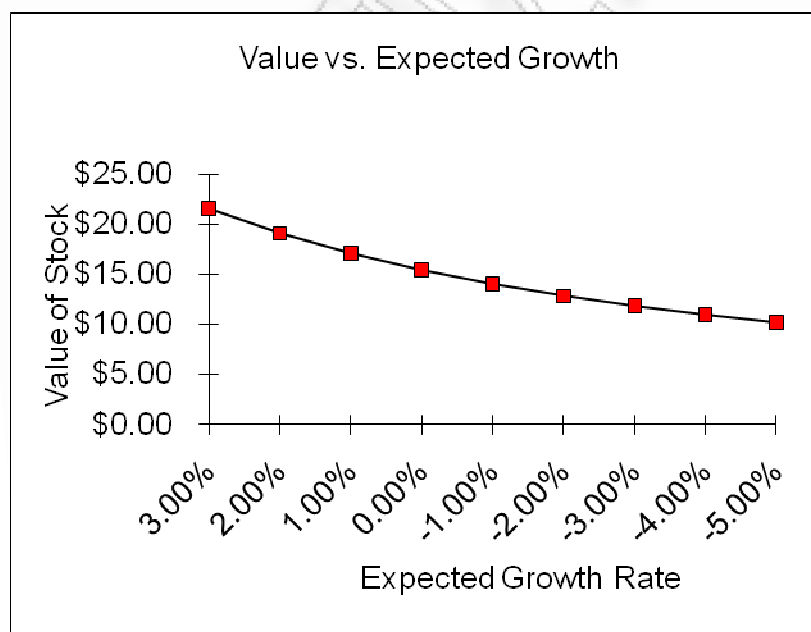
Cost of Equity = 11,35% ( beta=0.65, riskfree rate=2.58% risk premium=13.50%)

Expected Growth Rate = 1% ( η τιμή δεν μπορεί να είναι μεγαλύτερη από το ΑΕΠ στο διηνεκές)

Gordon Growth Model Value = 17.06 €

Με διαφορετικές τιμές για τον ρυθμό ανάπτυξης  $g$  έχουμε

Growth rate	Value
3.00%	€21.57
2.00%	€19.08
1.00%	€17.07
0.00%	€15.41
-1.00%	€14.02
-2.00%	€12.84
-3.00%	€11.83
-4.00%	€10.94
-5.00%	€10.17



Ενώ μια πλήρης ανάλυση ευαισθησίας για διαφορετικές τιμές των  $g$  και  $k_e$  φαίνονται στον πίνακα:

<b>Growth rate/Cost of equity</b>	<b>9.36%</b>	<b>9.86%</b>	<b>10.36%</b>	<b>10.86%</b>	<b>11.36%</b>	<b>11.86%</b>	<b>12.36%</b>	<b>12.86%</b>	<b>13.36%</b>
<b>3.00%</b>	€28.36	€26.30	€24.51	€22.95	€21.57	€20.36	€19.27	€18.29	€17.41
<b>2.00%</b>	€24.27	€22.73	€21.37	€20.16	€19.08	€18.11	€17.24	€16.44	€15.72
<b>1.00%</b>	€21.16	€19.96	€18.89	€17.94	€17.07	€16.28	€15.57	€14.91	€14.31
<b>0.00%</b>	€18.71	€17.76	€16.90	€16.12	€15.41	€14.76	€14.16	€13.61	€13.10
<b>-1.00%</b>	€16.73	€15.96	€15.26	€14.61	€14.02	€13.48	€12.97	€12.51	€12.07
<b>-2.00%</b>	€15.10	€14.47	€13.88	€13.34	€12.84	€12.38	€11.95	€11.55	€11.17
<b>-3.00%</b>	€13.74	€13.21	€12.71	€12.25	€11.83	€11.43	€11.06	€10.71	€10.38
<b>-4.00%</b>	€12.58	€12.13	€11.70	€11.31	€10.94	€10.60	€10.27	€9.97	€9.68
<b>-5.00%</b>	€11.58	€11.19	€10.83	€10.49	€10.17	€9.86	€9.58	€9.31	€9.06

### 7.2.5. Αποτίμηση με FCFE 2-stage

Δεδομένου ότι με τις εξελίξεις στον χώρο των τυχερών παιχνιδιών και την σταδιακή απελευθέρωση που επέρχεται δεν μπορεί να διατηρηθεί μια σταθερή ανάπτυξη των εσόδων στο διηνεκές θα χρησιμοποιήσουμε ένα μοντέλο αποτίμησης ταμιακών ροών στον μέτοχο 2-σταδίων, με τα εξής 2 στάδια ανάπτυξης:

1. Το 1<sup>ο</sup> στάδιο που θα χαρακτηρίζεται από επενδύσεις ( ρυθμός επανεπένδυσης  $>$ ) αλλά και είσοδο στην αγορά νέων παιχτών που θα περιορίσουν τα έσοδα αλλά και τα περιθώρια κέρδους. Αυτή η φάση θα έχει έναν αρνητικό ρυθμό ανάπτυξης  $g$  και την τοποθετούμε σε διάρκεια μίας 5ετίας
2. Το 2<sup>ο</sup> στάδιο είναι στάδιο σταθερότητας καθώς σταθεροποιούνται οι συνθήκες ανταγωνισμού και τα μερίδια και διακρίνεται από έναν σταθερό ρυθμό ανάπτυξης  $g$ .

#### Προσδιορισμός των τιμών παραμέτρων

Βασική παράμετρος εισόδου στο μοντέλο θα είναι οι τιμές του growth  $g_L$  και  $g_S$  για τις αντίστοιχες περιόδους υψηλής (ή μάλλον αρνητικής) ανάπτυξης και της σταθερής ανάπτυξης.



Αυτές τις τιμές μπορούμε να τις πάρουμε είτε από προβλέψεις αναλυτών είτε από ανάλυση θεμελιωδών.

### **Προβλέψεις αναλυτών (consensus forecasts)**

Σύμφωνα με τις προβλέψεις την αναλυτών προβλέπεται ένας μέσος ρυθμός ανάπτυξης περίπου ίσος με -10,25% για τα έσοδα για την επόμενη τριετία.

### **Προβλέψεις βάσει θεμελιωδών**

Μπορούμε να κάνουμε κάποιες προβλέψεις βάσει θεμελιωδών και βασιζόμενοι στην βασική εξίσωση του

$$g = b \times ROE \quad , \text{ με } ROE \text{ σταθερό}$$

και

$$g = b \times ROE + \Delta ROE \quad , \text{ για μεταβαλλόμενο } ROE.$$

Και αναλύοντας περαιτέρω το ROE με την φόρμουλα του DuPont,

$$g = b * \frac{Net\ Income}{Sales} * \frac{Sales}{Assets} * \frac{Assets}{Equity}$$

ή

$$g = b * (\text{Net Profit Margin}) * (\text{Asset Turnover}) * (\text{Leverage})$$

### Παραμετρική Ανάλυση

- b: Ο ρυθμός επανεπένδυσης σε φάση ανάπτυξης είναι μεγάλος.
- Net Profit Margin: Σε φάση ανάπτυξης και ανταγωνισμού πιέζονται τα καθαρά περιθώρια κέρδους και λόγω αυξημένων λειτουργικών εξόδων και λόγω ανταγωνισμού.
- Asset Turnover : Λόγω ανταγωνισμού πιέζονται οι πωλήσεις που αποφέρουν τα assets της επιχείρησης. Μπορούμε να κάνουμε πρόβλεψη του g των πωλήσεων χρησιμοποιώντας ένα reverse growth model με είσοδο την πρόβλεψη για το μέγεθος της αγοράς και το μερίδιο στα επόμενα χρόνια.

## Αποτίμηση Επιχειρήσεων: Μελέτη ΟΠΑΠ Α.Ε.

- Leverage: Δεδομένης της ισχυρής κεφαλαιακής επάρκειας της επιχείρησης θα θεωρήσουμε ότι αυτό διατηρείται σταθερό και δεν κάνουμε μόχλευση

Με βάση αυτές τις παραδοχές ένα ενδεικτικό αποτέλεσμα παραμετρικής ανάλυσης με συγκεκριμένες τιμές φαίνεται παρακάτω (με κίτρινο χρώμα οι τιμές εισόδου):

Inputs	
Enter revenues in current year =	€5,500,000.00
Enter size of overall market in current year =	€14,000,000.00
Enter expected growth rate in overall market =	2%
Enter expected market share in 5 years =	20%
Enter expected market share in 10 years =	20%

Με εισόδους το τρέχον μερίδιο αγοράς ( σύνολο αγοράς σύμφωνα με εκτιμήσεις ) και μελλοντικό μερίδιο αγοράς εξάγουμε το σύνθετο g για τις πωλήσεις.

Output	
Expected revenues in year 5 =	€3,016,395.21
Expected compounded growth rate; Yr 1-5 =	-11.32%
Expected revenues in year 10 =	€3,249,514.31
Expected compounded growth rate: Yr 6-10 =	1.50%
Expected compounded growth rate: Yr 1-10:	-5.13%

και εισάγοντας ενδεικτικές τιμές για τα b, NPM, leverage παίρνουμε τις τιμές του g.

Το turnover υπολογίζεται από την έξοδο του προηγούμενου reverse model.

	year 0	year 1	year 2	year 3	year 4	year 5
b =	2%	50%	40%	30%	20%	10%

net profit margin =	10.81%	3%	3%	3%	3%	3%
turnover =	4	3.55	3.15	2.79	2.47	2.19
leverage =	2	2	2	2	2	2
ROE =	96%	21%	19%	17%	15%	13%
growth =		-67.19%	-3.77%	-6.30%	-8.35%	-10.00%

### Ανάπτυξη του μοντέλου FCFE (2-stage)

Προτού παραθέσουμε αναλυτικά τις τιμές εισόδου και εξόδου του μοντέλου θα αναλύσουμε κάποιες βασικές παραδοχές:

*Τιμές εισόδου για το προεξοφλητικό επιτόκιο*

Για την 1<sup>η</sup> φάσης ανάπτυξης λόγω αυξημένης λειτουργικής μόχλευσης αναπροσαρμόσαμε το beta προς τα πάνω:

#### Inputs for Discount Rate

Beta of the stock =	0.8
Riskfree rate=	2.68%
Risk Premium=	13.50%

*Τιμές εισόδου για τα  $g_L$  και  $g_s$*

$G_L = -10\%$  , μέση τιμή για την επόμενη πενταετία βάσει αναλυτών και θεμελιωδών

$G_s = 2\%$  , μέση τιμή στο διηλεκές σε συνθήκες ωρίμανσης ανταγωνισμού.

Όλες οι παράμετροι εισόδου για το 2-φάσεων FCFE φαίνονται παρακάτω:

Inputs from current financials (ποσά σε χιλιάδες ευρώ)

Net Income =	€593,789.00	
Interest income from cash and marketable securities =	€23,087.00	Last year
Book Value of Equity =	€618,412.00	€678,573.00
Cash and Marketable Securities	€699,587.00	€706,388.00
Market Value of Equity =	€3,302,000.00	
Number of shares outstanding =	319000.00	

## Αποτίμηση Επιχειρήσεων: Μελέτη ΟΠΑΠ Α.Ε.

Current Capital Expenditures =	€14,306.00
Current Depreciation =	€42,975.00
Change in non-cash Working capital in most recent year =	(€13,951.00)
Net Debt Issued (Paid) during the year =	(€53,474.00)
Do you want to normalize the net income/earnings per share?	Yes
Do you want to normalize your reinvestment needs?	yes
<b>If yes, these will be your normalized values</b>	
Normalized Net Capital Expenditures =	€29,294.65
Normalized Working Capital Change =	€0.00
Normalized Net Debt issued =	€3,231.23
<i>Inputs for Discount Rate</i>	
Beta of the stock =	0.8
Riskfree rate=	2.68%
Risk Premium=	13.50%
<i>Inputs for High Growth Period</i>	
Length of high growth period	5
Do you want to calculate the growth rate from fundamentals?	
	No
If no, enter the expected growth rate in earnings in high growth period=	
	-10%
<i>If yes, the following will be the inputs to the fundamental growth formulation:</i>	
Non-cash ROE =	-1974.75%
Equity Reinvestment Rate =	4.57%
Do you want to change any of these inputs for the high growth period?	yes
<i>If yes, specify the values for these inputs (Please enter all variables)</i>	
Non-cash ROE =	87.00%
Equity Reinvestment Rate =	10.00%
Do you want to change any of these inputs for the stable growth period?	Yes
<i>If yes, specify the values for these inputs</i>	
ROE =	70.00%
Do you want me to gradually adjust your inputs during the second half?	
	no
<i>Inputs for Stable Growth Period</i>	
Enter growth rate in stable growth period?	2.00%
Stable equity reinvestment ratio from fundamentals is =	
	2.86%
Do you want to change this equity reinvestment rate?	No
If yes, enter the stable period equity reinvestment rate =	
Will the beta to change in the stable period?	Yes
If yes, enter the beta for stable period =	0.65
Enter the risk premium to use in stable period =	10.00%

## Αποτίμηση Επιχειρήσεων: Μελέτη ΟΠΑΠ Α.Ε.

Οι τιμές εξόδου βάσει του βασικού τύπου υπολογισμού FCFE-2 σταδίων :

<b>Cost of Equity =</b>	<b>13.48%</b>				
<b>Net Income =</b>	<b>€572,363</b>				
<b>Net Income without interest income from cash=</b>	<b>\$549,276</b>				
<b>Growth rate in Net Income =</b>	<b>-10.00%</b>				
<b>Equity Reinvestment Rate for high growth phase=</b>	<b>10.00%</b>				
<i>The dividends for the high growth phase are shown below (upto 10 years)</i>					
	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>
<b>Expected Growth Rate</b>	-10.00%	-10.00%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
<b>Net Income</b>	€494,348.76	€444,913.88	€400,422.50	€360,380.25	€324,342.22
<b>Equity Reinvestment Rate</b>	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
<b>FCFE</b>	€444,913.88	€400,422.50	€360,380.25	€324,342.22	€291,908.00
<b>Cost of Equity</b>	13.48%	13.48%	13.48%	13.48%	13.48%
<b>Cumulative Cost of Equity</b>	113.48%	128.78%	146.14%	165.84%	188.19%
<b>Present Value</b>	€392,063.70	€310,942.31	€246,605.63	€195,580.78	€155,113.42
<b>Growth Rate in Stable Phase =</b>	<b>2.00%</b>				
<b>Equity Reinvestment rate in st</b>	<b>2.86%</b>				
<b>Cost of Equity in Stable Phase =</b>	<b>9.18%</b>				
<b>Price at the end of growth phase =</b>	<b>€6,822,130.92</b>				
<b>Present Value of FCFEs in high growth phase =</b>	<b>€1,300,305.84</b>				
<b>Present Value of Terminal Equity Value =</b>	<b>€3,625,128.57</b>				
<b>Value of equity in operating assets =</b>	<b>€4,925,434.40</b>				
<b>Value of Cash and Marketable Securities =</b>	<b>€699,587.00</b>				

Value of equity in firm = €5,625,021.40

Value per share = €17.63

Αλλάζοντας τις παραμέτρους εισόδου αναλόγως μπορούμε να καταλήξουμε σε διαφορετικές τιμές εξόδου. Το ενδιαφέρον εδώ είναι σε αυτό το μοντέλο προσμετράται και η αξία των ταμιακών ισοδυνάμων που στην περίπτωση της ΟΠΑΠ Α.Ε. είναι σημαντική.

### 7.2.6. Αποτίμηση Προστιθέμενης Αξίας (EVA)

Όπως έχουμε αναφέρει σε αυτό το μοντέλο προεξοφλούνται όχι οι αναμενόμενες ταμιακές ροές στο σύνολό τους αλλά αυτές που υπερβαίνουν την αναμενόμενη απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου, οπότε η αξία της επένδυσης υπολογίζεται προσθέτοντάς τις στο αρχικό κεφάλαιο.

Βάσει του τύπου της ενα αποτίμησης:  $EVA = NOPAT - (WACC\% \times TC)$

Κάνουμε τις εξής παραδοχές:

- Ένα αρκετά απαισιόδοξο σενάριο με δύο φάσεις ανάπτυξης, μία μεγάλη με αρνητικό  $g_L = -15\%$  το οποίο εξομαλύνεται προοδευτικά σε ένα σταθερό ρυθμό ανάπτυξης  $g_S = 2\%$ .
- Ρυθμό αύξησης των επενδύσεων 20%
- Λειτουργικό περιθώριο κέρδους προ φόρων (pre tax op.margin) = 14% , λίγο μικρότερο από το σημερινό μέσο
- WACC το οποίο ισοδυναμεί με κόστος κεφαλαίου λόγω έλλειψης δανεισμού με συντελεστή βήτα αναπροσαρμοσμένο = 0.80

Με αυτές τις τιμές εισόδου στο μοντέλο:

## Αποτίμηση Επιχειρήσεων: Μελέτη ΟΠΑΠ Α.Ε.

ευρώ)	
Enter the current revenues of the firm =	€ 5,440,932
Enter current capital invested in the firm =	€ 1,302,780
Enter the current depreciation =	€ 42,975
Enter the current capital expenditures for the firm =	€ 14,306
Enter the change in Working Capital in last year =	€ (13,951)
Enter the value of current debt outstanding =	€ -
Enter the number of shares outstanding =	319,000.00
<b>High Growth Period</b>	<i>Your Inputs</i>
Enter the growth rate in revenues for the next 5 years =	-15.00%
What will all operating expenses be as a % of revenues in the fifth year?	86.00%
How much debt do you plan to use in financing investments?	0%
Enter the growth rate in capital expenditures & depreciation	20.00%
Enter working capital as a percent of revenues	3.50%
Enter the tax rate that you have on corporate income	25.00%
What beta do you want to use to calculate cost of equity =	0.80
Enter the current long term bond rate =	2.70%
Enter the market risk premium you want to use =	13.50%
Enter your cost of borrowing money =	5.50%
<b>Stable Period</b>	
Enter the growth rate in revenues =	2.00%
Enter operating expenses as a % of revenues in stable period =	85.00%
Enter capital expenditures as a percent of depreciation in this period	100.00%
How much debt do you plan to use in financing investments?	0.00%
Enter interest rate of debt in stable period =	7.50%
What beta do you want to use in the stable period =	0.65

Ταμιακές ροές 1<sup>ης</sup> φάσης:

## Αποτίμηση Επιχειρήσεων: Μελέτη ΟΠΑΠ Α.Ε.

	Base	1	2	3	4	5
<b>EBIT (1-t)</b>	€571,298	€485,603	€412,763	€350,848	€298,221	€253,488
<b>- WACC (CI)</b>		€175,875	€167,375	€158,524	€149,050	€138,656
<b>EVA</b>		€309,728	€245,388	€192,325	€149,172	€114,832
<b>Terminal EVA</b>						
<b>PV</b>		€272,888	€190,485	€131,537	€89,888	€60,965

Σύν τις ταμιακές ροές της 2<sup>ης</sup> φάσης σύν την τερματική αξία στο τέλος του 10<sup>ου</sup> χρόνου:

	6	7	8	9	10	Terminal Year
<b>EBIT (1-t)</b>	€227,284	€211,586	€204,227	€204,127	€ 211,023	€215,243
<b>- WACC (CI)</b>	€123,202	€110,157	€99,380	€90,961	€ 85,154	€7,534
<b>EVA</b>	€104,083	€101,428	€104,848	€113,166	€ 125,869	€207,710
<b>Terminal EVA</b>					€2,192,187	
<b>PV</b>	€48,860	€42,252	€38,898	€37,526	€ 689,548	

Θα μας αποδώσει καθαρή αξία βάσει EVA:

<b>PV of EVA</b>	€ 1,602,848
<b>+ Capital Invested</b>	€ 1,302,780
<b>+ PV of Chg Capital in Yr 10</b>	€ (201,599)
<b>= Firm Value</b>	<b>€2,704,030</b>
<b>Value of Equity per share</b>	<b>€8.48</b>



### 7.3. Αποτίμηση με πολλαπλασιαστές

Θα κάνουμε μια συγκριτική αποτίμηση της ΟΠΑΠ Α.Ε. σε σχέση με ομοειδείς εταιρίες, μια ιστορική για την πορεία του πολλαπλασιαστή τα τελευταία χρόνια και μια αναφορά σε σχέση με τα θεμελιώδη μεγέθη που δικαιολογούν την τρέχουσα τιμή.

#### 7.3.1. Συγκριτική αποτίμηση

Βασική εργασία στην συγκριτική αποτίμηση είναι η εύρεση ομοειδών εταιριών με κοινά χαρακτηριστικά ως προς την φύση δραστηριοτήτων , το μέγεθος ή βασικούς αριθμοδείκτες.

Η ΟΠΑΠ Α.Ε. σύμφωνα με την επίσημη κατηγοριοποίηση του ελληνικού χρηματιστηρίου<sup>11</sup> και το διεθνές μοντέλο κλαδικής κατάταξης ICB (Industry Classification Benchmark) ανήκει στον υποκλάδο «Τυχερά Παιχνίδια» του υπερκλάδου «Ταξίδια & Αναψυχή».

Στον μεν υπερκλάδο «Ταξίδια & Αναψυχή» ανήκουν κυρίως τουριστικές επιχειρήσεις που δεν έχουν σχέση ως προς την κύρια δραστηριότητα με το αντικείμενο της ΟΠΑΠ Α.Ε. ενώ στον υποκλάδο των τυχερών παιχνιδιών ανήκουν οι εταιρίες Ιντραλότ Α.Ε. και Καζίνο Πόρτο Καρράς Α.Ε., με την μεν πρώτη προμηθεύτρια τεχνολογίας και λογισμικού για τυχερά παιχνίδια και την δεύτερη περιορισμένη ως προς το είδος και εύρος και χώρο διεξαγωγής τυχερών παιχνιδιών καθιστώντας και τις δύο μη συγκρίσιμες.

Για τον λόγο αυτό θα συγκρίνουμε την ΟΠΑΠ Α.Ε. με ομοειδείς εταιρίες που δραστηριοποιούνται στον ευρωπαϊκό χώρο , είναι οργανώτριες τυχερών παιχνιδιών παρόμοιων με της ΟΠΑΠ Α.Ε., ανήκουν στον κλάδο «gambling /no hotel» , γνωρίζοντας βέβαια ότι δραστηριοποιούνται σε διαφορετικές αγορές σε άλλες χώρες με διαφορετικό κίνδυνο (country risk) και συντελεστή βήτα.

Στον παρακάτω πίνακα εμφανίζονται οι εταιρίες σύγκρισης με τα βασικά χαρακτηριστικά τους ως προς τα θεμελιώδη:

---

<sup>11</sup> <http://www.athex.gr/content/gr/ann.asp?AnnID=41131>

## Αποτίμηση Επιχειρήσεων: Μελέτη ΟΠΑΠ Α.Ε.

Company Name	Exchange/Ticker	Country	Sub Group	Market Cap (in US \$)	Total Debt (in US \$)	Cash	Stock price (Dec 31, 2009) in US\$	Beta	Historical growth in Net Income - Last 5 years	Historical growth in Revenues - Last 5 years
OPAP SA (ATSE:OPAP)	ATSE:OPAP	Greece	EU	\$7.013,20	\$67,30	\$988,70	\$21,99	0,56	8,39%	14,30%
Lottomatica Group S.p.A. (CM:LTO)	CM:LTO	Italy	EU	\$2.991,60	\$3.971,80	\$216,50	\$20,06	0,59	-1,33%	25,80%
William Hill plc (LSE:WMH)	LSE:WMH	United Kingdom	UK	\$2.102,70	\$1.109,70	\$133,40	\$3,00	0,81	7,61%	-32,50%
Ladbrokes PLC (LSE:LAD)	LSE:LAD	United Kingdom	UK	\$2.003,50	\$1.679,60	\$28,10	\$2,22	0,88	-5,01%	-36,10%
bwin Interactive Entertainment AG (WBAG:BWLN)	WBAG:BWLN	Austria	EU	\$1.947,20	\$0,00	\$198,80	\$59,67	1,02	NA	85,90%
Paddy Power plc (ISE:PLS)	ISE:PLS	Ireland	EU	\$1.703,80	\$0,00	\$114,70	\$35,47	0,73	15,60%	-23,60%
Betsson AB (OM:BETSB)	OM:BETSB	Sweden	EU	\$599,90	\$0,00	\$56,60	\$15,29	0,51	83,40%	32,80%
Sportingbet plc (AIM:SBT)	AIM:SBT	United Kingdom	UK	\$552,60	\$12,00	\$79,60	\$1,10	0,83	15,60%	7,91%
SNAI SpA (CM:SNA)	CM:SNA	Italy	EU	\$502,70	\$496,30	\$63,50	\$4,30	1,16	NA	52,50%
Tipp24 AG (XTRA:TIM)	XTRA:TIM	Germany	EU	\$315,90	\$0,00	\$116,20	\$41,46	0,62	NA	NA
Estoril Sol, SA (ENXTLS:ESO)	ENXTLS:ESO	Portugal	EU	\$126,20	\$251,80	\$14,40	\$10,58	0,10	NA	4,68%
Sportech plc (LSE:SPO)	LSE:SPO	United Kingdom	UK	\$76,60	\$135,70	\$3,78	\$0,76	0,47	5,79%	-30,80%
Bet-At-Home.com AG (XTRA:ACX)	XTRA:ACX	Germany	EU	\$70,20	\$0,00	\$0,00	\$20,01	0,90	NA	NA
Betting Promotion Sweden Ab (NGM:BETT)	NGM:BETT	Sweden	EU	\$32,90	\$0,00	\$10,30	\$3,47	0,05	NA	NA
Betbull plc (WBAG:BETB)	WBAG:BETB	United Kingdom	UK	\$14,30	\$6,08	\$8,05	\$1,67	0,23	NA	NA
Redbet Holding Ab (OM:RBET)	OM:RBET	Sweden	EU	\$10,10	\$0,00	\$8,89	\$0,98	0,46	NA	NA

## Αποτίμηση Επιχειρήσεων: Μελέτη ΟΠΑΠ Α.Ε.

Company Name	Return on Equity	Return on Capital (ROC or ROIC)	Net Profit Margin	Effective Tax Rate	% held by institutions	Net Income	Revenues	EBITDA	Current Invested Capital
OPAP SA (ATSE:OPAP)	93,67%	874,15%	12,34%	26,54%	17,49%	\$1.017,90	\$7.712,70	\$1.485,30	\$139,10
Lottomatica Group S.p.A. (CM:LTO)	5,96%	34,10%	4,20%	25,72%	15,80%	\$131,00	\$2.877,00	\$1.051,30	\$1.602,50
William Hill plc (LSE:WMH)	70,21%	16,82%	21,51%	18,85%	46,51%	\$337,10	\$1.388,10	\$449,80	\$2.209,70
Ladbrokes PLC (LSE:LAD)	NA	38,54%	16,02%	13,29%	NA	\$292,40	\$1.707,70	\$526,60	\$1.104,10
bwin Interactive Entertainment AG (WBAG:BIN)	12,69%	47,75%	4,36%	4,85%	18,63%	-\$17,80	\$546,70	\$50,10	\$53,10
Paddy Power plc (ISE:PLS)	40,51%	211,55%	21,36%	14,38%	56,17%	\$96,20	\$396,40	\$135,10	\$63,20
Betsson AB (OM:BETSB)	50,34%	87,21%	24,73%	3,78%	NA	\$34,10	\$132,30	\$39,50	\$47,50
Sportingbet plc (AIM:SBT)	17,17%	NA	0,87%	0,00%	NA	\$20,70	\$2.630,20	\$54,50	\$28,10
SNAI SpA (CM:SNA)	-6,20%	9,23%	-3,42%	0,00%	NA	-\$41,30	\$751,00	\$104,20	\$526,00
Tipp24 AG (XTRA:TIM)	53,02%	33,83%	40,35%	29,59%	NA	\$9,23	\$64,60	\$13,80	-\$10,90
Estoril Sol, SA (ENXTLS:ESO)	-6,26%	1,96%	-2,24%	0,00%	NA	-\$12,50	\$360,60	\$50,50	\$343,30
Sportech plc (LSE:SPO)	4,33%	83,97%	7,84%	27,42%	36,46%	\$7,43	\$104,60	\$33,80	\$26,62
Bet-At-Home.com AG (XTRA:ACX)	NA	NA	NA	0,00%	NA	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00
Betting Promotion Sweden Ab (NGM:BETT)	28,00%	88,29%	38,06%	7,59%	NA	\$4,46	\$9,15	\$4,64	\$4,80
Betbull plc (WBAG:BETB)	-16,03%	-20,07%	-53,58%	0,00%	NA	-\$4,68	\$22,50	-\$1,17	\$31,03
Redbet Holding Ab (OM:RBET)	-19,46%	NA	-10,63%	0,00%	NA	\$1,17	\$12,00	\$2,75	-\$4,69

- Πηγή: Damodaran<sup>12</sup> συλλογή data από Bloomberg και Capital IQ

<sup>12</sup> <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

## Αποτίμηση Επιχειρήσεων: Μελέτη ΟΠΑΠ Α.Ε.

Αξίζει να σημειώσουμε ότι τα στοιχεία του πίνακα αποτιμώνται σε τιμές δολαρίου ενώ όλα τα ποσά αναφέρονται σε τιμές της 31<sup>ης</sup> Δεκεμβρίου 2009 και προέρχονται από ομαδοποίηση δεδομένων του Damodaran<sup>13</sup> που συνέλεξε από συνδυασμό δεδομένων από τις Bloomberg και Capital IQ.

Η ταξινόμηση έγινε κατά σειρά μεγέθους κεφαλαιοποίησης και παρατηρούμε ότι η ΟΠΑΠ Α.Ε. είναι η πρώτη σε κεφαλαιοποίηση.

Παρακάτω παραθέτουμε τον συγκριτικό πίνακα ως προς τους βασικούς πολλαπλασιαστές (όπου price είναι με τιμές της 31<sup>ης</sup> Δεκεμβρίου 2009):

Company Name	Current PE	Trailing PE	Forward PE	PEG	PBV	PS	EV/EBITDA	Beta	Expected growth rate in EPS-Next 5 years	Net Profit Margin	Return on Equity
OPAP SA (ATSE:OPAP)	6,89	7,05	7,72	NA	6,54	0,91	4,10	0,56	-6,51%	12,34%	93,67%
Lottomatica Group S.p.A. (CM:LTO)	22,84	21,65	16,58	5,68	1,33	1,04	6,42	0,59	4,02%	4,20%	5,96%
William Hill plc (LSE:WMH)	6,24	6,00	9,52	NA	1,70	1,51	6,85	0,81	-12,20%	21,51%	70,21%
Ladbrokes PLC (LSE:LAD)	6,85	6,71	7,38	NA	NA	1,17	6,94	0,88	-10,90%	16,02%	NA
bwin Interactive Entertainment AG (WBAG:BWIN)	NA	78,83	16,58	NA	7,73	3,56	34,90	1,02	NA	4,36%	12,69%
Paddy Power plc (ISE:PLS)	17,71	21,51	19,60	3,73	8,50	4,30	11,76	0,73	4,75%	21,36%	40,51%
Betsson AB (OM:BETS B)	17,59	13,70	12,43	1,47	5,76	4,53	13,75	0,51	12,00%	24,73%	50,34%
Sportingbet plc (AIM:SBT)	26,70	23,12	11,22	2,52	3,38	0,21	8,90	0,83	10,60%	0,87%	17,17%
SNAI SpA (CM:SNA)	NA	NA	22,40	NA	1,17	0,67	8,98	1,16	0,20%	-3,42%	-6,20%
Tipp24 AG (XTRA:TIM)	34,23	8,00	7,09	0,56	3,00	4,89	14,47	0,62	61,00%	40,35%	53,02%
Estoril Sol, SA (ENXTLS:ESO)	NA	NA	NA	NA	1,04	0,35	7,20	0,10	NA	-2,24%	-6,26%
Sportech plc (LSE:SPO)	10,31	8,78	3,04	NA	0,46	0,73	6,17	0,47	NA	7,84%	4,33%

<sup>13</sup> <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Bet-At-Home.com AG (XTRA:ACX)	NA	NA	19,06	NA	NA	NA	NA	0,90	NA	NA	NA
Betting Promotion Sweden Ab (NGM:BETT)	7,38	8,39	NA	NA	2,18	3,60	4,87	0,05	NA	38,06%	28,00%
Betbull plc (WBAG:BETB)	NA	NA	NA	NA	0,43	0,64	NA	0,23	NA	-	-
Redbet Holding Ab (OM:RBET)	8,63	NA	NA	NA	1,72	0,84	0,44	0,46	NA	-	-
										10,63%	19,46%
average	15,03	18,52	12,72	2,79	3,21	1,93	9,70	0,62	7,00%	8,12%	23,43%
median	12,67	11,24	12,43	2,65	2,18	1,11	7,20	0,62	4,39%	7,98%	17,17%

Όπου οι μη διαθέσιμες τιμές (NA) αναφέρονται σε αρνητικά ποσά από όπου δεν μπορούσαν να εξαχθούν πολλαπλασιαστές.

Παρατηρούμε ότι οι πολλαπλασιαστές  $p/e$ ,  $p/s$ , και  $ev/ebitda$  είναι σαφώς υποτιμημένοι σε σχέση με τον μέσο και διάμεσο των συγκρίσιμων εταιριών παρά το ότι το  $\beta$  είναι παρόμοιο με τον μέσο όρο και αυτό οφείλεται κυρίως στο χαμηλό αναμενόμενο  $growth$  σε σχέση με τις υπόλοιπες εταιρείες. Μόνο το  $p/bv$  είναι υψηλότερο σε σχέση με τον μέσο όρο λόγω χαμηλότερου συνολικού επενδυμένου κεφαλαίου.

### 7.3.2. Ιστορικοί πολλαπλασιαστές

Στον παρακάτω πίνακα<sup>14</sup> παρατηρούμε την ιστορική εξέλιξη του  $p/e$  τα τελευταία χρόνια.

Year	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Minimum price	11.62	19.18	24.30	24.16	16.94	14.22
Average price	15.71	23.73	28.97	27.55	22.60	18.94
Maximum price	20.36	29.10	33.06	30.96	27.54	24.10
Price, year	20.36	29.10	29.28	27.42	20.68	15.34

<sup>14</sup> Η πηγή προέρχεται από ανάλυση της Piraeus Sec.

<b>end</b>						
<b>Recurring EPS</b>	1.59	1.44	1.60	1.91	2.31	2.18
<b>Minimum P/E</b>	7.33	13.35	15.21	12.66	7.33	6.51
<b>Average P/E</b>	9.91	16.51	18.13	14.43	9.78	8.67
<b>Maximum P/E</b>	12.84	20.25	20.69	16.22	11.91	11.04
<b>End year P/E</b>	12.84	20.25	18.32	14.36	8.95	7.03

Ο ιστορικός μέσος είναι στο 12.9 ενώ ο τρέχων (2010ε) είναι στο 6.9 δηλ. μια μείωση της τάξης του 46,6% από την ιστορική του μέση τιμή.

Με βάση και την ιστορική της αποτίμηση η μετοχή της ΟΠΑΠ Α.Ε. είναι σαφώς υποτιμημένη.

### 7.3.3. Πολλαπλασιαστές βάσει Θεμελιωδών

Μπορούμε να συνδέσουμε την αποτίμηση με πολλαπλασιαστές με την αποτίμηση με τα μοντέλα προεξόφλησης βάσει του τύπου της αξίας της μετοχής που εξάγεται από το απλούστερο μοντέλο του Gordon που είδαμε στην ανάλυσή του:

$$\frac{P_0}{E_1} = \frac{D_1/E_1}{r-g} = \frac{(1-b)}{r-g} \quad \text{για το leading p/e ενώ}$$

$$\frac{P_0}{E_0} = \frac{D_1/E_0}{r-g} = \frac{(1-b)(1+g)}{r-g} \quad \text{για το trailing p/e.}$$

Χρησιμοποιώντας τις προβλέψεις των αναλυτών για τα θεμελιώδη την επόμενη περίοδο μπορούμε να υπολογίσουμε την δίκαιη (Justified) τιμή του πολλαπλασιαστή p/e.

Έτσι με :

$r = 11,35\%$  ( beta=0.65, riskfree rate=2.58% risk premium=13.50%)

$g = -6,51\%$  (expected growth rate of eps for next 5-years)

και

$b = 5,01\%$  για ρυθμό διακράτησης κερδών ή επανεπένδυσης

θα έχουμε δίκαιη τιμή πολλαπλασιαστή:

$$P_0/E_1 = \frac{(1-0.05)}{(0.11+0.06)} = \frac{0.95}{0.17} = 5,58$$

## ΕΠΙΛΟΓΟΣ

---

Η αποτίμηση αποτελεί πλέον απαραίτητο εργαλείο σε κάθε χρηματοοικονομική δραστηριότητα και δεν είναι έκπληξη το γεγονός ότι χρησιμοποιούνται αναρίθμητα υποδείγματα αυτής στην πράξη. Στην παρούσα εργασία εξετάστηκαν δύο βασικές προσεγγίσεις που περιλαμβάνουν πολλές παραλλαγές η κάθε μία.

Η πρώτη είναι η προεξόφληση ταμιακών ροών, όπου η αξία της επιχείρησης ή περιουσιακού στοιχείου αποτιμάται βάσει των προσδοκώμενων ταμιακών της ροών και προσδιορίζεται με έναν από τους τρεις παρακάτω τρόπους: (α) με προεξόφληση των προσδοκώμενων ταμιακών ροών με ένα επιτόκιο προεξόφλησης προσαρμοσμένο στον κίνδυνο (β) οι προσδοκώμενες ταμιακές ροές διαχωρίζονται στις αναμενόμενες βάσει της αναμενόμενης απόδοσης του επενδυμένου κεφαλαίου και στις προστιθέμενες αυτής και (γ) η αξία της επιχείρησης αποτιμάται με βάση την πλήρη αξία της καθαρής της θέσης και στην συνέχεια προστίθεται η αξία των λοιπών χρηματοδοτήσεων. Λόγω των κοινών ριζών της κάθε μίας προσέγγισης το αποτέλεσμα της αποτίμησης δεδομένων των ίδιων παραδοχών θα είναι παρόμοιο. Κάθε μία όμως έχει τους δικούς της υποστηρικτές και συχνά οδηγούν σε διαφορετικά αποτελέσματα λόγω των ιδιαίτερων παραδοχών που κάνουν.

Η δεύτερη είναι η συγκριτική αποτίμηση, όπου η αξία του αντικειμένου αγαθού αποτιμάται σε σχέση με ομοειδή ή παρόμοια αγαθά. Βασίζεται στην παραδοχή ότι η αγορά ενώ μπορεί να κάνει λάθος όταν αποτιμά σε απόλυτες τιμές ένα αγαθό από μόνο του, είναι ακριβής σε μέσο όρο. Η συγκριτική αποτίμηση είναι η πιο ευρέως διαδεδομένη στην πράξη. Στηρίζεται στην χρήση πολλαπλασιαστών τιμών αγοράς ως προς κάποια δεδομένα οικονομικά στοιχεία όπως είναι τα κέρδη, καθαρή θέση ή πωλήσεις και οι προσδιοριστές των πολλαπλασιαστών είναι τα ίδια θεμελιώδη που χρησιμοποιούνται και στις ταμιακές ροές.

Εφαρμόσαμε και τις δύο τεχνικές με τις παραλλαγές τους στην μελέτη αποτίμησης της ΟΠΑΠ Α.Ε. μιας εισηγμένης εταιρίας με μεγάλη κεφαλαιοποίηση, σε μεταβατικό στάδιο ως προς το περιβάλλον του κλάδου των τυχερών παιχνιδιών που ανήκει, από ένα σταθερό ώριμο στάδιο μονοπωλίου σε ένα αβέβαιο περιβάλλον απελευθέρωσης της αγοράς και ανταγωνισμού. Η μεταβατική φάση του κλάδου δημιουργεί μια αβεβαιότητα ως προς τις μελλοντικές προοπτικές ανάπτυξης της εταιρίας καθώς και για τον κίνδυνο των μελλοντικών της ροών και για αυτό χρησιμοποιήθηκε ένα φάσμα παραδοχών και παραμέτρων εισόδων στα υποδείγματα αντικατοπτρίζοντας την αβεβαιότητα και τα διαφορετικά σενάρια εξέλιξης.



Η έρευνα στο πεδίο της αποτίμησης μετακινείται πλέον από την απλή αποτίμηση μετοχών στην πλήρη αποτίμηση των επιχειρήσεων με ιδιαίτερη έμφαση στα μοντέλα αποτίμησης εξαγορών και συγχωνεύσεων καθώς και επιχειρησιακής αναδιάρθρωσης με μεταβολή του χρηματοδοτικού μείγματος. Επίσης λόγω της σύνδεσης της αξίας της επιχείρησης με την επιχειρησιακή στρατηγική και την άμεση συσχέτιση της προστιθέμενης αξίας με την ποιότητα των διοικητικών αποφάσεων τα μοντέλα προστιθέμενης αξίας εξετάζονται ως εργαλεία αξιολόγησης εταιρικής επίδοσης.

Οι προκλήσεις στην έρευνα ως προς την αποτίμηση στρέφονται στην αποτίμηση εταιριών σε αναπτυσσόμενες αγορές όπου αναθεωρούνται παραδοχές ως προς την αξία σε συνάρτηση με την εταιρική διακυβέρνηση και τον ενδεδωγμένο τρόπο θεώρησης του πολιτικού κινδύνου σε αυτές τις αγορές. Επίσης ενδιαφέρον στρέφεται στην αποτίμηση νεοεισερχομένων εταιριών με αβέβαιες οικονομικές ροές και ανάγκες επανεπένδυσης ή εταιριών με ενδιαφέρουσες καινοτόμες ιδέες και προϊόντα που δεν έχουν βγεί στην αγορά. Δεδομένων των δυναμικών αλλαγών στο περιβάλλον των εταιριών επανεξετάζεται ο ρόλος των οικονομικών καταστάσεων στα υποδείγματα αποτίμησης και προκύπτει η ανάγκη χρησιμοποίησης δυναμικών μοντέλων που θα αναπροσαρμόζουν διαρκώς τους οδηγούς αξίας της επιχείρησης στην διάρκεια του χρόνου όπως είναι οι παράμετροι κινδύνου ή ο ρυθμός ανάπτυξης ή το χρηματοδοτικό μίγμα. Η υποστηρικτική χρήση στατιστικών μοντέλων ή υπολογιστικών προσομοιώσεων με την χρήση νευρωνικών δικτύων είναι μία από τις κατευθύνσεις της έρευνας σε ένα χώρο όπου απαιτείται μίγμα ικανοτήτων από διάφορα πεδία όπως η λογιστική, η επιχειρησιακή στρατηγική, η στατιστική και η χρηματοοικονομική για ποιοτικότερες αποτιμήσεις.

### **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

#### **ΕΛΛΗΝΙΚΗ**

1. Αρτίκης Π. Γεώργιος, Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Επενδύσεων, Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα 2002.
2. Πετράκης Π. Ε., Αξιολόγηση και Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Τόμος Α, Εκδόσεις Σμπιλιάς ΑΕΒΕ, Αθήνα 1999.
3. Θωμαδάκης Σ., Ξανθάκης Μ., Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου, Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα 19904.
4. Παπαδάκης Μ. Βασίλης, Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική & Διεθνής Εμπειρία, Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα 1999.

#### **ΞΕΝΗ**

1. Papelu G. Krishna, Healy M. Paul, Bernard L. Victor, Business Analysis & Valuation: Using Financial Statements, 3rd edition, South-Western 2004.
2. Barker R., Determining Value: Valuation Models and Financial Statements, 1st edition, Prentice Hall, 2001.
3. Koller Tim, Goedhart Marc, Wessels David, Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies, 4th edition, McKinsey & Company, Wiley & Sons Inc. 2005.
4. Frykman D., Tolleryd J., Corporate Valuation, 1st edition, Financial Times Prentice Hall, 2003.

5. Aswath Damodaran, Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles>
6. Fernandez Pablo, Company Valuation Methods – The most common errors in valuations, Working Paper No 449, IESE Business School, January 2002.
7. Brealy R.A. and Myers S.C., Principle of Corporate Finance, 6<sup>th</sup> edition, McGraw-Hill, New York 2000.
8. Fernandez Pablo, Valuation Methods and Shareholder Value Creation, Academic Press, San Diego 2002.
9. John D. Stowe, Thomas R. Robinson, Jerald E. Pinto, Dennis W. McLeavey, Analysis of Equity Investments: Valuation, 3<sup>rd</sup> edition, United Book Press, Inc., Baltimore, MD August 2002