



Πανεπιστήμιο Πειραιώς
Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής
Διοικητικής
Μεταπτυχιακό στη Χρηματοοικονομική Ανάλυση για
Στελέχη

Ο Χρηματοοικονομικός Χειρισμός των Λειτουργικών
Μισθώσεων (Operating Leases) και Εφαρμογές σε ένα
Δείγμα Επιχειρήσεων

Επιβλέπων: Επίκουρος Καθηγητής Κυριαζής Δημήτριος
Επιτροπή: Αναπληρωτής Καθηγητής Τσιριτάκης Εμμανουήλ
Λέκτορας Μπότσαρη Αντωνία
Μεταπτυχιακός Φοιτητής: Μυλωνάς Μάρκος

Πειραιάς
Φεβρουάριος 2016

Περίληψη

Ο σκοπός της παρούσας διατριβής ήταν να αναλυθεί η επίδραση της κεφαλαιοποίησης των λειτουργικών μισθώσεων στις οικονομικές καταστάσεις, τους χρηματοοικονομικούς δείκτες και στο WACC έξι (6) εισηγμένων ελληνικών επιχειρήσεων. Αφορμή για την εκπόνηση της διατριβής ήταν το κοινό προσχέδιο (ED 2013/6) που εκδόθηκε από τους οργανισμούς IASB και FASB σχετικά με την υποχρέωση όλων των επιχειρήσεων που εφαρμόζουν τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα να κεφαλαιοποιούν το σύνολο των λειτουργικών μισθωμάτων με διάρκεια μεγαλύτερη του έτους.

Η επιλογή του δείγματος έγινε με την προϋπόθεση οι υποχρεώσεις σε λειτουργικές μισθώσεις να αντιστοιχούν τουλάχιστον στο 10% του συνολικού τους δανεισμού (μακροπρόθεσμου και βραχυπρόθεσμου). Το ποσοστό 10% τέθηκε ώστε η επίδραση των κεφαλαιοποιήσεων στις οικονομικές καταστάσεις και στους επιλεγμένους χρηματοοικονομικούς δείκτες να είναι εμφανής.

Η συγκεκριμένη έρευνα στηρίχθηκε στη μεθοδολογία του καθηγητή οικονομικών του NYU (Stern Business School), Aswath Damodaran (2009) βασικό σημείο της οποίας είναι στη διαδικασία προσαρμογής να λαμβάνονται υπόψη τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της εκάστοτε επιχείρησης.

Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι υπάρχουν σημαντικές διαφορές τόσο στα λειτουργικά έσοδα όσο και στους περισσότερους χρηματοοικονομικούς δείκτες των εταιρειών του δείγματος πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθωμάτων.

Η συγκεκριμένη διατριβή υποστηρίζει τις αλλαγές που προωθούνται στην απεικόνιση των λειτουργικών μισθώσεων καθώς παρέχει τη δυνατότητα στους πιθανούς επενδυτές ή πιστωτές να αποκτήσουν μια πληρέστερη εικόνα της οικονομικής κατάστασης της επιχείρησης. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση της πιθανότητας σωστών επενδυτικών αποφάσεων και την καλύτερη σύγκριση μεταξύ επιχειρήσεων.

Λέξεις Κλειδιά: Κεφαλαιοποίηση Λειτουργικών Μισθώσεων, Συνθετική Μέθοδος, Χαρακτηριστικά και Πλεονεκτήματα Λειτουργικής Μίσθωσης

Abstract

The purpose of this thesis was to analyze the effect of the capitalization of operating leases in the financial statements, financial indicators and WACC of six (6) Greek listed companies. The motivation for this thesis was the common draft (ED 2013/6) issued by the IASB and FASB organizations on the obligation of all companies applying IFRS to capitalize all operating leases with a term longer than one year.

The choice of the sample was made provided that the commitments to operating leases will be equivalent at least 10% of their total debt (long and short). The percentage of 10% was selected in order to the effect of capitalizations in the financial statements and the selected financial indicators to be evident.

This research was based on the methodology of economics professor of NYU (Stern Business School), Aswath Damodaran (2009) main point of which is that the adaptation process takes into account the particular characteristics of the enterprises.

The results showed that significant differences exist in both operating income and in most financial indicators of the sampled companies.

This thesis supports the changes promoted in the display of operating leases as it provides the opportunity to potential investors or creditors to gain a precise view of the financial position of the company. As a result it increases the probability of correct investment decisions and better comparison between enterprises.

Ευχαριστίες

Πρώτα απ' όλα, ευχαριστώ θερμά τον επίκουρο καθηγητή κ. Κυριαζή Δημήτριο για την πολύτιμη βοήθεια και καθοδήγηση που μου παρείχε σε όλη τη διάρκεια της διπλωματικής μου διατριβής.

Ευχαριστώ τη γυναίκα μου Ελένη και τον γιο μου Νικόλα για την κατανόηση, την υποστήριξη και την αμέριστη συμπαράστασή τους κατά τη διάρκεια των μεταπτυχιακών μου σπουδών.

Κεφάλαιο 1 - Εισαγωγή

1.1 Εισαγωγή.....	1
1.2 Περιγραφή Κατάστασης.....	2
1.3 Προβληματισμοί Σχετικά με το Leasing.....	2
1.4 Σκοπός Διατριβής.....	3
1.5 Βασικά Συμπεράσματα.....	4

Κεφάλαιο 2 - Το Leasing

2.1 Ορισμός και Ποσοτικά Στοιχεία του Leasing.....	5
2.2 Σύντομη Αναφορά στη Σύγχρονη Ιστορία του leasing.....	6
2.3 Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο 17.....	6
2.4 Χαρακτηριστικά Λειτουργικής και Χρηματοοικονομικής Μίσθωσης.....	7
2.4.1 Λειτουργική Μίσθωση (Operating Lease).....	7
2.4.2 Βασικά Χαρακτηριστικά Λειτουργικής Μίσθωσης.....	7
2.4.3 Πλεονεκτήματα Λειτουργικής Μίσθωσης.....	8
2.4.4 Μειονεκτήματα Λειτουργικής Μίσθωσης.....	8
2.5 Χρηματοοικονομική Μίσθωση (Finance Lease).....	9
2.5.1 Βασικά Χαρακτηριστικά Χρηματοοικονομικής Μίσθωσης.....	9
2.5.2 Πλεονεκτήματα Χρηματοοικονομικής Μίσθωσης.....	10
2.5.3 Μειονεκτήματα Χρηματοοικονομικών Μισθώσεων.....	11
2.6 Διαφορές μεταξύ Λειτουργικών Μισθώσεων και Δανεισμού.....	11
2.7 Leasing και Συνέπειες στην Εθνική Οικονομία.....	12
2.8 Λογιστικός Χειρισμός Λειτουργικών Μισθώσεων.....	13
2.9 Λογιστικός Χειρισμός Χρηματοοικονομικών Μισθώσεων.....	15
2.10 Μετάβαση στα Νέα Δεδομένα σχετικά με τη Λογιστική των Μισθώσεων.....	18
2.11 Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα, Συναφείς Ρυθμίσεις και άλλες Διατάξεις... ..	19
2.12 Επισκόπηση Μελετών.....	22
2.13 Επισκόπηση Μεθόδων των Οίκων Αξιολόγησης.....	29

Κεφάλαιο 3 - Δείγμα και Μεθοδολογία

3.1 Επιλογή Δείγματος.....	32
3.2 Βασικά Χαρακτηριστικά της Μεθοδολογίας.....	33
3.3 Προεκτάσεις της Μεθοδολογίας.....	35
3.4 Ανάλυση Δεδομένων – Χρηματοοικονομικοί Δείκτες.....	36

3.5 Υπολογισμός Κόστους Δανεισμού.....	38
3.6 Περιγραφή της Μεθόδου.....	41
3.6.1 Προσαρμογή Λειτουργικών Εσόδων.....	43
3.6.2 Προσαρμογή Επενδεδυμένων Κεφαλαίων.....	43
3.7 Υπολογισμός Χρηματοοικονομικών Δεικτών.....	44
3.8 Υπολογισμός Κόστους Κεφαλαίου (WACC).....	45
3.9 Περιγραφή Διαδικασίας Υπολογισμού του WACC.....	47

Κεφάλαιο 4 - Εμπειρικό Μέρος: Προσαρμογή για τα Λειτουργικά

Μισθώματα

4.1 Εισαγωγή.....	49
4.2 ΑΥΤΟΗΕΛΛΑΣ Α.Τ.Ε.Ε.....	49
4.3 FOURLIS ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ.....	53
4.4 JUMBO Α.Ε.Ε.....	57
4.5 LAMDA DEVELOPMENT.....	61
4.6 ΑΕΡΟΠΟΡΙΑ ΑΙΓΑΙΟΥ Α.Ε.....	66
4.7 ΠΛΑΙΣΙΟ ΑΕ.....	70

Κεφάλαιο 5 - Συμπεράσματα

5.1 Εισαγωγή.....	75
5.2 Επίδραση Κεφαλαιοποίησης στους Ισολογισμούς.....	75
5.3 Επίδραση Κεφαλαιοποίησης στα Αποτελέσματα Χρήσης.....	76
5.4 Επίδραση Κεφαλαιοποίησης στους Χρηματοοικονομικούς Δείκτες.....	77
5.5 Επίδραση Κεφαλαιοποίησης στο WACC.....	79
Βιβλιογραφία.....	81
Διαδικτυακές Συνδέσεις.....	83
Διαδικτυακές Συνδέσεις Εταιρειών του Δείγματος.....	86

Παραρτήματα

Παράρτημα 1:Εταιρείες Υψηλής και Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης.....	87
Παράρτημα 2:Απόσπασμα από τις Οικονομικές Καταστάσεις του Ομίλου JUMBO, Αναφορικά με την Απεικόνιση των Λειτουργικών Μισθωμάτων.....	88
Παράρτημα 3:Διαδικασία Υπολογισμού Κόστος Δανεισμού της ΠΛΑΙΣΙΟ.....	89
Παράρτημα 4:Διαδικασία Υπολογισμού Παρούσας Αξίας Λειτουργικών Μισθωμάτων της ΠΛΑΙΣΙΟ.....	90
Παράρτημα 5: Ανάλυση Ευαισθησίας στο Κόστος Δανεισμού.....	91

Κεφάλαιο 1 - Εισαγωγή

1.1 Εισαγωγή

Ο σκοπός της παρούσας διατριβής είναι η μελέτη των επιπτώσεων που θα έχει στα βασικά μεγέθη του ισολογισμού, της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσεως και τους βασικούς χρηματοοικονομικούς αριθμοδείκτες η προσαρμογή των λειτουργικών μισθωμάτων (operating leases) σε χρηματοοικονομικά/κεφαλαιουχικά μισθώματα (financial/capital leases) επιλεγμένων εισηγμένων εταιρειών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών που μισθώνουν σημαντικό μέρος των παγίων στοιχείων τους.

Οι βασικές ενότητες της διατριβής είναι οι εξής:

Το 1^ο κεφάλαιο αποτελεί την εισαγωγή της διατριβής. Περιγράφεται το θέμα, τα κίνητρα, η δομή της διατριβής καθώς και τα βασικά συμπεράσματα που προέκυψαν από την εμπειρική μας μελέτη.

Το 2^ο κεφάλαιο ξεκινά με τον ορισμό του leasing παρουσιάζοντας ταυτόχρονα μια σύντομη αναφορά στα μεγέθη του στην Ευρώπη αλλά και στην Ελλάδα. Κατόπιν, γίνεται αναφορά στις διαφορές μεταξύ λειτουργικών και χρηματοοικονομικών μισθώσεων αλλά και στις διαφορές λειτουργικών μισθώσεων και δανεισμού. Ακολουθεί η λογιστική των μισθώσεων με βάση τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα κυρίως από τη πλευρά του μισθωτή παραθέτοντας και δυο (2) παραδείγματα για την καλύτερη εμβάθυνση των όσων περιγράφονται. Στη συνέχεια παρουσιάζονται οι αλλαγές που έχουν συντελεστεί για τις ελληνικές επιχειρήσεις που δεν εφαρμόζουν τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα τα τελευταία χρόνια βάσει των νόμων 4172/2013 και 4308/2014.

Στο τέλος του συγκεκριμένου κεφαλαίου παρουσιάζεται μια επισκόπηση των μελετών που σχετίζονται με την έρευνα μας και κατηγοριοποιούνται τα συμπεράσματα που εξάγονται από αυτές.

Στο 3ο κεφάλαιο περιγράφονται τα κριτήρια επιλογής του δείγματος των εταιρειών που χρησιμοποιήθηκαν στην έρευνα μας καθώς και η διαδικασία μετατροπής των μισθώσεων τους σε στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού. Η επιλογή των εταιρειών, έγινε με τρόπο ώστε, να καλυφθούν πολλά από τα επιμέρους ζητήματα που προκύπτουν σχετικά με το αντικείμενο της έρευνάς μας.

Στο 4ο κεφάλαιο παρουσιάζονται τα εμπειρικά αποτελέσματα της έρευνας μας και εξετάζονται οι επιπτώσεις των παραπάνω αλλαγών στις οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών και στους χρηματοοικονομικούς τους δείκτες.

Στο 5ο κεφάλαιο παρουσιάζονται τα συμπεράσματα της έρευνας μας.

1.2 Περιγραφή Κατάστασης

Το Leasing αποτελεί μια από τις κυριότερες πηγές χρηματοδότησης των επενδυτικών σχεδίων των επιχειρήσεων σύμφωνα με τον Mc Gregor (1996) τα τελευταία χρόνια. Για αυτό το λόγο έχουν δημοσιευτεί αρκετές μελέτες σχετικά με την λογιστική αντιμετώπιση του leasing.

Σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα, οι επιχειρήσεις είναι υποχρεωμένες να συμπεριλαμβάνουν στη σύνταξη των οικονομικών τους καταστάσεων όλες τις δεσμεύσεις τους σε leasing. Οι οικονομικές καταστάσεις πρέπει να είναι κατανοητές και να περιέχουν όλες εκείνες τις απαραίτητες πληροφορίες στους επενδυτές και στους μετόχους για να αξιολογήσουν σωστά την απόδοση της επιχείρησης και να αποφασίσουν αν θα επενδύσουν σε αυτή τα χρήματά τους (ΔΛΠ 1).

Μια επιχείρηση έχει τη δυνατότητα χρηματοδότησης των παγίων της μέσω δυο (2) εναλλακτικών τρόπων μίσθωσης, της χρηματοοικονομικής και της λειτουργικής (ΔΛΠ 17). Μια μίσθωση χαρακτηρίζεται ως χρηματοοικονομική όταν μεταβιβάζει στον μισθωτή τα δικαιώματα και τους κινδύνους που συνεπάγεται η κυριότητα του παγίου. Όταν τα δικαιώματα και οι κίνδυνοι της κυριότητας παραμένουν στον εκμισθωτή, η μίσθωση χαρακτηρίζεται ως λειτουργική. Λογιστικά η χρηματοοικονομική μίσθωση εμφανίζεται στις οικονομικές καταστάσεις του μισθωτή, ενώ η λειτουργική μίσθωση εμφανίζεται μόνο στις σημειώσεις των οικονομικών καταστάσεων του μισθωτή. Γενικότερα οι διαφορές των δυο (2) μεθόδων μίσθωσης είναι ουσιαστικές και περιγράφονται αναλυτικά στο επόμενο κεφάλαιο.

1.3 Προβληματισμοί Σχετικά με το Leasing

Ο τρόπος απεικόνισης των χρηματοοικονομικών και λειτουργικών μισθώσεων στις οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων αποτελεί αντικείμενο μελέτης εδώ και πολλά χρόνια (Fulbier et al., 2008). Πολλοί είναι

εκείνοι που συμφωνούν ότι οι εκτός ισολογισμού συναλλαγές αλλοιώνουν την πραγματική εικόνα της επιχείρησης και δεν παρέχουν συγκρίσιμα στοιχεία στους επενδυτές και στους αναλυτές.

Γενικότερα επικρατεί η άποψη ότι το ισχύον πρότυπο παρέχει τη δυνατότητα στις διοικήσεις των επιχειρήσεων να επιλέξουν τη μορφή της μίσθωσης που ταιριάζει καλύτερα στις λογιστικές τους καταστάσεις. Δηλαδή με το ισχύον πλαίσιο δεν υπάρχουν ξεκάθαρες κατευθύνσεις σχετικά με την κατηγοριοποίηση των μισθώσεων σε λειτουργικές ή χρηματοοικονομικές γεγονός που μπορεί να επηρεάσει σε μεγάλο βαθμό τη συγκρισιμότητα μεταξύ των επιχειρήσεων (Knuble, 2010). Η σημερινή μορφή των συμβολαίων μίσθωσης εγείρει ηθικό ζήτημα σχετικά με τη λογιστική των μισθώσεων. Σύμφωνα με τον Frecka (2008) η σημερινή κατάσταση εγείρει θέματα ηθικής καθώς η αγορά δεν επεξεργάζεται σωστά τα δεδομένα για την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων. Από την άλλη μεριά όμως οι λογικοί επενδυτές δίνουν ιδιαίτερη προσοχή στις εκτός ισολογισμού συναλλαγές με αποτέλεσμα να οδηγούνται στις σωστές αποφάσεις.

Στα πλαίσια αυτά το 2013 εκδόθηκε το κοινό προσχέδιο (ED 2013/6) μεταξύ του IASB και FASB που θέτει τους κανόνες για την κοινή αντιμετώπιση και την λογιστική απεικόνιση των μισθώσεων. Σύμφωνα με το συγκεκριμένο προσχέδιο όλες οι μισθώσεις ανεξαρτήτως κατηγοριοποίησης θα πρέπει να εμφανίζονται στις λογιστικές καταστάσεις των επιχειρήσεων όταν έχουν διάρκεια μεγαλύτερη των 12 μηνών.

1.4 Σκοπός Διατριβής

Σκοπός της συγκεκριμένης διατριβής είναι να μελετήσει την επίδραση της κεφαλαιοποίησης των λειτουργικών μισθώσεων σε ένα δείγμα έξι (6) εισηγμένων ελληνικών επιχειρήσεων. Η κεφαλαιοποίηση των μισθώσεων θα πραγματοποιηθεί ακολουθώντας τις κατευθύνσεις των προσχεδίων που έχουν δημοσιευτεί το 2010 και το 2013 και τη μεθοδολογία του Damodaran (2009) η οποία θα περιγραφεί αναλυτικά στο κεφάλαιο 3. Αναφορικά με το δείγμα μας, αποτελείται από έξι (6) εταιρείες που ανήκουν στην κατηγορία της μεγάλης και μεσαίας κεφαλαιοποίησης του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Σύμφωνα με όσα γνωρίζουμε μέχρι στιγμής η ιδιαιτερότητα της παρούσας διατριβής έγκειται στο γεγονός, ότι αποτελεί μια από τις πρώτες έρευνες σχετικά την

χρηματοοικονομική διαχείριση των λειτουργικών μισθώσεων σε ένα δείγμα ελληνικών επιχειρήσεων. Τα ερευνητικά ερωτήματα που θα μας απασχολήσουν είναι τα κάτωθι:

- Πως θα επηρεαστούν οι ισολογισμοί και οι καταστάσεις αποτελεσμάτων από την συγκεκριμένη μετατροπή,
- Πως θα επηρεαστούν οι επιλεγμένοι χρηματοοικονομικοί δείκτες των εταιρειών του δείγματος,
- Πως θα επηρεαστεί το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου,
- Πως τα αποτελέσματα της έρευνας μας σχετίζονται με τα αποτελέσματα προηγούμενων ερευνών.

1.5 Βασικά Συμπεράσματα

Τα αποτελέσματα της παρούσας διατριβής έδειξαν ότι κινούνται προς την ίδια κατεύθυνση με τα αποτελέσματα ερευνών που έχουν ήδη γίνει στο εξωτερικό. Πιο αναλυτικά παρατηρήθηκε για όλες τις εταιρείες:

- Αύξηση του ενεργητικού και του παθητικού κατά το ποσό της παρούσας αξίας των μελλοντικών μισθωμάτων.
- Βελτίωση των λειτουργικών αποτελεσμάτων.
- Βελτίωση του δείκτη λειτουργικού περιθωρίου (EBIT / Πωλήσεις).
- Επιβάρυνση του δείκτη Ξένα/Ίδια Κεφάλαια (D/E). Στην AEGEAN και στο ΠΛΑΙΣΙΟ εμφανίστηκαν οι μεγαλύτερες ποσοστιαίες επιβαρύνσεις.
- Επιβάρυνση του δείκτη απόδοσης περιουσιακών στοιχείων (ROA).
- Σταθερότητα στις τιμές των δεικτών απόδοσης ιδίων κεφαλαίων (ROE) και περιθωρίου κέρδους μετά φόρων (NM).
- Μείωση του δείκτη επενδεδυμένων κεφαλαίων όταν η τιμή του είναι μεγαλύτερη του κόστους δανεισμού πριν την κεφαλαιοποίηση.

Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου επηρεάστηκε με διαφορετικό τρόπο στο ερευνητικό μας δείγμα. Παρατηρήθηκε μείωση σε μια μόνο εταιρεία, σταθερότητα σε δύο και αύξηση σε τρεις.

Στο κεφάλαια 4, 5 παρουσιάζονται αναλυτικά η μεθοδολογία και τα συμπεράσματα για κάθε εταιρεία ξεχωριστά.

Κεφάλαιο 2 - To Leasing

2.1 Ορισμός και Ποσοτικά Στοιχεία του Leasing

Το leasing αποτελεί μια από τις βασικές μεθόδους χρηματοδότησης επιχειρήσεων και ελευθέρων επαγγελματιών για την απόκτηση παγίων, εξοπλισμού ή ακινήτων, που προορίζονται για επαγγελματική χρήση. Το leasing είναι διεθνής όρος που στην ουσία σημαίνει μεταβίβαση του δικαιώματος χρήσης ενός παγίου στοιχείου από τον εκμισθωτή (lessor) στο μισθωτή (lessee) έναντι ενός συγκεκριμένου μισθώματος για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο που ποικίλει ανάλογα με το είδος του παγίου.

Ενδεικτικά αναφέρεται ότι για την χρηματοδότηση εξοπλισμού η ελάχιστη διάρκεια ανέρχεται στα τρία (3) χρόνια ενώ για την χρηματοδότηση ακινήτων η ελάχιστη διάρκεια ανέρχεται στα δέκα (10) χρόνια. Ως προς τη μέγιστη διάρκεια υπάρχει σχετική ευελιξία.

Επειδή κάθε χώρα διέπεται από διαφορετικές φορολογικές και λογιστικές αρχές η εφαρμογή του leasing διαφοροποιείται από χώρα σε χώρα. Βέβαια η συγκεκριμένη διαφοροποίηση δεν υφίσταται για όσες επιχειρήσεις εφαρμόζουν τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα στη σύνταξη των οικονομικών τους καταστάσεων.

Ο θεσμός του leasing σε ευρωπαϊκό επίπεδο καταγράφει σε γενικές γραμμές θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης τα τελευταία χρόνια. Σύμφωνα με τα στατιστικά στοιχεία που ανακοινώνονται από το “European Federation of Leasing Company Associations”¹ οι νέες χρηματοδοτήσεις για το 2014 ανήλθαν στα 275.729 εκ. € αυξημένες κατά 9,12% σε σχέση με το 2013. Αντίστοιχα για την Ελλάδα οι νέες χρηματοδοτήσεις ανήλθαν στα 213,44 εκ. € εμφανίζοντας οριακή πτώση της τάξεως του 0,03% σε σχέση με το 2013. Οι νέες χρηματοδοτήσεις προέρχονται σε ποσοστό 48% από την αγορά μηχανημάτων, 22% από την αγορά ακινήτων, 14% από την αγορά επαγγελματικών αυτοκινήτων, 8% από την αγορά επιβατικών αυτοκινήτων και 8% από λοιπές αγορές.

Τα παραπάνω στοιχεία αποδεικνύουν ότι οι επιχειρήσεις συνεχίζουν να επενδύουν στον εκσυγχρονισμό των παγίων τους παρά το δυσμενές

¹<http://www.leaseurope.org/uploads/documents/stats/European%20Leasing%20Market%202014.pdf>

οικονομικό περιβάλλον στο οποίο δραστηριοποιούνται με το leasing να αποτελεί πλέον μια από τις κυριότερες πηγές χρηματοδότησής τους.

2.2 Σύντομη Αναφορά στη Σύγχρονη Ιστορία του Leasing

Η σύγχρονη μορφή του leasing ξεκινά από το 1952 στις ΗΠΑ, με τη δραστηριοποίηση της εταιρείας United States Leasing Corporation, που σήμερα είναι μια από τις μεγαλύτερες εταιρείες χρηματοδοτικής μίσθωσης στον κόσμο. Στη δεκαετία του 1960, ο θεσμός εισήλθε και στην Ευρώπη με την εταιρεία Mercantile Leasing Company, ενώ ευρεία χρήση γνώρισε από τις αρχές του 1990. Στην Ελλάδα ο θεσμός του leasing εισήχθη σε δύο φάσεις. Κατά την πρώτη φάση με το νόμο 1665/86 εισήχθη το leasing εξοπλισμού που προορίζονται για την επαγγελματική χρήση του μισθωτή. Κατά τη δεύτερη φάση και με τους νόμους 2367/95 και 2682/99 ο θεσμός επεκτάθηκε και στο leasing των ακινήτων που προορίζονται επίσης για την επαγγελματική χρήση του μισθωτή.

2.3 Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο 17

Σκοπός της εφαρμογής του συγκεκριμένου προτύπου είναι να ορίσει τη λογιστική των μισθώσεων τόσο από τη μεριά του μισθωτή όσο και του εκμισθωτή. Εφαρμόζεται σε συμφωνίες που μεταβιβάζουν το δικαίωμα χρήσης παγίων, έστω και αν απαιτούνται σημαντικές υπηρεσίες για τη λειτουργία ή τη συντήρησή τους από τον εκμισθωτή.

Το πεδίο εφαρμογής του αφορά όλες τις μισθώσεις εκτός από τις παρακάτω:

1. Μισθώσεις για εξερεύνηση ή χρήση μεταλλευμάτων, πετρελαίων, φυσικού αερίου και ομοίων μη ανανεώσιμων πηγών.
2. Συμβάσεις παραχώρησης δικαιώματος στοιχείων όπως οι κινηματογραφικές ταινίες, οι μαγνητοσκοπήσεις, τα θεατρικά έργα, τα χειρόγραφα κείμενα, οι ευρεσιτεχνίες και τα δικαιώματα πνευματικής ιδιοκτησίας.
3. Μισθώσεις που κατατάσσονται από τον μισθωτή ως επενδύσεις σε ακίνητα (Δ.Λ.Π. 40-Επενδύσεις σε ακίνητα).
4. Βιολογικά στοιχεία του ενεργητικού τα οποία κατέχονται από τον μισθωτή με χρηματοοικονομική μίσθωση (Δ.Λ.Π. 41-Γεωργία).
5. Βιολογικά στοιχεία του ενεργητικού τα οποία δίνονται από τον εκμισθωτή με λειτουργική μίσθωση (Δ.Λ.Π. 41-Γεωργία).

6. Δεν εφαρμόζεται σε συμβάσεις παροχής υπηρεσιών που δεν έχουμε μεταβίβαση χρήσης του παγίου.

2.4 Χαρακτηριστικά Λειτουργικής και Χρηματοοικονομικής Μίσθωσης

Στο σημείο αυτό του κεφαλαίου παρουσιάζονται τα χαρακτηριστικά που διέπουν τη λειτουργική μίσθωση (operating lease) και τη χρηματοοικονομική μίσθωση (finance lease) βάσει του Διεθνούς Λογιστικού Προτύπου 17.

2.4.1 Λειτουργική Μίσθωση (Operating Lease)

Στη λειτουργική μίσθωση, ο εκμισθωτής διατηρεί την κυριότητά του παγίου και ο μισθωτής μισθώνει τη χρήση του για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Οι κίνδυνοι και τα οφέλη που προκύπτουν από την απόκτηση του παγίου παραμένουν στον εκμισθωτή επομένως θα πρέπει να το παρακολουθεί λογιστικά βάσει των διατάξεων των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων 16 και 38. Αντίθετα ο μισθωτής δεν αναγνωρίζει κανένα πάγιο περιουσιακό στοιχείο στις οικονομικές του καταστάσεις. Τα ετήσια μισθώματα αναγνωρίζονται μόνο ως έξοδο στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης.

2.4.2 Βασικά Χαρακτηριστικά Λειτουργικής Μίσθωσης

1. Είναι βραχυπρόθεσμη, με διάρκεια μικρότερη του 75% της οικονομικής ζωής του περιουσιακού στοιχείου που μισθώνεται.
2. Στη λήξη της μίσθωσης το πάγιο επιστρέφεται στον εκμισθωτή ο οποίος είτε μεταβιβάζει την κυριότητα στη δευτερογενή αγορά είτε το εκμισθώνει εκ νέου.
3. Ο εκμισθωτής αναλαμβάνει εξ ολοκλήρου τη συντήρηση του παγίου. Το μίσθωμα περιλαμβάνει και τα κόστη συντήρησης, επισκευής και ασφάλισης του παγίου.
4. Στους όρους της σύμβασης υπάρχει η δυνατότητα ακύρωσης της με τη βούληση του μισθωτή έναντι καταβολής χρηματικής αποζημίωσης στον εκμισθωτή.
5. Ο μισθωτής δεν αναλαμβάνει κανένα ρίσκο από την τεχνολογική απαξίωση του παγίου, των ζημιών λόγω αδράνειας ή μεταβολών στην απόδοση του λόγω αλλαγής των οικονομικών συνθηκών².

² <https://dspace.lib.uom.gr/bitstream/2159/15220/3/PlatiaDespoinaMsc2012.pdf>

Ως αντικείμενα σύμβασης λειτουργικής μίσθωσης αποτελούν κάθε είδους κινητού εξοπλισμού όπως επιβατικά ή επαγγελματικά οχήματα, ιατρικός εξοπλισμός, ιπτάμενα και πλωτά μέσα.

2.4.3 Πλεονεκτήματα Λειτουργικής Μίσθωσης

Τα πλεονεκτήματα της λειτουργικής μίσθωσης για τον μισθωτή, σχετίζονται με τα φορολογικά και οικονομικά οφέλη που απολαμβάνει από τη χρήση της συγκεκριμένης χρηματοδότησης όσο και στα άμεσα κόστη διαχείρισης του εξοπλισμού που η ευθύνη παραμένει στον εκμισθωτή. Αναλυτικά:

1. Φορολογικά οφέλη αφού το σύνολο του μισθώματος εκπίπτει ως λειτουργική δαπάνη η οποία καταχωρείται στα αποτελέσματα χρήσης.
2. Βελτίωση των στοιχείων του ισολογισμού από τη μεριά του παθητικού καθώς οι λειτουργικές μισθώσεις δεν εμφανίζονται ως δανεισμός της επιχείρησης.
3. Εξοικονόμηση χρόνου από την διαχείριση και απαλλαγή από επιπλέον χρεώσεις όπως έξοδα συντήρησης και επισκευής αφού περιλαμβάνονται στο μίσθωμα.
4. Ο μισθωτής αποκτά τον εξοπλισμό που χρειάζεται, χωρίς να δεσμεύει κεφάλαιο το οποίο μπορεί να επενδύσει σε άλλες δραστηριότητες.

2.4.4 Μειονεκτήματα Λειτουργικής Μίσθωσης

Στην περίπτωση των λειτουργικών μισθώσεων είναι γνωστό ότι η συντήρηση και γενικότερα τα κόστη του παγίου επιβαρύνουν τον εκμισθωτή. Είναι επίσης γνωστό στην οικονομία, ότι ο κίνδυνος που συνεπάγεται μια επιχειρηματική κίνηση, προβλέπεται, εκτιμάται και εν τέλει τιμολογείται. Στα πλαίσια αυτά, το πιθανότερο είναι το συγκεκριμένο «ασφάλιστρο συντήρησης και κινδύνου» να εμπεριέχεται στην τιμή του μισθώματος, με αποτέλεσμα το τελικό κόστος του μισθώματος να είναι ιδιαίτερα αυξημένο.

Ο μισθωτής βάσει των συμβατικών όρων της σύμβασης δύναται να υφίσταται περιοδικούς ελέγχους καλής χρήσης του παγίου. Αυτό σημαίνει ότι ελλοχεύει ο κίνδυνος ο εκμισθωτής να προχωρήσει στη καταγγελία της καθώς θεωρεί ότι δεν τηρούνται κάποιοι από τους όρους της σύμβασης με αποτέλεσμα να στερήσει από την οικονομική μονάδα ένα παραγωγικό της

εργαλείο. Στο σημείο αυτό θα πρέπει να συνεκτιμηθεί ο χαρακτήρας της λειτουργικής μίσθωσης που επιτρέπει την άμεση ενεργοποίηση τέτοιων διαδικασιών, σε αντίθεση με τις χρονοβόρες διαδικασίες που απαιτούνται όταν πρόκειται για πάγιο που έχει αποκτηθεί μέσω τραπεζικού δανεισμού.

2.5 Χρηματοοικονομική Μίσθωση (Finance Lease)

Ως χρηματοοικονομική χαρακτηρίζεται η μίσθωση που μεταβιβάζει στον μισθωτή ουσιαστικά όλους τους κινδύνους και τα οφέλη που συνεπάγεται η ιδιοκτησία ενός περιουσιακού στοιχείου ανεξάρτητα από την τελική μεταβίβαση ή μη του τίτλου κυριότητας του συγκεκριμένου παγίου. Σύμφωνα με το Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο 17, ο μισθωτής αναγνωρίζει στις οικονομικές του καταστάσεις τα μισθωμένα πάγια τόσο ως στοιχεία του ενεργητικού όσο και του παθητικού σε τιμή που είναι η μικρότερη μεταξύ της εύλογης αξίας του παγίου και της παρούσας αξίας των μελλοντικών μισθωμάτων. Αντίστοιχα ο εκμισθωτής με τη έναρξη της χρηματοοικονομικής μίσθωσης παύει να αναγνωρίζει το συγκεκριμένο πάγιο ως στοιχείο του ενεργητικού του και εμφανίζει πλέον ένα ποσό ως απαιτήσεις από χρηματοοικονομικές μισθώσεις στις οικονομικές του καταστάσεις.

2.5.1 Βασικά Χαρακτηριστικά Χρηματοοικονομικής Μίσθωσης

1. Η κυριότητα του παγίου μετά τη λήξη της μίσθωσης μεταβιβάζεται στον μισθωτή συνήθως έναντι ενός συμβολικού τιμήματος.
2. Ο μισθωτής, έχει το δικαίωμα να αγοράσει το πάγιο σε κάποια μελλοντική στιγμή, σε τιμή που θα είναι πολύ μικρότερη από την εύλογη αξία του, με αποτέλεσμα να θεωρείται σίγουρη η εξάσκηση του δικαιώματος.
3. Στην έναρξη της μίσθωσης, η παρούσα αξία των ελάχιστων μελλοντικών πληρωμών είναι ίση με την εύλογη αξία του παγίου. Ως εύλογη αξία θεωρείται *“εκείνο το ποσό για το οποίο ένα στοιχείο του ενεργητικού μπορεί να ανταλλαγεί ή μια υποχρέωση να διακανονιστεί στα πλαίσια μιας συναλλαγής μεταξύ δυο μερών τα οποία έχουν πλήρη γνώση του αντικειμένου και ενεργούν με τη θέληση τους”*³.

³ www.taxheaven.gr/laws/circular/view/circular/8142/print/printer

Εναλλακτικά, στην έναρξη της μίσθωσης, η παρούσα αξία των ελάχιστων μελλοντικών πληρωμών είναι τουλάχιστον ίση με το 90% της αξίας του παγίου.

4. Η διάρκεια της μίσθωσης είναι τουλάχιστον ίση με το 75% της οικονομικής ζωής του παγίου. Ως τέτοια ορίζεται «η περίοδος κατά τη διάρκεια της οποίας ένα περιουσιακό στοιχείο αναμένεται να είναι οικονομικά χρησιμοποιήσιμο από έναν ή περισσότερους χρήστες ή ο αριθμός των μονάδων παραγωγής ή όμοιων μονάδων, τις οποίες ένας ή περισσότεροι χρήστες αναμένουν να λάβουν από το περιουσιακό στοιχείο»⁴.
5. Ο μισθωτής έχει τη δυνατότητα να συνεχίσει τη μίσθωση και για επόμενη περίοδο, με μίσθωμα όμως σαφώς μικρότερο από αυτό της αγοράς.
6. Τα μισθωμένα πάγια είναι ειδικής φύσης, ώστε μόνο ο μισθωτής να μπορεί να τα χρησιμοποιεί χωρίς να απαιτούνται σοβαρές τροποποιήσεις.
7. Οι δαπάνες συντήρησης, επισκευής, ασφάλισης και όλες γενικότερα οι υπηρεσίες που συνδέονται με τη λειτουργία του παγίου, επιβαρύνουν τον μισθωτή⁵.

2.5.2 Πλεονεκτήματα Χρηματοοικονομικής Μίσθωσης

Τα πλεονεκτήματα της χρηματοοικονομικής μίσθωσης αναφορικά με τον μισθωτή σχετίζονται με το ποσοστό χρηματοδότησης, τις εξασφαλίσεις, τις διαδικασίες έγκρισης και απόκτησης του παγίου.

Αναλυτικά:

1. Χρηματοδοτείται έως το 100% της συνολικής αξίας της επένδυσης χωρίς να είναι απαραίτητη η ίδια συμμετοχή του μισθωτή.
2. Δεν απαιτούνται συνήθως πρόσθετες εγγυήσεις, όπως εμπράγματα εξασφαλίσεις, για την απόκτηση του παγίου.
3. Η διαδικασία έγκρισης και υλοποίησης είναι συνήθως πιο σύντομη σε σχέση με την διαδικασία έγκρισης και εκταμίευσης ενός δανείου.
4. Ευέλικτος τρόπος αποπληρωμής καθώς υπάρχει δυνατότητα προσαρμογής των μισθωμάτων ανάλογα με τις ταμειακές ροές της επιχείρησης.
5. Δυνατότητα απόκτησης του παγίου σε καλύτερη τιμή λόγω της διαπραγματευτικής ισχύος των εταιρειών Leasing σε σχέση με οποιαδήποτε

⁴ www.taxheaven.gr/laws/circular/view/circular/17700/print/word

⁵ www.logistis.gr/files/DLP/dlp17.doc

μεμονωμένη επιχειρηματική μονάδα. Στα πλαίσια αυτά, το πιθανότερο είναι και ο μισθωτής να οικειοποιηθεί μέρος της διαπραγματευτικής ισχύος του εκμισθωτή αποκτώντας το πάγιο σε χαμηλότερη τιμή.

2.5.3 Μειονεκτήματα Χρηματοοικονομικών Μισθώσεων

Το βασικό μειονέκτημα της χρηματοοικονομικής μίσθωσης είναι ότι σε περίπτωση αθέτησης κάποιου όρου της σύμβασης, ο εκμισθωτής έχει το δικαίωμα να προχωρήσει άμεσα σε καταγγελία της. Εκτός από την άμεση ανάκτηση του παγίου ο εκμισθωτής μπορεί να απαιτήσει την εξόφληση των μισθωμάτων που υπολείπονται μέχρι τη λήξη της μίσθωσης. Σε μία τέτοια εξέλιξη, οι αρνητικές συνέπειες στην παραγωγική και στη λειτουργική δραστηριότητα της επιχείρησης είναι άμεσες και ορατές.

2.6 Διαφορές μεταξύ Λειτουργικών Μισθώσεων και Δανεισμού

1. Η αγορά παγίου μέσω τραπεζικού δανεισμού απαιτεί τις περισσότερες φορές και εμπράγματα εξασφαλίσεις σε ακίνητα της επιχείρησης ή των φορέων αυτής. Αντίθετα στις χρηματοδοτήσεις παγίων μέσω των λειτουργικών μισθώσεων δεν απαιτούνται εμπράγματα εξασφαλίσεις. Εξασφάλιση αποτελεί το πάγιο που παραμένει στην ιδιοκτησία του εκμισθωτή.
2. Η διάρκεια αποπληρωμής του δανείου, ειδικά όπου υπάρχουν εμπράγματα εξασφαλίσεις, μπορεί να επεκταθεί και πέραν της πενταετίας που είναι συνήθως η μέγιστη διάρκεια των λειτουργικών μισθώσεων. Αυτό έχει σημαντικό όφελος για την εταιρεία στην περίπτωση που η διάρκεια απόσβεσης του παγίου είναι μεγαλύτερη της πενταετίας καθώς η μεγάλη διάρκεια αποπληρωμής δίνει τη δυνατότητα για αισθητά χαμηλότερες μηνιαίες καταβολές.
3. Οι συγκεκριμένες μορφές χρηματοδότησης εμφανίζουν σημαντικές διαφορές και στη λογιστική απεικόνισή τους. Στην περίπτωση του δανεισμού το φορολογικό όφελος προκύπτει από τις αποσβέσεις του παγίου και τους τόκους που αυξάνουν τα χρηματοοικονομικά έξοδα. Στην περίπτωση των λειτουργικών μισθώσεων το μίσθωμα αποτελεί λειτουργικό έξοδο και ως εκ τούτου εκπίπτει φορολογικά σε ποσοστό 100%. Το φορολογικό όφελος στα κέρδη προκύπτει από τη σχέση:

- Όφελος = Ετήσιο Μίσθωμα * (1–φορολογικό συντελεστή).
4. Ο φόρος προστιθέμενης αξίας (ΦΠΑ) του παγίου καταχωρείται εφ' άπαξ στα βιβλία του αγοραστή ενώ στην περίπτωση των λειτουργικών μισθώσεων κατανέμεται ισόποσα στα μηνιαία μισθώματα.
 5. Στην περίπτωση του δανεισμού, οι εκροές της επιχείρησης ενδέχεται να επηρεαστούν σε σημαντικό βαθμό από τις έκτακτες ζημίες, τα κόστη συντήρησης και χρήσης του παγίου. Στην περίπτωση των λειτουργικών μισθώσεων το μίσθωμα περιλαμβάνει όλα τα κόστη χρήσης, συντήρησης και επισκευής του παγίου με αποτέλεσμα να μηδενίζεται ο κίνδυνος των έκτακτων εξόδων για την επιχείρηση.
 6. Όταν το πάγιο χρηματοδοτείται μέσω δανεισμού η κυριότητα ανήκει στο δανειζόμενο ενώ όταν χρηματοδοτείται μέσω λειτουργικών μισθώσεων, η κυριότητα ανήκει στον εκμισθωτή. Αυτό έχει ως συνέπεια ο μισθωτής του παγίου να μην αντιμετωπίζει κανένα απολύτως κίνδυνο σε ενδεχόμενη απαξίωση του.
 7. Κόστη χρεοκοπίας. Σε περίπτωση χρηματοδότησης του παγίου μέσω δανεισμού, υπάρχει αυξημένος κίνδυνος χρεοκοπίας στην περίπτωση που η επένδυση του παγίου δεν παρουσιάσει την αναμενόμενη απόδοση. Ο δανειστής προκειμένου να εισπράξει τα οφειλόμενα μπορεί να εγείρει απαιτήσεις εναντίον της ακίνητης περιουσίας τόσο της εταιρείας όσο και των εγγυητών γεγονός που μπορεί να θέσει σε κίνδυνο τη λειτουργία της. Στην περίπτωση των λειτουργικών μισθώσεων, όταν η εταιρεία δυσκολεύεται να ανταποκριθεί στις καταβολές των μισθωμάτων, ο μισθωτής επιστρέφει το πάγιο στον εκμισθωτή και εξοφλεί τη συγκεκριμένη απαίτηση χωρίς επιπλέον κόστη ή περαιτέρω κίνδυνο για την λειτουργία της επιχείρησης.

2.7 Leasing και Συνέπειες στην Εθνική Οικονομία

Στη συγκεκριμένη ενότητα γίνεται αναφορά στο συσχετισμό των μισθώσεων με το ευρύτερο πλαίσιο, αυτό της ελληνικής οικονομίας. Σύμφωνα με το σύνολο των παραγωγικών φορέων, *το leasing αποτελεί ένα σύγχρονο και συνεχώς διευρυνόμενο τρόπο χρηματοδότησης στοιχείων παγίου ενεργητικού για τις επιχειρήσεις, καθώς βοηθά στην απόκτηση τέτοιων στοιχείων χωρίς να*

απαιτείται η πλήρης χρηματοδότηση τους από ίδιους πόρους με την άμεση καταβολή της αγοραίας αξίας⁶.

Αυτό βεβαίως σημαίνει, πρώτα από όλα, απόκτηση σύγχρονου εξοπλισμού από τις εγχώριες επιχειρήσεις, ο οποίος με τη σειρά του θα βελτιώσει την ανταγωνιστικότητα τους. Στο ευρύτερα διεθνοποιημένο οικονομικό περιβάλλον στο οποίο επιχειρούν οι ελληνικές εταιρείες, η ανταγωνιστικότητα αποτελεί κρίσιμο παράγοντα τόσο για την ανάπτυξή τους όσο και για την ίδια τη βιωσιμότητά τους. Ένας υψηλός βαθμός ανταγωνιστικότητας συνεπάγεται δυνατότητα εξαγωγών του παραγόμενου προϊόντος, εμπορεύματος ή υπηρεσίας και αυτά με τη σειρά τους τη δημιουργία θέσεων απασχόλησης, μείωση της ανεργίας, αύξηση των καταβαλλόμενων φόρων και ασφαλιστικών εισφορών, βελτίωση του εμπορικού ισοζυγίου και εν τέλει συνεισφορά στην αύξηση του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος της χώρας.

Πριν από μερικά χρόνια όλα αυτά μπορεί να ακούγονταν λίγο πολύ ως περιττές ή αυτονόητες αναφορές. Η οικονομική κρίση όμως στην οποία βρίσκεται η χώρα μας τα τελευταία χρόνια, έχει αναδείξει τα προαναφερόμενα μεγέθη ως αυτά για τα οποία θα πρέπει να βρούμε απαντήσεις και να δώσουμε λύσεις. Καθημερινά γινόμαστε δέκτες μηνυμάτων ότι η επιστροφή της χώρας στην ανάπτυξη είναι η μόνη διέξοδος. Δεδομένων λοιπόν και των προβλημάτων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, τα οποία δεν προσφέρουν την απαιτούμενη ρευστότητα στην αγορά τα τελευταία χρόνια, το leasing ίσως καταφέρει να δώσει ώθηση στις ελληνικές επιχειρήσεις και να συμβάλλει στην ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας.

2.8 Λογιστικός Χειρισμός Λειτουργικών Μισθώσεων

Στην ενότητα αυτή περιγράφεται η λογιστική των λειτουργικών μισθώσεων κυρίως από τη μεριά του μισθωτή.

Ο μισθωτής δεν αναγνωρίζει ως στοιχεία του ισολογισμού του τα πάγια εκείνα που αποκτά τη χρήση τους μέσω των λειτουργικών μισθώσεων. Οι καταβολές των μισθωμάτων επιβαρύνουν απευθείας τα αποτελέσματα χρήσης κατά τη διάρκεια της μίσθωσης. Ο μισθωτής έχει την υποχρέωση να γνωστοποιεί στις σημειώσεις των οικονομικών του καταστάσεων το σύνολο της

⁶ <http://capital.sigmalive.com/story/5582319>

μελλοντικής ελάχιστης καταβολής μισθωμάτων βάσει μη ακυρωτέων λειτουργικών μισθώσεων για κάθε μία από τις ακόλουθες περιόδους:

1. όχι αργότερα από ένα έτος,
2. για περισσότερο από ένα έτος και μέχρι πέντε έτη,
3. για περισσότερα από πέντε έτη.

Ακολουθεί ένα απόσπασμα από την ετήσια έκθεση του 2014 της «ΑΕΡΟΠΟΡΙΑΣ ΑΙΓΑΙΟΥ ΑΕ» σχετικά με τις λειτουργικές μισθώσεις της εταιρείας για τα επόμενα χρόνια.

Οι δεσμεύσεις της Εταιρείας και του Ομίλου από λειτουργικές μισθώσεις προέρχονται κυρίως από αεροσκάφη και εφεδρικούς κινητήρες αεροσκαφών που χρησιμοποιεί για την πραγματοποίηση των πτήσεων.

AEGEAN	Εταιρία		Όμιλος	
	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2013
Έως 1 έτος	78.452	68.590	96.960	91.697
Μεταξύ 1 και 5 ετών	246.211	222.693	312.469	306.964
Πάνω από 5 έτη	45.520	77.264	101.597	161.126
Σύνολο	370.183	368.546	511.026	559.788

ποσά σε '000€

Ακολουθεί στη συνέχεια ένα απλό παράδειγμα λογιστικής απεικόνισης των λειτουργικών μισθώσεων από τη μεριά του μισθωτή. Έστω λοιπόν ότι η εταιρεία «χ» την 01/01/2015 αποκτά τη χρήση μηχανήματος μέσω λειτουργικής μίσθωσης. Το ετήσιο μίσθωμα ορίζεται στις 10 χιλ € και η διάρκεια της μίσθωσης στα 5 χρόνια.

Ημερομηνία	Περιγραφή Λογαριασμού	Χρέωση	Πίστωση
31/12/2015	Έξοδα ενοικίων	10.000	
	Ταμείο		10.000
31/12/2016	Έξοδα ενοικίων	10.000	
	Ταμείο		10.000

Οι ίδιες εγγραφές θα πραγματοποιηθούν και τα επόμενα τρία (3) χρόνια.

Στις λειτουργικές μισθώσεις το πάγιο παραμένει στην κυριότητα του εκμισθωτή επομένως η λογιστική παρακολούθηση του θα γίνεται σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα 16 και 38. Τα έσοδα από τα μισθώματα αναγνωρίζονται απευθείας στα αποτελέσματα χρήσης σε όλη τη διάρκεια της μίσθωσης. Ο υπολογισμός των αποσβέσεων πραγματοποιείται σύμφωνα με την ισχύουσα πολιτική της εταιρείας. Ο εκμισθωτής έχει την υποχρέωση να γνωστοποιεί στις σημειώσεις των οικονομικών του καταστάσεων τις ελάχιστες μελλοντικές απαιτήσεις λειτουργικών μισθωμάτων βάσει μη ακυρωτέων λειτουργικών μισθώσεων για κάθε μία από τις ακόλουθες περιόδους:

1. όχι αργότερα από ένα έτος,
2. για περισσότερο από ένα έτος μέχρι πέντε έτη,
3. για περισσότερα από πέντε έτη⁷.

2.9 Λογιστικός Χειρισμός Χρηματοοικονομικών Μισθώσεων

Στην ενότητα αυτή περιγράφεται η λογιστική των χρηματοοικονομικών μισθώσεων κυρίως από τη μεριά του μισθωτή.

Σχετικά με τον μισθωτή κατά την έναρξη της μίσθωσης αναγνωρίζει στις οικονομικές του καταστάσεις πάγια και υποχρεώσεις ίσης αξίας που αντιστοιχούν στο μικρότερο ποσό μεταξύ ελαχίστων μελλοντικών μισθωμάτων και της εύλογης αξίας του παγίου. Στην περίπτωση που ο μισθωτής χρειάζεται να προβεί σε κάποια αρχικά κόστη σχετικά με το πάγιο τότε αυτά προσμετρούνται στην αξία του παγίου.

Ο μισθωτής θα πρέπει να διενεργεί αποσβέσεις σύμφωνα με τα όσα ορίζει το Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο 16 για τα ενσώματα πάγια. Η επιχείρηση θα πρέπει να επιλέξει την ίδια μέθοδο με αυτή που χρησιμοποιεί για τον υπολογισμό των αποσβέσεων των ιδιόκτητων παγίων της. Όταν δεν είναι βέβαιο ότι στη λήξη της μίσθωσης το πάγιο θα μεταφερθεί στην κυριότητα του μισθωτή, ως χρόνος απόσβεσης υπολογίζεται το μικρότερο χρονικό διάστημα μεταξύ μίσθωσης και ωφέλιμης ζωής του παγίου. Στην περίπτωση όμως που το πάγιο στη λήξη της μίσθωσης θεωρείται βέβαιο ότι θα μεταφερθεί στην κυριότητα του μισθωτή τότε ως χρόνος απόσβεσης υπολογίζεται η ωφέλιμη ζωή του παγίου.

⁷ www.logistis.gr/files/DLP/dlp17.doc

Τα μισθώματα που καταβάλλει η επιχείρηση απεικονίζονται σε διαφορετικούς λογαριασμούς των οικονομικών καταστάσεων της. Ένα μέρος του μισθώματος χρησιμοποιείται για τη μείωση της υποχρέωσης και το υπόλοιπο ως χρηματοοικονομικό έξοδο. Ο υπολογισμός του χρηματοοικονομικού εξόδου πραγματοποιείται με βάση το επιτόκιο που εξισώνει την παρούσα αξία των μισθωμάτων με την εύλογη αξία του παγίου εφόσον η παρούσα αξία είναι μεγαλύτερη της εύλογης. Αυτό θα έχει ως συνέπεια να μην υπάρχει ισότητα μεταξύ του συγκεκριμένου παγίου και της αντίστοιχης υποχρέωσης μετά την έναρξη της μίσθωσης⁸.

Για να γίνουν κατανοητά τα παραπάνω παραθέτουμε το κάτωθι παράδειγμα όπου εταιρεία «χ» συνάπτει χρηματοοικονομική μίσθωση παγίου για πέντε (5) χρόνια με ετήσιο μίσθωμα 10 χιλ €. Η ωφέλιμη ζωή του παγίου υπολογίζεται στα έξι (6) χρόνια. Η μίσθωση ξεκινά την 01/01/2015 και το πάγιο επιστρέφεται στον μισθωτή μετά τη λήξη του παγίου. Το πάγιο στη σύμβαση τιμολογείται με 6% και η εύλογη αξία του ανέρχεται στα 40 χιλ €. Αρχικά υπολογίζουμε την παρούσα αξία των ελαχίστων μελλοντικών μισθωμάτων

Έτος	Μίσθωμα	Παρούσα Αξία
1	10.000 €	9.434 €
2	10.000 €	8.900 €
3	10.000 €	8.396 €
4	10.000 €	7.921 €
5	10.000 €	7.473 €
Σύνολο	50.000 €	42.124 €

Στη συνέχεια συγκρίνουμε την παρούσα αξία των μελλοντικών μισθωμάτων με την εύλογη αξία του παγίου. Από τα δεδομένα προκύπτει ότι η εύλογη αξία είναι μικρότερη της παρούσας αξίας. Άρα ως ποσό αναγνώρισης επιλέγονται τα 40 χιλ €. Ο υπολογισμός των χρηματοοικονομικών εξόδων θα πραγματοποιηθεί με βάση το επιτόκιο που εξισώνει την παρούσα αξία των μισθωμάτων με την εύλογη αξία του παγίου το οποίο ανέρχεται στο 7,93%.

⁸ www.taxheaven.gr/laws/circular/view/circular/20140/print/word

Έτος	Μισθώματα	Πληρωμή Κεφαλαίου	Καταβολή Τόκων	Ανεξόφλητο Κεφάλαιο
1/1/2015				40.000 €
31/12/2015	10.000 €	6.828 €	3.172 €	33.172 €
31/12/2016	10.000 €	7.369 €	2.631 €	25.803 €
31/12/2017	10.000 €	7.954 €	2.046 €	17.849 €
31/12/2018	10.000 €	8.585 €	1.415 €	9.264 €
31/12/2019	10.000 €	9.265 €	735 €	0 €
Σύνολο	50.000 €	40.001 €	9.999 €	

Με δεδομένο ότι ο μισθωτής δεν θα έχει την κυριότητα του παγίου μετά τη λήξη της μίσθωσης οι αποσβέσεις θα υπολογιστούν με βάση τη διάρκεια της μίσθωσης καθώς είναι μικρότερη σε σχέση με την ωφέλιμη ζωή του παγίου, $€40.000/5=€8.000$.

Οι λογιστικές εγγραφές που θα εμφανιστούν στα βιβλία του μισθωτή το 2015 είναι οι ακόλουθες:

Κατά την υπογραφή της σύμβασης:	Χρέωση	Πίστωση
Πάγια περιουσιακά στοιχεία μισθωμένα	40.000	
Υποχρεώσεις προς εκμισθωτές leasing		40.000

31/12/2015	Χρέωση	Πίστωση
Υποχρεώσεις προς εκμισθωτές leasing	6.828	
Τόκοι χρηματοδοτικής μίσθωσης	3.172	
Ταμείο		10.000

Αποσβέσεις	Χρέωση	Πίστωση
Αποσβέσεις χρήσεως	8.000	
Αποσβεσμένα πάγια στοιχεία μισθωμένα		8.000

Λαμβάνοντας υπόψη το παραπάνω παράδειγμα επιβεβαιώνεται ότι δεν είναι εφικτό τα στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού να είναι ίσα μετά την έναρξη της μίσθωσης. Στη συγκεκριμένη περίπτωση $8.000+3.172 \neq 10.000$.

Τέλος, ο μισθωτής κατά την ημερομηνία σύνταξης του ισολογισμού θα πρέπει να γνωστοποιεί στις σημειώσεις των οικονομικών του καταστάσεων τη

συμφωνία μεταξύ του συνόλου της ελάχιστης καταβολής μελλοντικών μισθωμάτων και της παρούσας αξίας τους. Επιπρόσθετα, ο μισθωτής πρέπει να γνωστοποιεί το σύνολο της ελάχιστης καταβολής μελλοντικών μισθωμάτων κατά την ημερομηνία του ισολογισμού και την παρούσα αξία τους, για κάθε μία από τις ακόλουθες περιόδους:

1. όχι αργότερα από ένα έτος,
2. για περισσότερο από ένα έτος μέχρι πέντε έτη,
3. για περισσότερα από πέντε έτη.

Σχετικά με τον εκμισθωτή με την υπογραφή της σύμβασης θα πρέπει να διαγράψει το συγκεκριμένο πάγιο από το ενεργητικό της επιχείρησης και ταυτόχρονα να εμφανίσει στις οικονομικές του καταστάσεις απαιτήσεις από χρηματοοικονομικές μισθώσεις. Το ποσό της απαίτησης που θα εμφανίσει θα είναι ίσο με την παρούσα αξία της μισθωτικής επένδυσης της μίσθωσης του παγίου. Τα μισθώματα που εισπράττει διαχωρίζονται σε χρηματοοικονομικά έσοδα και ποσά που μειώνουν την απαίτηση από χρηματοοικονομικές μισθώσεις. Τέλος, ο εκμισθωτής πρέπει να γνωστοποιεί την ακαθάριστη επένδυση στη μίσθωση και την παρούσα αξία της ελάχιστης καταβολής μισθωμάτων κατά την ημερομηνία του ισολογισμού, για κάθε μία από τις ακόλουθες περιόδους:

1. όχι αργότερα από ένα έτος,
2. για περισσότερο από ένα έτος μέχρι πέντε έτη,
3. για περισσότερα από πέντε έτη.

2.10 Μετάβαση στα Νέα Δεδομένα σχετικά με τη Λογιστική των Μισθώσεων

Το Μάιο του 2013 το Συμβούλιο Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (IASB) και το Αμερικανικό Συμβούλιο Προτύπων Χρηματοοικονομικής Λογιστικής (FASB) εξέδωσαν την αναθεωρημένη πρόταση για τη λογιστική παρακολούθηση των μισθώσεων.

Η κυριότερη ίσως αλλαγή της συγκεκριμένης πρότασης είναι ότι δεν θα κατηγοριοποιείται πλέον καμία μίσθωση ως λειτουργική με διάρκεια μεγαλύτερη των 12 μηνών. Ως συνέπεια όλες οι επιχειρήσεις που κάνουν χρήση των λειτουργικών μισθώσεων θα αναγκαστούν να αναγνωρίσουν τα συγκεκριμένα πάγια ως στοιχεία των ισολογισμών τους. Σύμφωνα με τους Gross et al. (2014) η εφαρμογή της συγκεκριμένης πρότασης θα επιφέρει

αλλαγές στους χρηματοοικονομικούς δείκτες των εταιρειών, στα πριμ αποδοτικότητας των διοικήσεων και στα δανειακά συμβόλαια που συνάπτουν.

Τέλος, η συγκεκριμένη πρόταση μπορεί να οδηγήσει στην αναθεώρηση της πολιτικής που εφαρμόζουν οι επιχειρήσεις σχετικά με τις χρηματοδοτήσεις των παγίων τους. Ενδέχεται δηλαδή να συνάπτουν μισθώσεις με διάρκεια μικρότερης των 12 μηνών ώστε οι συγκεκριμένες υποχρεώσεις να συνεχίσουν να μην εμφανίζονται στις οικονομικές τους καταστάσεις.

2.11 Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα, Συναφείς Ρυθμίσεις και άλλες Διατάξεις (Νόμος 4308 /2014 ΦΕΚ Α' 251/24-11-2014)

Ο ν. 4308/2014 που τέθηκε σε εφαρμογή τον Ιανουάριο του 2015, θεσπίζει κανόνες τήρησης λογιστικών βιβλίων για τις ελληνικές επιχειρήσεις που είναι σύμφωνες με τις σύγχρονες επιχειρηματικές μεθόδους και πρακτικές.

Οι οικονομικές καταστάσεις των ελληνικών επιχειρήσεων με το νέο πλαίσιο γίνονται, ευχερώς κατανοητές από τους διεθνείς επενδυτές λόγω της ευθυγράμμισης που επιτυγχάνεται με τις διεθνείς λογιστικές πρακτικές.

Επιπρόσθετα απλοποιεί περαιτέρω τον Κώδικα Φορολογικής Απεικόνισης Συναλλαγών (ΚΦΑΣ) και ενοποιεί, βελτιώνει και συμπληρώνει τους λογιστικούς κανόνες της χώρας, κωδικοποιώντας και εκσυγχρονίζοντας το πλαίσιο της λογιστικής τυποποίησης, που εισήγαγε το Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο πριν από τριάντα πέντε χρόνια. Η εφαρμογή των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Αναφοράς (ΔΠΧΑ) βρίσκεται στη διακριτή ευχέρεια των επιχειρήσεων εκτός από τις εισηγμένες επιχειρήσεις στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, τα τραπεζικά ιδρύματα, τις εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου και θυγατρικές ομιλών που δραστηριοποιούνται στις διεθνείς αγορές. Ο ν. 4308/214 αποτελείται από 8 κεφάλαια, 44 άρθρα και 4 παραρτήματα.

Συνοπτικά η δομή του είναι η κάτωθι:

Κεφάλαιο 1 - Πεδίο εφαρμογής και κατηγορίες οντοτήτων βάσει μεγέθους.

Κεφάλαια 2 και 3 - ΚΦΑΣ: Λογιστικά αρχεία και παραστατικά πωλήσεων.

Κεφάλαια 4, 5 και 6 - Αρχές σύνταξης χρηματοοικονομικών καταστάσεων κανόνες επιμέτρησης και προσάρτημα (σημειώσεις) και απαλλαγές.

Κεφάλαιο 7 - Ενοποιημένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις.

Κεφάλαιο 8 - Πρώτη εφαρμογή και μεταβατικές διατάξεις.

Παράρτημα - Ορισμοί.

Παράρτημα Β - Υποδείγματα ατομικών χρηματοοικονομικών καταστάσεων
Παραρτήματα Γ και Δ - Σχέδιο λογαριασμών και σύνδεση σχεδίου λογαριασμών και χρηματοοικονομικών καταστάσεων.

Στα πλαίσια του νέου νόμου αλλάζει ο τρόπος αντιμετώπισης των χρηματοοικονομικών (ή χρηματοδοτικών) μισθώσεων. Σύμφωνα με το παράρτημα Α του ν. 4308/2014 ως χρηματοοικονομική μίσθωση (finance lease) ορίζεται η μίσθωση η οποία μεταφέρει ουσιωδώς όλους τους κινδύνους και τα οφέλη που προκύπτουν από την ιδιοκτησία ενός περιουσιακού στοιχείου. Ο τίτλος ιδιοκτησίας μπορεί τελικά είτε να μεταβιβάζεται είτε όχι. Στη συνέχεια παρουσιάζονται οι περιπτώσεις που μπορεί να χαρακτηρίσουν μεμονωμένα ή συνδυαστικά μια μίσθωση ως χρηματοοικονομική.

1. Η μίσθωση μεταβιβάζει την κυριότητα του περιουσιακού στοιχείου στο μισθωτή κατά τη λήξη της μισθωτικής περιόδου.
2. Ο μισθωτής έχει το δικαίωμα αγοράς του περιουσιακού στοιχείου σε τιμή που αναμένεται να είναι επαρκώς χαμηλότερη από την εύλογη αξία κατά την ημερομηνία άσκησης του δικαιώματος, έτσι ώστε, κατά την έναρξη της μίσθωσης, να θεωρείται ευλόγως βέβαιο ότι το δικαίωμα θα ασκηθεί.
3. Η διάρκεια της μίσθωσης εκτείνεται στο μεγαλύτερο μέρος της οικονομικής ζωής του περιουσιακού στοιχείου, έστω και αν ο τίτλος κυριότητας δε μεταβιβάζεται.
4. Κατά την έναρξη της μίσθωσης, η παρούσα αξία των ελάχιστων καταβολών μισθωμάτων, στα οποία δεν λαμβάνεται υπόψη το κόστος τυχόν προσφερόμενων υπηρεσιών στη διάρκεια της μίσθωσης, καλύπτει ουσιωδώς το σύνολο της εύλογης αξίας του μισθωμένου περιουσιακού στοιχείου.
5. Τα μισθωμένα περιουσιακά στοιχεία είναι ειδικής φύσης, ώστε μόνον ο μισθωτής να μπορεί να τα χρησιμοποιεί χωρίς να απαιτούνται σοβαρές τροποποιήσεις.

Ενδείξεις καταστάσεων οι οποίες θα μπορούσαν επίσης να συνεπάγονται την κατάταξη μιας μίσθωσης ως χρηματοοικονομικής είναι οι εξής:

1. Όταν ο μισθωτής έχει το δικαίωμα να ακυρώσει τη μίσθωση, οι ζημίες του εκμισθωτή που συνδέονται με την ακύρωση καλύπτονται από το μισθωτή.

2. Ο μισθωτής έχει τη δυνατότητα να παρατείνει τη μίσθωση με μίσθωμα σημαντικά χαμηλότερο από τα τρέχοντα μισθώματα της αγοράς.

Μια μίσθωση που δεν πληροί τα παραπάνω κριτήρια, χαρακτηρίζεται ως λειτουργική.

Σύμφωνα με το άρθρο 18 παράγραφος 5 του ν. 4308/2014 ένα περιουσιακό στοιχείο που περιέρχεται στην οντότητα (μισθωτής) με χρηματοοικονομική μίσθωση αναγνωρίζεται ως περιουσιακό στοιχείο της οντότητας με το κόστος κτήσης να ισούται με το κόστος αγοράς. Ταυτόχρονα αναγνωρίζεται από τον μισθωτή αντίστοιχη υποχρέωση προς την εκμισθώτρια εταιρεία (υποχρέωση χρηματοοικονομικής μίσθωσης). Λογιστικά τα εν λόγω πάγια στοιχεία αντιμετωπίζονται όπως και τα αντίστοιχα ιδιόκτητα πάγια. Η υποχρέωση της χρηματοοικονομικής μίσθωσης αντιμετωπίζεται ως δάνειο, το δε μίσθωμα διαχωρίζεται σε χρεολύσιο, το οποίο μειώνει το υπόλοιπο του δανείου, και σε τόκο που αναγνωρίζεται ως χρηματοοικονομικό έξοδο.

Από την πλευρά του εκμισθωτή, τα περιουσιακά στοιχεία που εκμισθώνονται σε τρίτους δυνάμει χρηματοοικονομικής μίσθωσης εμφανίζονται αρχικά ως απαιτήσεις με ποσό ίσο με την καθαρή επένδυση στη μίσθωση. Μεταγενέστερα η απαίτηση χρηματοοικονομικής μίσθωσης αντιμετωπίζεται ως χορηγηθέν δάνειο, το δε μίσθωμα διαχωρίζεται σε χρεολύσιο, το οποίο μειώνει το υπόλοιπο του δανείου και σε τόκο που αναγνωρίζεται ως χρηματοοικονομικό έσοδο.

Ειδική αναφορά στην ίδια παράγραφο του ν. 4308/2014 γίνεται στη περίπτωση του sale and lease back, όπου λογιστικά αντιμετωπίζεται από τον πωλητή ως εγγυημένος δανεισμός. Το εισπραττόμενο από την πώληση ποσό αναγνωρίζεται ως υποχρέωση η οποία μειώνεται με τα καταβαλλόμενα χρεολύσια, ενώ οι σχετικοί τόκοι αναγνωρίζονται ως χρηματοοικονομικό έξοδο. Τα πωληθέντα στοιχεία συνεχίζουν να αναγνωρίζονται στον ισολογισμό ως περιουσιακά στοιχεία.

Σύμφωνα με το άρθρο 18 παράγραφος 6 του ν. 4308/2014 ο μισθωτής παγίων βάσει λειτουργικής μίσθωσης αναγνωρίζει τα μισθώματα ως έξοδα στα αποτελέσματα με τη σταθερή μέθοδο σε όλη τη διάρκεια της μίσθωσης, εκτός εάν μία άλλη συστηματική μέθοδος είναι περισσότερο αντιπροσωπευτική για την κατανομή του εξόδου των μισθωμάτων στη διάρκεια της μίσθωσης. Για παράδειγμα το μίσθωμα σε ένα φωτοτυπικό μηχάνημα μπορεί να υπολογίζεται

σύμφωνα με τον αριθμό των φωτοαντιγράφων που πραγματοποιεί ο μισθωτής σε μηνιαία βάση⁹.

Ο εκμισθωτής παγίων παρουσιάζει στον ισολογισμό του τα εκμισθωμένα σε τρίτους περιουσιακά στοιχεία βάσει λειτουργικής μίσθωσης, σύμφωνα με τη φύση του κάθε περιουσιακού στοιχείου. Τα μισθώματα αναγνωρίζονται ως έσοδα στα αποτελέσματα με τη σταθερή μέθοδο σε ολόκληρη τη διάρκεια της μίσθωσης, εκτός εάν μία άλλη συστηματική μέθοδος είναι περισσότερο αντιπροσωπευτική για την κατανομή του εσόδου των μισθωμάτων στη διάρκεια της μίσθωσης.

2.12 Επισκόπηση Μελετών

Η πρώτη μελέτη αναφορικά με τον χρηματοοικονομικό χειρισμό των λειτουργικών μισθώσεων πραγματοποιήθηκε από τον Nelson (1963). Πιο συγκεκριμένα, στην ανωτέρω μελέτη χρησιμοποιήθηκε δείγμα 11 επιχειρήσεων, με έδρα την Αμερική, κοινό χαρακτηριστικό των οποίων ήταν η εθελοντική εμφάνιση των υποχρεώσεων τους σε λειτουργικές μισθώσεις στην ετήσια έκθεση των οικονομικών τους στοιχείων. Ο Nelson (1963) κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι δείκτες των επιχειρήσεων αυτών επηρεάζονται αρνητικά από την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων γεγονός που μπορεί να επηρεάσει σημαντικά τις αποφάσεις των επενδυτών.

Το 1976 εκδόθηκε από το FASB το SFAS 13¹⁰ βάσει του οποίου γνωστοποιήθηκαν μεταξύ άλλων οι προϋποθέσεις για τον διαχωρισμό μεταξύ της χρηματοοικονομικής και λειτουργικής μίσθωσης. Επιπρόσθετα καθορίστηκαν οι παράμετροι για τον λογιστικό τρόπο παρακολούθησης και απεικόνισης των δύο κατηγοριών μισθώσεων τόσο για τον εκμισθωτή όσο και για τον μισθωτή. Με την έκδοση του SFAS 13 έγινε σαφές ότι οι καταβολές που πραγματοποιεί ο μισθωτής για τη χρήση παγίων μέσω των λειτουργικών μισθώσεων αποτελούν λειτουργικό έξοδο που απεικονίζεται στην κατάσταση αποτελεσμάτων και έχει ως συνέπεια τη μη εμφάνιση τους στα στοιχεία του ισολογισμού της επιχείρησης. Τα στοιχεία του συγκεκριμένου προτύπου είναι παρόμοια με αυτά που ισχύουν σήμερα βάσει του IAS 17.

⁹ <http://www.forin.gr/laws/law/3267/nomos-4308-2014-ellhnika-logistika-protupa-sunafeis-ruthmiseis-kai-alles-diatakseis>

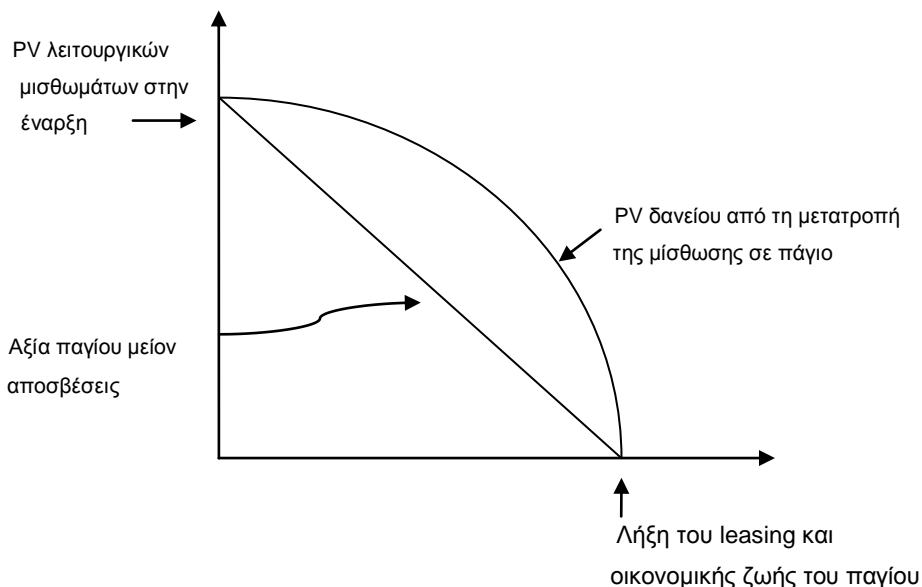
¹⁰ http://www.fasb.org/jsp/FASB/Document_C/DocumentPage?cid=1218220124481&acceptedDisclaimer=true

Οι Imhoff et al. (1991) πραγματοποίησαν μια μελέτη σχετικά με την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων. Η συγκεκριμένη μελέτη αποτελεί τη βάση σχεδόν για το σύνολο των μεταγενέστερων μελετών σχετικά με την επίδραση των λειτουργικών μισθώσεων στους ισολογισμούς των επιχειρήσεων. Η μελέτη πραγματοποιήθηκε σε ένα δείγμα 14 επιχειρήσεων με έδρα την Αμερική. Η επιλογή των επιχειρήσεων έγινε από 7 διαφορετικούς κλάδους της επιχειρηματικής δραστηριότητας της χώρας. Τέλος, από κάθε κλάδο επιλέχθηκαν 2 επιχειρήσεις, εκ των οποίων η μια χρησιμοποιούσε τις λειτουργικές μισθώσεις ως κύριο εργαλείο χρηματοδότησης των παγίων της, ενώ η άλλη χρησιμοποιούσε άλλες μεθόδους χρηματοδότησης. Η μέθοδος βασίζεται στην προεξόφληση των ελαχίστων μελλοντικών μισθωμάτων με διάρκεια μεγαλύτερη του έτους, που εμφανίζονται στις σημειώσεις των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων, βάσει του SFAS 13.

Οι βασικές παραδοχές της μεθόδου είναι:

1. Το προεξοφλητικό επιτόκιο που χρησιμοποιείται είναι 10%.
2. Η υπολειπόμενη διάρκεια των παγίων είναι υπολογισμένη στα 15 χρόνια.
3. Οι ταμειακές ροές υπολογίζονται στο τέλος κάθε έτους.
4. Ο φορολογικός συντελεστής ανέρχεται στο 40%.
5. Η επίδραση της μεθόδου στο καθαρό κέρδος της τρέχουσας περιόδου είναι μηδενική.
6. Η αξία των λειτουργικών μισθώσεων που προστίθεται στο ενεργητικό, βάσει της συγκεκριμένης μετατροπής, υπολογίζεται στο 70% της αντίστοιχης υποχρέωσης που επιβαρύνει το παθητικό. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι πρώτες πληρωμές περιλαμβάνουν μεγαλύτερο ποσοστό σε τόκους και μικρότερο ποσοστό σε κεφάλαιο. Επιπρόσθετα το πάγιο αποσβένεται με τη σταθερή μέθοδο με αποτέλεσμα η αξία του αρχικά να μειώνεται πιο γρήγορα σε σχέση με την αντίστοιχη υποχρέωση. Στην έναρξη της μίσθωσης η παρούσα αξία των μελλοντικών μισθωμάτων είναι ίση με την παρούσα αξία του παγίου ενώ στη λήξη μηδενίζεται τόσο η αξία του παγίου όσο και της μίσθωσης.

Η παραδοχή 6 απεικονίζεται διαγραμματικά παρακάτω.



(Διάγραμμα από Imhoff et al. (1991))

Με βάση τις έξι (6) παραπάνω παραδοχές μετρήθηκαν οι επιδράσεις στο δείκτη απόδοσης ενεργητικού (ROA) και στο δείκτη Ξένα/Ίδια Κεφάλαια (D/E) του επιλεγμένου δείγματος επιχειρήσεων.

Τα αποτελέσματα της μελέτης έδειξαν ότι στις επιχειρήσεις που οι λειτουργικές μισθώσεις αποτελούν το κύριο εργαλείο χρηματοδότησης των παγίων τους, η μείωση του ROA ανήλθε στο 34% και η αύξηση του δείκτη D/E ανήλθε στο 191%. Αντίθετα στις επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν τις λειτουργικές μισθώσεις σε μικρότερο βαθμό για την χρηματοδότηση των παγίων τους, η μείωση του ROA ανήλθε μόνο στο 10% και η αύξηση του D/E στο 47%.

Οι Imhoff et al. (1997) προχώρησαν σε επέκταση της μελέτης που είχαν εκδώσει το 1991 αποδεικνύοντας πως η κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων επηρεάζει τα λειτουργικά και καθαρά κέρδη της επιχείρησης. Για την μελέτη τους χρησιμοποίησαν τα οικονομικά στοιχεία της αεροπορικής εταιρείας Southwest Airlines.

Οι βασικές παραδοχές της μεθόδου είναι:

1. Το προεξοφλητικό επιτόκιο που χρησιμοποιείται είναι 9%.
2. Τα πάγια και οι υποχρεώσεις που δεν εμφανίζονται στον ισολογισμό έχουν τιμή ίση με το 100% της παρούσας αξίας των μελλοντικών μισθωμάτων στην έναρξη της μίσθωσης.

3. Στη λήξη της μίσθωσης το πάγιο και η αντίστοιχη υποχρέωση είναι ίσες με το μηδέν.
4. Για το υπολογισμό των αποσβέσεων χρησιμοποιείται η μέθοδος σταθερής απόσβεσης.
5. Ο φορολογικός συντελεστής ανέρχεται στο 40%.
6. Τα πάγια των λειτουργικών μισθώσεων που προστίθενται στο ενεργητικό λόγω της συγκεκριμένης μετατροπής υπολογίζονται στο 75% της αντίστοιχης υποχρέωσης που επιβαρύνει το παθητικό.

Τα αποτελέσματα της συγκεκριμένης μελέτης έδειξαν για άλλη μια φορά ότι υπήρχε σημαντική αύξηση των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού με την μετατροπή των λειτουργικών μισθώσεων σε δανεισμό. Σχετικά με τα αποτελέσματα χρήσης παρατηρήθηκε αύξηση των λειτουργικών κερδών της επιχείρησης και μείωση των καθαρών κερδών. Αυτό είχε ως συνέπεια ο δείκτης αποδοτικότητας ROA να εμφανίζεται μειωμένος για όλα τα χρόνια μελέτης των οικονομικών στοιχείων της επιχείρησης ενώ αντίθετα ο δείκτης αποδοτικότητας ROE να εμφανίζεται αυξημένος. Τα αποτελέσματα σχετικά με τους δείκτες αποδοτικότητας επιβεβαιώνονται και σε αντίστοιχη μελέτη που πραγματοποιήθηκε το 1993 σε ένα μεγαλύτερο δείγμα επιχειρήσεων από την ίδια ερευνητική ομάδα.

Οι Beattie et al. (1998) μελέτησαν την επίδραση που θα έχει η κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων σε ένα δείγμα 232 επιχειρήσεων στο Ηνωμένο Βασίλειο. Οι ανωτέρω ερευνητές υιοθέτησαν τη μέθοδο που χρησιμοποίησαν οι Imhoff et al. (1991) με τις παρακάτω προσαρμογές:

1. Χρησιμοποίησαν διαφορετικές διάρκειες της μίσθωσης, μικρότερες του έτους, μεταξύ δύο (2) και πέντε (5) ετών και μεγαλύτερες των 5 ετών ανάλογα με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της εκάστοτε επιχείρησης.
2. Ως προεξοφλητικό επιτόκιο χρησιμοποίησαν το 3μ Libor επιτόκιο καταθέσεων.
3. Υπήρχε διαχωρισμός στα στοιχεία ενεργητικού της κάθε επιχείρησης (κτιριακές εγκαταστάσεις και εξοπλισμός) καθώς αυτό επηρεάζει την υπολειπόμενη διάρκεια του πάγιου και άρα τη διάρκεια της μίσθωσης.
4. Ο φορολογικός συντελεστής που χρησιμοποιήθηκε, προέκυψε από το μέσο όρο των φορολογικών συντελεστών από το 1981 έως 1994.

Τα αποτελέσματα της μελέτης τους έδειξαν ότι οι λειτουργικές μισθώσεις αντιστοιχούν στο 39% του μακροπροθέσμου δανεισμού των επιχειρήσεων του δείγματος και στο 6% του συνολικού τους ενεργητικού. Επίσης οι δείκτες αποδοτικότητας και μόχλευσης των επιχειρήσεων επηρεάστηκαν σε ποσοστό μεγαλύτερο του 1%. Τέλος, στον τομέα των υπηρεσιών παρατηρήθηκε η μεγαλύτερη προσαρμογή δεικτών, καθώς σε αυτόν παρατηρήθηκαν τα μεγαλύτερα ποσά παγίων σε λειτουργικές μισθώσεις.

Οι Fulber et al. (2008) μελέτησαν την επίδραση που θα έχει η κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων σε ένα δείγμα 90 επιχειρήσεων στη Γερμανία. Οι ανωτέρω ερευνητές υιοθέτησαν επίσης τη μέθοδο που χρησιμοποίησαν οι Imhoff et al. (1991) με τις παρακάτω προσαρμογές:

1. Ως προεξοφλητικό επιτόκιο χρησιμοποίησαν κυρίως το επιτόκιο των συνταξιοδοτικών προγραμμάτων το οποίο κυμαινόταν από 4,5% έως 7,7%.
2. Ο φορολογικός συντελεστής που χρησιμοποιήθηκε, προέκυψε από το μέσο όρο των φορολογικών συντελεστών από το 1995 έως 2004.
3. Τα αποτελέσματα τους τα συνέκριναν με το αντίστοιχο μοντέλο που χρησιμοποιεί η Standard & Poor's.

Τα αποτελέσματα της μελέτης τους έδειξαν ότι σε μεγάλο αριθμό επιχειρήσεων του δείγματος υπήρχε σημαντική επίδραση από την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων. Ειδικότερα οι μεγαλύτερες επιβαρύνσεις εμφανίστηκαν στις επιχειρήσεις που σχετίζονται με το λιανεμπόριο και τη μόδα. Αναφορικά με τους δείκτες, φαίνεται ότι οι χρηματοοικονομικοί επηρεάστηκαν σε σημαντικό βαθμό, ενώ οι δείκτες αποδοτικότητας δεν μεταβλήθηκαν σημαντικά.

Τα αποτελέσματα της συγκεκριμένης μελέτης συγκρινόμενα με τα αποτελέσματα της Standard & Poor's έδειξαν ότι υπάρχει μικρή διαφορά μεταξύ των 2 μεθόδων. Μάλιστα οι αλλαγές κάποιων δεικτών είναι ίδιου μεγέθους και προς την ίδια κατεύθυνση.

Η Bohusova (2015) ασχολήθηκε με τις απαιτήσεις και τις συνέπειες του προσχεδίου που δημοσιεύτηκε το 2013 από κοινού από το IASB και FASB σχετικά με την υποχρέωση των επιχειρήσεων να κεφαλαιοποιούν τις λειτουργικές μισθώσεις που έχουν διάρκεια 12 μηνών και άνω. Η μελέτη διεξήχθη μεταξύ 6 επιχειρήσεων του Χρηματιστηρίου της Πράγας και τα αποτελέσματα επιβεβαίωσαν για ακόμη μια φορά τη διαφοροποίηση που

συντελείται σε βασικούς χρηματοοικονομικούς δείκτες των επιχειρήσεων με την συγκεκριμένη προσαρμογή. Πιο συγκεκριμένα αποδείχθηκε ότι η κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων οδηγεί σε μείωση της απόδοσης του ενεργητικού και σε αύξηση του δείκτη χρέους προς ίδια κεφάλαια. Τα αποτελέσματα έδειξαν επιπλέον ότι τα λειτουργικά έσοδα των επιχειρήσεων αυξάνονται κατά το ποσό των εξόδων της μίσθωσης. Τέλος, η κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων αυξάνει το σύνολο των πάγιων στοιχείων μιας επιχείρησης. Ως βασικό συστατικό για την πραγματοποίηση της κεφαλαιοποίησης είναι ο υπολογισμός της παρούσας αξίας των μισθωμάτων. Το επιτόκιο προεξόφλησης που χρησιμοποιήθηκε ήταν της τάξεως του 5%, ίδιο και για τις 6 επιχειρήσεις του δείγματος.

Μια από τις πιο πρόσφατες μελέτες σχετικά με την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων και την επίδραση τους στον ισολογισμό, τα αποτελέσματα χρήσης και στους χρηματοοικονομικούς δείκτες των επιχειρήσεων δημοσιεύτηκε από τους Wong et al. (2015). Η μελέτη πραγματοποιήθηκε σε ένα δείγμα 107 εισηγμένων επιχειρήσεων υψηλής κεφαλαιοποίησης για τα έτη 2010 έως 2013, που δραστηριοποιούνται στην Αυστραλία σε διάφορους τομείς της επιχειρηματικής δραστηριότητας της χώρας όπως βιομηχανίες, μεταλλουργία, ενέργεια και τηλεπικοινωνίες. Η ανωτέρω μελέτη στηρίχθηκε επίσης στη μέθοδο των Imhoff et al. (1991) με τις παρακάτω παραδοχές :

1. Ως προεξοφλητικό επιτόκιο χρησιμοποιήσαν το 10% που είναι παρόμοιο με το επιτόκιο που χρησιμοποιήσαν προηγούμενοι ερευνητές σε ανάλογες μελέτες.
2. Οι αποσβέσεις των παγίων υπολογίστηκαν με τη σταθερή μέθοδο και οι υπολειπόμενες διάρκειες ορίστηκαν στα 15 χρόνια.
3. Οι ταμειακές ροές ορίζονται στο τέλος του εκάστοτε χρόνου.
4. Ο δείκτης του παγίου προς την αντίστοιχη υποχρέωση ισούται με το 75% για όλες τις επιχειρήσεις του δείγματος. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι πρώτες πληρωμές περιλαμβάνουν μεγαλύτερο ποσοστό σε τόκους και λιγότερο ποσοστό σε κεφάλαιο. Επιπρόσθετα το πάγιο αποσβένεται με τη σταθερή μέθοδο με αποτέλεσμα η αξία του αρχικά να μειώνεται πιο γρήγορα σε σχέση με την αντίστοιχη υποχρέωση. Στην έναρξη της μίσθωσης, η παρούσα αξία των μελλοντικών μισθωμάτων είναι ίση με την παρούσα αξία

του παγίου ενώ στη λήξη μηδενίζεται τόσο η αξία του παγίου όσο και της μίσθωσης.

5. Ο φορολογικός συντελεστής ανήλθε στο 30% με την υπόθεση ότι θα είναι σταθερός σε όλη τη διάρκεια της μίσθωσης και ενιαίος για όλες τις επιχειρήσεις.

Τα βασικά αποτελέσματα της συγκεκριμένης μελέτης συνοψίζονται παρακάτω:

1. Η μετατροπή των λειτουργικών μισθώσεων σε δανεισμό των 107 επιχειρήσεων του δείγματος ισούται με 679, 7 εκ \$ που αντιστοιχεί στο 3,63% του συνολικού τους ενεργητικού και το 4,48% του συνολικού τους παθητικού.
2. Με τη συγκεκριμένη μετατροπή εμφανίζεται αύξηση του ενεργητικού των επιχειρήσεων κατά 3,47%, του παθητικού κατά 4,34% ενώ τα ίδια κεφάλαια εμφανίζουν μείωση κατά 0,27%. Τα αποτελέσματα της συγκεκριμένης μελέτης επιβεβαιώνουν τα αποτελέσματα προηγούμενων μελετών όπου η μετατροπή των λειτουργικών μισθώσεων σε δανεισμό αυξάνει το ενεργητικό και το παθητικό των επιχειρήσεων ενώ ταυτόχρονα μειώνει τα ίδια κεφάλαια.
3. Αναφορικά με τους χρηματοοικονομικούς δείκτες υπάρχει επιβάρυνση του D/E ratio (Ξένα/Ιδια Κεφάλαια) και D/A ratio (Σύνολο Υποχρεώσεων/Σύνολο Ενεργητικού) σε ποσοστό 31,7% και 10,1%, αντίστοιχα. Τέλος για τους δείκτες αποδοτικότητας, ROA (απόδοση ενεργητικού) και ROE (απόδοση ιδίων κεφαλαίων) εμφανίζεται μείωση κατά 15,35% και 1,23% αντίστοιχα. Τα αποτελέσματα της συγκεκριμένης μελέτης επιβεβαιώνουν τα αποτελέσματα προηγούμενων μελετών όπου η μετατροπή των λειτουργικών μισθώσεων σε δανεισμό επιβαρύνει τους δείκτες D/E ratio και D/A ratio ενώ μειώνει τόσο το δείκτη ROA όσο και το δείκτη ROE.

Η πιο πρόσφατη μελέτη σχετικά με την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων και την επίδραση τους στον ισολογισμό, τα αποτελέσματα χρήσης και στους χρηματοοικονομικούς δείκτες των επιχειρήσεων πραγματοποιήθηκε από τους Ericson and Skarphagen (2015). Η μελέτη πραγματοποιήθηκε σε ένα δείγμα 55 επιχειρήσεων που οι μετοχές τους διαπραγματεύονται στο δείκτη NASDAQ OMX Large cap του χρηματιστηρίου της Στοκχόλμης για το χρονικό διάστημα Ιανουαρίου 2010 έως Δεκεμβρίου

2013. Η ανωτέρω μελέτη στηρίχθηκε επίσης στη μέθοδο των Imhoff et al. (1991) με τις παρακάτω παραδοχές:

1. Οι αποσβέσεις των παγίων υπολογίζονται με βάση την μέθοδο σταθερής απόσβεσης.
2. Οι λειτουργικές μισθώσεις εμφανίζονται στην έναρξη της μίσθωσης στον ισολογισμό σε αξία ίση με την παρούσα αξία των μελλοντικών μισθωμάτων.
3. Στη λήξη της μίσθωσης η αξία του παγίου είναι μηδέν.
4. Το προεξοφλητικό επιτόκιο που χρησιμοποιήθηκε για τον υπολογισμό της παρούσας αξίας των μελλοντικών μισθωμάτων ανήλθε στο 4% και είναι ίδιο με το προεξοφλητικό επιτόκιο που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό της παρούσας αξίας των συνταξιοδοτικών προγραμμάτων.
5. Η χρονική διάρκεια της μίσθωσης είναι ίση με το 50% της ωφέλιμης ζωής του παγίου.
6. Ο φορολογικός συντελεστής ανήλθε στο 22% με την υπόθεση ότι θα είναι σταθερός σε όλη τη διάρκεια της μίσθωσης και ενιαίος για όλες τις επιχειρήσεις.

Τα αποτελέσματα της συγκεκριμένης μελέτης επιβεβαιώνουν αυτά των προηγούμενων μελετών που δείχνουν ότι η κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων έχει σημαντική επίπτωση στους δείκτες κερδοφορίας και μόχλευσης των εταιρειών. Αναλυτικότερα με την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων αυξάνεται αισθητά η τιμή του δείκτη Ξένα/Ίδια Κεφάλαια. Σύμφωνα με τους Ericson and Skarphagen (2015) αυτό αναπόφευκτα δημιουργεί έντονους προβληματισμούς στις διοικήσεις των επιχειρήσεων καθώς η αύξηση αυτού του δείκτη μειώνει τις προσδοκίες των επενδυτών. Γενικότερα η αύξηση των υποχρεώσεων μιας εταιρείας μέσω της κεφαλαιοποίησης των λειτουργικών μισθώσεων οδηγεί τους επενδυτές να θεωρούν ότι η επένδυση στις συγκεκριμένες εταιρείες είναι υψηλότερου ρίσκου. Οι επενδυτές απαιτούν μεγαλύτερες αποδόσεις των χρημάτων τους με συνέπεια να αυξάνεται το κόστος των άντλησης κεφαλαίων από τις αγορές.

2.13 Επισκόπηση Μεθόδων των Οίκων Αξιολόγησης

Για την αξιολόγηση και αποτίμηση των εταιρειών οι οίκοι αξιολόγησης χρησιμοποιούν μοντέλα μετατροπής των λειτουργικών μισθώσεων σε δανεισμό.

Στην παρούσα διατριβή θα αναφερθούμε στο μοντέλο που χρησιμοποιεί η Moody's και η Standard & Poor's.

Η Moody's για τη συγκεκριμένη μετατροπή πολλαπλασιάζει τα μισθώματα του τρέχοντος έτους με ένα συγκεκριμένο συντελεστή. Οι συντελεστές είναι συγκεκριμένοι (5, 6, 8 και 10) και η τιμή τους διαφοροποιείται ανάλογα με τον κλάδο και όχι ανάλογα με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της εκάστοτε επιχείρησης¹¹.

Για να ολοκληρωθεί η μετατροπή θα πρέπει η παραπάνω τιμή να είναι μεγαλύτερη από την παρούσα αξία των μελλοντικών μισθωμάτων. Ως επιτόκιο προεξόφλησης χρησιμοποιείται το επιτόκιο των μακροπρόθεσμων δανείων της επιχείρησης. Στην περίπτωση που η μελλοντική αξία των μισθωμάτων είναι μεγαλύτερη τότε αυτή η τιμή χρησιμοποιείται για την μετατροπή των λειτουργικών μισθώσεων σε δανεισμό.

Η προσαρμογή στα αποτελέσματα χρήσης πραγματοποιείται μετατρέποντας το 1/3 των μισθωμάτων σε έξοδα τόκων και τα υπόλοιπα 2/3 σε αποσβέσεις παγίων.

Το μοντέλο της Standard & Poor's χρησιμοποιεί την προεξόφληση μελλοντικών μισθωμάτων για την μετατροπή των λειτουργικών μισθώσεων σε δανεισμό. Ως προεξοφλητικό επιτόκιο χρησιμοποιεί το μέσο επιτόκιο δανεισμού της επιχείρησης, το οποίο υπολογίζεται από τη σχέση: Έξοδα Τόκων/Μέσος Δανεισμός. Ο μέσος δανεισμός προκύπτει από μέσο όρο δανεισμού που εμφανίζει η επιχείρηση σε δυο συνεχόμενες χρήσεις. Για τον υπολογισμό της υπολειπόμενης διάρκειας μετά το 5^ο έτος, το μοντέλο της Standard & Poor's διαιρεί το συγκεκριμένα μισθώματα, με τα μισθώματα που πρέπει να καταβάλει η εταιρεία το 5^ο έτος. Για την προσαρμογή των αποτελεσμάτων χρήσης χρειάζεται να υπολογιστούν οι τόκοι που σχετίζονται με τη μετατροπή των μισθωμάτων σε δανεισμό. Ο υπολογισμός προκύπτει πολλαπλασιάζοντας τη μέση παρούσα αξία των μισθωμάτων δυο συνεχόμενων χρήσεων με το αντίστοιχο προεξοφλητικό επιτόκιο. Το ποσό που προκύπτει προστίθεται στους συνολικούς χρεωστικούς τόκους που έχει καταβάλει η εταιρεία. Ο υπολογισμός αποσβέσεων πραγματοποιείται αφαιρώντας από το μέσο όρο των μισθωμάτων 2 συνεχόμενων χρήσεων τους τόκους που αντιστοιχούν στη μετατροπή των λειτουργικών μισθώσεων σε

¹¹ http://www.elfaonline.org/cvweb_elfa/product_downloads/mlac06rtngagen.pdf

δανεισμό. Τέλος το συγκεκριμένο ποσό προστίθεται στις συνολικές αποσβέσεις της εταιρείας. Όπως είναι φυσικό οι παραπάνω προσαρμογές επιβαρύνουν το συνολικό δανεισμό της και τους συνολικούς χρεωστικούς τόκους που καταβάλλει η εταιρεία. Σύμφωνα με το συγκεκριμένο μοντέλο οι παραπάνω προσαρμογές βελτιώνουν το EBIT και το EBITDA.

Κεφάλαιο 3 - Δείγμα και Μεθοδολογία

3.1 Επιλογή Δείγματος

Η συγκεκριμένη διατριβή έχει σκοπό να εξετάσει τις επιπτώσεις στις οικονομικές καταστάσεις και στους χρηματοοικονομικούς δείκτες ελληνικών επιχειρήσεων που χρησιμοποιούν τις λειτουργικές μισθώσεις ως σημαντικό εργαλείο για τις χρηματοδοτήσεις των παγίων τους.

Στα πλαίσια αυτά μελετήθηκε η επίδραση της κεφαλαιοποίησης των λειτουργικών μισθώσεων σε 6 εισηγμένες επιχειρήσεις του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Οι εταιρείες που επιλέχθηκαν ανήκουν στους δείκτες FTSE-20 και FTSE-40. Η επιλογή του δείγματος έγινε με την προϋπόθεση οι υποχρεώσεις σε λειτουργικές μισθώσεις να αντιστοιχούν τουλάχιστον στο 10% του συνολικού τους δανεισμού (μακροπρόθεσμο και βραχυπρόθεσμο). Το ποσοστό 10% τέθηκε ώστε η επίδραση των κεφαλαιοποιήσεων στις οικονομικές καταστάσεις και στους επιλεγμένους χρηματοοικονομικούς δείκτες να είναι ουσιαστική. Σε αντίστοιχες μελέτες το ποσοστό κυμαίνεται από 5% έως 15%.

Στον πίνακα του παραρτήματος 1 απεικονίζονται αναλυτικά οι επωνυμίες των εταιρειών του αρχικά επιλεγμένου δείγματος, ο συνολικός τους δανεισμός και οι μελλοντικές τους υποχρεώσεις σε λειτουργικές μισθώσεις. Δεν εμφανίζονται στοιχεία για επτά (7) επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον χρηματοπιστωτικό τομέα καθώς δεν αποτελούν αντικείμενο μελέτης της παρούσας διατριβής. Αναλύοντας τα στοιχεία των υπολοίπων 38 επιχειρήσεων παρατηρούμε ότι 33 χρησιμοποιούν τον τραπεζικό δανεισμό ως κύριο εργαλείο χρηματοδότησης των παγίων τους ή κάλυψης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων τους. Συγκρίνοντας τα υπόλοιπα των δανειακών υποχρεώσεων τους με τα υπόλοιπα των λειτουργικών μισθώσεων παρατηρούμε ότι σχεδόν στο σύνολο των επιχειρήσεων οι οφειλές των δανείων τους είναι μεγαλύτερες από τις αντίστοιχες των λειτουργικών μισθώσεων. Στο σημείο αυτό αξίζει να αναφερθεί ότι η σχέση «λειτουργικές μισθώσεις/τραπεζικό δανεισμό» είναι μεγαλύτερη του 10% μόνο για οκτώ (8) επιχειρήσεις. Επιπρόσθετα υπάρχουν 14 εταιρείες που δεν εμφανίζουν υποχρεώσεις από λειτουργικά μισθώματα στις σημειώσεις των οικονομικών τους καταστάσεων. Τέλος υπάρχουν μόνο τρεις (3) εταιρείες που δεν εμφανίζουν υπόλοιπα τραπεζικού δανεισμού και λειτουργικών μισθώσεων στις οικονομικές τους καταστάσεις.

Από την μελέτη των οικονομικών εκθέσεων των 38 επιχειρήσεων του δείγματος προκύπτει ότι οι περισσότερες κάνουν χρήση των λειτουργικών μισθώσεων κυρίως για τη χρηματοδότηση των επιβατικών αυτοκινήτων που διαθέτουν ως παροχή στα στελέχη τους ή στους πωλητές ως εργαλεία για τις καθημερινές τους μετακινήσεις. Αυτός είναι και ο κυριότερος λόγος που εμφανίζεται τόσο μεγάλη απόκλιση στα υπόλοιπα μεταξύ λειτουργικών μισθώσεων και τραπεζικού δανεισμού.

Στον παρακάτω πίνακα απεικονίζονται για τις 6 επιλεγθείσες εταιρείες το σύνολο του δανεισμού τους καθώς και οι μελλοντικές υποχρεώσεις σε λειτουργικές μισθώσεις με βάση τα στοιχεία του 2014.

Επωνυμίες Εταιρειών	Δανεισμός	Λειτουργικές Μισθώσεις
Aegean	58.485	511.025
Autohellas	157.826	100.558
Fourlis Συμμετοχών	169.932	232.685
Jumbo	146.793	136.271
Lamda Development	338.476	85.211
Πλαίσιο	9.979	43.595

ποσά σε '000€

Ως πηγή άντλησης των οικονομικών καταστάσεων αποτέλεσαν οι επίσημες ιστοσελίδες των εισηγμένων εταιρειών. Με δεδομένο ότι το δείγμα ήταν μικρό συγκρινόμενο με τα δείγματα αντίστοιχων μελετών, η έρευνα επικεντρώθηκε στις μεταβολές και την ανάλυση των αποτελεσμάτων για κάθε εταιρεία ξεχωριστά και όχι στην επίδραση των αλλαγών συνολικά στο δείγμα.

3.2 Βασικά Χαρακτηριστικά της Μεθοδολογίας

Η έρευνα μας βασίστηκε στη μεθοδολογία του καθηγητή οικονομικών του NYU (Stern Business School), Aswath Damodaran (2009). Τα βασικά χαρακτηριστικά της μεθόδου είναι ότι:

1. Υπολογίζει για κάθε εταιρεία ξεχωριστά τη διάρκεια των λειτουργικών μισθώσεων καθώς συμβάσεις μεγαλύτερης διάρκειας δημιουργούν περισσότερες δεσμεύσεις σε σχέση με τις συμβάσεις μικρότερης διάρκειας.

2. Λαμβάνει υπόψη μόνο τις υπάρχουσες υποχρεώσεις σε λειτουργικές μισθώσεις και όχι αυτές που θα προκύψουν μελλοντικά από την ανάπτυξη της εταιρείας.
3. Υπολογίζει ξεχωριστά για κάθε εταιρεία το κόστος δανεισμού εφόσον αυτό δεν αναφέρεται στις ετήσιες οικονομικές της καταστάσεις. Ο υπολογισμός του κόστους δανεισμού βασίζεται στο credit rating¹² της εταιρείας βάσει του οποίου υπολογίζει το αντίστοιχο default spread¹³ από τις επίσημες ιστοσελίδες των οίκων αξιολόγησης. Για τον τελικό υπολογισμό του επιτοκίου προσθέτει επιπλέον στο risk free rate¹⁴ (0,5409% απόδοση γερμανικού 10ετούς στις 31/12/2014) το default spread της χώρας που δραστηριοποιείται η επιχείρηση. Για παράδειγμα έστω εταιρεία που δραστηριοποιείται αποκλειστικά στην Ελλάδα και έχει αξιολογηθεί ως Ba2. Βάσει των αναθεωρημένων στοιχείων της Moody's τον Ιανουάριο του 2015, το default spread για το συγκεκριμένο credit rating ανέρχεται στο 3%. Το default spread λόγω δραστηριοποίησης στην Ελλάδα ανέρχεται στο 7,5% άρα το συνολικό κόστος δανεισμού της εταιρείας υπολογίζεται στο 11,05%. Αν όμως η εταιρεία δεν έχει αξιολογηθεί ως προς το credit rating στην ενότητα 3.5 περιγράφεται αναλυτικά ο τρόπος υπολογισμού του κόστους δανεισμού.
4. Υπολογίζει την παρούσα αξία των μελλοντικών μισθωμάτων χρησιμοποιώντας ως προεξοφλητικό επιτόκιο το κόστος δανεισμού που περιγράφηκε ο υπολογισμός του στην προηγούμενη παραδοχή. Αυτή η αξία θα εμφανιστεί τόσο στο ενεργητικό αυξάνοντας τα πάγια όσο και στο παθητικό αυξάνοντας το δανεισμό της εταιρείας.
5. Αναπροσαρμόζει τα λειτουργικά αποτελέσματα στην κατάσταση αποτελεσμάτων. Από τη στιγμή που οι λειτουργικές μισθώσεις μετατρέπονται σε δανεισμό προσθέτει τα μισθώματα του έτους στα λειτουργικά έσοδα της εταιρείας και αφαιρεί τις αποσβέσεις, οι οποίες

¹² Πιστοληπτική ικανότητα είναι η αξιοπιστία και η φερεγγυότητα ενός ατόμου, μιας επιχείρησης ή ακόμα και μιας χώρας στην αποπληρωμή των χρεών της.
<http://www.euretiro.com/pistoliptiki-ikanotita/>

¹³ Αφορά τη διακύμανση των αποδόσεων των διαπραγματεύσιμων ομολόγων της εταιρείας και προκύπτει από μια κλίμακα που καθορίζεται με βάση τη φερεγγυότητα των ομολόγων των εταιρειών σε επίπεδο χωρών.
<https://dspace.lib.uom.gr/bitstream/2159/18486/3/VelliosAngelosMsc2015.pdf>

¹⁴ The risk-free rate, or as it is sometimes known, the risk-free interest rate, is the yield on high quality government bonds. http://lexicon.ft.com/Term?term=risk_free-rate

υπολογίζονται όπως και στις υπόλοιπες μελέτες, με βάση την μέθοδο σταθερής απόσβεσης.

Μαθηματικά τα παραπάνω εκφράζονται από τη σχέση:

Προσαρμοσμένα Λειτουργικά Αποτελέσματα=

Λειτουργικά Έσοδα + Μισθώματα Έτους – Αποσβέσεις

6. Τα καθαρά αποτελέσματα χρήσης δεν επηρεάζονται από τις προσαρμογές της μεθόδου καθώς τα μισθώματα θεωρούνται πλέον χρηματοοικονομικά έξοδα και όχι λειτουργικά. Ο Damodaran (2009) προτείνει μια επιπλέον εναλλακτική που σχετίζεται με την προσαρμογή των καθαρών αποτελεσμάτων χρήσης. Η προσαρμογή πραγματοποιείται αθροίζοντας στο καθαρό αποτέλεσμα χρήσης τις τρέχουσες καταβολές σε λειτουργικά μισθώματα και αφαιρώντας τις αποσβέσεις και τους τόκους που αντιστοιχούν στην παρούσα αξία των μελλοντικών μισθωμάτων. Σε αυτή την περίπτωση πραγματοποιείται και αναπροσαρμογή των ιδίων κεφαλαίων καθώς επηρεάζονται τα κέρδη εις νέον και άρα το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων.

3.3 Προεκτάσεις της Μεθοδολογίας

Η συγκεκριμένη διατριβή εστιάζει στην μεθοδολογία μετατροπής των λειτουργικών μισθώσεων σε δανεισμό και στις επιπτώσεις που θα επιφέρει στις οικονομικές καταστάσεις και στους χρηματοοικονομικούς δείκτες των υπό εξέταση επιχειρήσεων.

Από την μελέτη των ετήσιων οικονομικών εκθέσεων προκύπτει ότι υπάρχουν εταιρείες που εμφανίζουν μελλοντικές υποχρεώσεις τα χαρακτηριστικά των οποίων είναι ανάλογα με αυτά των λειτουργικών μισθώσεων. Συνεπώς η μεθοδολογία που περιγράφεται στην παρούσα εργασία, μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως οδηγός και για αυτές τις περιπτώσεις.

Προτείνεται δηλαδή κατά την αξιολόγηση μιας εταιρείας η μετατροπή σε δανεισμό των συγκεκριμένων υποχρεώσεων και η ανάλογη προσαρμογή των οικονομικών καταστάσεων ώστε να εξαχθούν τα σωστά συμπεράσματα για την απόδοση της εταιρείας. Ενδεικτικό παράδειγμα μελλοντικών υποχρεώσεων είναι οι χορηγίες που αναλαμβάνουν οι εταιρείες σε αθλητικές ομάδες ή αθλητικά πρωταθλήματα γενικότερα. Στην ελληνική αγορά, ίσως το πιο αντιπροσωπευτικό παράδειγμα, αποτελεί ο όμιλος ΟΠΑΠ. Από την ετήσια

οικονομική έκθεση του 2014 παρατίθενται οι μελλοντικές υποχρεώσεις σε λειτουργικές μισθώσεις και σε χορηγίες τα επόμενα έτη

Χορηγίες & Λειτουργικές Μισθώσεις Ομίλου ΟΠΑΠ				
	<1 έτος	Από 1-5 έτη	>5 έτη	Σύνολο
Χορηγίες	23.113	5.901	0	29.014
Μισθώσεις	462	288	0	750
Σύνολο	23.575	6.189	0	29.764

ποσά σε '000€

Όπως προκύπτει από τον παραπάνω πίνακα οι χορηγίες αποτελούν το 97,4% των υποχρεώσεων του ΟΠΑΠ για τα επόμενα 5 έτη.

3.4 Ανάλυση Δεδομένων – Χρηματοοικονομικοί Δείκτες

Με σκοπό να εξεταστεί η επίδραση της κεφαλαιοποίησης των λειτουργικών μισθώσεων στις οικονομικές καταστάσεις των επιλεγμένων επιχειρήσεων, θα πραγματοποιηθεί σύγκριση μεταξύ συγκεκριμένων χρηματοοικονομικών δεικτών καθώς αποτελούν σημαντικό εργαλείο για την ανάλυση και τη μέτρηση της απόδοσης των εταιρειών. Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες χρησιμοποιούνται εσωτερικά από τους διευθυντικά στελέχη με σκοπό να αξιολογήσουν αφενός μεν την απόδοση επιχείρησης και αφετέρου να προβούν στους απαραίτητους προϋπολογισμούς για την μελλοντική της πορεία.

Εξωτερικά χρησιμοποιούνται από τους επενδυτές με σκοπό να συγκρίνουν την εταιρεία με άλλες του ίδιου κλάδου ώστε να αποφασίσουν αν θα επενδύσουν σε αυτή τα κεφάλαια τους. Τέλος οι πιστωτές κάνουν χρήση των δεικτών με σκοπό να αξιολογήσουν την πιστοληπτική ικανότητα της εταιρείας, την ικανότητα της να αποπληρώσει τις υφιστάμενες δανειακές της υποχρεώσεις και την δυνατότητα της να προβεί σε νέες επενδύσεις¹⁵.

Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες θα υπολογιστούν αρχικά στους δημοσιευμένους ισολογισμούς του επιλεγμένου δείγματος και στη συνέχεια θα υπολογιστούν στους αναθεωρημένους ισολογισμούς μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων. Σκοπός είναι να εξεταστεί η επίδραση της

¹⁵ http://www.taxheaven.gr/pagesdata/logsxedio/1_deiktes.htm

κεφαλαιοποίησης των λειτουργικών μισθώσεων στους χρηματοοικονομικούς δείκτες σύμφωνα με την τελευταία αναθεωρημένη πρόταση των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων το 2013.

Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες που θα εξεταστούν στη παρούσα εργασία είναι:

1. Ξένα/Ίδια (Ξ/Ι ή D/E). Ξένα κεφάλαια θεωρείται το σύνολο των βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων για τα οποία η εταιρεία καταβάλλει τόκους.

Ο δείκτης D/E ratio δείχνει σε ποσοστό τα ξένα κεφάλαια που χρησιμοποιεί η εταιρεία για να χρηματοδοτήσει τα περιουσιακά της στοιχεία σε σχέση με τα κεφάλαια που έχουν εισφέρει οι μέτοχοι.

2. Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)=Καθαρά Έσοδα/Ίδια Κεφάλαια. Τα καθαρά έσοδα αφορούν ένα πλήρες οικονομικό έτος παραγωγικής δραστηριότητας και υπολογίζονται πριν από την καταβολή μερισμάτων στους κατόχους κοινών μετοχών, αλλά μετά την καταβολή μερισμάτων προνομιούχων μετοχών. Ο δείκτης ROE δείχνει πόσο αποτελεσματικά χρησιμοποιεί μια εταιρεία τα κεφάλαια της. Μια εταιρεία μπορεί να δημιουργεί αξία στους μετόχους της, όταν η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων είναι μεγαλύτερη από το κόστος ευκαιρίας των κεφαλαίων αυτών. Δηλαδή η αναμενόμενη απόδοση που απαιτούν οι μέτοχοι για να επενδύσουν στην εταιρεία είναι υψηλότερη από την απόδοση εναλλακτικών μορφών επενδύσεων με παρόμοιο επίπεδο κινδύνου.

3. Απόδοση Περιουσιακών Στοιχείων:

(ROA)=Κέρδος μετά Φορών/Σύνολο Ενεργητικού. Το κέρδος αφορά το ποσό που είναι προς διάθεση μετά την καταβολή των φόρων. Το σύνολο του ενεργητικού αφορά το άθροισμα των κυκλοφορούντων και μη περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης.

4. Απόδοση των Επενδεδυμένων Κεφαλαίων (ROIC)

$ROIC = \frac{EBIT \cdot (1-T)}{\text{Λογιστική Αξία Δανεισμού} + \text{Ίδια Κεφάλαια} - \text{Ταμειακά Ισοδύναμα}}$,

όπου T: Συντελεστής φορολογίας της επιχείρησης,

EBIT: Κέρδη προ τόκων και φόρων,

Λογιστική Αξία Δανεισμού:

Άθροισμα Μακροπρόθεσμου + Βραχυπρόθεσμου Δανεισμού.

Ταμειακά Ισοδύναμα: Μετρητά + Επενδύσεις Βραχυπρόθεσμης Διάρκειας.

Ο δείκτης ROIC μας δείχνει σε ποιο βαθμό η επιχείρηση χρησιμοποίησε ικανοποιητικά τα επενδεδυμένα κεφάλαια της. Είναι ένας δείκτης που παρέχει πληροφορίες σχετικά με την ικανότητα της επιχείρησης να παράγει κερδοφόρες αποδόσεις που αυξάνουν τη συνολική της αξία.

5. Λειτουργικού Περιθωρίου Κέρδους (PM) = EBIT/Πωλήσεις.

Ο δείκτης PM ratio δείχνει το ποσοστό από τα έσοδα που είναι διαθέσιμο στην επιχείρηση για την κάλυψη μη λειτουργικών εξόδων όπως χρεωστικούς τόκους δανείων. Οι επενδυτές και πιστωτές δίνουν ιδιαίτερη βαρύτητα στην τιμή του συγκεκριμένου δείκτη καθώς μπορούν να συμπεράνουν αν η επιχείρηση μπορεί να καλύπτει τα λειτουργικά της έξοδα μέσω των δραστηριοτήτων της. Όσο αυξάνεται το λειτουργικό περιθώριο τόσο βελτιώνεται η εικόνα της επιχείρησης προς τους επενδυτές ή πιστωτές.

6. Περιθώριο Κέρδους μετά Φόρων = Καθαρό Κέρδος μετά Φόρων/Πωλήσεις.

Ο συγκεκριμένος δείκτης είναι σημαντικός καθώς δείχνει στους επενδυτές το ποσοστό των χρημάτων που τελικά κερδίζει η επιχείρηση για κάθε ευρώ πωλήσεων που πραγματοποιεί.

3.5 Υπολογισμός Κόστους Δανεισμού (Συνθετική Μέθοδος)

Απαραίτητο στοιχείο για τον υπολογισμό της παρούσας αξίας είναι το επιτόκιο που θα χρησιμοποιηθεί για την προεξόφληση των μελλοντικών μισθωμάτων.

Όπως αναφέρεται και σε προηγούμενη ενότητα της εργασίας, μια από τις βασικές μεθόδους υπολογισμού του επιτοκίου είναι μέσω του credit rating των εταιρειών και του αντίστοιχου default spread που αυτό αντιστοιχεί βάσει των επίσημων στοιχείων της Moody's. Καταβλήθηκε πολύ μεγάλη προσπάθεια αναζήτησης του credit rating των επιλεγμένων εταιρειών σε βάσεις δεδομένων, τράπεζες και οίκων αξιολόγησης, χωρίς όμως αποτέλεσμα καθώς απαγορεύεται η δημοσιοποίηση των συγκεκριμένων στοιχείων λόγω του ισχύοντος κανονιστικού πλαισίου.

Γι αυτό λοιπόν αποφασίστηκε ο υπολογισμός του επιτοκίου προεξόφλησης να πραγματοποιηθεί στις περισσότερες εταιρείες του δείγματος μέσω του δείκτη κάλυψης τόκων (Interest Coverage Ratio - I.C.R.) κάνοντας χρήση του υπολογιστικού φύλλου excel του Damodaran που είναι αναρτημένο

στην επίσημη ιστοσελίδα του. Ο δείκτης υπολογίζεται από τη παρακάτω σχέση:

I.C.R. = Λειτουργικά Έσοδα/Εξοδα Τόκων

Ο συγκεκριμένος δείκτης χρησιμοποιείται ευρέως στον υπολογισμό των ratings εταιρειών. Η τιμή του δείκτη περιγράφει κατά ποσό μπορεί η επιχείρηση μέσα από τις λειτουργικές της δραστηριότητες να καλύψει τουλάχιστον τους τόκους προς τους πιστωτές της. Όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή αυτή του δείκτη, με δεδομένο ότι όλα τα υπόλοιπα μεγέθη παραμένουν σταθερά, τόσο η εταιρεία απομακρύνεται από τον κίνδυνο της χρεοκοπίας και τόσο αυξάνεται η πιστοληπτική ικανότητα των ομολόγων της που δυνητικά μπορεί να εκδώσει.

Το πρόβλημα που προκύπτει από τη χρήση του συγκεκριμένου δείκτη είναι ότι η κεφαλαιοποίηση των μισθώσεων επηρεάζει τόσο τα λειτουργικά αποτελέσματα όσο και τους τόκους που καταβάλει η εταιρεία. Πιο συγκεκριμένα στα λειτουργικά αποτελέσματα προστίθενται οι καταβολές των μισθωμάτων τρέχοντος έτους (καθώς παύουν να θεωρούνται λειτουργικό έξοδο) και αφαιρούνται οι αποσβέσεις των παγίων που έχει αποκτηθεί η χρήση τους μέσω των λειτουργικών μισθώσεων. Επιπλέον στους χρεωστικούς τόκους του έτους προστίθεται οι τόκοι της παρούσας αξίας των μελλοντικών μισθωμάτων του παγίου. Η λύση του συγκεκριμένου προβλήματος βρίσκεται στη συνάρτηση του υπολογιστικού φύλλου excel που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό του επιτοκίου προεξόφλησης μέσω της ενεργοποίησης του επαναληπτικού υπολογισμού.

Στο παράρτημα 3 αποτυπώνεται η μορφή του υπολογιστικού φύλλου excel βάσει της οποίας υπολογίζεται το εκτιμώμενο κόστος κεφαλαίου της εκάστοτε επιχείρησης. Η μεθοδολογία ξεκινά με την κατηγοριοποίηση της επιχείρησης ανάλογα με το αντικείμενο και τον κύκλο εργασιών που πραγματοποιεί. Πιο συγκεκριμένα για μεγάλη παραγωγική εταιρεία με κύκλο εργασιών μεγαλύτερο των 5 δις επιλέγεται η τιμή 1 στο κελί C2, για μεσαία και πιο επικίνδυνη εταιρεία επιλέγεται η τιμή 2 και εφόσον πρόκειται για χρηματοπιστωτικό ίδρυμα επιλέγεται η τιμή 3. Στη συνέχεια στο κελί F5 συμπληρώνεται η τιμή “YES” αν η επιχείρηση εμφανίζει την τρέχουσα περίοδο υποχρεώσεις σε λειτουργικές μισθώσεις αλλιώς συμπληρώνεται η τιμή “NO”. Το επόμενο κελί F6 συμπληρώνεται με τα στοιχεία των λειτουργικών αποτελεσμάτων προ φορών και τόκων (EBIT). Τα στοιχεία αντλούνται από τις

οικονομικές καταστάσεις της χρήσης που εξετάζεται. Το κελί F7 συμπληρώνεται από τους χρεωστικούς τόκους της αντίστοιχης περιόδου. Εφόσον υπάρχει ανάλυση των χρηματοοικονομικών εξόδων στις σημειώσεις των οικονομικών καταστάσεων, το συγκεκριμένο κελί συμπληρώνεται μόνο με τα ποσά που αφορούν τη συγκεκριμένη δαπάνη. Στην περίπτωση που δεν υπάρχει ανάλυση των χρηματοοικονομικών εξόδων το συγκεκριμένο κελί συμπληρώνεται με το αντίστοιχο ποσό που αναφέρεται στην κατάσταση των αποτελεσμάτων χρήσης. Εφόσον έχει επιλεγεί η τιμή “YES” στο κελί F5 το υπολογιστικό φύλλο excel αναπροσαρμόζει μέσω του επαναληπτικού υπολογισμού τα λειτουργικά αποτελέσματα και τους χρεωστικούς τόκους και τελικά υπολογίζει τη νέα τιμή του δείκτη κάλυψης τόκων. Στην περίπτωση επιλογής “NO” στο κελί F5 το excel υπολογίζει το δείκτη κάλυψης τόκων από τις υφιστάμενες καταχωρήσεις χωρίς να προβεί σε επαναληπτικούς υπολογισμούς.

Το κελί F8 συμπληρώνεται με την απόδοση των κρατικών ομολόγων μηδενικού κινδύνου (risk-free rate) που στη δική μας περίπτωση θεωρείται ότι είναι η απόδοση του 10ετους γερμανικού ομολόγου, προσθέτοντας το spread που οφείλεται στον κίνδυνο χώρας στην οποία δραστηριοποιείται η εταιρεία. Εφόσον η εταιρεία δραστηριοποιείται σε περισσότερες χώρες γίνεται στάθμιση του κινδύνου με το ποσοστό επί των πωλήσεων που πραγματοποιεί σε κάθε χώρα. Τα ποσοστά επί των πωλήσεων που πραγματοποιεί η επιχείρηση ανά χώρα λαμβάνονται από τις σημειώσεις των ετήσιων οικονομικών εκθέσεων.

Στη συνέχεια βάσει των πινάκων που επισυνάπτονται στο συγκεκριμένο υπολογιστικό φύλλο excel γίνεται αντιστοιχία του δείκτη κάλυψης τόκων με το rating της εταιρείας στο κελί D12 και άρα με το spread που πρέπει να προστεθεί σε αυτό της χώρας που δραστηριοποιείται η επιχείρηση. Το τελικό κόστος κεφαλαίου βάσει του οποίου θα προεξοφληθούν τα μελλοντικά μισθώματα της εταιρείας αποτυπώνεται στο κελί D14.

Η Ελλάδα λόγω της ύφεσης που βρίσκεται η οικονομία της τα τελευταία 6 χρόνια, εμφανίζει πολύ υψηλό equity risk premium το οποίο υπολογίζεται στο 17% σύμφωνα με τα στοιχεία που έχουν αναρτηθεί στην ιστοσελίδα του Damodaran. Με δεδομένο ότι αρκετές από τις επιχειρήσεις του δείγματος πραγματοποιούν το μεγαλύτερο μέρος των πωλήσεων τους στην Ελλάδα, αυτό έχει ως συνέπεια να εμφανίζουν αρκετά υψηλό κόστος δανεισμού βάσει

της παραπάνω περιγραφόμενης διαδικασίας. Σε κάποιες περιπτώσεις μάλιστα που το rating των εταιρειών κυμαίνεται μεταξύ BB+ και D ξεπερνά ακόμα και το 10%. Ενδεικτικές περιπτώσεις είναι η AUTOHELLAS, η FOURLIS ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ και η LAMDA DEVELOPMENT. Τα κόστη δανεισμού απεικονίζονται στο παράρτημα 5.

Από την μελέτη των σημειώσεων των οικονομικών καταστάσεων προέκυψε ότι τα μέσα σταθμικά επιτόκια δανεισμού των εταιρειών του δείγματος είναι αρκετά χαμηλότερα σε σχέση με αυτά που υπολογίζονται από την παραπάνω διαδικασία. Κυμαίνονται μεταξύ 3,69% έως 5,3% με εξαίρεση την Aegean που το κόστος των χρηματοοικονομικών μισθώσεων ανέρχεται στο 0,4388%. Ως εκ τούτου στη συγκεκριμένη διατριβή χρησιμοποιήθηκαν τα συγκεκριμένα επιτόκια για να υπολογιστούν οι προεξοφλήσεις των μελλοντικών μισθωμάτων. Για τις εταιρείες Jumbo και Πλαίσιο χρησιμοποιήθηκε η συνθετική μέθοδος που περιγράφεται στη συγκεκριμένη ενότητα καθώς δεν αναφέρονται ξεκάθαρα τα μέσα επιτόκια δανεισμού τους στις σημειώσεις των οικονομικών τους καταστάσεων. Οι σχετικοί υπολογισμοί απεικονίζονται στο παράρτημα 4.

3.6 Περιγραφή της Μεθόδου

Στη συγκεκριμένη ενότητα περιγράφεται η μέθοδος προσαρμογής των οικονομικών καταστάσεων και των χρηματοοικονομικών δεικτών που συντελείται με την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων.

Η διαδικασία της προσαρμογής ξεκινά με την εύρεση της παρούσας αξίας των μελλοντικών μισθωμάτων. Σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα, οι επιχειρήσεις είναι υποχρεωμένες να εμφανίζουν στις σημειώσεις των οικονομικών τους καταστάσεων τις μελλοντικές υποχρεώσεις σε λειτουργικά μισθώματα ξεχωριστά σε τρεις (3) κατηγορίες - παράρτημα 2. Μισθώματα που θα καταβληθούν στους επόμενους 12 μήνες, μισθώματα που θα καταβληθούν στο διάστημα 13 έως 60 μηνών και μισθώματα που θα καταβληθούν σε διάστημα μεγαλύτερο των 60 μηνών. Για να υπολογιστεί η παρούσα αξία αυτών των μισθωμάτων χρησιμοποιείται ο πίνακας του παραρτήματος 4. Απαραίτητο στοιχείο για τη συμπλήρωση του πίνακα είναι η γνώση των τρεχουσών υποχρεώσεων σε λειτουργικά μισθώματα. Συνήθως οι περισσότερες εταιρείες στην ενότητα των συμβάσεων των λειτουργικών

μισθώσεων αναφέρουν ξεκάθαρα τη συγκεκριμένη υποχρέωση. Υπάρχουν όμως και αρκετές εταιρείες που δεν αναφέρουν ξεχωριστά το συγκεκριμένο ποσό καθώς δεν είναι υποχρεωτικό βάσει των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων. Σε αυτή την περίπτωση η συμπλήρωση του πεδίου πραγματοποιείται λαμβάνοντας υπόψη το ποσό που σχετίζεται με τις υποχρεώσεις (σε λειτουργικά μισθώματα) της επιχείρησης του επόμενου δωδεκαμήνου από την έκθεση οικονομικής κατάστασης της προηγούμενης χρήσης.

Επιπρόσθετα, για τη συμπλήρωση του πίνακα του παραρτήματος 4, απαραίτητο στοιχείο είναι ο υπολογισμός της διάρκειας της μίσθωσης μετά το πέρας των πέντε (5) πρώτων ετών. Ξεκινώντας τη διαδικασία, υπολογίζεται ο μέσος όρος καταβολών των πέντε (5) πρώτων ετών. Στη συνέχεια διαιρείται το ποσό που εμφανίζεται τον 6^ο χρόνο ως υποχρέωση λειτουργικών μισθώσεων με τον μέσο όρο καταβολών των πέντε (5) πρώτων ετών. Το αποτέλεσμα που προκύπτει ισούται αριθμητικά με την ζητούμενη διάρκεια. Τέλος η συνολική διάρκεια της μίσθωσης υπολογίζεται αθροίζοντας το παραπάνω αποτέλεσμα με τη διάρκεια των πέντε (5) πρώτων ετών της μίσθωσης.

Απαραίτητα επιπλέον στοιχεία για την επιδιωκόμενη προσαρμογή είναι η συμπλήρωση από τις οικονομικές καταστάσεις των κερδών προ φόρων και τόκων (EBIT) και του συνολικού δανεισμού της επιχείρησης όπως αυτός αποτυπώνεται στις λογιστικές καταστάσεις της επιχείρησης.

Ολοκληρώνοντας την περιγραφή της μεθόδου χρειάζεται να γίνει ειδική μνεία στο επιτόκιο της προεξόφλησης που θα χρησιμοποιηθεί για τον υπολογισμό της παρούσας αξίας των μισθωμάτων. Κατά προτεραιότητα χρησιμοποιείται το μέσο σταθμικό επιτόκιο που δανείζεται σήμερα η εταιρεία και στην περίπτωση που δεν είναι γνωστό ακολουθείται η διαδικασία της προηγούμενης ενότητας.

Αφού λοιπόν συμπληρωθούν και ελεγχθούν όλα τα παραπάνω στοιχεία το υπολογιστικό φύλλο excel στο κελί C32 υπολογίζει την παρούσα αξία των μελλοντικών μισθωμάτων. Το ποσό αυτό προστίθεται στον υφιστάμενο δανεισμό και το αποτέλεσμα αντιστοιχεί στο συνολικό νέο δανεισμό της επιχείρησης ο οποίος υπολογίζεται στο κελί F38. Ολοκληρώνοντας την παρουσίαση της διαδικασίας προσαρμογής των λειτουργικών μισθωμάτων, περιγράφεται διεξοδικά στην επόμενη ενότητα η προσαρμογή των

λειτουργικών εσόδων, του επενδυμένου κεφαλαίου και των χρηματοοικονομικών δεικτών.

3.6.1 Προσαρμογή Λειτουργικών Εσόδων

Για την υλοποίηση της συγκεκριμένης προσαρμογής χρειάζεται να υπολογιστούν πρώτα οι αποσβέσεις στην παρούσα αξία των λειτουργικών μισθωμάτων που μετατρέπονται σε δανεισμό. Αυτό επιτυγχάνεται διαιρώντας το συγκεκριμένο ποσό με τη διάρκεια των λειτουργικών μισθωμάτων που υπολογίσαμε στην προηγούμενη ενότητα. Στην ουσία εφαρμόζεται η σταθερή μέθοδος απόσβεσης των παγίων θεωρώντας ότι η υπολειμματική αξία του παγίου στη λήξη είναι ίση με μηδέν. Επιπρόσθετα η ωφέλιμη ζωή του παγίου είναι ίση με τη συνολική διάρκεια της μίσθωσης. Στη συνέχεια η προσαρμογή πραγματοποιείται μέσω της σχέσης:

Λειτουργικά Έσοδα

+Έξοδα Λειτουργικών Μισθώσεων Τρέχοντος Έτους

-Αποσβέσεις Παγίων Λειτουργικών Μισθώσεων

Προσαρμοσμένα Λειτουργικά Έσοδα

Ως αποτέλεσμα της παραπάνω προσαρμογής είναι να αυξηθούν τα λειτουργικά έσοδα της χρήσης.

Η προσαρμογή των λειτουργικών αποτελεσμάτων μπορεί να πραγματοποιηθεί προσθέτοντας στα λειτουργικά αποτελέσματα της επιχείρησης τους τεκμαρτούς τόκους που αντιστοιχούν στην παρούσα αξία των μελλοντικών μισθωμάτων. Οι τεκμαρτοί τόκοι υπολογίζονται πολλαπλασιάζοντας το κόστος δανεισμού της επιχείρησης επί την παρούσα αξία των μελλοντικών μισθωμάτων. Η μέθοδος αυτή είναι προσεγγιστική και δεν θα αναλυθεί περαιτέρω στην παρούσα διατριβή.

3.6.2 Προσαρμογή Επενδεδυμένων Κεφαλαίων

Ξεκινώντας, θα υπολογιστούν τα επενδεδυμένα κεφάλαια της εκάστοτε επιχείρησης σύμφωνα με την παρακάτω σχέση:

Λογιστική Αξία Ιδίων Κεφαλαίων

+Λογιστική Αξία Μακροπρόθεσμου και Βραχυπρόθεσμου Δανεισμού

-Ταμειακά Διαθέσιμα και Ισοδύναμα

Επενδεδυμένα Κεφάλαια Επιχείρησης

Τα προσαρμοσμένα επενδεδυμένα Κεφάλαια υπολογίζονται προσθέτοντας στα επενδεδυμένα κεφάλαια την παρούσα αξία των μελλοντικών μισθωμάτων. Όπως γίνεται αντιληπτό τα προσαρμοσμένα επενδεδυμένα κεφάλαια θα έχουν πάντα μεγαλύτερη τιμή σε σχέση με αυτή που αναφέρεται στις σημειώσεις των οικονομικών καταστάσεων. Τα παραπάνω περιγράφονται από τη σχέση:

$$\begin{aligned} & \text{Επενδεδυμένα Κεφάλαια Επιχείρησης} \\ & + \underline{\text{Παρούσα Αξία Μελλοντικών Μισθωμάτων}} \\ & \text{Προσαρμοσμένα Επενδεδυμένα Κεφάλαια Επιχείρησης} \end{aligned}$$

3.7 Υπολογισμός Χρηματοοικονομικών Δεικτών

Συνεχίζοντας τη διαδικασία, υπολογίζονται οι τιμές των δεικτών που περιγράφονται στην ενότητα 3.4 πριν και μετά την προσαρμογή των λειτουργικών μισθώσεων.

Σύμφωνα με τον Damodaran (2009) ο δείκτης απόδοσης των επενδεδυμένων κεφαλαίων (ROIC) θα επηρεαστεί άμεσα από την παραπάνω προσαρμογή. Η απόδοση του συγκεκριμένου δείκτη εξαρτάται από το αν η τιμή του δείκτη πριν την προσαρμογή είναι μεγαλύτερη ή μικρότερη από το κόστος δανεισμού της επιχείρησης. Πιο αναλυτικά αν η τιμή του δείκτη ROIC είναι μεγαλύτερη του κόστους δανεισμού τότε μετά την προσαρμογή η τιμή του δείκτη ROIC θα μειωθεί. Αντίθετα αν η τιμή του δείκτη ROIC είναι μικρότερη του κόστους δανεισμού τότε μετά την προσαρμογή η τιμή του δείκτη ROIC θα αυξηθεί.

Ο δείκτης λειτουργικού περιθωρίου (EBIT/Πωλήσεις) αναμένεται να βελτιωθεί καθώς με την αναπροσαρμογή των λειτουργικών μισθώσεων βελτιώνεται το EBIT της επιχείρησης ενώ οι πωλήσεις παραμένουν αμετάβλητες.

Ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης Ξένα/Ίδια Κεφάλαια (D/E) αναμένεται να επιβαρυνθεί καθώς με την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων αυξάνεται ο συνολικός δανεισμός της επιχείρησης ενώ τα ίδια κεφάλαια παραμένουν αμετάβλητα. Το ποσοστό της επιβάρυνσης είναι συνάρτηση του ποσού της κεφαλαιοποίησης αλλά και των ιδίων κεφαλαίων. Όσο αυξάνεται η κεφαλαιοποίηση τόσο μεγαλύτερη θα είναι και η επιβάρυνση του δείκτη.

Ο δείκτης απόδοσης ενεργητικού (ROA) αναμένεται να μειωθεί καθώς με την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων αυξάνεται το ενεργητικό της επιχείρησης ενώ το κέρδος μετά φορών παραμένει σταθερό.

Ο δείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων (ROE) δεν αναμένεται να μεταβληθεί καθώς δεν μεταβάλλονται από τη συγκεκριμένη προσαρμογή τα κέρδη μετά φόρων και τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης.

Τέλος και ο δείκτης περιθωρίου κέρδους μετά φορών (NM) δεν αναμένεται να μεταβληθεί καθώς δεν μεταβάλλονται από τη συγκεκριμένη προσαρμογή τα κέρδη μετά φορών και οι πωλήσεις της επιχείρησης.

3.8 Υπολογισμός Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (WACC)

Σύμφωνα με τους Brealey and Mayers (2011) το κόστος κεφαλαίου μιας επιχείρησης (WACC) χαρακτηρίζεται ως η προσδοκώμενη απόδοση (expected return) του χαρτοφυλακίου που αποτελείται από όλα τα χρεόγραφα (securities) της επιχείρησης. Το κεφάλαιο (capital) μιας επιχείρησης, συνήθως, αποτελείται από δύο συστατικά: (α) το δανειακά κεφάλαια (debt capital) και (β) τα ίδια κεφάλαια (equity capital). Τόσο οι δανειστές όσο και οι μέτοχοι αναμένουν κάποια συγκεκριμένη απόδοση, συνήθως διαφορετική μεταξύ τους. Επομένως, το WACC προσδιορίζει την αναμενόμενη απόδοση όλων των ενδιαφερόμενων μερών (μετόχων και δανειστών) που απαιτούν ώστε να επενδύσουν τα χρήματά τους στη συγκεκριμένη επιχείρηση. Το WACC αποτελεί τη βάση υπολογισμού των ταμειακών ροών και της αποτίμησης των επιχειρήσεων.

Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC), σύμφωνα με τους Brigham and Ehrhardt (2010), υπολογίζεται:

$$WACC = [w_d * r_d * (1 - T)] + (w_e * r_e) + (w_p * r_p)$$

όπου:

- $r_d * (1-T)$: κόστος δανεισμού προσαρμοσμένο με τις φορολογικές απαλλαγές των τόκων,

T: φορολογικός συντελεστής,

r_e : κόστος κοινών μετοχών,

r_p : κόστος προνομιούχων μετοχών,

w_d : ποσοστό συμμετοχής δανειακών κεφαλαίων στα συνολικά κεφάλαια,
 w_e : ποσοστό συμμετοχής αγοραίας αξίας κοινών μετοχών στα συνολικά κεφάλαια,
 w_p : ποσοστό συμμετοχής αγοραίας αξίας προνομιούχων μετοχών στα συνολικά κεφάλαια.

Το κόστος κεφαλαίου (r_e), που αντιπροσωπεύει την απαιτούμενη απόδοση των επενδυτών, υπολογίζεται με βάση το Capital Asset Pricing Model (CAPM) και τη σχέση:

$$r_e = R_f + b * (R_m - R_f)$$

Στα πλαίσια της παρούσας διατριβής, ως απόδοση μηδενικού κινδύνου (R_f) θα χρησιμοποιηθεί η μέση απόδοση του γερμανικού ομολόγου για το 2014, η τιμή του οποίου υπολογίστηκε στο 1,2279%. Το beta (b) είναι το μέγεθος που εκφράζει το συστηματικό κίνδυνο μιας μετοχής και θα υπολογιστεί μέσω γραμμικής παλινδρόμησης στο υπολογιστικό φύλλο excel για κάθε εταιρεία ξεχωριστά. Ως εξαρτημένη μεταβλητή Y θα χρησιμοποιηθούν οι ημερήσιες λογαριθμικές αποδόσεις κάθε μετοχής και ως ανεξάρτητη μεταβλητή θα χρησιμοποιηθούν οι ημερήσιες αποδόσεις του γενικού δείκτη του XAA για το 2014. Τόσο οι αποδόσεις του γερμανικού ομολόγου όσο και οι τιμές των μετοχών και του γενικού δείκτη για το 2014 αντλήθηκαν από τη βάση δεδομένων Datastream.

Ως market risk premium ($R_m - R_f$), θα χρησιμοποιηθούν οι τιμές που εμφανίζονται στην ιστοσελίδα του Damodaran. Για τον ακριβέστερο υπολογισμό του κόστους κεφαλαίου, θα υπολογιστεί σταθμισμένο market premium για όσες εταιρείες δραστηριοποιούνται και στο εξωτερικό. Ως σταθμά θα χρησιμοποιηθούν τα ποσοστά πωλήσεων ανά γεωγραφική περιοχή ή χώρα κάνοντας χρήση των αντίστοιχων market premium που εμφανίζονται στην ιστοσελίδα του Damodaran.

Το w_e ισούται με το ποσοστό συμμετοχής του κεφαλαίου των κοινών μετοχών στα συνολικά κεφάλαια της επιχείρησης. Υπολογίζεται από τη σχέση $E/(E+D)$, όπου το E ισούται με την χρηματιστηριακή αξία της επιχείρησης στις 31 Δεκεμβρίου του 2014 και το D ισούται με το συνολικό δανεισμό της, τη συγκεκριμένη χρονική στιγμή.

Το κόστος δανειακών κεφαλαίων (r_d) των επιχειρήσεων του δείγματος, θα υπολογιστεί με βάση το μεσοσταθμικό κόστος δανεισμού που αναφέρεται στις ετήσιες οικονομικές εκθέσεις του 2014. Για όσες επιχειρήσεις τα συγκεκριμένα στοιχεία δεν είναι διαθέσιμα, το κόστος των δανειακών κεφαλαίων θα υπολογιστεί βάσει της διαδικασίας (συνθετική μέθοδος)¹⁶ που περιγράφεται στην παράγραφο 3.5 της παρούσας διατριβής. Το T ισούται με 26% και σχετίζεται με το φορολογικό συντελεστή των επιχειρήσεων στην Ελλάδα το 2014.

Το w_d ισούται με το ποσοστό συμμετοχής των δανειακών κεφαλαίων στα συνολικά κεφάλαια της επιχείρησης. Υπολογίζεται από τη σχέση $D/(E+D)$, όπου το E ισούται με την χρηματιστηριακή αξία της επιχείρησης στις 31 Δεκεμβρίου του 2014 και το D ισούται με το συνολικό δανεισμό της, τη συγκεκριμένη χρονική στιγμή.

Ολοκληρώνοντας την περιγραφή του WACC, κρίνεται σκόπιμο να αναφερθεί ότι καμία από τις εταιρείες του δείγματος δεν εμφανίζει προνομιούχες μετοχές στο χαρτοφυλάκιο της και ως εκ τούτου δεν θα χρειαστεί να υπολογιστούν τα συγκεκριμένα κόστη και σταθμά.

3.9 Περιγραφή Διαδικασίας Υπολογισμού του WACC

Η διαδικασία ξεκινά με τον υπολογισμό του beta κάθε μετοχής πριν την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων μέσω γραμμικών παλινδρομήσεων στο υπολογιστικό φύλλο excel. Στη συνέχεια υπολογίζεται το unlevered beta της κάθε μετοχής μέσω της σχέσης:

$$b_u = b / \left(1 + \left(\frac{D}{E}\right) * (1 - T)\right)$$

Τα στοιχεία δανεισμού (D) και ο αριθμός μετοχών αντλούνται από τις οικονομικές καταστάσεις του 2014. Η χρηματιστηριακή αξία (E) υπολογίζεται πολλαπλασιάζοντας τον αριθμό μετοχών επί την τιμή της μετοχής στις 31 Δεκεμβρίου του 2014. Το T ισούται με 26%.

¹⁶ Σημειώνεται, ότι το μειονέκτημα της συνθετικής μεθόδου η οποία υπολογίζει το κόστος δανεισμού εταιρειών που δεν έχουν credit rating λόγω μη έκδοσης εταιρικών ομολόγων, είναι ότι λαμβάνει υπόψη τα επιτόκια του μακροπρόθεσμου δανεισμού που είναι υψηλότερα κατά κανόνα από τα επιτόκια του βραχυπρόθεσμου δανεισμού, ως το μέσο επιτόκιο δανεισμού. Με αυτό τον τρόπο δημιουργείται μια επιβάρυνση του κόστους δανεισμού τους, που μπορεί να αποκλίνει από το πραγματικό τους. Αυτό συμβαίνει για λόγους συντηρητικότητας εφόσον οι εταιρείες κατά κανόνα έχουν μικρό μέγεθος και οι αγορές δεν έχουν την απαιτούμενη πληροφόρηση ώστε να τιμολογήσουν σωστά το χρέος τους.

Τελικά, υπολογίζεται το νέο beta της μετοχής (μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων) σύμφωνα με τη σχέση:

$$b' = b_u * (1 + \left(\frac{D'}{E}\right) * (1 - T))$$

όπου D' ο νέος δανεισμός της εταιρείας μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων.

Με βάση την περιγραφόμενη διαδικασία στη παράγραφο 3.8 υπολογίζεται το σταθμισμένο market risk premium και τελικά μέσω του CAPM το κόστος κεφαλαίου ξεχωριστά για την κάθε εταιρεία του δείγματος πριν και μετά τις αναπροσαρμογές των λειτουργικών μισθωμάτων.

Ο υπολογισμός του κόστους δανειακών κεφαλαίων αναφέρεται αναλυτικά στην ενότητα 3.8. Στο σημείο αυτό χρειάζεται να αναφερθεί ότι το κόστος δανειακών κεφαλαίων θα παραμείνει σταθερό μετά τις αναπροσαρμογές εφόσον γίνεται χρήση των επιτοκίων που αναφέρονται στις οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων του δείγματος. Στη περίπτωση όμως που το κόστος δανεισμού υπολογιστεί με βάση τη μεθοδολογία του Damodaran (2009) τότε το κόστος δανεισμού μεταβάλλεται σύμφωνα με τα περιγραφόμενα στην παράγραφο 3.5.

Ακολουθώντας την παραπάνω διαδικασία υπολογίζονται όλες οι τιμές των μεταβλητών που είναι απαραίτητες για τον υπολογισμό του WACC πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων.

Η τιμή του WACC είναι πολύ πιθανό μετά τις προσαρμογές να μεταβληθεί. Η μεταβολή του WACC είναι συνάρτηση του κόστους κεφαλαίου, του κόστους δανεισμού και της αναλογίας μεταξύ δανειακών κεφαλαίων και χρηματιστηριακής αξίας της εταιρείας. Η πιθανή μείωση του WACC επιδρά θετικά στο κόστος άντλησης νέων κεφαλαίων για επενδύσεις και κάνει πιο ελκυστική την αγορά μετοχών της εταιρείας αυξάνοντας τη θεωρητική (εκτιμηθείσα) αποτίμησή της σε ένα υπόδειγμα προεξοφλημένων ταμειακών ροών (DCF). Η πιθανή αύξηση του WACC αντιστοίχως, επιδρά αρνητικά στο κόστος άντλησης νέων κεφαλαίων για επενδύσεις και κάνει λιγότερο ελκυστική την αγορά μετοχών της εταιρείας μειώνοντας τη θεωρητική (εκτιμηθείσα) αποτίμησή της σε ένα υπόδειγμα προεξοφλημένων ταμειακών ροών (DCF).

Κεφάλαιο 4 - Εμπειρικό Μέρος: Προσαρμογή για τα Λειτουργικά Μισθώματα

4.1 Εισαγωγή

Σε αυτό το κεφάλαιο παρουσιάζονται τα εμπειρικά αποτελέσματα της διατριβής για κάθε εταιρεία ξεχωριστά. Περιγράφεται αναλυτικά η διαδικασία άντλησης των απαραίτητων στοιχείων από τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις του δείγματος και η διαδικασία υλοποίησης όλων των απαιτούμενων προσαρμογών. Τέλος παρουσιάζονται οι επιπτώσεις των παραπάνω αλλαγών στις οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών και στους χρηματοοικονομικούς τους δείκτες.

4.2 AUTOHELLAS A.T.E.E.

Η διαδικασία προσαρμογής ξεκινά, αντλώντας όλα τα απαραίτητα στοιχεία από την ετήσια οικονομική έκθεση του 2014 του ομίλου της AUTOHELLAS. Συγκεντρωτικά εμφανίζονται στον παρακάτω πίνακα.

Οικονομικά Στοιχεία Ομίλου Πριν την Προσαρμογή	
Σύνολο Ενεργητικού	403.999
Ίδια Κεφάλαια	178.773
Ταμειακά Διαθέσιμα και Ισοδύναμα	15.160
Πωλήσεις	161.119
ΕΒΙΤ	29.948
Χρεωστικοί Τόκοι	10.869
Δανεισμός	157.826
Λειτουργικές Μισθώσεις	100.558
Μεσοσταθμικό Κόστος Δανεισμού	5,30%

Ποσά σε '000€

Στην ετήσια οικονομική έκθεση του ομίλου για το 2014 και συγκεκριμένα στη σελίδα 53, αναφέρεται ότι το μεσοσταθμικό επιτόκιο δανεισμού ανέρχεται

στο 5,3%¹⁷. Χρησιμοποιώντας το συγκεκριμένο επιτόκιο προεξόφλησης για τον υπολογισμό της παρούσας αξίας των μελλοντικών μισθωμάτων βάσει της διαδικασίας που περιγράφηκε στο προηγούμενο κεφάλαιο, προκύπτει ότι η τιμή της ανέρχεται στα 88.709 χιλ €. Στο σημείο αυτό είναι χρήσιμο να αναφερθεί ότι η διάρκεια των λειτουργικών μισθώσεων υπολογίστηκε στα 5 χρόνια βάσει της διαδικασίας που περιγράφεται αναλυτικά στην ενότητα 3.6.

Στη συνέχεια της διαδικασίας πραγματοποιούνται οι προσαρμογές στο δανεισμό, στα λειτουργικά κέρδη (EBIT) και στο επενδεδυμένο κεφάλαιο του ομίλου, όπως απεικονίζονται αναλυτικά στους παρακάτω πίνακες.

Capital Invested - with and without leases		% Μεταβολής
Ίδια Κεφάλαια (Book Value of Equity)	178.773	
Δανεισμός (Book Value of Debt)	157.825	
-Ταμειακά Διαθέσιμα (Cash)	15.160	
Book Capital (as reported)	321.438	
+ Capitalised PV of Leases	88.709	
= Book Capital (adjusted)	410.147	27,60%

Adjusted Debt		% Μεταβολής
Book Value of Debt	157.825	
+Capitalised PV of Leases	88.709	
Adjusted Debt	246.534	56,21%

Full Operating Income Adjustment		% Μεταβολής
Stated Operating Income (EBIT)	29.948	
+ Current Year Lease Expense	41.107	
- Depreciation on Leased Asset	17.742	
= Adjusted Operating Income	53.313	78,02%

Depreciation on Leased Asset	
Leased Asset (PV of commitments)	88.709
Leased Life (total)	5
Depreciation	17.742

ποσά σε '000€

Με βάση τις παραπάνω προσαρμογές, προκύπτει ότι ο όμιλος εμφανίζει αύξηση δανεισμού 56,21%, αύξηση λειτουργικών κερδών 78,02% και αύξηση των επενδεδυμένων κεφαλαίων 27,60%.

Στη συνέχεια υπολογίζονται οι τιμές των δεικτών που έχουμε επιλέξει να μελετήσουμε πριν και μετά τις προσαρμογές. Αναλυτικά απεικονίζονται στους παρακάτω πίνακες.

¹⁷ Για την AUTOHELLAS πραγματοποιήθηκε ανάλυση ευαισθησίας, βάσει της μεθόδου synthetic rating, με σκοπό να υπολογιστεί το επιτόκιο προεξόφλησης των μελλοντικών λειτουργικών μισθώσεων και να μελετηθούν εκ νέου οι αλλαγές στην κατάσταση αποτελεσμάτων, στους χρηματοοικονομικούς δείκτες και στο WACC. Όπως είναι φυσικό το κόστος δανεισμού σε αυτή την περίπτωση αυξάνεται σημαντικά, εφόσον επιβαρύνεται με τον κίνδυνο χώρας. Αυτό έχει σημασία, ειδικά αν η εταιρεία είναι μικρή και δεν μπορεί να δανειστεί με προνομιακούς όρους που στον συγκεκριμένο όμιλο δεν ισχύει.

ROIC with OL Capitalised			
	Stated	Adjusted	% Μεταβολής
Capital invested	321.438	410.147	
Operating Income	29.948	53.313	
Pre-tax ROC (ROIC)	9,32%	13,00%	39,52%
Tax rate	26%	26%	
After-tax ROC (ROIC)	6,89%	9,62%	39,52%

Pre-Tax and Post-Tax Operating Margins			
	Stated	Adjusted	% Μεταβολής
Revenues (Sales)	161.119	161.119	
Operating Income	29.948	53.313	
Operating margin	18,59%	33,09%	78,02%
After-Tax margin	13,75%	24,49%	78,02%

ποσά σε '000€

D/E estimation with OL Capitalised			
	Stated	Adjusted	% Μεταβολής
Debt	157.825	246.534	
Equity	178.773	178.773	
D/E	0,88	1,38	56,21%

ROA with OL Capitalised			
	Stated	Adjusted	% Μεταβολής
Net Income	16.115	16.115	
Total Asset	403.999	492.708	
ROA	3,99%	3,27%	-18,00%

ποσά σε '000€

ROE with OL Capitalised			
	Stated	Adjusted	% Μεταβολής
Net Income	16.115	16.115	
Equity	178.773	178.773	
ROE	9,01%	9,01%	0,00%

Net Margin with OL Capitalised			
	Stated	Adjusted	% Μεταβολής
Net Income	16.115	16.115	
Revenue	161.119	161.119	
Net Margin	10,00%	10,00%	0,00%

ποσά σε '000€

Ο δείκτης ROIC (προ-φόρων) εμφανίζει ποσοστιαία αύξηση 39,52%. Το αποτέλεσμα δεν είναι σύμφωνο με αυτό που αναμενόταν καθώς η τιμή του δείκτη ROIC πριν την προσαρμογή είναι μεγαλύτερη από το κόστος δανεισμού και σύμφωνα με τον Damodaran (2009) θα έπρεπε να μειωθεί. Σύμφωνα με την άποψη μας, η παραπάνω απόκλιση οφείλεται στο υψηλό ποσοστό λειτουργικών μισθώσεων που εμφανίζει ο όμιλος το 2014 (41.107 χιλ €) και το 2015 (40.483 χιλ €) σε σχέση με τα υπόλοιπα μισθώματα 60.075 χιλ €. Το γεγονός αυτό έχει ως συνέπεια τα αναπροσαρμοσμένα λειτουργικά έσοδα να είναι ιδιαίτερα αυξημένα για το 2014 και ποσοστιαία να μεταβάλλονται περισσότερο συγκρινόμενα με τα αναπροσαρμοσμένα επενδεδυμένα κεφάλαια με αποτέλεσμα τελικά την αύξηση του δείκτη ROIC.

Ο δείκτης λειτουργικού περιθωρίου εμφανίζει αύξηση 78,02% καθώς τα λειτουργικά έσοδα του ομίλου βελτιώθηκαν αισθητά, ενώ οι πωλήσεις παρέμειναν αμετάβλητες με τις παραπάνω προσαρμογές.

Ο δείκτης D/E εμφανίζει σημαντική επιβάρυνση της τάξεως του 56,81% καθώς ο όμιλος εμφανίζει υψηλό ποσοστό υποχρεώσεων σε λειτουργικές μισθώσεις σε σχέση με τον υφιστάμενο δανεισμό του.

Ο δείκτης ROA εμφανίζει μείωση 18% καθώς με τις προσαρμογές που πραγματοποιήθηκαν αυξήθηκε το ενεργητικό του ομίλου ενώ τα καθαρά έσοδα παρέμειναν αμετάβλητα.

Οι τιμές των δεικτών ROE και καθαρού κέρδους, όπως ήταν αναμενόμενο, είναι αμετάβλητες καθώς οι επιμέρους μεταβλητές που τις συνθέτουν παρέμειναν σταθερές στις προσαρμογές που πραγματοποιήθηκαν.

Για τον υπολογισμό του WACC, εφαρμόζεται η μεθοδολογία που περιγράφεται αναλυτικά στις ενότητες 3.8 και 3.9. Τα συνοπτικά αποτελέσματα της, απεικονίζονται στον παρακάτω πίνακα:

AUTOHELLAS		
Cost of Capital Estimation	Stated	Adjusted
Unlevered Beta	0,17	
Debt	157.825	246.534
Market Value of Equity	112.822	112.822
D/E Ratio	139,89%	218,52%
Tax Rate	26%	26%
Levered Beta	0,34	0,44
Cost of Equity	6,59%	8,07%
Pre-tax Cost of Debt	5,30%	5,30%
Debt to Capital	58,31%	68,60%
Cost of Capital (wacc)	5,03%	5,22%

Παρατηρούμε ότι το WACC αυξήθηκε κατά 3,77% με την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων, γεγονός που έχει αρνητικό αντίκτυπο στην άντληση νέων κεφαλαίων. Το κόστος κεφαλαίου αυξήθηκε κατά 22,45% και ο υπολογισμός του απεικονίζεται στους παρακάτω πίνακες.

AUTOHELLAS								
	Ελλάδα	Βουλγαρία	Ρουμανία	Κύπρος	Σερβία	Μαυροβούνιο	Σταθμισμένο MRP	Σταθμισμένο CoE
% Πωλήσεων	79,16%	6,65%	6,24%	4,09%	3,32%	0,53%		
MRP	17,00%	8,60%	9,05%	15,50%	12,50%	11,15%		
Σταθμισμένο MRP ανά χώρα	13,46%	0,57%	0,57%	0,63%	0,42%	0,06%	15,70%	
Risk - Free (rf)	1,23%	1,23%	1,23%	1,23%	1,23%	1,23%		
Beta (πριν την κεφαλαιοποίηση)	0,34							6,59%

AUTOHELLAS								
	Ελλάδα	Βουλγαρία	Ρουμανία	Κύπρος	Σερβία	Μαυροβούνιο	Σταθμισμένο MRP	Σταθμισμένο CoE
% Πωλήσεων	79,16%	6,65%	6,24%	4,09%	3,32%	0,53%		
MRP	17%	8,60%	9,05%	15,50%	12,50%	11,15%		
Σταθμισμένο MRP ανά χώρα	13,46%	0,57%	0,57%	0,63%	0,42%	0,06%	15,70%	
Risk - Free (rf)	1,23%	1,23%	1,23%	1,23%	1,23%	1,23%		
Beta (μετά την κεφαλαιοποίηση)	0,44							8,07%

Παρατηρούμε ότι η αύξηση του κόστους κεφαλαίου οφείλεται αποκλειστικά στην αύξηση του beta της μετοχής. Η αύξηση του beta είναι αναμενόμενη καθώς με την κεφαλαιοποίηση αυξάνεται ο δείκτης D'/E ($D' > D$), ενώ οι υπόλοιπες μεταβλητές της συνάρτησης παραμένουν σταθερές.

4.3 FOURLIS ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ

Η διαδικασία προσαρμογής ξεκινά, αντλώντας όλα τα απαραίτητα στοιχεία από την ετήσια οικονομική έκθεση του 2014 του ομίλου της FOURLIS ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ. Συγκεντρωτικά εμφανίζονται στον παρακάτω πίνακα.

Οικονομικά Στοιχεία Ομίλου Πριν την Προσαρμογή	
Σύνολο Ενεργητικού	447.484
Ίδια Κεφάλαια	158.433
Ταμειακά Διαθέσιμα και Ισοδύναμα	34.888
Πωλήσεις	413.370
EBIT	5.660
Χρεωστικοί Τόκοι	9.607
Δανεισμός	169.932
Λειτουργικές Μισθώσεις	232.685
Μεσοσταθμικό Κόστος Δανεισμού	5,30%

ποσά σε '000€

Στην ετήσια οικονομική έκθεση του ομίλου για το 2014 και συγκεκριμένα στη σελίδα 100, αναφέρεται ότι το μέσο πραγματικό επιτόκιο δανεισμού ανέρχεται στο 5,3%. Χρησιμοποιώντας το συγκεκριμένο επιτόκιο προεξόφλησης για τον υπολογισμό της παρούσας αξίας των μελλοντικών μισθωμάτων βάσει της διαδικασίας που περιγράφηκε στο προηγούμενο κεφάλαιο, προκύπτει ότι η τιμή της ανέρχεται στα 164.630 χιλ €. Στο σημείο αυτό είναι χρήσιμο να αναφερθεί ότι η διάρκεια των λειτουργικών μισθώσεων υπολογίστηκε στα 13 χρόνια βάσει της διαδικασίας που περιγράφεται αναλυτικά στην ενότητα 3.6. Το EBIT υπολογίστηκε από το EBITDA (25.900 χιλ €) αφαιρώντας τις αποσβέσεις του 2014 που ανήλθαν στα 20.240 χιλ €. Στη

σελίδα 84 των οικονομικών καταστάσεων του 2014 αναφέρονται αναλυτικά οι αποσβέσεις του έτους.

Στη συνέχεια της διαδικασίας πραγματοποιούνται οι προσαρμογές στο δανεισμό, στα λειτουργικά κέρδη (EBIT) και στο επενδυμένο κεφάλαιο του ομίλου, όπως απεικονίζονται αναλυτικά στους παρακάτω πίνακες.

Capital Invested - with and without leases		% Μεταβολής
Ίδια Κεφάλαια (Book Value of Equity)	158.433	
Δανεισμός (Book Value of Debt)	169.932	
-Ταμειακά Διαθέσιμα (Cash)	34.888	
Book Capital (as reported)	293.477	
+ Capitalised PV of Leases	164.630	
= Book Capital (adjusted)	458.107	56,10%

Adjusted Debt		% Μεταβολής
Book Value of Debt	169.932	
+Capitalised PV of Leases	164.630	
Adjusted Debt	334.562	

Full Operating Income Adjustment		% Μεταβολής
Stated Operating Income (EBIT)	5.660	
+ Current Year Lease Expense	21.978	
- Depreciation on Leased Asset	12.664	
= Adjusted Operating Income	14.974	164,56%

Depreciation on Leased Asset	
Leased Asset (PV of commitments)	164.630
Leased Life (total)	13
Depreciation	12.664

ποσά σε '000€

Με βάση τις παραπάνω προσαρμογές, προκύπτει ότι ο όμιλος εμφανίζει αύξηση δανεισμού 96,88%, αύξηση λειτουργικών κερδών 164,56% και αύξηση των επενδεδυμένων κεφαλαίων 56,10%.

Στη συνέχεια υπολογίζονται οι τιμές των δεικτών που έχουμε επιλέξει να μελετήσουμε πριν και μετά την αναπροσαρμογή. Αναλυτικά απεικονίζονται στους παρακάτω πίνακες.

ROIC with OL Capitalised			
	Stated	Adjusted	% Μεταβολής
Capital invested	293.477	458.107	
Operating Income (EBIT)	5.660	14.974	
Pre-tax ROC (ROIC)	1,93%	3,27%	69,49%
Tax rate	26%	26%	
After-tax ROC (ROIC)	1,43%	2,42%	69,49%

ποσά σε '000€

Pre-Tax and Post-Tax Operating Margins			
	Stated	Adjusted	% Μεταβολής
Revenues (Sales)	413.370	413.370	
Operating Income (EBIT)	5.660	14.974	
Operating margin	1,37%	3,62%	164,56%
After-Tax margin	1,01%	2,68%	164,56%

D/E estimation with OL Capitalised				ROA with OL Capitalised			
	Stated	Adjusted	% Μεταβολής		Stated	Adjusted	% Μεταβολής
Debt	169.932	334.562		Net Income	-6.514	-6.514	
Equity	158.433	158.433		Total Asset	447.484	612.114	
D/E	1,07	2,11	96,88%	ROA	-1,46%	-1,06%	-26,90%

ποσά σε '000€

ROE with OL Capitalised				Net Margin with OL Capitalised			
	Stated	Adjusted	% Μεταβολής		Stated	Adjusted	% Μεταβολής
Net Income	-6.514	-6.514		Net Income	-6.514	-6.514	
Equity	158.433	158.433		Revenue	413.370	413.370	
ROE	-4,11%	-4,11%	0,00%	Net Margin	-1,58%	-1,58%	0,00%

ποσά σε '000€

Ο δείκτης ROIC (προ-φόρων) εμφανίζει αύξηση 69,49%. Το αποτέλεσμα είναι αναμενόμενο σύμφωνα με τον Damodaran (2009) καθώς η τιμή του δείκτη πριν την προσαρμογή είναι μικρότερη από το κόστος δανεισμού.

Ο δείκτης λειτουργικού περιθωρίου εμφανίζει αύξηση 164,56% καθώς τα λειτουργικά έσοδα του ομίλου βελτιώθηκαν με τις παραπάνω προσαρμογές ενώ οι πωλήσεις παρέμειναν αμετάβλητες.

Ο δείκτης D/E εμφανίζει σημαντική επιβάρυνση της τάξεως του 96,88% καθώς ο όμιλος εμφανίζει υψηλό ποσοστό υποχρεώσεων σε λειτουργικές μισθώσεις σε σχέση με τον υφιστάμενο δανεισμό του.

Ο δείκτης ROA εμφανίζει μείωση 26,90% καθώς με τις προσαρμογές που πραγματοποιήθηκαν αυξήθηκε το ενεργητικό του ομίλου ενώ τα καθαρά έσοδα παρέμειναν αμετάβλητα.

Οι τιμές των δεικτών ROE και καθαρού κέρδους, όπως ήταν αναμενόμενο, είναι αμετάβλητες καθώς οι επιμέρους μεταβλητές που τις συνθέτουν παρέμειναν σταθερές στις προσαρμογές που πραγματοποιήθηκαν.

Για τον υπολογισμό του WACC, εφαρμόζεται η μεθοδολογία που περιγράφεται αναλυτικά στις παραγράφους 3.8 και 3.9. Τα συνοπτικά αποτελέσματα της, απεικονίζονται στον παρακάτω πίνακα:

FOURLIS ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ		
Cost of Capital Estimation	Stated	Adjusted
Unlevered Beta	0,53	
Debt	169.932	334.562
Market Value of Equity	164.195	164.195
D/E Ratio	103,49%	203,76%
Tax Rate	26%	26%
Levered Beta	0,94	1,34
Cost of Equity	14,73%	20,40%
Pre-tax Cost of Debt	5,30%	5,30%
Debt to Capital	50,86%	67,08%
Cost of Capital (wacc)	9,23%	9,35%

Παρατηρούμε ότι το WACC αυξήθηκε κατά 1,3% με την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων, γεγονός που έχει αρνητικό αντίκτυπο στην άντληση νέων κεφαλαίων. Το κόστος κεφαλαίου αυξήθηκε κατά 38,49% και ο υπολογισμός του απεικονίζεται στους παρακάτω πίνακες.

FOURLIS ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ				
	Ελλάδα	Λοιπές Χώρες	Σταθμισμένο MRP	Σταθμισμένο CoE
% Πωλήσεων	67,13%	32,87%		
MRP	17%	8,85%		
Σταθμισμένο MRP ανά χώρα	11,41%	2,91%	14,32%	
Risk - Free (rf)	1,23%	1,23%		
Beta (πριν την κεφαλαιοποίηση)	0,94			14,73%
FOURLIS ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ				
	Ελλάδα	Λοιπές Χώρες	Σταθμισμένο MRP	Σταθμισμένο CoE
% Πωλήσεων	67,13%	32,87%		
MRP	17%	8,85%		
Σταθμισμένο MRP ανά χώρα	11,41%	2,91%	14,32%	
Risk - Free (rf)	1,23%	1,23%		
Beta (μετά την κεφαλαιοποίηση)	1,34			20,40%

Από τις οικονομικές καταστάσεις του ομίλου προκύπτει ότι οι πωλήσεις στο εξωτερικό (4 χώρες) ανέρχονται στο 32,87% επί του συνόλου χωρίς ωστόσο να διευκρινίζεται το ποσοστό των πωλήσεων σε κάθε χώρα ξεχωριστά. Βάσει της κατηγοριοποίησης του Damodaran (2015) σχετικά με τα MRP, 2 χώρες ανήκουν στη περιφέρεια της Δυτικής Ευρώπης και οι υπόλοιπες 2 στη περιφέρεια της Ανατολικής Ευρώπης και της Ρωσίας. Ως εκ τούτου το MRP των λοιπών χωρών υπολογίστηκε με βάση το μέσο όρο των 2 αυτών περιφερειών.

Παρατηρούμε ότι η αύξηση του κόστους κεφαλαίου οφείλεται αποκλειστικά στην αύξηση του beta της μετοχής. Η αύξηση του beta είναι

αναμενόμενη καθώς με την κεφαλαιοποίηση αυξάνεται ο δείκτης D'/E ($D' > D$), ενώ οι υπόλοιπες μεταβλητές της συνάρτησης παραμένουν σταθερές.

4.4 JUMBO A.E.E.

Η διαδικασία προσαρμογής ξεκινά, αντλώντας όλα τα απαραίτητα στοιχεία από την ετήσια οικονομική έκθεση του 2014 του ομίλου JUMBO. Συγκεντρωτικά εμφανίζονται στον παρακάτω πίνακα.

Οικονομικά Στοιχεία Ομίλου Πριν την Προσαρμογή	
Σύνολο Ενεργητικού	1.090.327
Ίδια Κεφάλαια	797.208
Ταμειακά Διαθέσιμα και Ισοδύναμα	298.918
Πωλήσεις	582.548
ΕΒΙΤ	137.936
Χρεωστικοί Τόκοι	7.220
Δανεισμός	146.974
Λειτουργικές Μισθώσεις	136.271

ποσά σε '000€

Στον όμιλο του JUMBO, λόγω επαρκών δεδομένων, έγινε χρήση της διαδικασίας που περιγράφουμε στην ενότητα 3.5 για τον υπολογισμό του εκτιμώμενου κόστους δανεισμού το οποίο και υπολογίστηκε στο 7,96%. Το αποτέλεσμα προέκυψε αθροίζοντας την απόδοση του 10ετούς γερμανικού ομολόγου (0,5409 στις 31/12/2014), το spread βασισμένο στο rating του ομίλου, και το σταθμισμένο spread βάσει πωλήσεων που πραγματοποιεί ο όμιλος στις χώρες που δραστηριοποιείται.

Ο προσδιορισμός του rating του ομίλου βασίστηκε στη μεθοδολογία του Damodaran (2009) μέσω της οποίας το interest coverage ratio υπολογίστηκε στο 9,90. Από τους σχετικούς πίνακες που επισυνάπτονται στο παράρτημα 3, προκύπτει ότι το rating του ομίλου ισούται με AA και το αντίστοιχο spread ανέρχεται στο 0,7%. Ολοκληρώνοντας τη διαδικασία υπολογίστηκε το σταθμισμένο spread στο 6,71% λόγω της δραστηριότητας του ομίλου σε 4 χώρες. Σύμφωνα με τα στοιχεία πωλήσεων ανά χώρα, που αναφέρονται στη

σελίδα 65 των οικονομικών καταστάσεων του 2014, το σταθμισμένο spread υπολογίστηκε σύμφωνα με τον παρακάτω πίνακα.

Πωλήσεις Ομίλου ανά Χώρα													
Ελλάδα			Βουλγαρία			Ρουμανία			Κύπρο				
Πωλήσεις	%	D-Spread	Πωλήσεις	%	D-Spread	Πωλήσεις	%	D-Spread	Πωλήσεις	%	D-Spread	Σύνολο Πωλήσεων	Σταθμισμένο Spread
437.877	75,17%	7,5%	45.349	7,78%	1,9%	24.292	4,17%	2,2%	75.030	12,88%	6,5%	582.548	6,71%

ποσά σε '000€

Οι χρεωστικοί τόκοι υπολογίστηκαν από τα χρηματοοικονομικά έξοδα 7.378 χιλ € αφαιρώντας το ποσό 158 χιλ € το οποίο σχετίζεται με το κόστος πρόβλεψης αποζημίωσης προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία. Τα ποσά αναφέρονται αναλυτικά στη σελίδα 69 της οικονομικής έκθεσης του 2014. Ως υποχρεώσεις λειτουργικών μισθώσεων τρέχοντος έτους χρησιμοποιήθηκαν τα ποσά που αναφέρονται στην προηγούμενη οικονομική έκθεση.

Χρησιμοποιώντας ως επιτόκιο προεξόφλησης το 7,96%, για τον υπολογισμό της παρούσας αξίας των μελλοντικών μισθωμάτων βάσει της διαδικασίας που περιγράψαμε στο προηγούμενο κεφάλαιο, προκύπτει ότι αυτή ανέρχεται στα 89.286 χιλ €. Στο σημείο αυτό είναι χρήσιμο να αναφερθεί ότι η διάρκεια των λειτουργικών μισθώσεων υπολογίστηκε στα 11 χρόνια βάσει της διαδικασίας που περιγράφεται αναλυτικά στην ενότητα 3.6.

Στη συνέχεια της διαδικασίας πραγματοποιούνται οι προσαρμογές στο δανεισμό, στα λειτουργικά κέρδη (EBIT) και στο επενδυμένο κεφάλαιο του ομίλου, όπως απεικονίζονται στους παρακάτω πίνακες.

Capital Invested - with and without leases		% Μεταβολής
Ίδια Κεφάλαια (Book Value of Equity)	797.208	
Δανεισμός (Book Value of Debt)	146.974	
-Ταμειακά Διαθέσιμα (Cash)	298.918	
Book Capital (as reported)	645.264	
+ Capitalised PV of Leases	89.286	
= Book Capital (adjusted)	734.550	13,84%

Adjusted Debt		% Μεταβολής
Book Value of Debt	146.974	
+Capitalised PV of Leases	89.286	
Adjusted Debt	236.260	60,75%

Full Operating Income Adjustment		% Μεταβολής
Stated Operating Income (EBIT)	137.936	
+ Current Year Lease Expense	11.943	
- Depreciation on Leased Asset	8.117	
= Adjusted Operating Income	141.762	2,77%

Depreciation on Leased Asset	
Leased Asset (PV of commitments)	89.286
Leased Life (total)	11
Depreciation	8.117

ποσά σε '000€

Με βάση τις παραπάνω προσαρμογές, προκύπτει ότι ο όμιλος εμφανίζει αύξηση δανεισμού 60,75%, αύξηση λειτουργικών κερδών 2,77% και αύξηση των επενδεδυμένων κεφαλαίων 13,84%.

Στη συνέχεια υπολογίζονται οι τιμές των δεικτών που έχουμε επιλέξει να μελετήσουμε πριν και μετά την προσαρμογή. Αναλυτικά απεικονίζονται στους παρακάτω πίνακες.

ROIC with OL Capitalised			
	Stated	Adjusted	% Μεταβολής
Capital invested	645.264	734.550	
Operating Income (EBIT)	137.936	141.762	
Pre-tax ROC (ROIC)	21,38%	19,30%	-9,72%
Tax rate	26%	26%	
After-tax ROC (ROIC)	15,82%	14,28%	-9,72%

Pre-Tax and Post-Tax Operating Margins			
	Stated	Adjusted	% Μεταβολής
Revenues (Sales)	582.548	582.548	
Operating Income (EBIT)	137.936	141.762	
Operating margin	23,68%	24,33%	2,77%
After-Tax margin	17,52%	18,01%	2,77%

ποσά σε '000€

D/E estimation with OL Capitalised			
	Stated	Adjusted	% Μεταβολής
Debt	146.974	236.260	
Equity	797.208	797.208	
D/E	0,18	0,30	60,75%

ROA with OL Capitalised			
	Stated	Adjusted	% Μεταβολής
Net Income	104.837	104.837	
Total Asset	1.090.327	1.179.613	
ROA	9,62%	8,89%	-7,57%

ποσά σε '000€

ROE with OL Capitalised				Net Margin with OL Capitalised			
	Stated	Adjusted	% Μεταβολής		Stated	Adjusted	% Μεταβολής
Net Income	104.837	104.837		Net Income	104.837	104.837	
Equity	797.208	797.208		Revenue	582.548	582.548	
ROE	13,15%	13,15%	0,00%	Net Margin	18,00%	18,00%	0,00%

ποσά σε '000€

Ο δείκτης ROIC (προ-φόρων) εμφανίζει μείωση 9,72%. Το αποτέλεσμα είναι αναμενόμενο καθώς η τιμή του δείκτη πριν την προσαρμογή είναι μεγαλύτερη από το κόστος δανεισμού.

Ο δείκτης λειτουργικού περιθωρίου εμφανίζει σχετική αύξηση 2,77% καθώς τα λειτουργικά έσοδα του ομίλου βελτιώθηκαν σχετικά με τις παραπάνω προσαρμογές ενώ οι πωλήσεις παρέμειναν αμετάβλητες.

Ο δείκτης D/E εμφανίζει σημαντική επιβάρυνση της τάξεως του 60,75% καθώς ο όμιλος εμφανίζει υψηλό ποσοστό υποχρεώσεων σε λειτουργικές μισθώσεις σε σχέση με τον υφιστάμενο δανεισμό του.

Ο δείκτης ROA εμφανίζει μείωση 7,57% καθώς με τις προσαρμογές που πραγματοποιήθηκαν αυξήθηκε το ενεργητικό του ομίλου ενώ τα καθαρά έσοδα παρέμειναν αμετάβλητα.

Οι τιμές των δεικτών ROE και καθαρού κέρδους, όπως ήταν αναμενόμενο, είναι αμετάβλητες καθώς οι επιμέρους μεταβλητές που τις συνθέτουν παρέμειναν σταθερές στις προσαρμογές που πραγματοποιήθηκαν.

Για τον υπολογισμό του WACC, εφαρμόζεται η μεθοδολογία που περιγράφεται αναλυτικά στις παραγράφους 3.8 και 3.9. Τα συνοπτικά αποτελέσματα της, απεικονίζονται στον παρακάτω πίνακα:

JUMBO		
Cost of Capital Estimation	Stated	Adjusted
Unlevered Beta	0,97	
Debt	146.794	236.260
Market Value of Equity	1.152.430	1.152.430
D/E Ratio	12,74%	20,50%
Tax Rate	26%	26%
Levered Beta	1,07	1,12
Cost of Equity	18,08%	18,96%
Pre-tax Cost of Debt	7,66%	7,96%
Debt to Capital	11,30%	17,01%
Cost of Capital (wacc)	16,68%	16,74%

Παρατηρούμε ότι το WACC αυξήθηκε κατά 0,35% με την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων, γεγονός που δεν επηρεάζει το κόστος άντλησης νέων κεφαλαίων. Το κόστος κεφαλαίου αυξήθηκε κατά 4,86% και ο υπολογισμός του απεικονίζεται στους παρακάτω πίνακες.

JUMBO						
	Ελλάδα	Βουλγαρία	Ρουμανία	Κύπρος	Σταθμισμένο MRP	Σταθμισμένο CoE
% Πωλήσεων	75,17%	7,78%	4,17%	12,88%		
MRP	17%	8,60%	9,05%	15,50%		
Σταθμισμένο MRP ανά χώρα	12,78%	0,67%	0,38%	2,00%	15,82%	
Risk - Free (rf)	1,23%	1,23%	1,23%	1,23%		
Beta (πριν την κεφαλαιοποίηση)	1,07					18,08%
JUMBO						
	Ελλάδα	Βουλγαρία	Ρουμανία	Κύπρος	Σταθμισμένο MRP	Σταθμισμένο CoE
% Πωλήσεων	75,17%	7,78%	4,17%	12,88%		
MRP	17%	8,60%	9,05%	15,50%		
Σταθμισμένο MRP ανά χώρα	12,78%	0,67%	0,38%	2,00%	15,82%	
Risk - Free (rf)	1,23%	1,23%	1,23%	1,23%		
Beta (μετά την κεφαλαιοποίηση)	1,12					18,96%

Παρατηρούμε ότι η σχετικά μικρή αύξηση του κόστους κεφαλαίου οφείλεται αποκλειστικά στη σχετικά μικρή αύξηση του beta της μετοχής. Η αύξηση του beta είναι αναμενόμενη καθώς με την κεφαλαιοποίηση αυξάνεται ο δείκτης D'/E ($D' > D$), ενώ οι υπόλοιπες μεταβλητές της συνάρτησης παραμένουν σταθερές. Η αύξηση του beta ανέρχεται μόλις στο 4,86% ενώ το δανεισμός αυξάνεται κατά 61,64%. Η μικρή επίδραση στο beta οφείλεται στην υψηλή χρηματιστηριακή αξία της JUMBO η οποία είναι 4,88 φορές μεγαλύτερη από τον δανεισμό της.

4.5 LAMDA DEVELOPMENT

Η διαδικασία προσαρμογής ξεκινά, αντλώντας όλα τα απαραίτητα στοιχεία από την ετήσια οικονομική έκθεση του 2014 του ομίλου LAMDA DEVELOPMENT. Συγκεντρωτικά εμφανίζονται στον παρακάτω πίνακα.

Οικονομικά Στοιχεία Ομίλου Πριν την Προσαρμογή	
Σύνολο Ενεργητικού	802.937
Ίδια Κεφάλαια	387.522
Ταμειακά Διαθέσιμα και Ισοδύναμα	187.636
Πωλήσεις	44.240
ΕΒΙΤ	-324
Χρεωστικοί Τόκοι	7.220
Δανεισμός	338.476
Λειτουργικές Μισθώσεις	85.211
Μεσοσταθμικό Κόστος Δανεισμού	3,69%

Ποσά σε '000€

Στην ετήσια οικονομική έκθεση του ομίλου για το 2014 και συγκεκριμένα στη σελίδα 83, αναφέρεται ότι το μέσο πραγματικό επιτόκιο δανεισμού ανέρχεται στο 3,69%¹⁸. Χρησιμοποιώντας το συγκεκριμένο επιτόκιο προεξόφλησης για τον υπολογισμό της παρούσας αξίας των μελλοντικών μισθωμάτων βάσει της διαδικασίας που περιγράψαμε στο προηγούμενο κεφάλαιο, προκύπτει ότι η τιμή της ανέρχεται στα 54.926 χιλ €.

Οι χρεωστικοί τόκοι υπολογίστηκαν από τα χρηματοοικονομικά έξοδα 14.797 χιλ € αφαιρώντας το ποσό 670 χιλ € το οποίο σχετίζεται με λοιπά έξοδα και προμήθειες. Τα ποσά αναφέρονται αναλυτικά στη σελίδα 91 της οικονομικής έκθεσης του 2014. Ως υποχρεώσεις λειτουργικών μισθώσεων τρέχοντος έτους χρησιμοποιήθηκαν τα ποσά που αναφέρονται στην προηγούμενη οικονομική έκθεση. Τα λειτουργικά έσοδα (EBIT) υπολογίστηκαν αφαιρώντας από το ποσό των 613 χιλ € που αντιστοιχεί στο EBITDA αποσβέσεις 937 χιλ €. Τα ποσά των αποσβέσεων αναφέρονται στη ετήσια οικονομική έκθεση του 2014 και συγκεκριμένα στη σελίδα 33.

¹⁸ Για την LAMDA DEVELOPMENT πραγματοποιήθηκε ανάλυση ευαισθησίας, βάσει της μεθόδου synthetic rating, με σκοπό να υπολογιστεί το επιτόκιο προεξόφλησης των μελλοντικών λειτουργικών μισθώσεων και να μελετηθούν εκ νέου οι αλλαγές στην κατάσταση αποτελεσμάτων, στους χρηματοοικονομικούς δείκτες και στο WACC. Όπως είναι φυσικό το κόστος δανεισμού σε αυτή την περίπτωση αυξάνεται σημαντικά, εφόσον επιβαρύνεται με τον κίνδυνο χώρας. Αυτό έχει σημασία, ειδικά αν η εταιρεία είναι μικρή και δεν μπορεί να δανειστεί με προνομιακούς όρους που στον συγκεκριμένο όμιλο δεν ισχύει.

Στο σημείο αυτό είναι χρήσιμο να αναφερθεί ότι η διάρκεια των λειτουργικών μισθώσεων υπολογίστηκε στα 25 χρόνια βάσει της διαδικασίας που περιγράφεται αναλυτικά στην ενότητα 3.6.

Στη συνέχεια της διαδικασίας πραγματοποιούνται οι προσαρμογές στο δανεισμό, στα λειτουργικά κέρδη (EBIT) και στο επενδυμένο κεφάλαιο του ομίλου, όπως απεικονίζονται αναλυτικά στους παρακάτω πίνακες.

Capital Invested - with and without leases		% Μεταβολής
Ίδια Κεφάλαια (Book Value of Equity)	387.522	
Δανεισμός (Book Value of Debt)	338.476	
-Ταμειακά Διαθέσιμα (Cash)	187.636	
Book Capital (as reported)	538.362	
+ Capitalised PV of Leases	54.926	
= Book Capital (adjusted)	593.288	10,20%

Adjusted Debt		% Μεταβολής
Book Value of Debt	338.476	
+Capitalised PV of Leases	54.926	
Adjusted Debt	393.402	16,23%

ποσά σε '000€

Με βάση τις παραπάνω προσαρμογές, προκύπτει ότι ο όμιλος εμφανίζει αύξηση δανεισμού 16,23%, αύξηση λειτουργικών κερδών 350% και αύξηση των επενδυμένων κεφαλαίων 10,20%.

Στη συνέχεια υπολογίζονται οι τιμές των δεικτών που έχουμε επιλέξει να μελετήσουμε πριν και μετά την προσαρμογή. Αναλυτικά απεικονίζονται στους παρακάτω πίνακες.

ROIC with OL Capitalised			
	Stated	Adjusted	% Μεταβολής
Capital invested	538.362	593.288	
Operating Income (EBIT)	-324	810	
Pre-tax ROC (ROIC)	-0,06%	0,14%	326,84%
Tax rate	26%	26%	
After-tax ROC (ROIC)	-0,04%	0,10%	326,84%

ποσά σε '000€

Full Operating Income Adjustment		% Μεταβολής
Stated Operating Income (EBIT)	-324	
+ Current Year Lease Expense	3.331	
- Depreciation on Leased Asset	2.197	
= Adjusted Operating Income	810	349,99%

Depreciation on Leased Asset	
Leased Asset (PV of commitments)	54.926
Leased Life (total)	25
Depreciation	2.197

Pre-Tax and Post-Tax Operating Margins			
	Stated	Adjusted	% Μεταβολής
Revenues (Sales)	44.240	44.240	
Operating Income (EBIT)	-324	810	
Operating margin	-0,73%	1,83%	349,99%
After-Tax margin	-0,54%	1,35%	349,99%

D/E estimation with OL Capitalised			
	Stated	Adjusted	% Μεταβολής
Debt	338.476	393.402	
Equity	387.522	387.522	
D/E	0,87	1,02	16,23%

ποσά σε '000€

ROE with OL Capitalised			
	Stated	Adjusted	% Μεταβολής
Net Income	-23.501	-23.501	
Equity	387.522	387.522	
ROE	-6,06%	-6,06%	0,00%

ποσά σε '000€

ROA with OL Capitalised			
	Stated	Adjusted	% Μεταβολής
Net Income	-23.501	-23.501	
Total Asset	802.937	857.863	
ROA	-2,93%	-2,74%	-6,40%

Net Margin with OL Capitalised			
	Stated	Adjusted	% Μεταβολής
Net Income	-23.501	-23.501	
Revenue	44.240	44.240	
Net Margin	-53,12%	-53,12%	0,00%

Ο δείκτης ROIC (προ-φόρων) εμφανίζει αύξηση 327%. Το αποτέλεσμα είναι αναμενόμενο καθώς η τιμή του δείκτη πριν την προσαρμογή είναι μεγαλύτερη από το κόστος δανεισμού.

Ο δείκτης λειτουργικού περιθωρίου εμφανίζει αύξηση 350% καθώς τα λειτουργικά έσοδα του ομίλου βελτιώθηκαν αισθητά με τις παραπάνω προσαρμογές ενώ οι πωλήσεις παρέμειναν αμετάβλητες.

Ο δείκτης D/E εμφανίζει επιβάρυνση της τάξεως του 16,23% μεγαλύτερη σε σχέση με την προηγούμενη περίπτωση καθώς ο όμιλος εμφανίζει μεγαλύτερο ποσοστό λειτουργικών μισθώσεων σε όρους παρούσας αξίας σε σχέση με τον υπόλοιπο δανεισμό.

Ο δείκτης ROA εμφανίζει μείωση 6,4% καθώς με τις προσαρμογές που πραγματοποιήθηκαν αυξήθηκε το ενεργητικό του ομίλου ενώ τα καθαρά αποτελέσματα (ζημίες) παρέμειναν αμετάβλητα.

Οι τιμές των δεικτών ROE και καθαρού κέρδους, όπως ήταν αναμενόμενο, είναι αμετάβλητες καθώς οι επιμέρους μεταβλητές που τις συνθέτουν παρέμειναν σταθερές στις προσαρμογές που πραγματοποιήθηκαν.

Για τον υπολογισμό του WACC, εφαρμόζεται η μεθοδολογία που περιγράφεται αναλυτικά στις παραγράφους 3.8 και 3.9. Τα συνοπτικά αποτελέσματα της, απεικονίζονται στον παρακάτω πίνακα:

LAMDA DEVELOPMENT		
Cost of Capital Estimation	Stated	Adjusted
Unlevered Beta	0,35	
Debt	338.476	393.402
Market Value of Equity	267.810	267.810
D/E Ratio	126,39%	146,90%
Tax Rate	26%	26%
Levered Beta	0,67	0,73
Cost of Equity	12,70%	13,60%
Pre-tax Cost of Debt	3,69%	3,69%
Debt to Capital	55,83%	59,50%
Cost of Capital (wacc)	7,133%	7,132%

Παρατηρούμε ότι το WACC παρέμεινε ουσιαστικά σταθερό μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων, γεγονός που δεν επηρεάζει ουσιαστικά το κόστος άντλησης κεφαλαίων. Το κόστος κεφαλαίου αυξήθηκε κατά 6,16% και ο υπολογισμός του απεικονίζεται στους παρακάτω πίνακες.

LAMDA DEVELOPMENT			
	Ελλάδα	Σταθμισμένο MRP	Σταθμισμένο CoE
% Πωλήσεων	100,00%		
MRP	17%		
Σταθμισμένο MRP ανά χώρα	17,00%	17,00%	
Risk - Free (rf)	1,23%		
Beta (πριν την κεφαλαιοποίηση)	0,67		12,70%

LAMDA DEVELOPMENT			
	Ελλάδα	Σταθμισμένο MRP	Σταθμισμένο CoE
% Πωλήσεων	100,00%		
MRP	17%		
Σταθμισμένο MRP ανά χώρα	17,00%	17,00%	
Risk - Free (rf)	1,23%		
Beta (μετά την κεφαλαιοποίηση)	0,73		13,60%

Παρατηρούμε ότι η σχετικά μικρή αύξηση του κόστους κεφαλαίου οφείλεται αποκλειστικά στη σχετικά μικρή αύξηση του beta της μετοχής. Η αύξηση του beta είναι αναμενόμενη καθώς με την κεφαλαιοποίηση αυξάνεται ο δείκτης D/E ($D' > D$), ενώ οι υπόλοιπες μεταβλητές της συνάρτησης παραμένουν σταθερές. Στο συγκεκριμένο όμιλο η επίδραση της κεφαλαιοποίησης είναι σχετικά μικρή καθώς οι δανειακές του υποχρεώσεις είναι ιδιαίτερα αυξημένες και δεν επηρεάζεται σημαντικά ο δείκτης D/E.

4.6 ΑΕΡΟΠΟΡΙΑ ΑΙΓΑΙΟΥ Α.Ε.

Η διαδικασία προσαρμογής ξεκινά, αντλώντας όλα τα απαραίτητα στοιχεία από την ετήσια οικονομική έκθεση του 2014 της AEGEAN. Συγκεντρωτικά εμφανίζονται στον παρακάτω πίνακα.

Οικονομικά Στοιχεία Ομίλου Πριν την Προσαρμογή	
Σύνολο Ενεργητικού	627.443
Ίδια Κεφάλαια	216.469
Ταμειακά Διαθέσιμα και Ισοδύναμα	207.482
Πωλήσεις	911.794
ΕΒΙΤ	105.979
Χρεωστικοί Τόκοι	4.957
Δανεισμός	58.485
Λειτουργικές Μισθώσεις	511.025

ποσά σε '000€

Στην ετήσια οικονομική έκθεση του ομίλου για το 2014 και συγκεκριμένα στη σελίδα 51, αναφέρεται ότι το μεσοσταθμικό επιτόκιο ανέρχεται στο 0,4388%. Επειδή το συγκεκριμένο επιτόκιο είναι εξαιρετικά χαμηλό, αποφασίστηκε να μην χρησιμοποιηθεί κατά την αναπροσαρμογή των οικονομικών στοιχείων του ομίλου. Το εκτιμώμενο κόστος δανεισμού υπολογίστηκε στο 1,93%. Το αποτέλεσμα προέκυψε αθροίζοντας τη μέση απόδοση του 10ετούς γερμανικού ομολόγου για το 2014 (1,2279%) και το spread βασισμένο στο rating του ομίλου. Οι τιμές του 10ετούς ομολόγου αντλήθηκαν από τη βάση της Datastream.

Ο προσδιορισμός του rating του ομίλου βασίστηκε στη μεθοδολογία του Damodaran (2009) μέσω της οποίας το coverage ratio υπολογίστηκε στο 10,15. Από τους σχετικούς πίνακες που επισυνάπτονται στο παράρτημα 3, προκύπτει ότι το rating του ομίλου ισούται με AA και το αντίστοιχο spread ανέρχεται στο 0.7%.

Η παρούσα αξία των μελλοντικών μισθωμάτων βάσει της διαδικασίας που περιγράψαμε στο προηγούμενο κεφάλαιο ανέρχεται στα 478.059 χιλ €. Στο σημείο αυτό είναι χρήσιμο να αναφερθεί ότι η διάρκεια των λειτουργικών

μισθώσεων υπολογίστηκε στα έξι (6) χρόνια βάσει της διαδικασίας που περιγράφεται αναλυτικά στην ενότητα 3.6.

Στη σελίδα 59 της ετήσιας οικονομικής έκθεσης, προκύπτει ότι το σύνολο των χρεωστικών τόκων ανέρχεται στα 4.957 χιλ €. Οι υποχρεώσεις λειτουργικών μισθώσεων τρέχοντος έτους ανέρχονται στα 117.495 χιλ € και αναφέρονται στη σελίδα 58 της ετήσιας οικονομικής έκθεσης. Τα λειτουργικά έσοδα (EBIT) υπολογίστηκαν αφαιρώντας από το ποσό των 118.790 χιλ € που αντιστοιχεί στο EBITDA αποσβέσεις 12.811 χιλ €. Τα ποσά των αποσβέσεων αναφέρονται στη ετήσια οικονομική έκθεση του 2014 και συγκεκριμένα στη σελίδα 25.

Στη συνέχεια της διαδικασίας πραγματοποιούνται οι προσαρμογές στο δανεισμό, στα λειτουργικά κέρδη (EBIT) και στο επενδυμένο κεφάλαιο του ομίλου, όπως απεικονίζονται αναλυτικά στους παρακάτω πίνακες.

Capital Invested - with and without leases		% Μεταβολής
Ίδια Κεφάλαια (Book Value of Equity)	216.469	
Δανεισμός (Book Value of Debt)	58.485	
-Ταμειακά Διαθέσιμα (Cash)	207.482	
Book Capital (as reported)	67.472	
+ Capitalised PV of Leases	478.059	
= Book Capital (adjusted)	545.531	708,53%

Adjusted Debt		% Μεταβολής
Book Value of Debt	58.485	
+Capitalised PV of Leases	478.059	
Adjusted Debt	536.544	

Full Operating Income Adjustment		% Μεταβολής
Stated Operating Income (EBIT)	105.979	
+ Current Year Lease Expense	117.495	
- Depreciation on Leased Asset	79.677	
= Adjusted Operating Income	143.798	

Depreciation on Leased Asset	
Leased Asset (PV of commitments)	478.059
Leased Life (total)	6
Depreciation	79.677

ποσά σε '000€

Με βάση τις παραπάνω προσαρμογές, προκύπτει ότι ο όμιλος εμφανίζει τεράστια αύξηση δανεισμού 817%, αύξηση λειτουργικών κερδών 35,68% και αύξηση των επενδεδυμένων κεφαλαίων 708%.

Στη συνέχεια υπολογίζονται οι τιμές των δεικτών που έχουμε επιλέξει να μελετήσουμε πριν και μετά την προσαρμογή. Αναλυτικά απεικονίζονται στους παρακάτω πίνακες.

ROIC with OL Capitalised			
	Stated	Adjusted	% Μεταβολής
Capital invested	67.472	545.531	
Operating Income (EBIT)	105.979	143.798	
Pre-tax ROC (ROIC)	157,07%	26,36%	-83,22%
Tax rate	26%	26%	
After-tax ROC (ROIC)	116,23%	19,51%	-83,22%

ποσά σε '000€

D/E estimation with OL Capitalised			
	Stated	Adjusted	% Μεταβολής
Debt	58.485	536.544	
Equity	216.469	216.469	
D/E	0,27	2,48	817,40%

ποσά σε '000€

ROE with OL Capitalised			
	Stated	Adjusted	% Μεταβολής
Net Income	80.245	80.245	
Equity	216.469	216.469	
ROE	37,07%	37,07%	0,00%

ποσά σε '000€

Pre-Tax and Post-Tax Operating Margins			
	Stated	Adjusted	% Μεταβολής
Revenues (Sales)	911.794	911.794	
Operating Income (EBIT)	105.979	143.798	
Operating margin	11,62%	15,77%	35,68%
After-Tax margin	8,60%	11,67%	35,68%

ROA with OL Capitalised			
	Stated	Adjusted	% Μεταβολής
Net Income	80.245	80.245	
Total Asset	627.443	1.105.502	
ROA	12,79%	7,26%	-43,24%

Net Margin with OL Capitalised			
	Stated	Adjusted	% Μεταβολής
Net Income	80.245	80.245	
Revenue	911.794	911.794	
Net Margin	8,80%	8,80%	0,00%

Ο δείκτης ROIC (προ-φόρων) εμφανίζει μείωση 83,22%. Το αποτέλεσμα είναι αναμενόμενο καθώς η τιμή του δείκτη πριν την προσαρμογή είναι μεγαλύτερη από το κόστος δανεισμού.

Ο δείκτης λειτουργικού περιθωρίου εμφανίζει αύξηση 35,68% καθώς τα λειτουργικά έσοδα του ομίλου βελτιώθηκαν αισθητά με τις παραπάνω προσαρμογές ενώ οι πωλήσεις παρέμειναν αμετάβλητες.

Ο δείκτης D/E εμφανίζει πολύ μεγάλη επιβάρυνση της τάξεως του 817% καθώς ο όμιλος εμφανίζει πολύ μεγαλύτερο ποσοστό λειτουργικών μισθώσεων σε όρους παρούσας αξίας σε σχέση με τον υπόλοιπο δανεισμό.

Ο δείκτης ROA εμφανίζει μείωση 43,24% καθώς με τις προσαρμογές που πραγματοποιήθηκαν αυξήθηκε το ενεργητικό του ομίλου ενώ τα καθαρά έσοδα παρέμειναν αμετάβλητα.

Οι τιμές των δεικτών ROE και καθαρού κέρδους, όπως ήταν αναμενόμενο, είναι αμετάβλητες καθώς οι επιμέρους μεταβλητές που τις συνθέτουν παρέμειναν σταθερές στις προσαρμογές που πραγματοποιήθηκαν.

Για τον υπολογισμό του WACC, εφαρμόζεται η μεθοδολογία που περιγράφεται αναλυτικά στις παραγράφους 3.8 και 3.9. Τα συνοπτικά αποτελέσματα της, απεικονίζονται στον παρακάτω πίνακα:

AEGEAN		
Cost of Capital Estimation	Stated	Adjusted
Unlevered Beta	0,63	
Debt	58.485	536.544
Market Value of Equity	493.000	493.000
D/E Ratio	11,86%	108,83%
Tax Rate	26%	26%
Levered Beta	0,69	1,14
Cost of Equity	8,86%	14,48%
Pre-tax Cost of Debt	1,23%	1,93%
Debt to Capital	10,61%	52,11%
Cost of Capital (wacc)	8,01%	7,68%

Παρατηρούμε ότι το WACC μειώθηκε 4,1% με την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων, γεγονός που λειτουργεί θετικά στο κόστος άντλησης κεφαλαίων για νέες επενδύσεις. Το κόστος κεφαλαίου αυξήθηκε κατά 63,43% και ο υπολογισμός του απεικονίζεται στους παρακάτω πίνακες:

AEGEAN					
	Ελλάδα	Ευρώπη	Λοιπές Χώρες	Σταθμισμένο MRP	Σταθμισμένο CoE
% Πωλήσεων	33,50%	54,50%	12,00%		
MRP	17%	7,63%	10,07%		
Σταθμισμένο MRP ανά χώρα	5,70%	4,16%	1,21%	11,06%	
Risk - Free (rf)	1,23%	1,23%	1,23%		
Beta (πριν την κεφαλαιοποίηση)	0,69				8,86%

AEGEAN					
	Ελλάδα	Ευρώπη	Λοιπές Χώρες	Σταθμισμένο MRP	Σταθμισμένο CoE
% Πωλήσεων	33,50%	54,50%	12,00%		
MRP	17%	8,60%	9,05%		
Σταθμισμένο MRP ανά χώρα	5,70%	4,69%	1,09%	11,47%	
Risk - Free (rf)	1,23%	1,23%	1,23%		
Beta (μετά την κεφαλαιοποίηση)	1,16				14,48%

Από τις οικονομικές καταστάσεις του ομίλου προκύπτει ότι από το σύνολο των πωλήσεων το 33,5% πραγματοποιήθηκαν εντός Ελλάδας, 54,5% στην Ευρώπη και 12% στις λοιπές χώρες. Βάσει της κατηγοριοποίησης του Damodaran (2015) σχετικά με τα MRP και παρατηρώντας τις πτήσεις που πραγματοποιεί ο όμιλος στο εξωτερικό, είναι εφικτό ως Ευρώπη να θεωρηθεί η

περιφέρεια της Δυτικής Ευρώπης και ως λοιπές χώρες η περιφέρεια της Ανατολικής Ευρώπης και της Ρωσίας.

Παρατηρούμε ότι η μεγάλη αύξηση του κόστους κεφαλαίου των κοινών μετοχών (CoE) οφείλεται αποκλειστικά στη μεγάλη αύξηση του beta της μετοχής. Η αύξηση του beta είναι αναμενόμενη καθώς με την κεφαλαιοποίηση αυξάνεται ο δείκτης D/E ($D' > D$), ενώ οι υπόλοιπες μεταβλητές της συνάρτησης παραμένουν σταθερές. Στο συγκεκριμένο όμιλο η επίδραση της κεφαλαιοποίησης είναι μεγάλη στα δανειακά κεφάλαια του τα οποία αυξάνονται κατά 817%. Τελικά όμως η επίδραση στο WACC είναι θετική καθώς αυτό μειώνεται σημαντικά, διότι το χαμηλότερο κόστος δανεισμού σε σχέση με το κόστος κεφαλαίου των κοινών μετοχών σταθμίζεται με την πολύ μεγαλύτερη αναλογία των δανειακών κεφαλαίων μετά την ενσωμάτωση στο δανεισμό των λειτουργικών μισθωμάτων.

4.7 ΠΛΑΙΣΙΟ ΑΕ

Η διαδικασία προσαρμογής ξεκινά, αντλώντας όλα τα απαραίτητα στοιχεία από την ετήσια οικονομική έκθεση του 2014 του ΠΛΑΙΣΙΟΥ. Συγκεντρωτικά εμφανίζονται στον παρακάτω πίνακα.

Οικονομικά Στοιχεία Ομίλου Πριν την Προσαρμογή	
Σύνολο Ενεργητικού	35.052
Ίδια Κεφάλαια	88.461
Ταμειακά Διαθέσιμα και Ισοδύναμα	45.115
Πωλήσεις	297.548
ΕΒΙΤ	23.337
Χρεωστικοί Τόκοι	1.376
Δανεισμός	9.979
Λειτουργικές Μισθώσεις	43.594

ποσά σε '000€

Στον όμιλο του ΠΛΑΙΣΙΟΥ, λόγω επαρκών δεδομένων, έγινε χρήση της διαδικασίας που περιγράφηκε στην ενότητα 3.5 για τον υπολογισμό του εκτιμώμενου κόστους δανεισμού το οποίο και υπολογίστηκε στο 8,96%. Το αποτέλεσμα προέκυψε αθροίζοντας την απόδοση του 10ετούς γερμανικού

ομολόγου (0,5409 στις 31/12/2014), το spread βασισμένο στο rating του ομίλου, και το σταθμισμένο spread βάσει πωλήσεων που πραγματοποιεί ο όμιλος στις χώρες που δραστηριοποιείται.

Ο προσδιορισμός του rating του ομίλου βασίστηκε στη μεθοδολογία του Damodaran (2009) μέσω της οποίας το coverage ratio υπολογίστηκε στο 6,61. Από τους σχετικούς πίνακες που επισυνάπτονται στο παράρτημα 3, προκύπτει ότι το rating του ομίλου ισούται με A και το αντίστοιχο spread ανέρχεται στο 1%. Ολοκληρώνοντας τη διαδικασία υπολογίστηκε το σταθμισμένο spread στο 7,42% λόγω της δραστηριότητας του ομίλου σε 2 χώρες. Σύμφωνα με τα στοιχεία πωλήσεων ανά χώρα, που αναφέρονται στη σελίδα 74 των οικονομικών καταστάσεων του 2014, το σταθμισμένο spread υπολογίστηκε σύμφωνα με τον παρακάτω πίνακα.

Πωλήσεις Ομίλου ανά Χώρα							
Ελλάδα			Βουλγαρία				
Πωλήσεις	%	D-Spread	Πωλήσεις	%	D-Spread	Σύνολο Πωλήσεων	Σταθμισμένο Spread
293.382	98,60%	7,5%	4.166	1,40%	1,9%	297.548	7,42%

ποσά σε '000€

Χρησιμοποιώντας ως επιτόκιο προεξόφλησης το 8,96%, για τον υπολογισμό της παρούσας αξίας των μελλοντικών μισθωμάτων βάσει της διαδικασίας που περιγράφηκε στο προηγούμενο κεφάλαιο, προκύπτει ότι αυτή ανέρχεται στα 28.208 χιλ €. Στο σημείο αυτό είναι χρήσιμο να αναφερθεί ότι η διάρκεια των λειτουργικών μισθώσεων υπολογίστηκε στα 10 χρόνια βάσει της διαδικασίας που περιγράφηκε αναλυτικά στην ενότητα 3.6. Ως υποχρεώσεις λειτουργικών μισθώσεων τρέχοντος έτους χρησιμοποιήθηκαν τα ποσά που αναφέρονται στην προηγούμενη οικονομική έκθεση.

Στη συνέχεια της διαδικασίας πραγματοποιούνται οι προσαρμογές στο δανεισμό, στα λειτουργικά κέρδη (EBIT) και στο επενδυμένο κεφάλαιο του ομίλου, όπως απεικονίζονται στους παρακάτω πίνακες.

Capital Invested - with and without leases		% Μεταβολής
Ίδια Κεφάλαια (Book Value of Equity)	88.461	
Δανεισμός (Book Value of Debt)	9.979	
-Ταμειακά Διαθέσιμα (Cash)	45.115	
Book Capital (as reported)	53.325	
+ Capitalised PV of Leases	28.208	
= Book Capital (adjusted)	81.533	52,90%

Adjusted Debt		% Μεταβολής
Book Value of Debt	9.979	
+Capitalised PV of Leases	28.208	
Adjusted Debt	38.187	

ποσά σε '000€

Με βάση τις παραπάνω προσαρμογές, προκύπτει ότι ο όμιλος εμφανίζει πολύ μεγάλη αύξηση δανεισμού 283%, αύξηση λειτουργικών κερδών 10,52% και αύξηση των επενδεδυμένων κεφαλαίων 52,9%.

Στη συνέχεια υπολογίζονται οι τιμές των δεικτών που έχουμε επιλέξει να μελετήσουμε πριν και μετά την αναπροσαρμογή. Αναλυτικά απεικονίζονται στους παρακάτω πίνακες.

ROIC with OL Capitalised			
	Stated	Adjusted	% Μεταβολής
Capital invested	53.325	81.533	
Operating Income (EBIT)	23.337	25.793	
Pre-tax ROC (ROIC)	43,76%	31,64%	-27,71%
Tax rate	26%	26%	
After-tax ROC (ROIC)	32,39%	23,41%	-27,71%

ποσά σε '000€

D/E estimation with OL Capitalised			
	Stated	Adjusted	% Μεταβολής
Debt	9.979	38.187	
Equity	88.461	88.461	
D/E	0,11	0,43	282,67%

ποσά σε '000€

Full Operating Income Adjustment		% Μεταβολής
Stated Operating Income (EBIT)	23.337	
+ Current Year Lease Expense	5.277	
- Depreciation on Leased Asset	2.821	
= Adjusted Operating Income	25.793	

Depreciation on Leased Asset	
Leased Asset (PV of commitments)	28.208
Leased Life (total)	10
Depreciation	2.821

Pre-Tax and Post-Tax Operating Margins			
	Stated	Adjusted	% Μεταβολής
Revenues (Sales)	297.548	297.548	
Operating Income (EBIT)	23.337	25.793	
Operating margin	7,84%	8,67%	10,52%
After-Tax margin	5,80%	6,41%	10,52%

ROA with OL Capitalised			
	Stated	Adjusted	% Μεταβολής
Net Income	16.149	16.149	
Total Asset	35.052	63.260	
ROA	46,07%	25,53%	-44,59%

ROE with OL Capitalised			
	Stated	Adjusted	% Μεταβολής
Net Income	16.149	16.149	
Equity	88.461	88.461	
ROE	18,26%	18,26%	0,00%

Net Margin with OL Capitalised			
	Stated	Adjusted	% Μεταβολής
Net Income	16.149	16.149	
Revenue	297.548	297.548	
Net Margin	5,43%	5,43%	0,00%

ποσά σε '000€

Ο δείκτης ROIC (προ-φόρων) εμφανίζει μείωση 27,71%. Το αποτέλεσμα είναι αναμενόμενο καθώς η τιμή του δείκτη πριν την προσαρμογή είναι μεγαλύτερη από το κόστος δανεισμού.

Ο δείκτης λειτουργικού περιθωρίου εμφανίζει αύξηση 10,52% καθώς τα λειτουργικά έσοδα του ομίλου βελτιώθηκαν με τις παραπάνω προσαρμογές ενώ οι πωλήσεις παρέμειναν αμετάβλητες.

Ο δείκτης D/E εμφανίζει πολύ μεγάλη επιβάρυνση της τάξεως του 283% καθώς ο όμιλος εμφανίζει πολύ μεγαλύτερο ποσοστό λειτουργικών μισθώσεων σε όρους παρούσας αξίας σε σχέση με τον υπόλοιπο δανεισμό.

Ο δείκτης ROA εμφανίζει μείωση 44,59% καθώς με τις προσαρμογές που πραγματοποιήθηκαν αυξήθηκε το ενεργητικό του ομίλου ενώ τα καθαρά έσοδα παρέμειναν αμετάβλητα.

Οι τιμές των δεικτών ROE και καθαρού κέρδους, όπως ήταν αναμενόμενο, είναι αμετάβλητες καθώς οι επιμέρους μεταβλητές που τις συνθέτουν παρέμειναν σταθερές στις προσαρμογές που πραγματοποιήθηκαν.

Για τον υπολογισμό του WACC, εφαρμόζεται η μεθοδολογία που περιγράφεται αναλυτικά στις παραγράφους 3.8 και 3.9. Τα συνοπτικά αποτελέσματα της, απεικονίζονται στον παρακάτω πίνακα:

ΠΛΑΙΣΙΟ		
Cost of Capital Estimation	Stated	Adjusted
Unlevered Beta	0,30	
Debt	9.979	38.410
Market Value of Equity	121.440	121.440
D/E Ratio	8,22%	31,63%
Tax Rate	26%	26%
Levered Beta	0,32	0,37
Cost of Equity	6,59%	7,47%
Pre-tax Cost of Debt	8,36%	8,96%
Debt to Capital	7,59%	24,03%
Cost of Capital (wacc)	6,56%	7,27%

Παρατηρούμε ότι το WACC αυξήθηκε 10,82% με την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων, γεγονός που επιδρά αρνητικά στο κόστος άντλησης νέων κεφαλαίων. Το κόστος κεφαλαίου αυξήθηκε κατά 13,35% και ο υπολογισμός του απεικονίζεται στους παρακάτω πίνακες:

ΠΛΑΙΣΙΟ				
	Ελλάδα	Βουλγαρία	Σταθμισμένο MRP	Σταθμισμένο CoE
% Πωλήσεων	98,60%	1,40%		
MRP	17,00%	8,60%		
Σταθμισμένο MRP ανά χώρα	16,76%	0,12%	16,88%	
Risk - Free (rf)	1,23%	1,23%		
Beta (πριν την κεφαλαιοποίηση)	0,32			6,59%
ΠΛΑΙΣΙΟ				
	Ελλάδα	Βουλγαρία	Σταθμισμένο MRP	Σταθμισμένο CoE
% Πωλήσεων	98,60%	1,40%		
MRP	17%	8,60%		
Σταθμισμένο MRP ανά χώρα	16,76%	0,12%	16,88%	
Risk - Free (rf)	1,23%	1,23%		
Beta (πριν την κεφαλαιοποίηση)	0,37			7,47%

Παρατηρούμε ότι η αύξηση του κόστους κεφαλαίου οφείλεται αποκλειστικά στην αύξηση του beta της μετοχής. Η αύξηση του beta είναι αναμενόμενη καθώς με την κεφαλαιοποίηση αυξάνεται ο δείκτης D/E ($D > D$), ενώ οι υπόλοιπες μεταβλητές της συνάρτησης παραμένουν σταθερές.

Κεφάλαιο 5 - Συμπεράσματα

5.1 Εισαγωγή

Αφορμή για την εκπόνηση της παρούσας διατριβής ήταν το κοινό έγγραφο (ED 2013/6) που εκδόθηκε από τους οργανισμούς IASB και FASB σχετικά με την υποχρέωση όλων των επιχειρήσεων που εφαρμόζουν τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα να κεφαλαιοποιούν το σύνολο των λειτουργικών μισθωμάτων με διάρκεια μεγαλύτερη του έτους. Ο σκοπός της διατριβής ήταν να αναλυθεί η επίδραση της κεφαλαιοποίησης των λειτουργικών μισθώσεων στις οικονομικές καταστάσεις, τους χρηματοοικονομικούς δείκτες και στο WACC έξι (6) εισηγμένων ελληνικών επιχειρήσεων. Ο στόχος της διατριβής ήταν να αναδείξει την επίδραση της συγκεκριμένης προσαρμογής στις οικονομικές καταστάσεις των επιλεγμένων επιχειρήσεων και να συγκρίνει τα αποτελέσματα με αντίστοιχες μελέτες που έχουν εκπονηθεί για επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε χώρες του εξωτερικού.

5.2 Επίδραση Κεφαλαιοποίησης στους Ισολογισμούς

Η κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση του ενεργητικού και των έξι (6) επιχειρήσεων του δείγματος κατά το ποσό της παρούσας αξίας των μελλοντικών μισθωμάτων. Το ποσοστό της αύξησης του ενεργητικού διαφοροποιείται μεταξύ των εταιρειών του δείγματος. Αυτή η διαφοροποίηση οφείλεται στο επιτόκιο υπολογισμού της παρούσας αξίας, στα υπόλοιπα και στη διάρκεια των λειτουργικών μισθώσεων και στο σύνολο του υφιστάμενου ενεργητικού τους. Όπως προκύπτει από την αξιολόγηση των δεδομένων, τη μικρότερη αύξηση του ενεργητικού εμφάνισε η LAMDA DEVELOPMENT κατά 6,8% ενώ τη μεγαλύτερη η AEGEAN κατά 76,2%. Ειδικά για την AEGEAN η τεράστια αύξηση του ενεργητικού της, οφείλεται στο γεγονός ότι το μοναδικό εργαλείο χρηματοδότησης του στόλου είναι οι λειτουργικές μισθώσεις. Επιπρόσθετα, τα ποσά των μισθώσεων υπερβαίνουν κατά πολύ τα ποσά των υπολοίπων εταιρειών του δείγματος. Ενδεικτικά αναφέρουμε ότι η παρούσα αξία των μισθωμάτων της AEGEAN ανέρχεται στα 478.059 χιλ € και η δεύτερη μεγαλύτερη εταιρεία σε απόλυτα ποσά μισθώσεων είναι η FOURLIS Συμμετοχών με 164.630 χιλ ευρώ. Η μέση αύξηση του συνόλου του ενεργητικού του δείγματος ανήλθε στο 27%. Αν

εξαιρεθεί η AEGEAN η μέση αύξηση του ενεργητικού των υπολοίπων εταιρειών του δείγματος ανήλθε στο 15,4%. Τα αποτελέσματα μας, σχετικά αναπροσαρμογή των λειτουργικών μισθώσεων στο ενεργητικό των επιχειρήσεων, κινούνται προς την ίδια κατεύθυνση με αντίστοιχες μελέτες που είχαν πραγματοποιηθεί από τους Beatie et al. (2006) στη Μεγάλη Βρετανία, τους Bennett and Brandbury (2003) στη Νέα Ζηλανδία και την Bohusova (2015) στην Τσεχία.

Η κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση του παθητικού και των έξι (6) επιχειρήσεων του δείγματος κατά το ποσό της παρούσας αξίας των μελλοντικών μισθωμάτων. Το ποσοστό της αύξησης του παθητικού διαφοροποιείται μεταξύ των εταιρειών του δείγματος. Αυτή η διαφοροποίηση οφείλεται στο επιτόκιο υπολογισμού της παρούσας αξίας, στα υπόλοιπα και στη διάρκεια των λειτουργικών μισθώσεων και στο σύνολο του υφιστάμενων υποχρεώσεων τους. Η συγκεκριμένη προσαρμογή επηρεάζει ουσιαστικά τον δανεισμό που μπορεί να εμφανίζουν ορισμένες από τις επιχειρήσεις του δείγματος. Ο δείκτης D/E επηρεάζεται περισσότερο από τη συγκεκριμένη προσαρμογή και η ανάλυση των αποτελεσμάτων πραγματοποιείται στην ενότητα 5.4. Η μέση αύξηση του παθητικού ανήλθε στο 27%. Αν εξαιρεθεί η AEGEAN η μέση αύξηση του παθητικού ανήλθε στο 15,4%. Παρόμοια αποτελέσματα με αυτά που αναφέρονται στην παρούσα μελέτη σχετικά με την αναπροσαρμογή των λειτουργικών μισθώσεων στο παθητικό των επιχειρήσεων έχουν αναφερθεί από τους Beatie et al. (2006) στη Μεγάλη Βρετανία, από τους Bennett and Brandbury (2003) στη Νέα Ζηλανδία και από την Bohusova (2015) στην Τσεχία

5.3 Επίδραση Κεφαλαιοποίησης στα Αποτελέσματα Χρήσης

Η μελέτη στηρίχθηκε στη παραδοχή του Damodaran (2009) σύμφωνα με την οποία η μετατροπή των λειτουργικών μισθωμάτων σε δανεισμό μεταβάλλει το λειτουργικό αποτέλεσμα των εταιρειών του δείγματος.

Από την μελέτη των αποτελεσμάτων προκύπτει ότι το λειτουργικό αποτέλεσμα βελτιώθηκε σε όλες τις περιπτώσεις. Μάλιστα στην περίπτωση της LAMDA DEVELOPMENT η αλλαγή ήταν σημαντική καθώς ο όμιλος εμφάνισε λειτουργικά κέρδη 810 χιλ € από λειτουργικές ζημίες 324 χιλ €. Σημαντικές αυξήσεις παρατηρήθηκαν επίσης στα λειτουργικά κέρδη της

FOURLIS ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ και της AUTOHELLAS, κατά 164% και 78% αντίστοιχα. Για την LAMDA DEVELOPMENT και την FOURLIS ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ οι αυξήσεις των λειτουργικών αποτελεσμάτων οφείλονται κυρίως στις μεγάλες διάρκειες των μισθώσεων που οδηγούν σε μικρότερο υπολογισμό αποσβέσεων ανά έτος. Για την AUTOHELLAS η αύξηση των λειτουργικών κερδών οφείλεται κυρίως στα μεγαλύτερα ποσά μισθώσεων που καταχωρήθηκαν στις οικονομικές καταστάσεις του 2014 σε σχέση με τις μελλοντικές υποχρεώσεις του ομίλου στο συγκεκριμένο τομέα. Το μικρότερο ποσοστό αύξησης 2,77% παρατηρήθηκε στη JUMBO διότι αφενός μεν το EBIT του ομίλου ήταν ιδιαίτερα υψηλό (137.936 χιλ €) και αφετέρου διότι υπήρχε μικρή διαφορά μεταξύ λειτουργικών μισθωμάτων και αποσβέσεων για το 2014.

5.4 Επίδραση Κεφαλαιοποίησης στους Χρηματοοικονομικούς Δείκτες

Οι αλλαγές στα στοιχεία του ισολογισμού και της κατάστασης αποτελεσμάτων επηρεάζουν τις τιμές των χρηματοοικονομικών δεικτών. Ο πρώτος δείκτης που μελετήθηκε ήταν ο δείκτης των επενδεδυμένων κεφαλαίων (ROIC). Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι η απόδοση του δείκτη μειώνεται όταν η τιμή του είναι μεγαλύτερη από το κόστος δανεισμού πριν τις προσαρμογές. Ειδικά στην περίπτωση της AEGEAN η πτώση είναι της τάξεως του 83,2% και είναι η μεγαλύτερη μεταξύ των εταιρειών του δείγματος. Αντιθέτως, τα αποτελέσματα έδειξαν ότι η απόδοση του δείκτη αυξάνεται όταν η τιμή του είναι μικρότερη από το κόστος δανεισμού πριν τις προσαρμογές. Η αύξηση αυτή παρατηρείται στην περίπτωση της LAMDA DEVELOPMENT. Εξαίρεση αποτελεί η περίπτωση της AUTOHELLAS όπου στο κεφάλαιο 4 αιτιολογήθηκε γιατί υπάρχει η συγκεκριμένη απόκλιση μεταξύ του αποτελέσματος και της θεωρία του Damodaran (2009).

Ο δεύτερος δείκτης που μελετήθηκε ήταν ο δείκτης λειτουργικού περιθωρίου (EBIT/Πωλήσεις). Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι σε όλες τις περιπτώσεις υπήρχε βελτίωση του συγκεκριμένου δείκτη. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι το λειτουργικό αποτέλεσμα βελτιώθηκε για όλες τις εταιρείες του δείγματος ενώ αντίστοιχα οι πωλήσεις τους παρέμειναν σταθερές. Μάλιστα το ποσοστό μεταβολής του συγκεκριμένου δείκτη ανά εταιρεία ταυτίζεται με το αντίστοιχο ποσοστό μεταβολής του λειτουργικού της αποτελέσματος. Πιο συγκεκριμένα η μεγαλύτερη αύξηση παρατηρήθηκε στη LAMDA

DEVELOPMENT κατά 350%, ακολούθησαν FOURLIS ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ, AUTOHELLAS, ΠΛΑΙΣΙΟ, AEGEAN κατά 164%, 78%, 10,52%, 10,46% αντίστοιχα και τέλος η μικρότερη αύξηση παρατηρήθηκε στη JUMBO κατά 2,77%. Οι παραπάνω αποκλίσεις οφείλονται ακριβώς στους ίδιους παράγοντες με αυτούς που σχετίζονται με τις αποκλίσεις των λειτουργικών αποτελεσμάτων και αναφέρονται αναλυτικά στην παράγραφο 5.3.

Ο τρίτος δείκτης που μελετήθηκε ήταν ο δείκτης D/E. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι σε όλες τις περιπτώσεις υπήρχε επιβάρυνση του συγκεκριμένου δείκτη. Η μικρότερη επιβάρυνση παρατηρήθηκε στη LAMDA DEVELOPMENT (16%) ενώ οι μεγαλύτερες επιβαρύνσεις παρατηρήθηκαν στο ΠΛΑΙΣΙΟ (285%) και στην AEGEAN (817%). Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι εμφανίζουν ελάχιστο τραπεζικό δανεισμό σε σχέση με τις υποχρεώσεις τους σε λειτουργικά μισθώματα. Τα αποτελέσματα αυτά συμφωνούν με όλες τις προηγούμενες έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί. Για τις υπόλοιπες εταιρείες του δείγματος οι αυξήσεις κυμάνθηκαν μεταξύ 50% και 97%. Οι σχετικές μελέτες που συμπεριλαμβάνονται στη βιβλιογραφική επισκόπηση της παρούσας διατριβής έχουν δείξει ότι για εταιρείες με μικρά ποσοστά λειτουργικών μισθώσεων η αύξηση του συγκεκριμένου δείκτη ανέρχεται στο 9% ενώ για εταιρείες με μεγάλα ποσοστά λειτουργικών μισθώσεων η επιβάρυνση του δείκτη φτάνει ως και 191% επί της αρχικής τιμής. Στη δική μας έρευνα τα ποσοστά επιβάρυνσης κυμάνθηκαν από 16% (LAMDA DEVELOPMENT) έως 817% (AEGEAN).

Ο τέταρτος δείκτης που μελετήθηκε ήταν ο δείκτης ROA. Τα αποτελέσματα μας έδειξαν ότι σε όλες τις περιπτώσεις η κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθωμάτων οδηγεί σε μείωση του συγκεκριμένου δείκτη. Το ποσοστό μείωσης του δείκτη παρουσιάζει διαφορές μεταξύ των εταιρειών του δείγματος. Μεγαλύτερο ποσοστό μείωσης εμφανίζουν, όπως και στο δείκτη ROIC, οι εταιρείες ΠΛΑΙΣΙΟ και AEGEAN καθώς εμφανίζουν τις μεγαλύτερες αυξήσεις ενεργητικού. Τα αποτελέσματα και σε αυτό τον δείκτη κινούνται προς την ίδια κατεύθυνση με τα αποτελέσματα προηγούμενων μελετών. Τα ποσοστά μείωσης για εταιρείες με μικρά ποσοστά λειτουργικών μισθώσεων κυμάνθηκαν στο 10% ενώ για εταιρείες με μεγάλα ποσοστά λειτουργικών μισθώσεων οι μειώσεις ανήλθαν στο 34%. Στη συγκεκριμένη διατριβή τα ποσοστά μείωσης κυμάνθηκαν από 6% (LAMDA DEVELOPMENT) έως 43,2% (AEGEAN).

Τέλος οι δείκτες ROE και Net Margin δεν επηρεάστηκαν από την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων καθώς όπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενη ενότητα της διατριβής, θεωρούμε με τις παραδοχές της συγκεκριμένης μεθόδου ότι δεν μεταβάλλονται οι τιμές των ιδίων κεφαλαίων, των καθαρών αποτελεσμάτων και των πωλήσεων. Τα αποτελέσματα επιβεβαιώνουν εκείνες τις έρευνες που ακολουθούν τις δικές μας παραδοχές σχετικά με τα ίδια κεφάλαια και τα αποτελέσματα προ φόρων. Σύμφωνα με τους Wong and Joshi (2015) στην κεφαλαιοποίηση λειτουργικών μισθώσεων σε ένα δείγμα Σουηδικών επιχειρήσεων ο δείκτης ROE εμφάνισε μικρή αύξηση η οποία μπορεί να αξιολογηθεί θετικά από τους επενδυτές ή τους μετόχους της εταιρείας. Αυξημένο ROE σημαίνει καλύτερη διαχείριση των κεφαλαίων των μετόχων. Γενικά όμως επειδή οι αλλαγές ήταν σχετικά μικρές, θεωρούν στη μελέτη τους ότι οι επιδράσεις στους δείκτες κερδοφορίας ήταν περιορισμένες.

5.5 Επίδραση Κεφαλαιοποίησης στο WACC

Η κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων επιδρά με διαφορετικό τρόπο στο WACC των εταιρειών. Η μεταβολή του WACC όπως αναφέρθηκε και στο 4^ο κεφάλαιο εξαρτάται από το κόστος ιδίων κεφαλαίων, δανειακών κεφαλαίων και την αναλογία που εμφανίζονται τα παραπάνω στην κεφαλαιακή δομή των επιχειρήσεων.

Στο δείγμα που μελετήθηκε η επίδραση της κεφαλαιοποίησης δεν έδειξε την αλλαγή του WACC προς μια συγκεκριμένη κατεύθυνση όπως προέκυψε από την μελέτη των χρηματοοικονομικών δεικτών, του ισολογισμού και της κατάστασης αποτελεσμάτων.

Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι μόνο η AEGEAN εμφάνισε μείωση κατά 4,2%. Η μείωση οφείλεται στο γεγονός ότι η μείωση του κόστους των ιδίων κεφαλαίων από 7,92% στο 6,93% ήταν μεγαλύτερη συγκρινόμενη με την αύξηση του κόστους δανεισμού από 0,10% στο 0,74%. Η μείωση του WACC επιδρά θετικά στους επενδυτές και στην άντληση κεφαλαίων για νέες επενδύσεις. Κρίνεται σκόπιμο να επισημανθεί ότι παρόλο που οι μεταβολές των μεταβλητών που συμμετέχουν στον υπολογισμό του WACC ήταν σημαντικές τελικά ο συνδυασμός τους οδήγησε σε μείωση του WACC. Αναλυτικά οι μεταβολές παρουσιάζονται στην ενότητα 4.6.

Τα WACC της JUMBO και της LAMDA DEVELOPMENT ουσιαστικά δεν παρουσίασαν μεταβολές. Οι μεταβολές των επιμέρους μεταβλητών που συμμετέχουν στον υπολογισμό του WACC ήταν τέτοιες που ο συνδυασμός τους δεν οδήγησε σε κάποια αλλαγή. Αυτό σημαίνει ότι η κεφαλαιοποίηση δεν επηρεάζει τους επενδυτές και το κόστος άντλησης κεφαλαίων για νέες επενδύσεις.

Τα WACC των υπολοίπων τριών (3) εταιρειών αυξήθηκαν μετά την κεφαλαιοποίηση. Η μεγαλύτερη αύξηση 10,8% εμφανίστηκε στο ΠΛΑΙΣΙΟ διότι η αύξηση του κόστους δανεισμού από 0,47% στο 1,59% ήταν μεγαλύτερη συγκρινόμενη με την μείωση του κόστους των ιδίων κεφαλαίων, από 6,09% στο 5,67%. Η αύξηση του WACC επιδρά αρνητικά στους επενδυτές και αυξάνει το κόστος άντλησης κεφαλαίων για νέες επενδύσεις.

Barnes, P. (1987) "The Analysis and the Use of Financial Ratios", *Journal of Business, Finance and Accounting*, Vol. 14, pp. 449-461.

Beattie, V. Edwards, K. and Goodarce, A. (1998) "The Impact of Constructive Operating Lease Capitalization on Key Accounting Ratios", *Accounting and Business Research*, Vol. 28, pp. 233-254.

Bennett, K. and Bradbury, E. (2003) "Capitalizing non-cancellable Operating Leases", *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol 14, pp. 101-114.

Biondi, Y. Bloomfield, R. Glover, J. Jamal, K. Ohlson, J. Pennam, S. Tsujiyama, E. and Wilks, T. (2011). "A Perspective on the Joint IASB/FASB Exposure Draft on Accounting for Leases", *Accounting Horizons*, Vol 25, pp 507-514.

Brealey, R. Myers, S. and Allen, F. (2010) "Principles of Corporate Finance", pp 216 -217.

Brigham ,F. and Ehrhardt, M. (2010) *Financial Management*, USA, Mason.

Bohusova, H. (2015) "Is Capitalization of Operating Lease Way to Increase of Comparability of Financial Statements Prepared in Accordance with IFRS and us GAAP?", *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis*, Vol. 63, pp. 507-514.

Corporate Rating Criteria–Operating Lease Analytics, Standard & Poor's, 2006.

Damodaran, A. (2009) *Leases, Debt and Values*, USA, New York

Ericson, J. and Skarphagen, R. (2015) "Capitalisation of Operating Lease and its Impact on Financial Ratios" - Unpublished MSc. Thesis, University of Jonkoping.

Frecka, T. (2008) "Ethical Issues in Financial Reporting: Is Intentional Structuring of Lease Contracts to Avoid Capitalization Unethical ?", *Journal of Business Ethics*, Vol. 80, pp 45-59.

Fulber, U. Silva, L. and Pferdehirt, H. (2008) "Impact of Lease Capitalization on Financial Ratios of Listed German Companies", *Schmalenbach Business Review*, Vol. 60, pp. 122-144.

Grant - Thornton, (2004) *Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα I.F.R.S. Αναλυτική Παρουσίαση*, Ελλάδα, Αθήνα.

Gross, A. Huston, R. and Huston, J. (2014) "The Path of Resistance: How Changes to Lease Accounting Treatment may Impact your Business", *Business Horizons*, Vol. 57, pp. 759-765.

Guideline Rent Expense Multiples for Use with Moody's Global Standard Adjustment to Capitalize Operating Leases, Moody's Investor Service. Rating Methodology, 2006.

Imhoff, E. Lipe, R. and Wright, D. (1991) "Operating Leases: Impact of Constructive Capitalization", *Accounting Horizons*, Vol. 5, pp. 51-63.

Imhoff E. Lipe, R. and Wright, D. (1997) "Operating Leases: Income Effects of Constructive Capitalization", *Accounting Horizons*, Vol. 11, pp.12-32.

Knuble, R. (2010) "Proposed Changes to Lease Accounting", *Journal of Property Investment & Finance*, Vol. 28, pp 322-327.

Lightner, K Bosco, B. DeBoskey, D. and Lightner, S. (2013) "A Better Approach to Lease Accounting", *The CPA Journal*, Vol. 83, pp 14-25.

McGregor, W. (1996) "Accounting for Leases. A new Approach: Recognition by Lessees of Asset and Liabilities under Lease Contracts" *London: Financial Accounting Standards Boards*.

Nelson, A. (1963) "Capitalizing Leases—The effects on Financial Ratios", *Journal of Accountancy*, Vol. 116, pp. 46-58.

Wong, K. and Joshi, M. (2015) "The Impact of Lease Capitalisation on Financial Statements and Key Ratios", *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, Vol. 9, pp. 27-44.

Ελληνική Βιβλιογραφία

Μαδυτινός, Δ. (2014) *Χρηματοοικονομική Μοντελοποίηση*, Ελλάδα, Θεσσαλονίκη.

Διαδικτυακές Συνδέσεις

Alpha Leasing

<http://www.alpha.gr/page/default.asp?id=667&la=1>

Deloitte

<http://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias17>

Eurobank Ergasias AE

<http://www.eurobank.gr/online/home/>

Financial Accounting Standard Board

http://www.fasb.org/jsp/FASB/Document_C/DocumentPage?cid=1218220124481&acceptedDisclaimer=true

Financial Accounting Standard Board

http://www.fasb.org/jsp/FASB/Document_C/DocumentPage?cid=1176162613656&acceptedDisclaimer=true

KPMG Ορκωτοί Ελεγκτές ΑΕ

<https://www.kpmg.com/GR/EL/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/Presentation%20ELP%20Law%204308-2014.pdf>

Leaseurope, European Federation of Leasing Company Association

<http://www.leaseurope.org/uploads/documents/stats/European%20Leasing%20Market%202014.pdf/>

Εθνικό Τυπογραφείο – Ν. 4308 – ΦΕΚ 251 24/11/2015

<http://www.et.gr/>

ΕΛΤΕ – Επιτροπή Λογιστικής Τυποποίησης και Ελέγχων

http://www.elte.org.gr/images/files/pdf/Ellinika-Logistika-Protipa/Logistiki-Odigia-N4308_2014.pdf

Ένωση Ελληνικών Εταιρειών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης

<http://www.aglc.gr/>

ΟΠΑΠ

http://www.opap.gr/documents/11503/4429392/fs+GR+2014_OPAP_f.pdf

Χ.Α.Α.

<http://www.helex.gr/el/>

https://el.wikipedia.org/wiki/Χρηματοδοτική_Μίσθωση

http://fbibusiness.com/history_of_leasing.htm

<http://www.myaccountingcourse.com/financial-ratios/>

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.htm

<http://www.investopedia.com/terms/d/debtequityratio.asp>

<http://www.euretirio.com/apodosi-idion-kefalaion-roe/>

<http://www.myaccountingcourse.com/financial-ratios/operating-margin-ratio>

<http://www.investopedia.com/terms/a/aftertaxprofitmargin.asp>

[http://www.wikinvest.com/metric/Return_on_Invested_Capital_\(ROIC\)](http://www.wikinvest.com/metric/Return_on_Invested_Capital_(ROIC))

<http://www.money-zine.com/investing/investing/return-on-invested-capital/>

Διαδικτυακές Συνδέσεις Εταιρειών του Δείγματος

Aegean Airlines

<http://el.about.aegeanair.com/ependytes/financial-results/>

AUTOHELLAS ATEE

<https://www.hertz.gr/Financial>

FOURLIS AE ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ

http://www.fourlis.gr/upload/AnnualReports/FOURLIS_%CE%91%CE%A0%CE%9F%CE%9B%CE%9F%CE%93%CE%99%CE%A3%CE%9C%CE%9F%CE%A3_2014_FINAL_LOW.pdf

JUMBO A.E.E

http://corporate.e-jumbo.gr/uploads/158125/5962_jumbosa_finstat_full_notes_30062015.pdf

LAMDA DEVELOPMENT S.A.

<http://www.lamdadev.com/attachments/article/1173/FinStmmts31122014FINAL.pdf>

ΟΠΑΠ Α.Ε.

http://www.opap.gr/documents/11503/4429392/fs+GR+2014_OPAP_f.pdf

ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS A.E.B.E.

<http://corporate.plaisio.gr/FilesInvestors/FinancialStatements/2014/full-year-2014-GR.pdf>

Παραρτήματα

Παράρτημα 1 – Εταιρείες Υψηλής και Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης

α/α	FTSE -20 / Σύμβολο	Επωνυμία Εταιρείας	√ = Είναι μέρος του δείγματος	Δανεισμός (σε '000€)	Λειτουργικές Μισθώσεις (σε '000€)
1	ΒΙΟ	ΒΙΟΧΑΛΚΟ ΑΕ		1.583.447	12.939
2	ΕΕΕ	COCA COLA HBC AG		115.600	5.900
3	ΑΡΑΓΓ	ΑΕΡΟΠΟΡΙΑ ΑΙΓΑΙΟΥ ΑΕ	√	58.485	511.025
4	ΤΕΝΕΡΓ	ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ ΑΕ		392.269	0
5	ΟΤΕ	ΟΤΕ		2.638.500	0
6	ΜΕΤΚ	ΜΕΤΚΑ		4.440	0
7	ΤΠΚ	ΤΠΑΝ ΑΕ		683.717	46.192
8	ΕΛΛΑΚΤΩΡ	ΕΛΛΑΚΤΩΡ		1.550.700	5.631
9	ΑΛΦΑ	ΑΛΦΑ ΤΡΑΠΕΖΑ*			
10	ΕΤΕ	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ*			
11	ΕΥΡΩΒ	EUROBANK*			
12	ΓΕΚΤΕΡΝΑ	ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ		732.404	0
13	ΜΥΤΙΛ	ΜΥΤΙΑΗΝΑΙΟΣ		644.771	28.407
14	ΛΑΜΔΑ	LAMDA DEVELOPMENT	√	338.476	85.211
15	ΜΠΕΛΑ	JUMBO ΑΕΕ	√	146.793	136.271
16	ΦΩΓΚΡΠ	FOLLI FOLLIE ΑΕ		492.349	0
17	ΕΛΠΕ	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ		2.989.640	243.888
18	ΟΠΑΠ	ΟΠΑΠ		0	750
19	ΠΕΙΡ	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ*			
20	ΕΥΔΑΠ	ΕΥΔΑΠ		0	0
21	ΜΟΗ	ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ		1.197.988	193.899
22	ΔΕΗ	ΔΕΗ		5.573.513	24.992
23	ΟΛΠ	ΟΛΠ		89.937	0
24	ΓΡΙΒ	GRIVALIA PROPERTIES		63.922	0
25	ΕΧΑΕ	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ*			
α/α	FTSE / ΧΑ Mid. Cap.	Επωνυμία Εταιρείας	√ = Είναι μέρος του δείγματος	Δανεισμός (σε '000€)	Λειτουργικές Μισθώσεις (σε '000€)
1	ΦΡΛΚ	FOURLIS ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	√	169.932	232.685
2	ΥΓΕΙΑ	ΥΓΕΙΑ		165.985	9.155
3	ΠΛΑΘ	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ		25.847	495
4	ΟΛΥΜΠ	ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ		19.202	0
5	ΕΛΚΑ	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ		222.247	1.560
6	ΑΤΤ	ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ*			
7	ΚΛΕΜ	ΚΛΕΜΑΝ HELLAS		17.220	562
8	ΟΤΟΕΛ	ΑΥΤΟHELLAS ΑΕ	√	157.825	100.558
9	ΕΥΠΙΚ	ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ*			
10	ΙΝΛΟΤ	ΙΝΤΡΑΛΟΤ		789.720	29.984
11	ΦΡΙΓΟ	FRIGOGLASS		303.065	7.277
12	ΙΚΤΙΝ	ΙΚΤΙΝΟΣ		24.518	0
13	ΙΝΤΚΑ	ΙΝΤΡΑΚΑΤ		74.279	0
14	ΣΩΛΚ	ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ		108.000	2.274
15	ΜΙΓ	MARFIN INVESTMENT GROUP		1.752.060	255.397
16	ΠΛΑΙΣ	ΠΛΑΙΣΙΟ ΑΕ	√	9.979	43.595
17	ΜΛΣ	MLS ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ		0	0
18	ΟΛΘ	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ		0	0
19	ΕΥΑΠΣ	ΕΤ ΥΔΡΕΥΣΗΣ & ΑΠΟΧΕΤΕΥΣΗΣ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ		0	913
20	ΑΝΕΜΟΣ	ΕΛ. ΤΕΧ. ΑΝΕΜΟΣ ΑΕ		145.702	0

* Εκτός δείγματος καθώς ανήκουν στον χρηματοπιστωτικό τομέα

Παράρτημα 2 – Απόσπασμα από τις Οικονομικές Καταστάσεις του Ομίλου JUMBO ΑΕΕ, Αναφορικά με την Απεικόνιση των Λειτουργικών Μισθωμάτων

ΟΜΙΛΟΣ JUMBO Α.Ε.Ε.

Ετήσια Οικονομική Έκθεση της χρήσης 2014/2015



5.33 Δεσμεύσεις και ενδεχόμενες υποχρεώσεις/ απαιτήσεις

- Δεσμεύσεις

Οι δεσμεύσεις αφορούν κυρίως λειτουργικές μισθώσεις καταστημάτων, αποθηκών και μεταφορικών μέσων οι οποίες λήγουν σε διάφορες ημερομηνίες. Τα ελάχιστα μελλοντικά πληρωτέα μισθώματα ενοικίασης βάσει μη ακυρώσιμων συμβολαίων λειτουργικής μίσθωσης αναλύονται ως εξής:

Ποσά σε €	Ο ΟΜΙΛΟΣ		Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
	30/6/2015	30/6/2014	30/6/2015	30/6/2014
Μέχρι 1 έτος	12.343.643	11.943.910	9.848.697	9.697.543
Από 1 μέχρι 5 έτη	52.346.928	49.437.783	40.927.792	39.235.878
Μετά από 5 έτη	71.580.510	68.818.955	42.565.562	39.339.820
	<u>136.271.081</u>	<u>130.200.648</u>	<u>93.342.051</u>	<u>88.273.241</u>

- Ενδεχόμενες υποχρεώσεις

Ο Όμιλος κατά την κλειόμενη χρήση έχει χορηγήσει εγγυητικές επιστολές σε τρίτους για εξασφάλιση υποχρεώσεων ποσού € 106 χιλ. (2014: € 105 χιλ). Το ποσό αφορά την Εταιρεία.

Σε παράρτημα μη-ακυρώσιμης σύμβασης μίσθωσης για ενοικίαση ακίνητης περιουσίας, η οποία αρχικά λήγει στις 28 Μαΐου 2023 και παρατείνεται μέχρι τις 28 Μαΐου 2035, αναφέρεται ότι η Jumbo EC. B θα είναι υποχρεωμένη να αγοράσει το μισθωμένο κατάστημα και την ιδιοκτησία επί της οποίας το κατάστημα είναι κατασκευασμένο για ένα συνολικό ποσό ύψους EUR 13.500.000 χωρίς ΦΠΑ, σε περίπτωση που κατά τη διάρκεια της ενοικίασης ο κ. Απόστολος Βακάκης παύσει να είναι εκτελεστικό μέλος στο Διοικητικό Συμβούλιο της Jumbo A.E.

Από το σύνολο των € 13.500.000 η Jumbo Trading είναι εγγυητής για το ποσό των € 10.125.000.

Επίσης, η Jumbo Trading Limited, στην Κύπρο είναι συνοφειλέτης και υπεύθυνη από κοινού με την Εταιρεία για όλες τις υποχρεώσεις, που απορρέουν από το συμβόλαιο ενοικίασης και όλα τα συνημμένα σε αυτό.

Για την JUMBO EC. B LTD υφίστανται ενδεχόμενες φορολογικές υποχρεώσεις ποσού € 93.218 που αφορούν σε αποτελέσματα φορολογικού έλεγχου για τα οποία η θυγατρική εταιρεία έχει προσφύγει δικαστικώς.

Παράρτημα 3 – Διαδικασία Υπολογισμού Κόστος Δανεισμού της ΠΛΑΙΣΙΟ ΑΕ

Inputs for synthetic rating estimation

Please read the special cases worksheet (see below) before you use this spreadsheet.

Before you use this spreadsheet, make sure that the iteration box (under calculation options in excel) is checked.

Enter the type of firm = (Enter 1 if large manufacturing firm, 2 if smaller or riskier firm, 3 if financial sei: Small: <\$5 billion

Do you have any operating lease or rental commitments?

yes

Enter current Earnings before interest and taxes (EBIT) =

23337000 (Add back only long term interest expense for financial firms)

Enter current interest expenses =

1376000 (Use only long term interest expense for financial firms)

Enter current long term government bond rate =

7,96%

Output

Interest coverage ratio =

6,61

Estimated Bond Rating =

A

Estimated Default Spread =

1,00%

Estimated Cost of Debt =

8,96%

If you want to update the spreads listed below, please visit <http://www.bondsonline.com>

For large manufacturing firms

If interest coverage ratio is		Rating is	Spread is
>	≤ to		
-100000	0,199999	D	12,00%
0,2	0,649999	C	10,00%
0,65	0,799999	CC	8,00%
0,8	1,249999	CCC	7,00%
1,25	1,499999	B-	6,00%
1,5	1,749999	B	5,00%
1,75	1,999999	B+	4,00%
2	2,249999	BB	3,25%
2,25	2,499999	BB+	2,75%
2,5	2,999999	BBB	1,75%
3	4,249999	A-	1,20%
4,25	5,499999	A	1,00%
5,5	6,499999	A+	0,90%
6,5	8,499999	AA	0,70%
8,50	100000	AAA	0,40%

For financial service firms (default spreads are slightly different)

If long term interest coverage ratio is		Rating is	Spread is
greater than	≤ to		
-100000	0,049999	D	12,00%
0,05	0,099999	C	10,00%
0,1	0,199999	CC	8,00%
0,2	0,299999	CCC	7,00%
0,3	0,399999	B-	6,00%
0,4	0,499999	B	5,00%
0,5	0,599999	B+	4,00%
0,6	0,749999	BB	3,25%
0,75	0,899999	BB+	2,75%
0,9	1,199999	BBB	1,75%
1,2	1,499999	A-	1,20%
1,5	1,999999	A	1,00%
2	2,499999	A+	0,90%
2,5	2,999999	AA	0,70%
3	100000	AAA	0,40%

For smaller and riskier firms

If interest coverage ratio is		Rating is	Spread is
greater than	≤ to		
-100000	0,499999	D	12,00%
0,5	0,799999	C	10,00%
0,8	1,249999	CC	8,00%
1,25	1,499999	CCC	7,00%
1,5	1,999999	B-	6,00%
2	2,499999	B	5,00%
2,5	2,999999	B+	4,00%
3	3,499999	BB	3,25%
3,5	3,999999	BB+	2,75%
4	4,499999	BBB	1,75%
4,5	5,999999	A-	1,20%
6	7,499999	A	1,00%
7,5	9,499999	A+	0,90%
9,5	12,499999	AA	0,70%
12,5	100000	AAA	0,40%

Παράρτημα 4 – Διαδικασία Υπολογισμού Παρούσας Αξίας Λειτουργικών Μισθωμάτων ΠΛΑΙΣΙΟ ΑΕ

Operating lease inputs

Operating lease expense in current year =

Operating Lease Commitments (From footnote to financials)

Year	Commitment	! Year 1 is next year,
1	\$ 5.034.000,00	
2	\$ 4.262.000,25	7,422%
3	\$ 4.262.000,25	
4	\$ 4.262.000,25	
5	\$ 4.262.000,25	
6 and beyond	\$21.512.000,00	!It is actually year 5 and beyond, depends on how the operating lease expenses are described in the Financial Statements

Pre-tax Cost of Debt = ! If you do not have a cost of debt, use the attached ratings estimator 8,963%

From the current financial statements, enter the following

Reported Operating Income (EBIT) =	<input type="text" value="\$ 23.337.000,00"/>	! This is the EBIT reported in the current income statement
Reported Debt =	<input type="text" value="\$ 9.979.000,00"/>	! This is the interest-bearing debt reported on the balance sheet
Reported Interest Expenses =	<input type="text" value="\$ 1.376.000,00"/>	

Output

Number of years embedded in yr 6 estimate = ! Use the average lease expense over the first five years to estimate the number of years of expenses in yr 6

Operating Leases Growth = ! Choose the Growth of Operating Leases per year

Converting Operating Leases into debt

Year	Commitment	Present Value	Year 1	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5	Year 6	Year 7
1	\$ 5.034.000,00	\$ 4.619.921,09	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
2	\$ 4.262.000,25	\$ 3.589.683,55	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
3	\$ 4.262.000,25	\$ 3.294.408,96	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
4	\$ 4.262.000,25	\$ 3.023.422,62	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
5	\$ 4.262.000,25	\$ 2.774.726,64	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
6 and beyond	\$ 4.302.400,00	\$ 10.905.519,72	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Debt Value of leases =	\$ 28.207.682,58	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -

Restated Financials

Operating Income with Operating leases reclassified as debt =

METHOD 1 - Full adjustment	METHOD 2 - Approximation
EBIT + LEASE - DEPR	EBIT + LEASE INTEREST
\$ 25.793.231,74	\$ 25.865.226,38

Debt with Operating leases reclassified as debt =

Full Operating lease adjustment

Reported Operating income =	\$23.337.000,00
+ Current year's operating lease expense =	\$5.277.000,00
- Depreciation on leased asset =	\$2.820.768,26
Adjusted Operating Income	\$25.793.231,74

Παράρτημα 5 – Ανάλυση Ευαισθησίας στο Κόστος Δανεισμού

Στη περίπτωση που δεν υπάρχει δεδομένο το κόστος δανεισμού τότε χρησιμοποιείται η μέθοδος του Damodaran (2009), synthetic rating που αναλύθηκε διεξοδικά στο 3^ο κεφάλαιο της παρούσας διατριβής. Με βάση το συγκεκριμένο πλαίσιο υπολογίστηκαν ξανά οι βασικοί δείκτες για τις εταιρείες AUTOHELLAS και LAMDA DEVELOPMENT βάσει των οποίων προκύπτουν σημαντικές διαφορές σε σχέση με τα αποτελέσματα που εμφανίζονται στο κεφάλαιο 4.

AUTOHELLAS

Στον όμιλο της AUTOHELLAS, λόγω επαρκών δεδομένων, έγινε χρήση της διαδικασίας που περιγράφουμε στην ενότητα 3.5 για τον υπολογισμό του εκτιμώμενου κόστους δανεισμού το οποίο και υπολογίστηκε στο 11,18%. Το αποτέλεσμα προέκυψε αθροίζοντας την απόδοση του 10ετούς γερμανικού ομολόγου (0,5409 στις 31/12/2014), το spread βασισμένο στο rating του ομίλου, και το σταθμισμένο spread βάσει πωλήσεων που πραγματοποιεί ο όμιλος στις χώρες που δραστηριοποιείται.

Ο προσδιορισμός του rating του ομίλου βασίστηκε στη μεθοδολογία του Damodaran (2009) μέσω της οποίας το coverage ratio υπολογίστηκε στο 2,84. Από τους σχετικούς πίνακες που επισυνάπτονται στο παράρτημα 3, προκύπτει ότι το rating του ομίλου ισούται με B+ και το αντίστοιχο spread ανέρχεται στο 4%. Ολοκληρώνοντας τη διαδικασία υπολογίστηκε το σταθμισμένο spread στο 6,64% λόγω της δραστηριότητας του ομίλου σε 6 χώρες. Σύμφωνα με τα στοιχεία πωλήσεων ανά χώρα, που αναφέρονται στη σελίδα 38 των οικονομικών καταστάσεων του 2014, το σταθμισμένο spread υπολογίστηκε σύμφωνα με τον παρακάτω πίνακα.

Πωλήσεις Ομίλου ανά Χώρα																			
Ελλάδα			Βουλγαρία			Ρουμανία			Κύπρος			Σερβία			Μαυροβούνιο				
Πωλήσεις	%	D-Spread	Πωλήσεις	%	D-Spread	Πωλήσεις	%	D-Spread	Πωλήσεις	%	D-Spread	Πωλήσεις	%	D-Spread	Πωλήσεις	%	D-Spread	Σύνολο Πωλήσεων	Σταθμισμένο Spread
127.543	79,16%	7,5%	10.710	6,65%	1,9%	10.061	6,24%	2,2%	6.590	4,09%	6,5%	5.355	3,32%	4,5%	859	0,53%	3,60%	161.119	6,64%

ποσά σε '000€

Χρησιμοποιώντας ως επιτόκιο προεξόφλησης το 11,18%, για τον υπολογισμό της παρούσας αξίας των μελλοντικών μισθωμάτων βάσει της διαδικασίας που περιγράφηκε στο προηγούμενο κεφάλαιο, προκύπτει ότι η

τιμή της ανέρχεται στα 78.238 χιλ € μειωμένη κατά 11,8% σε σχέση με το αποτέλεσμα που αναφέρεται στο κύριο μέρος της εργασίας. Αυτό θα έχει ως αποτέλεσμα να μεταβάλλονται και όλες οι μεταβλητές που επηρεάζονται από την κεφαλαιοποίηση.

Στη συνέχεια της διαδικασίας πραγματοποιούνται οι προσαρμογές στο δανεισμό, στα λειτουργικά κέρδη (EBIT) και στο επενδεδυμένο κεφάλαιο του ομίλου, όπως απεικονίζονται στους παρακάτω πίνακες.

Capital Invested - with and without leases		% Μεταβολής	Full Operating Income Adjustment		% Μεταβολής	
Ίδια Κεφάλαια (Book Value of Equity)	178.773		Stated Operating Income (EBIT)	29.948		
Δανεισμός (Book Value of Debt)	157.825		+ Current Year Lease Expense	41.107		
-Ταμειακά Διαθέσιμα (Cash)	15.160		- Depreciation on Leased Asset	15.648		
Book Capital (as reported)	321.438		= Adjusted Operating Income	55.407		85,01%
+ Capitalised PV of Leases	78.238					
= Book Capital (adjusted)	399.676	24,34%				

Adjusted Debt		% Μεταβολής	Depreciation on Leased Asset	
Book Value of Debt	157.825		Leased Asset (PV of commitments)	78.238
+Capitalised PV of Leases	78.238		Leased Life (total)	5
Adjusted Debt	236.063		Depreciation	15.648

ποσά σε '000€

Με βάση τις παραπάνω προσαρμογές, προκύπτει ότι ο όμιλος εμφανίζει αύξηση δανεισμού 49,57%, αύξηση λειτουργικών κερδών 85,01% και αύξηση των επενδεδυμένων κεφαλαίων 24,34%.

Στη συνέχεια υπολογίζονται οι τιμές των δεικτών που έχουμε επιλέξει να μελετήσουμε πριν και μετά την προσαρμογή. Αναλυτικά απεικονίζονται στους παρακάτω πίνακες.

ROIC with OL Capitalised				Pre-Tax and Post-Tax Operating Margins			
	Stated	Adjusted	% Μεταβολής		Stated	Adjusted	% Μεταβολής
Capital invested	321.438	399.676		Revenues (Sales)	161.119	161.119	
Operating Income	29.948	55.407		Operating Income	29.948	55.407	
Pre-tax ROC (ROIC)	9,32%	13,86%	48,79%	Operating margin	18,59%	34,39%	85,01%
Tax rate	26%	26%		After-Tax margin	13,75%	25,45%	85,01%
After-tax ROC (ROIC)	6,89%	10,26%	48,79%				

ποσά σε '000€

D/E estimation with OL Capitalised				ROA with OL Capitalised			
	Stated	Adjusted	% Μεταβολής		Stated	Adjusted	% Μεταβολής
Debt	157.825	236.063		Net Income	16.115	16.115	
Equity	178.773	178.773		Total Asset	403.999	482.237	
D/E	0,88	1,32	49,57%	ROA	3,99%	3,34%	-16,22%

ποσά σε '000€

ROE with OL Capitalised				Net Margin with OL Capitalised			
	Stated	Adjusted	% Μεταβολής		Stated	Adjusted	% Μεταβολής
Net Income	16.115	16.115		Net Income	16.115	16.115	
Equity	178.773	178.773		Revenue	161.119	161.119	
ROE	9,01%	9,01%	0,00%	Net Margin	10,00%	10,00%	0,00%

ποσά σε '000€

Ο δείκτης ROIC (προ –φόρων) εμφανίζει αύξηση 48,79%. Το αποτέλεσμα είναι αναμενόμενο καθώς η τιμή του δείκτη πριν την προσαρμογή είναι μικρότερη από το κόστος δανεισμού.

Ο δείκτης λειτουργικού περιθωρίου εμφανίζει αύξηση 85,01% καθώς τα λειτουργικά έσοδα του ομίλου βελτιώθηκαν με τις παραπάνω προσαρμογές ενώ οι πωλήσεις παρέμειναν αμετάβλητες.

Ο δείκτης D/E εμφανίζει σημαντική επιβάρυνση της τάξεως του 49,57% καθώς ο όμιλος εμφανίζει υψηλό ποσοστό υποχρεώσεων σε λειτουργικές μισθώσεις σε σχέση με τον υφιστάμενο δανεισμό του.

Ο δείκτης ROA εμφανίζει μείωση 16,22% καθώς με τις προσαρμογές που πραγματοποιήθηκαν αυξήθηκε το ενεργητικό του ομίλου ενώ τα καθαρά έσοδα παρέμειναν αμετάβλητα.

Οι τιμές των δεικτών ROE και καθαρού κέρδους, όπως ήταν αναμενόμενο, είναι αμετάβλητες καθώς οι επιμέρους μεταβλητές που τις συνθέτουν παρέμειναν σταθερές στις προσαρμογές που πραγματοποιήσαμε.

Για τον υπολογισμό του WACC, εφαρμόζεται η μεθοδολογία που περιγράφεται αναλυτικά στις παραγράφους 3.8 και 3.9. Τα συνοπτικά αποτελέσματα της, απεικονίζονται στον παρακάτω πίνακα:

AUTOHELLAS		
Cost of Capital Estimation	Stated	Adjusted
Unlevered Beta	0,17	
Debt	157.825	334.562
Market Value of Equity	112.822	112.822
D/E Ratio	139,89%	296,54%
Tax Rate	26%	26%
Levered Beta	0,34	0,54
Cost of Equity	6,59%	8,07%
Pre-tax Cost of Debt	11,18%	11,18%
Debt to Capital	58,31%	74,78%
Cost of Capital (wacc)	7,57%	8,22%

Παρατηρούμε ότι το WACC αυξήθηκε 8,58% με την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων, γεγονός που επιδρά αρνητικά στο κόστος άντλησης νέων κεφαλαίων.

LAMDA DEVELOPMENT

Στον όμιλο της LAMDA DEVELOPMENT, λόγω επαρκών δεδομένων, έγινε χρήση της διαδικασίας που περιγράφουμε στην ενότητα 3.5 για τον υπολογισμό του εκτιμώμενου κόστους δανεισμού το οποίο και υπολογίστηκε στο 19,78%. Το αποτέλεσμα προέκυψε αθροίζοντας την απόδοση του 10ετούς γερμανικού ομολόγου (0,5409 στις 31/12/2014), το spread βασισμένο στο rating του ομίλου και το spread βάσει των πωλήσεων που πραγματοποιεί ο όμιλος εξ ολοκλήρου στην Ελλάδα.

Ο προσδιορισμός του rating του ομίλου βασίστηκε στη μεθοδολογία του Damodaran (2009) μέσω της οποίας το coverage ratio υπολογίστηκε στο 0,13. Από τους σχετικούς πίνακες που επισυνάπτονται στο παράρτημα 3, προκύπτει ότι το rating του ομίλου ισούται με D και το αντίστοιχο spread ανέρχεται στο 12%. Το spread βάσει των πωλήσεων που πραγματοποιεί ο όμιλος εξ ολοκλήρου στην Ελλάδα ανέρχεται στο 7,5%.

Χρησιμοποιώντας ως επιτόκιο προεξόφλησης το 20,32%, για τον υπολογισμό της παρούσας αξίας των μελλοντικών μισθωμάτων βάσει της διαδικασίας που περιγράψαμε στο προηγούμενο κεφάλαιο, προκύπτει ότι αυτή ανέρχεται στα 16.418 χιλ €, μειωμένη κατά 70,1% σε σχέση με το αποτέλεσμα που αναφέρεται στο κύριο μέρος της εργασίας. Αυτό θα έχει ως αποτέλεσμα να μεταβάλλονται και όλες οι μεταβλητές που επηρεάζονται από την κεφαλαιοποίηση.

Στη συνέχεια της διαδικασίας πραγματοποιούνται οι αναπροσαρμογές στο δανεισμό, στα λειτουργικά κέρδη (EBIT) και στο επενδυμένο κεφάλαιο του ομίλου, όπως απεικονίζονται στους παρακάτω πίνακες.

Capital Invested - with and without leases		% Μεταβολής
Ίδια Κεφάλαια (Book Value of Equity)	387.522	
Δανεισμός (Book Value of Debt)	338.476	
-Ταμειακά Διαθέσιμα (Cash)	187.636	
Book Capital (as reported)	538.362	
+ Capitalised PV of Leases	16.418	
= Book Capital (adjusted)	554.780	

Adjusted Debt		% Μεταβολής
Book Value of Debt	338.476	
+Capitalised PV of Leases	16.418	
Adjusted Debt	354.894	

ποσά σε '000€

Με βάση τις παραπάνω προσαρμογές, προκύπτει ότι ο όμιλος εμφανίζει αύξηση δανεισμού μόλις 4,85%, αύξηση λειτουργικών κερδών 825% και αύξηση των επενδεδυμένων κεφαλαίων 3,05%.

Στη συνέχεια υπολογίζονται οι τιμές των δεικτών που έχουμε επιλέξει να μελετήσουμε πριν και μετά την προσαρμογή. Αναλυτικά απεικονίζονται στους παρακάτω πίνακες.

ROIC with OL Capitalised			
	Stated	Adjusted	% Μεταβολής
Capital invested	538.362	554.780	
Operating Income (EBIT)	-324	2.350	
Pre-tax ROC (ROIC)	-0,06%	0,42%	803,93%
Tax rate	26%	26%	
After-tax ROC (ROIC)	-0,04%	0,31%	803,93%

ποσά σε '000€

D/E estimation with OL Capitalised			
	Stated	Adjusted	% Μεταβολής
Debt	338.476	354.894	
Equity	387.522	387.522	
D/E	0,87	0,92	

ποσά σε '000€

Full Operating Income Adjustment		% Μεταβολής
Stated Operating Income (EBIT)	-324	
+ Current Year Lease Expense	3.331	
- Depreciation on Leased Asset	657	
= Adjusted Operating Income	2.350	825,40%

Depreciation on Leased Asset	
Leased Asset (PV of commitments)	16.418
Leased Life (total)	25
Depreciation	657

Pre-Tax and Post-Tax Operating Margins			
	Stated	Adjusted	% Μεταβολής
Revenues (Sales)	44.240	44.240	
Operating Income (EBIT)	-324	2.350	
Operating margin	-0,73%	5,31%	825,40%
After-Tax margin	-0,54%	3,93%	825,40%

ROA with OL Capitalised			
	Stated	Adjusted	% Μεταβολής
Net Income	-23.501	-23.501	
Total Asset	802.937	819.355	
ROA	-2,93%	-2,87%	

ROE with OL Capitalised			
	Stated	Adjusted	% Μεταβολής
Net Income	-23.501	-23.501	
Equity	387.522	387.522	
ROE	-6,06%	-6,06%	0,00%

Net Margin with OL Capitalised			
	Stated	Adjusted	% Μεταβολής
Net Income	-23.501	-23.501	
Revenue	44.240	44.240	
Net Margin	-53,12%	-53,12%	0,00%

ποσά σε '000€

Ο δείκτης ROIC (προ –φόρων) εμφανίζει ποσοστιαία αύξηση 804%. Το αποτέλεσμα είναι αναμενόμενο καθώς η τιμή του δείκτη πριν την προσαρμογή είναι μεγαλύτερη από το κόστος δανεισμού.

Ο δείκτης λειτουργικού περιθωρίου εμφανίζει αύξηση 825% καθώς τα λειτουργικά έσοδα του ομίλου βελτιώθηκαν αισθητά με τις παραπάνω προσαρμογές ενώ οι πωλήσεις παρέμειναν αμετάβλητες.

Ο δείκτης D/E εμφανίζει μικρή επιβάρυνση της τάξεως του 4,85% καθώς ο όμιλος δεν εμφανίζει υψηλό ποσοστό λειτουργικών μισθώσεων σε όρους παρούσας αξίας σε σχέση με τον υφιστάμενο δανεισμό του.

Ο δείκτης ROA εμφανίζει μείωση 2% καθώς με τις προσαρμογές που πραγματοποιήθηκαν αυξήθηκε το ενεργητικό του ομίλου ενώ τα καθαρά αποτελέσματα (ζημίες) παρέμειναν αμετάβλητα.

Οι τιμές των δεικτών ROE και καθαρού κέρδους, όπως ήταν αναμενόμενο, είναι αμετάβλητες καθώς οι επιμέρους μεταβλητές που τις συνθέτουν παρέμειναν σταθερές στις προσαρμογές που πραγματοποιήσαμε.

Για τον υπολογισμό του WACC, εφαρμόζεται η μεθοδολογία που περιγράφεται αναλυτικά στις παραγράφους 3.8 και 3.9. Τα συνοπτικά αποτελέσματα της, απεικονίζονται στον παρακάτω πίνακα:

LAMDA DEVELOPMENT		
Cost of Capital Estimation	Stated	Adjusted
Unlevered Beta	0,35	
Debt	338.476	355.116
Market Value of Equity	267.810	267.810
D/E Ratio	126,39%	132,60%
Tax Rate	26%	26%
Levered Beta	0,67	0,69
Cost of Equity	12,70%	13,60%
Pre-tax Cost of Debt	20,04%	20,04%
Debt to Capital	55,83%	57,01%
Cost of Capital (wacc)	13,888%	14,300%

Παρατηρούμε ότι το WACC αυξήθηκε 3% με την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων, γεγονός που επιδρά αρνητικά στο κόστος άντλησης νέων κεφαλαίων.