

1.1. ΙΔΡΥΣΗ

Η εταιρία «**ΕΝΕΡΓΟΣ HOLDING Α.Ε ΜΕΤΑΦΟΡΩΝ, ΕΜΠΟΡΙΟΥ, ΕΝΕΡΓΕΙΑΣ & ΤΟΥΡΙΣΜΟΥ**» πρώην «**ΑΛΚΑΡ Α.Ε.Μ.Ε.Τ.**» ιδρύθηκε το 1926, ως Ανώνυμη Εταιρία με την Επωνυμία «**ΕΛΛΗΝΙΚΟΙ ΗΛΕΚΤΡΙΚΟΙ ΣΙΔΗΡΟΔΡΟΜΟΙ Α.Ε.**» βάσει Καταστατικού το οποίο καταχωρήθηκε στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιρειών με ΑΡ.Μ.Α.Ε. 6019/06/Β/86/150 (Φ.Ε.Κ. 114/14.04.1926). Η αλλαγή της επωνυμίας στην παρούσα μορφή της καταχωρήθηκε την 16.07.2003 στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιρειών του Υπουργείου Ανάπτυξης. Η Εταιρία είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.) από την 02.01.1928. Την 10.08.1999, σύμφωνα με σχετική απόφαση του Δ.Σ. του Χ.Α.Α., αποφασίσθηκε η αναστολή της διαπραγμάτευσης της μετοχής της Εταιρίας, καθεστώς στο οποίο η Εταιρία βρίσκεται έως και σήμερα.

1.2. ΔΙΑΡΚΕΙΑ

Η διάρκεια της εταιρίας έχει ορισθεί έως και την 31^η Δεκεμβρίου 2080.

1.3. ΕΔΡΑ

Έδρα της εταιρίας είναι ο Δήμος Αλίμου Αττικής και τα γραφεία της βρίσκονται επί της οδού Σολωμού 24.

1.4. ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

Σύμφωνα με το άρθρο 3 του Καταστατικού της εταιρίας σκοπός αυτής είναι:

- 1) Η εκμετάλλευση γενικά κάθε μέσου μεταφοράς, η ίδρυση και εκμετάλλευση σταθμών αυτοκινήτων, ξενοδοχείων, λουτρών και ψυχαγωγικών κέντρων, η ίδρυση άλλων εταιριών, η συμμετοχή σε ιδρυθησόμενες ή υφιστάμενες εταιρίες και η απόκτηση κάθε είδους χρεογράφων,
- 2) Η παραγωγή, διάθεση και εκμετάλλευση ηλεκτρικής ενέργειας από ήπιες και ανανεώσιμες πηγές, καθώς και η εγκατάσταση και λειτουργία σταθμών παραγωγής και διάθεσης ηλεκτρικής ή άλλης μορφής ενέργειας ήπιων και ανανεώσιμων πηγών και
- 3) Η άσκηση κτηματικών, ως και ξενοδοχειακών – τουριστικών επιχειρήσεων, ειδικότερα δε η αγορά, ανέγερση, μίσθωση, εκμίσθωση, υπομίσθωση και εκμετάλλευση ακινήτων,

ξενοδοχείων, τουριστικών εγκαταστάσεων και κέντρων παραθερισμού, τουριστικών πλοίων και λοιπών εν γένει τουριστικών μέσων μεταφοράς προσώπων, καθώς και η άσκηση δραστηριοτήτων αναφορικά με την ίδρυση, λειτουργία, έλεγχο, διαχείριση και εκμετάλλευση Καζίνο.

1.5. ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ

Σκοπός της μελέτης αυτής είναι να εκτιμηθεί η εύλογη αγοραία αξία της εταιρίας, για τον προσδιορισμό της αξίας ανταλλαγής των μετοχών.

Ως «εύλογη αγοραία αξία» αναφέρεται η τιμή με την οποία οι μετοχές της Εταιρίας θα μεταβιβάζονταν από ένα επενδυτή σε άλλο, υπό κανονικές συνθήκες της αγοράς, και με την προϋπόθεση ότι η πώληση τους είναι οικειοθελής και όχι αναγκαστική.

1.6. ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ

Η συγκεκριμένη αποτίμηση αποκλίνει από τις κλασσικές περιπτώσεις εταιριών που κατά κύριο λόγο είναι going concern, αφού

- Η εταιρία δεν έχει οικονομική δραστηριότητα σήμερα
- Βρίσκεται λόγω του γεγονότος αυτού κάτω από καθεστώς αναστολής διαπραγμάτευσης των μετοχών της στο ΧΑΑ, και
- Η Διοίκηση της εταιρίας δεν μας ήταν σε θέση να μας παράσχει τις αναγκαίες πληροφορίες για τους μελλοντικούς στόχους της όσον αφορά τη πορεία της εταιρίας είτε υπό τη μορφή ενός υπάρχοντος business plan ή με κάποια άλλη ισοδύναμη μεθοδολογία.

Για το λόγο αυτό εκτιμούμε, ότι υπάρχουν εγγενείς αδυναμίες στη μεθοδολογία αποτίμησης μιας εταιρίας που στη πραγματικότητα η οικονομική της αξία είναι η αξία ρευστοποίησης των περιουσιακών της στοιχείων (liquidation value/asset stripping value) με μεθοδολογίες going concern value.

1.7. ΒΑΣΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ

Για το σκοπό της κατάρτισης της μελέτης μας έχουμε λάβει διάφορες πληροφορίες, στοιχεία, αναφορές και καταστάσεις επί των οποίων βασίστηκε το αποτέλεσμα της αποτίμησης. Οι πηγές αυτές μπορούν να αναλυθούν ως κατωτέρω:

- Όλα τα οικονομικά στοιχεία της εταιρίας που τέθηκαν στη διάθεση μας και ειδικότερα
- Δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις για τις χρήσεις 1999, 2000, 2001 και 2002, καθώς και τα πιστοποιητικά ελέγχου των Ελεγκτών της εταιρίας για τις ίδιες περιόδους.
- Τη Λογιστική Κατάσταση που κατήρτισε και μας προμήθευσε η Διοίκηση της εταιρίας με ημερομηνία 20/7/03 με σκοπό να συμβάλλει στην επικαιροποίηση και αντικειμενικότητα της παρούσας αποτίμησης.
- Στην απόφαση των εταιριών «ΣΙΘΩΝΙΑ ΜΠΗΤΣ ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ ΑΕ» και «ENERΓΟΣ HOLDING ΑΕ» με την οποία έχει αποφασισθεί η συγχώνευση αυτών με απορρόφηση της πρώτης από τη δεύτερη (σύμφωνα με το Ν.2166/93 & 2190/20).
- Στο γεγονός ότι η εταιρία ENERΓΟΣ HOLDING λειτουργεί σήμερα σαν εταιρία συμμετοχών, χωρίς οικονομική δραστηριότητα και χωρίς προοπτική επανεργοποίησης της στο ορατό μέλλον με κάποιο αντικείμενο δραστηριότητας. Επομένως η αξία της εξαρτάται άμεσα από τη συνέργια που θα προέλθει από τη δραστηριότητα της ενιαίας εταιρίας και από το κατά πόσο η Διοίκηση της νέας εταιρίας θα μπορέσει να μετατρέψει αυτή τη συνέργια σε οικονομική αξία. Για να γίνει αυτό, θα πρέπει η Διοίκηση της νέας εταιρίας να υλοποιήσει τη προβλεπόμενη μεγέθυνση του ενιαίου φορέα στα πλαίσια ανάπτυξης του παραπάνω σχεδίου συγχώνευσης.
- Η εταιρία «ENERΓΟΣ HOLDING» δεν έχει ελεγχθεί φορολογικά για τις χρήσεις 2000-20/7/2003. Θα πρέπει λοιπόν να σημειωθεί εδώ ότι πιθανές διαφορές φορολογικών υποχρεώσεων που θα προκύψουν από μελλοντικό φορολογικό έλεγχο, επηρεάζουν άμεσα τις ταμιακές ροές και άρα ισόποσα και αρνητικά το τίμημα της αποτίμησης.

Παρατίθενται κατωτέρω συνοπτικά οι Ισολογισμοί 1999 – 2002 ως και η Λογιστική Κατάσταση της 20.07.2003.

2.1 ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ

	ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΙ				ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ
	<u>31.12.1999</u>	<u>31.12.2000</u>	<u>31.12.2001</u>	<u>31.12.2002</u>	<u>ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ</u> <u>20.07.2003</u>
ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ	15,9	882,6	669,32	448,31	7,34
ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	0,79	11,98	302,40	6,23	4,76
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	5.373,72	4.725,79	2.159,99	558,63	809,38
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	5.390,44	5.620,36	3.131,71	1.013,16	821,48
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	5.091,24	4.034,96	1.853,10	894,21	578,71
ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ	15,58	163,06	46,43	46,43	46,43
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	283,63	1.422,34	1.232,18	72,52	196,34
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	5.390,44	5.620,36	3.131,71	1.013,16	821,48

2.2 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΕΩΣ

ΚΥΚΛΟΣ ΕΡΓΑΣΙΩΝ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
ΜΕΙΟΝ: ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΣΕΩΝ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
ΜΙΚΤΑ ΑΠΟΤ/Α (ΖΗΜΙΕΣ) ΕΚΜ/ΣΗΣ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
ΜΕΙΟΝ: ΕΞΟΔΑ ΔΙΟΙΚΗΤ. ΛΕΙΤ.	60,88	109,78	98,55	71,49	43,79
ΜΕΡΙΚΑ ΑΠΟΤ/ΤΑ (ΖΗΜΙΕΣ) ΕΚΜ/ΣΗΣ	(60,88)	(109,78)	(98,55)	(71,49)	(43,79)
ΜΕΙΟΝ: ΛΟΙΠΑ ΕΣΟΔΑ /ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΕΣΟΔΑ & ΕΞΟΔΑ	953,23	(1.355,46)	(1.733,72)	(1.154,25)	0,50
ΟΛΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ (ΖΗΜΙΕΣ) ΕΚΜ/ΣΗΣ	1.014,11	(1.465,24)	(1.832,27)	(1.225,74)	(43,29)
ΜΕΙΟΝ/ΠΛΕΟΝ: ΟΡΓΑΝΙΚΑ & ΕΚΤΑΚΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ (ΖΗΜΙΕΣ/ΚΕΡΔΗ)	(3,75)	(215,95)	(118,07)	503,05	(258,50)
ΜΕΙΟΝ: ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΟΣΒΕΣΕΩΝ ΠΑΓΙΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ	(15,21)	(16,85)	(228,61)	(236,20)	(13,71)
ΚΑΘΑΡΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ (ΖΗΜΙΕΣ) ΧΡΗΣΕΩΣ	995,15	(1.698,04)	(2.178,95)	(958,89)	(315,50)

Στην διεθνή πρακτική εφαρμόζονται ως επί το πλείστον οι παρακάτω μέθοδοι για την αποτίμηση μίας επιχείρησης σε λειτουργία:

- Η μέθοδος των προεξοφλημένων ελευθέρων ταμιακών ροών.
- Η μέθοδος του Οικονομικού Κέρδους
- Η μέθοδος των κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών
- Η μέθοδος της Αναπροσαρμοσμένης καθαρής περιουσιακής θέσης
- Η μέθοδος των Δεικτών Κεφαλαιαγοράς.
- Η μέθοδος των Συγκρίσιμων Συναλλαγών.
- Η μέθοδος Modigliani Miller.
- Η μέθοδος των πολλαπλασιαστών

Ακολουθεί συνοπτική περιγραφή των ανωτέρω μεθόδων και στο επόμενο κεφάλαιο αιτιολογείται βάσει συγκεκριμένων κριτηρίων η επιλογή των μεθόδων που κρίθηκαν καταλληλότερες για την διενέργεια της αποτίμησης .

3.1 Μέθοδος των προεξοφλημένων καθαρών ταμιακών ροών

Η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμιακών ροών αποτελεί την πλέον διαδεδομένη και αξιόπιστη θεωρητικά μέθοδο αποτίμησης. Το σύνολο των ταμιακών ροών μιας επιχείρησης είναι το αποτέλεσμα της λειτουργίας της καθώς και των επενδυτικών και χρηματοδοτικών της δραστηριοτήτων.

Συγκεκριμένα σύμφωνα με την μέθοδο αυτή: η αξία μιας επιχείρησης ισούται με την παρούσα αξία των καθαρών ταμιακών ροών που αναμένεται να πραγματοποιηθούν σε ορισμένο αριθμό ετών, συν την παρούσα αξία της υπολειμματικής αξίας (συσσωρευμένη αξία) της επιχείρησης στο τέλος του χρονικού ορίζοντα της αποτίμησης.

Εφόσον η επιχείρηση έχει στην κατοχή της περιουσιακά στοιχεία που δεν χρησιμοποιούνται στην συνήθη παραγωγική διαδικασία, η αξία των περιουσιακών αυτών στοιχείων προστίθεται στην παρούσα αξία των καθαρών ταμιακών ροών.

Η τελική αξία της επιχείρησης υπολογίζεται αφού ληφθούν υπόψη οι δανειακές της υποχρεώσεις οι οποίες αφαιρούνται από την συνολική παρούσα αξία και προστεθούν διάφορα με λειτουργικά στοιχεία ενεργητικού.

Η αναγωγή των μελλοντικών καθαρών ταμιακών ροών στο παρόν γίνεται με συντελεστή το κόστος κεφαλαίου (συντελεστής προεξόφλησης), το ύψος του οποίου εξαρτάται από τις συνθήκες που επικρατούν στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου, και από το μέγεθος των κινδύνων που αναλαμβάνει η συγκεκριμένη επιχείρηση.

Τα βασικότερα πλεονεκτήματα της μεθόδου αυτής είναι ότι αξιολογεί την επιχείρηση σαν ένα ζωντανό οργανισμό (going concern) και λαμβάνει υπόψη της τις αποδόσεις των επομένων και όχι παρελθόντων περιόδων. Επίσης για την απόδοση της επένδυσης λαμβάνει υπόψη την φορολογική επιβάρυνση και την γενικότερη κατάσταση της αγοράς την οποία μπορεί και ενσωματώνει στο προεξοφλητικό επιτόκιο ή τις ταμιακές ροές.

3.2 Μέθοδος του Οικονομικού Κέρδους

Σύμφωνα με την μέθοδο αυτή, η αξία της επιχείρησης ισούται με το ποσό του επενδυμένου κεφαλαίου πλέον μιας προσαύξησης (premium) η οποία ισούται με την παρούσα αξία της αναμενόμενης οικονομικής κερδοφορίας και η οποία είναι συνάρτηση της διαφοράς (spread) μεταξύ απόδοσης, του κόστους και του ύψους του επενδυμένου κεφαλαίου. Ισούται δηλ. με $V_0 = (ROIC - WACC) \times CAPITAL$

Όπου

ROIC: είναι η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου

WACC: είναι το μέσο σταθμικό κόστος του κεφαλαίου ενώ

Το επενδυμένο κεφάλαιο αποτελείται από το ποσό που συνολικά η επιχείρηση απασχολεί στις λειτουργικές δραστηριότητές της.

Σύμφωνα με τα παραπάνω η αξία της επιχείρησης θα ισούται με το επενδυμένο κεφάλαιο συν την Παρούσα αξία του αναμενόμενου οικονομικού κέρδους και η οποία ισούται με:

***Την παρούσα αξία του οικονομικού κέρδους
της αρχικής Περιόδου πρόβλεψης συν την παρούσα αξία του οικονομικού κέρδους
της υπολειμματικής χρονικής περιόδου στο διηλεκές.***

Σημειωτέον ότι, τα μη λειτουργικά περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης προστίθεται στο παραπάνω άθροισμα για να προκύψει η συνολική αξία της επιχείρησης με βάση και τις δύο προαναφερθείσες μεθόδους αξιολόγησης.

Η μέθοδος είναι θεωρητικά πλήρης επειδή θεωρεί ότι για να υπάρχει πριμ υπεραξίας (premium) στην επιχείρηση δηλ. αξία στους μετόχους πάνω από τα κεφάλαια που τοποθετήθηκαν στην επιχείρηση με την μορφή της αρχικής επένδυσης, θα πρέπει η επιχείρηση να κερδίζει στα κεφάλαια αυτά περισσότερο από ότι αυτά κοστίζουν (θετικό spread).

3.3 Η μέθοδος των κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών:

Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, η αξία της επιχείρησης είναι ίση με την προεξοφλημένη αξία των οργανικών κερδών των επομένων 5 έως 8 ετών, πλέον την προεξοφλημένη υπολειμματική αξία της επιχείρησης και πλέον την αξία των μη λειτουργικών περιουσιακών στοιχείων.

Οι υποθέσεις που γίνονται με αυτή τη μέθοδο είναι ότι:

- ▶ Τα οργανικά κέρδη δεν περιλαμβάνουν άλλα έσοδα πλην εκείνων που προέρχονται από πωλήσεις προϊόντων, εμπορευμάτων και υπηρεσιών, τα δε έξοδα (σε αντίθεση με τη μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών), δεν περιλαμβάνουν έκτακτα έξοδα, όπως πρόστιμα, τόκους υπερημερίας κ.λ.π.
- ▶ Για τον υπολογισμό των οργανικών αποτελεσμάτων λαμβάνονται υπόψη και χρηματοοικονομικές δαπάνες, δηλαδή οι τόκοι των ξένων κεφαλαίων καθώς και οι αποσβέσεις.

- ▶ Η εκτίμηση των εσόδων και των εξόδων γίνεται και πάλι υπό συνθήκες φυσιολογικής λειτουργίας της επιχείρησης, χωρίς να λαμβάνονται υπόψη γεγονότα που διαταράσσουν την αγορά και προκαλούν αιφνίδιες μεταβολές στις τιμές ή επηρεάζουν την ομαλή εξέλιξη της παραγωγής, και δημιουργούν υποαπασχόληση τμημάτων της επιχείρησης.
- ▶ Ο συντελεστής κεφαλαιοποίησης καθορίζεται από το μέσο αποπληθωρισμένο τραπεζικό επιτόκιο.
- ▶ Η υπολειμματική αξία της επιχείρησης υπολογίζεται όπως και στη μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών. Ανάλογα δηλαδή με το αν η πορεία των κερδών αναμένεται ανοδική ή πτωτική, λαμβάνονται υπόψη τα κέρδη μιας δεύτερης σειράς ετών, προεξοφλημένα στο τέλος του χρονικού ορίζοντα ή λαμβάνεται υπόψη η περιουσιακή θέση της εταιρίας. Στην πρώτη περίπτωση τα ετήσια κέρδη της δεύτερης σειράς είναι ίσα με το μέσο όρο των κερδών της πρώτης περιόδου.

Σημειώνεται, τέλος, ότι εφόσον η επιχείρηση διαθέτει πάγια που δεν χρησιμοποιούνται στην παραγωγική διαδικασία, η αξία τους προστίθεται στο άθροισμα της προεξοφλημένης αξίας των οργανικών κερδών πλέον της προεξοφλημένης υπολειμματικής αξίας.

3.4 Μέθοδος της αναπροσαρμοσμένης καθαρής περιουσιακής θέσης.

Σύμφωνα με την μέθοδο αυτή η αξία μιας επιχείρησης είναι ίση με τα ίδια κεφάλαια όπως αυτά εμφανίζονται στον ισολογισμό της με τις απαραίτητες αναπροσαρμογές.

3.5 Μέθοδος των δεικτών κεφαλαιαγοράς

Βασίζεται σε σύγκριση επιλεγμένων Χρηματοοικονομικών δεικτών της υπό αποτίμηση εταιρίας με αντίστοιχους δείκτες εταιρειών που είναι συγκρίσιμες και των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ή σε οποιοδήποτε παγκοσμίως αναγνωρισμένο Χρηματιστήριο.

3.6 Η μέθοδος των συγκρίσιμων συναλλαγών

Η μέθοδος αυτή προσδιορίζει την αξία μιας επιχείρησης, συγκρίνοντας την υπό υποτίμηση εταιρία με ομοειδείς εταιρείες των οποίων το σύνολο ή μέρος των μετοχών ήταν αντικείμενο αγοραπωλησίας πρόσφατα.

3.7 Μέθοδος Modigliani Miller

Η μεθοδολογία αυτή προτάθηκε στο κλασσικό δημοσίευμα των Miller – Modigliani (Journal of Business – 1961) και είναι μια συνοπτική formula αποτίμησης, που περιλαμβάνει όμως τους ουσιαστικούς οδηγούς δημιουργίας αξίας, όπως:

- Την δημιουργία οικονομικής αξίας από την αποδοτικότητα των κεφαλαίων που η εταιρία έχει επενδύσει ήδη στις σημερινές της δραστηριότητες (value of assets in place) και
- την δημιουργία αξίας από την απόδοση της μελλοντικής της μεγέθυνσης για τον χρόνο που η εταιρία μπορεί να κατέχει ανταγωνιστικό πλεονέκτημα στον κλάδο (PVGO – **P**resent **V**alue of **G**rowth **O**pportunities).

Το άθροισμα των επιμέρους αποτελεί την συνολική παρούσα αξία της εταιρίας και οδηγείται από

- την απόδοση των νέων επενδύσεων (ROIC)
- το κόστος του κεφαλαίου (WACC)
- το ποσοστό επανεπένδυσης των κερδών (b)
- την περίοδο του ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος που η εταιρία μπορεί να επιτυγχάνει θετικό περιθώριο (spread – ROIC > WACC) στα κεφάλαιά της και
- το ποσοστό μεγέθυνσης του λειτουργικού περιθωρίου της εταιρίας

3.8. Μέθοδοι Πολλαπλασιαστών

Με τις μεθόδους αυτές υπολογίζουμε την αξία της Εταιρίας με την εφαρμογή ενός πολλαπλασιαστή στα ιστορικά οικονομικά μεγέθη της Εταιρίας (συνήθως κέρδη, πωλήσεις, λειτουργικό περιθώριο, κέρδη προ τόκων & φόρων, Book Value κ.λ.π.)

Αν και οι μέθοδοι έχουν το πλεονέκτημα της απλότητας στους υπολογισμούς, οι πολλαπλασιαστές έχουν μεγάλη επίπτωση στην τελική αποτίμηση της Εταιρίας και επομένως είναι σημαντικό το σκεπτικό στη βάση του οποίου επιλέγονται οι καταλληλότεροι κατά περίπτωση πολλαπλασιαστές.

Ο πολλαπλασιαστής ποσοτικοποιεί τη σχέση των θεμελιωδών μεγεθών της Εταιρίας με την οικονομική της αξία, είτε στη βάση της ιστορικής απόδοσης θεμελιωδών οικονομικών μεγεθών που οδηγούν την αξία της υπό ανάλυση εταιρίας, είτε σε σύγκριση (relative) με εισηγμένες εταιρίες των οποίων η οικονομική αξία που απεικονίζεται σε αποτελεσματικές αγορές μας δίνει συγκρίσιμους δείκτες αποτίμησης, τους οποίους μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε για τους σκοπούς της οικονομικής ανάλυσης και πρόβλεψης της αξίας της υπό διερεύνηση εταιρίας.

Η μεθοδολογία αυτή είναι ιδιαίτερα χρήσιμη σε περιπτώσεις που η εταιρία βρίσκεται σε αρχική φάση λειτουργίας της και επομένως η ιστορική της διαδρομή παρέχει ελλιπή πληροφόρηση για τους σκοπούς της αποτίμησης, αφού είτε δεν υπάρχουν διαθέσιμα ιστορικά οικονομικά στοιχεία είτε λειτουργεί σε περιβάλλον υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου.

Σε παρόμοιες συνθήκες, η πρόβλεψη των θεμελιωδών μεγεθών του αντικειμένου της αποτίμησης είναι δύσκολη στη βάση της ανάλυσης και προεκβολής των οικονομικών στοιχείων της ιστορικής συμπεριφοράς των μεγεθών του παρελθόντος της εταιρίας ή / και των δομικών στοιχείων του κλάδου. Στις περιπτώσεις αυτές είναι μεγάλη η πιθανότητα σφάλματος στη πρόβλεψη και άρα απόκλιση της εκτιμώμενης αξίας από την πραγματική. Θεωρούμε ότι η περίπτωση της εταιρίας **ΕΝΕΡΓΟΣ HOLDING ΑΕ** εμπίπτει στην κατηγορία αυτή.

Θεωρούμε ότι για τους σκοπούς της παρούσας αποτίμησης, όπως αναλυτικά περιγράψαμε πιο πάνω, δεν θα πρέπει να χρησιμοποιηθούν μέθοδοι αποτίμησης για εταιρείες που βρίσκονται σε λειτουργία (going concern). Για τους λόγους αυτούς, επιλέχθηκε η μέθοδος της **Αναμορφωμένης Καθαρής Περιουσιακής Θέσης**, που θεωρεί ότι η οικονομική αξία της επιχείρησης συναρτάται με το άθροισμα των καθαρών περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας και την υπερπρόσοδο που η μελλοντική της δραστηριότητα παράγει πάνω από την απόδοση του τραπεζικού επιτοκίου και επομένως η διαφορά αυτή της απόδοσης αποτελεί αναγόμενη σε παρούσα αξία, την υπεραξία που κερδίζει ο μέτοχος πάνω στο επενδυμένο κεφάλαιο του (υπερπρόσοδος).

Για τους παραπάνω λόγους, η αποτίμηση της εταιρείας βασίστηκε στη σχέση P/BV δείγματος εταιρειών εισηγμένων στην Ελληνική αγορά που θεωρείται ώριμη και αποτελεσματική αγορά. Η σχέση αυτή μας δίνει ένα πολλαπλασιαστή αποτίμησης και ο στόχος στη περίπτωση αυτή ήταν να υπολογισθεί ένας αξιόπιστος δείκτης που να συνδέει την οικονομική αξία, όπως αυτή εκφράζεται σε συγκρίσιμες περιπτώσεις εισηγμένων εταιριών με την αξία της Αναμορφωμένης Καθαρής Περιουσιακής Θέσης της εταιρίας σε ιστορική βάση.

Εδώ γίνεται η παραδοχή ότι η εταιρία, αν συνέχιζε να διαπραγματεύεται θα είχε σε μέσους όρους ανάλογη συμπεριφορά με το σύνολο των εισηγμένων εταιριών στο ΧΑΑ και επομένως η σχέση P/BV θα ήταν σε μεσο-μακροπρόθεσμη βάση ισχυρή.

Η σχέση P/BV και οικονομικής αξίας της εταιρείας ερευνήθηκε με δύο διαφορετικές σχέσεις και συγκεκριμένα:

α) Την σχέση P/BV με την απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE – Return on Equity) στην βάση μιας εξίσωσης παλινδρόμησης πρόσφατης έρευνας που έγινε για δείγμα 272 εταιριών του Χ.Α.Α., και
β) Την σχέση P/BV, στη βάση ενός επιλεγμένου δείγματος κατηγοριών εταιριών και συγκεκριμένα:

- εταιριών συμμετοχών (holding) εισηγμένων στο Χ.Α.Α.
- εταιριών που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο του Hotel/Gaming με την υπό ίδρυση νέα εταιρεία μετά την συγχώνευση της «Energos Holding» με την «ΣΗΘΩΝΙΑ ΜΠΗΤΣ»

Στη βάση των παραπάνω προβληματισμών και το γεγονός ότι η εταιρία τη τελευταία 5ετία δεν έχει παρουσιάσει σημαντική επιχειρηματική δραστηριότητα και επομένως εύκολα μπορεί να συναχθεί ότι θα εξακολουθήσει να παραμένει ανενεργός και στο ορατό μέλλον, δεν υπολογίσθηκε υπερπρόσοδος επομένων ετών, η οποία είναι πρακτικά μηδέν.

Η αναμόρφωση της Καθαρής Περιουσιακής Θέσης κατά την ημερομηνία αποτίμησης 20/7/03, έγινε με αφετηρία τη Καθαρή Θέση της εταιρίας όπως αυτή προκύπτει από τη Λογιστική Κατάσταση της ίδιας ημερομηνίας με τις ανάλογες αναπροσαρμογές που, κατά τη γνώμη μας, πρέπει να γίνουν για να προσεγγίζει πληρέστερα η λογιστική Καθαρή Θέση την οικονομική αξία της υπολειμματικής περιουσίας των μετόχων μετά την ικανοποίηση όλων των άλλων πιστωτών που έχουν προτεραιότητα, σύμφωνα με τις διατάξεις, στην ικανοποίηση των οικονομικών τους απαιτήσεων.

Η Αναμορφωμένη Καθαρή Περιουσιακή Θέση της εταιρίας εμφανίζεται στη Παράγραφο 6.2.

Αφετηρία για τον υπολογισμό της αξίας του συνόλου των μετοχών της εταιρίας, όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, αποτελεί η αναμορφωμένη Καθαρή Περιουσιακή Θέση, η οποία ανέρχεται στο ποσό των € 462,84 χιλ. (Σελ. 17).

5.1 ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

Για τους σκοπούς της αποτίμησης στη συγκεκριμένη εταιρία, χρησιμοποιήθηκαν δύο διαφορετικές προσεγγίσεις της ίδιας μεθόδου, του πολλαπλασιαστή P/BV. Ο λόγος είναι ότι θεωρήσαμε σαν αναγκαία συνθήκη για τον υπολογισμό της αξίας μιας εταιρίας που είναι ανενεργός και χωρίς αντικείμενο για μεγάλο χρονικό διάστημα τη σύγκριση της με δείγμα ομοειδών, ενεργών και εισηγμένων εταιριών. Η βασική παραδοχή εδώ είναι ότι οι αποτιμήσεις ομοειδών εταιριών μακροπρόθεσμα συγκλίνουν προς ένα μέσο όρο, ιδιαίτερα σε κλάδους που βρίσκονται σε καθεστώς ωριμότητας και ισορροπίας από άποψη ανταγωνισμού και απόδοσης του επενδυμένου κεφαλαίου.

5.1.1. Μέθοδος 1

Για τον προσδιορισμό της σχέσης P/BV, λάβαμε υπόψη μας σχεδόν το σύνολο των εισηγμένων εταιριών του ΧΑΑ (αριθμός 272) και τη σχέση P/BV.

Η σχέση P/BV παρουσιάζει ισχυρή συσχέτιση με τη θετική απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (ROE)-όσο ψηλότερη η απόδοση τόσο ψηλότερος ο δείκτης- καθώς επίσης και με το κόστος του κεφαλαίου αρνητικά-όσο ψηλότερο το κόστος του κεφαλαίου τόσο χαμηλότερος ο δείκτης. Η διαφορά μεταξύ των δύο (ROE-COC) εκφράζει τη δυνατότητα της εταιρίας για θετικές αποδόσεις που αυξάνουν τη περιουσία των μετόχων. Η σχέση P/BV στο σύνολο της αγοράς οδηγείται από τις ίδιες ακριβώς μεταβλητές που ισχύουν και σε εταιρικό επίπεδο. Η πλέον διαδεδομένη μεθοδολογία χρήσης του πολλαπλασιαστή P/BV για λόγους αποτίμησης είναι η επιλογή ομάδος ομοειδών εταιριών με ανάλογες αναπροσαρμογές που πολλές φορές είναι υποκειμενικές ή και του συνόλου της αγοράς και τη λήψη ενός μέσου όρου.

Αφού επομένως η σχέση P/BV είναι σε μεγάλο βαθμό συνάρτηση της απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων, η σχέση αυτή μπορεί άριστα να εκφρασθεί με μια εξίσωση παλινδρόμησης που μας δίνει τη σχέση της εξαρτημένης μεταβλητής (P/BV) σε συνάρτηση της μέσης απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων(ROE) που έχει ιστορικά πραγματοποιηθεί στο σύνολο της αγοράς.

Η εξίσωση αυτή της παλινδρόμησης για την Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά έχει υπολογισθεί από τον καθηγητή A. Damodaran του Πανεπιστημίου του N.Y., Leonard Stern School of Business (βλ. Investment Valuation, Tools and Techniques for determining the Value of any Asset).

Η μελέτη καλύπτει τη περίοδο 1987- 2003 και μας δίνει τη παρακάτω γραμμή παλινδρόμησης για το σύνολο των εισηγμένων εταιριών στο ΧΑΑ:

$$P/BV=2.11+11.63(ROE)$$

με συντελεστή Rsquared = 37,5 %.

Η μέση τιμή της απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων(ROE-2002) του δείγματος των 272 εισηγμένων εταιριών στο ΧΑΑ σύμφωνα με τη μελέτη του ίδιου καθηγητή-επί μέρους στοιχεία της οποίας παρατίθενται στο Πίνακα 1- ανήλθε στο 48,38%.

Η σχέση επομένως P/BV σε μέσους όρους στο σύνολο σχεδόν των εισηγμένων εταιριών στο ΧΑΑ(δείγμα 272 εταιριών) μας δίνει ένα πολλαπλασιαστή, όπως υπολογίζεται από τη σχέση παλινδρόμησης παρακάτω:

$$P/BV =2.11+11.63(0.4838)=7.74 \text{ φορές}$$

Άρα η συνολική αξία της εταιρίας με βάση τη σχέση P/BV του μέσου όρου του συνόλου σχεδόν των εισηγμένων εταιριών στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά και τη παραδοχή ότι σε μέσους όρους η εταιρία αν διαπραγματεύονταν μεσο-μακροπρόθεσμα θα είχε τη τάση να συγκλίνει με τη μέση απόδοση ROE των εισηγμένων εταιριών, η αξία της εταιρίας εκτιμάται ότι ανέρχεται στα **3.582 χιλ. €** περίπου (**462,84 * 7,74**).

5.1.2 Μέθοδος 2

Καθώς η εταιρεία βρίσκεται υπό καθεστώς αναστολής διαπραγμάτευσης στο Χ.Α.Α. από τη χρήση 1999, για το προσδιορισμό της τρέχουσας αξίας των μετοχών της χρησιμοποιήθηκε ο μέσος πολλαπλασιαστής P/BV δείγματος δύο διαφορετικών κατηγοριών εταιριών και συγκεκριμένα:

- εταιριών συμμετοχών (holding) που διαπραγματεύονται στο Χ.Α.Α., και
- δείγμα συγκρίσιμων εταιριών που δραστηριοποιούνται στο ίδιο αντικείμενο (τυχρά παιχνίδια, ξενοδοχεία) με την υπό συγχώνευση νέα εταιρεία και της οποίας προβλέπεται να εισαχθούν άμεσα οι μετοχές στο Χ.Α.Α. προς διαπραγμάτευση.

Η σχέση P/BV του δείγματος εμφανίζεται στο συνημμένο ΠΙΝΑΚΑ 2 (μαζί με άλλες μεταβλητές)

Ο πίνακας 2 αποτελεί την τελευταία ενημέρωση πάνω στα οικονομικά στοιχεία εισηγμένων στο Χ.Α.Α. εταιριών του καθηγητή A. Damodaran του Πανεπιστημίου του Ν.Υ., Leonard Stern School of Business, με ημερομηνία 31 Αυγούστου 2003 (Βλ. δημοσιεύσεις και αρχείο Eurocomp.xls).

Στη βάση όλων των παραπάνω παρατηρήσεων η σχέση P/BV του δείγματος των εταιριών που χρησιμοποιήθηκαν, σε μέσους όρους εμφανίζεται στον παρακάτω πίνακα.

ΔΕΙΓΜΑ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ	Αριθμ. Μ.Ο. P/BV	Στάθμιση	Σταθμισμένος Δείκτης
Συμμετοχών (Holding)	2,37	50%	1,18
Ξενοδοχείων	4,22	20%	0,84
Gaming (ΟΠΑΠ)	24,78	30%	<u>7,43</u>
Σύνολο			<u>9,46</u>

Άρα η συνολική αξία της εταιρείας στη βάση του συντελεστή του δείγματος συγκρίσιμων εταιρειών ανέρχεται στα $462,84 * 9,46 = 4.379$ χιλ. Ευρώ

Η παραπάνω αξία θεωρεί ότι για την «ENERΓΟΣ Συμμετοχών» (Holding) θα έπρεπε η σχέση P/BV σε μέσους όρους να συγκλίνει μακροπρόθεσμα προς το μέσο όρο της σχέσης δείγματος ομοειδών εταιρειών που έχουν συναφές αντικείμενο δραστηριότητας. Η στάθμιση του παραπάνω πίνακα, είναι υποκειμενική και εκφράζει ένα estimate της συνολικής σχέσης P/BV.

Πρέπει να υπενθυμίσουμε εδώ, ότι ο πολλαπλασιαστής αναπροσαρμογής της καθαρής θέσης προς τον υπολογισμό της τελικής αξίας της εταιρίας θα πρέπει να ενσωματώνει την ωφέλεια που θα αποκομίσουν οι μέτοχοι της νέας εταιρίας. Οι μέτοχοι της απορροφώσας εταιρείας θα ωφεληθούν άμεσα από το γεγονός ότι η νέα εταιρεία θα έχει άμεση δραστηριότητα που δημιουργεί cash flow και επομένως αξία, ενώ θα μετατραπεί άμεσα σε going concern με πολύ καλές μελλοντικές προοπτικές. Ταυτόχρονα οι μέτοχοι της απορροφώμενης εταιρείας θα ωφεληθούν από το γεγονός ότι θα εισαχθούν επίσης άμεσα στο Χ.Α.Α. προς διαπραγμάτευση οι μετοχές της εταιρείας και με τον τρόπο αυτό θα έχουν τα παρακάτω οφέλη (non waiting premium):

- α) διαπραγματευσιμότητα
- β) ρευστότητα και
- γ) premium υπεραξίας.

Όσον αφορά το τελευταίο, έχει αποδειχθεί από έρευνες ότι σε μέσους όρους μπορεί να ανέλθει άμεσα μετά την εισαγωγή στο +25%.

Το διάστημα τιμών που εκτιμούμε την τρέχουσα αξία της εταιρείας με ημερομηνία 20/7/2003, κυμαίνεται μεταξύ των 3.582 χιλ. μέχρι 4.379 χιλ. Ευρώ.

Για τους σκοπούς της αποτίμησης θα χρησιμοποιήσουμε τη μέση τιμή του διαστήματος τιμών που ανέρχεται στα 3.981 εκατ. Ευρώ με μια προβλεπόμενη διακύμανση της τάξεως του $\pm 10\%$. Συμπερασματικά, το τελικό διάστημα διακύμανσης της αξίας είναι 4.379 χιλ. Ευρώ το μέγιστο και 3.582 Ευρώ το ελάχιστο.

6.1 Ερμηνεία

Η εστίαση των συμπερασμάτων της αποτίμησης και της σχέσης P/BV που οδηγεί την οικονομική αξία στη συγκεκριμένη περίπτωση, έγινε στη βάση ιστορικών τιμών δείγματος ομοειδών σε αντικείμενο και θεσμικό πλαίσιο εισηγμένων στο ΧΑΑ εταιριών.

Είναι γνωστό φυσικά ότι η αγορά αποτιμά μελλοντικές αποδόσεις κεφαλαίων και όχι τρέχουσες ή ιστορικές. Στο βαθμό που η εξίσωση της παλινδρόμησης συνεχίζει να εκφράζει ισχυρή συσχέτιση μεταξύ τρέχουσας και μελλοντικής συμπεριφοράς του ROE, η πιθανότητα μεγάλου σφάλματος των υπολογισμών είναι περιορισμένη.

Η χρησιμοποίηση του μέσου όρου είναι απαραίτητη σε περιπτώσεις όπως η παραπάνω γιατί εξαλείφεται η πίεση των δυνάμεων του ανταγωνισμού και των δομικών ανισορροπιών του κάθε κλάδου (Porter's Five Forces) και εξομαλύνονται οι επιδόσεις του ROE προς τη μέση επίδοση της συνολικής επιχειρηματικής δραστηριότητας των εισηγμένων στην αγορά εταιριών-που λογικά είναι οι καλύτερες στο σύνολο της Οικονομίας.

Με βάση το παραπάνω σκεπτικό, θεωρούμε ότι η υπό ανάλυση εταιρία Χαρτοφυλακίου (Holding) θα ήταν δυνατό να διαπραγματεύεται με τη σχέση P/BV του συνόλου των εισηγμένων εταιριών.

Παραθέτουμε παρακάτω τη μεθοδολογία αναμόρφωσης της καθαρής θέσης καθώς και τους Πίνακες του Παραρτήματος.

Η Πραγματική Καθαρή Θέση της Εταιρίας ανερχόταν στο ποσό των € 462,84 χιλ. €, με βάση το Ισοζύγιο 20/7/2003. Πιο συγκεκριμένα είχε ως ακολούθως:

	<u>Χιλ. €</u>
Αναπόσβεστο υπόλοιπο εξόδων εγκαταστάσεως	7,34
Καθαρές ενσώματες ακινητοποιήσεις	3,00
	<u>10,34</u>
Πλέον:	
Μ/Π Απαιτήσεις	1,76
	<u>12,10</u>
Πλέον:	
Β/Π Απαιτήσεις	1,52
	<u>13,62</u>
Πλέον:	
Αξία χρεογράφων χαρτοφυλακίου (βλ. Ανάλυση 7.1)	565,52
	<u>579,14</u>
Πλέον:	
Διαθέσιμα & Υπολ. Ταμείου	126,47
	<u>705,61</u>
Μείον:	
Προβλέψεις για κινδύνους & έξοδα	46,43
	<u>659,18</u>
Μείον:	
Διαφ. Β/Π Υποχρεώσεις	196,34
Πραγματική Καθαρή Θέση κατά την 20/07/2003	<u><u>462,84</u></u>

7.1. Ανάλυση αποτίμησης χρεογράφων χαρτοφυλακίου κατά την 20.07.2003 (χιλ. €)

	<u>Χιλ. €</u>
Αξία κτήσεως (463.540 μετοχές της εταιρείας ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΑ ΣΕΛΟΝΤΑ Α.Ε. Εισηγμένης στο Χ.Α.Α.)	3.669,01
Μείον:	
Πρόβλεψη υποτίμησης εταιρείας	2.987,62
Αξία Χαρτοφυλακίου	<u>681,39</u>
Μείον:	
Αξία market την 21.07.2003 (τιμή κλεισίματος της 20.07.2003 € 1.22)	115,87
Αξία Χαρτοφυλακίου της 20.07.2003 χιλ. €	<u><u>565,52</u></u>