

1.1. ΙΔΡΥΣΗ

Η εταιρία «**ΣΙΩΩΝΙΑ ΜΠΗΤΣ ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ Α.Ε.**» ιδρύθηκε το 2001, βάσει Καταστατικού το οποίο καταχωρήθηκε στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιρειών με ΑΡ.Μ.Α.Ε. 50015/01ΝΤ/Β/01/240 (Φ.Ε.Κ. 9233/18.10.2001 Τεύχος Α.Ε. και Ε.Π.Ε.).

1.2. ΔΙΑΡΚΕΙΑ

Η διάρκεια της εταιρίας έχει ορισθεί σε 50 έτη και λύεται την 11^η Οκτωβρίου 2051.

1.3. ΕΔΡΑ

Έδρα της εταιρίας είναι ο Δήμος Αλίμου Αττικής και τα γραφεία της βρίσκονται επί της οδού Σολωμού 20. Η εταιρία διατηρεί, ως υποκατάστημα, ξενοδοχειακή μονάδα στην περιοχή του Νέου Μαρμαρά, Χαλκιδικής στην οποία συντελείται και το σύνολο των δραστηριοτήτων της.

1.4. ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

Σύμφωνα με το ισχύον Καταστατικό της εταιρίας, κύριος σκοπός αυτής είναι:

- 1) Η αγορά, κατασκευή, διαχείριση, λειτουργία, συντήρηση, επέκταση, ανακαίνιση, μίσθωση, εκμίσθωση και εκμετάλλευση εγκαταστάσεων ξενοδοχειακών επιχειρήσεων.

Άλλοι σκοποί της εταιρίας είναι:

- 1) Η ανάληψη και εκτέλεση πάσης φύσεως τεχνικών έργων Δημοσίων, Δημοτικών, ιδιωτικών και γενικά νομικών προσώπων Δημοσίου ή ιδιωτικού δικαίου και φυσικών προσώπων ή οργανισμών ή συνεταιρισμών πάσης φύσεως στο εσωτερικό και στο εξωτερικό. Η ανέγερση πολυκατοικιών ή άλλων οικοδομών προς μεταπώληση ή μίσθωση σε ιδιότητα οικόπεδα της εταιρίας ή σε ανήκοντα σε τρίτους με αντιπαροχή.
- 2) Η ανάληψη και εκπόνηση πάσης φύσεως μελετών, επιβλέψεων και ερευνών.
- 3) Η παραγωγή και εμπορία πάσης φύσεως υλικών λατομείου και γενικά αδρανών και οικοδομικών υλικών, με την ίδρυση, εγκατάσταση και λειτουργία λατομικών εκμεταλλεύσεων, βιομηχανικής παραγωγής και πώλησης σκυροδεμάτων, τσιμέντου και ασφάλτου.
- 4) Η βιομηχανική παραγωγή μεταλλικών κατασκευών και πάσης φύσεως κατασκευών βιομηχανίας και η εμπορία αυτών.
- 5) Η άσκηση δραστηριοτήτων σχετικά με την εκμετάλλευση αστικών ακινήτων (real estate), δηλαδή η ανάπτυξη, αξιοποίηση, διαχείριση και εκμετάλλευση πάσης φύσεως ακινήτων στην Ελλάδα και στο εξωτερικό.
- 6) Η αγορά οικοπέδων και ακινήτων καθώς και η ανέγερση ακινήτων είτε προς εγκατάσταση των γραφείων, εργοστασίων, αποθηκών, συνεργείων και υπηρεσιών της Εταιρίας, είτε προς διαχείριση και εκμετάλλευση τους.

7) Η άσκηση Κτηματικών, Ξενοδοχειακών και Τουριστικών Επιχειρήσεων, ειδικότερα δε η αγορά, ανέγερση, μίσθωση, εκμίσθωση, υπομίσθωση και εκμετάλλευση Ξενοδοχείων, Τουριστικών Εγκαταστάσεων, Κέντρων Παραθερισμού, Τουριστικών πλοίων και ακινήτων εν γένει, καθώς και η άσκηση δραστηριοτήτων αναφορικά με την κατασκευή, λειτουργία, έλεγχο, διαχείριση και εκμετάλλευση τουριστικών μαρίνων.

Για την επίτευξη του σκοπού της η εταιρία μπορεί:

- i. Να αποκτά συμμετοχή (μετοχών, εταιρικών μεριδίων) σε άλλες εταιρίες συναφούς ή μη επιχειρηματικής δραστηριότητας.
- ii. Να συμμετέχει ή να συνεργάζεται με άλλες υφιστάμενες ή συσταθησόμενες επιχειρήσεις, που επιδιώκουν τον αυτό ή παρεμφερή σκοπό.
- iii. Να συγχωνεύεται με άλλες εταιρίες ή να απορροφά άλλες συναφείς επιχειρήσεις, ολόκληρες ή κλάδους αυτών, ατομικές ή εταιρικές ή να εισφέρει κλάδο σε υφιστάμενη ή συνιστώμενη νέα εταιρία.
- iv. Να ιδρύει νέες επιχειρήσεις και εταιρείες που θα έχουν τους ίδιους σκοπούς καθώς και να συμμετέχει ή να συνεργάζεται με οποιοδήποτε τρόπο σε εταιρείες ή επιχειρήσεις υφιστάμενες ή μελλοντικά ιδρυθησόμενες, ημεδαπές ή αλλοδαπές, που έχουν τον ίδιο ή παρεμφερή σκοπό.
- v. Να αναπτύσσει κάθε δραστηριότητα που μπορεί να συμβάλλει στην πραγματοποίηση των ανωτέρω σκοπών.
- vi. Όλες τις πιο πάνω δραστηριότητες η εταιρία μπορεί να τις εκτελεί είτε για λογαριασμό της, είτε για λογαριασμό τρίτων με προμήθεια ή ποσοστά, είτε συνεταιρικά, είτε σε σύμπραξη με τρίτα φυσικά ή νομικά πρόσωπα (εν κοινοπραξία).

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

1.6.1. Για τους σκοπούς της εν λόγω μελέτης δεν έχει διενεργηθεί οποιαδήποτε μορφή ελέγχου των οικονομικών καταστάσεων της «ΣΙΘΩΝΙΑ ΜΠΗΤΣ ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ Α.Ε.» και δεν έχει εκδοθεί οποιοδήποτε πιστοποιητικό ελέγχου από την εταιρία μας.

- 1.6.2. Η έκθεση μας βασίστηκε επί όλων των στοιχείων και πληροφοριών που κατέστη δυνατό να λάβουμε χωρίς να είναι δυνατή η αναμόρφωση της με οποιαδήποτε γεγονότα που πιθανόν να προέκυψαν μετά τη σύνταξή της.
- 1.6.3. Η Εταιρία μας δεν φέρει οποιαδήποτε ευθύνη για την ακρίβεια των πληροφοριών που μας δόθηκαν και οι οποίες αποτέλεσαν τη βάση για την αποτίμηση της εταιρείας, ούτε για τις συνέπειες που θα φέρει η μεταβολή των προαναφερθέντων παραγόντων.
- 1.6.4. Η εν λόγω μελέτη δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί για οποιονδήποτε άλλο σκοπό εκτός από αυτούς που αναφέρονται πιο πάνω χωρίς την προηγούμενη γραπτή συγκατάθεσή μας.
- 1.6.5. Η Εταιρία θα συνεχίσει να λειτουργεί και στο μέλλον χωρίς οποιαδήποτε διακοπή ή αναστολή των εργασιών της.

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:

- 1.7.1. Οικονομικές καταστάσεις της Εταιρίας για τα έτος 2002 ως και Λογιστική Κατάσταση της 20.7.2003.
- 1.7.2. Παραδοχές και προβλέψεις που εδόθησαν από την Διοίκηση της Εταιρίας για την περίοδο 20.7.2003 έως και 2008.
- 1.7.3. Διάφορες δημοσιευμένες πληροφορίες που αφορούν την Εταιρία.
- 1.7.4. Διευκρινίσεις και στοιχεία που μας παρείχε η Διοίκηση της Εταιρίας, τα οποία θεωρήσαμε ότι είναι ακριβή και ότι αντικατοπτρίζουν την πραγματική οικονομική θέση της Εταιρίας, έγγραφα και παραστατικά που τέθηκαν υπόψη μας, καθώς και συγκεκριμένες παραδοχές και επιμέρους εκτιμήσεις που περιγράφονται στη συνέχεια της εκθέσεώς μας.

Πέρα των ανωτέρω, η αποτίμηση βασίστηκε και στην παραδοχή ότι η Εταιρία θα συνεχίσει κανονικά τη δραστηριότητά της. Η παραδοχή αυτή θεωρεί ότι:

- Η Διοίκηση της Εταιρίας θα συνεχίσει να εφαρμόζει μόνο εκείνες τις λειτουργικές και χρηματοοικονομικές στρατηγικές οι οποίες θα μεγιστοποιήσουν την αξία της επιχείρησης.
- Ότι δε θα υπάρξουν οποιοδήποτε εξωτερικοί παράγοντες οι οποίοι θα εμποδίσουν την ομαλή και απρόσκοπτη λειτουργία της Εταιρίας.

1.7.5. Δείγματα συγκρίσιμων δεικτών θεμελιωδών μεγεθών ομοειδών εταιρειών του κλάδου που διερευνήθηκαν από το διαδίκτυο (που δραστηριοποιούνται διεθνώς στον κλάδο (Hotel/Gaming)).

2. ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΚΑΙ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΕΩΣ 2002 ΚΑΙ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΗΣ 20.7.2003

(Τα ποσά εκφράζονται σε χιλ. Ευρώ)

Παρατίθενται κατωτέρω συνοπτικά η Οικονομική Κατάσταση χρήσεως 2002 ως και η Λογιστική Κατάσταση της 20.7.2003.

2.1 ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ

	<u>31.12.2002</u>	<u>Λογιστική Κατάσταση 20/7/2003</u>
ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ	81,34	349,24
ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	711,00	21.282,55
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	3.154,00	7.771,84
ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓ/ΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓ.	0	0
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	3.946,35	29.403,63
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	1.825,29	8.224,86
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	2.121,05	21.178,77
ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓ/ΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤ.	0	0
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	3.946,35	29.403,63

2.2 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΕΩΣ

	<u>2002</u>	<u>Λογιστική Κατάσταση 20/7/2003</u>
ΚΥΚΛΟΣ ΕΡΓΑΣΙΩΝ	3.738,98	4.459,74
ΜΕΙΟΝ: ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΣΕΩΝ	3.850,73	3.778,63
ΜΙΚΤΑ ΑΠΟΤ/Α (ΚΕΡΔΗ) ΕΚΜ/ΣΗΣ	-111,75	681,12
ΠΛΕΟΝ: ΆΛΛΑ ΕΞΟΔΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΣ	10,90	143,02
ΜΕΙΟΝ: ΕΞΟΔΑ ΔΙΟΙΚΗΤ. ΛΕΙΤ.	711,45	628,76
ΜΕΙΟΝ: ΕΞΟΔΑ ΔΙΑΘΕΣΗΣ	468,01	189,42
ΜΕΡΙΚΑ ΑΠΟΤ/ΤΑ ΕΚΜ/ΣΗΣ	(1.280,31)	5,96
ΠΛΕΟΝ:		
ΛΟΙΠΑ ΕΞΟΔΑ /ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΕΞΟΔΑ & ΕΞΟΔΑ	(0,56)	(0,45)
ΟΛΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ (ΚΕΡΔΗ) ΕΚΜ/ΣΗΣ	(1.280,87)	5,51
ΠΛΕΟΝ: ΈΚΤΑΚΤΑ & ΑΝΟΡΓ. ΑΠΟΤ/ΤΑ	0,16	0,05
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ ΧΡΗΣΕΩΣ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ	(1.280,71)	5,56

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 στο διηνεκές 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 μη 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 μελλοντικών και όχι παρελθόντων περιόδων. Επίσης η αποτίμηση της επένδυσης λαμβάνει υπόψη την φορολογική επιβάρυνση και την γενικότερη κατάσταση της αγοράς την οποία μπορεί και ενσωματώνει στο προεξοφλητικό επιτόκιο ή αντίστοιχα 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 διηνεκές.***

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 τοποθέτησαν στην επιχείρηση με την μορφή της αρχικής επένδυσης (ύψος επενδυμένου κεφαλαίου), 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 αποτίμηση 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 κλασικό 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 των Πολλαπλασιαστών

Με τις μεθόδους αυτές υπολογίζουμε την αξία της Εταιρίας με την εφαρμογή ενός πολλαπλασιαστή σε σημερινά 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 οικονομική αξία της υπό ανάλυση εταιρείας, 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 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 ιστορικής 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 του παρελθόντος της εταιρείας ή / και των δομικών στοιχείων του κλάδου και επομένως είναι μεγάλη η πιθανότητα σφάλματος πρόβλεψης και απόκλισης της εκτιμώμενης αξίας από την πραγματική. Θεωρούμε ότι η περίπτωση της εταιρείας ΣΙΘΩΝΙΑ ΜΠΗΤΣ ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ εμπίπτει στην κατηγορία αυτή.

Οι μέθοδοι που επιλέχθηκαν για την αποτίμηση του συνόλου των μετοχών της εταιρίας ΣΙΘΩΝΙΑ ΜΠΗΤΣ ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ με ημερομηνία 20/07/2003 είναι οι παρακάτω:

α) η μέθοδος της προεξόφλησης των ελευθέρων ταμιακών ροών, β) η μέθοδος του οικονομικού κέρδους και γ) μέθοδοι συγκριτικής αποτίμησης (πολλαπλασιαστής).

Τα κριτήρια για την επιλογή των παραπάνω είναι: α) αποτελούν κυρίαρχες μεθόδους αποτίμησης στη διεθνή πρακτική με θεωρητική θεμελίωση και πρακτική εφαρμογή και

β) η διαθεσιμότητα των στοιχείων που αναφέρονται στα οικονομικά χαρακτηριστικά, τις ιδιαιτερότητες του κλάδου, της αγοράς και στην δυναμική της εταιρίας ΣΙΘΩΝΙΑ ΜΠΗΤΣ ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ, της οποίας την εύλογη αξία του συνόλου των μετοχών καλούμαστε να προσεγγίσουμε.

4.1. Μέθοδος των προεξοφλημένων καθαρών ταμιακών ροών

Επιλέχθηκε για το λόγο ότι η μέθοδος αυτή απεικονίζει τη δυναμική εικόνα μιας επιχείρησης και τη προεκτείνει στο μέλλον με βάση τη προοπτική ανάπτυξης και τη μελλοντική της κερδοφορίας (going concern).

4.2. Μέθοδος Οικονομικού Κέρδους

Επιλέχθηκε για το λόγο ότι η μέθοδος αυτή αποτελεί μια σύγχρονη μεθοδολογία αποτίμησης, είναι απόλυτα συμβατή με την χρηματοοικονομική θεωρία, τη προεξόφληση των ταμιακών ροών και με βάση την μεθοδολογία αυτή η επιχείρηση εξακολουθεί να είναι ζωντανός οργανισμός που αναπτύσσεται στο μέλλον.

4.3. Μέθοδοι των πολλαπλασιαστών

Επιλέχθηκε η μέθοδος του πολλαπλασιαστή των πωλήσεων και η συσχέτιση της αξίας της εταιρίας με το λειτουργικό περιθώριο, διότι θεωρήσαμε ότι είναι κατάλληλη για την περίπτωση της συγκεκριμένης εταιρίας, της οποίας η οικονομική αξία οδηγείται κυρίως από τα έσοδα και τη διαχείριση τους (revenue & yield management).

Θεωρούμε ότι τα έξοδα λειτουργίας μιας επιχείρησης της μορφής αυτής είναι σε μεγάλο βαθμό σταθερά και ελεγχόμενα (controllable) από το μάνατζμεντ της επιχείρησης κατά την διάρκεια ζωής της επένδυσης.

Ο κλάδος αυτός (Hotel / Gaming) είναι γνωστό, ότι παρουσιάζει την ιδιομορφία των αναλογικά σταθερών λειτουργικών δαπανών, των σταθερών επενδύσεων παγίου κεφαλαίου και επομένως έχει υψηλή λειτουργική μόχλευση.

Ταυτόχρονα παρουσιάζει μεταβλητότητα (volatility) εσόδων που συνδέεται άμεσα με την εισοδηματική ελαστικότητα της ζήτησης και τη πορεία του συνόλου της οικονομίας (boom vs recession). Με βάση το παραπάνω σκεπτικό, η αξία της εταιρίας είναι συνάρτηση του επιπέδου των πωλήσεων (revenue driven) που αποτελεί την κύρια πηγή λειτουργικού κινδύνου και άρα επηρεάζει άμεσα και το επίπεδο του λειτουργικού της περιθωρίου.

Επιπρόσθετα, η εταιρία δεν έχει ιστορική διαδρομή με τη νέα Διοικητική της δομή. Σύμφωνα όμως με το επιχειρηματικό σχέδιο που κατήρτισε η Διοίκηση της Εταιρίας, προβλέπεται μια αρχική περίοδος μεγάλης ανάπτυξης.

Οι μέθοδοι των πολλαπλασιαστών με βάση τις συγκρίσιμες αποτιμήσεις αποτελούν σε γενικές γραμμές μια θεωρητικά αποδεκτή μεθοδολογία αποτίμησης, είναι απόλυτα συμβατοί με τη χρηματοοικονομική θεωρία και συνήθως διακρίνουν δύο περιόδους μεγέθυνσης της οικονομικής αξίας και συγκεκριμένα:

α) μια περίοδο μεγάλης ανάπτυξης και β) περίοδο σταθερής ανάπτυξης στο διηνεκές. Η μικροοικονομική θεωρία σήμερα συγκλίνει με την άποψη ότι ο κύκλος ζωής των διαφόρων κλάδων της οικονομίας και η ένταση ανταγωνισμού μέσα στους κλάδους αυτούς επιφέρουν τελικά σε κάποια χρονική στιγμή (Περίοδος Ανταγωνιστικού Πλεονεκτήματος) ωριμότητα και ισορροπία στον κλάδο με αποτέλεσμα η απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων να εξισούται με το κόστος τους και επομένως η οικονομική αξία που δημιουργείται για τις εταιρίες να είναι σχεδόν μηδενική.

Στην περίπτωση της συγκεκριμένης εταιρίας θεωρήσαμε ότι οι σημαντικότεροι οδηγοί αξίας είναι:

α) η προβλεπόμενη αναμενόμενη αύξηση των πωλήσεων β) το ποσοστό επανεπένδυσης των κερδών γ) η προβλεπόμενη μεγέθυνση του λειτουργικού περιθωρίου και δ) η περίοδος διάρκειας διατήρησης του ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος χωρίς μεγάλες νέες επενδύσεις καθώς και το μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου.

Στο σχετικό Παράρτημα Β παρατίθενται αναλυτικά επιλεγμένοι οικονομικοί δείκτες δείγματος εταιριών που διεθνώς δραστηριοποιούνται στον κλάδο, λειτουργούν σε ώριμες αγορές και χρησιμοποιήθηκαν για να υπολογισθούν οι αντίστοιχοι οδηγοί αξίας και τελικά ο πολλαπλασιαστής του λειτουργικού περιθωρίου της εταιρίας.

Για τις ανάγκες των μεθόδων αποτίμησης των Ελεύθερων Ταμιακών Ροών και του Οικονομικού Κέρδους, ο υπολογισμός της αξίας των μετοχών της εταιρίας στηρίχθηκε κατά βάση στις προβλέψεις του Επιχειρηματικού Σχεδίου που η Διοίκηση της εταιρίας έθεσε στη διάθεση μας για την περίοδο 20.7.2003 –

31.12.2008 καθώς και την αρχική περίοδο λειτουργίας της εταιρείας (έτος 2002 και Λογιστική Κατάσταση της 20.07.2003).

Οι παραδοχές αυτές αναλύονται σε παραδοχές πωλήσεων, κόστους και αποτελεσμάτων, παραδοχές νέων επενδύσεων, ανάγκες ανανέωσης της υποδομής και ανάγκες κεφαλαίου κίνησης. Με βάση τις παραδοχές αυτές διαμορφώσαμε ένα συνολικό πλαίσιο κατάρτισης pro forma οικονομικών καταστάσεων για την περίοδο 20.7.2003 – 31.12.2008 της προβλεπόμενης μεγάλης ανάπτυξης της εταιρείας δηλ. μέχρι να υπάρξει σταθεροποίηση των οδηγών αξίας. Προβλέπεται ότι η εταιρία θα έχει διαμορφώσει μια επαρκή αριθμητικά πελατειακή βάση (loyal care customer base) που θα αποτελεί τη βασική πηγή των εσόδων της κατά τη περίοδο αυτή (βλ. πίνακες 1 & 2).

Βάση της προβολής των προβλέψεων για τις pro forma οικονομικές καταστάσεις αποτέλεσε η τελευταία διαθέσιμη περίοδος πραγματικής λειτουργίας της εταιρίας με τη νέα της μορφή δηλ. 1/1 – 20/07/2003.

Οι προβλέψεις έγιναν σε δύο επίπεδα:

1. Πρόβλεψη αρχικής περιόδου ανάπτυξης από 20/7/2003 – 2008 με βάση τις παραδοχές της Διοίκησης και στη συνέχεια πρόβλεψη περιόδου σταθεροποίησης των βασικών οδηγών αξίας (value drivers) για την περίοδο 2009 – 2019 και,
2. Υπολογισμός της υπολειμματικής αξίας στο διηνεκές με την παραδοχή της μηδενικής δημιουργίας αξίας (μηδενικό spread δηλ. απόδοση επενδυμένου κεφαλαίου = κόστος κεφαλαίου)

Οι παραδοχές του παραπάνω οικονομικού σχεδιασμού, μας έδωσαν τους Πίνακες 1 – 9 και περιλαμβάνουν την πρόβλεψη της χρηματοοικονομικής εξέλιξης της Εταιρίας για τα προσεχή χρόνια και τελικά την αποτίμηση της αξίας των μετοχών της με τις μεθόδους των ελεύθερων ταμιακών ροών και του οικονομικού κέρδους.

Οι παράγοντες που κύρια επηρεάζουν την δημιουργία αξίας για τους μετόχους της Εταιρίας και που χρειάζονται για την εφαρμογή των παραπάνω μεθόδων που εφαρμόσαμε αφορούν την μελλοντική πορεία της Εταιρίας - και όχι την ιστορική - και είναι μέθοδοι ποσοτικοποίησης της οικονομικής αξίας.

Οι οδηγοί διαμόρφωσης της οικονομικής αξίας (value drivers) είναι κυρίως οι παρακάτω:

- ▶ προβλεπόμενος ρυθμός αύξησης του κύκλου εργασιών
- ▶ προβλεπόμενος ρυθμός μεταβολής του λειτουργικού περιθωρίου
- ▶ ρυθμός αύξησης των παγίων που είναι απαραίτητος για την υποστήριξη των διαφορικών (incremental) πωλήσεων
- ▶ ρυθμός αύξησης του κεφαλαίου κίνησης για την υποστήριξη των διαφορικών (incremental) πωλήσεων

- ▶ το μετά από φόρους μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου
- ▶ η περίοδος μεγέθυνσης
- ▶ φορολογικός συντελεστής σε ταμιακή βάση (cash tax rate)

Με βάση τα παραπάνω:

- ▶ Ο προβλεπόμενος ρυθμός αύξησης του κύκλου εργασιών για την προσεχή περίοδο 20/7/2003 – 2008 λειτουργίας σύμφωνα με τους υπολογισμούς της Διοίκησης σε 90,03%, 23,96%, 5% και 5% περίπου για την υπόλοιπη περίοδο. Η πολύ μεγάλη προβλεπόμενη αύξηση του πρώτου έτους οφείλεται στο γεγονός ότι είναι το πρώτο πραγματικό έτος λειτουργίας με πλήρη παραγωγική δραστηριότητα. Στα επόμενα χρόνια ο ρυθμός ανάπτυξης εξορθολογικοποιείται ενώ για την σταθεροποίηση προβλέπεται να μην ξεπεράσει το 5% το χρόνο.
- ▶ Το κόστος πωλήσεων σαν ποσοστό των πωλήσεων διατηρείται επίσης σταθερό και προβλέπεται να αποτελεί το 58% του τζίρου κατά μέσο όρο συμπεριλαμβανομένων των εξόδων διάθεσης και διοικητικής λειτουργίας για την περίοδο 20.7.2003 – 2008.
- ▶ Το λειτουργικό περιθώριο του Ομίλου με βάση τα προσδοκώμενα μεγέθη πωλήσεων που παρουσιάζονται στις αναλυτικές προβλέψεις της εταιρίας για τα επόμενα πέντε έτη το ετήσιο ανατοκίζόμενο ποσοστό μεγέθυνσης (Compounded Annual Growth Rate) ανέρχεται στο 29% περίπου.

5.1. Μεσοσταθμικό Κόστος Κεφαλαίου

Το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου που χρησιμοποιήθηκε για την προεξόφληση των ταμειακών ροών, υπολογίστηκε με βάση το επιτόκιο ελεύθερου κινδύνου (R_f), με επιτόκιο αναφοράς το 10ετές ομόλογο του Ελληνικού Δημοσίου λήξεως 2012, που είχε καθαρή απόδοση περίπου 4%.

Πάνω στο επιτόκιο αυτό προστέθηκε ένα πριμ κινδύνου μιας ώριμης κεφαλαιαγοράς (S&P 500) για μια μεγάλη ιστορική χρονική περίοδο (1926-2000) που περιλαμβάνει την τιμολόγηση κινδύνου της αγοράς (market price of risk) και είναι η μέση αριθμητική διαφορά μεταξύ των αποδόσεων των μακροπρόθεσμων ομολόγων από την απόδοση του Δείκτη S&P 500. Το πρίμ αυτό ανέρχεται στο 7,80% (Ibbotson Associates Yearbooks Ed. 2001) .

Επειδή η εταιρία δεν είναι εισηγμένη σε καμία κεφαλαιαγορά χρησιμοποιήσαμε τον συντελεστή Beta (β) της εισηγμένης στο ΧΑΑ εταιρίας του ίδιου κλάδου HOTEL/GAMING) της «HYATT REGENCY ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΗ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗ Α.Ε.» που θεωρήσαμε ότι είναι ο πλέον κατάλληλος για να εκφράσει στο υπόδειγμα CAPM (Capital Asset Pricing Model) το συστηματικό κίνδυνο της εταιρίας.

Στόχος μας εδώ είναι να προσομοιαστεί ο συστηματικός κίνδυνος με αυτόν εταιρίας ιδίου κλάδου και περίπου ίδιων θεμελιωδών χαρακτηριστικών κινδύνου (risk profile) με την εταιρία. Το β της εταιρίας αυτής ανέρχεται στο 1,396 (Πηγή ΕΤΒΑ β Book).

Το κόστος του κεφαλαίου που προκύπτει για την συνολική ζητούμενη απόδοση του μετοχικού κεφαλαίου ανέρχεται στο 14,67%, με βάση το μοντέλο CAPM (Capital Asset Pricing Model), το οποίο προσδιορίζεται από την παρακάτω σχέση:

$$R_E = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

Το μεσοσταθμικό τελικό κόστος κεφαλαίου που υπολογίζεται από την στάθμιση των διάφορων πηγών κεφαλαίου που χρηματοδοτεί την εταιρία με βάση τα παραπάνω ανέρχεται στο 12,49% **(βλ. Πίνακα Υπολογισμού)**.

Το μέσο σταθμικό κόστος του κεφαλαίου της εταιρίας δίνεται από την παρακάτω σχέση:

$$WACC = R_d * (1 - T_c) * D / (D + E) + R_e * E / (D + E),$$

Όπου T_c είναι ο φορολογικός συντελεστής, D και E η αξία των δανείων και του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας αντίστοιχα και που χρησιμοποιούνται σαν συντελεστές στάθμισης. Με βάση τα παραπάνω καταρτίσαμε τον παρακάτω πίνακα υπολογισμού του μεσοσταθμικού κόστους κεφαλαίου.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΜΕΣΟΣΤΑΘΜΙΚΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

	ΣΤΑΘΜΙΣΗ(W)	Π.Φ.	Μ.Φ.	ΜΣΚΚ(WACC)Μ.Φ.
Ίδια Κεφάλαια	80,06%	14,67%	14,67%	11,75%
Επιχορήγηση	2,54%	2,5%	2,50%	0,06%
Ξένα Κεφάλαια	17,4%	6,00%	3,90%	0,68%
Σύνολο WACC	100%			12,49%

Τελικά, η υπολειμματική αξία της εταιρίας στο διηνεκές υπολογίσθηκε με βάση την παρακάτω σχέση:

$$RV = FCF_{2017} * (1 + g) / (WACC - g),$$

Όπου RV είναι η υπολειμματική αξία (Residual Value), FCF_{2017} είναι η ελεύθερη ταμιακή ροή του έτους 2017 και g είναι ο σταθερός ρυθμός αύξησης των ελεύθερων ταμιακών ροών στο διηνεκές.

6.1 Οι δυσκολίες αποτίμησης και η εφικτότητα της περιόδου μεγέθυνσης - Γενικά σχόλια

Ο κλάδος των Ξενοδοχείων/Καζίνο υπήρξε τις τελευταίες δεκαετίες σύμφωνα με τα διεθνή στατιστικά στοιχεία το γρηγορότερα αυξανόμενο τμήμα του Τουριστικού προϊόντος και ειδικότερα της niche αγοράς αναψυχής.

Για το λόγο αυτό αποτελεί πλέον νέο κλάδο με δικά του χαρακτηριστικά και δυναμική ανάπτυξης. Αποτελεί τμήμα της Τουριστικής αγοράς όπου μπορεί να υπάρξουν αρκετά υψηλά περιθώρια. Για το λόγο αυτό και επιπρόσθετα για το γεγονός ότι μεγάλα ποσά cash αλλάζουν χέρια, τα συστήματα εσωτερικού ελέγχου των επιχειρήσεων Ξενοδοχείων/Καζίνο πρέπει να αποτελούν το ισχυρό «χαρτί» στην εσωτερική τους οργάνωση.

Ο μελλοντολόγος John Naaisbitt ,στο βιβλίο του Global Paradox υπογράφει την άποψη ότι ο Τουρισμός θα είναι ο ένας από τους 3 κλάδους που θα οδηγήσει τη παγκόσμια οικονομία τον 21^ο αιώνα.

Η διατήρηση υψηλών ρυθμών αύξησης των πωλήσεων κατά την αρχική περίοδο της πρόβλεψης που το management της εταιρίας πιστεύει ότι θα μπορέσει να επιτύχει, αποτελεί συστατικό στοιχείο πραγματοποίησης (realization) της οικονομικής αξίας που υπολογίζεται στην αποτίμηση αυτή. Το ερώτημα δεν είναι αν Κλάδοι και Εταιρίες σε κάποια φάση της ζωής τους εισέρχονται σε φάση στασιμότητας , αλλά το πότε θα συμβεί αυτό δηλ. σε ποια χρονική στιγμή θα έχει παρέλθει η χρονική περίοδος ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος (CAP-Competitive Advantage Period). Η CAP αποτελεί συστατικό στοιχείο της πραγματικής αξίας της επιχείρησης, αφού αποτελεί τη βασική περίοδο δημιουργίας οικονομικής αξίας και άρα ενσωματώνεται στην αποτίμηση

Στην περίπτωση των εταιριών Ξενοδοχείων/Καζίνο, η αρχική περίοδος αύξησης των πωλήσεων συνήθως συνοδεύεται από εκρηκτική άνοδο. Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, αποτελεί ένα ιδιόμορφο τμήμα της αγοράς του Τουριστικού προϊόντος που σε κάποια φάση του κύκλου ζωής του παρουσιάζει σημεία κόπωσης και χρειάζεται μεγάλες επενδύσεις σε υποδομές για να ξαναρχίσει μια νέα περίοδο κύκλου αύξησης των εσόδων (revenue circle).

Από άποψη δομής του κόστους οι εταιρίες αυτές λειτουργούν με υψηλό σταθερό λειτουργικό κόστος και υψηλό κόστος απόσβεσης του επενδυμένου κεφαλαίου. Αυτό σημαίνει ότι υπάρχει υψηλός βαθμός λειτουργικής μόχλευσης και άρα υψηλός κίνδυνος για τις εταιρίες του κλάδου, που θα πρέπει να δώσουν έμφαση στη αύξηση της ζήτησης της προσφερόμενης υπηρεσίας και την αύξηση της μέσης κατανάλωσης ανά επισκέπτη για να μπορέσουν να μεγιστοποιήσουν τις πωλήσεις τους που είναι ένας από τους κυριότερους οδηγούς δημιουργίας αξίας .

Η περίοδος που οι εταιρίες εισέρχονται σε φάση ωριμότητας και σταθερής ή μηδενικής ανάπτυξης επηρεάζεται επιπρόσθετα από κυβερνητικές αποφάσεις. Αυτές συνακόλουθα επηρεάζουν τις 5 δομικές δυνάμεις ανάλυσης του κλάδου (Είσοδος νέων παικτών, Υποκατάστατα, Ένταση του ανταγωνισμού, Διαπραγματευτική δύναμη Προμηθευτών και Αγοραστών-Βλ. Michael Porter- Competitive Strategy / 5 Forces Industry Analysis Framework) και άρα αλλάζουν τη δομή του κλάδου μειώνοντας ή εντείνοντας τον ανταγωνισμό κατά περίπτωση σε ένα κλάδο που θεωρείται ελεγχόμενος (regulated).

Αυτό σημαίνει, ότι εξωγενείς και μη ελεγχόμενες αποφάσεις μπορεί να δημιουργήσουν συνθήκες ευνοϊκές (ή μη) ανταγωνισμού και άρα να αυξήσουν (ή μειώσουν) την ελκυστικότητα του κλάδου με ανάλογες επιπτώσεις στη ζήτηση των υπηρεσιών του κλάδου.

Για την αποτίμηση του **ΣΙΘΩΝΙΑ ΜΠΗΤΣ ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ** χρησιμοποιήσαμε τις κλασσικές μεθόδους αποτίμησης των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών και του Οικονομικού Κέρδους, που ως γνωστό θα πρέπει να συμπίπτουν στην αποτίμηση της Οικονομικής αξίας και σαν τρίτη μέθοδο τον πολλαπλασιαστή του λειτουργικού κέρδους στη βάση συγκρίσιμων συναλλαγών δείγματος του εταιριών του κλάδου.

Ο στόχος ήταν να αποτιμηθεί η εταιρία **ΣΙΘΩΝΙΑ ΜΠΗΤΣ ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ** βρίσκεται σε φάση start up και άρα δεν υπάρχει ιστορικό παρελθόν ρυθμού ανάπτυξης της με χρήση θεμελιωδών μεγεθών ομοειδών εταιριών του κλάδου.

Δείγμα των εταιριών αυτών χρησιμοποιήθηκαν στο διαδίκτυο – www.marketguide.com - (βλ. Παράρτημα Β – Κατάσταση Εταιριών που δραστηριοποιούνται διεθνώς στο κλάδο Hotel / Gaming).

Από το δείγμα των εταιριών αυτών χρησιμοποιήθηκαν τα θεμελιώδη μεγέθη που θεωρήθηκαν του κλάδου σε ώριμο περιβάλλον σταθερής ανάπτυξης σε συνάρτηση με τις προβλέψεις της Διοίκησης της Εταιρίας και συγκεκριμένα:

- Το μέσο ποσοστό αύξησης των πωλήσεων
- Η ζητούμενη απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου με βάση το υπόδειγμα CAPM του 2003

Η ανάπτυξη του υποδείγματος του πολλαπλασιαστή του λειτουργικού περιθωρίου μας δίνει την αξία της εταιρίας σαν συνάρτηση των ιστορικών πωλήσεων και του λειτουργικού περιθωρίου με ανάλυση ευαισθησίας σε διαφορετικά επίπεδα λειτουργικού περιθωρίου (Βλ. Πίνακα 10).

Σαν βάση χρησιμοποιήσαμε τις πραγματικές πωλήσεις του έτους 2002 της εταιρίας που είναι χαμηλές και δεν έχουν ενσωματώσει το στοιχείο της αναμενόμενης μεγέθυνσης (growth) το οποίο εκφράζεται όμως

στο πολλαπλασιαστή του λειτουργικού περιθωρίου. Συγκεκριμένα, ενώ ο μέσος πολλαπλασιαστής του κλάδου που βρίσκεται σε ώριμη φάση είναι 6,74 φορές, για την εταιρία είναι 7,06 φορές (Βλ. Πίνακα).

Η σχέση αυτή εκφράζει το ποσοστό μεγέθυνσης (growth gap) μεταξύ των εταιριών που λειτουργούν σε κατάσταση συνθηκών ισορροπίας του κλάδου. Η εταιρία **ΣΙΘΩΝΙΑ ΜΠΗΤΣ ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ** θα πρέπει λογικά να περάσει τη φάση ανάπτυξης της που μόλις αρχίζει πριν καταλήξει σε φάση ωριμότητας.

Η αξία της εταιρίας είναι πολύ ευαίσθητη στους δείκτες αύξησης των πωλήσεων και του λειτουργικού περιθωρίου. Αυτό φαίνεται ξεκάθαρα και από το γράφημα του Παραρτήματος Δ, όπου υπάρχει μεγάλη μόχλευση μεταξύ των παραπάνω δεικτών και της αξίας της εταιρίας.

Τα θεμελιώδη μεγέθη του Δείγματος των εταιριών που χρησιμοποιήθηκαν εμφανίζονται αναλυτικά στο Παράρτημα Γ.

Σύμφωνα με τους στόχους της Διοίκησης η κεφαλαιακή διάρθρωση της Εταιρίας στηρίζεται κυρίως σε ίδια κεφάλαια με πολύ ελεγχόμενο δανεισμό. Στο βαθμό που η εταιρία αποφασίσει να χρησιμοποιήσει διαφορετικό μίγμα κεφαλαίων η αποτίμησή της θα μεγαλώσει αν εισάγει περισσότερη μόχλευση στο χρηματοδοτικό της σχήμα (optimal capital structure) και κινηθεί προς το σημείο άριστης κεφαλαιακής δομής.

Παραθέτουμε κατωτέρω τις αποτιμήσεις με τις τρεις επιλεγείσες μεθόδους ως και την τελική τιμή αποτίμησης βάσει της ποσοστιαίας βαρύτητας που υποκειμενικά δίνουμε για την κάθε μέθοδο.

6.2 Μέθοδος των Ελεύθερων ταμιακών ροών

Με την μέθοδο των προεξοφλημένων ταμιακών ροών (Discounted FCFF το σύνολο της λειτουργικής και υπολειμματικής αξίας της εταιρίας με βάση τις πιο πάνω παραδοχές ανέρχεται στο ποσό των **69.875 χιλ. Ευρώ** (ΠΙΝΑΚΑΣ 8).

Σύνολο αξίας εταιρίας: 69.875 χιλ. Ευρώ

6.3 Μέθοδος του οικονομικού κέρδους

Η μέθοδος του οικονομικού κέρδους δίνει ένα μέσο περιθώριο (spread) μεταξύ απόδοσης και κόστους κεφαλαίου της τάξεως του 45% κατά μέσο όρο για τα πρώτα 5 χρόνια σύμφωνα με τα δεδομένα πρόβλεψης της Διοίκησης της εταιρίας (μέση απόδοση επενδυμένου κεφαλαίου 32%). Σύμφωνα και με την μεθοδολογία αυτή, η αξία της εταιρίας ανέρχεται στα **69.875 χιλ. Ευρώ** (ΠΙΝΑΚΑΣ 9).

Σύνολο αξίας εταιρίας: 69.875 χιλ. Ευρώ

6.4 Μέθοδος του πολλαπλασιαστή του λειτουργικού περιθωρίου

Με βάση την μέθοδο αυτή η αποτίμηση της εταιρίας βασισμένη στα λειτουργικά κέρδη που μπορεί να παραχθούν κατά τις δύο διαδοχικές περιόδους οικονομικής μεγέθυνσης της εταιρίας ανέρχεται στα **59.712 χιλ. Ευρώ** (βλ. ΠΙΝΑΚΑ 10 & ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Γ).

Σύνολο αξίας εταιρίας: 59.712 χιλ. Ευρώ.

6.5 Ανακεφαλαίωση Αποτίμησης

Μέθοδος	Αξία σε χιλ. Ευρώ	Στάθμιση*	Τελική Αποτίμηση σε χιλ. Ευρώ
Ελεύθερες Ταμειακές Ροές	69.875	40%	27.950
Οικονομικό κέρδος	69.875	40%	27.950
Πολλαπλασιαστής	59.712	20%	<u>11.942</u>
Τελική αξία εταιρίας			<u>67.842</u>

Βάσει των ανωτέρω η τελική αξία της εταιρίας ανέρχεται σε Ευρώ 67.850.000 περίπου με βάση τα προεκβαλλόμενα στο μέλλον οικονομικά στοιχεία της εταιρίας. Η αποτίμηση που βασίζεται στα προβλεπόμενα οικονομικά στοιχεία μιας μη εισηγμένης εταιρείας στη χρηματιστηριακή πρακτική εκτιμούμε ότι μπορεί να βρίσκεται σε "discount μη διαπραγμάτευσης" που κυμαίνεται από 20 – 30% όταν αυτή δεν είναι εισηγμένη στην κεφαλαιαγορά. Το ποσό αυτό αποτελεί ένα πριμ εισαγωγής και μπορεί να θεωρηθεί ότι εκφράζει το σύνολο των πριμ ρευστότητας, εμπορευσιμότητας και άμεσου valuation που προσφέρει η Χρηματιστηριακή Αγορά στις εισηγμένες εταιρίες. Στην περίπτωση της "ΣΙΘΩΝΙΑ ΜΠΗΤΣ" θεωρήσαμε ότι το ποσοστό αυτό λόγω αντικειμένου δραστηριότητας της εταιρείας μπορεί να είναι maximum 20%. Με βάση αυτό το συλλογισμό, η τελική τιμή μπορεί να κυμαίνεται μεταξύ του χαμηλού ορίου των 54.280 χιλ. Ευρώ περίπου και του υψηλού ορίου των 67.850 χιλ. Ευρώ. Για τους σκοπούς του υπολογισμού της σχέσης ανταλλαγής των μετοχών της νέας εταιρίας, έχει ακολουθηθεί η συντηρητική αποτίμηση του κατώτερου παραπάνω ορίου.

- Σημείωση: Η στάθμιση του παραπάνω Πίνακα είναι υποκειμενική και εκφράζει τη βαρύτητα πρακτικής και θεωρητικής επάρκειας που δίνουμε στις μεθόδους αποτίμησης που χρησιμοποιήθηκαν.

7. ΠΙΝΑΚΕΣ

ΠΙΝΑΚΑΣ	1	ΙΣΤΟΡΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ - ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ 5ΕΤΙΑΣ
ΠΙΝΑΚΑΣ	2	ΙΣΤΟΡΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ - ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΩΝ 5ΕΤΙΑΣ
ΠΙΝΑΚΑΣ	3	ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΤΑΜΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ
ΠΙΝΑΚΑΣ	4	ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΠΕΝΔΥΜΕΝΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ
ΠΙΝΑΚΑΣ	5	ΕΛΕΥΘΕΡΕΣ ΤΑΜΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ
ΠΙΝΑΚΑΣ	6	ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΚΕΡΔΟΣ
ΠΙΝΑΚΑΣ	7	ΟΔΗΓΟΙ ΑΞΙΑΣ & ΔΕΙΚΤΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ
ΠΙΝΑΚΑΣ	8	ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕ ΤΗ ΜΕΘΟΔΟ ΤΩΝ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ
ΠΙΝΑΚΑΣ	9	ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕ ΤΗ ΜΕΘΟΔΟ ΤΟΥ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ
ΠΙΝΑΚΑΣ	10	ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕ ΤΗ ΜΕΘΟΔΟ ΤΟΥ ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΑΣΤΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΩΝ ΚΕΡΔΩΝ