
ΜΥΘΟΙ & ΑΛΗΘΕΙΕΣ
στην ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΤΑΙΡΙΩΝ
ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ στο ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ
- ΕΛΛΑΔΑ και ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΑΓΟΡΕΣ

Οι Μύθοι γύρω από τον Ορισμό της Αποτίμησης σε
Φιλοσοφικό Επίπεδο και οι Πραγματικές τους Διαστάσεις

Χορηγοί Ακαδημαϊκής Έρευνας & Ανάλυσης
Αγορών Χρεογράφων
της **“Valuation & Research Specialists”**
και του **“Investment Research & Analysis Journal”**



Valuation &
Research
Specialists

Ο Οίκος Έρευνας & Ανάλυσης “VRS” δραστηριοποιείται στην παροχή εξειδικευμένων χρηματοοικονομικών υπηρεσιών σε εταιρικούς πελάτες υψηλών προδιαγραφών που δραστηριοποιούνται σήμερα στην εγχώρια και τη διεθνή κεφαλαιαγορά.

Κύρια αποστολή του είναι η προσφορά υψηλού επιπέδου έρευνας, ανάλυσης και αποτίμησης εταιριών, μέσω της συστηματικής παρακολούθησης και μελέτης όλων των χρηματοοικονομικών εξελίξεων στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίου. Οι συντελεστές του οίκου “VRS” διαθέτουν πολυετή εμπειρία στο χώρο της εγχώριας και διεθνούς οικονομίας καθώς και σε πεδία έρευνας και ανάλυσης των κεφαλαιαγορών, με παράλληλη εξειδίκευση στους τομείς της ανάλυσης και αποτίμησης εισηγμένων και μη εταιριών.

ΜΥΘΟΙ και ΑΛΗΘΕΙΕΣ

Στην ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΤΑΙΡΙΩΝ

ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ στο ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ

Νικόλαος Ηρ. Γεωργιάδης (*)

Η αποτίμηση εταιριών και κυρίως μετοχών εισηγμένων σε διεθνή χρηματιστήρια, αποτελεί μία διαδεδομένη πρακτική στην αναζήτηση των ελκυστικότερων επενδυτικών επιλογών από θεσμικούς και ιδιώτες επενδυτές ανά τον κόσμο. Κατά καιρούς έχουν ακουστεί πολλά για τη θεωρητική αξία μιας μετοχής όσον αφορά στην καταλληλότερη μεθοδολογία και τις ρεαλιστικότερες υποθέσεις αποτίμησης που πρέπει να υιοθετούνται για την εξαγωγή του τελικού αποτελέσματος (δηλαδή της δίκαιης αξίας μιας επιχείρησης).

Στην πράξη, έχουν δημιουργηθεί, κατά το παρελθόν, ορισμένοι μύθοι γύρω από τον ορισμό της αποτίμησης σε φιλοσοφικό επίπεδο, την ακρίβεια των αποτελεσμάτων της, τη φύση των χρηματοοικονομικών μοντέλων που δημιουργούνται από τους εκάστοτε αναλυτές για το σκοπό αυτό, καθώς και για τα πεδία εφαρμογής της αποτίμησης. **Η εξέταση αυτών των μύθων και η αναζήτηση της αληθινής τους προέκτασης ή διάστασης, προσφέρει την ευκαιρία αποτύπωσης της άλλης όψης του νομίσματος, η οποία είναι πιο ρεαλιστική και ασφαλώς εποικοδομητική γι' αυτούς που ασχολούνται με την αποτίμηση των εταιριών και ταυτόχρονα εμβαθύνουν σε αυτή.** Οι παρακάτω Μύθοι & Αλήθειες αναφέρονται - μεταξύ των άλλων - στη χρήση των μοντέλων Discounted Cash Flow Model (DCFM) και Dividend Discount Model (DDM) για την εξαγωγή της δίκαιης αξίας μιας επιχείρησης και της αντίστοιχης μετοχής της.

Η Αποτίμηση Αποτελεί μία Αντικειμενική Εκτίμηση της Εταιρικής Αξίας

Αυτός ο μύθος δημιουργείται από την εντύπωση ότι κατά την αποτίμηση μιας εταιρίας πρέπει να λαμβάνονται υπόψη συγκεκριμένες – προκαθορισμένες – υποθέσεις αποτίμησης, οι οποίες δεν διαφέρουν από αναλυτή σε αναλυτή, με αποτέλεσμα να μην υπάρχει η ανάγκη υποκειμενικής εκτίμησης. Επίσης, **η δημιουργία αυτού του μύθου παραβλέπει τον καθοριστικό ρόλο που διαδραματίζει ο φορέας εκείνος, ο οποίος πληρώνει κάθε φορά την αποτίμηση ή την ανάλυση μιας εταιρίας.**

Στην πράξη, δεν μπορεί να υπάρξει αντικειμενική αποτίμηση. Μοντέλα όπως το DCFM ή το DDM περιλαμβάνουν μία μεγάλη σειρά υποθέσεων αποτίμησης, πολλές από τις οποίες δεν μπορούν να εκτιμηθούν αντικειμενικά λόγω της φύσης των παραμέτρων, αλλά και λόγω της έλλειψης επαρκούς πληροφόρησης ή γνώσης. Για παράδειγμα: Σε ποιο αντικειμενικό βαθμό μπορεί κάποιος να εκτιμήσει το μέσο ετήσιο ρυθμό ανάπτυξης των κερδών (προ τόκων και φόρων) ή των μερισμάτων μιας επιχείρησης στο μέλλον ή ακόμη και στο διηνεκές; Είναι φυσικό σε πολλές από αυτές τις παραμέτρους / υποθέσεις αποτίμησης, να υπεισέρχεται ο υποκειμενικός παράγοντας του αναλυτή ή του εκτιμητή που βασίζεται μεταξύ των άλλων και στις ακόλουθες συνισταμένες: Το κατά πόσο «πιστεύει» κάποιος στην εταιρία που αποτιμά, την έκταση στην οποία είναι εξοικειωμένος με τον κλάδο της, καθώς και τα βιώματα που έχει ο ίδιος ο αναλυτής αναφορικά με τις αποτιμήσεις εταιριών.

Συνεπώς, η αποτίμηση αποτελεί μία υποκειμενική και μεροληπτική προσέγγιση της εταιρικής αξίας, καθώς το αποτέλεσμα της εξαρτάται από τις υποθέσεις τις οποίες πραγματοποιεί ο εκάστοτε χρηματοοικονομικός αναλυτής. Όπως όμως προαναφέρθηκε, ο βαθμός της “μεροληψίας” εξαρτάται και από εκείνον το φορέα που πληρώνει εκάστοτε την εταιρική ανάλυση ή αποτίμηση. Πιο συγκεκριμένα, όταν μία **χρηματοπιστηριακή εταιρία ή μία επενδυτική τράπεζα** πληρώνει την ανάλυση στοχεύοντας στη διενέργεια χρηματοπιστηριακών πράξεων, τότε η αποτίμηση μπορεί να τείνει – όχι όμως πάντα – και να εξάγεται πιο ευνοϊκή απ’ όσο θα έπρεπε. Όταν η ανάλυση πληρώνεται από την ίδια την **εισηγμένη εταιρία** – επειδή η τελευταία επιθυμεί να υπάρχει κάλυψη της μετοχής της σε επίπεδο ανάλυσης – τότε και σε αυτήν την περίπτωση, οι υποθέσεις αποτίμησης και το τελικό αποτέλεσμα ενδέχεται να είναι πιο ευνοϊκά. Αντίθετα όμως, όταν η ανάλυση πληρώνεται από **μία επιχείρηση που θέλει να εξαγοράσει την εξεταζόμενη εταιρία**, τότε ασφαλώς η δίκαιη αξία της τελευταίας, εξάγεται χαμηλότερη σε σύγκριση με τις παραπάνω περιπτώσεις, καθώς η εξαγοράζουσα επιχείρηση επιθυμεί την αγορά της εταιρίας – στόχου με το χαμηλότερο δυνατό κόστος.

Η Αποτίμηση Προσφέρει Ακριβή Εκτίμηση της Εταιρικής Αξίας – Ο Παράγοντας της Μόχλευσης

Μία ακόμη εσφαλμένη αντίληψη που υπάρχει κατά καιρούς στον κόσμο των επιχειρήσεων ή τη χρηματοπιστηριακή αγορά συνδέεται με την εντύπωση ότι η αποτίμηση είναι μία διαδικασία η οποία εξάγει με ακρίβεια τη δίκαιη αξία μιας εταιρίας. Όπως προαναφέρθηκε, η εκπόνηση ενός χρηματοοικονομικού μοντέλου προϋποθέτει την εισαγωγή πλήθους παραμέτρων / υποθέσεων, η ακριβής υιοθέτηση των οποίων εναπόκειται στη διακριτική ευχέρεια του κάθε αναλυτή. Σε ένα μοντέλο DCFM ή DDM καθίσταται εμφανές ότι μία μικρή μεταβολή ορισμένων εκ των παραμέτρων – π.χ. του διατηρήσιμου κόστους δανεισμού, του συντελεστή κινδύνου beta ή ακόμη και του φορολογικού συντελεστή ή του διατηρήσιμου ρυθμού ανάπτυξης των πωλήσεων – δύναται να προκαλέσει

μία σημαντική και πολλαπλάσια μεγαλύτερη μεταβολή στην εξαγόμενη δίκαιη αξία μιας επιχείρησης. Με άλλα λόγια, **η διαδικασία αποτίμησης τείνει να παρουσιάζει υψηλή μόχλευση, γεγονός το οποίο σημαίνει ότι μεταβάλλοντας σε μικρό βαθμό μία υπόθεση του αντίστοιχου μοντέλου, ο αναλυτής ή εκτιμητής της εταιρικής αξίας μπορεί να φθάσει σχετικά εύκολα στο οποιοδήποτε επιθυμητό αποτέλεσμα.**

Επίσης, αρκετά συχνά διαφεύγει της προσοχής ότι **η αποτίμηση δεν αποτελεί – κατά μεταφορική έννοια – μία μαθηματική εξίσωση με προδιαγεγραμμένο αποτέλεσμα**, οπότε απλώς αναζητούμε τις υποθέσεις που πρέπει να εισάγουμε στο χρηματοοικονομικό μοντέλο προκειμένου να φθάσουμε στο γνωστό, εκ των προτέρων, αποτέλεσμα. Η δίκαιη αξία μιας εταιρίας ενδέχεται να είναι διαφορετική μεταξύ όλων των αναλυτών που επιχείρησαν να την αποτιμήσουν [στην ουσία, δεν αποκλείεται επίσης να υπάρχει μία γενική αλλά όχι απόλυτη προσέγγιση ή ομοφωνία (consensus) μεταξύ διαφορετικών αναλυτών ως προς τη δίκαιη αξία μιας εισηγμένης στο Χρηματιστήριο εταιρίας, που παρέχει επαρκή πληροφόρηση για την υλοποίηση της σχετικής αποτίμησης]. Συνεπώς, όταν μέσω ενός χρηματοοικονομικού μοντέλου αποτίμησης εξάγεται το συμπέρασμα, ότι η δίκαιη αξία μιας εταιρίας είναι, για παράδειγμα, της τάξεως των 150 εκατ. ευρώ, τότε η αξία αυτή θα πρέπει να λαμβάνεται ως μία κατά προσέγγιση αποτίμηση. Αυτό συμβαίνει διότι όπως προαναφέρθηκε, μία μικρή διαφοροποίηση στις υποθέσεις αποτίμησης μπορεί να οδηγήσει σε διαφορετική δίκαιη αξία. Συνεπώς όταν έρχεται η ώρα, η εταιρική αποτίμηση να αποτελέσει κριτήριο επενδυτικών αποφάσεων – αγοράς ή πώλησης μιας μετοχής – τότε είναι προτιμότερο και ασφαλέστερο να λαμβάνεται υπόψη ένα εύρος δίκαιων αξιών γύρω από την εξαγόμενη αποτίμηση – όπως ένα εύρος της τάξεως των 145–155 εκατ. ευρώ στο προηγούμενο παράδειγμα – και το εν λόγω εύρος να συγκρίνεται με την τρέχουσα χρηματιστηριακή αξία της επιχείρησης.

Επιπρόσθετα, **οι επενδυτικές αποφάσεις πρέπει να λαμβάνονται όχι μόνο βάσει ενός εύρους τιμών, αλλά και μέσω μιας ανάλυσης ευαισθησίας όπου εξάγονται δίκαιες αξίες για την ίδια την επιχείρηση με διαφορετικό κάθε φορά συνδυασμό παραμέτρων (όπως π.χ. βάσει του συνδυασμού του ρυθμού ανάπτυξης (g) και του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC)).** Κατά συνέπεια, μία «απόλυτη» εκτίμηση της εταιρικής αξίας είναι πολύ πιθανό να μη συνεισφέρει αποτελεσματικά στο σκοπό για τον οποίο υλοποιήθηκε και οποίος δεν είναι άλλος από τη διαμόρφωση των κριτηρίων εκείνων που βοηθούν στη λήψη των εκάστοτε επενδυτικών αποφάσεων.

Τα Πολύπλοκα Μοντέλα Αποτίμησης Είναι Ανώτερα των Απλών Μοντέλων

Όπως προαναφέρθηκε, μία αποτίμηση λαμβάνει χώρα μέσω ενός «πολυδαίδαλου» χρηματοοικονομικού μοντέλου, με πολλά επιμέρους τμήματα αλλά και πλήθος παραμέτρων για τις οποίες γίνονται οι εκάστοτε υποθέσεις. Σημειωτέον, ότι οι σχετικές υποθέσεις δεν είναι απαραίτητα κοινές μεταξύ διαφορετικών αναλυτών ή εκτιμητών. Σε γενικές γραμμές, για την αποτίμηση μιας εισηγμένης στο Χρηματιστήριο εταιρίας, **χρησιμοποιείται ένα μοντέλο το οποίο αποτελείται από την ανάλυση των πωλήσεων της εταιρίας, τον ισολογισμό, την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης, την κατάσταση ταμειακών ροών, καθώς και το τμήμα του DCFM ή DDM.** Σε όλα αυτά τα επιμέρους τμήματα αναφέρονται ιστορικές χρονιές αλλά και προβλέπονται μεγέθη (λογαριασμοί) για μελλοντικά έτη – συνήθως μία 5ετία και σπανιότερα μία 10ετία.

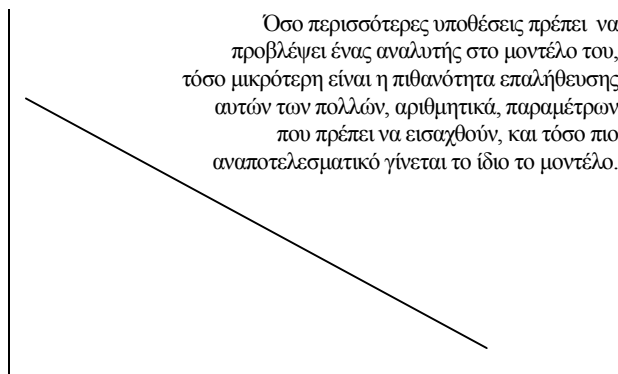
Για αρκετούς εκτιμητές ή αναλυτές το «κτίσιμο» πολύπλοκων χρηματοοικονομικών μοντέλων με πολλές παραδοχές και υποθέσεις αποτελεί ικανή ή / και αναγκαία συνθήκη για την εξαγωγή ενός ρεαλιστικού αποτελέσματος αποτίμησης. Όμως υπάρχει μία άλλη ομάδα παρατηρητών, η οποία υποστηρίζει ότι **αποστολή του εκτιμητή ή του αναλυτή πρέπει να αποτελεί η δημιουργία «ισορροπημένων» και «καθαρών» μοντέλων.** Με άλλα λόγια, μέσω των μοντέλων αυτών πρέπει να επιτυγχάνεται το επιθυμητό αποτέλεσμα χωρίς όμως τα ίδια να χάνουν την ευελιξία τους. Τέτοια χρηματοοικονομικά μοντέλα υφίστανται όταν για παράδειγμα, δεν εισάγονται υπερβολικές σε αριθμό υποθέσεις αποτίμησης (εκ των πραγμάτων ο αναλυτής δεν είναι σε θέση να εισάγει κάθε φορά προβλέψεις για τόσες πολλές παραμέτρους) και όταν ξεχωρίζουν με διακριτό τρόπο οι προβλέψεις του εν λόγω μοντέλου από τα υπόλοιπα ιστορικά (πραγματοποιηθέντα) στοιχεία.

Συνεπώς όσο μικρότερος – αλλά όχι περιορισμένος – είναι ο αριθμός των παραμέτρων / υποθέσεων που εισάγονται σε ένα χρηματοοικονομικό μοντέλο αποτίμησης, τόσο πιο πρακτικό, πιο κατανοητό και αποτελεσματικότερο καθίσταται το μοντέλο. **Ο ακριβής αριθμός των παραμέτρων / υποθέσεων αποτελεί εκ των πραγμάτων όμως μία λεπτή υπόθεση.** Πάντως, **μία ένδειξη του ακριβή αριθμού τους, προέρχεται από τη συνθήκη ότι υποθέσεις πρέπει να γίνονται μόνο για παραμέτρους τις οποίες ο αναλυτής κατέχει σε ικανοποιητικό βαθμό και τις οποίες μπορεί να προβλέψει** (ή για τις οποίες υπάρχει επαρκής πληροφόρηση ή / και κάλυψη αυτών). Για παράδειγμα, εάν ένας αναλυτής προβλέποντας τις μελλοντικές πωλήσεις μιας εταιρίας, πρέπει να λάβει υπόψη του και τη μελλοντική ισοτιμία ευρώ / δολαρίου, τότε μπορεί να χρησιμοποιήσει είτε τις δικές του εκτιμήσεις (εφόσον γνωρίζει επαρκώς τις εξελίξεις των διεθνών αγορών συναλλάγματος), ή να χρησιμοποιήσει προβλέψεις ειδικών αναλυτών για τη συγκεκριμένη ισοτιμία (τέτοιου είδους πληροφόρηση υπάρχει συνήθως διαθέσιμη στο ευρύτερο κοινό των επαγγελματιών).

Το παρακάτω σχήμα προσπαθεί να αποτυπώσει την επίδραση που ασκεί η εισαγωγή και η υιοθέτηση ολοένα και περισσότερων παραμέτρων / υποθέσεων, στην αποτελεσματικότητα ενός χρηματοοικονομικού μοντέλου.

Υποθέσεις & Αποτελεσματικότητα ενός Μοντέλου

Βαθμός
Αποτελεσματικότητας
Χρηματοοικονομικού
Μοντέλου Αποτίμησης



Αριθμός Υποθέσεων / Παραμέτρων

Η Αποτίμηση εφαρμόζεται μόνο σε Εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Εταιρίες

Η πλειοψηφία των χρηματοοικονομικών μοντέλων αποτίμησης (όπως τα μοντέλα DCFM και DDM) εφαρμόζεται τόσο σε εισηγμένες στο Χρηματιστήριο επιχειρήσεις όσο και σε μη εισηγμένες εταιρίες. Το γεγονός ότι η απαιτούμενη πληροφόρηση – η οποία είναι κάθε φορά αναγκαία για τη δημιουργία ενός εξειδικευμένου μοντέλου – προσφέρεται ευκολότερα και πιο οργανωμένα από τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο εταιρίες σε σύγκριση με τις μη εισηγμένες, είναι φυσικό να καθιστά τις αντίστοιχες αποτιμήσεις εισηγμένων εταιριών ρεαλιστικότερες και φαινομενικά πιο αξιόπιστες. Όμως στην πράξη, αποτιμήσεις βάσει τέτοιων μοντέλων γίνονται και για μη εισηγμένες επιχειρήσεις και μάλιστα με αρκετά μεγάλη συχνότητα, ιδιαίτερα σε χρονικές περιόδους όπου παρατηρείται σημαντική ζύμωση ή κινητικότητα σε επίπεδο εξαγορών και συγχωνεύσεων.

Σύνοψη Συμπερασμάτων

Οι παραπάνω διαπιστώσεις μας οδηγούν στο συμπέρασμα ότι η **εταιρική αποτίμηση (Corporate Valuation)** αποτελεί μία διαδικασία με έντονα **στοιχεία υποκειμενικής εκτίμησης**, με φυσική συνέπεια να μη «χρειάζεται» όλες οι αποτιμήσεις να εξάγουν το ίδιο ακριβώς αποτέλεσμα. Παράλληλα με την άποψη ότι δεν δύναται να υπάρξει ακριβές ή προδιαγεγραμμένο αποτέλεσμα σε μία αποτίμηση, η προσπάθεια εξαγωγής της δίκαιης αξίας μιας επιχείρησης πρέπει να λαμβάνει χώρα μέσω απλών στη χρήση τους μοντέλων, μέσα στα οποία υιοθετείται ένας ελεγχόμενος αριθμός υποθέσεων. Με τον τρόπο αυτό, δεν αποπροσανατολίζεται η κύρια αποστολή της αποτίμησης που είναι η **εκτίμηση συγκεκριμένων και βεβαίως των πιο σημαντικών στοιχείων** μιας επιχείρησης, προκειμένου να εξαχθεί μία τελική αξία, και όχι η **πρόβλεψη πάσης φύσης παραμέτρων**. Παράλληλα, γίνεται κατανοητό ότι τα πρακτικά και απλά στη χρήση τους χρηματοοικονομικά μοντέλα, δεν μπορούν παρά να «ενσωματώνουν» ταυτόχρονα και τις απόψεις, τα προσωπικά βιώματα, αλλά και τις εμπειρίες του αναλυτή ή του εκτιμητή. Τέλος, τα εν λόγω μοντέλα παρέχουν τη δυνατότητα αποτίμησης της **εταιρικής αξίας, με μεγάλο βαθμό «ελαστικότητας» (μόχλευσης)**, καθώς μικρές διαφοροποιήσεις στις εισαγόμενες παραμέτρους / υποθέσεις δύνανται να οδηγήσουν σε **διαμετρικά αντίθετα αποτελέσματα αποτίμησης ή στην οποιαδήποτε επιθυμητή τιμή - στόχο**.

(*) Υπεύθυνος Ανάλυσης Αγοράς & Μετοχών
“VALUATION & RESEARCH SPECIALISTS”

Value Invest - www.valueinvest.gr
Investment Research & Analysis Journal - www.iraj.gr

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1 : Το Μοντέλο “DCF” (“Discounted Cash Flow Model”)

[Το Μοντέλο παρουσιάζεται βάσει της Αγγλικής Χρηματοοικονομικής Ορολογίας]

Discounted Cash Flow Analysis

Year	2002	2003 E	2004 P	2005 P	2006 P	2007 P	Beyond
Sales Growth Rate (SGR)	14.56%	9.85%	12.50%	17.61%	21.36%	23.99%	2.00%
Operating Profit Margin (OPM)	38.09%	34.66%	33.85%	33.28%	32.74%	32.71%	18.00%
Cash Tax Rate (CTR)	34.03%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%
IFCI	1.71%	2.50%	2.90%	2.53%	1.92%	1.81%	0.50%
IWCI	29.80%	23.07%	51.09%	43.42%	31.99%	26.97%	5.00%
Cost of Capital (WACC)	4.94%	4.94%	4.94%	4.94%	4.94%	4.94%	4.00%
Depreciation	1.16%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.00%

Year	2002	2003 E	2004 P	2005 P	2006 P	2007 P	Beyond
<i>Euro mn</i>							
Sales Receipts	126.52	138.97	156.34	183.87	223.14	276.66	282.19
Operating Profit (EBIT)	48.19	48.17	52.92	61.19	73.06	90.50	50.79
Less: Cash Tax	14.27	13.26	14.30	16.41	19.53	24.27	17.78
Profit After Tax before Interest	33.92	34.91	38.62	44.78	53.53	66.22	33.02
Add: Depreciation	1.46	1.67	1.88	2.21	2.68	3.32	2.82
Operating Cash Flow	35.38	36.58	40.49	46.99	56.21	69.54	35.84
Less: IFCI	2.17	3.47	4.53	4.66	4.29	5.00	1.41
Less: IWCI	37.70	32.06	79.87	79.83	71.38	74.60	14.11

	2002	2003 E	2004 P	2005 P	2006 P	2007 P	Beyond
Free Cash Flow	-4.48	1.05	-43.91	-37.49	-19.47	-10.05	20.32
Discount Factor		0.9530	0.9081	0.8654	0.8247	0.7859	
Present Value (Free Cash Flow)		1.00	-39.88	-32.45	-16.05	-7.90	
Cumulative Present Value		1.00	-38.88	-71.32	-87.38	-95.28	
Present Value of Residual Value						798.41	
Business Value						703.13	
% Residual Value						113.55%	

Strategic Value Per Share

Cumulative Present Value of Free Cash Flows	-95.28
Present Value of Residual Value	798.41
Business Value	703.13
Marketable Securities	43.95
Corporate Value	747.08
Less: Market Value of Debt and Preferable Shares	137.83
Strategic Value	609.25
Number of shares - F.D. (million)	33.9

Strategic Value per Share

Current Price Adjusted for Rights Issue	16.16
Upside (%)	11.11%

WACC

Cost of Capital (WACC)	4.94%				
Risk-Free Rate	4.50%				
Beta	0.439				
Market Risk Premium	6.50%				
Debt/Equity	0.70				
Cost of Debt	6.00%	←	RFR	+	CDS
Tax Rate	35.00%		4.50%		0.50%
Cost of Equity	7.35%				+
					CS
					1.00%

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 2 : Η Ανάλυση Ευαισθησίας στο Μοντέλο “DCF”

[Το Μοντέλο παρουσιάζεται βάσει της Αγγλικής Χρηματοοικονομικής Ορολογίας]

DCF MATRIX

Strategic Value in EUR mn		Perpetual Growth Rate		
		1.50%	2.00%	2.50%
WACC - 1	4.00%	473.01	643.29	927.07
	4.94%		609.25	
WACC	5.00%	444.67	606.99	877.52
WACC + 1	6.00%	417.95	572.75	830.76

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 3 : Το Μοντέλο “DDM” (“Dividend Discount Model”)

[Το Μοντέλο παρουσιάζεται βάσει της Αγγλικής Χρηματοοικονομικής Ορολογίας]

Dividend Discount Model	Valuation Model by "VRS"								
	2001	2002	<u>1st Projected</u> <u>Year</u>	2004	2005	2006	2007	Dividend Growth Rate	Terminal Value End of Period
Dividend per Share (in EUR)	0.26	0.22	0.18	0.19	0.22	0.26	0.33	5.50%	18.82
Required Return / Cost of Capital			7.35%	7.35%	7.35%	7.35%	7.35%		
Present Values (in EUR)			0.1677	0.1649	0.1778	0.1958	0.2315		13.20
Dividend Growth Rate (2004 - 2007 CAGR)								20.20%	
Implied Value per Share (Target Price)									14.14
Current Share Price									16.16
Upside Potential									-12.51%

ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ

Ειδική Ανακοίνωση προς Όλα τα Ενδιαφερόμενα Μέρη

Η πληροφόρηση που περιέχεται στο δικτυακό τόπο www.iraj.gr (Investment Research and Analysis Journal ή IRAJ) και στην παρούσα ανάλυση (ή γενικά παρουσίαση) βασίζεται σε ευρέως δημοσιοποιημένα στοιχεία, στατιστικές βάσεις δεδομένων, ετήσιους απολογισμούς, ενημερωτικά δελτία, επίσημες ανακοινώσεις και άλλες εξειδικευμένες πηγές πρωτογενούς ή δευτερογενούς έρευνας, οι οποίες κατά την άποψη των εκπροσώπων του δικτυακού τόπου είναι έγκυρες, αξιόπιστες και οι κατά το δυνατόν αντιπροσωπευτικότερες του προς εξέταση αντικειμένου. Το IRAJ δεν έχει προβεί σε πρωτογενή ή εμπειριστατωμένο έλεγχο του συνόλου των αναγραφόμενων πληροφοριών / στοιχείων και κατά συνέπεια δεν εγγυάται με απόλυτο τρόπο την ποιοτική και ποσοτική ακρίβεια των δεδομένων και απόψεων που εμπεριέχονται σε αυτήν. Η πληροφόρηση και οι απόψεις που παρουσιάζονται, υφίστανται κατά τη χρονική στιγμή της εκπόνησης της ανάλυσης, αποτελούν προϊόν συνθετικής και κριτικής μεθόδου, και ενδέχεται να μεταβληθούν μετά τη συγκεκριμένη ημερομηνία χωρίς καμία ειδοποίηση από μέρος του IRAJ προς τα ενδιαφερόμενα μέρη. Παράλληλα, είναι πιθανόν, οι απόψεις που βασίζονται σε διαφορετική μεθοδολογία ανάλυσης (θεμελιώδη, τεχνική ή στατιστική ανάλυση) αλλά και σε διαφορετική θεώρηση να μην βρίσκονται, κατά αναγκαίο τρόπο, σε απόλυτη αρμονία μεταξύ τους και ως εκ τούτου τα εξαγόμενα δεδομένα / συμπεράσματα ανάλογα με τα χρησιμοποιηθέντα κριτήρια να δίστανται ή να διαφοροποιούνται. Οι αγορές μετοχών, χρήματος και εμπορευμάτων χαρακτηρίζονται παραδοσιακά από υψηλό βαθμό μεταβλητότητας (volatility), με αποτέλεσμα να καθίσταται κατά καιρούς ιδιαίτερος δύσκολη η απόπειρα πρόβλεψης των μελλοντικών τάσεων. Παράμετροι, όπως οι εταιρικές εξελίξεις, οι μακροοικονομικές και μικροοικονομικές ισορροπίες, οι κλιματολογικές συνθήκες, το επίπεδο των αποθεμάτων και η εν γένει προσφορά και ζήτηση των προς διαπραγμάτευση χρεογράφων παρουσιάζουν ταχείς ρυθμούς αλλαγών ως προς την πληροφόρηση που διαχέεται στην επενδυτική κοινότητα και κατά συνέπεια οι εναλλαγές των προσδοκιών οδηγούν με τακτικό και συνήθως απρόβλεπτο τρόπο σε μικρές ή μεγάλες διακυμάνσεις των τιμών.

Οι προβλέψεις που αναφέρονται στις αναλύσεις του δικτυακού τόπου www.iraj.gr δύνανται να αποτελούν ένα μόνο από τα πολλά υπονήφια / πιθανά σενάρια μελλοντικών εξελίξεων, ανάλογα με τις διαφορετικές κάθε φορά υποθέσεις που λαμβάνονται υπόψη για την εξαγωγή τους. Επίσης δύνανται να εκφράζονται ως προσωπικές απόψεις των συγγραφέων και όχι κατ' αναγκαίο τρόπο ως βασικές θέσεις που εκπροσωπούν το δικτυακό τόπο IRAJ σε ευρύτερη διάσταση. Όλες οι απόψεις οι οποίες βασίζονται σε προβλέψεις μεγεθών χρηματοοικονομικής φύσεως υπόκεινται σε σημαντικούς κινδύνους και αβεβαιότητες ως προς την τελική υλοποίησή τους, με αποτέλεσμα να απαιτείται εξαιρετική προσοχή στη χρήση αυτών των προβλέψεων ως κριτήρια επενδυτικής συμπεριφοράς.

Οι μελέτες και οι αναλύσεις του δικτυακού τόπου www.iraj.gr (Investment Research and Analysis Journal ή IRAJ) δεν αποτελούν προτροπή για την αγορά, πώληση ή διακράτηση αξιών και εκπονούνται με κύριο αλλά όχι αποκλειστικό σκοπό την ενημέρωση των επενδυτών. Τόσο ο κάτοχος όσο και οι συντελεστές του δικτυακού τόπου www.iraj.gr δεν καθίστανται σε καμία περίπτωση υπεύθυνοι για πάσης φύσεως ζημιές, οφέλη ή διαφυγόντα κέρδη, που προέκυψαν από επενδυτικές επιλογές, οι οποίες βασίστηκαν στα συμπεράσματα ή τα αποτελέσματα των αναλύσεων που δημοσιεύθηκαν. Απαγορεύεται ρητώς η αναπαραγωγή, χρησιμοποίηση και διανομή του εν λόγω προϊόντος χωρίς την έγγραφη άδεια του IRAJ και των εκπροσώπων του.