

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ

Financial Analysis in Greek Leisure Industry: Implication for Business Valuation

Νταγιάντης Δημήτριος (Α.Μ: 153716)

Διατριβή υποβληθείσα προς μερική εκπλήρωση των απαραίτητων προϋποθέσεων για την απόκτηση Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στα πλαίσια του προγράμματος Μεταπτυχιακών Σπουδών «Εφαρμοσμένα Οικονομικά και Χρηματοοικονομική Ανάλυση».

Αθήνα

Ιανουάριος, 2018



Εγκρίνουμε τη διατριβή του Νταγιάντη Δημητρίου

Υπεύθυνος Καθηγητής:

Επίκουρος Καθηγητής Παγκράτης Σπυρίδων

Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών

Τμήμα Οικονομικής Επιστήμης _____

Συνεξεταστές Καθηγητές:

Καθηγητής Βέττας Νικόλαος

Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών

Τμήμα Οικονομικής Επιστήμης _____

Επίκουρος Καθηγητής Αρβανίτης Στυλιανός

Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών

Τμήμα Οικονομικής Επιστήμης _____

Αθήνα, 31 Ιανουαρίου 2018

Ευχαριστίες

Στον επιβλέποντα καθηγητή μου, κ. Σπύρο Παγκράτη γιατί μου έδωσε την ευκαιρία να ασχοληθώ με το πιο ενδιαφέρον κομμάτι των σπουδών μου,

στην κα. Χριστίνα Λώλου για την αμέριστη βοήθεια της και τις χρήσιμες παρατηρήσεις της,

στους συμφοιτητές και φίλους Άκη Λουμιώτη και Γιάννη Κατσούλα για την πολύτιμη συνεργασία μας

και τέλος στην οικογένεια και τους φίλους μου για την στήριξη καθόλη την διάρκεια των σπουδών μου σε αυτό το μεταπτυχιακό πρόγραμμα.

Περιεχόμενα

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ **3**

ΠΕΡΙΛΗΨΗ **6**

ΕΙΣΑΓΩΓΗ **7**

ΕΝΟΤΗΤΑ 1: ΟΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ **8**

Υποενοτητα 1.1: Ο ισολογιμος της επιχειρησης για την διετια 2014-2015 8

Υποενοτητα 1.2: Η Κατασταση αποτελεσματων χρησης για την διετια 2014-2015 11

Υποενοτητα 1.3: Η κατασταση ταμειακων ροων (cash flows) της επιχειρησης για την διετια 2014-2015 12

Υποενοτητα 1.4: Υπολογισμος βασικων αριθμοδεικτων της επιχειρησης για την διετια 2014-2015 13

ΕΝΟΤΗΤΑ 2: ΠΡΟΤΕΙΝΟΜΕΝΗ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΤΟΥ ΧΡΕΟΥΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΚΑΙ ΠΡΟΒΛΕΨΗ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΝΤΑΕΤΙΑ 2016-2020 ..... **16**

Υποενοτητα 2.1: Προτεινομενη αναδιαρθρωση χρεους της επιχειρησης 16

Υποενοτητα 2.2: Προβλεψη των μελλοντικων χρηματοοικονομικων καταστασεων για την πεντατια 2016-2020 18

ΕΝΟΤΗΤΑ 3: ΟΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΝΤΑΕΤΙΑ 2016-2020 ..... **23**

ΕΝΟΤΗΤΑ 4: Η ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ (VALUATION) ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΝΤΑΕΤΙΑ 2016-2020. ..... **28**

Υποενοτητα 4.1: Ορισμος και χρησιμοτητα της αξιας μια επιχειρησης. 28

Υποενοτητα 4.2: Προδιορισμος του μεγεθους της καθαρης θεσης για την πεντατια 2016-2020 30

Υποενοτητα 4.3: Προδιορισμος της αξιας της ξενοδοχειακης επιχειρησης μεσω πολλαπλασιαστων (multiples) 32

Υποενοτητα 4.4: Ορισμοι και χρηση του CAPM (capital asset pricing model) και του συντελεστη βητα (βετα) για τον υπολογισμο του WACC (weighted average cost of capital) 36

Υποενοτητα 4.5: Προδιορισμος της αξιας μεσω της παρουσας αξιας των ελευθερων ταμειακων ροων (DFC-discounted cash flow analysis) 45

Υποενοτητα 4.6: Προσδιορισμος της αξιας με την χρηση της τεχνικης "Simultaneous Valuation". 49

Υποενοτητα 4.7: Σχολιασμος-ερμηνεια των αποτελεσματων της αξιολογησης (valuation) μεσω των παραπανω μεθοδων 54

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ: **57**

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Σκοπός της παρούσας μελέτης είναι να πραγματευτεί και να αναλύσει τις μεθόδους προσδιορισμού της αξίας (valuation) καθώς και τις χρηματοοικονομικές συνθήκες υπό τις οποίες δραστηριοποιούνται οι ξενοδοχειακές μονάδες πρώτης κατηγορίας της Ελλάδας. Κύριες πτυχές της διατριβής αυτής αποτελούν η μελέτη του ξενοδοχειακού κλάδου της χώρας μας, οι τρόποι διαχείρισης και αντιμετώπισης προβλημάτων χρηματοικονομικής φύσεως τόσο από τις ίδιες τις επιχειρήσεις όσο και από τους πιστωτές τους και εν τέλει η αποτίμηση τους σε όρους αξίας.

Επιπλέον, η διατριβή αυτή επικεντρώνεται σε μία υπαρκτή νησιωτική ξενοδοχειακή μονάδα για την οποία ερευνώνται σε βάθος τρόποι διαχείρισης θεμελιωδών εννοιών όπως η αναδιάρθρωση χρέους, η αποτίμηση σε όρους αξίας καθώς και στην ερμηνεία των υπολογιστικών αποτελεσμάτων που σχετίζονται με τις παραπάνω έννοιες.

Τέλος, η παραπάνω διατριβή εκπονήθηκε σε ορίζοντα πενταετίας (2016-2020) προκειμένου να διαπιστωθούν στην πράξη τα αποτελέσματα της σε βάθος χρόνου και σε σύγκριση με τον υπόλοιπο ξενοδοχειακό κλάδο της Ελλάδας.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Καθώς η ελληνική οικονομία μπαίνει στον όγδοο χρόνο προγραμμάτων δημοσιονομικής προσαρμογής και αρχίζει σταδιακά να ανακάμπτει επιτυγχάνοντας μια μικρή αύξηση του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος της, ο τουρισμός της χώρας μας αναπτύσσεται εντυπωσιακά. Παρόλο που όπως ήταν αναμενόμενο η συντριπτική πλειονότητα των κλάδων της ελληνικής οικονομίας βιώσε βαθιά και παρατεταμένη κρίση, ο ξενοδοχειακός κλάδος αποδείχθηκε ο πιο ανθεκτικός επιβεβαιώνοντας τον χαρακτηρισμό «βαριά βιομηχανία της Ελλάδας». Αυτός ήταν και ο βασικότερος λόγος που επιλέχθηκε ως επίκεντρο της παρακάτω μελέτης.

Στην ενότητα 1 παρατίθενται οι δημοσιευμένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις της υπό μελέτης ξενοδοχειακής επιχείρησης για την διετία 2014-2015. Με βάση αυτά τα στοιχεία, ακολουθεί η διαδικασία εκτίμησης των ίδιων χρηματοικονομικών καταστάσεων για την πενταετία 2016-2020 με μεθόδους που αναλύονται διεξοδικά. Σκοπός αυτής της διαδικασίας είναι η εξαγωγή απαραίτητων μεγεθών της επιχείρησης (όπως τα έσοδα, τα καθαρά κέρδη κλπ) προκειμένου στην συνέχεια να

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

μπορέσουμε να προχωρήσουμε σε προτάσεις αναδιάρθρωσης του χρέους (debt restructuring) της και αποτίμησης της σε όρους αξίας (valuation).

Στην ενότητα 2, δοθέντων των παραπάνω στοιχείων προτείνεται μια δέσμη μέτρων που αποσκοπούν στην αναδιάρθρωση του χρέους της επιχείρησης και τον εξορθολογισμό των μεγεθών της.

Στην ενότητα 3 επιχειρείται να προβλεφθεί η εξέλιξη των θεμελιωδών μεγεθών της επιχείρησης (έσοδα, έξοδα, καθαρή θέση, υποχρεώσεις κλπ) προκειμένου να καταρτιστούν οι οικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης για την επόμενη πενταετία 2016-2020.

Τέλος στην ενότητα 4, εφαρμόζονται τέσσερις τεχνικές αξιολόγησης της επιχείρησης (καθαρή θέση, multiples,DFC model και simultaneous valuation) βασιζόμενες στα στοιχεία των προηγούμενων ενοτήτων. Κλείνοντας επιχειρείται η ερμηνεία και ο σχολιασμός των αποτελεσμάτων των προαναφερθέντων μεθόδων υπό οικονομικό πρίσμα, για το σύνολο της επιχείρησης.

Ενότητα 1: Οι οικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης

Υποενότητα 1.1: Ο ισολογισμός της επιχείρησης για την διετία 2014-2015

Η αφετηρία της παρούσας μελέτης βρίσκεται στα τέλη του 2015. Τα πρώτα στοιχεία που αναζητήσαμε ήταν οι δημοσιευμένοι ισολογισμοί της εν λόγω επιχείρησης. Οι ισολογισμοί αυτοί είναι οι ακόλουθοι:

Ισολογισμός	31.12.2014	31.12.2015
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία		
Ενσώματα πάγια		
Ακίνητα	118.073.706,75	115.860.641,48
Μηχανολογικός εξοπλισμός	7.255.449,60	6.623.334,92
Λοιπός εξοπλισμός	9.589.567,37	9.352.453,22
Σύνολο ενσώματων παγίων	***134.918.723,72***	***131.836.429,62***
Άυλα πάγια στοιχεία		
Λοιπά άυλα	130.222,97	179.236,34
Σύνολο άυλων παγίων στοιχείων	***130.222,97***	***179.236,34***
Χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία		
Δάνεια και απαιτήσεις	9.676.102,26	11.015.737,21
Σύνολο χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων	***9.676.102,26***	***11.015.737,21***
Αναβαλλόμενοι φόροι	0,00	0,00
Σύνολο μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	***144.725.048,95***	***143.031.403,17***
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία		
Αποθέματα		
Εμπορεύματα	104.261,91	102.183,80
Πρώτες ύλες και διάφορα υλικά	114.096,09	113.602,94
Σύνολο αποθεμάτων	***218.358,00***	***215.786,74***
Χρηματοοικονομικά στοιχεία και προκαταβολές		
Εμπορικές απαιτήσεις	1.217.861,17	596.872,83
Λοιπές απαιτήσεις	2.540.053,79	2.400.018,17
Ταμιακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	984.175,39	846.830,33
Σύνολο χρηματοοικονομικών στοιχείων και προκαταβολών	***4.742.090,35***	***3.843.721,33***
Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	***4.960.448,35***	***4.059.508,07***
Σύνολο ενεργητικού	***149.685.497,30***	***147.090.911,25***
Καθαρή θέση		
Καταβλημένα κεφάλαια		
Κεφάλαιο	55.248.480,00	55.248.480,00
Σύνολο καταβλημένων κεφαλαίων	***55.248.480,00***	***55.248.480,00***
Αποθεματικά και αποτελέσματα εις νέο		
Αποθεματικά νόμων ή καταστατικού	1.406.026,90	1.406.026,90
Αφορολόγητα αποθεματικά	13.758.385,95	13.508.946,89
Αποτελέσματα εις νέο	-51.339.230,77	-55.697.829,78
Σύνολο αποθεματικών και αποτελεσμάτων εις νέο	***-36.174.817,92***	***-40.782.855,99***
Σύνολο καθαρής θέσης	***19.073.662,08***	***14.465.624,01***
Προβλέψεις		
Προβλέψεις για παροχές σε εργαζομένους	131.397,82	143.894,95
Λοιπές προβλέψεις	3.571.963,85	0,00
Σύνολο προβλέψεων	***3.703.361,67***	***143.894,95***
Υποχρεώσεις		
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις		
Μακροπρόθεσμα Δάνεια	64.589.847,02	55.715.187,88
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	3.210.480,13	5.453.395,96
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	***67.800.327,15***	***61.168.583,84***
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις		
Τραπεζικά δάνεια	41.721.673,06	50.795.205,59
Βραχυπρόθεσμο μέρος μακροπροθέσμων δανείων	3.617.822,28	4.575.748,28
Εμπορικές υποχρεώσεις	11.746.872,37	12.871.774,60
Φόρος εισοδήματος	0,00	0,00
Λοιποί φόροι και τέλη	1.397.414,34	2.097.189,70
Οργανισμοί κοινωνικής ασφάλισης	422.170,45	435.225,91
Λοιπές υποχρεώσεις	146.193,90	486.900,04
Έξοδα χρήσεως δουλευμένα	56.000,00	50.764,33
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	***59.108.146,40***	***71.312.808,45***
Σύνολο υποχρεώσεων	***126.908.473,55***	***132.481.392,29***
Σύνολο καθαρής θέσης, προβλέψεων και υποχρεώσεων	***149.685.497,30***	***147.090.911,25***

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Πίνακας 1: Ο ισολογισμός της επιχείρησης (2014-2015)

Από την πρώτη προσεκτική προσέγγιση των μεγεθών του ισολογισμού της επιχειρήσης για την διετία 2014-2015 παρατηρούμε ότι τα μεγέθη της επιχείρησης κρίνονται φυσιολογικά στην συντριπτική τους πλειονότητα. Ωστόσο, εξαίρεση αποτελεί το σύνολο των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων (που αφορά κυρίως τραπεζικό δανεισμό) που παρουσιάζεται ιδιαίτερα υψηλό, αποτελώντας το μεγαλύτερο κομμάτι του παθητικού της επιχείρησης. Αυτό που επίσης ίσως να δημιουργήσει προβήματα στην βιώσιμη λειτουργία της επιχείρησης είναι η αύξηση του συνόλου των υποχρεώσεων από το 2014 στο 2015 κατά 4,39%.

Υποενότητα 1.2: Η Κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης για την διετία 2014-2015

Ο προβλήματισμός αυτός έγινε εντονότερος όταν παρατηρήσαμε την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης (KAX-payments and losses statement) όπως δημοσιεύθηκε από την επιχείρηση, την οποία παρουσιάζουμε στην συνέχεια:

Κατάσταση αποτελεσμάτων κατ' είδος	**2014**	**2015**
Κύκλος εργασιών (καθαρός)	21.051.529,28	21.880.149,95
Μεταβολές αποθεμάτων (εμπορεύματα, προϊόντα, ημικατ/μένα)	-13.149,10	-2.571,26
Λοιπά συνήθη έσοδα	83.062,57	62.662,74
Ιδιοπαραχθέντα πάγια στοιχεία	0,00	0,00
Αγορές εμπορευμάτων και υλικών	-4.477.511,98	-4.440.313,13
Παροχές σε εργαζόμενους	-5.989.475,18	-6.792.071,58
Αποσβέσεις	-5.506.992,91	-5.490.303,81
Λοιπά έξοδα και ζημίες	-5.355.060,46	-5.350.774,70
Απομειώσεις περιουσιακών στοιχείων (καθαρό ποσό)	0,00	0,00
Κέρδη και ζημίες από διάθεση μη κυκλοφορούντων στοιχείων	0,00	-1.742,48
Κέρδη και ζημίες από επιμέτρηση στην εύλογη αξία	0,00	0,00
Έσοδα συμμετοχών και επενδύσεων	0,00	0,00
Κέρδος από αγορά οντότητας ή τμήματος σε τιμή ευκαιρίας	0,00	0,00
Λοιπά έσοδα και κέρδη	80.051,90	60.831,45
Αποτελέσματα προ τόκων και φόρων	***-127.545,88***	***-74.132,81***
Πιστωτικοί τόκοι και συναφή έσοδα	1.522,06	1.545,36
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	-5.166.075,86	-4.286.011,56
Αποτέλεσμα προ φόρων	***-5.292.099,68***	***-4.358.599,01***
Φόροι εισοδήματος	0,00	0,00
Αποτέλεσμα περιόδου μετά από φόρους	***-5.292.099,68***	***-4.358.599,01***

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Πίνακας 2: Η ΚΑΧ της επιχείρησης (2014-2015)

Παρατηρούμε ότι η επιχείρηση κάθε χρόνο καταγράφει αρνητικά αποτελέσματα, δηλαδή πραγματοποιεί ζημιές. Αυτή η συνεχής συσσώρευση ζημιών οδηγεί βραδέως αλλά ασφαλώς στην διόγκωση του χρέους της επιχείρησης, κάτι που επιδρά ευθέως και αρνητικά στην τωρινή αλλά και μελλοντική βιωσιμότητα της.

Υποενότητα 1.3: Η κατάσταση ταμειακών ροών (cash flows) της επιχείρησης για την διετία 2014-2015

Η τρίτη και τελευταία χρηματοοικονομική κατάσταση που δημοσιεύεται από όλες τις επιχειρήσεις είναι η κατάσταση ταμειακών ροών (cash flows) από την οποία μπορούμε να αντλήσουμε στοιχεία σχετικά με τα ταμειακά διαθέσιμα της ξενοδοχειακής επιχείρησης.

Η κατάσταση ταμειακών ροών για τη διετία 2014-2015 είναι η ακόλουθη:

Κατάσταση Χρηματοροών (Εμμεση Μέθοδος)	2014	2015
Χρηματοροές από λειτουργικές δραστηριότητες		
Αποτέλεσμα προ φόρων	-5.292.099,68	-4.358.599,01
Πλέον ή μείον προσαρμογές για:		
Αποσβέσεις και απομειώσεις ενσώματων και άυλων πάγιων	5.506.992,91	5.490.303,81
Προβλέψεις	0,00	0,00
Κέρδη και ζημίες από διάθεση στοιχείων	0,00	1.742,48
Κέρδη και ζημίες από επιμέτρηση στοιχείων	0,00	0,00
Χρεωστικοί και πιστωτικοί τόκοι (καθαρό ποσό)	5.164.553,80	4.286.011,56
Λειτουργικό κέρδος προ μεταβολών του κεφαλαίου κίνησης	***5.379.447,03***	***5.419.458,83***
Πλέον ή μείον μεταβολές λογαριασμών κεφαλαίου κίνησης		
Μεταβολή αποθεμάτων	13.149,10	2.571,26
Μεταβολή απαιτήσεων	470.673,09	511.584,90
Μεταβολή υποχρεώσεων	-49.502,03	844.155,50
Μεταβολή προβλέψεων	11.185,95	12.497,13
Μείον:		
Πληρωμές/εισπράξεις για/από χρεωστικούς & πιστωτικούς τόκους	-3.610.320,59	-3.130.757,78
Πληρωμές για φόρο εισοδήματος	0,00	0,00
Σύνολο εισροών / (εκροών) από λειτουργικές δραστηριότητες (α)	***2.214.632,55***	***3.659.509,84***
Χρηματοροές από επενδυτικές δραστηριότητες		
Πληρωμές (εισπράξεις) για απόκτηση (πώληση) παγίων στοιχείων	-900.169,07	-2.458.765,56
Πληρωμές (εισπράξεις) για απόκτηση (πώληση) συμμετοχών	-175.309,10	-1.314.518,81
Μεταβολή δοσμένων εγγυήσεων	-1.869,70	0,00
Τόκοι εισπραχθέντες	1.522,06	1.545,61
Μερίσματα εισπραχθέντα	0,00	0,00
Σύνολο εισροών / (εκροών) από επενδυτικές δραστηριότητες (β)	***-1.075.825,81***	***-3.771.738,76***
Χρηματοροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες		
Εισπράξεις (πληρωμές) από αύξηση (μείωση) κεφαλαίου	0,00	0,00
Εισπράξεις (πληρωμές) από (σε) δάνεια	94.456,00	0,00
Εισπράξεις (πληρωμές) από (σε)δάνεια (μη τραπεζικά)	-630.398,28	-25.116,14
Μερίσματα πληρωθέντα	0,00	0,00
Σύνολο εισροών / (εκροών) από χρηματοδοτικές δραστηριότητες (γ)	***-535.942,28***	***-25.116,14***
Καθαρή αύξηση / (μείωση) στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα (α) + (β) + (γ)	***602.864,46***	***-137.345,06***

Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα έναρξης περιόδου	***381.310,93***	***984.175,39***
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα λήξης περιόδου	***984.175,39***	***846.830,33***

Πίνακας 3: Η ΚΤΡ της επιχείρησης (2014-2015)

Παρατηρούμε ότι τα ταμειακά διαθέσιμα της επιχείρησης μειώνονται το 2015 κατά 137.345,06 ευρώ, γεγονός που σε συνδυασμό με την συσσώρευση ζημιών της, όπως προέκυψε από την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης καθιστά αναγκαία μια αναδιάρθρωση του χρέους της επιχείρησης.

Υποενότητα 1.4: Υπολογισμός βασικών αριθμοδεικτών της επιχείρησης για την διετία 2014-2015

Προκειμένου να αποκτήσουμε καλύτερη εικόνα για τα μεγέθη και την πορεία της ξενοδοχειακής επιχείρησης θεωρήσαμε χρήσιμο τον υπολογισμό κάποιων βασικών αριθμοδεικτών.

Συγκεκριμένα αυτών που χρησιμοποιούνται κατά κόρον διεθνώς, ανεξαρτήτως κλάδου δραστηριοποίησης. Τα αποτελέσματα αυτών των υπολογισμών παρουσιάζονται ακολούθως:

	YEAR	2014	2015
RATIO	FORMULA	RESULT	RESULT
ROE	NET INCOME/Shareholders' Equity	-27,75%	-30,13%
ROA	Net Income/Total Assets	-3,54%	-2,96%
Gross Profit Margin	Gross Profit Margin/Sales	78,79%	79,72%
Profit Margin	Net Income/Sales	-25,14%	-19,92%
Debt to equity	Total Liabilities/Shareholders' Equity	6,65	9,16
ΒΡΑΧ.ΤΡΑΠ.ΔΑΝ.ΠΡΟΣ ΙΔΙΑ ΚΕΦ	ΒΡΑΧ.ΤΡΑΠ.ΔΑΝ./ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	237,71%	382,78%
Debt(ΔΑΝΕΙΑ) to EBIDTA	Debt/EBIDTA	20,44	20,51
Current Ratio(ΓΕΝΙΚΗ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ)	CURRENT ASSETS/CURRENT LIABILITIES	0,08	0,06
Quick Ratio(ΑΜΕΣΗ/ΕΙΔΙΚΗ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ)	Current Assets - Stock/CURRENT LIABILITIES	0,08	0,05
Cash Ratio(ΤΑΜΕΙΑΚΗ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ)	CASH + BANK/CURRENT LIABILITIES	0,02	0,01
Working Capital(ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ)	CURRENT ASSETS-CURRENT LIABILITIES	-54.147.698	-67.253.300,38
DSO (DAYS SALES OUTSTANDING)	(ΠΕΛΑΤΕΣ/ΠΩΛΗΣΕΙΣ)*365	61	47
DPO(DAYS PAYABLE OUTSTANDING)	(ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΕΣ/ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΘΕΝΤΩΝ)*365	429	473
DIO(DAYS INVETORY OUTSTANDING)	(ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ/ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΘΕΝΤΩΝ)*365	8	8
Cash Conversion Cycle (CCC)	DSO+DIO-DPO	-360	-419

Πίνακας 4: Βασικοί αριθμοδείκτες της επιχείρησης (2014-2015)

Στην πρώτη στήλη του παραπάνω πίνακα αναφέρονται οι 15 βασικότεροι και συνηθέστεροι αριθμοδείκτες ονομαστικά και στην ακριβώς διπλανή στήλη ο τύπος βάσει του οποίου υπολογίστηκαν (με βάση τα στοιχεία των δημοσιευμένων ισολογισμών) για τα έτη 2014 και 2015, όπως φαίνεται στην τρίτη και τέταρτη στήλη αντίστοιχα.

Παρατηρώντας τους παραπάνω αριθμοδείκτες μπορούμε να βγάλουμε χρήσιμα συμπεράσματα για την χρηματοικονομική κατάσταση της ξενοδοχειακής επιχείρησης.

Αρχικά, το έντονα αρνητικό working capital μας δηλώνει πως οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (current liabilities) της επιχείρησης είναι κατά πολύ μεγαλύτερες από τα τωρινά περιουσιακά στοιχεία της (current assets). Το γεγονός αυτό και ιδιαιτέρως η αύξηση του μεγέθους από το 2014 στο 2015 αποτελεί ισχυρή ένδειξη ότι η επιχείρηση πιθανώς δεν θα μπορεί να εξυπηρετήσει τις υποχρεώσεις της

έναντι των πιστωτών της κάτι που ασφαλώς επηρεάζει αρνητικά την αξία της (value).

Παράλληλα οι αριθμοδείκτες του μέσου όρου προθεσμίας είσπραξης απαιτήσεων (DSO), του μέσου όρου προθεσμίας εξόφλησης προμηθευτών (DPO) καθώς και του μέσου όρου αποθήκευσης του τελικού προιόντος (DIO) βρίσκονται σε πολύ καλά επίπεδα καθώς οι αριθμοδείκτες DSO και DIO είναι ιδιαίτερα μικροί ενώ ο δείκτης DPO εξαιρετικά μεγάλος. Αυτό σημαίνει πώς η επιχείρηση εισπράττει πολύ γρήγορα από την στιγμή που θα προσφέρει την υπηρεσία της, δεν «αποθηκεύει»-αφήνει ανενεργή την προσφερόμενη υπηρεσία φιλοξενίας της και επιπροσθέτως έχει μεγάλο διάστημα στην διάθεση της για την αποπληρωμή απαραίτητων για την λειτουργία της προμηθειών. Ωστόσο προβληματισμό προκαλεί ο έντονα αρνητικός κύκλος εργασιών (CCC) που δεν κυμαίνεται σε φυσιολογικά επίπεδα. Βέβαια αυτό σχετίζεται άμεσα με το μεγαλύτερο όγκο υποχρεώσεων σε σχέση με τα περουσιακά στοιχεία όπως φαίνεται στο working capital που αναλύσαμε παραπάνω.

Τέλος, οι δείκτες αποδοτικότητας των κεφαλαίων τόσο των μετόχων (ROE) όσο και των δανειστών-πιστωτών και των μετόχων μαζί (ROA) είναι έντονα αρνητικοί. Το γεγονός αυτό αποτελεί ισχυρή ένδειξη ότι τα κεφάλαια τόσο των μετόχων όσο και των δανειστών της επιχείρησης δεν αξιοποιούνται, τουλάχιστον όχι με τον βέλτιστο τρόπο. Επίσης αξίζει να σημειωθεί ότι παρά το γεγονός ότι η επιχείρηση έχει ένα σημαντικά υψηλό περιθώριο μεικτού κέρδους (Gross Profit Margin) το περιθώριο καθαρού κέρδους (Profit Margin) είναι έντονα αρνητικό, ένδειξη που επιβεβαιώνεται από την πραγματοποίηση ζημιών την διετία 2014-2015 όπως φαίνεται από τις αντίστοιχες δημοσιευμένες καταστάσεις αποτελεσμάτων χρήσης που σχολιάστηκαν αναλυτικά παραπάνω.

Ενότητα 2: Προτεινόμενη αναδιάρθρωση του χρέους της επιχείρησης και πρόβλεψη των χρηματοικονομικών καταστάσεων για την πενταετία 2016-2020

Υποενότητα 2.1: Προτεινόμενη αναδιάρθρωση χρέους της επιχείρησης

Με βάση τα δεδομένα των παραπάνω δημοσιευμένων χρηματοοικονομικών καταστάσεων καθώς και τα συμπεράσματα που εξήχθησαν από τον υπολογισμό των αριθμοδεικτών, συμπεράναμε πως το κυριότερο πρόβλημα είναι η αδυναμία εξυπηρέτησης των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων της (κυρίως των δανειακών) έναντι των δανειστών-πιστωτών της. Το σύνολο αυτό, των δανειακών υποχρεώσεων της ανέρχεται συνολικά σε 133.587.073,47 € .

Για τον σκοπό αυτό κρίθηκε αναγκαία μια αναδιάρθρωση του χρέους της επιχείρησης[1], στα πλαίσια της οποίας προτάθηκε μια δέσμη μέτρων που κρίθηκε ως η καλύτερη δυνατή για τα συμφέροντα τόσο της ξενοδοχειακής επιχείρησης όσο και των πιστωτών της.

Σε γενικές γραμμές η πρόταση αναδιάρθωσης του χρέους της επιχείρησης περιλαμβάνει:

I. Το «κούρεμα» μέρους του χρέους που είναι αδύνατο να αποπληρωθεί της τάξεως των 66.929.236,10 €
II. Την επέκταση της ωρίμανσης (maturity) του υπόλοιπου χρέους (66.657.837,37 €) σε ορίζοντα 40 ετών μέσω της πληρωμής ετήσιας δόσης ύψους 890.000,00 €.

[1] Διπλωματική εργασία του Λουμιώτη Αντωνίου-Αθανάσιου, με τίτλο: “Debt Overhang and Restructuring in the Greek Leisure Industry”.

III. Την αποπληρωμή του υπόλοιπου χρέους με σταθερό επιτόκιο της τάξεως του 3,5%

IV. Την είσοδο επενδυτή στην μετοχική σύνθεση της ξενοδοχειακής επιχείρησης με σκοπό την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της και την βελτίωση της καθαρής της θέσης.

Συγκεκριμένα, η διαδικασία αποπληρωμής θα είναι η ακόλουθη:

Α/Α ΔΟΣΗΣ	ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΠΛΗΡΩΜΗΣ	ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΝΑΡΞΗΣ	ΔΟΣΕΙΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	ΤΟΚΟΙ ΠΕΡΙΟΔΟΥ	ΤΟΚΟΧΡΕΟΛΥΣΙΟ	ΥΠΟΛΟΙΠΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ
1	Δεκ-16	35.587.073,47 €	890.000,00 €	1.245.547,57 €	2.135.547,57 €	34.697.073,47
2	Δεκ-17	34.697.073,47 €	890.000,00 €	1.230.816,13 €	2.120.816,13 €	33.807.073,47
3	Δεκ-18	33.807.073,47 €	890.000,00 €	1.215.569,09 €	2.105.569,09 €	32.917.073,47
4	Δεκ-19	32.917.073,47 €	890.000,00 €	1.199.788,40 €	2.089.788,40 €	32.027.073,47
5	Δεκ-20	32.027.073,47 €	890.000,00 €	1.183.455,38 €	2.073.455,38 €	31.137.073,47
6	Δεκ-21	31.137.073,47 €	890.000,00 €	1.166.550,71 €	2.056.550,71 €	30.247.073,47
7	Δεκ-22	30.247.073,47 €	890.000,00 €	1.149.054,38 €	2.039.054,38 €	29.357.073,47
8	Δεκ-23	29.357.073,47 €	890.000,00 €	1.130.945,68 €	2.020.945,68 €	28.467.073,47
9	Δεκ-24	28.467.073,47 €	890.000,00 €	1.112.203,17 €	2.002.203,17 €	27.577.073,47
10	Δεκ-25	27.577.073,47 €	890.000,00 €	1.092.804,67 €	1.982.804,67 €	26.687.073,47
11	Δεκ-26	26.687.073,47 €	890.000,00 €	1.072.727,23 €	1.962.727,23 €	25.797.073,47
12	Δεκ-27	25.797.073,47 €	890.000,00 €	1.051.947,07 €	1.941.947,07 €	24.907.073,47
13	Δεκ-28	24.907.073,47 €	890.000,00 €	1.030.439,61 €	1.920.439,61 €	24.017.073,47
14	Δεκ-29	24.017.073,47 €	890.000,00 €	1.008.179,39 €	1.898.179,39 €	23.127.073,47
15	Δεκ-30	23.127.073,47 €	890.000,00 €	985.140,06 €	1.875.140,06 €	22.237.073,47
16	Δεκ-31	22.237.073,47 €	890.000,00 €	961.294,35 €	1.851.294,35 €	21.347.073,47
17	Δεκ-32	21.347.073,47 €	890.000,00 €	936.614,05 €	1.826.614,05 €	20.457.073,47
18	Δεκ-33	20.457.073,47 €	890.000,00 €	911.069,93 €	1.801.069,93 €	19.567.073,47
19	Δεκ-34	19.567.073,47 €	890.000,00 €	884.631,77 €	1.774.631,77 €	18.677.073,47
20	Δεκ-35	18.677.073,47 €	890.000,00 €	857.268,28 €	1.747.268,28 €	17.787.073,47
21	Δεκ-36	17.787.073,47 €	890.000,00 €	828.947,06 €	1.718.947,06 €	16.897.073,47
22	Δεκ-37	16.897.073,47 €	890.000,00 €	799.634,60 €	1.689.634,60 €	16.007.073,47
23	Δεκ-38	16.007.073,47 €	890.000,00 €	769.296,20 €	1.659.296,20 €	15.117.073,47
24	Δεκ-39	15.117.073,47 €	890.000,00 €	737.895,96 €	1.627.895,96 €	14.227.073,47
25	Δεκ-40	14.227.073,47 €	890.000,00 €	705.396,71 €	1.595.396,71 €	13.337.073,47
26	Δεκ-41	13.337.073,47 €	890.000,00 €	671.759,99 €	1.561.759,99 €	12.447.073,47
27	Δεκ-42	12.447.073,47 €	890.000,00 €	636.945,98 €	1.526.945,98 €	11.557.073,47
28	Δεκ-43	11.557.073,47 €	890.000,00 €	600.913,48 €	1.490.913,48 €	10.667.073,47
29	Δεκ-44	10.667.073,47 €	890.000,00 €	563.619,85 €	1.453.619,85 €	9.777.073,47
30	Δεκ-45	9.777.073,47 €	890.000,00 €	525.020,93 €	1.415.020,93 €	8.887.073,47
31	Δεκ-46	8.887.073,47 €	890.000,00 €	485.071,06 €	1.375.071,06 €	7.997.073,47
32	Δεκ-47	7.997.073,47 €	890.000,00 €	443.722,94 €	1.333.722,94 €	7.107.073,47
33	Δεκ-48	7.107.073,47 €	890.000,00 €	400.927,63 €	1.290.927,63 €	6.217.073,47
34	Δεκ-49	6.217.073,47 €	890.000,00 €	356.634,49 €	1.246.634,49 €	5.327.073,47
35	Δεκ-50	5.327.073,47 €	890.000,00 €	310.791,09 €	1.200.791,09 €	4.437.073,47
36	Δεκ-51	4.437.073,47 €	890.000,00 €	263.343,17 €	1.153.343,17 €	3.547.073,47
37	Δεκ-52	3.547.073,47 €	890.000,00 €	214.234,58 €	1.104.234,58 €	2.657.073,47
38	Δεκ-53	2.657.073,47 €	890.000,00 €	163.407,18 €	1.053.407,18 €	1.767.073,47
39	Δεκ-54	1.767.073,47 €	890.000,00 €	110.800,82 €	1.000.800,82 €	877.073,47
40	Δεκ-55	877.073,47 €	877.073,47 €	56.353,24 €	933.426,71 €	0,00
			TOTAL	TOTAL	TOTAL	
			35.587.073,47 €	31.070.763,90 €	66.657.837,37 €	

Πίνακας 5: Δόσεις δανειακών υποχρεώσεων σύμφωνα με την προτεινόμενη αναδιάρθρωση

Ο παραπάνω πίνακας έχει προκύψει από την ανάλυση που έχει εκπονηθεί σε συμπληρωματική εργασία.[2]

[2] Διπλωματική εργασία του Λουμιώτη Αντωνίου-Αθανάσιου, με τίτλο: "Debt Overhang and Restructuring in the Greek Leisure Industry".

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Υποενότητα 2.2: Πρόβλεψη των μελλοντικών χρηματοοικονομικών καταστάσεων για την πενταετία 2016-2020

Για να μπορέσουμε να εξάγουμε τις χρηματοικονομικές καταστάσεις της ξενοδοχειακής επιχείρησης για την επόμενη πενταετία (2016-2020) που μας ενδιαφέρει, θα έπρεπε προηγουμένως να προσδιορίσουμε τα βασικά μεγέθη της επιχείρησης για τα αντίστοιχα έτη.

Συνεπώς ως πρώτο βήμα, επιχειρήσαμε να προσδιορίσουμε τα έσοδα της επιχείρησης για την προαναφερθείσα πενταετία. Με δεδομένα τα στοιχεία εσόδων για την διετία 2014-2015, όπου έχουμε τα έσοδα από τις ξενοδοχειακές υπηρεσίες συνολικά (συμπεριλαμβανομένων και επισιτιστικών υπηρεσιών και υπηρεσιών «πακέτου») καθώς επίσης και γνωρίζοντας το ποσοστό πληρότητας και τις ημέρες λειτουργίας ανα έτος και κάνοντας εύλογες υποθέσεις μπορέσαμε να προσδιορίσουμε τον κύκλο εργασιών της επιχείρησης.

Αρχικά υποθέσαμε πως ο λόγος roomnights/bednights του ξενοδοχείου θα κινείται σταθερά για τα έτη 2016-2020 στο επίπεδου του μέσου όρου των ετών 2014-2015, δηλαδή σε 2,64. Επίσης υποθέσαμε πως εξαιτίας της ολοένα και εντονότερης προτίμησης των τουριστών στα ελληνικά νησιά η πληρότητα θα κινείται σταθέρα λίγο πάνω από το 80%. Τέλος, υποθέσαμε πως οι μέρες λειτουργίας του ξενοδοχείου για την πενταετία 2016-2020 θα κινούνται λίγο πάνω από τον μέσο όρο της προηγούμενης διετίας και συγκεκριμένα 175 ημέρες σε ετήσια βάση.

Με βάση αυτές τις υποθέσεις προσδιορίσαμε τον κύκλο εργασιών καθώς και τα έσοδα από επισιτιστικές υπηρεσίες για την πενταετία 2016-2020 όπως παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα:

TOTAL							
ROOMS	1521						
YEAR	2014 (ACTUAL)	2015 (ACTUAL)	2016 (BUDGET)	2017 (BUDGET)	2018 (BUDGET)	2019 (BUDGET)	2020 (BUDGET)
ROOMNIGHTS	218.636	202.055	220.925	223.587	222.256	218.264	216.933
BEDNIGHTS	579.746	537.956	583.262	590.290	586.776	576.235	572.721
ROOMNIGHTS/BEDNIGHTS	2,65	2,66	2,64	2,64	2,64	2,64	2,64
ROOMNIGHTS PER DAY	1.217	1.202	1.262	1.278	1.270	1.247	1.240
MAX ROOMNIGHTS	273.295	255.766	266.175	266.175	266.175	266.175	266.175
DAYS OF OPERATION	180	168	175	175	175	175	175
OCCUPANCY	80,0%	79,0%	83,0%	84,0%	83,5%	82,0%	81,5%
ΕΣΟΔΑ ΔΩΜΑΤΙΟΥ	13.057.831,95	14.322.330,64	15.659.916,74	15.848.590,44	15.754.253,59	15.471.243,05	15.376.906,20
ΕΣΟΔΑ ΕΠΙΣΙΤΙΣΤΙΚΩΝ ΤΜΗΜΑΤΩΝ & ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ ΠΑΚΕΤΟ	6.469.793,64	6.008.530,90	6.569.677,52	6.648.830,26	6.609.253,89	6.490.524,78	6.450.948,41

Πίνακας 6: Πίνακας εσόδων της επιχείρησης (2014-2020)

Με γνωστά πλέον αυτού του είδους τα έσοδα όπως προέκυψαν από την παραπάνω ανάλυση, θα προσδιορίσουμε ακολούθως το σύνολο των εσόδων της επιχείρησης για την πενταετία 2016-2020 θεωρώντας πως οι υπόλοιπες μορφές εσόδων (έσοδα καταστημάτων, έσοδα λοιπών ξενοδοχειακών υπηρεσιών, έσοδα από συνέδρια και δεξιώσεις καθώς και έσοδα από λοιπές πωλήσεις) θα προκύψουν ως μέσος όρος της προηγούμενη διετίας (2014-2015) και θα παραμείνουν σταθερά καθόλη την διάρκεια της υπό εξέταση πενταετίας (2016-2020).

Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται αναλυτικά στον παρακάτω πίνακα:

Κύκλος εργασιών	31.12.2014 (ACTUAL)	31.12.2015 (ACTUAL)	31.12.2016 (BUDGET)	31.12.2017 (BUDGET)	31.12.2018 (BUDGET)	31.12.2019 (BUDGET)	31.12.2020 (BUDGET)
Έσοδα δωματίων	13.057.831,95	14.322.330,64	15.659.916,74	15.848.590,44	15.754.253,59	15.471.243,05	15.376.906,20
Έσοδα επισιτιστικών τμημάτων και υπηρεσιών πακέτου	6.469.793,64	6.008.530,90	6.569.677,52	6.648.830,26	6.609.253,89	6.490.524,78	6.450.948,41
Έσοδα καταστημάτων	968.024,63	942.117,25	955.070,94	955.070,94	955.070,94	955.070,94	955.070,94
Έσοδα λοιπών ξενοδοχειακών υπηρεσιών	378.336,23	431.105,80	404.721,02	404.721,02	404.721,02	404.721,02	404.721,02
Έσοδα συνεδρίων & δεξιώσεων	152.326,27	165.322,35	158.824,31	158.824,31	158.824,31	158.824,31	158.824,31
Λοιπές πωλήσεις	25.216,56	10.743,01	17.979,79	17.979,79	17.979,79	17.979,79	17.979,79
Σύνολο	21.051.529,28	21.880.149,95	23.766.190,31	24.034.016,75	23.900.103,53	23.498.363,87	23.364.450,66

Πίνακας 7: Κύκλος εργασιών της επιχείρησης (2014-2020)

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Στην συνέχεια θα προσπαθήσουμε να προσδιορίσουμε το μέγεθος των εξόδων της επιχείρησης. Γνωρίζοντας τα στοιχεία εξόδων για την διετία 2014-2015 θα προσδιορίσουμε τις πωλήσεις καθώς και τα λοιπά έξοδα της πενταετίας 2016-2020.

Ως σύνολο πωλήσεων θα θεωρήσουμε το άθροισμα των παρακάτω εξόδων:

Αμοιβές τρίτων
Αμοιβές μελών ΔΣ
Προμήθειες
Ρεύμα –Ύδρευση
Τηλεφωνικά –ταχυδρομικά
Έξοδα ενοικίων
Ασφάλιστρα
Επισκευές-συντηρήσεις
Έξοδα φιλοξενίας - παράπονα πελατών
Φόροι-τέλη
Έξοδα κίνησης & μεταφορών
Έξοδα ταξιδίων
Έξοδα υποδοχής –προβολής
Συνδρομές-έξοδα εκθέσεων
Μπροσούρες - Γραφική ύλη
Καύσιμα
Λοιπά αναλώσιμα
Λοιπά λειτουργικά έξοδα
Προσαυξήσεις & λοιπά ανόργανα έξοδα

Ενώ ως «λοιπά έξοδα» θα θεωρήσουμε το σύνολο των παρακάτω εξόδων:

Μεταβολές αποθεμάτων (εμπορεύματα, προϊόντα, ημικατ/μένα)

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Αγορές εμπορευμάτων και υλικών
Παροχές σε εργαζόμενους
Αποσβέσεις

Θεωρώντας πως ο λόγος λοιπά έξοδα/πωλήσεις για το 2016 θα προκύψει ως ο μέσος όρος της προηγούμενης διετίας 2014-2015 (σχεδόν 25%) και θα παραμείνει σταθερός κατά την διάρκεια της υπόλοιπης πενταετίας (εως το 2020) τα μεγέθη των πωλήσεων και των λοιπών εξόδων προσδιορίζονται ως εξής:

ΕΤΟΣ	2014 (ACTUAL)	2015 (ACTUAL)	2016 (BUDGET)	2017 (BUDGET)	2018 (BUDGET)	2019 (BUDGET)	2020 (BUDGET)
ΛΟΙΠΑ ΕΞΟΔΑ	-5.355.060,46	-5.350.774,70	-5.928.808,44	-6.008.504,19	-5.975.025,88	-5.874.590,97	-5.841.112,66
ΠΩΛΗΣΕΙΣ	21.051.529,28	21.880.149,95	23.766.190,31	24.034.016,75	23.900.103,53	23.498.363,87	23.364.450,66
ΛΟΙΠΑ ΕΞΟΔΑ/ΠΩΛΗΣΕΙΣ	25,44%	24,45%	24,95%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%

Πίνακας 8: Έξοδα επιχείρησης (2014-2020)

Είναι σημαντικό να επισημάνουμε, ότι στα πλαίσια της αναδιάρθρωσης του χρέους της επιχείρησης κρίθηκε αναγκαίος ο εξορθολογισμός του μισθολογικού κόστους σε επίπεδα που δεν αποτρέπουν την επιχείρηση από το να είναι κερδοφόρα και βιώσιμη για το σύνολο της πενταετίας 2016-2020.

Για τον σκοπό αυτό όπως αναλύτεται διεξοδικά[3], έγιναν οι παρακάτω υποθέσεις:

I. Στο τέλος του έτους 2015 θα πραγματοποιηθούν 9 απολύσεις. Τα άτομα αυτά θα προέρχονται από αυτούς που προσελήφθησαν την ακριβώς προηγούμενη χρονιά. Τα άτομα αυτά θα προειδοποιηθούν έναν μήνα πρίν την πραγματοποίηση της απόλυσης και θα λάβουν αποζημίωση ίση με το ποσό των απολαβών που θα λάμβαναν για μισό μήνα εργασίας. Με αυτό τον τρόπο προσδιορίζουμε το σύνολο

[3] Διπλωματική εργασία του Λουμιώτη Αντωνίου-Αθανάσιου, με τίτλο: "Debt Overhang and Restructuring in the Greek Leisure Industry".

των αποζημιώσεων που θα κληθεί να καταβάλει η επιχείρηση, το οποίο ανέρχεται σε 55.101,34 ευρώ.

II. Λόγω των παραπάνω απολύσεων είναι λογικό να υποθέσουμε πως οι επιδοτήσεις απασχόλησης θα μειωθούν σημαντικά. Συγκεκριμένα για το 2016 θα ανέρχονται σε 0,35% του συνόλου των μισθολογικών εξόδων. Ακόμη υποθέτουμε ότι λόγω της απουσίας προσλήψεων δεν θα υπάρξουν αυξήσεις μισθών στους υπόλοιπους εργαζομένους.

III. Στα πλαίσια του εξορθολογισμού θα θεωρήσουμε πως η αύξηση των λοιπών παροχών και εξόδων θα κυμανθεί σε επίπεδα μικρότερα της περασμένης διετίας 2014-2015 και συγκεκριμένα σε 1%. Επίσης το κόστος προσωπικού για τα υπόλοιπα χρόνια 2017-2020 θα αυξάνεται επίσης κατά 1%.

Τα αποτελέσματα που προκύπτουν με βάση αυτές τις υποθέσεις καθώς και τα συμπεράσματα που προκύπτουν αναλύονται σε βάθος[4] και παρουσιάζονται εν συντομία στον παρακάτω πίνακα:

Παροχές σε εργαζομένους	31.12.2014	31.12.2015	%ΣΥΝΟΛΟ 2014	%ΣΥΝΟΛΟ 2015	Μ.Ο	31.12.2016
Μισθοί και ημερομίσθια	4.689.946,14	5.389.174,71	78,53%	80,02%	79,28%	5.137.462,72
Εργοδοτικές εισφορές	1.229.690,65	1.345.397,10	20,59%	19,98%	20,28%	1.314.489,74
Λοιπές παροχές και έξοδα*	141.014,33	32.937,18	2,36%	0,49%	1,43%	64.804,46
Επιδοτήσεις απασχόλησης**	-88.530,00	-32.901,21	-1,48%	-0,49%	-0,99%	-22.681,56
ΣΥΝΟΛΟ	5.972.121,12	6.734.607,78	100,00%	100,00%	100,00%	6.480.445,56

Πίνακας 9: Μισθολογικά κόστη επιχείρησης (2014-2020)

[4] Διπλωματική εργασία του Λουμιώτη Αντωνίου-Αθανάσιου, με τίτλο: "Debt Overhang and Restructuring in the Greek Leisure Industry".

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Ενότητα 3: Οι οικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης για την πενταετία 2016-2020.

Ο στόχος της ως τώρα πραγματοποιηθείσας ανάλυσης, όπως έχουμε ήδη αναφέρει, ήταν να γίνει η κατάλληλη επεξεργασία των δεδομένων στοιχείων της διετίας 2014-2015 ώστε με βάση αυτά, να επιχειρήσουμε να εξάγουμε τα αντίστοιχα στοιχεία για την πενταετία 2016-2020 που μελετάμε.

Η παραπάνω ανάλυση μας επιτρέπει να εκτιμήσουμε την εξέλιξη των οικονομικών καταστάσεων για την πενταετία 2016-2020 που μας ενδιαφέρει.

Αρχικά θα παρουσιάσουμε την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης (payments and losses) ώστε να παρατηρήσουμε αν η προτεινόμενη παραπάνω αναδιάρθωση χρέους (όπως παρουσιάστηκε στην ενότητα 2) θα καταφέρει να αντιστρέψει την τάση πραγματοποίησης ζημιών ανά έτος. Στην συνέχεια θα παραθέσουμε την κατάσταση ταμειακών ροών (cash flows) όπου παρομοίως θα εξετάσουμε την επίδραση της αναδιάρθρωσης του χρέους στα ταμειακά διαθέσιμα ανά έτος καθώς και αν αυτό επιτυγχάνει την αύξηση τους ώστε να ισχυροποιηθεί η βιωσιμότητα και να αυξηθεί η αξία (value) της επιχείρησης. Τέλος υπό τα παραπάνω δεδομένα παρατίθεται ο εκτιμώμενος ισολογισμός για την πενταετία 2016-2020.

Πρέπει να τονίσουμε την καθοριστική συνεισφορά συμπληρωματικής διπλωματικής εργασίας[5] όπου για τους σκοπούς της εξαγωγής και ανάλυσης του working capital, έχει παραγματοποιήσει διεξοδική ανάλυση όλων των θεμελιωδών στοιχείων του ενεργητικού (πχ άυλα και ενσώματα πάγια, εμπορικές και άλλες απαιτήσεις) καθώς

[5] Διπλωματική εργασία του Κατσούλα Ιωάννη, με τίτλο: "Working Capital Management and Debt Overhang problem in Greek Leisure Industry."

και του παθητικού (πχ βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις), στοιχείων απαραίτητων για τον προσδιορισμό του ισολογισμού.

- **Κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης κατ' είδος (KAX-payments and losses):**

Κατάσταση αποτελεσμάτων κατ' είδος	2016 (BUDGET)	2017 (BUDGET)	2018 (BUDGET)	2019 (BUDGET)	2020 (BUDGET)
Κύκλος εργασιών (καθαρός)	25.239.235,71	25.640.975,37	25.373.148,93	25.239.235,71	25.105.322,50
Μεταβολές αποθεμάτων (εμπορεύματα, προϊόντα, ημικατ/μένα)	39.551,55	3.129,09	-2.511,99	-1.444,26	-1.303,93
Λοιπά συνήθη έσοδα	72.862,66	73.591,28	74.327,19	75.070,47	75.821,17
Αγορές εμπορευμάτων και υλικών	-5.196.186,45	-5.304.552,81	-5.254.753,82	-5.225.966,05	-5.198.105,68
Παροχές σε εργαζόμενους	-6.548.382,82	-6.613.866,65	-6.680.005,32	-6.746.805,37	-6.814.273,42
Αποσβέσεις	-5.520.362,07	-5.381.754,17	-5.563.632,44	-5.725.644,95	-5.379.018,93
Λοιπά έξοδα και ζημίες	-6.296.280,21	-6.410.243,84	-6.343.287,23	-6.309.808,93	-6.276.330,62
Κέρδη και ζημίες από διάθεση μη κυκλοφορούντων στοιχείων	-871,24	-871,24	-871,24	-871,24	-871,24
Λοιπά έσοδα και κέρδη	70.441,68	70.441,68	70.441,68	70.441,68	70.441,68
Αποτελέσματα προ τόκων και φόρων	*1.860.008,80*	*2.076.848,69*	*1.672.855,76*	*1.374.207,06*	*1.581.681,51*
Πιστωτικοί τόκοι και συναφή έσοδα	1.569,02	1.593,04	1.617,42	1.642,18	1.667,32
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	-1.245.547,57	-1.230.816,13	-1.215.569,09	-1.199.788,40	-1.183.455,38
Αποτέλεσμα προ φόρων	*616.030,25*	*847.625,60*	*458.904,10*	*176.060,84*	*399.893,45*
Φόροι εισοδήματος	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Αποτέλεσμα περιόδου μετά από φόρους	*616.030,25*	*847.625,60*	*458.904,10*	*176.060,84*	*399.893,45*

Πίνακας 10: KAX επιχείρησης (2016-2020)

Στην συνέχεια, για ευκολία θα παραθέσουμε έναν μικρότερο πίνακα όπου θα παρουσιάζονται μόνο τα βασικά μεγέθη που θα χρησιμοποιηθούν αργότερα στην διαδικασία προσδιορισμού της αξίας της επιχείρησης.

Τα μεγέθη αυτά είναι τα εξής:

ΣΥΝΟΨΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ	2014 (ACTUAL)	2015 (ACTUAL)	2016 (BUDGET)	2017 (BUDGET)	2018 (BUDGET)	2019 (BUDGET)	2020 (BUDGET)
Αποτέλεσμα προ φόρων τόκων και αποσβέσεων (EBITDA)	5.379.447,03	5.416.170,99	7.380.370,87	7.458.602,87	7.236.488,20	7.099.852,01	6.960.700,44
Αποτελέσματα προ τόκων και φόρων (EBIT)	-127.545,88	-74.132,81	1.860.008,80	2.076.848,69	1.672.855,76	1.374.207,06	1.581.681,51
Αποτέλεσμα προ φόρων και αποσβέσεων (EBTDA)	214.893,23	1.131.704,79	6.136.392,32	6.229.379,77	6.022.536,54	5.901.705,79	5.778.912,38
Αποτέλεσμα περιόδου μετά από φόρους	-5.292.099,68	-4.358.599,01	616.030,25	847.625,60	458.904,10	176.060,84	399.893,45
NET OPERATING INCOME	214.893,23	1.131.704,79	6.136.392,32	6.229.379,77	6.022.536,54	5.901.705,79	5.778.912,38

Πίνακας 11: Σύνοψη αποτελεσμάτων KAX (2014-2020)

Παρατηρούμε ότι τα αποτελέσματα της πενταετίας 2016-2020 παρουσιάζουν ανοδική τάση και βρίσκονται σε ασφαλώς καλύτερα επίπεδα από τα αντίστοιχα αποτελέσματα της διετίας 2014-2015.

Το γεγονός αυτό, αποτελεί μια πρώτη ισχυρή ένδειξη ότι η αναδιάρθρωση χρέους που προτάθηκε παραπάνω έχει θετική επίδραση στην προοπτική βιωσιμότητας και αξιολόγησης της επιχείρησης.

- **Κατάσταση Χρηματοροών (έμμεση μέθοδος-cash flows):**

Κατάσταση Χρηματοροών (Έμμεση Μέθοδος)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Χρηματοροές από λειτουργικές δραστηριότητες							
Αποτέλεσμα προ φόρων	-5.292.099,68	-4.358.599,01	614.904,17	846.488,27	457.755,38	174.900,64	398.721,66
Πλέον ή μείον προσαρμογές για:							
Αποσβέσεις και απομειώσεις ενσώματων και άυλων πάγιων	5.506.992,91	5.490.303,81	5.520.362,07	5.381.754,17	5.563.632,44	5.725.644,95	5.379.018,93
Προβλέψεις	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Κέρδη και ζημίες από διάθεση στοιχείων	0,00	1.742,48	871,24	871,24	871,24	871,24	871,24
Κέρδη και ζημίες από επιμέτρηση στοιχείων	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Χρεωστικοί και πιστωτικοί τόκοι (καθαρό ποσό)	5.164.553,80	4.286.011,56	1.243.978,55	1.229.223,09	1.213.951,67	1.198.146,22	1.181.788,06
Λειτουργικό κέρδος προ μεταβολών του κεφαλαίου κίνησης	***5.379.447,03***	***5.419.458,83***	***7.380.116,03***	***7.458.336,77***	***7.236.210,73***	***7.099.563,06***	***6.960.399,89***
Πλέον ή μείον μεταβολές λογαριασμών κεφαλαίου κίνησης							
Μεταβολή αποθεμάτων	13.149,10	2.571,26	-39.551,55	-3.129,09	2.511,99	1.444,26	1.303,93
Μεταβολή απαιτήσεων	470.673,09	511.584,90	-497.980,95	-23.260,36	14.981,08	-2.251,21	8.183,66
Μεταβολή υποχρεώσεων	-49.502,03	844.155,50	-476.085,20	-633.078,42	-585.731,30	-548.610,52	-515.236,95
Μεταβολή προβλέψεων	11.185,95	12.497,13	-6.248,56	0,00	0,00	0,00	0,00
Μείον:							
Πληρωμές/εισπράξεις για/από χρεωστικούς & πιστωτικούς τόκους	-3.610.320,59	-3.130.757,78	-1.245.547,57	-1.230.816,13	-1.215.569,09	-1.199.788,40	-1.183.455,38
Πληρωμές για φόρο εισοδήματος	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Σύνολο εισροών / (εκροών) από λειτουργικές δραστηριότητες (α)	***2.214.632,55***	***3.659.509,84***	***5.114.702,20***	***5.568.052,78***	***5.452.403,41***	***5.350.357,19***	***5.271.195,15***
Χρηματοροές από επενδυτικές δραστηριότητες							
Πληρωμές (εισπράξεις) για απόκτηση (πώληση) παγίων στοιχείων	-900.169,07	-2.458.765,56	-1.302.885,02	-1.204.874,66	-487.952,31	-1.154.741,54	-1.574.885,32
Πληρωμές (εισπράξεις) για απόκτηση (πώληση) συμμετοχών	-175.309,10	-1.314.518,81	-65.083,26	-60.283,56	-60.283,56	-60.283,56	-60.283,56
Μεταβολή δοσμένων εγγυήσεων	-1.869,70	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Τόκοι εισπραχθέντες	1.522,06	1.545,61	1.569,02	1.593,04	1.617,42	1.642,18	1.667,32
Μερίσματα εισπραχθέντα	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Σύνολο εισροών / (εκροών) από επενδυτικές δραστηριότητες (β)	***-1.075.825,81***	***-3.771.738,76***	***-1.366.399,26***	***-1.263.565,18***	***-546.618,45***	***-1.213.382,92***	***-1.633.501,56***
Χρηματοροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες							
Εισπράξεις (πληρωμές) από αύξηση (μείωση) κεφαλαίου	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Εισπράξεις (πληρωμές) από (σε) δάνεια	94.456,00	0,00	-890.000,00	-890.000,00	-890.000,00	-890.000,00	-890.000,00
Εισπράξεις (πληρωμές) από (σε)δάνεια (μη τραπεζικά)	-630.398,28	-25.116,14	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Μερίσματα πληρωθέντα	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Σύνολο εισροών / (εκροών) από χρηματοδοτικές δραστηριότητες (γ)	***-535.942,28***	***-25.116,14***	***-890.000,00***	***-890.000,00***	***-890.000,00***	***-890.000,00***	***-890.000,00***
Καθαρή αύξηση / (μείωση) στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα (α) + (β) + (γ)	***602.864,46***	***-137.345,06***	***2.858.302,94***	***3.414.487,60***	***4.015.784,96***	***3.246.974,27***	***2.747.693,59***
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα έναρξης περιόδου	***381.310,93***	***984.175,39***	***846.830,33***	***3.705.133,27***	***7.119.620,87***	***11.135.405,84***	***14.382.380,10***
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα λήξης περιόδου	***984.175,39***	***846.830,33***	***3.705.133,27***	***7.119.620,87***	***11.135.405,84***	***14.382.380,10***	***17.130.073,70***

Πίνακας 12: ΚΤΡ επιχείρησης (2014-2020)

Εδώ παρατηρούμε δύο ενδιαφέροντα φαινόμενα. Αρχικά μεταξύ του 2014 και του 2015 παρατηρείται πτώση των ρευστών διαθεσίμων και ισοδυνάμων, χαρακτηριστικό δείγμα της αδυναμίας εξυπηρέτησης των υποχρεώσεων της επιχείρησης.

Μετά όμως την αναδιάρθρωση του χρέους το 2016 και για το υπόλοιπο της πενταετίας ως το 2020 τα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα παρουσιάζουν θεαματική άνοδο. Το γεγονός αυτό οφείλεται στην διευκόλυνση αποπληρωμής των

τραπεζικών της δανείων και την αμεσότερη εξυπηρέτηση των υποχρεώσεων της συνολικά μέσω της προτεινόμενης αναδιάρθρωσης του χρέους της επιχείρησης.

- **Ισολογισμός της επιχείρησης για την πενταετία 2016-2020:**

Τέλος, μπορούμε να εξάγουμε-εκτιμήσουμε τον ισολογισμό της επιχείρησης για την εξεταζόμενη πενταετία 2016-2020, βασιζόμενοι σε όλη την προηγηθείσα ανάλυση καθώς και στα αποτελέσματα της μελέτης που εκπονήθηκε στα πλαίσια άλλης διπλωματικής εργασίας[6].

Η πορεία του ισολογισμού παρουσιάζεται στον παρακάτω πίνακα:

[6] Διπλωματική εργασία του Κατσούλα Ιωάννη, με τίτλο: "Working Capital Management and Debt Overhang problem in Greek Leisure Industry."

Ισολογισμός	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία					
Ενσώματα πάγια					
Ακίνητα	112.862.061,23	109.354.510,47	106.408.823,44	103.397.323,21	100.497.781,43
Μηχανολογικός εξοπλισμός	5.926.786,00	5.316.508,29	4.586.172,53	3.913.785,77	3.548.357,12
Λοιπός εξοπλισμός	8.368.858,53	7.492.947,10	6.026.525,69	5.078.006,51	4.481.098,15
Σύνολο ενσώματων παγίων	***127.157.705,76***	***122.163.965,87***	***117.021.521,67***	***112.389.115,50***	***108.527.236,71***
Αυλα πάγια στοιχεία					
Λοιπά άυλα	208.907,24	248.254,25	287.601,26	326.948,26	366.295,27
Σύνολο άυλων παγίων στοιχείων	***208.907,24***	***248.254,25***	***287.601,26***	***326.948,26***	***366.295,27***
Χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία					
Δάνεια και απαιτήσεις	11.015.737,21	11.015.737,21	11.015.737,21	11.015.737,21	11.015.737,21
Σύνολο χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων	***11.015.737,21***	***11.015.737,21***	***11.015.737,21***	***11.015.737,21***	***11.015.737,21***
Αναβαλλόμενοι φόροι	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Σύνολο μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	***138.382.350,21***	***133.427.957,32***	***128.324.860,13***	***123.731.800,97***	***119.909.269,19***
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία					
Αποθέματα					
Εμπορεύματα	113.547,36	112.458,37	110.278,98	108.364,81	111.478,92
Πρώτες ύλες και διάφορα υλικά	141.790,93	146.009,00	145.676,40	146.146,32	141.728,28
Σύνολο αποθεμάτων	***255.338,29***	***258.467,37***	***255.955,38***	***254.511,13***	***253.207,20***
Χρηματοοικονομικά στοιχεία και προκαταβολές					
Εμπορικές απαιτήσεις	1.088.920,24	1.107.400,27	1.095.080,25	1.088.920,24	1.082.760,23
Λοιπές απαιτήσεις	2.405.951,71	2.410.732,04	2.408.070,98	2.416.482,20	2.414.458,54
Ταμιακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	1.415.531,51	1.844.735,96	3.840.245,77	5.664.915,22	7.395.254,72
Σύνολο χρηματοοικονομικών στοιχείων και προκαταβολών	***4.910.403,46***	***5.362.868,27***	***7.343.397,00***	***9.170.317,66***	***10.892.473,49***
Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	***5.165.741,75***	***5.621.335,64***	***7.599.352,38***	***9.424.828,79***	***11.145.680,69***
Σύνολο ενεργητικού	***143.548.091,96***	***139.049.292,97***	***135.924.212,51***	***133.156.629,75***	***131.054.949,88***
Καθαρή θέση					
Καταβλημένα κεφάλαια					
Κεφάλαιο	55.248.480,00	55.248.480,00	55.248.480,00	55.248.480,00	55.248.480,00
Σύνολο καταβλημένων κεφαλαίων	***55.248.480,00***	***55.248.480,00***	***55.248.480,00***	***55.248.480,00***	***55.248.480,00***
Αποθεματικά και αποτελέσματα εις νέο					
Αποθεματικά νόμων ή καταστατικού	1.406.026,90	1.406.026,90	1.406.026,90	1.406.026,90	1.406.026,90
Αφορολόγητα αποθεματικά	88.118.014,97	87.619.136,86	87.369.697,81	87.120.258,75	86.870.819,69
Αποτελέσματα εις νέο	-55.082.925,61	-54.236.437,34	-53.778.681,96	-53.603.781,32	-53.205.059,65
Σύνολο αποθεματικών και αποτελεσμάτων εις νέο	***34.441.116,26***	***34.788.726,42***	***34.997.042,75***	***34.922.504,33***	***35.071.786,94***
Σύνολο καθαρής θέσης	***89.689.596,26***	***90.037.206,42***	***90.245.522,75***	***90.170.984,33***	***90.320.266,94***
Προβλέψεις					
Προβλέψεις για παροχές σε εργαζομένους	137.646,39	137.646,39	137.646,39	137.646,39	137.646,39
Λοιπές προβλέψεις	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Σύνολο προβλέψεων	***137.646,39***	***137.646,39***	***137.646,39***	***137.646,39***	***137.646,39***
Υποχρεώσεις					
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Μακροπρόθεσμα Δάνεια	34.697.073,47	33.807.073,47	32.917.073,47	32.027.073,47	31.137.073,47
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	4.957.608,23	4.371.350,08	4.333.959,71	4.286.717,66	4.243.905,89
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	***39.654.681,70***	***38.178.423,55***	***37.251.033,18***	***36.313.791,13***	***35.380.979,36***
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Τραπεζικά δάνεια	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Βραχυπρόθεσμο μέρος μακροπροθέσμων δανείων	890.000,00	890.000,00	890.000,00	890.000,00	890.000,00
Εμπορικές υποχρεώσεις	10.591.115,28	7.626.323,91	5.619.026,17	4.252.612,24	3.317.755,49
Φόρος εισοδήματος	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Λοιποί φόροι και τέλη	1.752.199,93	1.417.061,86	1.092.081,47	774.972,92	463.964,76
Οργανισμοί κοινωνικής ασφάλισης	428.698,18	428.698,18	428.698,18	428.698,18	428.698,18
Λοιπές υποχρεώσεις	350.772,06	280.550,50	206.822,22	134.542,40	62.256,60
Έξοδα χρήσεως δουλευμένα	53.382,17	53.382,17	53.382,17	53.382,17	53.382,17
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	***14.066.167,61***	***10.696.016,61***	***8.290.010,20***	***6.534.207,91***	***5.216.057,19***
Σύνολο υποχρεώσεων	***53.720.849,31***	***48.874.440,16***	***45.541.043,38***	***42.847.999,04***	***40.597.036,56***
Σύνολο καθαρής θέσης, προβλέψεων και υποχρεώσεων	***143.548.091,96***	***139.049.292,97***	***135.924.212,51***	***133.156.629,76***	***131.054.949,88***

Πίνακας 13: Ισολογισμός επιχείρησης (2016-2020)

Το σπουδαιότερο στοιχείο που πρέπει να σημειωθεί είναι η σημαντική μείωση των υποχρεώσεων (βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων) όπως φαίνεται από την σημαντική μείωση των στοιχείων του παθητικού της επιχείρησης, στο σύνολο της πενταετίας 2016-2020.

Το γεγονός αυτό θα παίξει καθοριστικό ρόλο τόσο στην βιωσιμότητα όσο και στην διαδικασία αξιολόγησης (valuation) της επιχείρησης που θα αναλύσουμε διεξοδικά στην αμέσως επόμενη ενότητα.

Ενότητα 4: Η διαδικασία αξιολόγησης της επιχείρησης (valuation) για την πενταετία 2016-2020.

Στην ενότητα αυτή, θα παρουσιάσουμε τον «πυρήνα» της παρούσης διατριβής που δεν είναι άλλος από την διαδικασία προσδιορισμού της αξίας της επιχείρησης (valuation).

Προτού όμως προχωρήσουμε στην παρουσίαση των μεθόδων προσδιορισμού της αξίας της επιχείρησης και της ερμηνείας των αποτελεσμάτων τους, θα ήταν συνετό για λόγους πληρότητας και κατανόησης, να εξηγήσουμε τι είναι η αξία μιας επιχείρησης (value) και γιατί μας ενδιαφέρει ο προσδιορισμός της.

Υποενότητα 4.1: Ορισμός και χρησιμότητα της αξίας μια επιχείρησης.

Η αξία μια επιχείρησης (value) είναι ένα μέτρο αποτίμησης από την πλευρά της αγοράς για την ίδια την επιχείρηση. Αποτελεί την πιο αξιόπιστη μέθοδο μέτρησης της ικανότητας της εκάστοτε εταιρείας να επιτυγχάνει τόσο τους στόχους που θέτει όσο και σημαντικά κέρδη. Η αξιοπιστία του μέτρου της αξίας έγκειται στο ότι για την μέτρηση και αξιολόγηση των επιδόσεων μιας επιχείρησης λαμβάνει υπόψιν τα συμφέροντα τόσο των μετόχων όσο και των πιστωτών της επιχείρησης.

Οι εναλλακτικοί τρόποι μέτρησης των επιδόσεων μιας επιχείρησης δεν είναι τόσο αξιόπιστοι, καθώς συχνά δεν αποδίδουν την πρέπουσα σημασία στα αποτελέσματα των μακροχρόνιων επιδόσεων της επιχείρησης ενώ άλλες φορές είναι αρκετά περιορισμένοι ως προς τον τρόπο υπολογισμού. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η μέτρηση των λογιστικών κερδών μια επιχείρησης, μέθοδος που εστιάζει

αποκλειστικά στις βραχυχρόνιες επιδόσεις της επιχείρησης και μόνο υπό το πρίσμα των μετόχων. Ακόμα, η μέτρηση του βαθμού ικανοποίησης των εργαζομένων που συχνά χρησιμοποιείται αποτελεί έναν τρόπο μέτρησης εμφανώς μεροληπτικό καθώς έχει να αντιμετωπίσει πάρα πολλούς περιορισμούς.

Ο προσδιορισμός της αξίας αντιθέτως, είναι αποδεκτός από όλους τους συσχετιζόμενους με μια επιχείρηση καθώς λαμβάνει υπόψιν τα συμφέροντα όλων των εμπλεκόμενων μερών. Αυτό συμβαίνει καθώς σύμφωνα με έρευνες, μια επιχείρηση που έχει ως στόχο την μεγιστοποίηση της αξίας της σε βάθος χρόνου, κάνει περισσότερες προσλήψεις, προσφέρει ολοένα και καλύτερες συνθήκες εργασίας στους εργαζόμενούς της και η ικανοποίηση των πελατών της βρίσκεται σε υψηλά επίπεδα έναντι των ανταγωνιστών της που εστιάζουν κυρίως στις βραχυχρόνιες επιδόσεις. Τέλος, έχει παρατηρηθεί πως η ολοένα και αυξανόμενη τάση των επιχειρήσεων όλων των κλάδων να αποσκοπούν στην μεγιστοποίηση της μακροχρόνιας αξίας τους, έχει αυξήσει τον μεταξύ τους ανταγωνισμό με αποτέλεσμα την εξ ανάγκης βέλτιστη αξιοποίηση των οικονομικών πόρων της, καθώς και του ανθρώπινου κεφαλαίου της.

Με αυτόν τον τρόπο η επιχείρηση θα μπορέσει να μεγιστοποιήσει την αξία της επενδύοντας τα κεφάλαια της (ή έλκοντας επενδυτές) ώστε να δημιουργηθούν μελλοντικές ταμειακές ροές (future cash flows), οι οποίες σε όρους απόδοσης θα υπερβαίνουν το κόστος κεφαλαίου, δηλαδή την απόδοση που ζητά ο εκάστοτε επενδυτής για να διαθέσει τα κεφάλαια του προς επένδυση.

Γίνεται λοιπόν σαφές, πως είναι ιδιαίτερα σημαντικό για κάθε επιχείρηση να προσδιορίσει με τρόπο σωστό το μέγεθος της αξίας της.

Στην συνέχεια αυτής της εργασίας επιχειρούμε να υπολογίσουμε την αξία της επιχείρησης και κατόπιν να ερμηνεύσουμε τα υπολογιστικά αποτελέσματα που προκύπτουν. Για τον σκοπό αυτό θα χρησιμοποιήσουμε τέσσερις μεθόδους-τεχνικές με βάση τα μεγέθη της ξενοδοχειακής επιχείρησης, όπως τα έχουμε αναλύσει στις προηγούμενες ενότητες της παρούσης μελέτης. Οι μέθοδοι αυτές είναι:

- Προδιορισμός του μεγέθους της καθαρής θέσης για την πενταετία

2016-2020

- Προδιορισμός της αξίας της ξενοδοχειακής επιχείρησης μέσω πολλαπλασιαστών (multiples)
- Προδιορισμός της αξίας μέσω της παρούσας αξίας των ελεύθερων ταμειακών ροών (DFC-discounted cash flow analysis)
- Προσδιορισμός της αξίας με την χρήση της προταθείσας τεχνικής από την Suzanne R. Mellen στο "The appraisal Journal" (April 1983), με τίτλο "Simultaneous Valuation: A new capitalization technique for hotel and other income properties".

Υποενότητα 4.2: Προδιορισμός του μεγέθους της καθαρής θέσης για την πενταετία 2016-2020

Η πρώτη μέθοδος που θα χρησιμοποιήσουμε εστιάζει στον προσδιορισμό της καθαρής θέσης. Το μέγεθος αυτό αντιστοιχεί πλήρως και αμερόληπτα στην αξία της επιχείρησης για τα αντίστοιχα έτη. Κατά συνέπεια ο υπολογισμός της καθαρής θέσης, όπως έχει ήδη αναλυθεί κατά την πρόβλεψη των στοιχείων του ισολογισμού της επιχείρησης για την πενταετία 2016-2020, μας δίνει ακόμα την πρώτη μέτρηση της αξίας της επιχείρησης.

Για τον σκοπό αυτό έχοντας ως δεδομένα, τόσο το μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης όσο και τα αποθεματικά της (αφορολόγητα και μη) για την διετία 2014-2015 προσδιορίσαμε τα ίδια μεγέθη για την πενταετία 2016-2020 με τον ακόλουθο τρόπο:

Θεωρώντας ως αμετάβλητα τόσο το μετοχικό κεφάλαιο (ονομαστική αξία μετοχής επί του πλήθους των μετοχών) όσο και τα αποθεματικά που υποχρεούται να διακρατά η επιχείρηση (λόγω της αντίστοιχης νομοθεσίας ή του ίδιου της του καταστατικού), υποθέσαμε πως το μόνο που μεταβάλλεται κατά την διάρκεια των ετών είναι οι επιχορηγήσεις πάγιων επενδύσεων. Οι επιχορηγήσεις αυτές υποθέσαμε ότι μειώνονται κατά έτος (ξεκινώντας από το 2016) και προκύπτουν ως

το ποσό των επιχορηγήσεων πάγιων επενδύσεων της προηγούμενης χρονιάς μειωμένο κατά την διαφορά του ίδιου μεγέθους για τα δύο προηγούμενα έτη από το έτος που υπολογίζουμε κάθε φορά.

Με αυτό τον τρόπο προσδιορίσαμε τα αφορολόγητα αποθεματικά της επιχείρησης για το σύνολο της πενταετίας 2016-2020 και τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα:

Κεφάλαιο	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Αριθμός μετοχών	1.905.120	1.905.120	1.905.120	1.905.120	1.905.120	1.905.120	1.905.120
Ονομαστική αξία μετοχής	29,00 €	29,00 €	29,00 €	29,00 €	29,00 €	29,00 €	29,00 €
Μετοχικό κεφάλαιο	***55.248.480,00***	***55.248.480,00***	***55.248.480,00***	***55.248.480,00***	***55.248.480,00***	***55.248.480,00***	***55.248.480,00***

Αποθεματικά νόμων ή καταστατικού	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Τακτικό αποθεματικό	880.443,14	880.443,14	880.443,14	880.443,14	880.443,14	880.443,14	880.443,14
Διαφορές αναπροσαρμογής ν.2065	525.583,76	525.583,76	525.583,76	525.583,76	525.583,76	525.583,76	525.583,76
Σύνολο	***1.406.026,90***	***1.406.026,90***	***1.406.026,90***	***1.406.026,90***	***1.406.026,90***	***1.406.026,90***	***1.406.026,90***

Αφορολόγητα αποθεματικά	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Επιχορηγήσεις πάγιων επενδύσεων	13.748.115,00	13.498.675,94	13.249.236,89	12.999.797,83	12.750.358,78	12.500.919,72	12.251.480,66
Έσοδα τόκων καταθέσεων τραπεζών	10.270,95	10.270,95	10.270,95	10.270,95	10.270,95	10.270,95	10.270,95
Σύνολο	***13.758.385,95***	***13.508.946,89***	***13.259.507,84***	***13.010.068,78***	***12.760.629,73***	***12.511.190,67***	***12.261.751,61***

Πίνακας 14: Στοιχεία καθαρής θέσης της επιχείρησης (2014-2020)

Στην συνέχεια θεωρώντας το μετοχικό κεφάλαιο σταθερό για όλη την πενταετία 2016-2020 και ίσο με 55.248.480 ευρώ μένει μόνο να προσδιορίσουμε το αποτέλεσμα εις νέον κάθε χρονιάς μέσω της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης (payments and losses) ώστε με βάση τα στοιχεία των αφορολόγητων αποθεματικών καθώς και των αποθεματικών νόμων ή καταστατικού, αλλά και του αποτελέσματος εις νέον, να προσδιορίσουμε την καθαρή θέση της επιχείρησης για το σύνολο της πενταετίας 2016-2020 (τα στοιχεία αυτά έχουν ήδη υπολογιστεί για την πρόβλεψη της εξέλιξης του ισολογισμού σε προηγούμενες ενότητες).

Συγκεκριμένα η πορεία της καθαρής θέσης όπως υπολογίστηκε τόσο για την διετία 2014-2015 όσο και για την υπό εξέταση πενταετία 2016-2020 παρουσιάζεται στον παρακάτω πίνακα:

	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Καθαρή θέση							
Καταβλημένα κεφάλαια							
Κεφάλαιο	55.248.480,00	55.248.480,00	55.248.480,00	55.248.480,00	55.248.480,00	55.248.480,00	55.248.480,00
Σύνολο καταβλημένων κεφαλαίων	***55.248.480,00***	***55.248.480,00***	***55.248.480,00***	***55.248.480,00***	***55.248.480,00***	***55.248.480,00***	***55.248.480,00***
Αποθεματικά και αποτελέσματα εις νέο							
Αποθεματικά νόμων ή καταστατικού	1.406.026,90	1.406.026,90	1.406.026,90	1.406.026,90	1.406.026,90	1.406.026,90	1.406.026,90
Αφορολόγητα αποθεματικά	13.758.385,95	13.508.946,89	88.118.014,97	87.619.136,86	87.369.697,81	87.120.258,75	86.870.819,69
Αποτελέσματα εις νέο	-51.339.230,77	-55.697.829,78	-55.082.925,61	-54.236.437,34	-53.778.681,96	-53.603.781,32	-53.205.059,65
Σύνολο αποθεματικών και αποτελεσμάτων εις νέο	***-36.174.817,92***	***-40.782.855,99***	***34.441.116,26***	***34.788.726,42***	***34.997.042,75***	***34.922.504,33***	***35.071.786,94***
Σύνολο καθαρής θέσης	***19.073.662,08***	***14.465.624,01***	***89.689.596,26***	***90.037.206,42***	***90.245.522,75***	***90.170.984,33***	***90.320.266,94***

Πίνακας 15: Σύνολο καθαρής θέσης (2014-2020)

Με βάση λοιπόν τα αποτέλεσματα του παραπάνω πίνακα συμπεραίνουμε ότι η αξία της επιχείρησης όπως αυτή αντανακλάται μέσω της καθαρής της θέσης, μετά την πραγματοποίηση της αναδιάρθρωσης του χρέους το 2016, σταματάει την πτωτική πορεία που είχε ως τότε και στην συνέχεια αποκτά σχεδόν για το σύνολο της πενταετίας 2016-2020 έντονα αυξητική τάση.

Η αύξηση αυτή που παρατηρείται τόσο στο σύνολο της καθαρής θέσης όσο και κατ' επέκταση και στην αξία της επιχείρησης αποτελεί την πρώτη σοβαρή ένδειξη ότι το κυριότερο πρόβλημα της αποτελούσε όντως η εξυπηρέτηση του τραπεζικού της δανεισμού. Η αναδιάρθρωση λοιπόν του χρέους της συνέβαλε καθοριστικά στην δυνατότητα της επιχείρησης να δημιουργήσει αξία (generate value) προς όφελος τόσο των μετόχων της όσο και των πιστωτών-δανειστών της.

Υποενότητα 4.3: Προδιορισμός της αξίας της ξενοδοχειακής επιχείρησης μέσω πολλαπλασιαστών (multiples)

Η δεύτερη μέθοδος που θα χρησιμοποιήσουμε για τον προσδιορισμό της αξία της επιχείρησης είναι μέσω της χρήσης πολλαπλασιαστών (multiples). Η μέθοδος αυτή

είναι ευρέως διαδεδομένη και ιδιαίτερα πρακτική και εφαρμόσιμη για όσους ασχολούνται με διαδικασίες προσδιορισμού αξίας επιχειρήσεων.

Υπάρχουν πολλά είδη πολλαπλασιαστών που χρησιμοποιούνται διεθνώς για τον υπολογισμό της αξίας μιας επιχείρησης. Στην παρούσα μελέτη εμείς επιλέξαμε να χρησιμοποιήσουμε τον πολλαπλασιαστή Value/EBITA ο οποίος ορίζεται με βάση τον παρακάτω τύπο:

$$\frac{\boldsymbol{Value}}{\boldsymbol{EBITA}} = \frac{(\boldsymbol{1-T})(\boldsymbol{1-\frac{g}{ROIC}})}{\boldsymbol{WACC-g}}$$

Όπου:

- Value: η αξία της επιχείρησης
- EBITA: το αποτέλεσμα προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (όπως έχει προσδιοριστεί στην κατάταση αποτελεσμάτων χρήσης)
- T: ο φορολογικός συντελεστής των επιχείρησεων
- g: η μεταβολή των ταμειακών ροών
- ROIC: η απόδοση των επενδεδυμένων κεφαλαίων της επιχείρησης (return on invested capital)
- WACC: το μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου (weighted adjusted cost of capital)

Πρίν όμως ξεκινήσουμε να υπολογίζουμε τα επιμέρους στοιχεία του παραπάνω τύπου για να προσδιορίσουμε την αξία της επιχείρησης πρέπει να εξηγήσουμε για ποιους λόγους προτιμήθηκε αυτός ο πολλαπλασιαστής έναντι των βασικότερων εναλλακτικών όπως το P/E ratio (price to earnings ratio) ή τους δείκτες Value/EBIT και Value/EBITDA.

Η επιλογή του Value/EBITA πολλαπλασιαστή προκρίθηκε για τους εξής λόγους:

- Ο δείκτης P/E (price to earnings) αν και ιδιαίτερα διαδεδομένος έχει δύο βασικά μειονεκτήματα. Πρώτον. ο δείκτης P/E επηρεάζεται σημαντικά από την κεφαλαιακή δομή της επιχείρησης με συνέπεια να μην εστιάζει στην τρέχουσα απόδοση της επιχείρησης, όπως θα έπρεπε. Δεύτερον, σε αντίθεση με το EBITA, το καθαρό εισόδημα (net income) υπολογίζεται συμπεριλαμβάνοντας μη λειτουργικά στοιχεία της επιχείρησης όπως οι αποσβέσεις άυλων περιουσιακών στοιχείων ή εφάπαξ κερδών ή ζημιών. Το γεγονός αυτό έχει ως συνέπεια να επηρεάζονται σημαντικά τα έσοδα της επιχείρησης αλλοιώνοντας τις ενδείξεις του δείκτη P/E, καθιστώντας τον αναποτελεσματικό στην μέτρηση της αξίας της επιχείρησης.
- Ο πολλαπλασιαστής Value/EBIT απορρίφθηκε διότι δεν συμπεριλαμβάνει τις αποσβέσεις. Οι αποσβέσεις είναι λογιστικές πράξεις που προκύπτουν από παλαιότερες αγορές. Συνεπώς, από την στιγμή που οι αποσβέσεις δεν συνδέονται με τις μελλοντικές ταμειακές ροές θα αλλοιώσουν τον υπολογισμό της αξίας της επιχείρησης. Για τον λόγο αυτό ο συγκεκριμένος πολλαπλασιαστής απορρίπτεται.
- Ιδιαίτερα διαδεδομένος πολλαπλασιαστής είναι και ο Value/EBITDA. Η υποτίμηση (depreciation) όταν λαμβάνεται υπόψιν ουσιαστικά παραβλέπει μελλοντικές δαπάνες που θα χρειαστούν για την αντικατάσταση περιουσιακών στοιχείων με την πάροδο του χρόνου. Κατά συνέπεια η υποτίμηση δεν πρέπει να συμπεριληφθεί προκειμένου να προσδιοριστεί σωστά η αξία της επιχείρησης.

Για τους παραπάνω λόγους επιλέξαμε την χρήση του πολλαπλασιαστή Value/EBITA. Ο υπολογισμός όμως του συγκεκριμένου πολλαπλασιαστή απαιτεί τον προσδιορισμό του μεσοσταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC). Το κεφάλαιο μιας επιχείρησης αποτελείται από δύο βασικά στοιχεία, τα ίδια κεφάλαια (E) και τα δανειακά κεφάλαια (D). Τόσο οι δανειστές όσο και οι μέτοχοι προσδοκούν μια συγκεκριμένη απόδοση για τα επενδεδυμένα κεφάλαια τους στην επιχείρηση, ωστόσο η προσδοκία αυτή συνήθως διαφέρει ανάμεσα στους μετόχους και τους δανειστές γεγονός που αντανακλάται από την διαφορά ανάμεσα στην προσδοκόμενη απόδοση των ιδίων κεφαλαίων από την πλευρά των μετόχων (r_E) και

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

την προσδοκόμενη απόδοση των δανειακών κεφαλαίων από τους δανειστές (r_D). Το κόστος κεφαλαίου επομένως, συμβολίζει την προσδοκόμενη απόδοση που ζητούν τόσο οι δανειστές όσο και οι μέτοχοι ταυτοχρόνως για την ίδια επένδυση.

Σταθμίζοντας λοιπόν αυτές τις προσδοκίες εξάγουμε το WACC το οποίο προσδιορίζει το κόστος ευκαιρίας που αναλαμβάνουν οι επενδυτές επιλέγοντας να επενδύουν τα κεφάλαια τους στην συγκεκριμένη επιχείρηση και όχι σε κάποια άλλη επενδυτική δραστηριότητα.

Το WACC χρησιμοποιείται για την αξιολόγηση των επενδυτικών σχεδίων και αποτελεί τον προεξοφλητικό παράγοντα των μελλοντικών ταμειακών ροών, έτσι ώστε να υπολογιστεί η αξία αυτών των μελλοντικών ροών στο σήμερα.

Το μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου υπολογίζεται με βάση τον παρακάτω τύπο:

$$\boldsymbol{WACC = r_E \frac{E}{D+E} + (1 - T_c)\, r_D \frac{D}{D+E}}$$

Όπου:

E: Ίδια Κεφάλαια

D: Δανειακά κεφάλαια

r_E: Απόδοση ιδίων κεφαλαίων (return on equity)

r_D: Κόστος δανεισμού (return on debt)

T_c: Φορολογικός συντελεστής επιχείρησεων

Πρέπει να σημειώσουμε ότι τα ίδια και δανειακά κεφάλαια έχουν ήδη υπολογιστεί κατά την πρόβλεψη του ισολογισμού της επιχείρησης για την πενταετία 2016-2020. Επίσης το κόστος δανεισμού είναι γνωστό (στα πλαίσια της αναδιάρθρωσης του χρέους) και ίσο με 3,5% όπως και ο φορολογικός συντελεστής των επιχειρήσεων που ανέρχεται στο 29%.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Συνεπώς δεν έχουμε παρά να υπολογίσουμε την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (r_E) προκειμένου να προσδιορίσουμε το μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC).

Υποενότητα 4.4: Ορισμοί και χρήση του CAPM (capital asset pricing model) και του συντελεστή βήτα (beta) για τον υπολογισμό του WACC (weighted average cost of capital)

Όπως συζητήσαμε στην προηγούμενη υποενότητα προκειμένου να μπορέσουμε να χρησιμοποιήσουμε τον πολλαπλασιαστή Value/EBITA είναι απαράιτητο να υπολογίσουμε το μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC). Η μόνη άγνωστη παράμετρος στον υπολογισμό του είναι η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (r_E).

Για να προδιορίσουμε λοιπόν αυτή την απόδοση θα χρησιμοποιήσουμε το CAPM (capital asset pricing model). Το μοντέλο αυτό, δείχνει τον τρόπο με τον οποίο η αγορά αποτιμά τα διάφορα περιουσιακά στοιχεία. Η σημαντικότερη συνέπεια του υποδείγματος είναι ότι συνδέει την αναμενόμενη απόδοση ενός περιουσιακού στοιχείου με ένα μέγεθος κινδύνου του περιουσιακού στοιχείου, γνωστού ως συντελεστή βήτα (beta coefficient), ο οποίος εκφράζει τον κίνδυνο της συνδιακύμανσης ενός χρεογράφου με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς.

Ο τύπος υπολογισμού με βάση το CAPM είναι:

$$r_E = r_f + \beta_E(r_m - r_f) \ (1)$$

Όπου:

r_f: risk free rate

$r_m - r_f$: risk premium

β_E: συντελεστής βήτα (beta)

Στην συνέχεια θα εξετάσουμε αυτά τα τρία συστατικά στοιχεία που απαρτίζουν το CAPM έτσι ώστε να μπορέσουμε να τα υπολογίσουμε.

- ✓ Για τον προσδιορισμό του επιτοκίου μηδενικού κινδύνου (risk free-r_f) θα θεωρήσουμε πως βρισκόμαστε την τελευταία διαθέσιμη μέρα του 2015 (συγκεκριμένα την 30η Δεκεμβρίου) και συμβατικά θεωρούμε αξιόπιστο μετρητή του επιτοκίου μηδενικού κινδύνου τις αποδόσεις των πενταετών ομολόγων με πιστοληπτική αξιολόγηση ΑΑΑ όπως αυτά παρουσιάζονται στον ιστότοπο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας.[7]

  Συγκεκριμένα έχουμε:

Maturity	**30 December 2015**
3 months	-0.452143
6 months	-0.427565
9 months	-0.410159
1 year	-0.396811
2 years	-0.346279
3 years	-0.261397
4 years	-0.135553

[7] Πηγή: https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/euro_area_yield_curves/html/index.en.html

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Maturity	30 December 2015
5 years	0.017391

Με αυτό τον τρόπο μπορούμε να προσδιορίσουμε το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου για κάθε χρονιά που μας ενδιαφέρει.

- ✓ Για τον προδιορισμό του market premium του 2015 θα αντλήσουμε τα ανάλογα στοιχεία από την σχετική μελέτη του καθηγητή Aswath Damodaran[8]. Στον συγκεκριμένο ιστότοπο παρατίθενται τα market premiums διαφόρων χωρών για το 2015 μεταξύ των οποίων και της Ελλάδας, το οποίο ανέρχεται σε 14,3%. Πρέπει να σημειώσουμε πως το συγκεκριμένο market premium θα το θεωρήσουμε σταθερό, για τους ανάλογους υπολογισμούς, στο σύνολο της παρούσας εργασίας.

Όσον αφορά τον συντελεστή βήτα (beta-β_E), είναι ένας δείκτης που περιγράφει τη σχέση μεταξύ της μεταβλητότητας μιας επένδυσης και της μεταβλητότητας της αγοράς.

Υψηλός συντελεστής beta συνεπάγεται ότι η τιμή και κατ' επέκταση η απόδοση μιας μετοχής ή ενός χρεογράφου επηρεάζεται έντονα από τις κινήσεις της αγοράς. Αντιθέτως, μικρές τιμές του συντελεστή beta σημαίνει ότι η απόδοση της επένδυσης μένει σχετικά ανεπηρέαστη από τις διακυμάνσεις της απόδοσης της αγοράς, οι οποίες αντανακλώνται κυρίως μέσω του γενικού δείκτη των χρηματιστηρίων.

Η πρακτική υπολογισμού του συντελεστή beta γίνεται βασιζόμενοι σε εταιρείες ορόσημο (benchmark) που δραστηριοποιούνται στον ξενοδοχειακό κλάδο, ανήκουν στην κατηγορία των «ξενοδοχείων πολυτελείας» και επίσης είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριων Αθηνών (Athens Stock Exchange-ASE).

[8] Πηγή: https://faculty.mccombs.utexas.edu/keith.brown/AFPMaterial/Damodaran%20Country%20Risk%20WP-7.15.pdf

Αρχικά μέσω της ιστοσελίδας capital.gr[9] λάβαμε ιστορικά στοιχεία της τιμής κλεισίματος τεσσάρων ξενοδοχείων και στην συνέχεια με βάση αυτά τα στοιχεία υπολογίσαμε τις αποδόσεις τους. Συγκεκριμένα οι τέσσερεις αυτές εταιρείες είναι η Ξενοδοχειακή Ιονική και επιχειρήσεις, η εταιρεία ελληνικών ξενοδοχείων Λάμψα, το ξενοδοχείο PRESIDENT και τον Αστέρα Βουλιαγμένης. Το χρονικό διάστημα για το οποίο ελήφθησαν τα στοιχεία τόσο για τις τιμές κλεισίματος των μετοχών όσο και για τις τιμές κλεισίματος του δείκτη του χρηματιστηρίου Αθηνών, είναι από την 1/9/2000 έως 31/12/2015 καθώς για αυτό το διάστημα και οι τέσσερις ξενοδοχειακές μονάδες συνυπήρχαν στο χρηματιστήριο Αθηνών.

Τα στοιχεία αυτά παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα:

DAY	CLOSE_ASE	CLOSE_ASTERAS	CLSOE_IONIKI	CLOSE_LAMPSA	CLOSE_PRESIDENT	RETURN_ASE	RETURN_ASTERAS	RETURN_IONIKI	RETURN_LAMPSA	RETURN_PRESIDENT
01-09-00	3601,99	8,45	19,9	10,76	6,89					
04-09-00	3655,26	8,5	20,12	10,76	6,15	0,014680756	0,005899722	0,010994614	0	-0,113619003
05-09-00	3839,76	8,75	19,6	10,47	6,08	0,049242639	0,028987537	-0,026184779	-0,02732153	-0,011447386
06-09-00	3935,52	8,95	19,77	10,85	6,15	0,024633156	0,022599832	0,008636071	0,035651055	0,011447386
07-09-00	4060,2	8,84	19,41	11,43	6,08	0,031189213	-0,012366656	-0,01837724	0,052076398	-0,011447386
08-09-00	4381,79	9,35	19,41	12,01	6,05	0,076225083	0,056089467	0	0,049498158	-0,004946424
11-09-00	4236,9	9,24	19,09	12,59	5,87	-0,033625447	-0,011834458	-0,016623759	0,047163212	-0,030203638
12-09-00	4030,99	8,95	18,21	12,09	5,71	-0,049819866	-0,031888353	-0,047193744	-0,040524183	-0,02763561
13-09-00	3990,72	8,83	19,12	11,29	5,86	-0,010040338	-0,013498518	0,048764014	-0,068461286	0,02593058
14-09-00	4247,12	9,14	17,96	11,27	5,86	0,06226944	0,034505371	-0,062587845	-0,00177305	0
15-09-00	4204,49	9	18,05	11,75	6,55	-0,010088104	-0,015435808	0,004998622	0,041708913	0,111315446
18-09-00	4146,38	8,81	17,56	11,55	6,17	-0,013917337	-0,021337137	-0,027522097	-0,017167804	-0,059766212
19-09-00	4164,06	8,65	17,48	11,18	6,08	0,004254895	-0,018328119	-0,004566218	-0,032558969	-0,014694142
20-09-00	4103,01	8,59	16,67	11,05	5,91	-0,014769709	-0,006960585	-0,047446673	-0,01169604	-0,028358865
21-09-00	4040,61	8,47	17,3	10,75	5,76	-0,01532518	-0,014068227	0,037095805	-0,027524673	-0,025708357
22-09-00	4090,89	8,48	16,93	10,62	5,73	0,01236688	0,001179941	-0,021619305	-0,012166739	-0,005221944
25-09-00	4151,48	8,6	16,68	10,65	6,41	0,014702347	0,014051753	-0,014876799	0,002820876	0,11214374
26-09-00	4153,54	8,57	16,7	10,82	6,25	0,000496086	-0,003494471	0,001198322	0,015836381	-0,025277807
27-09-00	4153,14	8,71	17,99	10,69	6,13	-9,6308E-05	0,016204058	0,074407329	-0,012087548	-0,019386714
28-09-00	4142,81	8,62	17,34	11,52	6,09	-0,002490373	-0,010386706	-0,036800077	0,07477593	-0,006546668
29-09-00	4178,96	8,65	17,87	11,17	5,96	0,00868811	0,003474236	0,030107358	-0,030853042	-0,021577601
02-10-00	4180,91	8,87	18,46	10,98	6,22	0,000466514	0,025115475	0,0324829	-0,017156177	0,042699426
03-10-00	4079,77	8,59	18,72	10,94	5,91	-0,024488312	-0,03207606	0,013986242	-0,003649639	-0,051124075
04-10-00	4010,83	8,5	18,49	10,52	5,86	-0,017042412	-0,010532572	-0,012362426	-0,03914759	-0,008496228
05-10-00	3958,65	8,35	18,12	10,47	5,78	-0,013095144	-0,017804625	-0,020213745	-0,004764182	-0,013745921
06-10-00	4027,09	8,44	17,73	10,73	5,91	0,017140973	0,01072077	-0,021758181	0,024529532	0,022242149
09-10-00	3956,87	8,31	17,52	11,03	5,73	-0,017590722	-0,0155227	-0,011915035	0,027575277	-0,030930301
10-10-00	3923,17	8,22	17,61	10,79	5,76	-0,008553308	-0,0108894	0,005123837	-0,021999054	0,005221944
...										
01-12-15	639,33	2,12	4,7	17,3	4	0,007079259	0	0	0	-0,069992372
02-12-15	626,18	2,12	4,7	17	3,9	-0,020782883	0	0	-0,017493157	-0,025317808
03-12-15	617,39	2,12	4,7	17	3,9	-0,014136955	0	0	0	0
04-12-15	607,56	2,08	5,64	17	3,9	-0,016049979	-0,019048195	0,182321557	0	0
07-12-15	608,85	2,08	5,64	16,94	3,9	0,002120996	0	0	-0,003535655	0
08-12-15	581,9	2,12	5,64	16,94	3,9	-0,04527332	0,019048195	0	0	0
09-12-15	559,79	2,18	5,64	16,59	3,9	-0,038736898	0,027908788	0	-0,020877585	0
10-12-15	576,51	2,28	5,64	16,59	3,9	0,029430972	0,044850566	0	0	0
11-12-15	578,3	2,28	5,64	17	4,29	0,00310008	0	0	0,02441324	0,09531018
14-12-15	590,26	2,28	5,64	17	4,29	0,020470353	0	0	0	0
15-12-15	583,18	2,27	5,64	16,98	4,29	-0,012067231	-0,004395611	0	-0,001177163	0
16-12-15	601,2	2,53	5,64	17	4,29	0,030431771	0,108439471	0	0,001177163	0
17-12-15	622,23	2,54	5,64	17	4,29	0,034382141	0,003944778	0	0	0
18-12-15	623,07	2,62	5,64	16,99	4,29	0,001349073	0,031010237	0	-0,000588408	0
21-12-15	625,24	2,73	5,64	17	4,29	0,003476704	0,041127291	0	0,000588408	0
22-12-15	619,04	3,02	5,64	17	4,29	-0,009965685	0,100955222	0	0	0
23-12-15	619,96	3,18	5,64	17	4,29	0,001485069	0,051624365	0	0	0
28-12-15	615,31	3,18	5,64	17	4,29	-0,007528754	0	0	0	0
29-12-15	617,55	3,46	5,64	17	4,29	0,003633831	0,084387392	0	0	0
30-12-15	610,97	3,55	5,64	17	4,29	-0,010712179	0,025679014	0	0	0
31-12-15	631,35	3,59	5,64	17	4,29	0,032812526	0,011204599	0	0	0

Πίνακας 16: Τιμές κλείσιματος μετοχών benchmark εταιρειών

[9] Πηγή: www.capital.gr/sectors

Δοθέντων των στοιχείων του παραπάνω πίνακα μπορούμε να υπολογίσουμε το beta equity ως εξής:

$$\beta_E = \frac{COV(ASE, STOCK_i)}{VAR(ASE)}$$

Δηλαδή ως ο λόγος της συνδιακύμανσης του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και της εκάστοτε μετοχής (εκ των τεσσάρων) προς την διακύμανση του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου Αθηνών.

Επίσης το beta των assets υπολογίζεται με βάση τον ακόλουθο τύπο:

$$\beta_{E_STOCKi} = \beta_{A_STOCKi}\left(1 + \frac{D_{STOCKi}}{E_{STOCKi}}\right)$$

Τα αποτελέσματα των παραπάνω υπολογισμών για τις τέσσερεις εταιρείες που χρησιμοποιήθηκαν ως benchmark παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα. Τα στοιχεία των ιδίων κεφαλαίων (E) και των δανειακών κεφαλαίων (D) αντλήθηκαν από τους δημοσιευμένους ισολογισμούς των αντίστοιχων εταιρειών τους έτους 2014.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

$STOCK_i$	ASTERAS	IONIKI	LAMPSA	PRESIDENT
VAR_ASE	0,000368496	0,000368496	0,000368496	0,000368496
$COVAR_ASE_STOCK_i$	0,00019224	-0,00002671	0,00001088	0,00006225
$\beta_E_STOCK_i$	0,521693532	-0,072487798	0,029516716	0,168935048
$\beta_A_STOCK_i$	0,454963337	-0,044629458	0,018093645	0,168935048
DEBT(D)	31.070.000	70.000.000	39.068.000	0
EQUITY(E)	150.402.000	112.141.000	61.882.000	50.793.440
D/E	0,2065797	0,624214159	0,631330597	0
(D/E)*(1-TAX RATE)	0,146671587	0,443192053	0,448244724	0
1+[(D/E)*(1-TAX RATE)]	1,146671587	1,624214159	1,631330597	1

Πίνακας 17: Υπολογισμός beta benchmark εταιρειών

Τέλος, για τον υπολογισμό του beta της ξενοδοχειακής μονάδας που μελετάμε ακολουθήθηκε η εξής διαδικασία:

Γνωρίζοντας το beta assets για κάθε μια από τις εταιρίες ορόσημο (benchmark) μπορούμε να υποθέσουμε ότι το αντίστοιχο beta assets για την ξενοδοχειακή μονάδα που εξετάζουμε θα κινείται στο επίπεδο του μέσου όρου των beta assets των επιχειρήσεων ορόσημο. Στην συνέχεια, γνωρίζοντας τις δανειακές υποχρεώσεις (D) και ίδια κεφάλαια (E) για την ξενοδοχειακή μονάδα που μελετάμε για το 2014, μοχλεύοντας το beta assets που έχει υπολογιστεί προηγουμένως προκύπτει το beta equity της ξενοδοχειακής μονάδας που αναζητούσαμε.

Τα αποτελέσματα της παραπάνω διαδικασίας παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα:

$STOCK_i$	Επιχείρηση υπό εξέταση
VAR_ASE	
$COVAR_ASE_STOCK_i$	
$\beta_E_STOCK_i$	1,284232482
$\beta_A_STOCK_i$	0,149340643
DEBT(D)	109.929.342,36
EQUITY(E)	14.465.624
D/E	7,599350176
(D/E)*(1-TAX RATE)	5,395538625
1+[(D/E)*(1-TAX RATE)]	8,599350176

Πίνακας 18: Υπολογισμός beta της εξεταζόμενη επιχείρησης

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Πλέον διαθέτουμε όλα τα στοιχεία που απαιτούνται προκειμένου να υπολογίσουμε την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (r_E) μέσω του CAPM [τύπος (1)] και εν συνεχεία να προχωρήσουμε στον υπολογισμό του μεσοσταθμικού κόστους κεφαλαίου [WACC, τύπος (2)].

Ο υπολογισμός της απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων (r_E) παρουσιάζεται στον παρακάτω πίνακα:

YEAR	r_e
2016	-0,213165755
2017	-0,162633755
2018	-0,077751755
2019	0,048092245
2020	0,201036245

Πίνακας 19: Αποδόσεις ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης (2016-2020)

Κατόπιν βάσει του τύπου (2) υπολογίζουμε το μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC):

YEAR	r_f	D	E	D+E	D/D+E	E/D+E	r_d	$r_{d*(1-T_c)}$	r_e	r_{wacc}	r_m-r_f
2016	-0,396811	34.697.073,47	14.831.089,13	49.528.162,60	0,700552406	0,299447594	0,035	0,02485	-0,213165755	-4,64%	14,3%
2017	-0,346279	33.807.073,47	15.428.138,34	49.235.211,81	0,686644217	0,313355783	0,035	0,02485	-0,162633755	-3,39%	14,3%
2018	-0,261397	32.917.073,47	15.636.454,67	48.553.528,14	0,677954306	0,322045694	0,035	0,02485	-0,077751755	-0,82%	14,3%
2019	-0,135553	32.027.073,47	15.561.916,25	47.588.989,72	0,672993347	0,327006653	0,035	0,02485	0,048092245	3,25%	14,3%
2020	0,017391	31.137.073,47	15.711.198,86	46.848.272,33	0,664636537	0,335363463	0,035	0,02485	0,201036245	8,39%	14,3%

Πίνακας 20: WACC επιχείρησης (2016-2020)

Πρίν προχωρήσουμε στον υπολογισμό του πολλαπλασιαστή Value/EBITA πρέπει να σημειώσουμε ότι για λόγους πληρότητας η ίδια ακριβώς διαδικασία ακολουθήθηκε και για την διετία 2014-2015 με σκοπό να έχουμε μια βάση σύγκρισης επί πραγματικών στοιχείων.

Τα αντίστοιχα αποτελέσματα της διετίας 2014-2015 παρουσιάζονται στον επόμενο πίνακα:

YEAR	r_f	D	E	D+E	D/D+E	E/D+E	r_d	$r_d*(1-T_c)$	r_e	r_{wacc}	r_m-r_f
2014	0,094158	64.589.847,02	19.073.662,08	83.663.509,10	0,772019339	0,227980661	0,035	0,02485	0,2778032345	8,25%	14,3%
2015	-0,0904489	55.715.187,88	14.465.624,01	70.180.811,89	0,79388064	0,20611936	0,035	0,02485	0,093196345	3,89%	14,3%

Πίνακας 21: WACC επιχείρησης (2014-2015)

Τέλος, βασιζόμενοι στα στοιχεία που προέκυψαν από την παραπάνω ανάλυση υπολογίζουμε την αξία της επιχείρησης με την μέθοδο του πολλαπλασιαστή Value/EBITA όπως φαίνεται στον παρακάτω πίνακα:

Μεγέθη	*2014*	*2015*	*2016*	*2017*	*2018*	*2019*	*2020*
EBITA	5.379.447,03	5.416.170,99	7.379.244,79	7.457.465,53	7.235.339,49	7.098.691,82	6.959.528,65
Φόρος επιχειρήσεων (T)	29,00%	29,00%	29,00%	29,00%	29,00%	29,00%	29,00%
Δείκτης μεταβολής CFs (g)	1,58	-0,14	3,38	0,92	0,56	0,29	0,19
Debt+Equity (D+E)	83.663.509,10	70.180.811,89	49.528.162,60	49.235.211,81	48.553.528,14	47.588.989,72	46.848.272,33
Cash and cash equivalents	984.175,39	846.830,33	3.705.133,27	7.119.620,87	11.135.405,84	14.382.380,10	17.130.073,70
Invested Capital	82.679.333,71	69.333.981,56	45.823.029,33	42.115.590,94	37.418.122,30	33.206.609,62	29.718.198,63
NOPLAT	3.819.407,39	3.845.481,40	5.239.263,80	5.294.800,53	5.137.091,04	5.040.071,19	4.941.265,34
ROIC	0,04619543	0,055463156	0,114336915	0,125720675	0,137288852	0,151779156	0,166270688
WACC	8,25%	3,89%	-4,64%	-3,39%	-0,82%	3,25%	8,39%
Value	***84.684.809,43***	***75.737.273,93***	***43.673.410,97***	***35.068.186,54***	***27.837.130,32***	***17.824.643,10***	***6.646.488,20***
Value/EBITA	***15,74***	***13,98***	***5,92***	***4,70***	***3,85***	***2,51***	***0,96***
Ρυθμός Μεταβολής	-	-11,17%	-57,68%	-20,55%	-18,18%	-34,74%	-61,97%

Πίνακας 22: Value/EBITA multiple (2014-2020)

Όπου:

EBITA: το αποτέλεσμα προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (όπως έχει προσδιοριστεί στην κατάταση αποτελεσμάτων χρήσης)

T: φορολογικός συντελεστής των επιχειρήσεων (θεωρείται σταθερός και ίσος με 29%)

g: Δείκτης μεταβολής των ταμειακών ροών της επιεχείρησης (όπως έχουν προσδιοριστεί στην κατάσταση ταμειακών ροών)

D+E: το άθροισμα δανειακών και ιδίων κεφαλαίων (όπως αυτά έχουν προσδιοριστεί στον ισολογισμό)

Cash and cash equivalents: Τα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα (όπως αυτά προσδιορίστηκαν ως μέρος των αποθεμάτων στον ισολογισμό)

Invested Capital: Το σύνολο των επενδεδυμένων κεφαλαίων στην επιχείρηση που υπολογίζεται ως το άθροισμα δανειακών και ιδίων κεφαλαίων μείον τα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα (Invested Capital=D+E-Cash and cash equivalents)

NOPLAT: net operating profit less adjusted taxes που υπολογίζεται ως NOPLAT=EBITA (1-T)

ROIC: return on invested capital που υπολογίζεται ως:

$$\text{ROIC}=\frac{NOPLAT}{Invested\ Capital}$$

Τέλος η αξία (Value) θα υπολογιστεί βάση του τύπου:

$$Value=\frac{NOPLAT_{t=i}\ (1-\frac{g}{ROIC})}{WACC-g}=\frac{EBITA\ (1-T)\ (1-\frac{g}{ROIC})}{WACC-g}$$

Και κατ΄ επέκταση ο αντίστοιχος πολλαπλασιαστής υπολογίζεται ως εξης:

$$\frac{Value}{EBITA}=\frac{(1-T)(1-\frac{g}{ROIC})}{WACC-g}$$

Παρατηρώντας τα αποτελέσματα αυτής της μεθόδου δημιουργείται έντονος προβληματισμός. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι παρά την αναδιάρθρωση του χρέους της επιχείρησης ο δείκτης Value/EBITA παρουσιάζει πτωτική τάση όπως και η αξία της επιχείρησης συνολικά. Στην ενότητα 4.7 θα επιχειρήσουμε να ερμηνεύσουμε αυτή την τάση καθώς και να αντιπαραβάλουμε τα αποτελέσματα της με τα αντίστοιχα αποτελέσματα των υπολοίπων μεθόδων αξιολόγησης της επιχείρησης.

Υποενότητα 4.5: Προδιορισμός της αξίας μέσω της παρούσας αξίας των ελεύθερων ταμειακών ροών (DFC-discounted cash flow analysis)

Το DFC μοντέλο είναι μια μέθοδος προσδιορισμού της αξίας μιας επιχείρησης υπό τον πρίσμα του πόσο ελκυστική είναι η εν λόγω επιχείρηση ως επενδυτική ευκαιρία. Συγκεκριμένα, η μέθοδος αυτή χρησιμοποιεί τις προβλέψεις των μελλοντικών ελεύθερων ταμειακών ροών (FCF-free cash flows) τις οποίες προεξοφλεί με το κατάλληλο επιτόκιο (συνήθως το WACC) με σκοπό να εξάγει την παρούσα αξία (PV-present value) των παραπάνω ελεύθερων ταμειακών ροών. Το άθροισμα των παραπάνω παρουσών αξιών θα μας δώσει την αξία της επιχείρησης για την πεντετία 2016-2020.

Ο τύπος στον οποίο θα βασιστούμε είναι ο εξής:

$$V=\sum_{t=1}^{5}\frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} \quad (3)$$

Όπου:

V: Η αξία της επιχείρησης (value)

FCF_t: Οι ελεύθερες ταμειακές ροές ανά έτος

WACC: Το μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου (όπως έχει ήδη προσδιοριστεί στην προηγούμενη υποενότητα)

Το μόνο που μένει για να προσδιορίσουμε την αξία βάσει του DFC model είναι ο προσδιορισμός των ελεύθερων ταμειακών ροών (FCF). Τα FCF αποτελούν ουσιαστικά ένα μέτρο για την οικονομική απόδοση μιας επιχείρησης, δηλαδή αντιπροσωπεύουν το χρηματικό πόσο εκείνο που η επιχείρηση είναι σε θέση να δημιουργήσει αφού έχει ξοδέψει πρώτα τα κεφάλαια που είναι απαραίτητα για την διατήρηση ή επέκταση των περιουσιακών της στοιχείων όπως κτήρια και εξοπλισμός.

Για τον σκοπό αυτό θα ακολουθήσουμε τα παρακάτω βήματα:

- Το πρώτο βήμα για τον υπολογισμό των FCF είναι να προσδιορίσουμε το καθαρό λειτουργικό εισόδημα (net operating income) το οποίο δεν είναι άλλο από το άθροισμα του αποτελέσματος μετά φόρων ανά χρονιά πλέον των αποσβέσεων του αντίστοιχου έτους.
  Τα μεγέθη αυτά έχουν υπολογιστεί στην υποενότητα 2.2 κατά την πρόβλεψη των οικονομικών καταστάσεων της επιχείρησης για την πενταετία 2016-2020.

Τα αποτέλεσματα της παραπάνω διαδικασίας για τον υπολογισμό του net operating income παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα:

ΣΥΝΟΨΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ	2016 (BUDGET)	2017 (BUDGET)	2018 (BUDGET)	2019 (BUDGET)	2020 (BUDGET)
Αποτέλεσμα προ φόρων τόκων και αποσβέσεων (EBITDA)	7.380.370,87	7.458.602,87	7.236.488,20	7.099.852,01	6.960.700,44
Αποτελέσματα προ τόκων και φόρων (EBIT)	1.860.008,80	2.076.848,69	1.672.855,76	1.374.207,06	1.581.681,51
Αποτέλεσμα προ φόρων και αποσβέσεων (EBTDA)	6.136.392,32	6.229.379,77	6.022.536,54	5.901.705,79	5.778.912,38
Αποτέλεσμα περιόδου μετά από φόρους	616.030,25	847.625,60	458.904,10	176.060,84	399.893,45
NET OPERATING INCOME	6.136.392,32	6.229.379,77	6.022.536,54	5.901.705,79	5.778.912,38

Πίνακας 23: Net operating income (2016-2020)

- Το δεύτερο βήμα είναι ο υπολογισμός του ποσού των κεφαλαιουχικών δαπανών (capital expenditure-CAPEX) για την πενταετία 2016-2020. Το ποσό

αυτό είναι ήδη γνωστό από την κατάσταση ταμειακών ροών της επιχείρησης όπου αναφέρεται ως «σύνολο εισροών/εκροών από επενδυτικές δραστηριότητες». Για ευκολία θα τα παρουσιάσουμε ομαδοποιημένα στον παρακάτω πίνακα:

YEAR	CAPEX
2016	-1.366.399,26
2017	-1.263.565,18
2018	-546.618,45
2019	-1.213.382,92
2020	-1.633.501,56

Πίνακας 24: CAPEX (2016-2020)

- Το επόμενο βήμα είναι ο υπολογισμός του κεφαλαίου κίνησης (working capital) της επιχείρησης, ανά έτος. Το κεφάλαιο κίνησης(working capital) δείχνει πόση ρευστότητα χρειάζεται μια επιχείρηση για την χρηματοδότηση της λειτουργίας της για χρονικό ορίζοντα 12 μηνών. Στόχος για κάθε επιχείρηση είναι να το κεφάλαιο κίνησης να είναι είτε πολύ μεγάλο θετικό είτε πολύ μικρό αρνητικό δηλαδή κοντά στο μηδέν. Ο υπολογισμός του κεφαλαίου κίνησης γίνεται αν από το κυκλοφορούν ενεργητικό (current assets) αφαιρεθούν οι βραχυχρόνιες υποχρεώσεις (current liabilities). Η μεταβολή του κεφαλαίου κίνησης(change in working capital-CWC) προκύπτει αν από το κεφάλαιο κίνησης της προηγούμενης χρονιάς αφαιρεθεί το κεφάλαιο κίνησης της τρέχουσας περιόδου.

Τα αποτελέσματα των υπολογισμών για το κεφάλαιο κίνησης (working capital) όσο και για την μεταβολή του (CWC) παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα:

YEAR	2015	2016	2017	2018	2019	2020
CURRENT ASSETS	4.059.508,07	7.455.343,51	10.896.220,56	14.894.512,45	18.142.293,67	20.880.499,67
CURRENT LIABILITIES	16.831.854,58	16.357.072,68	15.723.994,26	15.138.262,96	14.589.652,44	14.074.415,49
WORKING CAPITAL	-12.772.346,51	-8.901.729,16	-4.827.773,70	-243.750,51	3.552.641,23	6.806.084,18
CWC	-	-3.870.617,34	-4.073.955,46	-4.584.023,19	-3.796.391,74	-3.253.442,95

Πίνακας 25: Working Capital (2015-2020)

Πλέον έχοντας υπολογίσει όλα τα μεγέθη που χρειαζόμασταν μπορούμε να υπολογίσουμε τα FCF βασιζόμενοι στον εξής τύπο:

$$FCF = \text{Net Operating Income} - CWC - CAPEX$$

Έχοντας πλέον όλα τα απαραίτητα στοιχεία διαθέσιμα τα FCF υπολογίστηκαν και παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα:

YEAR	NET OPERATING INCOME	CAPEX	CWC	FCF	ΡΥΘΜΟΣ ΜΕΤΑΒΟΛΗΣ
2016	6.135.266,24	-1.366.399,26	-3.870.617,34	898.249,64	-
2017	6.228.242,44	-1.263.565,18	-4.073.955,46	890.721,79	-0,838%
2018	6.021.387,83	-546.618,45	-4.584.023,19	890.746,19	0,003%
2019	5.900.545,60	-1.213.382,92	-3.796.391,74	890.770,94	0,003%
2020	5.777.740,58	-1.633.501,56	-3.253.442,95	890.796,07	0,003%

Πίνακας 26: FCF (2016-2020)

Το τελευταίο βήμα για τον υπολογισμό της αξίας της επιχείρησης βάσει του τύπου (3) είναι να υπολογίσουμε την παρούσα αξία αυτών των ελεύθερων χρηματοροών, προεξοφλόντες τες με το WACC.

Συγκεκριμένα θα χρησιμοποιήσουμε τον τύπο της παρούσας αξίας (PV-present value):

$$PV = \frac{FCF_{t=n}}{(1+WACC)^n} \quad \text{με } n=1,\ldots,5$$

Και κατόπιν αθροίζοντας τις παρούσες αξίες των ελεύθερων ταμειακών ροών για το σύνολο της πενταετίας 2016-2020 θα προσδιορίσουμε την αξία της επιχείρησης για το αντίστοιχο διάστημα βάσει του τύπου (3).

Τα αποτελέσματα αυτής της διαδικασίας παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα:

YEAR	FCF	WACC	PRESENT VALUE
2016	898.249,64	-4,64%	941.979,38
2017	890.721,79	-3,39%	954.326,81
2018	890.746,19	-0,82%	913.002,04
2019	890.770,94	3,25%	783.951,70
2020	890.796,07	8,39%	595.332,00
TOTAL			4.188.591,93

Πίνακας 27: Παρούσα αξία FCF (2016-2020)

Επομένως με βάση το DFC model η αξία της επιχείρησης για την πενταετία 2016-2020 προσδιορίζεται στα $V_{2016\text{-}2020}$= 4.188.591,93€

Υποενότητα 4.6: Προσδιορισμός της αξίας με την χρήση της τεχνικής "Simultaneous Valuation".

Τον Απρίλιο του 1983, η Suzanne R. Mellen[10] έγραψε ένα επιστημονικό άρθρο γνώμης στο "The Appraisal Journal", στο οποίο εισήγαγε μια νέα τεχνική αξιολόγησης (valuation) επιχειρήσεων με συγκεκριμένη στόχευση στον ξενοδοχειακό κλάδο.

Η τεχνική αυτή αποτελείται από την επίλυση ένος συστήματος δύο εξισώσεων το οποίο, υπό τις κατάλληλες υποθέσεις, μπορεί να μας δώσει μια πολύ αποτελεσματική εκτίμηση της συνολικής αξίας ενός ξενοδοχείου όπως αυτό που εξετάζουμε στην παρούσα εργασία.

Έχοντας ως δεδομένα το ύψος των δανειακών και των ιδίων κεφαλαίων της ξενοδοχειακής επιχείρησης καθώς και την πρόβλεψη του καθαρού εισοδήματος (net income) για το δεδομένο χρονικό διάστημα που μας ενδιαφέρει (στην περίπτωση μας 5 χρόνια), μπορούμε να εξάγουμε δύο αλγεβρικές εξισώσεις που θα μας δώσουν μια μαθηματική σχέση μεταξύ των γνωστών μεγεθών και της άγνωστης αξίας που θέλουμε να προσδιορίσουμε.

Για τον σκοπό αυτό θα χρησιμοποιηθούν τα παρακάτω σύμβολα:

NI: καθαρό εισόδημα προς αναδιάρθρωση χρέους (έχει προδιοριστεί στην ΚΑΧ ανά έτος)

V: η αξία της ξενοδοχειακής επιχείρησης

M: loan-to-value ratio (για τα ξενοδοχεία πολυτελείας όπως αυτό που εξετάζουμε, ο δείκτης αυτός κυμαίνεται στα επίπεδα του M=70%)

R_E: equity dividend rate

f: ετήσια σταθερά παράμετρος σχετικά με το ύψος της αποπληρωμής των δανείων ανά έτος. Στην περίπτωση μας έχουμε υπολογίσει πως η επιχείρηση πληρώνει ετησίως 890.000€ για την εξυπηρέτηση των δανειακών της υποχρεώσεων.

[10] Η Suzanne R. Mellen είναι διευθύντρια στην συμβουλευτική με ειδίκευση στην αξιολόγηση εταιρείας, Hospitality Valuation Sercives στην Νέα Υόρκη με ειδίκευση στην αξιολόγηση ξενοδοχείων και μοτέλ.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Συνεπώς αυτή η παράμετρος για το σύνολο της πενταετίας 2016-2020 κυμαίνεται στα επίπεδα του f=3%.

d_e: ετήσιο μέρισμα στους μετόχους

$1/S_n$: η παρούσα αξία του ετήσιου μερίσματος στους μετόχους

S: $S=1+\frac{R_e}{12}$

n: το χρονικό διάστημα που θέλουμε να αξιολογήσουμε (εκφρασμένο σε έτη)

Στη συνέχεια θα προσδιορίσουμε τα παραπάνω μεγέθη αναλυτικά:

NI_{2016}= 6.135.266,24 M=70%=0,70

NI_{2017}= 6.228.242,44 f=3%=0,03

NI_{2018}= 6.021.387,83

NI_{2019}= 5.900.545,60

NI_{2020}= 5.777.740,58

Πρέπει να σημειώσουμε ότι το μέγεθος του καθαρού εισοδήματος ανά έτος έχει προσδιοριστεί κατά την πρόβλεψη της Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσης για την αντίστοιχη πενταετία.

Στην συνέχεια θα υπολογίσουμε το equity dividend rate ανά έτος με βάση τον τύπο:

$$R_e^i = \frac{Net\ Income\ after\ debt\ service}{Equity}$$

Όπου i=2016,…,2020.

Εξ αυτού προκύπτει:

R_e^{2016}= 0,4136

R_e^{2017}= 0,4036

R_e^{2018}=0,3850

R_e^{2019}=0,3755

R_e^{2020}=0,3677

Αντίστοιχα, θα υπολογίσουμε την παρούσα αξία των άνω μεγεθών με βάση τον τύπο:

$$S_i=1+\frac{R_e^i}{12} \text{ με } i=2016,\ldots,2020$$

Από όπου προκύπτουν:

S_{2016}= 0,9667

S_{2017}= 0,9674

S_{2018}= 0,9689

S_{2019}= 0,9697

S_{2020}=0,9703

Στην συνέχεια θα εφαρμόσουμε τις δύο εξισώσεις προκειμένου λύνοντας αυτές να προσδιορίσουμε την αξία της επιχείρησης για την πενταετία 2016-2020.

Simultaneous Equation 1:

Το ετήσιο μέρισμα στους μετόχους της ξενοδοχειακής επιχείρησης εκφράζεται ως το καθαρό εισόδημα ανά έτος αφού αφαιρέσουμε τις ετήσιες πληρωμές του χρέους που έχει διακανονιστεί.

Δηλαδή, $NI_{2016}\text{-}(f \times M \times V)=d_e{}^{2016}$

$NI_{2017}\text{-}(f \times M \times V)=d_e{}^{2017}$…

$[NI_{2020}\text{-}(f \times M \times V)]\ R_e{}^{2020}=d_e{}^{2020}$

Simultaneous Equation 2:

Η αξία των ιδίων κεφαλαίων της ξενοδοχειακής επιχείρησης εκφράζεται ως τα προεξοφλημένα ετήσια cash flows ως εξής:

$$(d_e{}^{2016} \times \frac{1}{S^{2016}}) + (d_e{}^{2017} \times \frac{1}{S^{2017}}) + \dots + (d_e{}^{n} \times \frac{1}{S^{(n-1)}}) = (1\text{-}M)V \text{ με } n=2020$$

The Applied Formula:

Συνδυάζοντας τις δύο παραπάνω εξισώσεις, προκειμένου να εκφράσουμε το άθροισμα των προεξοφλημένων χρηματοροών ως την αξία των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης μετά την αναδιάρθρωση του χρέους, έχουμε:

$$\{[(NI_{2016}\text{-}(f \times M \times V)]\frac{1}{S_{2016}}\} + \{[NI_{2017} - (f \times M \times V)]\frac{1}{S_{2017}}\} + \dots +$$
$$\{[NI_{2020} - \frac{(f \times M \times V)}{R_e}]\ \frac{1}{S^{(n-1)}} = (1\text{-}M)V \qquad \text{,με } n=2020$$

Αντικαθιστώντας τα νούμερα των μεγεθών όπως τα έχουμε υπολογίσει προηγουμένως, η μοναδική άγνωστη μεταβλητη είναι η V η οποία συμβολίζει την αξία της επιχείρησης που θέλουμε να υπολογίσουμε.

Λύνοντας λοιπόν ως προς το V έχουμε διαδοχικά:

$$[6.135.266,24 - (0,03 \text{ x } 0,70 \text{ x V})\ 0,9667] + [6.228.242,44 - (0,03 \text{ x } 0,70 \text{ x V})\ 0,9674] + [6.021.387,83 - (0,03 \text{ x } 0,70 \text{ x V})\ 0,9689] + [5.900.545,60 - (0,03 \text{ x } 0,70 \text{ x V})\ 0,9697] + [5.777.740,58 - \frac{(0,03\ x\ 0,70\ x\ V)}{0,3677}]\ 0,9697 = (1\text{-}0,70)\ \text{V} \Leftrightarrow$$

$$\Leftrightarrow 0,1638\ \text{V} = 30.063.182,69 \Leftrightarrow \text{V}_{2016\text{-}2020} = 183.371.078,7\ €$$

Για λόγους πληρότητας η ίδια ακριβώς μέθοδος εφαρμόστηκε στην επιχείρηση για την διετία 2014-2015,προκειμένου να υπάρχει ένα μέτρο σύγκρισης στην επίδραση της αναδιάρθρωσης του χρέους στην αξία της επιχείρησης.

Μετά από υπολογισμούς η αξία αυτής της διετίας ανήλθε στα

$\text{V}_{2014\text{-}2015} = 4.462.662,607\ €$.

Συμπεραίνουμε ότι, με βάση αυτή την μέθοδο υπολογισμού της αξίας των ξενοδοχειακών επιχειρήσεων,η αξία της επιχείρησης αυξάνεται ραγδαία υπό την υπόθεση ότι το χρέος της αναδιαρθρώνεται και τα συνολικά της μεγέθη εξορθολογίζονται.

Υποενότητα 4.7: Σχολιασμός-ερμηνεία των αποτελεσμάτων της αξιολόγησης (valuation) μέσω των παραπάνω μεθόδων

Έχοντας πλέον εφαρμόσει και τις τέσσερις μεθόδους αξιολόγησης (valuation) στην ξενοδοχειακή επιχείρηση που εξετάζουμε παρατηρούμε ότι υπάρχουν αποκλίσεις ως προς τα αποτελέσματα τους.

Συγκεκριμένα, ο προσδιορισμός της αξίας της ξενοδοχειακής επιχείρησης δια της καθαρής θέσης και δια της μεθόδου του "Simultaneous Valuation" της Suzanne R. Mellen μας δίνει αναμενόμενα αποτελέσματα. Μετά την εφαρμογή της πρότασης αναδιάρθρωσης του χρέους της επιχείρησης, η αξία της επιχείρησης αυξάνεται και σε ορισμένες περιπτώσεις μαλιστα φτάνει πολύ υψηλά επίπεδα. Το γεγονός αυτό αποτελεί βάσιμη επιβεβαίωση του ισχυρισμού ότι πρόκειται για μια επιχείρηση η οποία αν ρυθμίσει τις δανειακές της υποχρεώσεις μπορεί κάλλιστα να λειτουργήσει αποτελεσματικά και κερδοφόρα εντός του ξενοδοχειακού κλάδου.

Ωστόσο, οι άλλες δύο μέθοδοι οι οποίες επίσης εμπεριέχουν τα αναδιαρθρωμένα μεγέθη της επιχείρησης παρουσιάζουν αποτελέσματα μη αναμενόμενα που προκαλούν προβληματισμό.

Συγκεκριμένα, ο πολλαπλασιαστής Value/EBITA αλλα και η παρούσα αξία των χρηματοροών της επιχείρησης μέσω του Discounted Cash Flows model παρουσιάζουν καθοδική τάση. Το γεγονός αυτό προκαλεί προβληματισμό αν αναλογιστούμε ότι το κύριο πρόβλημα της επιχείρησης, που δεν ήταν άλλο από την εξυπηρέτηση των δανειακών της υποχρεώσεων, ρυθμίστηκε με τρόπο που να εξσφαλίζει την μακροχρόνια βιωσιμότητα της.

Ωστόσο, αυτή η καθοδική τάση των δύο δεικτών μπορεί να ερμηνευθεί τουλάχιστον μερικώς. Σύμφωνα με πρόσφατες έρευνες[11], ο τωρινός δείκτης Value/EBITA βρίσκεται στο 10,86 μειωμένος αισθητά από το επίπεδο του 13,77 που ήταν το ύψος του δείκτη στο τέλος του 2014 σε διεθνές επίπεδο.

Είναι σαφές πως η πτώση του πολλαπλασιαστή αλλά και των ελεύθερων χρηματοροών της επιχείρησης αποτελεί μια παγκόσμια τάση. Ένας λόγος αυτής της καθοδικής τάσης είναι η μείωση των εσόδων ανά δωμάτιο σε παγκόσμιο επίπεδο,

[11] Πηγή: https://finance.yahoo.com/news/analyzing-hotel-industry-valuation-110518519.html

το οποίο από το 10% έπεσε στο 2,2% μέσα σε ένα ημερολογιακό έτος (2014-2015) χωρίς να δείχνει σημάδια ανάκαμψης δεδομένου ότι ο ρυθμός μεταβολής αυτού του μεγέθους μειώθηκε από 4,4% σε 3,6% στο ίδιο χρονικό διάστημα. Επιπροσθέτως, πρέπει να σημειώσουμε πως ειδικά για την Ελλάδα το μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC) έχει έντονα αυξητική τάση σε όλο το χρονικό διάστημα που μελετήσαμε (2014-2020), αντανακλώντας το ολοένα και αυξανόμενο επιχειρηματικό ρίσκο επένδυσης στην Ελλάδα, κάτι που φυσικά επιδρά αρνητικά στην αξία των ξενοδοχειακών (και όχι μόνο) επιχειρήσεων.

Συμπερασματικά, μπορούμε να ισχυριστούμε βάσιμα ότι η αξία της επιχείρησης βελτιώνεται εξαιτίας της αναδιάρθρωσης του χρέους και παραμένει σε επίπεδα εφάμιλλα με αυτά των καλύτερων ανταγωνιστών της, διασφαλίζοντας την βιωσιμότητα και την κερδοφορία της σε μακροχόνιο επίπεδο. Σαφώς όπως εξηγήσαμε και παραπάνω οι τάσεις συγκεκριμένων μεγεθών τόσο σε παγκόσμιο όσο και σε εγχώριο επίπεδο δεν μπορούν να παραβλεφθούν. Είναι όμως σαφές πως με την εφαρμογή της προτεινόμενης αναδιάρθρωσης χρέους η επιχείρηση θα μπορέσει να λειτουργήσει αποτελεσματικά τόσο για τους μετόχους όσο και για τους πιστωτές της σε βάθος χρόνου, το οποίο είναι και το ζητούμενο όλων των εμπλεκόμενων μερών με αυτή την ξενοδοχειακή επιχείρηση που εξετάσαμε στα πλαίσια της παρούσας διπλωματικής εργασίας.

Βιβλιογραφία:

- *Tim Koller, Marc Goedhart, David Wessels- Mc Kinsey & Company, 2010: "Valuation, university fifth edition, Measuring and Managing the Value of Companies".*
- *Hull C. John, 2015, "Risk Management and Financial Institutions" fourth edition , Wiley Finance.*
- *John Burr Williams, 1992, "The Theory of Invstement Value".*
- *Aswath Damodaran, 2006, "Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance", Wiley Finance.*
- *Krishna G. Palepu, 2013, "Business Analysis and Valuation: Using Financial Statements", Healy-Palepu.*
- *Richard Barker, 2001, "Determining Value: Valuation Models and Financial Statements", Financial Times/Prentice Hall.*
- *Jerald E. Pinto, Elaine Henry, Thomas R. Robinson, John D. Stowe, Paul F. Miller Jr., 2015, "Equity Asset Valuation" third edition, CFA Institute Investment Series.*
- *Suzanne R. Mellen, April 1983, The Appraisal Journal: "Simultaneous Valuation: A New Capitalization Technique for Hotel and Other Income Properties", available at: https://www.hvs.com/article/591-Simultaneous-Valuation-A-New-Capitalization-Technique-for-Hotel-and-Other-Income-Properties*
- *Pagratis Spyros , 2017, 'Capital Budgeting & Free Cash Flow Analysis', MSc Applied Economics & Finance, Athens University of Economics and Business (class notes).*

- *Pagratis Spyros, 2017, 'Capital Structure', MSc Applied Economics & Finance, Athens University of Economics and Business (class notes).*
- *Aswath Damodaran, 2015, "Country Risk: Determinants, Measures and Implications-The 2015 Edition", Stern School of Business, available at: https://faculty.mccombs.utexas.edu/keith.brown/AFPMaterial/Damodaran%20Country%20Risk%20WP-7.15.pdf*
- *Dr. Andrew Stotz, 2017, "Top Six Valuation Mistakes", CFA, available at: http://www.valuewalk.com/2017/11/six-valuation-mistakes*
- *Γκίκας Χ. Δημήτριος ,2008, 'Χρηματοοικονομική Λογιστική', Εκδόσεις Γ.Μπένου.*
- *Κάντζος Κ.,1994, Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων, Εκδόσεις INTERBOOKS*
- *Τζαβαλής Ηλίας, Αθανάσιος Πετραλιάς ,2009,'Επενδύσεις', Εκδόσεις ΟΠΑ.*
- *https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/euro_area_yield_curves/html/index.en.html*
- *https://finance.yahoo.com/news/analyzing-hotel-industry-valuation-110518519.html*
- *http://www.capital.gr/finance/sectors*
- *https://www.investopedia.com/terms/v/valuation.asp?ad=dirN&qo=investopediaSiteSearch&qsrc=0&o=40186*
- *https://www.investopedia.com/terms/c/capm.asp?ad=dirN&qo=serpSearchTopBox&qsrc=1&o=40186*