

## ΓΕΝΙΚΑ

### 4. Σύντομο ιστορικό της Εταιρείας

#### 4.1 Ίδρυση – Έδρα – Διάρκεια

Η Εταιρεία "ΣΙΘΩΝΙΑ ΜΠΗΤΣ ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ Α.Ε." ιδρύθηκε το έτος 2001 (12/10/2001), βάσει Καταστατικού το οποίο καταχωρήθηκε στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιρειών με ΑΡ.Μ.Α.Ε. 50015/01ΝΤ/Β/01/240 (Φ.Ε.Κ. 9233/18.10.2001 Τεύχος Α.Ε. και Ε.Π.Ε.).

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

Η Εταιρεία έχει διάρκεια 50 ετών και λήγει την 11<sup>η</sup> Οκτωβρίου 2051.

#### 4.2 Σκοπός

Σύμφωνα με το ισχύον Καταστατικό της Εταιρείας:

I. Κύριος σκοπός της εταιρείας είναι: (1) Η αγορά, κατασκευή, διαχείριση, λειτουργία, συντήρηση, επέκταση, ανακαίνιση, μίσθωση, εκμίσθωση και εκμετάλλευση εγκαταστάσεων ξενοδοχειακών επιχειρήσεων.

II. Άλλοι σκοποί της εταιρείας είναι: (1) Η ανάληψη και εκτέλεση πάσης φύσεως τεχνικών έργων Δημοσίων, Δημοτικών, ιδιωτικών και γενικά νομικών προσώπων Δημοσίου ή ιδιωτικού δικαίου και φυσικών προσώπων ή οργανισμών ή συνεταιρισμών πάσης φύσεως στο εσωτερικό και εξωτερικό. Η ανέγερση πολυκατοικιών ή άλλων οικοδομών προς μεταπώληση ή μίσθωση σε ιδιόκτητα οικόπεδα της εταιρείας ή σε ανήκοντα σε τρίτους με αντιπαροχή. (2) Η ανάληψη και εκπόνηση πάσης φύσεως μελετών, επιβλέψεων και ερευνών. (3) Η παραγωγή και εμπορία πάσης φύσεως υλικών λατομείου και

γενικά αδρανών και οικοδομικών υλικών, με την ίδρυση, εγκατάσταση και λειτουργία λατομικών εκμεταλλεύσεων, βιομηχανικής παραγωγής και πώλησης σκυροδεμάτων, τσιμέντου και ασφάλτου. (4) Η βιομηχανική παραγωγή μεταλλικών κατασκευών και πάσης φύσεως κατασκευών βιομηχανίας και η εμπορία αυτών. (5) Η άσκηση δραστηριοτήτων σχετικά με την εκμετάλλευση αστικών ακινήτων (real estate), δηλαδή η ανάπτυξη, αξιοποίηση, διαχείριση και εκμετάλλευση πάσης φύσεως ακινήτων στην Ελλάδα και το εξωτερικό. (6) Η αγορά οικοπέδων και ακινήτων καθώς και η ανέγερση ακινήτων είτε προς εγκατάσταση των γραφείων, εργοστασίων, αποθηκών, συνεργείων και υπηρεσιών της Εταιρείας, είτε προς διαχείριση και εκμετάλλευσή τους. (7) Η άσκηση Κτηματικών, ξενοδοχειακών και Τουριστικών Επιχειρήσεων, ειδικότερα δε η αγορά, ανέγερση, μίσθωση, εκμίσθωση, υπομίσθωση και εκμετάλλευση Ξενοδοχείων, Τουριστικών Εγκαταστάσεων, Κέντρων Παραθερισμού, Τουριστικών πλοίων και ακινήτων εν γένει, καθώς και η άσκηση δραστηριοτήτων αναφορικά με την κατασκευή, λειτουργία, έλεγχο, διαχείριση και εκμετάλλευση τουριστικών μαρίνων.

Για την επίτευξη των σκοπών της αυτών η Εταιρεία μπορεί: (α) Να αποκτά συμμετοχή (μετοχών, εταιρικών μεριδίων) σε άλλες εταιρείες συναφούς ή μη επιχειρηματικής δραστηριότητας. (β) Να συμμετέχει ή να συνεργάζεται με άλλες υφιστάμενες ή συσταθισμένες επιχειρήσεις, που επιδιώκουν τον αυτό ή παρεμφερή σκοπό. (γ) Να συγχωνεύεται με άλλες εταιρείες ή να απορροφά άλλες συναφείς επιχειρήσεις, ολόκληρες ή κλάδους αυτών, ατομικές ή εταιρικές ή να εισφέρει κλάδο σε υφιστάμενη ή συνιστώμενη νέα εταιρεία. (δ) Να ιδρύει νέες επιχειρήσεις και εταιρείες που θα έχουν τους ίδιους σκοπούς καθώς και να συμμετέχει ή να αντιπροσωπεύει ή συνεργάζεται με οποιοδήποτε τρόπο σε εταιρείες ή επιχειρήσεις υφιστάμενες ή μελλοντικά ιδρυθησόμενες, ημεδαπές ή αλλοδαπές, που έχουν τον ίδιο ή παρεμφερή σκοπό. (ε) Να αναπτύσσει κάθε δραστηριότητα που μπορεί να συμβάλει στην πραγματοποίηση των ανωτέρω σκοπών. (στ) Όλες τις πιο πάνω δραστηριότητες η εταιρεία μπορεί να τις εκτελεί είτε για λογαριασμό της, είτε για λογαριασμό τρίτων με προμήθεια ή ποσοστά, είτε συνεταιρικά, είτε σε σύμπραξη με τρίτα φυσικά ή νομικά πρόσωπα (εν κοινοπραξία).

## **5. Στοιχεία στα οποία βασίστηκε η αποτίμηση**

- Οι Οικονομικές Καταστάσεις της Εταιρείας για την πρώτη της υπερδωδεκάμηνη διαχειριστική περίοδο 12/10-31/12/2002.
- Ο Ισολογισμός Μετασχηματισμού της Εταιρείας της 20/7/2003 (1/1-20/7/2003). Σημειώνεται ότι σύμφωνα με απόφαση των Διοικήσεων των Εταιρειών **"ΕΝΕΡΓΟΣ HOLDING Α.Ε.Μ.Ε.Ε.Τ."** και **"ΣΙΘΩΝΙΑ ΜΠΗΤΣ ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ Α.Ε."** έχει αποφασισθεί η συγχώνευση αυτών με απορρόφηση της δεύτερης εταιρείας από την πρώτη, σύμφωνα με τις διατάξεις του Ν. 2166/1993 και του Κ.Ν. 2190/1920.
- Το Business Plan που συνέταξε η Διοίκηση της Εταιρείας με τα προσδοκώμενα αποτελέσματα χρήσεως κατά την επόμενη δετία 2003 (21/7-31/12) έως και 2008.
- Οι πληροφορίες, οι διευκρινήσεις και τα στοιχεία που μας παρείχε η Διοίκηση της Εταιρείας, τα οποία θεωρήσαμε ότι είναι ακριβή και ότι αντικατοπτρίζουν την πραγματική οικονομική θέση της Εταιρείας, έγγραφα και παραστατικά που τέθηκαν υπόψη μας, καθώς και συγκεκριμένες παραδοχές και επί μέρους εκτιμήσεις που περιγράφονται στη συνέχεια τις εκθέσεώς μας.

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

- ◆ Η Διοίκηση της Εταιρείας θα συνεχίσει να εφαρμόζει μόνο εκείνες τις λειτουργικές και χρηματοοικονομικές στρατηγικές οι οποίες θα μεγιστοποιήσουν την αξία της επιχείρησης.
- ◆ Ότι δεν θα συμβούν απρόβλεπτα μελλοντικά γεγονότα τα οποία θα εμποδίσουν την ομαλή και απρόσκοπτη λειτουργία της Εταιρείας.

Επισημαίνουμε, όμως, ότι ορισμένες υποθέσεις που έχουν υιοθετηθεί, όπως και οι εκτιμήσεις για την μελλοντική εξέλιξη διαφόρων μεγεθών είναι ενδεχόμενο να μεταβληθούν με συνέπεια την μεταβολή και των σχετικών αποτελεσμάτων της αποτίμησης.

## **6. Μεθοδολογία αποτίμησης**

Η εργασία αποτίμησης της αξίας της Εταιρείας "**ΣΙΘΩΝΙΑ ΜΠΗΤΣ ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ Α.Ε.**" αποτελείται από πέντε βασικά στάδια:

Κατά το **πρώτο στάδιο** επιχειρήθηκε η οικονομική ανάλυση της Εταιρείας [ανάλυση του Ισολογισμού και των Αποτελεσμάτων της χρήσεως 2002]. Στο τέλος του σταδίου αυτού γίνεται συνοπτική παρουσίαση των μεθόδων αποτίμησης και επιλογή των πιο κατάλληλων, για την αποτίμηση της Εταιρείας.

Κατά το **δεύτερο στάδιο** επιχειρήθηκε η εκτίμηση της αποδοτικότητας της Εταιρείας. Βασιζόμενοι στη θέση που εκτιμάται ότι θα κατέχει η Εταιρεία στην αγορά αναπτύξαμε ένα **Βασικό Σενάριο** αποδοτικότητας, το οποίο στηρίχθηκε σε εκείνες τις παραδοχές της Διοικήσεως της Εταιρείας οι οποίες θεωρούνται ως οι πλέον πραγματοποιήσιμες.

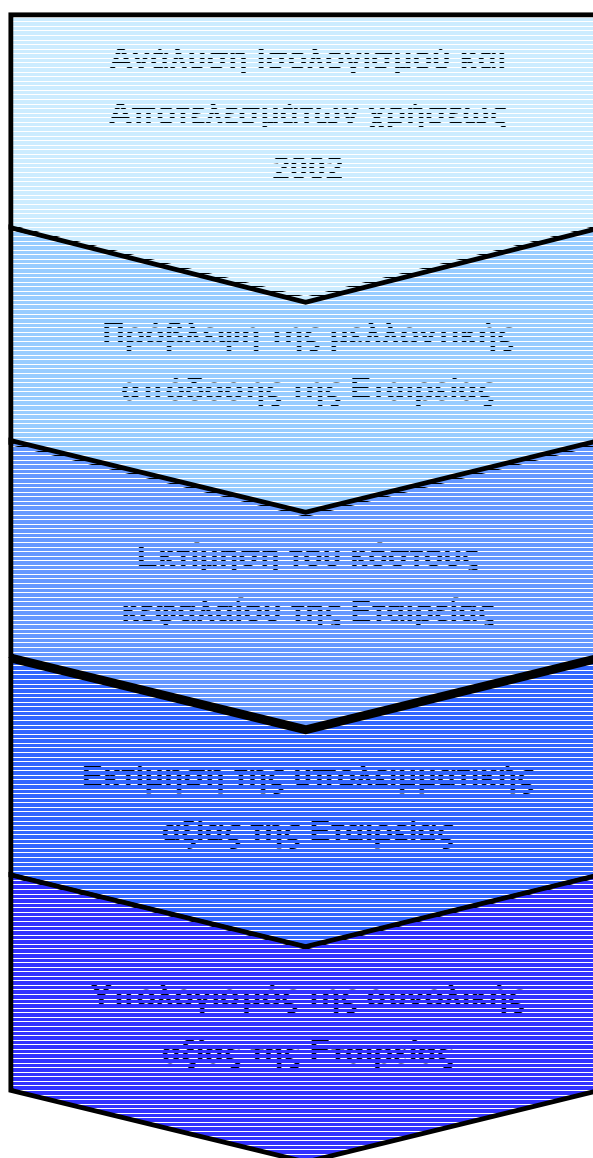
Κατά το **τρίτο στάδιο** επιχειρήθηκε η εκτίμηση του κόστους κεφαλαίου της Εταιρείας (αναπτύχθηκαν σταθμίσεις – στόχοι της κεφαλαιακής διάρθρωσης και εκτιμήθηκε το κόστος ευκαιρίας των κοινών μετοχών της Εταιρείας).

Κατά το **τέταρτο στάδιο** επιχειρήθηκε η εκτίμηση της υπολειμματικής αξίας της Εταιρείας (επιλέγησαν οι κατάλληλες τεχνικές, εκτιμήθηκαν οι σχετικές παράμετροι και υπολογίστηκε η υπολειμματική αξία της Εταιρείας κατά το έτος 2007).

Κατά το **πέμπτο** και τελευταίο **στάδιο** υπολογίστηκε η συνολική αξία της Εταιρείας, σύμφωνα με τις μεθόδους αποτίμησης που επιλέξαμε και εξετάστηκε η αντικειμενικότητα των αποτελεσμάτων.

Τα πέντε ως άνω στάδια παρουσιάζονται συνοπτικά από τον ακόλουθο **ΠΙΝΑΚΑ Β**:

**ΠΙΝΑΚΑΣ Β:** Τα στάδια της αποτίμησης



## ΑΝΑΛΥΣΗ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΚΑΙ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΕΩΝ 2002-2003

### 7. Ανάλυση Ισολογισμού & Αποτελεσμάτων Χρήσεων 2002-2003

Η οικονομική ανάλυση της Εταιρείας περιλαμβάνει την ανάλυση των λογαριασμών του Ισολογισμού και των Αποτελεσμάτων της χρήσεως 2002 καθώς και της περιόδου 1/1-20/7/2003.

Τα οικονομικά μεγέθη και οι σχετικοί χρηματοοικονομικοί δείκτες για τις χρήσεις 2002-2003 (1/1-20/7) εμφανίζονται στο Παράρτημα Α', Πίνακες 1-13.

## Ι Σ Ο Λ Ο Γ Ι Σ Μ Ο Ι

### Ε Ν Ε Ρ Γ Η Τ Ι Κ Ο ( πο σ ά σε χ ι λ ι ά δ ε ς Ε Υ Ρ Ω )

#### 7.1 Έξοδα εγκαταστάσεως

Αναπόσβεστο υπόλοιπο την 20/7/2003	€	<u>81,34</u>
------------------------------------	---	--------------

Το ανωτέρω υπόλοιπο αφορά:

- Έξοδα ιδρύσεως και πρώτης εγκαταστάσεως	€	2,04
- Λοιπά έξοδα εγκαταστάσεως	"	399,84
		401,88

#### Μείον:

- Σωρευμένες αποσβέσεις μέχρι και 20/7/2003	"	52,64
<b>Αναπόσβεστο υπόλοιπο την 20/7/2003</b>	<b>€</b>	<b><u>349,24</u></b>

Το εν λόγω υπόλοιπο κατά τη χρήση 2002 ανήλθε στο ποσό των € 81,34.

**7.2 Ασώματες ακινητοποιήσεις**

Αναπόσβεστο υπόλοιπο την 20/7/2003	€	<b><u>2.919,90</u></b>
------------------------------------	---	------------------------

Το ανωτέρω υπόλοιπο αφορά την άδεια λειτουργίας καζίνο που απόκτησε η Εταιρεία εντός του πρώτου εξαμήνου της χρήσεως 2003. Πιο συγκεκριμένα, το εν λόγω υπόλοιπο αναλύεται ως ακολούθως:

- Παραχωρήσεις και δικαιώματα βιομηχανικής ιδιοκτησίας	€	3.000,00
--	---	----------

**Μείον:**

- Σωρευμένες αποσβέσεις μέχρι και 20/7/2003	"	80,10
---	---	-------

<b>Αναπόσβεστο υπόλοιπο την 20/7/2003</b>	€	<b><u>2.919,90</u></b>
---	---	------------------------

**7.3 Ενσώματες ακινητοποιήσεις**

Αναπόσβεστο υπόλοιπο την 20/7/2003	€	<b><u>18.362,46</u></b>
------------------------------------	---	-------------------------

Το ανωτέρω υπόλοιπο αφορά:

- Μηχανήματα, μηχανήματα χειρός, εργαλεία και λοιπό μηχανολογικό εξοπλισμό καζίνο, συνολικής αξίας κτήσεως	€	16.178,23
--	---	-----------

- Μεταφορικά μέσα συνολικής αξίας κτήσεως	"	2,13
---	---	------

- Έπιπλα, σκεύη, μηχανές γραφείου, Η/Υ, εξοπλισμό τηλεπικοινωνιών και λοιπό εξοπλισμό, συνολικής αξίας κτήσεως	"	2.357,63
--	---	----------

- Κτιριακές εγκαταστάσεις υπό εκτέλεση καθώς και μηχανήματα έπιπλα και λοιπός εξοπλισμός υπό παραλαβή, συνολικής αξίας κτήσεως	"	764,22
--	---	--------

"		<u>19.302,20</u>
---	--	------------------

**Μείον:**

- Σωρευμένες αποσβέσεις μέχρι και την 20/7/2003:

Μηχανημάτων	€	776,90
-------------	---	--------

Μεταφορικών μέσων	"	0,33
-------------------	---	------

Επίπλων και λοιπού εξοπλισμού	"	162,51	"	939,74
-------------------------------	---	--------	---	--------

<b>Αναπόσβεστο υπόλοιπο την 20/7/2003</b>	€	<b><u>18.362,46</u></b>
---	---	-------------------------

Το εν λόγω υπόλοιπο κατά τη χρήση 2002 ανήλθε σε € 711,00 και αναλύεται ως ακολούθως:

ΧΡΗΣΗ 12/10/2001-31/12/2002			
ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ	ΑΞΙΑ ΚΤΗΣΕΩΣ	ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	ΑΝΑΠΟΣΒΕΣΤΟ ΥΠΟΛΟΙΠΟ
- Γήπεδα-οικόπεδα	-	-	-
- Κτίρια και τεχνικά έργα	-	-	-
- Μηχανήματα	10,67	0,77	9,89
- Μεταφορικά μέσα	2,13	0,13	2,00
- Έπιπλα και λοιπός εξοπλισμός	325,24	14,14	311,10
- Ακίνητοποιήσεις υπό εκτέλεση	388,01	-	388,01
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>726,05</b>	<b>15,04</b>	<b>711,00</b>

Σημειώνεται ότι τα ακίνητα (ξενοδοχείο, μαρίνα κλπ.) τα οποία εκμεταλλεύεται η Εταιρεία δεν ανήκουν στην κυριότητά της αλλά εκμισθώνονται από την εταιρεία "ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ Α.Ε." προς στην οποία καταβάλλει ετήσιο μίσθωμα ανάλογο του ύψους των πωλήσεων που έχει πραγματοποιήσει σε κάθε χρήση.

#### 7.4 Συμμετοχές και άλλες μακροπρόθεσμες χρηματ/μικές απαιτήσεις

Υπόλοιπο την 20/7/2003 € **0,20**

Πρόκειται για δοσμένες εγγυήσεις τις οποίες κατέβαλε η Εταιρεία εντός της χρήσεως 2003 (1/1-20/7/2003).

#### 7.5 Κυκλοφορούν ενεργητικό

Υπόλοιπο την 20/7/2003 € **7.771,84**

Το κυκλοφορούν ενεργητικό αναλύεται:

- Αποθέματα	€	515,06
- Απαιτήσεις	"	4.277,05
- Διαθέσιμα	"	2.979,73
<b>Σύνολο</b>	<b>€</b>	<b><u>7.772,84</u></b>



Για τους επί μέρους λογαριασμούς του κυκλοφορούντος ενεργητικού σημειώνουμε τα εξής:

**- Αποθέματα** **(€ 515,06)**

Πρόκειται για διάφορα αποθέματα τροφίμων και ποτών τα οποία βρίσκονταν στην αποθήκη της Εταιρείας κατά την 20/7/2003. Το εν λόγω υπόλοιπο κατά τη χρήση 2002 ανήλθε σε € 120,76.

**- Απαιτήσεις** **(€ 4.277,05)**

Το υπόλοιπο αυτό αντιπροσωπεύει τις απαιτήσεις της Εταιρείας κατά την 20/7/2003. Πιο συγκεκριμένα αναλύεται ως εξής:

- Πελάτες	€	1.079,77
- Επιταγές εισπρακτέες	"	0,28
- Οφειλόμενο κεφάλαιο	"	2.009,00
- Χρεώστες διάφοροι	"	248,11
- Λ/σμοί διαχειρίσεως προκαταβολών και πιστώσεων	"	939,89
<b>Σύνολο</b>	<b>€</b>	<b><u>4.277,05</u></b>

Το εν λόγω υπόλοιπο κατά τη χρήση 2002 ανήλθε σε € 2.517,13.

**- Διαθέσιμα** **(€ 2.979,73)**

Πρόκειται για το υπόλοιπο σε μετρητά και καταθέσεις όψεως που διέθετε η Εταιρεία κατά την 20/7/2003. Το εν λόγω υπόλοιπο κατά τη χρήση 2002 ανήλθε σε € 516,12.

**ΠΑΘΗΤΙΚΟ****7.6 Ίδια κεφάλαια**

Υπόλοιπο την 20/7/2003 € **8.224,86**

Τα ίδια κεφάλαια αναλύονται :

- Μετοχικό κεφάλαιο	€	9.500,00
- Υπόλοιπο ζημιών εις νέο	"	(1.275,14)
<b>Σύνολο</b>	€	<b><u>8.224,86</u></b>

Το Μετοχικό Κεφάλαιο της Εταιρείας κατά την 20/7/2003 ανερχόταν σε € 9.500,00 χιλ., αποτελούμενο από 950.000 μετοχές ονομαστικής αξίας € 10,00 εκάστη. Μέρος του Μετοχικού Κεφαλαίου της Εταιρείας, συνολικού ποσού € 2.009,00 χιλ., παρέμενε οφειλόμενο κατά την 20/7/2003. Σύμφωνα με τη σχετική απόφαση της από 24/6/2003 Τακτική Γενική Συνέλευση των μετόχων της Εταιρείας, το οφειλόμενο μετοχικό κεφάλαιο θα καταβληθεί έως και την 10/10/2003. Κατά την 20/7/2003 οι ανωτέρω μετοχές από τους κάτωθι μετόχους :

ΜΕΤΟΧΟΙ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ	ΑΞΙΑ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗΣ
ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ Α.Ε.	483.962	4.839,62	50,94 %
Κ. Στέγγος	316.888	3.168,88	33,36 %
Ζ. Στέγγου	18.525	185,25	1,95 %
Α. Στέγγος	18.525	185,25	1,95 %
Σ. Στέγγου	18.525	185,25	1,95 %
Γ. Στέγγος	18.525	185,25	1,95 %
Χ. Στέγγου	18.525	185,25	1,95 %
Μ. Στέγγου	18.525	185,25	1,95 %
Μ. Σβώλη	19.000	190,00	2,00 %
Γ. Καρβέλης	19.000	190,00	2,00 %
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>950.000</b>	<b>9.500,00</b>	<b>100,00 %</b>

Πηγή: Διοίκηση ΣΙΘΩΝΙΑ ΜΠΗΤΣ ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ Α.Ε.

Το σύνολο των Ιδίων Κεφαλαίων της Εταιρείας κατά τη χρήση 2002 ανήλθε σε € 1.825,29.

### 7.7 Υποχρεώσεις

Υπόλοιπο την 20/7/2003 € 21.178,77

Πρόκειται για το σύνολο των υποχρεώσεων της Εταιρείας κατά την 20/7/2003. Πιο συγκεκριμένα το ανωτέρω υπόλοιπο αναλύεται ως εξής:

- Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (€ 21.178,77)

Πιο συγκεκριμένα το εν λόγω υπόλοιπο αναλύεται ως εξής:

- Προμηθευτές	€	9.320,18
- Γραμμάτια πληρωτέα	"	8.414,21
- Επιταγές πληρωτέες	"	2.158,57
- Προκαταβολές πελατών	"	16,35
- Φόροι – Τέλη	"	650,09
- Ασφαλιστικοί Οργανισμοί	"	338,72
- Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	"	280,66
<b>Σύνολο</b>	<b>€</b>	<b><u>21.178,77</u></b>

Το εν λόγω υπόλοιπο κατά τη χρήση 2002 ανήλθε σε € 2.121,05.

## Α Π Ο Τ Ε Λ Ε Σ Μ Α Τ Α Χ Ρ Η Σ Ε Ω Σ (ποσά σε χιλιάδες ΕΥΡΩ)

### 7.8 Κύκλος εργασιών

Σύνολο κατά την 20/7/2003 (1/1-20/7/2003) € 4.459,74

Ο κύκλος εργασιών της "ΣΙΘΩΝΙΑ ΜΠΗΤΣ ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ Α.Ε." αποτελείται κυρίως από έσοδα παροχής ξενοδοχειακών υπηρεσιών και έσοδα εκμεταλλεύσεως καζίνο. Σημειώνεται ότι το Καζίνο, που εκμεταλλεύεται η Εταιρεία σε ιδιαίτερο χώρο του ξενοδοχείου, ξεκίνησε τη λειτουργία του εντός

του μηνός Απριλίου της χρήσεως 2003. Ο κύκλος εργασιών της Εταιρείας κατά τη χρήση 2002 (12/10/2001-31/12/2002) ανήλθε σε € 3.738,98.

### 7.9 Κόστος πωλήσεων

Σύνολο κατά την 20/7/2003 € 3.778,63

Το κόστος πωλήσεων αποτελείται κυρίως από το κόστος αγοράς των πρώτων και βοηθητικών (αναλωσίμων) υλών, τις αμοιβές προσωπικού και τις αποσβέσεις των παγίων που χρησιμοποιούνται από την Εταιρεία. Το εν λόγω υπόλοιπο κατά τη χρήση 2002 (12/10/2001-31/12/2002) ανήλθε σε € 3.850,73.

### 7.10 Μικτό κέρδος

Σύνολο κατά την 20/7/2003 € 681,12

Το μικτό κέρδος εκμεταλλεύσεως ως ποσοστό επί του κύκλου εργασιών ανήλθε κατά την περίοδο 1/1-20/7/2003 σε 15,25 % περίπου. Το εν λόγω ποσοστό κατά τη χρήση 12/10/2001-31/12/2002 ανήλθε σε (3,00) % [€ (111,75)] περίπου.

### 7.11 Έξοδα διοικητικής λειτουργίας και λειτουργίας διαθέσεως

Σύνολο κατά την 20/7/2003 € 818,18

Τα έξοδα διοικητικής λειτουργίας και λειτουργίας διαθέσεως ανήλθαν σε 18,35 % επί του κύκλου εργασιών περίπου και το μεγαλύτερο μέρος αυτών αφορούσε έξοδα μισθοδοσίας, αναλώσιμα, αποσβέσεις παγίων κλπ.. Το εν λόγω ποσοστό κατά τη χρήση 12/10/2001-31/12/2002 ανήλθε σε 26,45 % [€ 1.179,46] περίπου.

**7.12 Λοιπά έσοδα εκμεταλλεύσεως**

Σύνολο κατά την 20/7/2003	€	<b><u>143,03</u></b>
---------------------------	---	----------------------

Τα ανωτέρω έσοδα κατά την περίοδο 1/1-20/7/2003 ανήλθαν σε 3,20 % περίπου επί του κύκλου εργασιών περίπου και αφορούσαν κυρίως έσοδα από την είσπραξη φιλοδωρημάτων από το προσωπικό του Καζίνο. Το εν λόγω ποσοστό κατά τη χρήση 12/10/2001-31/12/2002 ανήλθε σε 0,30 % [€ 10,90] επί του κύκλου εργασιών περίπου και αφορούσε κυρίως έσοδα από την παροχή υπηρεσιών μαρίνας.

**7.13 Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα**

Σύνολο κατά την 20/7/2003	€	<b><u>0,44</u></b>
---------------------------	---	--------------------

Το ανωτέρω υπόλοιπο αφορούσε διάφορα έξοδα τραπεζών. Το εν λόγω υπόλοιπο κατά τη χρήση 12/10/2001-31/12/2002 ανήλθε σε € 0,57.

**7.14 Έκτακτα αποτελέσματα**

Σύνολο κατά την 20/7/2003	€	<b><u>0,05</u></b>
---------------------------	---	--------------------

Το ανωτέρω υπόλοιπο αφορά:

- Έκτακτα και ανόργανα έσοδα	€	0,14
------------------------------	---	------

**Μείον:**

- Έκτακτα και ανόργανα έξοδα	"	0,09
------------------------------	---	------

<b>Σύνολο</b>	<b>€</b>	<b><u>0,05</u></b>
---------------	----------	--------------------

Το εν λόγω υπόλοιπο κατά τη χρήση 12/10/2001-31/12/2002 ανήλθε σε € 0,16.

### 7.15 Καθαρά Κέρδη χρήσεως προ Φόρων

Αποτέλεσμα περιόδου 1/1-20/7/2003 € 5,57

Το καθαρό περιθώριο κέρδους προ φόρων διαμορφώθηκε σε 0,12 % επί του κύκλου εργασιών, σε αντίθεση με τη χρήση 10/12/2001-31/12/2002, κατά την οποία ανήλθε σε (34,25) %, καθώς η πρώτη υπερδωδεκάμηνη χρήση της Εταιρείας έκλεισε με ζημιές συνολικού ύψους € (1.280,71).

## 8. Μέθοδοι αποτίμησης επιχειρήσεων

Στο παρόν Κεφάλαιο της Εκθέσεως αναφέρονται οι πλέον παραδεκτές μέθοδοι αποτιμήςσεως μιας επιχειρήσεως σε λειτουργία, οι οποίες είναι οι εξής:

- ◆ Η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών
- ◆ Η μέθοδος του οικονομικού κέρδους
- ◆ Η μέθοδος των δεικτών κεφαλαιαγοράς
- ◆ Η μέθοδος των κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών
- ◆ Η μέθοδος της υπερπροσόδου
- ◆ Η μέθοδος της επιτροπής της κεφαλαιαγοράς

Κάθε μία από αυτές τις μεθόδους περιγράφεται συνοπτικά στη συνέχεια και τέλος γίνεται η επιλογή των πλέον καταλλήλων για την παρούσα αποτίμηση.

### 8.1 Μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών

Η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών, που χρησιμοποιείται ευρύτατα, βασίζεται στην παραδοχή ότι η αξία μιας επιχείρησης προκύπτει από την προεξόφληση του μελλοντικού εισοδήματος των μετόχων της, δηλαδή από την ικανότητά της να αποφέρει κέρδη με την μορφή "ταμειακών ροών" που μπορούν να διατεθούν στους μετόχους της, αφού ληφθούν υπόψη οι ανάγκες που απαιτούνται για τη λειτουργία και την ανάπτυξη της επιχείρησης. Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή η αξία μίας επιχείρησης ισούται με την παρούσα αξία των ταμειακών ροών που αναμένεται να πραγματοποιηθούν σε ορισμένο αριθμό ετών, συν την παρούσα αξία της υπολειμματικής αξίας (Continuing value) της επιχείρησης στο τέλος του χρονικού ορίζοντα. Πιο συγκεκριμένα η αξία της επιχείρησης, σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, προσδιορίζεται από την παρακάτω σχέση:

	Παρούσα αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών της πρώτης περιόδου της πρόβλεψης	+	Παρούσα αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών της εναπομεινάσης χρονικής περιόδου (υπολειμματική αξία)
Αξία επιχείρησης =			

Εφόσον η επιχείρηση έχει στην κατοχή της περιουσιακά στοιχεία που δεν χρησιμοποιούνται στην συνήθη παραγωγική διαδικασία, η αξία των περιουσιακών αυτών στοιχείων προστίθεται στην αξία των προεξοφλημένων ταμειακών πλεονασμάτων. Αντίστοιχα, εφόσον έχουν χορηγηθεί δάνεια προς την επιχείρηση, η αξία αυτών αφαιρείται από την αξία των προεξοφλημένων ταμειακών πλεονασμάτων, προκειμένου να υπολογιστεί η συνολική αξία αυτής.

Τα ανωτέρω συνοψίζονται στον πίνακα που ακολουθεί:

---

**ΠΙΝΑΚΑΣ Β:** Συνολική αξία επιχείρησης

---

	Άθροισμα προεξοφλημένων ταμειακών ροών πρώτης περιόδου της πρόβλεψης
+	Προεξοφλημένη υπολειμματική αξία επιχείρησης
+	Αξία μη λειτουργικών περιουσιακών στοιχείων
-	Αξία βραχυπροθέσμου και μακροπροθέσμου δανεισμού
=	Συνολική αξία επιχείρησης

---

Η αναγωγή των μελλοντικών ελεύθερων ταμειακών ροών στο παρόν (προεξόφληση) γίνεται με έναν συντελεστή, το ύψος του οποίου εξαρτάται από το μέγεθος των κινδύνων που αναλαμβάνει η συγκεκριμένη επιχείρηση.

Τα σημαντικότερα πλεονεκτήματα της μεθόδου αυτής, έναντι των άλλων μεθόδων, είναι τα εξής:

- Αξιολογεί την επιχείρηση σαν ζωντανό οργανισμό, ανεξάρτητα από τα περιουσιακά στοιχεία που την αποτελούν.
- Στηρίζεται στις αναμενόμενες αποδόσεις και όχι στις αποδόσεις των παρελθόντων ετών.
- Λαμβάνει υπόψη της τη φορολογία του εισοδήματος που αλλοιώνει σημαντικά την εικόνα της απόδοσης.



- Λαμβάνει υπόψη την κατάσταση της αγοράς και την ενσωματώνει στο προεξοφλητικό επιτόκιο.

Τέλος απαραίτητη προϋπόθεση για την εφαρμογή της μεθόδου είναι η αναμενόμενη ύπαρξη κερδών της επιχείρησης. Αν, ωστόσο, τα κέρδη είναι πολύ μικρά, είναι ενδεχόμενο η αξία της επιχείρησης να εκτιμηθεί ότι είναι μικρότερη από την καθαρή περιουσιακή θέση αυτής.

### **Ορισμός των ελεύθερων ταμειακών ροών (FCF)**

Σύμφωνα με τα όσα προαναφέρθηκαν, η μέθοδος της προεξόφλησης των ταμειακών ροών ορίζει ότι η αξία μίας επιχείρησης ισούται με το άθροισμα των προσδοκώμενων ταμειακών ροών που θα πραγματοποιήσει η επιχείρηση στο μέλλον, προεξοφλώντας το άθροισμα αυτό με ένα συντελεστή το ύψος του οποίου εξαρτάται από το μέγεθος των κινδύνων (riskiness) που αναλαμβάνει η συγκεκριμένη επιχείρηση.

Στη διεθνή πρακτική, ως πιο αντιπροσωπευτικό μέγεθος της ταμειακής ροής μίας επιχείρησης χρησιμοποιείται η έννοια της ελεύθερης ταμειακής ροής της μη -μοχλευομένης επιχείρησης (free cash flow of the unlevered firm), η οποία ορίζεται ως εξής:

### **ΠΙΝΑΚΑΣ Γ: Ορισμός της ελεύθερης ταμειακής ροής**

	Καθαρά λειτουργικά αποτελέσματα προ τόκων και μετά φόρων
+	αποσβέσεις χρήσεως
-	Ακαθάριστη επένδυση εντός της χρήσεως
=	Ελεύθερη ταμειακή ροή της μη- μοχλευομένης Επιχείρησης

## 8.2 Μέθοδος του οικονομικού κέρδους

Σύμφωνα με τη μέθοδο του οικονομικού κέρδους (economic profit), η αξία της επιχείρησης ισούται με το ποσό του επενδυμένου κεφαλαίου (invested capital) πλέον μίας προσαυξήσεως (premium) η οποία ισούται με την παρούσα αξία της αξίας η οποία εκτιμάται ότι θα δημιουργηθεί από την Επιχείρηση στο μέλλον.

Το οικονομικό κέρδος μετρά την αξία που δημιουργείται από μία επιχείρηση σε μία δεδομένη χρονική περίοδο και ορίζεται ως κάτωθι:

$$\text{Οικονομικό κέρδος} = \text{Ε.Κ.} \times (\text{Α.Ε.Κ.} - \text{Μ.Σ.Κ.Κ.})$$

### Όπου:

- Ε.Κ.** = είναι το Επενδυμένο Κεφάλαιο, δηλαδή το ποσό που έχει επενδυθεί στις λειτουργικές δραστηριότητες της επιχείρησης. Το επενδυμένο κεφάλαιο ισούται με το άθροισμα του λειτουργικού κεφαλαίου κινήσεως και της αναπόσβεστης αξίας των παγίων στοιχείων και εξόδων πολυετούς αποσβέσεως.
- Α.Ε.Κ.** = είναι η Απόδοση του Επενδυμένου Κεφαλαίου (Return On Invested Capital), η οποία ισούται με το λόγο των καθαρών λειτουργικών αποτελεσμάτων μετά φόρων προς το ποσό του επενδυμένου κεφαλαίου.
- Μ.Σ.Κ.Κ.** = είναι το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (Weighted Average Cost of Capital) της επιχείρησης, έννοια η οποία αναπτύσσεται λεπτομερώς στην παράγραφο 10 της παρούσης εκθέσεως.

Από τον ανωτέρω τύπο προκύπτει ότι το οικονομικό κέρδος ισούται με τη διαφορά μεταξύ της απόδοσης του επενδυμένου κεφαλαίου και του κόστους του χρησιμοποιούμενου κεφαλαίου επί το ποσό του επενδυμένου κεφαλαίου.

Εναλλακτικά το οικονομικό κέρδος μπορεί να οριστεί ως η διαφορά του καθαρού λειτουργικού αποτελέσματος μετά φόρων και μίας επιβάρυνσης για το χρησιμοποιούμενο κεφάλαιο από την Επιχείρηση. Τα ανωτέρω δίνονται από τον ακόλουθο τύπο:

$$\begin{aligned} \text{Οικονομικό κέρδος} &= \text{Κ.Λ.Α.Μ.Φ.} - \text{Κ.Ε.} \\ &= \text{Κ.Λ.Α.Μ.Φ.} - (\text{Ε.Κ.} \times \text{Μ.Σ.Κ.Κ.}) \end{aligned}$$

**Όπου:**

**Κ.Λ.Α.Μ.Φ.** = είναι το Καθαρό Λειτουργικό Αποτέλεσμα Μετά Φόρων, για τον υπολογισμό του οποίου βλέπε Πίνακα 14, Παράρτημα Α΄.

**Κ.Ε.** = είναι η Κεφαλαιακή Επιβάρυνση, η οποία ισούται με το γινόμενο του Επενδυμένου Κεφαλαίου επί το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου της Επιχειρήσεως.

**Ε.Κ.** = είναι το Επενδυμένο Κεφάλαιο

**Μ.Σ.Κ.Κ.** = είναι το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου της Επιχειρήσεως.

Ο εναλλακτικός υπολογισμός του οικονομικού κέρδους οδηγεί στην ίδια ακριβώς αξία που προκύπτει από την εφαρμογή του αρχικού τρόπου υπολογισμού αυτού.

Σύμφωνα με τη μέθοδο του οικονομικού κέρδους η αξία μίας επιχειρήσεως ισούται με ποσό του κεφαλαίου που έχει επενδυθεί στις λειτουργικές δραστηριότητες της επιχειρήσεως, πλέον μίας προσαυξήσεως (ή μειώσεως) η οποία ισούται με την παρούσα αξία του προσδοκώμενου οικονομικού κέρδους. Τα ανωτέρω συνοψίζονται στον ακόλουθο τύπο:

$$\text{Αξία επιχειρήσεως} = \text{Επενδυμένο Κεφάλαιο} + \text{Παρούσα αξία προσδοκώμενου οικονομικού κέρδους}$$

Η παρούσα αξία του προσδοκώμενου οικονομικού κέρδους, αντίστοιχα με τη μεθοδολογία που ακολουθείται και από τη μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών, αναλύεται ως εξής:

Παρούσα αξία προσδοκώμενου οικονομικού κέρδους	=	Παρούσα αξία του οικονομικού κέρδους της πρώτης περιόδου της πρόβλεψης	+	Παρούσα αξία του οικονομικού κέρδους της εναπομεινάσης χρονικής περιόδου (υπολειμματική αξία)
--	---	--	---	---

Σημειώνεται ότι, οποιαδήποτε μη λειτουργικά περιουσιακά στοιχεία βρίσκονται στην κατοχή της επιχειρήσεως προσθέτονται στο προηγούμενο άθροισμα για να προκύψει η συνολική αξία της επιχειρήσεως.

Η λογική της παρούσης μεθόδου είναι ότι αν μία επιχείρηση κερδίζει ακριβώς το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου της, σε κάθε χρήση, τότε η προεξοφλημένη αξία των εκτιμώμενων ελεύθερων ταμειακών ροών της θα πρέπει να ισούται με το ποσό του επεδενδυμένου κεφαλαίου. Δηλαδή η επιχείρηση αξίζει όσο με το ποσό το οποίον αρχικώς έχει επενδυθεί σε αυτή. Μία επιχείρηση αξίζει περισσότερο ή λιγότερο από το ποσό του κεφαλαίου που έχει επενδυθεί σε αυτή μόνο στην περίπτωση που μπορεί να κερδίζει περισσότερο ή λιγότερο από το Μέσο Σταθμικό Κόστος του Κεφαλαίου της. Έτσι η προσαύξηση ή η μείωση στο επεδενδυμένο κεφάλαιο ισούται με την παρούσα αξία του προσδοκώμενου (μελλοντικού) οικονομικού κέρδους της επιχειρήσεως.

### 8.3 Μέθοδος των δεικτών κεφαλαιαγοράς

Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, η αξία της επιχείρησης εκτιμάται βάσει εμπειρικών δεικτών που προκύπτουν από αντίστοιχες, ομοειδείς και συγκρίσιμες εταιρείες των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο. Η εν λόγω μέθοδος βασίζεται στην παραδοχή ότι η αξία μίας επιχειρήσεως είναι ίση με το ποσό που θα ήταν πρόθυμοι να πληρώσουν για το κεφάλαιό της επενδυτές οι οποίοι ενεργούν ορθολογικά και έχουν καλή γνώση της αγοράς. Δηλαδή, η συγκεκριμένη μέθοδος προϋποθέτει την αποτελεσματικότητα της αγοράς ώστε η τιμή των μετοχών μίας εταιρείας να αντανακλά όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες που αφορούν τη συγκεκριμένη

εταιρεία, τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται καθώς και το σύνολο της χρηματιστηριακής αγοράς.

Αφετηρία για την εφαρμογή της μεθόδου των δεικτών κεφαλαιαγοράς είναι η επιλογή ενός κατάλληλου δείγματος συγκρίσιμων εταιρειών. Έχοντας επιλέξει ένα δείγμα συγκρίσιμων εταιρειών με την υπό εκτίμηση εταιρεία, υπολογίζονται αντιπροσωπευτικοί χρηματοοικονομικοί δείκτες για τις εταιρείες του δείγματος.

Οι πιο ευρέως χρησιμοποιούμενοι δείκτες είναι οι ακόλουθοι:

- Χρηματιστηριακή αξία προς Ίδια Κεφάλαια (**MVE/BVE**)
- Χρηματιστηριακή αξία προς Καθαρά Κέρδη Χρήσεως μετά Φόρων (**MVE/EAT**)
- Αξία εταιρείας προς Σύνολο Ενεργητικού (**VE/BVA**)
- Αξία εταιρείας προς πωλήσεις (**VE/S**)
- Αξία εταιρείας προς Κέρδη προ Τόκων και Φόρων (**VE/EBIT**)
- Αξία εταιρείας προς Κέρδη προ Τόκων, Φόρων και Αποσβέσεων (**VE/EBITDA**)

Σημειώνεται ότι σύμφωνα με την μεθοδολογία της υπό εξέταση μεθόδου, κατά τον υπολογισμό των ανωτέρω δεικτών η αξία μίας εταιρείας (VE) ισούται με το άθροισμα της χρηματιστηριακής αξίας της εταιρείας (MVE) και των πάσης φύσεως δανείων μείον τα διαθέσιμα αυτής.

Μετά τον υπολογισμό των ανωτέρω δεικτών για κάθε εταιρεία του δείγματος, και τον προσδιορισμό πολλαπλασιαστών για κάθε ένα εξ αυτών, υπολογίζονται οι παρανομαστές των ανωτέρω δεικτών και για την υπό εκτίμηση εταιρεία οι οποίοι πολλαπλασιαζόμενοι με τους αντίστοιχους πολλαπλασιαστές τους δίνουν την αξία αυτής.

Για τον προσδιορισμό της τελικής αξίας της εταιρείας, σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, η αξία της εταιρείας που έχει προκύψει ανωτέρω προσαρμόζεται ανάλογα (προσαυξάνεται ή μειώνεται) λαμβάνοντας υπόψη παράγοντες όπως η δυνατότητα ελέγχου της εταιρείας από τους ιδιοκτήτες

της, η μειωμένη εμπορευσιμότητα των μετοχών της εταιρείας (σε περίπτωση που η υπό εκτίμηση εταιρεία είναι μη εισηγμένη) κλπ. Η τελική αξία που θα προκύψει ύστερα από τις αναγκαίες κατά περίπτωση προσαρμογές, αποτελεί την εκτίμηση της κεφαλαιαγοράς για την αξία της εταιρείας.

#### **8.4 Μέθοδος των κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών (των επομένων ετών)**

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

Οι υποθέσεις που γίνονται με αυτή τη μέθοδο είναι ότι:

- Τα οργανικά κέρδη δεν περιλαμβάνουν άλλα έσοδα πλην εκείνων που προέρχονται από πωλήσεις προϊόντων, εμπορευμάτων και υπηρεσιών, τα δε έξοδα (σε αντίθεση με τη μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών), δεν περιλαμβάνουν έκτακτα έξοδα, όπως πρόστιμα, τόκους υπερημερίας κ.λ.π.
- Για τον υπολογισμό των οργανικών αποτελεσμάτων λαμβάνονται υπόψη και οι χρηματοοικονομικές δαπάνες, δηλαδή οι τόκοι των ξένων κεφαλαίων καθώς και οι αποσβέσεις.
- Η εκτίμηση των εσόδων και των εξόδων γίνεται και πάλι υπό συνθήκες φυσιολογικής λειτουργίας της επιχείρησης, χωρίς να λαμβάνονται υπόψη γεγονότα που διαταράσσουν την αγορά και προκαλούν αιφνίδιες μεταβολές στις τιμές ή επηρεάζουν την ομαλή εξέλιξη της παραγωγής, και δημιουργούν υποαπασχόληση τμημάτων της επιχείρησης.
- Ο συντελεστής κεφαλαιοποίησης καθορίζεται από το μέσο αποπληθωρισμένο τραπεζικό επιτόκιο.
- Η υπολειμματική αξία της επιχείρησης υπολογίζεται όπως και στη μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών. Ανάλογα δηλαδή με το αν η πορεία των κερδών αναμένεται ανοδική ή πτωτική, λαμβάνονται υπόψη τα κέρδη μιας δεύτερης σειράς ετών, προεξοφλημένα στο τέλος του χρονικού ορίζοντα ή λαμβάνεται υπόψη η περιουσιακή θέση της εταιρείας. Στην

πρώτη περίπτωση τα ετήσια κέρδη της δεύτερης σειράς είναι ίσα με το μέσο όρο των κερδών της πρώτης περιόδου.

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

#### **8.5 Μέθοδος της υπερπροσόδου (Μέθοδος της καθαρής περιουσιακής θέσης προσαυξημένης κατά την υπερπρόσοδο της επόμενης πενταετίας)**

Σημείο αφετηρίας της «Μεθόδου της υπερπροσόδου» είναι η παραδοχή, ότι η αξία μιας επιχείρησης είναι μεγαλύτερη από το άθροισμα των περιουσιακών της στοιχείων. Η επιπλέον αυτή αξία, που ονομάζεται goodwill, οφείλεται στο γεγονός ότι το κεφάλαιο της επιχείρησης εξασφαλίζει μεγαλύτερες αποδόσεις από το τραπεζικό επιτόκιο.

Η διαφορά σε ετήσια βάση των οργανικών κερδών της επιχείρησης και του τόκου του απασχολούμενου κεφαλαίου ονομάζεται **υπερπρόσοδος**. Αν οι θετικές αυτές διαφορές υπολογιστούν για μία σειρά ετών και εν συνεχεία αναχθούν στο παρόν με βάση το επιτόκιο και αθροιστούν, έχουμε την εκτίμηση της υπεραξίας της επιχείρησης.

Για τον υπολογισμό της υπεραξίας μπορούμε να αθροίσουμε την υπερπρόσοδο 5 ή 10 ετών ή ακόμα να παραστήσουμε τις τρέχουσες αξίες των υπερπροσόδων σαν τους διαδοχικούς όρους μίας γεωμετρικής προόδου και να υπολογίσουμε το άθροισμα των απείρων όρων της προόδου.

Η **Μέθοδος της καθαρής περιουσιακής θέσης προσαυξημένης κατά την υπερπρόσοδο της επόμενης πενταετίας** θεωρεί ότι η αξία της επιχείρησης είναι το άθροισμα της καθαρής περιουσιακής θέσης αυτής και της παρούσας αξίας της υπερπροσόδου της.

Ο υπολογισμός της καθαρής περιουσιακής θέσης, δηλαδή η αποτίμηση κάθε στοιχείου του **ενεργητικού** και του **παθητικού** πρέπει να στηρίζεται σε **πραγματικά δεδομένα** και όχι σε **ιστορικές αξίες**.

Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, η αξία της επιχείρησης είναι το άθροισμα της καθαρής περιουσιακής θέσης της και της παρούσας αξίας της υπερπροσόδου της.

Η παρούσα αξία της υπερπροσόδου υπολογίζεται ως εξής:

1. Υπολογίζονται τα αναμενόμενα οργανικά κέρδη των επομένων πέντε ετών.
2. Υπολογίζεται το απασχολούμενο κεφάλαιο της επιχείρησης, αφαιρώντας από το σύνολο του ενεργητικού όλα τα στοιχεία που χαρακτηρίζονται μη λειτουργικά.
3. Υπολογίζεται για κάθε χρόνο ο τόκος του απασχολούμενου κεφαλαίου. Το ποσό αυτό ονομάζεται κανονική πρόσοδος και αποτελεί το εναλλακτικό όφελος της επένδυσης.
4. Από το οργανικό κέρδος κάθε χρόνου αφαιρείται η κανονική πρόσοδος του ίδιου χρόνου και προκύπτει η υπερπρόσοδος.
5. Βρίσκεται ο μέσος όρος των αναμενομένων υπερπροσόδων των επομένων πέντε ετών.
6. Υπολογίζεται η παρούσα αξία των υπερπροσόδων (δηλαδή η υπεραξία της επιχείρησης) με συντελεστή προεξόφλησης το επιτόκιο, αυξημένο ανάλογα με τον κίνδυνο της επιχείρησης.

### 8.6 Μέθοδος της Επιτροπής της Κεφαλαιαγοράς

Η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται από την Επιτροπή της Κεφαλαιαγοράς, παράλληλα με άλλες μεθόδους, για τον υπολογισμό της αξίας των μετοχών που δεν είναι εισηγμένες στο Χ.Α.Α.

Η μέθοδος περιγράφεται από τον τύπο:

$$\text{Αξία επιχείρησης} = \frac{\text{ΚΠΘ} + (\text{ΜΟΚ} \times 12)}{2}$$



**Όπου:**

**ΚΠΘ** = η καθαρή περιουσιακή θέση της επιχείρησης

**ΜΟΚ** = μέσο οργανικό κέρδος της τελευταίας πενταετίας

Σύμφωνα με τον παρά πάνω τύπο, η αξία της επιχείρησης είναι ο μέσος όρος της καθαρής περιουσιακής θέσης και του δωδεκαπλάσιου των μέσων ετήσιων οργανικών κερδών της πενταετίας.

### 8.7 Επιλογή μεθόδων αποτίμησης

Η αποτίμηση της εμπορικής αξίας του συνόλου των μετοχών της **"ΣΙΘΩΝΙΑ ΜΠΗΤΣ ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ Α.Ε."** έγινε με ημερομηνία 20 Ιουλίου 2003.

Για την επιλογή των πλέον καταλλήλων μεθόδων αποτίμησης ελήφθησαν υπόψη, μεταξύ άλλων, τα ακόλουθα στοιχεία:

- ♦ Ότι η **"ΣΙΘΩΝΙΑ ΜΠΗΤΣ ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ Α.Ε."**, είναι ξενοδοχειακή εταιρεία, με εξειδικευμένο ανθρώπινο δυναμικό, με τεχνογνωσία και καλή φήμη.
- ♦ Ότι η Εταιρεία ήδη έχει αποκτήσει άδεια λειτουργίας καζίνο και ότι έχουν περατωθεί οι σχετικές εργασίες διαμορφώσεως των κατάλληλων χώρων για την λειτουργία αυτού, η οποία ξεκίνησε εντός του μηνός Απριλίου της χρήσεως 2003.
- ♦ Ότι η Χαλκιδική, η περιοχή στην οποία δραστηριοποιείται η Εταιρεία, κατέχει σημαντική θέση στις προτιμήσεις των ελλήνων και ξένων τουριστών οι οποίοι έχουν κύριο προορισμό διακοπών τους την Ελλάδα.
- ♦ Ότι η έναρξη της λειτουργίας του Καζίνο της Εταιρείας από την άνοιξη της χρήσεως 2003 αναμένεται να ενισχύσει σε σημαντικό βαθμό τις πωλήσεις, την κερδοφορία καθώς και την ρευστότητα της Εταιρείας, από τον πρώτο κιόλας χρόνο λειτουργίας του.
- ♦ Ότι ο κλάδος των ελληνικών εταιρειών εκμεταλλεύσεως καζίνο, παρά το γεγονός της γενικότερης αρνητικής οικονομικής συγκυρίας

που βιώνει ολόκληρη η παγκόσμια οικονομία κατά τα τρία τελευταία έτη, έχει καταφέρει όχι μόνο να μην υποστεί σημαντικές οικονομικές απώλειες αλλά και σε πολλές περιπτώσεις να ενισχύσει σημαντικά τη δραστηριότητα και την κερδοφορία του.

Με βάση τα ανωτέρω στοιχεία και λαμβάνοντας υπόψη τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των μεθόδων αποτίμησης που αναπτύχθηκαν στις προηγούμενες παραγράφους 8.1 έως 8.6, χρησιμοποιήθηκαν ως καταλληλότερες για την αποτίμηση του συνόλου των μετοχών της **"ΣΙΘΩΝΙΑ ΜΠΗΤΣ ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ Α.Ε."** η [Μέθοδος των Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών](#), η [Μέθοδος του Οικονομικού Κέρδους](#), η [Μέθοδος των Δεικτών Κεφαλαιαγοράς](#) και η [Μέθοδος των Κεφαλαιοποιημένων Οργανικών Κερδών των επόμενων ετών](#).

Δεν κρίθηκε σκόπιμο να χρησιμοποιηθεί η [Μέθοδος της Υπερπροσόδου \(Μέθοδος της Καθαρής Περιουσιακής Θέσης Προσαυξημένης κατά την Υπερπρόσοδο της επόμενης πενταετίας\)](#) καθ' ότι η **"ΣΙΘΩΝΙΑ ΜΠΗΤΣ ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ Α.Ε."** είναι κατά κύριο λόγο εταιρεία με περιουσιακά στοιχεία τα οποία δεν εμφανίζουν σημαντικές αποκλίσεις από τις ιστορικές αξίες κτήσεώς τους.

Τέλος, δεν κρίθηκε σκόπιμο να χρησιμοποιηθεί η [Μέθοδος της Επιτροπής της Κεφαλαιαγοράς](#) καθ' ότι η αποτίμηση με αυτή τη μέθοδο βασίζεται σε αποτελέσματα που έχουν ήδη πραγματοποιηθεί και όχι σε προβλεπόμενα.

## ΠΡΟΒΛΕΨΗ ΤΗΣ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

### 9. Αποτίμηση της αξίας της Εταιρείας

#### 9.1 Χρονικός ορίζοντας της πρόβλεψης

Για πρακτικούς λόγους, ο χρονικός ορίζοντας της πρόβλεψης των μελλοντικών χρηματοροών (είτε των ελεύθερων ταμειακών ροών, είτε του οικονομικού κέρδους, είτε των οργανικών κερδών, ανάλογα με τη μέθοδο που χρησιμοποιείται) διακρίνεται σε δύο υποπεριόδους.

Στην **πρώτη** κατά την οποία επιχειρείται λεπτομερής εκτίμηση όλων των σχετικών μεγεθών της επιχείρησης τα οποία επηρεάζουν την αξία της, και στη **δεύτερη** η οποία ξεκινά από το τέλος της πρώτης περιόδου και επεκτείνεται εις το διηνεκές.

Σχετικά με τον ανωτέρω διαχωρισμό επισημαίνουμε τα εξής:

- Η πρώτη περίοδος πρέπει να εκτείνεται τόσα έτη όσα εκτιμάται ότι απαιτούνται ώστε η αποτιμώμενη εταιρεία να έχει φθάσει σε ένα σταθερό επίπεδο λειτουργίας μέσα στον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται.
- Το σταθερό αυτό επίπεδο λειτουργίας χαρακτηρίζεται από: **(1)** την εξασφάλιση ενός σταθερού ποσοστού απόδοσης για όλο το νεοεπενδύμενο κεφάλαιο κατά την διάρκεια της εναπομένουσας χρονικής λειτουργίας της, **(2)** την εξασφάλιση ενός σταθερού ποσοστού απόδοσης για όλο το ήδη επενδυμένο κεφάλαιο κατά την διάρκεια της εναπομένουσας λειτουργίας της και **(3)** την επανεπένδυση ενός σταθερού ποσοστού των κερδών της, κάθε χρόνο, στην παραγωγική διαδικασία.
- Είναι συνήθης η πρακτική να εκτείνεται η πρώτη περίοδος εκτίμησης τόσα έτη όσα εκτιμάται ότι η εταιρεία θα κερδίζει σημαντικά ποσοστά απόδοσης στις νέες της επενδύσεις πάνω από το κόστος του κεφαλαίου της. Η μικροοικονομική θεωρία συνιστά ότι διαχρονικά ο ανταγωνισμός οδηγεί τις αποδόσεις πολλών κλάδων, στο ύψος του αντίστοιχου κόστους του κεφαλαίου τους.

Με βάση τα ανωτέρω, επιλέξαμε διάρκεια για την πρώτη περίοδο της πρόβλεψης πέντε (5) έτη, δηλαδή από το έτος 2003 (21/7-31/12) έως και το έτος 2007, ενώ για τη δεύτερη περίοδο από το έτος 2008 εις το διηνεκές.

## 9.2 Υπολογισμός των ελευθέρων ταμειακών ροών των χρήσεων 2002 και 2003

Για τον υπολογισμό της ελεύθερης ταμειακής ροής της χρήσεως 2002 χρησιμοποιήθηκαν τα δεδομένα των Οικονομικών Καταστάσεων της εν λόγω χρήσεως. Για τον υπολογισμό της ελεύθερης ταμειακής ροής της περιόδου 1/1-20/7/2003 χρησιμοποιήθηκαν τα δεδομένα του Ισολογισμού Μετασχηματισμού της Εταιρείας της 20/7/2003.

Πιο συγκεκριμένα για τις χρήσεις 2002 (12/10/2001-31/12/2002) και 2003 (1/1-20/7) η ελεύθερη ταμειακή ροή της Εταιρείας (βλέπε Πίνακα 14, Παράρτημα Α΄) ανήλθε (ποσά σε χιλιάδες ΕΥΡΩ) σε:

Ποσά σε χιλιάδες ΕΥΡΩ	2002 (12/10/01- 31/12/02)	2003 (1/1- 20/7/03)
Ελεύθερη ταμειακή ροή	(1.117,79)	(3.392,69)
Ετήσια μεταβολή	-	-
Ως % του κύκλου εργασιών	(29,90) %	(76,07) %

## 9.3 Υπολογισμός των ελευθέρων ταμειακών ροών της περιόδου 2003 - 2008

Για τον προσδιορισμό της αξίας του 100% των μετοχών της Εταιρείας με βάση αυτή τη Μέθοδο αυτή αναπτύχθηκε ένα **Βασικό Σενάριο** αποδοτικότητας το οποίο παρουσιάζεται αναλυτικά στη συνέχεια της εκθέσεως.

### 9.3.1 Βασικό Σενάριο

#### Πηγές Παραδοχών Βασικού Σεναρίου

Ο υπολογισμός των ελεύθερων ταμειακών ροών βασίστηκε:

- Στην σταθερή ανάπτυξη του κλάδου των ιδιωτικών εταιρειών εκμεταλλεύσεως καζίνο κατά την τελευταία πενταετία, ανάπτυξη η οποία αναμένεται να συνεχιστεί και στο μέλλον.
- Στην οικονομική ανάλυση της Εταιρείας κατά την περίοδο 1/1-20/7/2003, όπως αυτή λεπτομερώς περιγράφεται στην παράγραφο 7 της εκθέσεως.
- Στο Business Plan το οποίον συνέταξε, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της, η Διοίκηση της Εταιρείας για την επόμενη εξαετία 2003 (21/7-31/12)-2008.

Τα αποτελέσματα της αποτίμησης εξαρτώνται από τις παραδοχές που έχουν γίνει. Καταβλήθηκε προσπάθεια ώστε αυτές να είναι εύλογες, χωρίς να αποκλείεται και τυχόν απόκλιση.

#### Παραδοχές Βασικού Σεναρίου

Οι παραδοχές αυτές διακρίνονται σε:

- Παραδοχές Ισολογισμού
  - Παραδοχές Αποτελεσμάτων Χρήσεως
  - Παραδοχές Διαθέσεως Αποτελεσμάτων Χρήσεως
- και έχουν ως ακολούθως:

### ΠΑΡΑΔΟΧΕΣ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ (ποσά σε χιλιάδες ΕΥΡΩ)

Με βάση το Business Plan οι λογαριασμοί του Ισολογισμού της 20/7/2003, όπως αυτοί εμφανίζονται στη παράγραφο 7, εκτιμάται ότι θα έχουν υποστεί τις εξής διαφοροποιήσεις κατά την επόμενη 5ετία 2003 (21/7-31/12)-2007.

• Έξοδα εγκαταστάσεως

Εκτιμάται ότι κατά την περίοδο 2003 (21/7-31/12)-2007 δεν θα πραγματοποιηθούν νέα έξοδα εγκαταστάσεως. Το αναπόσβεστο υπόλοιπο των εξόδων εγκαταστάσεως που υπήρχε κατά την 20/7/2003 εκτιμάται ότι θα αποσβεσθεί κανονικά με βάση τους προβλεπόμενους από τα αρ. 43, Ν. 2190/1920 και αρ. 31, Ν. 2238/1994 συντελεστές αποσβέσεως (για μεγαλύτερη ανάλυση βλ. Πίνακες 1, 3, 5, 7, Παράρτημα Α΄).

Ποσά σε χιλιάδες ΕΥΡΩ	2003	2004	2005	2006	2007	Μ.Ο.
Προσθήκες (Μειώσεις)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	<b>0,00</b>
Αναπόσβεστο υπόλοιπο	315,75	235,37	155,00	74,62	0,00	<b>156,15</b>
Ετήσια μεταβολή	(9,59) %	(25,46) %	(34,15) %	(51,86) %	(100,00) %	<b>(44,21) %</b>
Ως % του ενεργητικού	1,07 %	0,69 %	0,39 %	0,16 %	0,00 %	<b>0,46 %</b>

• Ασώματες ακινητοποιήσεις

Η Εταιρεία κατά το πρώτο τρίμηνο της χρήσεως 2003 κατέβαλλε το ποσό των € 3.000,00 για την απόκτηση άδειας λειτουργίας καζίνο. Επίσης, εκτιμάται ότι κατά την περίοδο 2003 (21/7-31/12)-2007 δεν θα πραγματοποιηθούν νέες επενδύσεις σε ασώματες ακινητοποιήσεις. Το υπόλοιπο των ασώματων ακινητοποιήσεων που υπήρχε κατά την 20/7/2003 εκτιμάται ότι θα αποσβεσθεί τμηματικά και ισόποσα σε δώδεκα έτη (για μεγαλύτερη ανάλυση βλ. Πίνακες 1, 3, 5, 7, Παράρτημα Α΄).

Ποσά σε χιλιάδες ΕΥΡΩ	2003	2004	2005	2006	2007	Μ.Ο.
Προσθήκες (Μειώσεις)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	<b>0,00</b>
Αναπόσβεστο υπόλοιπο	2.750,00	2.500,00	2.250,00	2.000,00	1.750,00	<b>2.250,00</b>
Ετήσια μεταβολή	(5,82) %	(9,09) %	(10,00) %	(11,11) %	(12,50) %	<b>(9,70) %</b>
Ως % του ενεργητικού	9,33 %	7,28 %	5,59 %	4,39 %	3,47 %	<b>6,01 %</b>

• **Ενσώματες ακινητοποιήσεις**

Εκτιμάται ότι κατά τη διάρκεια της 5ετίας 2003 (21/7-31/12)-2007 θα πραγματοποιηθούν, κατ' έτος, οι ακόλουθες επενδύσεις:

Ποσά σε χιλιάδες ΕΥΡΩ	2003	2004	2005	2006	2007	Μ.Ο.
<b>Προσθήκες (Μειώσεις)</b>						
Κτίρια και τεχνικά έργα	1.000,00	0,00	0,00	0,00	0,00	<b>200,00</b>
Μηχανήματα	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	<b>0,00</b>
Μεταφορικά μέσα	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	<b>0,00</b>
Έπιπλα και λοιπός εξοπλισμός	1.000,00	1.000,00	1.000,00	1.000,00	1.000,00	<b>1.000,00</b>
<b>Σύνολο προσθηκών</b>	<b>2.000,00</b>	<b>1.000,00</b>	<b>1.000,00</b>	<b>1.000,00</b>	<b>1.000,00</b>	<b>1.200,00</b>
Αναπόσβεστο υπόλοιπο	18.273,83	15.895,25	13.316,67	10.538,10	7.559,52	<b>13.116,67</b>
Ετήσια μεταβολή	(0,48) %	(13,02) %	(16,22) %	(20,87) %	(28,26) %	<b>(15,77) %</b>
Ως % του ενεργητικού	61,97 %	46,32 %	33,10 %	23,15 %	15,00 %	<b>35,90 %</b>

Επί των αποκτηθέντων παγίων μέχρι και την 20/7/2003 καθώς και επ' αυτών που προβλέπεται να αποκτηθούν κατά την περίοδο 2003(21/7-31/12)-2007 θα διενεργούνται κατ' έτος οι προβλεπόμενες από το Π.Δ. 100/1998 αποσβέσεις (για μεγαλύτερη ανάλυση βλ. Πίνακες 1, 3, 5, 7, Παράρτημα Α').

• **Συμμετοχές και άλλες μακροπρόθεσμες χρηματ/κές απαιτήσεις**

Εκτιμάται ότι η Εταιρεία δεν θα αποκτήσει συμμετοχές κατά την περίοδο 2003(21/7-31/12)-2007. Επίσης εκτιμάται ότι οι λοιπές μακροπρόθεσμες χρηματοοικονομικές απαιτήσεις θα παραμείνουν σταθερές στα επίπεδα της 20/7/2003, δηλαδή ότι θα ανέρχονται κατ' έτος στο ποσό των € 0,20. (για μεγαλύτερη ανάλυση βλ. Πίνακες 1, 3, 5, 7, Παράρτημα Α').

Ποσά σε χιλιάδες ΕΥΡΩ	2003	2004	2005	2006	2007	Μ.Ο.
Λοιπές μακρ. χρημ. απαιτήσεις	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	<b>0,20</b>
Ετήσια μεταβολή	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	<b>0,00 %</b>
Ως % του ενεργητικού	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	<b>0,00 %</b>

• **Αποθέματα**

Εκτιμάται ότι τα αποθέματα θα εμφανίσουν μια μέση ετήσια αύξηση της τάξεως του 7,55 % περίπου κατά την περίοδο 2003 (21/7-31/12)-2007. Επίσης εκτιμάται ότι θα αποτελούν κατ' έτος το 1,75 % περίπου [έναντι 3,06 % της χρήσεως 2002] του συνόλου του ενεργητικού της Εταιρείας (για μεγαλύτερη ανάλυση βλ. Πίνακες 1, 3, 5, 7, Παράρτημα Α').

Ποσά σε χιλιάδες ΕΥΡΩ	2003	2004	2005	2006	2007	Μ.Ο.
Αποθέματα	619,29	653,00	686,39	699,15	734,11	<b>678,39</b>
Ετήσια μεταβολή	20,24 %	5,44 %	5,11 %	1,86 %	5,00 %	<b>7,53 %</b>
Ως % του ενεργητικού	2,10 %	1,90 %	1,71 %	1,54 %	1,46 %	<b>1,74 %</b>

• **Απαιτήσεις**

Εκτιμάται ότι οι απαιτήσεις θα εμφανίσουν μια μέση ετήσια αύξηση της τάξεως του 41,45 % περίπου κατά την περίοδο 2003 (21/7-31/12)-2007. Επίσης εκτιμάται ότι θα αποτελούν κατ' έτος το 20,05 % περίπου [έναντι 63,78 % της χρήσεως 2002] του συνόλου του ενεργητικού της Εταιρείας (για μεγαλύτερη ανάλυση βλ. Πίνακες 1, 3, 5, 7, Παράρτημα Α').

Ποσά σε χιλιάδες ΕΥΡΩ	2003	2004	2005	2006	2007	Μ.Ο.
Απαιτήσεις	2.316,87	5.405,44	8.794,32	11.872,33	14.497,43	<b>8.577,28</b>
Ετήσια μεταβολή	(45,83) %	133,31 %	62,69 %	35,00 %	22,11 %	<b>41,46 %</b>
Ως % του ενεργητικού	7,86 %	15,75 %	21,86 %	26,08 %	28,76 %	<b>20,06 %</b>

• **Διαθέσιμα**

Εκτιμάται ότι τα διαθέσιμα κατά την περίοδο 2003 (21/7-31/12)-2007 θα εμφανίσουν μέση ετήσια αύξηση της τάξεως του 55,60 % περίπου και ότι θα αποτελούν κατ' έτος το 35,75 % περίπου [έναντι 13,08 % της χρήσεως 2002] του συνόλου του ενεργητικού της Εταιρείας (για μεγαλύτερη ανάλυση βλ. Πίνακες 1, 3, 5, 7, Παράρτημα Α').



Ποσά σε χιλιάδες ΕΥΡΩ	2003	2004	2005	2006	2007	Μ.Ο.
Διαθέσιμα	5.206,53	9.607,02	15.004,01	20.311,94	25.836,38	<b>15.193,18</b>
Ετήσια μεταβολή	74,73 %	84,52 %	56,18 %	35,38 %	27,20 %	<b>55,60 %</b>
Ως % του ενεργητικού	17,66 %	27,99 %	37,29 %	44,62 %	51,25 %	<b>35,76 %</b>

- **Μεταβατικοί λογαριασμοί ενεργητικού**

Εκτιμάται ότι οι μεταβατικοί λογαριασμοί ενεργητικού κατά την περίοδο 2003 (21/7-31/12)-2007 θα εμφανίσουν μέση ετήσια αύξηση της τάξεως του 56,40 % περίπου και ότι θα αποτελούν κατ' έτος το 0,05 % περίπου [έναντι 0,00 % της χρήσεως 2002] του συνόλου του ενεργητικού της Εταιρείας (για μεγαλύτερη ανάλυση βλ. Πίνακες 1, 3, 5, 7, Παράρτημα Α').

Ποσά σε χιλιάδες ΕΥΡΩ	2003	2004	2005	2006	2007	Μ.Ο.
Μεταβατικοί λ/σμοί ενεργητικού	7,92	23,11	28,64	30,08	31,58	<b>26,49</b>
Ετήσια μεταβολή	-	191,63 %	23,96 %	5,00 %	5,00 %	<b>56,40 %</b>
Ως % του ενεργητικού	0,03 %	0,07 %	0,07 %	0,07 %	0,06 %	<b>0,06 %</b>

- **Ίδια Κεφάλαια**

Εκτιμάται ότι το καταβλημένο Μετοχικό Κεφάλαιο της Εταιρείας κατά την περίοδο 2003 (21/7-31/12)-2007 θα παραμείνει σταθερό στα επίπεδα της 20/7/2003, δηλαδή ότι θα ανέρχεται κατ' έτος στο ποσό των € 9.500,00.

Επίσης, τα ίδια κεφάλαια της χρήσεως 2003 θα αυξηθούν κατά το ποσό των € 1.900,00 λόγω κρατικής επιχορηγήσεως που, σύμφωνα με εκτιμήσεις της Διοικήσεως της Εταιρείας, θα εισπραχθεί προς κάλυψη μέρους του κόστους των νέων επενδύσεων που θα πραγματοποιηθούν εντός της εν λόγω χρήσεως.

Τέλος, τα ίδια κεφάλαια εκτιμάται ότι θα αυξάνουν κατά το ύψος των κερδών προς διάθεση τα οποία δεν διανέμονται υπό την μορφή μερισμάτων.

Τα κέρδη αυτά εμφανίζονται κατά ένα μέρος στο λογαριασμό «Αποθεματικά κεφάλαια» και κατά το υπόλοιπό τους στο λογαριασμό «Αποτελέσματα εις νέο» (για μεγαλύτερη ανάλυση βλ. Πίνακες 2, 4, 6, 8, Παράρτημα Α').

Ποσά σε χιλιάδες ΕΥΡΩ	2003	2004	2005	2006	2007	Μ.Ο.
Ίδια κεφάλαια	11.676,15	14.293,22	18.923,12	24.057,49	29.495,65	<b>19.689,12</b>
Ετήσια μεταβολή	41,96 %	22,41 %	32,39 %	27,13 %	22,60 %	<b>29,30 %</b>
Ως % του παθητικού	35,59 %	41,65 %	47,03 %	52,84 %	58,51 %	<b>47,93 %</b>

- **Μακροπρόθεσμες τραπεζικές υποχρεώσεις**

Εκτιμάται ότι η Εταιρεία κατά τη περίοδο 2003 (21/7-31/12)-2007 θα χρησιμοποιήσει μακροπρόθεσμο τραπεζικό δανεισμό για την χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων της, το μέσο ύψος του οποίου θα ανέρχεται κατ' έτος στο ποσό των € 13.000,00 (για μεγαλύτερη ανάλυση βλ. Πίνακες 2, 4, 6, 8, Παράρτημα Α').

Ποσά σε χιλιάδες ΕΥΡΩ	2003	2004	2005	2006	2007	Μ.Ο.
Μακροπρόθεσμα δάνεια	13.000,00	13.000,00	13.000,00	13.000,00	13.000,00	<b>13.000,00</b>
Ετήσια μεταβολή	-	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	<b>0,00 %</b>
Ως % του ενεργητικού	44,08 %	37,88 %	32,31 %	28,55 %	25,79 %	<b>33,72 %</b>

- **Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις**

Εκτιμάται ότι οι λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις κατά την περίοδο 2003 (21/7-31/12)-2007 θα εμφανίσουν μια μέση ετήσια μείωση της τάξεως του (3,70) % περίπου. Επίσης εκτιμάται ότι θα αποτελούν κατ' έτος το 18,20 % περίπου [έναντι 53,75 % της χρήσεως 2002] του συνολικού παθητικού της Εταιρείας (για μεγαλύτερη ανάλυση βλ. Πίνακες 2, 4, 6, 8, Παράρτημα Α').

Ποσά σε χιλιάδες ΕΥΡΩ	2003	2004	2005	2006	2007	Μ.Ο.
Λοιπές βραχ. υποχρεώσεις	4.793,40	6.965,37	8.236,74	8.389,78	7.830,46	<b>7.243,15</b>
Ετήσια μεταβολή	77,37 %	45,31 %	18,25 %	1,86 %	(6,67) %	<b>(3,72) %</b>
Ως % του παθητικού	16,25 %	20,30 %	20,47 %	18,43 %	15,53 %	<b>18,20 %</b>

- **Μεταβατικοί λογαριασμοί παθητικού**

Εκτιμάται ότι οι μεταβατικοί λογαριασμοί παθητικού κατά την περίοδο 2003 (21/7-31/12)-2007 θα εμφανίσουν μέση ετήσια αύξηση της τάξεως του 56,40 % περίπου και ότι θα αποτελούν κατ' έτος το 0,15 % περίπου [έναντι 0,00 % της χρήσεως 2002] του συνόλου του ενεργητικού της Εταιρείας (για μεγαλύτερη ανάλυση βλ. Πίνακες 2, 4, 6, 8, Παράρτημα Α').

Ποσά σε χιλιάδες ΕΥΡΩ	2003	2004	2005	2006	2007	Μ.Ο.
Μεταβατικοί λ/σμοί παθητικού	20,85	60,81	75,38	79,15	83,11	<b>69,70</b>
Ετήσια μεταβολή	-	191,63 %	23,96 %	5,00 %	5,00 %	<b>56,40 %</b>
Ως % του ενεργητικού	0,07 %	0,18 %	0,19 %	0,17 %	0,16 %	<b>0,15 %</b>

## ΠΑΡΑΔΟΧΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΕΩΣ (ποσά σε χιλιάδες ΕΥΡΩ)

- **Κύκλος εργασιών**

Ο κύκλος εργασιών της "ΣΙΘΩΝΙΑ ΜΠΗΤΣ ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ Α.Ε." κατά την πρώτη υπερδωδεκάμηνη διαχειριστική της χρήση ανήλθε σε € 3.738,98. Για την περίοδο 2003 (21/7-31/12)-2007, με βάση τα δεδομένα του Business Plan αναμένεται να έχει την ακόλουθη εξέλιξη (για μεγαλύτερη ανάλυση βλ. Πίνακες 9, 10, 11, Παράρτημα Α')

Έτος	Έσοδα (Κύκλος Εργασιών)	Ποσοστό μεταβολής έναντι προηγ. έτους
21/7-31/12/2003	8.340,74	-
2004	24.324,46	90,03 %
2005	30.151,94	23,96 %
2006	31.659,54	5,00 %
2007	33.242,51	5,00 %

- Κόστος πωλήσεων**

Με βάση τις υποθέσεις που έχουν γίνει στο Business Plan εκτιμάται ότι το κόστος πωλήσεων, ως ποσοστό επί του κύκλου εργασιών, θα κυμανθεί ως κάτωθι (για μεγαλύτερη ανάλυση βλ. Πίνακες 9, 10, 11, Παράρτημα Α΄):

Ποσά σε χιλιάδες ΕΥΡΩ	2003	2004	2005	2006	2007
Κόστος πωλήσεων	5.573,65	15.672,08	16.473,47	16.779,55	17.618,53
Ετήσια μεταβολή	-	67,58 %	5,11 %	1,86 %	5,00 %
Ως % του κύκλου εργασιών	66,82 %	64,43 %	54,63 %	53,00 %	53,00 %

Σημειώνεται ότι στο κόστος πωλήσεων κάθε έτους έχουν συμπεριληφθεί και τα έξοδα διοικητικής λειτουργίας και τα έξοδα λειτουργίας διαθέσεως.

- Μισθώματα κτιριακών εγκαταστάσεων**

Εκτιμάται ότι κατά την περίοδο 2003 (21/7-31/12)-2007 καταβάλλεται ετήσιο μίσθωμα προς την εταιρεία "ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ Α.Ε.", η οποία έχει στην κυριότητά της τα ακίνητα τα οποία εκμεταλλεύεται η Εταιρεία, το οποίο θα ανέρχεται σε 8,00 % επί των συνολικών πωλήσεων εκάστου έτους (για μεγαλύτερη ανάλυση βλ. Πίνακες 9, 10, 11, Παράρτημα Α΄):

Ποσά σε χιλιάδες ΕΥΡΩ	2003	2004	2005	2006	2007
Μισθώματα κτιριακών εγκαταστάσεων	783,24	1.945,96	2.412,16	2.532,76	2.659,40
Ετήσια μεταβολή	-	148,15 %	23,96 %	5,00 %	5,00 %
Ως % του κύκλου εργασιών	9,39 %	8,00 %	8,00 %	8,00 %	8,00 %

• **Λοιπά έσοδα εκμεταλλεύσεως**

Τα λοιπά έσοδα εκμεταλλεύσεως εκτιμάται ότι κατά την περίοδο 2003 (21/7-31/12)-2007 θα κυμαίνονται περίπου κατ' έτος ως εξής (για μεγαλύτερη ανάλυση βλ. Πίνακες 9, 10, 11, Παράρτημα Α΄):

Ποσά σε χιλιάδες ΕΥΡΩ	2003	2004	2005	2006	2007
Λοιπά έσοδα εκμεταλλεύσεως	8,34	24,32	30,15	31,66	33,24
Ετήσια μεταβολή	-	(83,93) %	23,96 %	5,00 %	5,00 %
Ως % του κύκλου εργασιών	0,10 %	0,10 %	0,10 %	0,10 %	0,10 %

• **Έσοδα κεφαλαίων**

Τα έσοδα κεφαλαίων, κυρίως έσοδα από πιστωτικούς τόκους καταθέσεων, εκτιμάται ότι κατά την περίοδο 2003 (21/7-31/12)-2007 θα κυμαίνονται περίπου κατ' έτος ως εξής (για μεγαλύτερη ανάλυση βλ. Πίνακες 9, 10, 11, Παράρτημα Α΄):

Ποσά σε χιλιάδες ΕΥΡΩ	2003	2004	2005	2006	2007
Έσοδα κεφαλαίων	32,80	81,10	154,58	234,87	316,11
Ετήσια μεταβολή	-	147,30 %	90,60 %	51,94 %	34,59 %
Ως % του κύκλου εργασιών	0,39 %	0,33 %	0,51 %	0,74 %	0,95 %

- **Έξοδα χρεωστικών τόκων**

Τα έξοδα χρεωστικών τόκων εκτιμάται ότι κατά την περίοδο 2003 (21/7-31/12)-2007 θα κυμαίνονται περίπου κατ' έτος ως εξής (για μεγαλύτερη ανάλυση βλ. Πίνακες 9, 10, 11, Παράρτημα Α')

Ποσά σε χιλιάδες ΕΥΡΩ	2003	2004	2005	2006	2007
Έξοδα χρεωστικών τόκων	325,00	780,00	780,00	780,00	780,00
Ετήσια μεταβολή	-	139,67 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Ως % του κύκλου εργασιών	3,90 %	3,21 %	2,59 %	2,46 %	2,35 %

- **Έκτακτα αποτελέσματα**

Σύμφωνα με τα δεδομένα του Business Plan, η επίδραση των εκτάκτων αποτελεσμάτων στα αποτελέσματα χρήσεως της περιόδου 2003 (21/7-31/12)-2007 αναμένεται να είναι μηδενική (για μεγαλύτερη ανάλυση βλ. Πίνακες 9, 10, 11, Παράρτημα Α').

## ΠΑΡΑΔΟΧΕΣ ΔΙΑΘΕΣΕΩΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΕΩΣ

- **Φόρος Εισοδήματος**

Οι μη εισηγμένες εταιρείες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, σύμφωνα με τις ισχύουσες φορολογικές διατάξεις, από τη χρήση 2002 θα υπόκεινται σε φορολογία 35,00 % επί των κερδών τους.

Για την περίοδο 2003 (21/7-31/12)-2007 χρησιμοποιήθηκε φορολογικός συντελεστής, ο οποίος ανέρχεται σε 35,00 % ετησίως (για μεγαλύτερη ανάλυση βλ. Πίνακα 9, Παράρτημα Α').

- **Καθαρά κέρδη μετά από φόρους**

Σύμφωνα με τις παραπάνω εκτιμήσεις / παραδοχές τα καθαρά κέρδη, μετά από φόρους, της "ΣΙΘΩΝΙΑ ΜΠΗΤΣ ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ Α.Ε." θα διαμορφωθούν κατά την επόμενη 5ετία ως εξής (για μεγαλύτερη ανάλυση βλ. Πίνακα 9, Παράρτημα Α΄):

Έτος	Καθαρά κέρδη χρήσεως	Φόρος εισοδήματος	Υπόλοιπο
21/7-31/12/2003	1.699,99	148,70	1.551,29
2004	6.031,85	2.111,15	3.920,70
2005	10.671,05	3.734,87	6.936,18
2006	11.833,75	4.141,81	7.691,94
2007	12.533,93	4.386,88	8.147,06

- **Μερισματική πολιτική**

Σύμφωνα με τα δεδομένα του Business Plan της Εταιρείας, από τη χρήση 2004 γίνεται η υπόθεση ότι η Εταιρεία θα διανέμει σε κάθε χρήση ως πρώτο μέρισμα το ελάχιστο μέρισμα που προβλέπεται από τον Ν. 2190/20, δηλαδή το 35 % των καθαρών κερδών κάθε χρήσεως μετά την αφαίρεση του φόρου εισοδήματος [35,00 % X καθαρά κέρδη χρήσεως] και της κράτησης για τακτικό αποθεματικό [5 % X καθαρά κέρδη μετά φόρων] (για μεγαλύτερη ανάλυση βλ. Πίνακα 9, Παράρτημα Α΄).

## 9.4 Αποτελέσματα Σεναρίου

### 9.4.1 Αποτελέσματα Βασικού Σεναρίου (Μέθοδος Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών)

Για την 5ετία 2003 (21/7-31/12)-2007 οι ελεύθερες ταμειακές ροές της Εταιρείας, ανέρχονται:

Έτος	Ελεύθερες Ταμειακές Ροές (ποσά σε χιλιάδες ΕΥΡΩ)
21/7-31/12/2003	(14.492,27)
2004	6.158,41
2005	8.109,78
2006	8.219,84
2007	8.534,86

Για τον υπολογισμό των ανωτέρω ποσών βλέπε σχετικά Πίνακα 14, Παράρτημα Α΄.

### 9.4.2 Αποτελέσματα Βασικού Σεναρίου (Μέθοδος Οικονομικού Κέρδους)

Σύμφωνα με τα όσα αναφέρονται στην παράγραφο 8.2, για την 5ετία 2003 (21/7-31/12)-2007 το οικονομικό κέρδος που θα πραγματοποιήσει η Εταιρεία ανέρχεται:

Έτος	Οικονομικό Κέρδος (ποσά σε χιλιάδες ΕΥΡΩ)
21/7-31/12/2003	1.558,04
2004	1.922,16
2005	5.114,55
2006	5.914,76
2007	6.338,94

Για τον υπολογισμό των ανωτέρω ποσών βλέπε σχετικά Πίνακα 16, Παράρτημα Α΄.



### 9.4.3 Αποτελέσματα Βασικού Σεναρίου (Μέθοδος Κεφαλαιοποιημένων Οργανικών Κερδών)

Όπως και στην παράγραφο 8.4 αναγράφεται, με τη μέθοδο αυτή η αξία της Επιχείρησης είναι ίση με την προεξοφλημένη αξία των οργανικών κερδών των επομένων 5 ετών, πλέον την προεξοφλημένη υπολειμματική αξία της Επιχείρησης και πλέον την αξία των μη λειτουργικών περιουσιακών στοιχείων αυτής.

Τα οργανικά κέρδη της "ΣΙΘΩΝΙΑ ΜΠΗΤΣ ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ Α.Ε." για την επόμενη πενταετία 2003 (21/7-31/12)-2007, με βάση το Business Plan της Εταιρείας, παρουσιάζονται στον Πίνακα 9, Παράρτημα Α', και έχουν ως εξής (ποσά σε χιλιάδες ΕΥΡΩ):

ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ	ΧΡΗΣΗ				
	2003	2004	2005	2006	2007
Κύκλος εργασιών (πωλήσεις)	8.340,74	24.324,46	30.151,94	31.659,54	33.242,51
<b>Μείον:</b>					
Κόστος πωλήσεων	5.573,65	15.672,08	16.473,47	16.779,55	17.618,53
<b>Μικτά αποτελέσματα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως</b>	<b>2.767,09</b>	<b>8.652,38</b>	<b>13.678,47</b>	<b>14.879,98</b>	<b>15.623,98</b>
<b>Ως ποσοστό των πωλήσεων</b>	<b>33,18 %</b>	<b>35,57 %</b>	<b>45,37 %</b>	<b>47,00 %</b>	<b>47,00 %</b>
<b>Πλέον:</b>					
Έσοδα παρεπόμενων ασχολιών	8,34	24,32	30,15	31,66	33,24
Σύνολο εσόδων εκμεταλλεύσεως	2.775,43	8.676,70	13.708,62	14.911,64	15.657,22
<b>Μείον:</b>					
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Έξοδα λειτουργίας διαθέσεως	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Μισθώματα κτιριακών εγκαταστάσεων	783,20	1.945,96	2.412,16	2.532,76	2.659,40
<b>Μερικά αποτελέσματα εκμεταλλεύσεως</b>	<b>1.992,20</b>	<b>6.730,74</b>	<b>11.296,46</b>	<b>12.378,88</b>	<b>12.997,82</b>
<b>Ως ποσοστό των πωλήσεων</b>	<b>23,89 %</b>	<b>27,67 %</b>	<b>37,47 %</b>	<b>39,10 %</b>	<b>39,10 %</b>
<b>Πλέον:</b>					
Λοιπά έσοδα / έξοδα εκμεταλλεύσεως	(292,21)	(698,89)	(625,41)	(545,13)	(463,89)
<b>Ολικά αποτελέσματα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως</b>	<b>1.699,99</b>	<b>6.031,85</b>	<b>10.671,05</b>	<b>11.833,75</b>	<b>12.533,93</b>
<b>ΜΕΙΟΝ:</b>					
Αποσβέσεις χρήσεως	1.527,79	3.708,95	3.908,95	4.108,95	4.303,20
<b>Μείον:</b> Οι ενσωματωμένες στο λειτουργικό κόστος	1.527,79	3.708,95	3.908,95	4.108,95	4.303,20
	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Οργανικά αποτελέσματα (κέρδη) προ φόρων</b>	<b>1.699,99</b>	<b>6.031,85</b>	<b>10.671,05</b>	<b>11.833,75</b>	<b>12.533,93</b>
<b>Ως ποσοστό των πωλήσεων</b>	<b>20,38 %</b>	<b>24,80 %</b>	<b>35,39 %</b>	<b>37,38 %</b>	<b>37,70 %</b>

**9.5 Υπολογισμός της ελεύθερης ταμειακής ροής για την μετά το 2007****περίοδο:**

Για τον υπολογισμό της ελεύθερης ταμειακής ροής της Εταιρείας για την μετά το 2007 περίοδο, στοιχείο το οποίο θα χρησιμεύσει για την εκτίμηση της υπολειμματικής αξίας της Εταιρείας (βλ. σελίδα 58), υιοθετήθηκε η παραδοχή ότι οι ελεύθερες ταμειακές ροές θα αυξάνουν με ετήσιο ρυθμό της τάξεως του 3,00 % , έναντι εκτιμώμενου ετήσιου πληθωρισμού της τάξεως του 2,00 % , και ότι οι βασικές μακροοικονομικές παράμετροι της ελληνικής οικονομίας θα συνεχίσουν την τρέχουσα δυναμική τους, μετά την ολοκλήρωση της πλήρους νομισματικής εντάξεως της Χώρας στην ΟΝΕ.

Για τον υπολογισμό της υπολειμματικής αξίας (continuing value) της Εταιρείας χρησιμοποιήσαμε την ελεύθερη ταμειακή ροή του 6<sup>ου</sup> έτους της πρόβλεψης (2008). Πιο συγκεκριμένα για τον υπολογισμό της ελεύθερης ταμειακής ροής του έτους 2008, υιοθετήσαμε όλες τις παραδοχές των επιμέρους σεναρίων για ένα επιπλέον έτος, σταθμίζοντας αυτές ανάλογα, όπου κρίθηκε αναγκαίο, ώστε να είναι εφικτός ετήσιος ρυθμός αύξησης αυτών της τάξεως του 3,00 %.

Επομένως, με βάση τα ανωτέρω, η ελεύθερη ταμειακή ροή του έτους 2008 ανέρχεται, κατά σενάριο, ως ακολούθως:

<b>Σενάριο</b>	<b>Ελεύθερη Ταμειακή Ροή (ποσά σε χιλιάδες ΕΥΡΩ)</b>
Βασικό	8.598,12

Για τον υπολογισμό των ανωτέρω ποσών βλέπε σχετικά Πίνακα 14, Παράρτημα Α΄.

### 9.6 Υπολογισμός του οικονομικού κέρδους για την μετά το 2007 περίοδο:

Για τον υπολογισμό του οικονομικού κέρδους που θα πραγματοποιήσει η Εταιρεία για την μετά το 2007 περίοδο, στοιχείο το οποίο θα χρησιμεύσει για την εκτίμηση της υπολειμματικής αξίας της Εταιρείας (βλ. σελίδα 60), υιοθετήθηκε η παραδοχή ότι το καθαρό λειτουργικό αποτέλεσμα μετά φόρων θα αυξάνει με ετήσιο ρυθμό της τάξεως του 3,00 %, έναντι εκτιμώμενου ετήσιου πληθωρισμού της τάξεως του 2,00 %.

Για τον υπολογισμό της υπολειμματικής αξίας (continuing value) της Εταιρείας χρησιμοποιήσαμε το οικονομικό κέρδος, το καθαρό λειτουργικό αποτέλεσμα μετά φόρων και το ποσοστό απόδοσης του επενδυμένου κεφαλαίου του 6<sup>ου</sup> έτους της πρόβλεψης (2008), τα οποία έχουν, κατά σενάριο, ως ακολούθως (ποσά σε χιλιάδες ΕΥΡΩ):

Σενάριο	Οικονομικό Κέρδος	Καθαρό λειτουργικό αποτέλεσμα μετά φόρων	Απόδοση επενδυμένου κεφαλαίου
Βασικό	6.999,12	9.097,89	54,61 %

Για τον υπολογισμό των ανωτέρω ποσών βλέπε σχετικά Πίνακα 16, Παράρτημα Α΄.

### 9.7 Υπολογισμός της ακαθάριστης επένδυσης εντός της χρήσεως (Gross Invested Capital)

Για τον προσδιορισμό των ελεύθερων ταμειακών ροών λαμβάνεται υπόψη η ακαθάριστη επένδυση εντός της χρήσεως η οποία αποτελείται από το άθροισμα των εξής παραγόντων:

#### (α) Μεταβολή στο Κεφάλαιο Κίνησης η οποία δίνεται από τη σχέση:

$$\left[ \begin{array}{l} \text{(Βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις + Μεταβατικοί λογ/σμοί Ενεργητικού)} - \\ \text{(Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις + Μεταβατικοί λογ/σμοί Παθητικού)} \end{array} \right] -$$

*Κλειομένης χρήσεως*

$$\left[ \begin{array}{l} \text{(Βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις + Μεταβατικοί λογ/σμοί Ενεργητικού)} - \\ \text{(Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις + Μεταβατικοί λογ/σμοί Παθητικού)} \end{array} \right]$$

*Προηγούμενης χρήσεως*

#### (β) Δαπάνες Παγίων και Εξόδων Εγκαταστάσεως που δίνονται από τη σχέση:

$$\left[ \begin{array}{l} \text{[Αναπόσβεστο υπόλοιπο εξόδων εγκαταστάσεως + Αναπόσβεστο υπόλοιπο} \\ \text{ενσώματων ακινητοποιήσεων]} \end{array} \right] -$$

*Κλειομένης χρήσεως*

$$\left[ \begin{array}{l} \text{[Αναπόσβεστο υπόλοιπο εξόδων εγκαταστάσεως + Αναπόσβεστο υπόλοιπο} \\ \text{ενσώματων ακινητοποιήσεων]} \end{array} \right] +$$

*Προηγούμενης χρήσεως*

[Αποσβέσεις κλειομένης χρήσεως]

**(γ) Μεταβολή στο Λοιπά Καθαρά Στοιχεία Ενεργητικού η οποία δίνεται από τη σχέση :**

$$\left[ \begin{array}{l} \text{[Μακροπρόθεσμες απαιτήσεις – Προβλέψεις για κινδύνους και έξοδα]} \\ \text{Κλειομένης χρήσεως} \end{array} \right] - \left[ \begin{array}{l} \text{[Μακροπρόθεσμες απαιτήσεις – Προβλέψεις για κινδύνους και έξοδα]} \\ \text{Προηγούμενης χρήσεως} \end{array} \right]$$

(βλέπε σχετικά Πίνακα 14, Παράρτημα Α΄)

## ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

### 10. Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC) – χρησιμοποιούμενο από τη Μέθοδο των Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών

#### Γενικά

Για την διαμόρφωση του συνολικού κόστους του κεφαλαίου, το οποίο χρησιμοποιείται για την επίτευξη των σκοπών της Εταιρείας, απαιτείται η αναγνώριση και ο καθορισμός του κόστους κάθε επιμέρους στοιχείου που το απαρτίζουν, ώστε συνδυαζόμενα αυτά καταλλήλως να διαμορφώσουν το μέσο σταθμικό κόστος του κεφαλαίου της Εταιρείας. Είναι γενικά παραδεκτό ότι τα σχετικά συστατικά στοιχεία του κεφαλαίου, για τον σκοπό της εύρεσης του κόστους κεφαλαίου, είναι: (1) το μέρος του βραχυπρόθεσμου χρέους το οποίο χρησιμοποιείται ως πηγή διαρκούς χρηματοδότησης, (2) το σύνολο του μακροπρόθεσμου χρέους, (3) το σύνολο των προνομιούχων μετοχών και (4) το σύνολο των κοινών μετοχών της εταιρείας. Πρακτικά το μέσο σταθμικό κόστος του κεφαλαίου δίνεται από την παρακάτω σχέση:

$$\text{WACC} = K_d (1 - T_c) B/V + K_{ps} P/V + K_s S/V \quad (1)$$

Όπου :

- K<sub>d</sub>** = το προ φόρων αναμενόμενο κόστος των δανειακών υποχρεώσεων της εταιρείας .
- T<sub>c</sub>** = ο ισχύον φορολογικός συντελεστής με τον οποίο φορολογούνται τα κέρδη της εταιρείας.
- B** = η τρέχουσα αξία όλων των δανείων της εταιρείας
- V** = η τρέχουσα αξία της υπό εκτίμηση εταιρείας (V = B+P+S)
- K<sub>p</sub>** = το μετά φόρων κόστος κεφαλαίου των προνομιούχων μετοχών της εταιρείας.
- P** = η τρέχουσα αξία των προνομιούχων μετοχών της εταιρείας
- K<sub>s</sub>** = το καθοριζόμενο από την αγορά κόστος ευκαιρίας των κοινών μετοχών της εταιρείας.
- S** = η τρέχουσα αξία των κοινών μετοχών της εταιρείας.

### 10.1 Τρέχουσα κεφαλαιακή διάρθρωση της "ΣΙΘΩΝΙΑ ΜΠΗΤΣ ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ Α.Ε."

Εκτιμάται ότι για την χρηματοδότηση της Εταιρείας θα χρησιμοποιούνται εκτός από ίδια κεφάλαια και δανειακά καθώς και κρατικές επιχορηγήσεις επενδύσεων.

Η επίδραση αυτής της σχέσεως χρηματοδοτήσεως της Εταιρείας στο μέσο σταθμικό κόστος του κεφαλαίου αυτής αντικατοπτρίζεται στον πρώτο όρο της σχέσεως (1)  $[Kd (I - T_c) B/V]$ .

Για τον υπολογισμό του πρώτου αυτού όρου της σχέσεως (1) βλ. στο τέλος του παρόντος κεφαλαίου.

Τα ίδια κεφάλαια συνίστανται από το άθροισμα των κοινών μετοχών, των προνομιούχων μετοχών και των παρακρατούμενων κερδών προηγούμενων χρήσεων όπως είναι το τακτικό αποθεματικό, τα έκτακτα και αφορολόγητα αποθεματικά και το υπόλοιπο κερδών εις νέον.

Με βάση το Business Plan και τις συζητήσεις που είχαμε με την Διοίκηση της Εταιρείας δεν αναμένεται η έκδοση προνομιούχων μετοχών. Συνεπώς η παραδοχή αυτή, μας οδηγεί στην εξάλειψη, του δεύτερου όρου της σχέσης (1)  $[Kp P/V]$ .

Προχωρώντας στα δύο εναπομείναντα συστατικά στοιχεία των ιδίων κεφαλαίων της Εταιρείας, τις κοινές μετοχές και τα παρακρατούμενα κέρδη επισημαίνουμε τα εξής:

Στην σχέση (1) έχει γίνει η σιωπηλή υπόθεση ότι η Εταιρεία δεν διανέμει κέρδη. Η διάθεση όμως κερδών ή όχι, είναι μία επιλογή η οποία αφήνει ανεπηρέαστο το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου, διότι με βάση τη διεθνή πρακτική το σταθμισμένο κόστος των μη διανεμόμενων κερδών εξομοιώνεται με αυτό των κοινών μετοχών. Αν πράγματι μέρος των κερδών της χρήσεως δεν διανεμηθεί, τότε αυτόματα προκύπτει ένα κόστος ευκαιρίας. Οι κοινοί μέτοχοι της Εταιρείας θα μπορούσαν να είχαν λάβει αυτά τα κέρδη ως μέρισμα και να τα τοποθετούσαν σε ποικίλες επενδύσεις. Ως εκ τούτου η

Εταιρεία οφείλει να κερδίσει από αυτά τα μη διανεμηθέντα κέρδη το λιγότερο τα ίδια χρήματα τα οποία θα μπορούσαν να κερδίσουν οι κοινοί μέτοχοί της από τοποθετήσεις σε επενδύσεις ισοδύναμου ρίσκου (επενδυτικού κινδύνου). Το ποσοστό δε αυτό της απόδοσης, το οποίον προσδοκούν οι κοινοί μέτοχοι της Εταιρείας να κερδίσουν από εναλλακτικές επενδύσεις ισοδύναμου ρίσκου, είναι το καθορισμένο από την αγορά κόστος ευκαιρίας των κοινών μετοχών της Εταιρείας ( $K_s$ ).

## 10.2 Κόστος ευκαιρίας των κοινών μετοχών της Εταιρείας

Για τον υπολογισμό του κόστους ευκαιρίας των κοινών μετοχών της Εταιρείας, επιλέξαμε ως πιο ιδανική τη μέθοδο του μοντέλου CAPM (Capital Asset Pricing Model). Παρά το γεγονός ότι το μοντέλο αυτό παρουσιάζει σημαντικές αδυναμίες εφαρμογής, είναι το πιο διαδεδομένο διεθνώς για την εκτίμηση του κόστους ευκαιρίας των κοινών μετοχών εταιρειών, λόγω της ορθολογιστικής του δομής και της έλλειψης ενός εναλλακτικού μοντέλου, το οποίο να είναι πρακτικά επαληθεύσιμο.

Το παραπάνω μοντέλο προσδιορίζεται από την ακόλουθη σχέση (2):

$$K_s = K_{RF} + (K_m - K_{RF})b_i \quad (2)$$

Όπου:

$K_{RF}$  = το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου (risk-free rate)

$K_m - K_{RF}$  = η αναμενόμενη διαφορά της απόδοσης του χαρτοφυλακίου όλης της κεφαλαιαγοράς ( $K_m$ ) από το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου ( $K_{RF}$ )

$b_i$  = ο συντελεστής βήτα της εταιρείας που εκφράζει την εξάρτηση της απόδοσης (μεταβλητότητα) της μετοχής της σε σχέση με μία μέση (σταθερή) μετοχή και σε σχέση, πάντα, με την απόδοση (μεταβλητότητα) του συνόλου της κεφαλαιαγοράς.



**Προσδιορισμός του επιτοκίου μηδενικού κινδύνου ( $K_{RF}$ )**

Στην πραγματικότητα το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου είναι μια έννοια που δεν υφίσταται, εφόσον περιουσιακό στοιχείο με μηδενικό κίνδυνο δεν υπάρχει. Υποθετικά, το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου είναι η απόδοση ενός χρεογράφου ή χαρτοφυλακίου χρεογράφων, για το οποίο θεωρούμε ότι υπάρχει μηδενική πιθανότητα να μην αποδώσει τα προσδοκώμενα και το οποίο είναι εντελώς ανεπηρέαστο από τις αποδόσεις οποιασδήποτε άλλης τοποθέτησης στην αγορά. Στην εγχώρια και διεθνή βιβλιογραφία έχει γίνει αποδεκτό ότι τα κρατικά ομόλογα μακροπρόθεσμου λήξεως, (15-20 χρόνια), φθάνουν πολύ κοντά στην έννοια του μηδενικού κινδύνου .

Ως εκ τούτου για τον προσδιορισμό του επιτοκίου μηδενικού κινδύνου λάβαμε υπόψη μας το 10ετές ομόλογο αναφοράς (benchmark bond) του Ελληνικού Δημοσίου λήξεως 18/5/2012. Η προ φόρων απόδοση του 10ετούς ομολόγου αναφοράς έκλεισε σε 4,44 % στο τέλος Δεκεμβρίου 2002 ενώ η καθαρή απόδοση του εν λόγω ομολόγου, διαμορφώνεται σε **3,996 %** στις 31/12/2002 (**Πηγή:** Δελτίο Τύπου 10/1/2003 της Τράπεζας της Ελλάδος).

**Προσδιορισμός της αναμενόμενης διαφοράς της απόδοσης του χαρτοφυλακίου όλης της Κεφαλαιαγοράς ( $K_m$ ) από το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου ( $K_{RF}$ )**

Στη διεθνή πρακτική χρησιμοποιείται η ιστορική μέση διαφορά απόδοσης (market risk premium) για μια σειρά ετών. Ωστόσο τα διαθέσιμα ιστορικά στατιστικά στοιχεία της ελληνικής κεφαλαιαγοράς πιστεύουμε ότι δεν είναι αντιπροσωπευτικά καθώς υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία μόλις για τα τελευταία χρόνια. Έτσι χρησιμοποιήσαμε, για τους υπολογισμούς της παρούσας αξιολόγησης, την μακροπρόθεσμη αριθμητική μέση διαφορά απόδοσης του δείκτη S&P 500 των Η.Π.Α από τα μακροπρόθεσμα κρατικά ομόλογα των Η.Π.Α για την περίοδο 1926 – 2000, η οποία ανέρχεται στο **7,80 %** (**Πηγή:** Ibbotson Associates, Stocks, Bonds, Bills and Inflation 2001 Yearbook), για τον προσδιορισμό του όρου  $K_m$ .

Αυτή η επιλογή μας αιτιολογείται ως ακολούθως:

- Η χρήση μιας μακράς περιόδου (1926 – 2000) περιορίζει κατά πολύ την επίδραση βραχυχρόνιων ανωμαλιών της κεφαλαιαγοράς στις μετρήσεις. Πράγματι η εν λόγω περίοδος καλύπτει πολέμους, οικονομικές κρίσεις και υπερθερμάνσεις της οικονομίας. Μια μικρότερη περίοδος αδυνατεί να συμπεριλάβει ένα τέτοιο διευρυμένο σύνολο οικονομικών συνθηκών.
- Επιλέξαμε αριθμητική μέση διαφορά απόδοσης καθώς το μοντέλο CAPM είναι ένα προσθετικό μοντέλο όπου το κόστος κεφαλαίου ισούται με το άθροισμα των μερών του. Επομένως η προσδοκώμενη μέση διαφορά απόδοσης πρέπει να προκύπτει από αριθμητική αφαίρεση (όχι γεωμετρική).

### ***Προσδιορισμός του συντελεστή βήτα (bi) της Εταιρείας***

Όπως προαναφέρθηκε, ο συντελεστής βήτα μίας εταιρείας εκφράζει την εξάρτηση της απόδοσης της μετοχής της, συγκριτικά με την απόδοση του συνόλου της κεφαλαιαγοράς. Σχετικά με την έννοια του βήτα επισημαίνουμε τα εξής:

Μία μέση μετοχή, εξ ορισμού, μεταβάλλεται αναλογικά σε σχέση με την μεταβολή της κεφαλαιαγοράς όπως αυτή μετριέται από κάποιο δείκτη (π.χ. το γενικό δείκτη του Χ.Α.Α) . Δηλαδή μία μέση μετοχή, θεωρείται ότι έχει βήτα ίσο με το 1,00, το οποίο δείχνει ότι αν η κεφαλαιαγορά αυξηθεί (ή μειωθεί) κατά 10 ποσοστιαίες μονάδες, η μέση μετοχή και αυτή θα τείνει να αυξηθεί (ή μειωθεί) κατά 10 ποσοστιαίες μονάδες αντίστοιχα.

Οι συντελεστές βήτα των εταιρειών που είναι εισηγμένες στο Χ.Α.Α, υπολογίζονται και δημοσιεύονται σε τακτά χρονικά διαστήματα από την ΕΤΒΑ. Δεδομένου ότι η **"ΣΙΘΩΝΙΑ ΜΠΗΤΣ ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ Α.Ε."** δεν είναι εισηγμένη στο Χ.Α.Α., δεν υπάρχουν σχετικά στοιχεία διαθέσιμα για την Εταιρεία.

Έτσι για τον υπολογισμό του συντελεστή βήτα της Εταιρείας, χρησιμοποιήσαμε το συντελεστή βήτα της εισηγμένης στο Χ.Α.Α. εταιρείας

"HYATT REGENCY ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΗ ΚΑΙ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗ Α.Ε.", ο οποίος ανέρχεται σε **1,369** (Πηγή: ΕΤΒΑ Beta book, Ιανουάριος 2003), καθώς εκτιμάται ότι το συγκεκριμένο δείγμα έχει συγκρίσιμο συντελεστή β με την Εταιρεία "**ΣΙΘΩΝΙΑ ΜΠΗΤΣ ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ Α.Ε.**".

Με βάση την παραπάνω ανάλυση, το κόστος των κοινών μετοχών της Εταιρείας "**ΣΙΘΩΝΙΑ ΜΠΗΤΣ ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ Α.Ε.**" όπως προκύπτει από την σχέση (2), ανέρχεται σε **14,67 %** και πιο συγκεκριμένα:

$$K_s = K_{RF} + (K_m - K_{RF}) b_i$$

$$14,67 = 3,996 + (7,80) \cdot 1,396$$

Με βάση την προηγούμενη ανάλυση, η σύνθεση του κεφαλαίου της Εταιρείας, αναλύεται σε: (1) κοινές μετοχές, (2) παρακρατούμενα κέρδη, (3) επιχορηγήσεις πάγιων επενδύσεων και (4) δανειακά κεφάλαια.

Επομένως το Μέσο Σταθμικό Κόστος του Κεφαλαίου της Εταιρείας αναμένεται ότι θα ανέρχεται σε **12,60 %** κατά την 31/12/2003 και αναμένεται να παραμείνει σταθερό καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου 2004-2007, λόγω του ότι δεν αναμένονται σημαντικές αλλαγές στην κεφαλαιακή διάρθρωση της Εταιρείας κατά τα επόμενα έτη. Το υιοθετούμενο Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου της Εταιρείας κατ' έτος δίνεται αναλυτικά από τον ακόλουθο πίνακα:

ΧΡΗΣΗ 2003 ΚΑΙ ΕΠΟΜΕΝΕΣ	ΤΡΟΠΟΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΕΩΣ	ΣΤΑΘΜΙΣΗ ΣΤΟΧΟΣ	ΚΟΣΤΟΣ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ	ΚΟΣΤΟΣ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ	ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗ ΣΤΟ Μ.Σ.Κ.Κ.
	- Ίδια κεφάλαια	81,05 %	14,67 %	14,67 %	11,90 %
	- Κρατικές επιχορηγήσεις	2,41 %	2,50 %	2,50 %	0,06 %
	- Ξένα κεφάλαια	16,54 %	6,00 %	3,90 %	0,64 %
	<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>100,00 %</b>			<b>12,60 %</b>

**11. Συντελεστής προεξόφλησης οικονομικού κέρδους – χρησιμοποιούμενος από τη Μέθοδο του Οικονομικού Κέρδους**

Σύμφωνα με την υπό εξέταση Μέθοδο, για την προεξόφληση του προσδοκώμενου οικονομικού κέρδους το οποίο εκτιμάται ότι θα πραγματοποιήσει η Εταιρεία στο μέλλον, χρησιμοποιήθηκε το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου. Με βάση τα όσα αναλυτικά παρουσιάστηκαν στην προηγούμενη παράγραφο 10, το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου εκτιμάται ότι θα ανέρχεται σε **12,60 %**.

**12. Συντελεστής προεξόφλησης κερδών – χρησιμοποιούμενος από τη Μέθοδο των Κεφαλαιοποιημένων Οργανικών Κερδών**

Σύμφωνα με την υπό εξέταση Μέθοδο, η προεξόφληση των μελλοντικών κερδών αποσκοπεί στη σύγκριση με τους τόκους που θα έπαιρνε ο επενδυτής αν τοποθετούσε το κεφάλαιό του σε Τραπεζικές καταθέσεις, ή άλλης μορφής τοποθετήσεις (ομόλογα, έντοκα γραμμάτια Δημοσίου κλπ).

Σύμφωνα με τα ανωτέρω εκτιμάται ότι ο **Συντελεστής Προεξόφλησης** των μελλοντικών κερδών στο παρόν θα πρέπει να είναι της τάξεως του **2,48 %** όση δηλαδή είναι η μέση απόδοση των Καταθέσεων επί προθεσμία ετήσιας διάρκειας (**Πηγή:** ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΤΥΠΟΣ, 21 Ιουλίου 2003).

**ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ****13. Υπολειμματική αξία (Μέθοδος Προεξοφλημένων Ελεύθερων Ταμειακών Ροών)**

Η υπολειμματική αξία της "ΣΙΘΩΝΙΑ ΜΠΗΤΣ ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ Α.Ε.", μετά το πέρας της 5ετίας 2003 (21/7-31/12)–2007, δίνεται από την εξής σχέση:

$$CV = ETP_{2008} \frac{1}{(1+ΜΣΚΚ)} + ETP_{2009} \frac{1}{(1+ΜΣΚΚ)^2} + \dots + ETP_N \frac{1}{(1+ΜΣΚΚ)^N}$$

**Όπου:**

**CV** = υπολειμματική αξία (continuing value)

**ETP<sub>2008</sub>** = η ελεύθερη ταμειακή ροή του έτους 2008

**ETP<sub>N</sub>** = η ελεύθερη ταμειακή ροή του έτους N, όπου  $N \Rightarrow \infty$

**ΜΣΚΚ** = το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου

Με βάση τα δεδομένα του Business Plan της Εταιρείας, υπολογίσαμε την ετήσια ελεύθερη ταμειακή ροή του 6<sup>ου</sup> έτους (2008), κατά σενάριο, και η ανωτέρω σχέση θα ισούται με :

$$CV = \frac{ETP_{2008}}{ΜΣΚΚ-g}$$

**Όπου:**

**g** = ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της ελεύθερης ταμειακής ροής.

Εναλλακτικά η υπολειμματική αξία της Εταιρείας μπορεί να υπολογιστεί και από τον εξής τύπο:

$$CV = \frac{ΚΛΑΜΦ_{2008} \times (1-g/ΑΕΚ)}{ΜΣΚΚ-g}$$

**Όπου:**

**CV** = υπολειμματική αξία (continuing value)

**ΚΛΑΜΦ<sub>2008</sub>** = το καθαρό λειτουργικό αποτέλεσμα μετά φόρων του έτους 2008

**g** = ο εκτιμώμενος ρυθμός αύξησης του καθαρού λειτουργικού αποτελέσματος μετά φόρων εις το διηνεκές

**ΑΕΚ** = το εκτιμώμενο ποσοστό απόδοσης επενδυμένου κεφαλαίου

**ΜΣΚΚ** = το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου

Οι ανωτέρω δύο τρόποι υπολογισμού της υπολειμματικής αξίας της Εταιρείας καταλήγουν στην ίδια ακριβώς αξία.

Με βάση τα ανωτέρω και τα όσα αναφέρονται στην παράγραφο 9.5, η υπολειμματική αξία της Εταιρείας κατά το έτος 2007 διαμορφώνεται, κατά σενάριο, ως ακολούθως:

Σενάριο	Υπολειμματική αξία κατά το έτος 2007 (ποσά σε χιλιάδες ΕΥΡΩ)
Βασικό	89.580,01

(βλ. σχετικά Πίνακα 15, Παράρτημα Α')

#### 14. Υπολειμματική αξία (Μέθοδος Οικονομικού Κέρδους)

Η υπολειμματική αξία της "ΣΙΘΩΝΙΑ ΜΠΗΤΣ ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ Α.Ε.", μετά το πέρας της 5ετίας 2003 (21/7-31/12)–2007, δίνεται από την εξής σχέση:

$$CV = \frac{OK_{2008}}{ΜΣΚΚ} + \frac{(ΚΛΑΜΦ_{2008}) \times (g/AEK) \times (AEK - ΜΣΚΚ)}{ΜΣΚΚ \times (ΜΣΚΚ - g)}$$

#### Όπου:

**CV** = υπολειμματική αξία (continuing value)

**OK<sub>2008</sub>** = το οικονομικό κέρδος του έτους 2008

**ΚΛΑΜΦ<sub>2008</sub>** = το καθαρό λειτουργικό αποτέλεσμα μετά φόρων του έτους 2008

**g** = ο εκτιμώμενος ρυθμός αύξησης του καθαρού λειτουργικού αποτελέσματος μετά φόρων εις το διηνεκές

**AEK** = το εκτιμώμενο ποσοστό απόδοσης επενδυμένου κεφαλαίου

**ΜΣΚΚ** = το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου

Με βάση τα δεδομένα του Business Plan της Εταιρείας, υπολογίσαμε το καθαρό λειτουργικό αποτέλεσμα μετά φόρων, το ποσοστό απόδοσης επενδυμένου κεφαλαίου και το οικονομικό κέρδος του 6<sup>ου</sup> έτους (2008).

Με βάση τα ανωτέρω και τα όσα αναφέρονται στην παράγραφο 9.6, η υπολειμματική αξία της Εταιρείας κατά το έτος 2007 διαμορφώνεται, κατά σενάριο, ως ακολούθως:

Σενάριο	Υπολειμματική αξία κατά το έτος 2007 (ποσά σε χιλιάδες ΕΥΡΩ)
Βασικό	72.920,74

(βλ. σχετικά Πίνακα 16, Παράρτημα Α')

Στην υπολειμματική αξία της Εταιρείας, όπως αυτή υπολογίζεται από την εν λόγω μέθοδο, εάν προστεθεί το απασχολούμενο κεφάλαιο που είναι επεδενδυμένο σε λειτουργικές δραστηριότητες της Εταιρείας κατά το προτελευταίο έτος της πρόβλεψης (2007) προκύπτει η υπολειμματική αξία της Εταιρείας, όπως αυτή υπολογίζεται με βάση τη μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών. Πράγματι λαμβάνοντας υπόψη την υπολειμματική αξία της Εταιρείας όπως προσδιορίστηκε ανωτέρω, κατά σενάριο, καθώς και το απασχολούμενο κεφάλαιο που εκτιμάται ότι θα είναι επεδενδυμένο σε λειτουργικές δραστηριότητες της Εταιρείας κατά το έτος 2007 (βλέπε Πίνακες 15 και 16, Παράρτημα Α΄) παρατηρούμε τα εξής:

Σενάριο	Υπολειμματική αξία κατά το έτος 2007 (ποσά σε χιλιάδες ΕΥΡΩ)
<b>Βασικό</b>	
- Υπολειμματική αξία Μεθόδου Οικονομικού Κέρδους	72.920,74
<b>Πλέον:</b>	
- Απασχολούμενο κεφάλαιο κατά το έτος 2007	16.659,27
Υπολειμματική αξία Μεθόδου Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών	89.580,01

#### **15. Υπολειμματική αξία (Μέθοδος Κεφαλαιοποιημένων Οργανικών Κερδών)**

Η υπολειμματική αξία της "ΣΙΘΩΝΙΑ ΜΠΗΤΣ ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ Α.Ε." υπολογίζεται ότι στο τέλος του 5<sup>ου</sup> έτους (2007) θα είναι ίση με την κεφαλαιοποιημένη αξία μίας ακόμη πενταετίας και θα έχει ως ακολούθως:

Σενάριο	Συντ. προεξόφλησης	Υπολειμματική αξία κατά το έτος 2007 (ποσά σε χιλιάδες ΕΥΡΩ)
Βασικό Σενάριο		
	2,48 %	36.875,61

(βλ. σχετικά Πίνακα 17, Παράρτημα Α΄)



## ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

### 16. Υπολογισμός της συνολικής αξίας της Εταιρείας (Μέθοδος Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών)

Με βάση την Μέθοδο των Προεξοφλημένων Ελεύθερων Ταμιακών Ροών και αφού ληφθούν υπόψη η εκτίμηση του κόστους κεφαλαίου (βλ. σελίδες 51 έως 56) και η υπολειμματική αξία της (βλ. σελίδες 58 έως 59), η συνολική αξία της "ΣΙΘΩΝΙΑ ΜΠΗΤΣ ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ Α.Ε." έχει ως ακολούθως:

#### 16.1 Κατά το Βασικό Σενάριο

(α) Προεξόφληση των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών της 5ετίας 2003 (21/7-31/12)–2007 (ποσά σε χιλιάδες ΕΥΡΩ):

Έτος	Ελεύθερες Ταμειακές Ροές	Προεξόφληση στο παρόν (20/7/2003)
21/7-31/12/2003	(14.492,27)	(13.715,87)
2004	6.158,41	5.176,35
2005	8.109,78	6.053,87
2006	8.219,84	5.449,48
2007	8.534,86	5.025,24
<b>Σύνολο</b>		<b>7.989,08</b>

(β) Προεξόφληση υπολειμματικής αξίας του έτους 2007 (ποσά σε χιλιάδες ΕΥΡΩ):

Έτος	Υπολειμματική αξία	Προεξόφληση στο παρόν (20/7/2003)
2007	89.580,01	52.743,80

(γ) Συνολική αξία Εταιρείας (σε χιλιάδες ΕΥΡΩ):

Η συνολική αξία της Εταιρείας "ΣΙΘΩΝΙΑ ΜΠΗΤΣ ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ Α.Ε." ανέρχεται σε € **63.712,61** όπως κατωτέρω αναφέρεται (βλ. σχετικά και Πίνακα 15, Παράρτημα Α΄):

Προεξοφλημένες ταμειακές ροές περιόδου 2003-2007	7.989,08
Προεξοφλημένη υπολειμματική αξία	52.743,80
Αξία λειτουργικών δραστηριοτήτων	60.732,88
<b>Πλέον:</b>	
- Διαθέσιμα	2.979,73
	63.712,61
<b>Μείον:</b>	
- Βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα δάνεια	0,00
<b>Συνολική αξία Εταιρείας</b>	<b>63.712,61</b>

**17. Υπολογισμός της συνολικής αξίας της Εταιρείας (Μέθοδος Οικονομικού Κέρδους)**

Με βάση την Μέθοδο του Οικονομικού Κέρδους και αφού ληφθούν υπόψη η εκτίμηση του κόστους κεφαλαίου (βλ. σελίδες 51 έως 57) και η υπολειμματική αξία της (βλ. σελίδες 60 έως 61), η συνολική αξία της "ΣΙΘΩΝΙΑ ΜΠΗΤΣ ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ Α.Ε." έχει ως ακολούθως:

**17.1 Κατά το Βασικό Σενάριο**

**(α) Προεξόφληση του Οικονομικού Κέρδους 2003 (21/7-31/12) – 2007 (ποσά σε χιλιάδες ΕΥΡΩ):**

Έτος	Οικονομικό κέρδος	Προεξόφληση στο παρόν (20/7/2003)
21/7-31/12/2003	1.558,04	1.474,57
2004	1.922,16	1.615,84
2005	5.114,55	3.817,96
2006	5.914,76	3.921,29
2007	6.338,94	3.732,30
<b>Σύνολο</b>		<b>14.561,76</b>

(β) Προεξόφληση υπολειμματικής αξίας του έτους 2007 (ποσά σε χιλιάδες ΕΥΡΩ):

Έτος	Υπολειμματική αξία	Προεξόφληση στο παρόν (20/7/2003)
2007	72.920,74	42.935,00

(γ) Συνολική αξία Εταιρείας (σε χιλιάδες ΕΥΡΩ):

Η συνολική αξία της Εταιρείας "ΣΙΘΩΝΙΑ ΜΠΗΤΣ ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ Α.Ε." ανέρχεται σε € 63.712,61 όπως κατωτέρω αναφέρεται (βλ. σχετικά και Πίνακα 16, Παράρτημα Α΄):

Προεξοφλημένο οικονομικό κέρδος περιόδου 2003-2007	14.561,76
Προεξοφλημένη υπολειμματική αξία	42.935,00
Επενδυμένο κεφάλαιο κατά την 20/7/2003	3.236,13
Αξία λειτουργικών δραστηριοτήτων	60.732,88
<b>Πλέον:</b>	
- Διαθέσιμα	2.979,73
	<b>63.712,61</b>
<b>Μείον:</b>	
- Βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα δάνεια	0,00
<b>Συνολική αξία Εταιρείας</b>	<b><u>63.712,61</u></b>

**18. Υπολογισμός της συνολικής αξίας της Εταιρείας (Μέθοδος Κεφαλαιοποιημένων Οργανικών Κερδών)**

Με βάση την ανωτέρα μέθοδο, και αφού ληφθούν υπόψη οι συντελεστές προεξόφλησης των μελλοντικών οργανικών κερδών (βλέπε σελίδα 57) και η υπολειμματική αξία της (βλ. σελίδα 61), η συνολική αξία της "ΣΙΘΩΝΙΑ ΜΠΗΤΣ ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ Α.Ε." έχει ως ακολούθως:

18.1 Κατά το Βασικό Σενάριο

18.1.1 Με Συντελεστή Προεξόφλησης (επιτόκιο) 2,65 %

(α) Προεξόφληση των Οργανικών Κερδών της πενταετίας 2003 (21/7-31/12)-2007 (ποσά σε χιλιάδες ΕΥΡΩ):

Έτος	Οργανικό κέρδος	Προεξόφληση στο παρόν (20/7/2003)
21/7-31/12/2003	1.699,99	1.681,25
2004	6.031,85	5.821,02
2005	10.671,05	10.048,85
2006	11.833,75	10.874,08
2007	12.533,93	11.238,76
<b>Σύνολο</b>		<b>39.663,95</b>

(β) Προεξόφληση υπολειμματικής αξίας του έτους 2007 (ποσά σε χιλιάδες ΕΥΡΩ):

Έτος	Υπολειμματική αξία	Προεξόφληση στο παρόν (20/7/2003)
2007	36.875,61	33.065,13

(γ) Συνολική αξία Εταιρείας (σε χιλιάδες ΕΥΡΩ):

Η συνολική αξία της Εταιρείας "ΣΙΘΩΝΙΑ ΜΠΗΤΣ ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ Α.Ε." ανέρχεται σε € **72.729,08** όπως κατωτέρω αναφέρεται (βλ. σχετικά και Πίνακα 18, Παράρτημα Α΄):

Προεξοφλημένα οργανικά κέρδη περιόδου 2003-2007	39.663,95
<b>Πλέον:</b>	
Προεξοφλημένη υπολειμματική αξία	33.065,13
<b>Συνολική αξία Εταιρείας</b>	<b><u>72.729,08</u></b>

### **19. Υπολογισμός της συνολικής αξίας της Εταιρείας (Μέθοδος Δεικτών Κεφαλαιαγοράς)**

Για την εφαρμογή της ανωτέρας μεθόδου, με βάση τα όσα αναφέρονται στην παράγραφο 6.3, χρησιμοποιήθηκε δείγμα συγκρίσιμων εταιρειών αποτελούμενο από τις ακόλουθες εταιρείες:

<b>ΕΤΑΙΡΕΙΑ</b>	<b>ΧΩΡΑ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ</b>
HYATT REGENCY A.E.	ΕΛΛΑΔΑ
AZTAR CORPORATION	Η.Π.Α.
ALLIANCE GAMING CORPORATION	Η.Π.Α.
HARRAH'S ENTERTAINMENT, INC.	Η.Π.Α.
MANDALAY RESORT GROUP	Η.Π.Α.
DOVER DOWNS GAMING & ENTERTAINMENT INC.	Η.Π.Α.

Βασιζόμενοι στις Οικονομικές Καταστάσεις των ανωτέρω εταιρειών της χρήσεως 2002 (**Πηγή:** ICAP και N.Y.S.E.) υπολογίσαμε τους σχετικούς δείκτες κεφαλαιαγοράς που αναφέρονται στη παράγραφο 6.3 (βλ. σελίδα 26) και δίνοντας σχετικούς συντελεστές βαρύτητας στον κάθε ένα από αυτούς προέκυψε μία σταθμισμένη αξία € 52.272,20, όπως προκύπτει και από τον ακόλουθο πίνακα (βλ. σχετικά και Πίνακα 17, Παράρτημα Α΄):

<b>ΔΕΙΚΤΕΣ</b>	<b>ΠΡΟΚΥΠΤΩΝ ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΑΣΤΗΣ</b>	<b>ΟΙΚ. ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ<sup>1</sup></b>	<b>ΑΞΙΑ ΜΕ ΒΑΣΗ ΔΕΙΚΤΗ</b>	<b>ΛΑΜΒΑΝΟΜΕΝΟ ΠΟΣΟΣΤΟ</b>	<b>ΣΤΑΘΜΙΣΜΕΝΗ ΑΞΙΑ</b>
<b>MVE/BVE</b>	2,45	14.964,16	36.600,85	30,00 %	10.980,25
<b>MVE/ΕΑΤ</b>	14,73	4.187,48	61.673,97	25,00 %	15.418,49
<b>VE/BVA</b>	1,14	34.681,68	34.579,32	5,00 %	1.728,97
<b>VE/S</b>	1,80	22.425,63	35.520,54	10,00 %	3.552,05
<b>VE/EBIT</b>	9,67	6.675,12	59.721,27	0,00 %	0,00
<b>VE/EBITDA</b>	7,29	10.073,10	68.641,45	30,00 %	20.592,43
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>					<b>52.272,20</b>
<b>ΠΛΕΟΝ</b>	Προσαύξηση λόγω δυνατότητας ελέγχου			25,00 %	13.068,05
<b>ΜΕΙΟΝ</b>	Μείωση λόγω μειωμένης εμπορευσιμότητας μετοχών			30,00 %	15.681,66
<b>ΤΕΛΙΚΗ ΕΚΤΙΜΩΜΕΝΗ ΑΞΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ</b>					<b>49.658,59</b>

Για τον προσδιορισμό της τελικής εκτιμώμενης αξίας της Εταιρείας, η ανωτέρω αξία, € 52.272,20, προσαυξήθηκε κατά 25,00 % λόγω της δυνατότητας ευκολότερου ελέγχου της Εταιρείας από τους μετόχους της (μικρή διασπορά μετοχών) και μειώθηκε κατά 30,00 % λόγω μειωμένης εμπορευσιμότητας των μετοχών της εφόσον δεν είναι εισηγμένη στο Χ.Α.Α. Έτσι η συνολική αξία της Εταιρείας "**ΣΙΘΩΝΙΑ ΜΠΗΤΣ ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ Α.Ε.**" ανέρχεται σε **€ 49.658,59**.

<sup>1</sup> Σημειώνεται ότι για τον προσδιορισμό της αξίας της Εταιρείας σύμφωνα με την υπό εξέταση μέθοδο, λαμβανομένου υπόψη ότι η χρήση 2002 ήταν η πρώτη χρήση λειτουργίας της Εταιρείας και ως εκ τούτου τα αποτελέσματα αυτής να μην είναι αντιπροσωπευτικά αυτών των επομένων ετών, χρησιμοποιήθηκε ο μέσος όρος των σχετικών μεγεθών της Εταιρείας της περιόδου 2003-2005.

## ΤΕΛΙΚΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ-ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ

### 20. Τελική αποτίμηση-Συμπέρασμα

Στα προηγούμενα κεφάλαια αναπτύχθηκαν αναλυτικά οι τέσσερις μέθοδοι αποτίμησης που χρησιμοποιήθηκαν για την αποτίμηση της αξίας "ΣΙΘΩΝΙΑ ΜΠΗΤΣ ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ Α.Ε."

Πιο συγκεκριμένα η αξία του 100 % των μετοχών της "ΣΙΘΩΝΙΑ ΜΠΗΤΣ ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ Α.Ε." ανέρχεται κατά χρησιμοποιούμενη μέθοδο και σενάριο ως εξής:

- Με βάση τη **Μέθοδο της Προεξόφλησης των Μελλοντικών Ταμειακών Ροών**:

ΣΕΝΑΡΙΟ	ΑΞΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ (ποσά σε χιλιάδες ΕΥΡΩ)
Βασικό	63.712,61

- Με βάση τη **Μέθοδο του Οικονομικού Κέρδους**:

ΣΕΝΑΡΙΟ	ΑΞΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ (ποσά σε χιλιάδες ΕΥΡΩ)
Βασικό	63.712,61

- Με βάση τη **Μέθοδο των Δεικτών Κεφαλαιαγοράς**:

ΣΕΝΑΡΙΟ	ΑΞΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ (ποσά σε χιλιάδες ΕΥΡΩ)
Βασικό	49.658,59

- Με βάση τη **Μέθοδο των Κεφαλαιοποιημένων Οργανικών Κερδών**:

ΣΕΝΑΡΙΟ	ΑΞΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ (ποσά σε χιλιάδες ΕΥΡΩ)
Βασικό	72.729,08

Για τον προσδιορισμό, βάσει των ανωτέρω μεθόδων, της τελικής αξίας αποτιμήσεως, λήφθηκαν ποσοστά **60 %** και **20 %** για τις δύο πρώτες εξ' αυτών, καθ' ότι θεωρούνται ως περισσότερο αποδεκτές, και ποσοστά **10 %** και **10 %** για την τρίτη και τέταρτη μέθοδο αντίστοιχα.

Οι σχετικές αξίες αποτιμήσεως δίδονται από τον πίνακα που ακολουθεί:

Σενάριο	Μέθοδος	Συνολική αξία Εταιρείας (ποσά σε χιλιάδες ΕΥΡΩ)	Λαμβανόμενο ποσοστό	Εκτιμώμενη τελική αξία (ποσά σε χιλιάδες ΕΥΡΩ)
<b>Βασικό Σενάριο</b>				
- Μέθοδος της Προεξόφλησης των Μελλοντικών Ταμειακών Ροών		63.712,61	60%	38.227,57
- Μέθοδος του Οικονομικού Κέρδους		63.712,61	20%	12.742,52
- Μέθοδος των Δεικτών Κεφαλαιαγοράς		49.658,59	10%	4.965,86
- Μέθοδος των Κεφαλαιοποιημένων Οργανικών Κερδών		72.729,08	10%	7.272,91
<b>Εκτιμώμενη τελική αξία</b>			<b>100%</b>	<b>63.208,86</b>

Με βάση τα ανωτέρω, αλλά και όσα αναφέρονται στις προηγούμενες σελίδες της εκθέσεως, η τελικώς εκτιμώμενη αξία του συνόλου των μετοχών της "ΣΙΘΩΝΙΑ ΜΠΗΤΣ ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ Α.Ε." κατά την 20/7/2003 ανέρχεται σε **€ 63.208,86 χιλ.** περίπου, με περιθώριο αποκλίσεως **± 10 %** (δηλαδή από **€ 56.887,97 χιλ.** έως **€ 69.529,74 χιλ.**).



# Π Α Ρ Α Ρ Τ Η Μ Α Τ Α

**ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α:** Πίνακες και σχεδιαγράμματα Βασικού Σεναρίου