

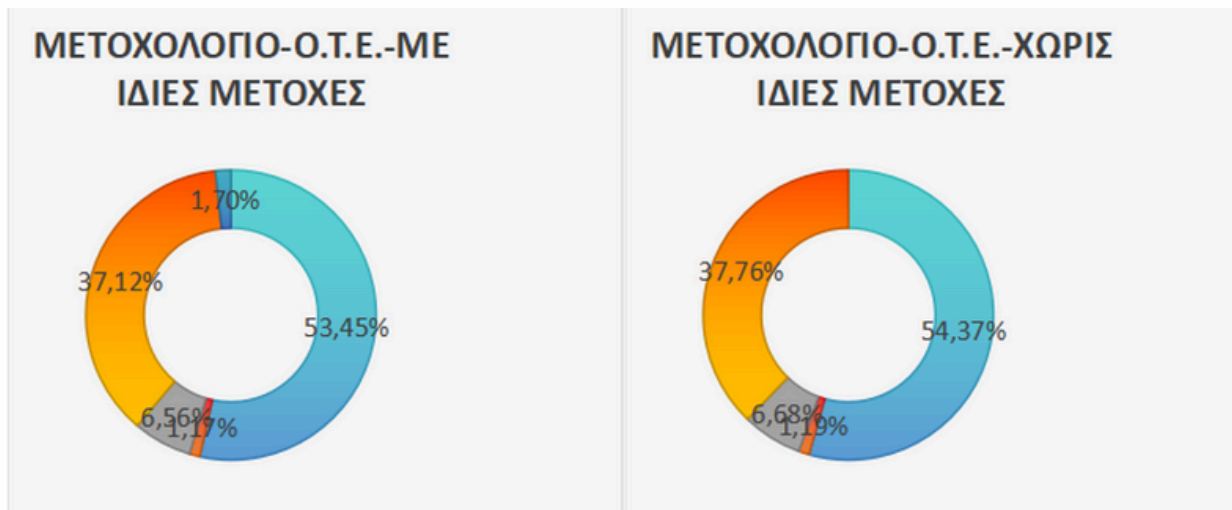
ΑΝΑΛΥΣΗ ΜΕΤΟΧΟΛΟΓΙΟΥ



Αρθρογράφος: Συμεών Σταμπολίδης
Μέλος Γραμματείας του ΣΕΔ

Οι βασικοί μέτοχοι της εταιρείας οι οποίοι κατέχουν δικαιώματα ψήφου $\geq 5\%$ είναι η Deutsche Telekom AG και το Ελληνικό Δημόσιο. Κύριος μεγαλομέτοχος του ΟΤΕ είναι η Deutsche Telekom, όπου τα τελευταία χρόνια έχει αυξήσει το ποσοστό της στην εταιρεία φτάνοντάς το στο 53,45% ενώ το Ελληνικό Δημόσιο κατέχει άμεσα και έμμεσα το 7,73% του ΟΤΕ (Ελληνικό Δημόσιο 1,17% και e-ΕΦΚΑ 6,56%). Τα παραπάνω ποσοστά ισχύουν λαμβάνοντας υπόψιν και το ποσοστό ιδίων μετοχών που έχει η εταιρεία καθώς αν δεν το λάβουμε υπόψιν, το ποσοστό της Deutsche Telekom AG ανεβαίνει στο 54,37% και του Ελληνικού Δημοσίου (άμεσα και έμμεσα) στο 7,87%.

Μέτοχοι	% στο σύνολο των Μετοχών	% χωρίς τις Ιδίες Μετοχές
<u>Deutsche Telekom</u>	53,45%	54,37%
Ελληνικό Δημόσιο	1,17%	1,19%
e-ΕΦΚΑ	6,56%	6,68%
Ελεύθερη Διασπορά	37,12%	37,76%
Ίδιες Μετοχές	1,7%	-



Ο ΟΤΕ μέχρι και της 30 Δεκεμβρίου 2024 κατέχει 7.014.898 ίδιες μετοχές, ποσοστό 1,7% του συνόλου των μετοχών της εταιρείας. Το μεγαλύτερο μέρος αυτού του ποσοστού αγοράστηκε το 2024 εξαιτίας του Προγράμματος Επαναγοράς Ιδίων Μετοχών που άρχισε από της 26/02/2024 και λήγει στις 21/01/2025. Ο ΟΤΕ μέχρι και της 23/02/2024 κατείχε 1.926.507 ίδιες μετοχές (ήτοι ποσοστό 0,46%) που απέκτησε μέσω της υλοποίησης του Προγράμματος Επαναγοράς Ιδίων Μετοχών του 2023. Ο παρακάτω πίνακας δείχνει τις αγορές ιδίων μετοχών της εταιρείας από την έναρξη των αγορών ιδίων μετοχών τον Αύγουστο του 2024.

Μήνας	Μετοχές	Ποσό €	Μέση Τιμή €	Χαμηλή τιμή €	Υψηλή τιμή €
Αύγουστος	917.611	13.435.314,15	14,64	13,90	15,23
Σεπτέμβριος	627.325	9.426.636,15	15,02	14,75	16,07
Οκτώβριος	1.140.610	17.994.776,48	15,77	15,21	16,10
Νοέμβριος	1.615.889	24.335.084	15,06	14,61	15,58
Δεκέμβριος	965.207	14.329.284,4	14,84	14,46	15,20

Ο ΟΤΕ σε ανακοίνωση του στις 23/02/2024 ανέφερε ότι το ποσό που αναμένεται να διατεθεί για αγορά ιδίων μετοχών για το 2024 κατά την παραπάνω περίοδο θα ανερχόταν περίπου σε €153 εκατ. Ενώ το τελικό ποσό και ο αριθμός των μετοχών που τελικά θα αγοραστούν, θα εξαρτιόταν από την τιμή και την εμπορευσιμότητα της μετοχής, στην ως άνω χρονική περίοδο. Μέχρι στιγμής η εταιρεία συνολικά έχει αγοράσει 5.266.642 ίδιες μετοχές καταβάλλοντας €79.521.095,18 με μέση τιμή €15,10, χαμηλότερη τα €13,90 και υψηλότερη τα €16,10.

Τέλος ο τέως Διευθύνων Σύμβουλος του ΟΤΕ κ. Τσαμάζ Μιχαήλ είχε προέβη 14/03/2024 σε αγορά 5.000 μετοχών της εταιρείας με μέση τιμή €13,76 συνολικής αξίας €68.817,30.

Χρηματοοικονομική Ανάλυση και Ανάλυση κλάδου

Ξεκινώντας από την κατάσταση αποτελεσμάτων 9μήνου 2024, ο ΟΤΕ πέτυχε αύξηση κατά 8,2% στα έσοδα από σταθερή τηλεφωνία σε σύγκριση πάντα με το 9μηνο του 2023 (από €1.348,7 εκατ. σε €1.459,9 εκατ.) και αύξηση κατά 2,3% στα έσοδα από κινητή τηλεφωνία (από €1.120,2 εκατ. σε €1.145,7 εκατ.). Ενώ τα λοιπά έσοδα αυξήθηκαν κατά 14,5% με τον συνολικό Κύκλο Εργασιών να διαμορφώνεται στα €2.685,5 εκατ. ή ένα +5,8%. Επίσης τα λειτουργικά έσοδα σημείωσαν μείωση κατά 37,2% (από €8,6 εκατ. σε €5,4 εκατ.), με τα λειτουργικά έξοδα (εκτός των αποσβέσεων & απομειώσεων) να σημειώνουν όμως αύξηση κατά 10,9% (από €1.516,8 εκατ. σε €1.681,7 εκατ.) κυρίως εξαιτίας της αύξησης των λοιπών λειτουργικών εξόδων κατά 29,8% (από €381,9 εκατ. σε €495,7 εκατ.) αλλά και της αύξησης του κόστους εμπορευμάτων κατά 11,5% (από €250,1 εκατ. σε €278,9 εκατ.).

Παρατηρούμε ότι ο ρυθμός αύξησης των λειτουργικών εξόδων ήταν μεγαλύτερος από τον ρυθμό αύξησης του κύκλου εργασιών, με αποτέλεσμα την μείωση των λειτουργικών κερδών προ χρηματοοικονομικών και επενδυτικών δραστηριοτήτων, αποσβέσεων και απομειώσεων κατά 2,1% (από €1.030,5 εκατ. σε €1.009,2 εκατ.) και ταυτόχρονα την μείωση στο περιθώριο λειτουργικού κέρδους από 40,59% το 9μηνο του 2023 σε 37,57% το 9μηνο του 2024.

Επίσης η μείωση των αποσβέσεων & απομειώσεων κατά 7,5% (από €493,3 εκατ. σε €456,1 εκατ.) είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση κατά 3% των λειτουργικών κερδών προ χρηματοοικονομικών και επενδυτικών δραστηριοτήτων (από €537,2 εκατ. σε €553,1 εκατ.) αλλά επειδή η αύξηση αυτή ήταν μικρότερη από την αύξηση του κύκλου εργασιών, το περιθώριο μειώθηκε από 21,16% το 9μηνο του 2023 σε 20,59% το 9μηνο του 2024.

Όσο αφορά τα κέρδη από χρηματοοικονομικές και επενδυτικές δραστηριότητες διαμορφώθηκαν από ζημιές €14,9 εκατ. σε κέρδη €13,4 εκατ. με αποτέλεσμα την αύξηση στα κέρδη προ φόρων κατά 8,5% (από €522,3 εκατ. σε €566,5 εκατ.) και την ταυτόχρονη αύξηση του περιθωρίου ΕΒΤ από 20,57% το 9μηνο 2023 σε 21,09% το 9μηνο του 2024 όμως εξαιτίας της αύξησης κατά 21,7% στον φόρο εισοδήματος (από €125,1 εκατ. σε €152,2 εκατ.), τα καθαρά κέρδη μετά φόρων αυξήθηκαν κατά 4,3% (από €397,2 εκατ. σε €414,3 εκατ.), δηλαδή με μικρότερο ρυθμό σε σχέση με τον κύκλο εργασιών με αποτέλεσμα την μείωση περιθώριο καθαρού κέρδους από 15,64% το 9μηνο του 2023 σε 15,42% το 9μηνο του 2024.

Η αύξηση του Κύκλου Εργασιών του Ομίλου στηρίζεται στην αύξηση των εσόδων κινητής και σταθερής τηλεφωνίας, στην σταθερή ανάπτυξη των εσόδων από την Ελλάδα, στην αύξηση των συνδρομητών FTTH στους 355 χιλιάδες (+65% σε ετήσια βάση), στο γεγονός ότι υπάρχει διαθεσιμότητα FTTH σε 1,49 εκατ. σπίτια και επιχειρήσεις με ποσοστό διείσδυσης στο 26%, στην συμφωνία στην αγορά χονδρικής FTTH με σκοπό την ενίσχυση της ζήτησης & την αξιοποίηση της υποδομής αλλά και στο ρεκόρ προσθηκών στους συνδρομητές τηλεόρασης (+24 χιλιάδες), με τον συνολικό αριθμό στους 710 χιλιάδες, χάρη στην πρόσφατη συμφωνία αμοιβαίας διάθεσης αθλητικού περιεχομένου.

Όσο αφορά τον Ισολογισμό, οι δείκτες έμμεσης, άμεσης και ταμειακής ρευστότητας διαμορφώθηκαν σε 0,75, 0,72 και 0,27 αντίστοιχα για το 9μηνο του 2024 σε σύγκριση με 0,74, 0,71 και 0,29. Παρατηρούμε μία ελάχιστη βελτίωση στους δείκτες έμμεσης και άμεσης ρευστότητας όπου όμως παραμένουν κάτω από την μονάδα όπου αυτό σημαίνει ότι ο ΟΤΕ δεν έχει την δυνατότητα να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις του με τα άμεσα ρευστοποιήσιμα περιουσιακά του στοιχεία, δηλαδή το κυκλοφορούν ενεργητικό και την ταμειακή ρευστότητα να παρουσίασε ελάχιστη μείωση από 9μηνο σε 9μηνο. Όσο αφορά τα στοιχεία αυτών των δεικτών που οδήγησαν στα παραπάνω νούμερα, στο 9μηνο του 2024 σε σύγκριση με το 9μηνο του 2023 το Κυκλοφορούν Ενεργητικό και το Ταμείο παρουσίασαν μείωση κατά -0,17% και -10,98% αντίστοιχα, με τα Αποθέματα να αυξάνονται κατά 6,26% αλλά πιάνοντας ελάχιστο ποσοστό επί του συνολικού Ενεργητικού και τις Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις να μειώνονται ελάχιστα κατά 2,3%.

Επιπλέον οι δείκτες μόχλευσης της εταιρείας και συγκεκριμένα ο δείκτης χρέος προς ίδια κεφάλαια και ο λόγος χρέους διαμορφώθηκαν σε 1,56 και 0,61 αντίστοιχα το 9μηνο του 2024 σε σύγκριση με 1,65 και 0,62 αντίστοιχα το 2023. Ο ΟΤΕ βελτίωσε τον δείκτη μόχλευσης χρέους προς ίδια κεφάλαια διαμορφώνοντας τον στο 1,56 λόγω της μείωσης των συνολικών υποχρεώσεων κατά 0,13% (η σταδιακή μείωση των μακροπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων δανείων της εταιρείας αντισταθμίστηκε από αύξηση των συνολικών υποχρεώσεων από μισθώσεις και των συνολικών λοιπών υποχρεώσεων, ειδικά η μείωση συνολικών υποχρεώσεων θα ήταν μεγαλύτερη) αλλά πιο πολύ από την αύξηση των ιδίων κεφαλαίων κατά 5,41%. Ενώ όσο αφορά τον λόγο χρέους και την ελάχιστη καλυτέρευσή του, πέρα από την διαμόρφωση των συνολικών υποχρεώσεων που αναφέραμε παραπάνω, οφείλεται στην αύξηση κατά 2,13% του συνολικού ενεργητικού του ΟΤΕ.

Η απόδοση ιδίων κεφαλαίων και η απόδοση συνολικών κεφαλαίων του ΟΤΕ διαμορφώθηκαν σε 21,06% και 8,20% αντίστοιχα το 9μηνο του 2024 σε σύγκριση με 21,28% και 8,03% αντίστοιχα το 9μηνο του 2023. Ο ΟΤΕ για κάθε €100 ίδια κεφάλαια κερδίζει €21,06 καθαρά κέρδη το 9μηνο του 2024 από €21,28, οπότε τα ίδια κεφάλαια έγιναν ελαφρώς λιγότερο αποδοτικά επειδή ο ρυθμός αύξησης των ιδίων κεφαλαίων ήταν μεγαλύτερος από τον ρυθμό αύξησης των καθαρών κερδών από 9μηνο σε 9μηνο. Το αντίθετο όμως έγινε με την απόδοση συνολικών κεφαλαίων του ΟΤΕ καθώς για κάθε €100 συνολικού κεφαλαίου ο ΟΤΕ κερδίζει €8,20 το 9μηνο του 2024 σε σύγκριση με τα €8,03 που κέρδιζε το 9μηνο του 2023, επειδή ο ρυθμός αύξησης των καθαρών κερδών ήταν μεγαλύτερος από τον ρυθμό αύξησης των συνολικών κεφαλαίων κάνοντας τα συνολικά κεφάλαια του ομίλου ελαφρώς περισσότερο αποδοτικά.

Ο δείκτης Καθαρός Δανεισμός προς EBITDA του ΟΤΕ διαμορφώθηκε στο 0,68 το 9μηνο του 2024 από 0,65 λόγω της μείωσης του EBITDA και ταυτόχρονα της αύξησης του Καθαρού Δανεισμού ο οποίος διαμορφώθηκε σε €684,3 εκατ. το 9μηνο του 2024 από €671,9 εκατ. (+1,93%). Η αύξηση αυτή του δείκτη δείχνει ότι ο Καθαρός Δανεισμός ναι μεν καλύπτει περισσότερο μέρος των EBITDA σε σύγκριση με το 9μηνο του 2023 αλλά παραμένει πάνω από την μονάδα όπου σημαίνει πως η εταιρεία μπορεί να καλύψει άνετα τον Καθαρό Δανεισμό της με τα EBITDA.

Όσο αφορά ορισμένους δείκτες που αφορούν τις ταμειακές ροές, το περιθώριο λειτουργικών ταμειακών ροών διαμορφώθηκε στο 30,47% το 9μηνο του 2024 από 34,72% το 9μηνο του 2023. Αυτό σημαίνει ότι από εκεί που η εταιρεία κάθε €100 σε πωλήσεις μετέτρεπε τα €34,72 σε λειτουργικές ταμειακές ροές το 9μηνο του 2023, μετατρέπει τα €30,47 το 9μηνο του 2024.

Επίσης αξίζει να σημειωθεί ότι τα περιθώρια λειτουργικών ταμειακών ροών είναι μεγαλύτερα από τα περιθώρια καθαρών κερδών που αναφέρθηκαν παραπάνω. Αυτό σημαίνει ότι ο δείκτης της ποιότητας των καθαρών κερδών (λειτουργικές ταμειακές ροές/καθαρά κέρδη) και στο 9μηνο του 2023 και στο 9μηνο του 2024 είναι πάνω από το 1. Συγκεκριμένα για το 9μηνο του 2023 ήταν 2,21 ενώ για το 9μηνο του 2024 είναι 1,97. Μπορεί η ποιότητα των καθαρών κερδών να μειώθηκε κατά 10,85% όμως η λόγος αυτός είναι αρκετά πάνω από την μονάδα που σημαίνει ότι η εταιρεία έχει την δυνατότητα να μετατρέπει σε λειτουργικές ταμειακές ροές, ποσό αρκετά μεγαλύτερο των καθαρών της κερδών και τέλος ο δείκτης λειτουργικές ταμειακές ροές/βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις διαμορφώθηκε στο 0,47 το 9μηνο του 2024 από 0,50 το 9μηνο του 2023 παραμένοντας πολύ κάτω από την μονάδα.

Κάνοντας μία σύγκριση του ΟΤΕ με Ευρωπαϊκές Εταιρείες του ίδιου κλάδου (Deutsche Telekom AG, Swisscom AG, Orange SA, Telefonica SA, Telenor ASA, Koninklijke KPN NV, Telia Company AB, Elisa Oyj, Tele2 AB, Turkcell Iletisim Hizmetleri AS, Telecom Italia SpA, Telekom Austria AG, TurkTelekomunikasyon AS, Sunrise Communications AG, Freenet AG, Hrvatski Telekom DD, Magyar Telekom PLC, United internet AG, Orange Polska SA) οι οποίες θα είναι οι ίδιες και στις συγκρίσεις που θα γίνουν στις παρακάτω ενότητες διαπιστώνουμε ότι ο ΟΤΕ ξεπερνάει τους περισσότερους δείκτες του κλάδου σε σύγκριση με τις Ευρωπαϊκές Ανταγωνιστικές.

Συγκεκριμένα το μέσο περιθώρια Λειτουργικού Κέρδους, Κέρδους προ φόρων και Καθαρού Κέρδους του Κλάδου είναι 16,89%, 10,71% και 10,05%, ενώ για τον ΟΤΕ είναι 37,57%, 21,09% και 15,42% αντίστοιχα, όποτε στα παραπάνω περιθώρια κερδών ο ΟΤΕ είναι πάνω από τις Ευρωπαϊκές Ανταγωνιστικές. Επίσης όσο αφορά τις αποδόσεις ιδίων και συνολικών κεφαλαίων, ο μέσος όρος του κλάδου είναι 12,71% και 5,41% αντίστοιχα, με τον ΟΤΕ να έχει 21,06% και 8,20% αντίστοιχα, οπότε και σε αυτούς τους δείκτες είναι πάνω από τον κλάδο έχοντας πιο αποδοτικά ίδια και συνολικά κεφάλαια από τον μέσο όρο της Ευρωπαϊκής αγοράς των Τηλεπικοινωνιών. Επιπλέον ο κλάδος όσο αφορά τον δείκτη Ίδια κεφάλαια/Σύνολο Ενεργητικού βρίσκεται στο 40%, με τον ΟΤΕ να βρίσκεται στο 38,95%, δηλαδή σχεδόν στον Μ.Ο. Όμως οι δείκτες που υστερεί ο ΟΤΕ είναι αρχικά σε αυτούς της έμμεσης και άμεσης ρευστότητας όπου έχει 0,75 και 0,72 αντίστοιχα, με τον Ευρωπαϊκό κλάδο να έχει κατά μέσο όρο 1,03 και 0,98 αντίστοιχα. Τέλος ένας άλλος δείκτης που υστερεί είναι ο δείκτης Debt/Equity όπου έχει 1,56 ενώ ο κλάδος κατά μέσο όρο έχει 0,74. Όσο αφορά το Beta του κλάδου, βρίσκεται στο 0,47 ενώ το Beta του ΟΤΕ βρίσκεται στο 0,55 παρουσιάζοντας έτσι ελαφρώς μεγαλύτερη μεταβλητότητα σε σύγκριση με τον μέσο όρο.

Δείκτης	Ευρωπαϊκός Κλάδος	ΟΤΕ
Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	10,05%	15,42%
Περιθώριο ΕΒΤ	10,71%	21,09%
Λειτουργικό Περιθώριο Κέρδους	16,89%	37,57%
Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων	12,71%	21,06%
Απόδοση Συνολικών Κεφαλαίων	5,41%	8,20%
Beta	0,47	0,55
Ίδια Κεφάλαια/Σύνολο Ενεργητικού	40%	38,95%
Debt/Equity	0,74	1,56
Έμμεση Ρευστότητα	1,03	0,75
Άμεση Ρευστότητα	0,98	0,72

Κεφαλαιακή Διάρθρωση

Η Κεφαλαιακή Διάρθρωση της εταιρείας έχει διαμορφωθεί κατά 61,05% από Ξένα Κεφάλαια και κατά 38,95% από Ίδια Κεφάλαια. Επίσης αν συγκρίνουμε την επιβάρυνση του ΟΤΕ από Ξένα Κεφάλαια (61,05%) με την αντίστοιχη επιβάρυνση από τις Ευρωπαϊκές Ανταγωνιστικές (60%) θα παρατηρήσουμε ότι η επιβάρυνση του ΟΤΕ είναι ελαφρώς μεγαλύτερη.

Μερισματική πολιτική

Η εταιρεία έχει επιστρέψει αρκετές χρονιές στους μετόχους της χρήματα με την μορφή μερίσματος. Συγκεκριμένα την περίοδο 1999-2024 δεν έχει μοιράσει μέρισμα τις χρονιές 2004, 2005, 2011, 2012 και 2013, ενώ από το 2014 έως και σήμερα έχει μοιράσει όλες αυτές τις χρονιές μέρισμα με τελευταία καταβολή τα €0,71/μετοχή από τα κέρδη του 2023 με ημερομηνία πληρωμής την 10/07/2024 και το συγκεκριμένο μέρισμα αυξημένο κατά 23,15% σε σχέση με το αντίστοιχο την προηγούμενη περίοδο (€0,5765/μετοχή). Η μερισματική απόδοση της εταιρείας με βάση το κλείσιμο στις 03/01/2025 στα €14,68, είναι 4,83% ενώ η μέση μερισματική απόδοση του Ευρωπαϊκού κλάδου Τηλεπικοινωνιών είναι 5,16%. Οπότε ο ΟΤΕ για να φτάσει τον μέσο όρο του κλάδου θα πρέπει με την συγκεκριμένη τιμή κλεισίματος να αυξήσει το μέρισμα/μετοχή στα €0,758 ή ένα +6,76% από τα τωρινά για να πιάσει την μέση μερισματική απόδοση του κλάδου.

Αποτίμηση της εταιρείας με βάση της ελεύθερες ταμειακές ροές (DCF)

Στην αποτίμηση της εταιρείας για την δίκαια τιμή της με βάση την ανάλυση DCF θα ξεκινήσουμε αρχικά από το γεγονός ότι η εταιρεία από το 2020 έως και το 2023 έχει κατά μέσο όρο -1,14% στις ελεύθερες ταμειακές ροές (-4,29% το 2020, +10% το 2021, +6,19% το 2022, -15,4% το 2023). Με περίοδο forecast 5 ετών (2024-2028), WACC 3,71% και growth rate στο άπειρο 1% (πέρα από την περίοδο forecast) θα κάνουμε μία αποτίμηση χρησιμοποιώντας για τις εκτιμήσεις 2 μεταβλητές (1.ρυθμό αυξομείωσης των ελεύθερων ταμειακών ροών και 2. ελεύθερες ταμειακές ροές/κύκλος εργασιών), θα έχουμε 3 σενάρια (Best, Normal, Worst) για την κάθε μεταβλητή, δηλαδή σύνολο 6 σενάρια και κάθε σενάριο θα το ενσωματώσουμε σε πιθανότητες.

1. Αν ξεκινήσουμε από το Worst σενάριο παίρνοντας το κάτω μέρος μείωσης των ελεύθερων ταμειακών ροών από το παρελθόν (-15,4%) έχουμε τα παρακάτω αποτελέσματα. Χρησιμοποιούμε τα WACC ως Discount των μελλοντικών ελεύθερων ταμειακών ροών $(1/(1+WACC)^1 \dots 1/(1+WACC)^5)$ και έπειτα αθροίζουμε τις προεξοφλημένες μελλοντικές ελεύθερες ταμειακές ροές. Έπειτα για να βρούμε την Continuing Value ή Terminal Value που είναι η εκτιμώμενη αξία των μελλοντικών ελεύθερων ταμειακών ροών της εταιρείας στο άπειρο πέρα από περίοδο forecast (2024-2028) χρησιμοποιούμε τον τύπο $FCF_{2028} * (1+g) / (WACC-g)$. Υπολογίζουμε την παρούσα αξία της Continuing Value όπως κάναμε και σε κάθε ελεύθερη ταμειακή ροή της περιόδου forecast, χρησιμοποιώντας το discount του τελευταίου έτους της forecast περιόδου (0,83) και για να βρούμε την Enterprise Value αθροίζουμε την Παρούσα Αξία των μελλοντικών ελεύθερων ταμειακών ροών της forecast περιόδου με την Παρούσα Αξία της Continuing Value. Στο τέλος αφαιρούμε τον Καθαρό Δανεισμό του 2023 καθώς είναι το τελευταίο συνολικό έτος όπου έχουμε τα δεδομένα, βρίσκουμε την Equity Value και την διαιρούμε με τον αριθμό των μετοχών ώστε να βρούμε την δίκαια τιμή ανά μετοχή με βάση τον συγκεκριμένο τρόπο αποτίμησης και τα συγκεκριμένα εκτιμώμενα νούμερα. Την ίδια διαδικασία εφαρμόζουμε και στα 2 παρακάτω σενάρια όπου στο Best σενάριο βάζουμε το άνω μέρος της αύξησης των ελεύθερων ταμειακών ροών από το παρελθόν (+10%) ενώ στο Normal σενάριο υπολογίζουμε τον μέσο όρο των ρυθμών αυξομείωσης και το μεταφέρουμε στο μοντέλο (-1,1%).

DCF Valuation

PV of Cash flows 1.624,9€ 17%

Continuing value 9.293,3€

PV of Continuing value 7.745,8€ 83%

Enterprise value 9.370,7€

Financial debt 2023 1.093,4€

Cash 2023 463,9€

Equity value 8.741,2€

Shares Outstanding 412,7

DCF Price/share 21,2€

€ σε εκατ.	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
FCF	606,1	580,1	638,2	677,7	573,7	485,6	411,1	348,0	294,6	249,4
		-4,3%	10,0%	6,2%	-15,3%	-15,4%	-15,4%	-15,4%	-15,4%	-15,4%
Discount						0,96	0,93	0,90	0,86	0,83
PV of FFCF						468	382	312	255	208

1. Best Σενάριο

€ σε εκατ.	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
FCF	606,1	580,1	638,2	677,7	573,7	631,2	694,4	764,0	840,6	924,8
		-4,3%	10,0%	6,2%	-15,3%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Discount						0,96	0,93	0,90	0,86	0,83
PV of FFCF						609	646	685	727	771

DCF Valuation

PV of Cash flows 3.436,5€ 11%

Continuing value 34.466,3€

PV of Continuing value 28.727,1€ 89%

Enterprise value 32.163,7€

Financial debt 2023 1.093,4€

Cash 2023 463,9€

Equity value 31.534,2€

Shares Outstanding 412,7

DCF Price/share 76,4€

1. Normal Σενάριο

€ σε εκατ.	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
FCF	606,1	580,1	638,2	677,7	573,7	567,2	560,7	554,3	548,0	541,7
		-4,3%	10,0%	6,2%	-15,3%	-1,1%	-1,1%	-1,1%	-1,1%	-1,1%
<u>Discount</u>						0,96	0,93	0,90	0,86	0,83
PV of FFCF						547	521	497	474	452

DCF Valuation

PV of Cash flows 2.490,3€ 13%

Continuing value 20.190,2€

PV of Continuing value 16.828,2€ 87%

Enterprise value 19.318,5€

Financial debt 2023 1.093,4€

Cash 2023 463,9€

Equity value 18.689,0€

Shares Outstanding 412,7

DCF Price/share 45,3€

2. Αφού τελειώσαμε τα 3 σενάρια της μεταβλητής του ρυθμού αυξομείωσης των ελεύθερων ταμειακών ροών συνεχίζουμε με τα 3 σενάρια της επόμενης μεταβλητής. Οι ελεύθερες ταμειακές ροές του ΟΤΕ από το 2019-2023 αποτελούν κατά μέσο όρο το 18,28% του κύκλου εργασιών του (18,34% το 2019, 17,80% το 2020, 19,12% το 2021, 19,61% το 2022 και 16,53% το 2023) και επίσης ο μέσος ρυθμός αύξησης του κύκλου εργασιών την περίοδο 2019-2023 ήταν +1% (+2,86% το 2019, -1,33% το 2020, +0,17% το 2021, +3,2% το 2022 και +0,1% το 2023). Στο Worst σενάριο θα πούμε ότι για την εκτιμώμενη περίοδο (2024-2028) το περιθώριο των ελεύθερων ταμειακών ροών θα διαμορφωθεί στο 16,53% και η μέση μείωση του κύκλου εργασιών στο -1%, στο Best σενάριο περιθώριο των ελεύθερων ταμειακών ροών στο 19,61% και μέση αύξηση του κύκλου εργασιών στο 3% και στο Normal σενάριο περιθώριο των ελεύθερων ταμειακών ροών στο 18,28% και μέση αύξηση του κύκλου εργασιών στο 1% και κατά τα άλλα εφαρμόζουμε την ίδια διαδικασία με πάνω.

2. Worst Σενάριο

DCF Valuation

PV of Cash flows	2.406,4€	13%
Continuing value	19.429,5€	
PV of Continuing value	16.194,2€	87%
Enterprise value	18.600,5€	
Financial debt 2023	1.093,4€	
Cash 2023	463,9€	
Equity value	17.971,0€	
Shares Outstanding	412,7	
DCF Price/share	43,5€	

€ σε εκατ.	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
FCF	606,1	580,1	638,2	677,7	573,7	550,1	542,7	535,5	528,5	521,3
		-4,3%	10,0%	6,2%	-15,3%	-4,1%	-1,3%	-1,3%	-1,3%	-1,4%
Discount						0,96	0,93	0,90	0,86	0,83
PV of FFCF						530	505	480	457	435

ΕΥΡΩ σε εκατομμύρια	FY21 Actual	FY22 Actual	FY23 Actual	FY24 Forecast	FY25 Forecast	FY26 Forecast	FY27 Forecast	FY28 Forecast
Revenues	3.264,60	3.368,60	3.372,40	3.327,55	3.283,29	3.239,62	3.196,54	3.154,02
EBITDA	1.479,90	1.385,60	1.382,20	1.380	1.374	1.369	1.365	1.362
EBITDA%	45,3%	41,1%	41,0%	41,5%	41,8%	42,2%	42,7%	43,2%

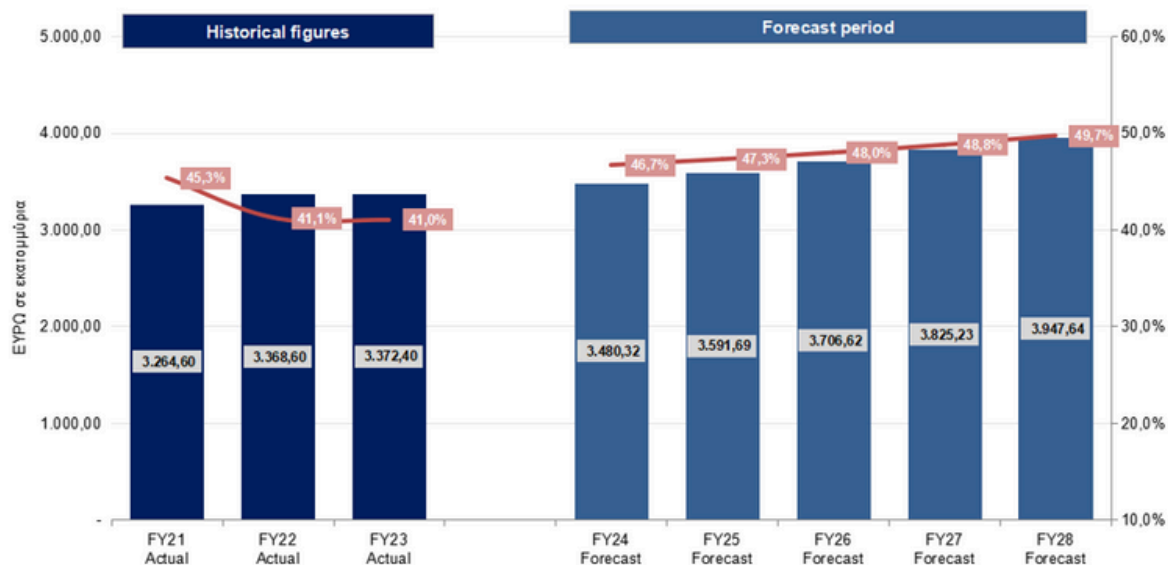
2. Best Σενάριο

DCF Valuation

PV of Cash flows	3.266,6€	12%
Continuing value	28.848,5€	
PV of Continuing value	24.044,7€	88%
Enterprise value	27.311,3€	
Financial debt 2023	1.093,4€	
Cash 2023	463,9€	
Equity value	26.681,8€	
Shares Outstanding	412,7	
DCF Price/share	64,7€	

€ σε εκατ.	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
FCF	606,1	580,1	638,2	677,7	573,7	682,5	704,2	726,9	760,1	774,1
		-4,3%	10,0%	6,2%	-15,3%	19,0%	3,2%	3,2%	4,6%	1,8%
Discount						0,96	0,93	0,90	0,86	0,83
PV of FFCF						658	655	652	657	645

ΕΥΡΩ σε εκατομμύρια	FY21 Actual	FY22 Actual	FY23 Actual	FY24 Forecast	FY25 Forecast	FY26 Forecast	FY27 Forecast	FY28 Forecast
Revenues	3.264,60	3.368,60	3.372,40	3.480,32	3.591,69	3.706,62	3.825,23	3.947,64
EBITDA	1.479,90	1.385,60	1.382,20	1.624	1.697	1.777	1.865	1.962
EBITDA%	45,3%	41,1%	41,0%	46,7%	47,3%	48,0%	48,8%	49,7%



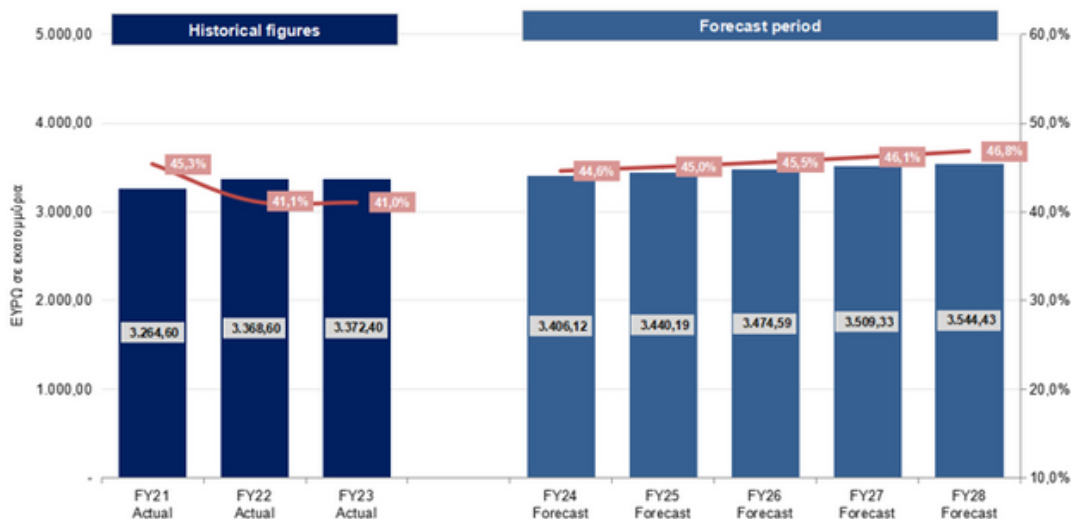
2. Normal Σενάριο

€ σε εκατ.	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
FCF	606,1	580,1	638,2	677,7	573,7	622,6	628,9	635,1	641,4	647,9
		-4,3%	10,0%	6,2%	-15,3%	8,5%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Discount						0,96	0,93	0,90	0,86	0,83
PV of FFCF						600	585	569	554	540

DCF Valuation

PV of Cash flows	2.848,9€	12%
Continuing value	24.147,5€	
PV of Continuing value	20.126,5€	88%
Enterprise value	22.975,4€	
Financial debt 2023	1.093,4€	
Cash 2023	463,9€	
Equity value	22.345,9€	
Shares Outstanding	412,7	
DCF Price/share	54,1€	

ΕΥΡΩ σε εκατομμύρια	FY21 Actual	FY22 Actual	FY23 Actual	FY24 Forecast	FY25 Forecast	FY26 Forecast	FY27 Forecast	FY28 Forecast
Revenues	3.264,60	3.368,60	3.372,40	3.406,12	3.440,19	3.474,59	3.509,33	3.544,43
EBITDA	1.479,90	1.385,60	1.382,20	1.518	1.548	1.582	1.618	1.658
EBITDA%	45,3%	41,1%	41,0%	44,6%	45,0%	45,5%	46,1%	46,8%



Εφόσον βρήκαμε 6 δίκαιες τιμές με βάση την DCF χρησιμοποιώντας 2 μεταβλητές και 3 σενάρια για την κάθε μεταβλητή, τώρα θα δώσουμε πιθανότητες για κάθε ένα σενάριο. Στο σενάριο της 1ης μεταβλητής θα δώσουμε 50% πιθανότητες και συγκεκριμένα 5% στο Best, 10% στο Normal και 35% στο Worst. Στο σενάριο της 2ης μεταβλητής θα δώσουμε 50% πιθανότητες και συγκεκριμένα 5% στο Best, 10% στο Normal και 35% στο Worst. Όπως φαίνεται στον παρακάτω πίνακα η δίκαια τιμή της πρώτης μεταβλητής της DCF ενσωματωμένη με πιθανότητες είναι €15,77 και αντίστοιχα η δίκαια τιμή της δεύτερης μεταβλητής €23,87. Επειδή όμως κάθε μεταβλητή πιάνει 50% πιθανότητες, η δίκαια τιμή του συγκεκριμένου τρόπου αποτίμησης, με τις συγκεκριμένες μεταβλητές και τις συγκεκριμένες πιθανότητες είναι €19,82 ή +35,07% από το κλείσιμο στις 03/01/2025 στα €14,68.

Με βάση την μέση αύξηση των FCF			
Σενάρια	Probability	DCF Price/Share	DCF Price/Share with Probability
Best case	5%	€ 76,40	€ 3,82
Normal case	10%	€ 45,30	€ 4,53
Worst case	35%	€ 21,20	€ 7,42
Total	50%		€ 15,77
Με βάση το FCF/REVENUE			
Σενάρια	Probability	DCF Price/Share	DCF Price/Share with Probability
Best case	5%	€ 64,70	€ 3,24
Normal case	10%	€ 54,10	€ 5,41
Worst case	35%	€ 43,50	€ 15,23
Total	50%		€ 23,87

Σχετική Αποτίμηση

Κάνοντας μία αποτίμηση του ΟΤΕ συγκρίνοντάς τον με τις παραπάνω Ευρωπαϊκές εταιρείες θα χρησιμοποιήσουμε τους δείκτες P/E, EV/EBITDA, EV/S, P/S, P/BV, P/FCF, P/OCF.

P/E: Το μέσο P/E των Ευρωπαϊκών ανταγωνιστικών είναι 15,10 όπου αν το πολλαπλασιάσουμε με τα κέρδη/μετοχή του ΟΤΕ για το 9μηνο 2024(€1) έχουμε μία δίκαια τιμή της εταιρείας με βάση τον συγκεκριμένο τρόπο αποτίμησης στα €15,10 ή ένα +2,86% σε σύγκριση με το κλείσιμο στις 03/01/2025 στα €14,68.

EV/EBITDA: Το μέσο EV/EBITDA των ανταγωνιστικών είναι 6,09 και αν το πολλαπλασιάσουμε με τα EBITDA/μετοχή (€2,44) του ΟΤΕ για το 9μηνο 2024 έχουμε μία δίκαια τιμή με βάση τον συγκεκριμένο τρόπο αποτίμησης στα €14,85 ή ένα +1,15% από τα €14,68.

EV/S: Το μέσο EV/S των ανταγωνιστικών είναι στα 2 και αν το πολλαπλασιάσουμε με τις πωλήσεις/μετοχή (€6,50) του ΟΤΕ για το 9μηνο 2024 έχουμε μία δίκαια τιμή με βάση τον συγκεκριμένο τρόπο αποτίμησης στα €13 ή ένα -11,44% από τα €14,68.

P/S: Το μέσο P/S των ανταγωνιστικών είναι στα 1,57 και αν το πολλαπλασιάσουμε με τις πωλήσεις/μετοχή (€6,50) του ΟΤΕ για το 9μηνο 2024 έχουμε μία δίκαια τιμή με βάση τον συγκεκριμένο τρόπο αποτίμησης στα €10,205 ή ένα -30,48% από τα €14,68.

P/BV: Το μέσο P/BV των ανταγωνιστικών είναι στα 1,96 ενώ το αντίστοιχο του ΟΤΕ είναι στα 3,08 και για να εξισωθεί με τον μέσο όρο θα πρέπει η τιμή του ΟΤΕ με σταθερά ίδια Κεφάλαια να πέσει από το €14,68 στο €9,32 ή ένα --36,51%.

P/FCF: Το μέσο P/FCF των ανταγωνιστικών είναι στα 10,77 και αν το πολλαπλασιάσουμε με τις ελεύθερες ταμειακές ροές/μετοχή (€0,96) του ΟΤΕ για το 9μηνο του 2024 έχουμε μία δίκαια τιμή με βάση τον συγκεκριμένο τρόπο αποτίμησης στα €10,34 ή ένα -29,56%.

P/OCF: Το μέσο P/OCF των ανταγωνιστικών είναι στα 4,95 και αν το πολλαπλασιάσουμε με καθαρές λειτουργικές ταμειακές ροές/μετοχή (€2) του ΟΤΕ για το 9μηνο του 2024 έχουμε μία δίκαια τιμή με βάση τον συγκεκριμένο τρόπο αποτίμησης στα €9,9 ή ένα -32,56%.

Ο μέσος όρος των παραπάνω δίκαιων τιμών με βάση τους πολλαπλασιαστές είναι €11,81 ή -19,55% από τα €14,68.

Επίσης το τωρινό P/E του ΟΤΕ (14,68) είναι κάτω από το μέσο P/E 14ετίας (27,66), 10ετίας (27,75) και 5ετίας (18,01), ενώ είναι λίγο πάνω από το P/E 3ετίας (13,31). Όμως επειδή οι παραπάνω μέσοι όροι βασίζονται σε ετήσια κέρδη/μετοχή και ταυτόχρονα στο ετήσιο κλείσιμο της τιμής την τελευταία μέρα διαπραγμάτευσης, αν κάνουμε μία εκτίμηση, αναλογικά, για τα καθαρά κέρδη της εταιρείας για το 2024 στα €552,4 εκατ. (ή €1,33/μετοχή) έχουμε ένα εκτιμώμενο P/E στα 11,03 το οποίο είναι πολύ κάτω από το μέσους όρους 14ετίας, 10ετίας και 5ετίας και αυτή την φορά κάτω και από τον μέσο όρο 3ετίας. Με την μετοχή αφήνοντας σταθερά τα κέρδη, για να πιάσει τους συγκεκριμένους μέσους όρους θα πρέπει να κάνει από τον μέσο όρο μεγαλύτερου χρονικού ορίζοντα στον μικρότερο χρονικό ορίζοντα, +150,77% ή €36,81, +151,58% ή €36,93, +63,28% ή €23,96 και +20,67% ή €17,71. Βάζοντας όμως στην εξίσωση και τις πιθανότητες, αν καταρτίσουμε ένα σενάριο πιθανοτήτων για την κάθε τιμή λέγοντας ότι στο σενάριο με τιμές €36,81 και €36,93 βάζουμε πιθανότητες **3%** και **2%** αντίστοιχα (δηλαδή $3\% * €36,81 = €1,10$ και $2\% * €36,93 = €0,73$), στο σενάριο με τιμή €23,96, βάζουμε πιθανότητες **15%** ($15\% * €23,96 = €3,59$) στο σενάριο με τιμή €17,71 βάζουμε πιθανότητες **80%** ($80\% * €17,71 = €14,16$) και αθροίσουμε τα αποτελέσματα έχουμε μία δίκαια τιμή με βάση τον συγκεκριμένο τρόπο αποτίμησης και το συγκεκριμένο σενάριο πιθανοτήτων στα €19,58 ή ένα +33,37% από τα τωρινά επίπεδα.

Λαμβάνοντας υπόψιν τους 3 παραπάνω τρόπους αποτίμησης μαζί με τις πιθανότητες (DCF, 7 πολλαπλασιαστές, ιστορικοί μέσοι όροι P/E) έχουμε 3 δίκαιες τιμές, €19,82, €11,81 και €19,58. Ο μέσος όρος των παραπάνω δίκαιων τιμών των διαφορετικών αποτιμήσεων είναι €17,07 ή ένα +16,28% από τα €14,68 δείχνοντας έτσι ότι η μετοχή έχει περιθώρια ανόδου.

Disclaimer: Ό,τι λέγεται στο παραπάνω άρθρο σκοπό έχει να ψυχαγωγήσει και επ' ουδενί δεν αποτελεί επενδυτική συμβουλή. Η αρθρογράφος δεν είναι πιστοποιημένη επενδυτική σύμβουλος, οπότε πριν βάλετε τα χρήματά σας σε οποιοδήποτε προτζεκτ ή σε οποιαδήποτε πλατφόρμα, κάνετε ενδελεχή έρευνα για την επίτευξη μιας σωστής οικονομικής απόφασης.

Πηγές:

- https://www.cosmote.gr/static/otegroup/el/page/oikonomikes_katastaseis_omilou_ote_kai_ae
- <https://www.gurufocus.com/industry/europe/communication-services/overview>