



Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Τμήμα Οργάνωσης & Διοίκησης Επιχειρήσεων
EXECUTIVE MBA

Διπλωματική εργασία

ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕΘΟΔΩΝ

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ & ΕΦΑΡΜΟΓΗ

ΣΤΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ & ΕΞΑΓΟΡΕΣ

(Αποτίμηση Αξίας Αντίτιμου Εξαγοράς Της
Επιχείρησης ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ ΖΥΘΟΠΟΙΪΑ Α.Ε.)

ΗΛΙΑΣ ΜΙΧΑΗΛ ΦΑΦΑΛΙΟΣ

Καθηγητής Παναγιώτης Αρτίκης (Επιβλέπων)

ΠΕΙΡΑΙΑΣ, ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ 2019

Παράρτημα Β: Βεβαίωση Εκπόνησης Διπλωματικής Εργασίας



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

(περιλαμβάνεται ως ξεχωριστή (δεύτερη) σελίδα στο σώμα της διπλωματικής εργασίας)

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η διπλωματική εργασία για τη λήψη του μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών, του Πανεπιστημίου Πειραιώς, στη Διοίκηση Επιχειρήσεων για Στελέχη : E-MBA» με τίτλο

...ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕΘΟΔΩΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ & ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΣΠΣ ΣΥΓΧΡΟΝΕΣΕΙΣ & ΕΙΣΑΓΟΡΕΣ (ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΑΞΙΩΣ ΑΝΤΙΤΙΜΟΥ ΕΞΑΕΡΡΑΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ...ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ...ΣΥΡΡΟΠΗ Α.Α.Ε.).....

έχει συγγραφεί από εμένα αποκλειστικά και στο σύνολό της. Δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού προγράμματος ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό, ούτε είναι εργασία ή τμήμα εργασίας ακαδημαϊκού ή επαγγελματικού χαρακτήρα.

Δηλώνω επίσης υπεύθυνα ότι οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης εργασίας, αναφέρονται στο σύνολό τους, κάνοντας πλήρη αναφορά στους συγγραφείς, τον εκδοτικό οίκο ή το περιοδικό, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο. Παράβαση της ανωτέρω ακαδημαϊκής μου ευθύνης αποτελεί ουσιώδη λόγο για την ανάκληση του πτυχίου μου».

Υπογραφή Μεταπτυχιακού Φοιτητή/ τριας.....

Όνοματεπώνυμο.....ΗΛΙΑΣ ΦΑΦΑΛΙΩΣ.....

Ημερομηνία.....6/11/2019.....

Ευχαριστίες

Η παρούσα εργασία αποτελεί διπλωματική εργασία στα πλαίσια του μεταπτυχιακού προγράμματος «EXECUTIVE MBA» του τμήματος Τμήμα Οργάνωσης & Διοίκησης Επιχειρήσεων.

Πριν την παρουσίαση των αποτελεσμάτων της παρούσας διπλωματικής εργασίας, αισθάνομαι την υποχρέωση να ευχαριστήσω τους ανθρώπους που γνώρισα και συνεργάστηκα μαζί τους και έπαιξαν πολύ σημαντικό ρόλο στην πραγματοποίησή της.

Πρώτο από όλους θέλω να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή της διπλωματικής εργασίας, Καθηγητή Παναγιώτη Αρτίκη για την πολύτιμη καθοδήγηση του καθώς και την εμπιστοσύνη και εκτίμηση που μου έδειξε.

Τέλος, θέλω να ευχαριστήσω τους γονείς μου Μιχάλη και Ειρήνη, που με υπομονή και κουράγιο πρόσφεραν την απαραίτητη ηθική συμπαράσταση για την ολοκλήρωση της διπλωματικής μου εργασίας.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

| | |
|---------------|---|
| ΕΙΣΑΓΩΓΗ..... | 1 |
|---------------|---|

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

| | |
|---|----|
| 2.1 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΕΡΕΥΝΩΝ ΣΤΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΕΞΑΓΟΡΕΣ..... | 4 |
| ΟΡΘΟΛΟΓΙΚΑ ΚΙΝΗΤΡΑ..... | 4 |
| ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΚΙΝΗΤΡΑ | 5 |
| • _ΣΥΝΕΡΓΙΕΣ..... | 5 |
| • _ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ ΚΛΙΜΑΚΑΣ ΚΑΙ ΦΑΣΜΑΤΟΣ | 5 |
| • _ΩΦΕΛΕΙΕΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΣΗΜΑΣΙΑΣ | 6 |
| ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΚΙΝΗΤΡΑ | 7 |
| • ΜΕΙΩΣΗ ΤΟΥ ΜΕΣΟΥ ΣΤΑΘΜΙΚΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (Μ.Σ.Κ.Κ.)..... | 7 |
| • ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΕΥΚΑΙΡΙΕΣ | 7 |
| • ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΑ ΚΙΝΗΤΡΑ | 8 |
| ΜΗ - ΟΡΘΟΛΟΓΙΚΑ ΚΙΝΗΤΡΑ | 8 |
| • ΗΘΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ | 8 |
| • ΠΡΟΒΛΗΜΑ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ. (PRINCIPAL - AGENT PROBLEM)..... | 9 |
| ΠΟΙΟΙ ΩΦΕΛΟΥΝΤΑΙ ΠΕΡΙΣΣΟΤΕΡΟ ΑΠΟ ΤΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ;..... | 9 |
| 2.2 ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΒΑΣΙΚΩΝ ΜΕΘΟΔΩΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΜΕ ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΣΤΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ/ΕΞΑΓΟΡΕΣ..... | 11 |
| ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ..... | 12 |
| ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΘΕΩΡΙΑΣ ΤΙΜΟΛΟΓΗΣΗΣ ARBITRAGE (ARBITRAGE PRICING THEORY)..... | 15 |
| ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΚΑΙ ΜΕΣΟ ΣΤΑΘΜΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ | 16 |
| ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΒΗΤΑ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ..... | 17 |
| ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΣΤΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΕΞΑΓΟΡΕΣ..... | 18 |
| • ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΒΑΣΕΙ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ (MARKET APPROACH)..... | 19 |
| • ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕΤΟΧΩΝ | 21 |
| • ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΜΕΝΩΝ ΚΑΘΑΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ (DCF Method)..... | 24 |

| | |
|---|-----------|
| | 29 |
| | |
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 | |
| 3.1 ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΚΛΑΔΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΖΥΘΟΠΟΙΙΑΣ | |
| • ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΤΗΣ ΖΗΤΗΣΗΣ..... | 29 |
| • ΔΙΚΤΥΑ ΔΙΑΝΟΜΗΣ..... | 30 |
| • ΜΕΡΙΔΙΑ ΑΓΟΡΑΣ..... | 31 |
| • ΟΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΤΟ 2018 | 32 |
| 3.2 ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΑΞΙΑΣ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗΣ ΖΥΘΟΠΟΙΙΑΣ ΚΑΙ ΔΙΚΑΙΟΥ ΤΙΜΗΜΑΤΟΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ..... | 34 |
| • ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ..... | 34 |
| • ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΥΑΙΣΘΗΣΙΑΣ..... | 44 |
| | |
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 | |
| 4.1 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ – ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑ..... | 47 |
| | |
| ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ..... | 50 |
| ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ..... | 53 |
| ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1: ΑΠΟΔΕΙΞΗ ΤΟΥ CAPM..... | 62 |
| ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 2: ΑΠΟΔΕΙΞΗ ΤΟΥ ART | 62 |
| ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 3: ΑΡΙΣΤΗ ΚΕΦΑΛΙΑΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ..... | 62 |
| ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 4: ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ | 62 |

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές αποτελούν ένα οικονομικό φαινόμενο που έχει προσελκύσει το ενδιαφέρον των οικονομολόγων εδώ και αρκετές δεκαετίες. Έχει μελετηθεί από πολλές διαφορετικές σκοπιές και με πολλές διαφορετικές μεθοδολογίες ανάλυσης με σκοπό να δοθούν απαντήσεις σε ερωτήματα όπως, εάν οι εξαγορές και συγχωνεύσεις δημιουργούν οικονομική αξία και με ποιο τρόπο, ποιοι είναι εκείνοι που καρπώνονται τα οφέλη που ίσως προκύψουν από μία εξαγορά ή συγχώνευση, ποια είναι τα κίνητρα που οδηγούν τους μετόχους στη διενέργεια εξαγορών και συγχωνεύσεων και στη διάκρισή τους μεταξύ ορθολογικών κινήτρων και μη ορθολογικών, εάν και κατά πόσο η ανακατάταξη που δημιουργείται σε έναν κλάδο μέσω των εξαγορών και συγχωνεύσεων βελτιώνει την αποτελεσματικότητά του. Στην παρούσα εργασία αφού ληφθούν υπόψη τα βασικά αποτελέσματα των παραπάνω μελετών και αφού γίνει και μία μικρή επισκόπηση της παρούσας κατάστασης του κλάδου της μπύρας, μελετάται η περίπτωση της εξαγοράς της εταιρείας ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ ΖΥΘΟΠΟΙΙΑ Α.Ε. από την εταιρεία Carlsberg μέσω της θυγατρικής της στην Ελλάδα που είναι η εταιρεία ΜΥΘΟΣ Α.Ε. Σημειώνεται ότι η μελέτη αφορά το υπόλοιπο της ιδιοκτησίας της ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ ΖΥΘΟΠΟΙΙΑΣ Α.Ε καθώς οι δύο εταιρείες είχαν συγχωνευτεί και στο παρελθόν σε ένα σχήμα στο οποίο η ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ ΖΥΘΟΠΟΙΙΑ Α.Ε κατείχε το 51% της νέας εταιρείας.

Στόχος της παρούσας εργασίας είναι να γίνει αξιολόγηση αυτής της εξαγοράς σύμφωνα με την επιλεγόμενη μεθοδολογία, που κρίνεται περισσότερο κατάλληλη για αυτήν την περίπτωση, με βάση τα διαθέσιμα δεδομένα, που είναι οι δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας και λαμβάνοντας υπόψη ότι καμία από τις δύο εταιρείες δεν ήταν εισηγμένη στο χρηματιστήριο. Για το λόγο αυτό όπως θα διαπιστωθεί και στη συνέχεια η αξιολόγηση θα γίνει με τη μέθοδο αποτίμησης προεξοφλημένων καθαρών ταμειακών ροών. Προκειμένου να γίνει εφαρμογή αυτής της μεθόδου χρειάζεται να περιγράψουμε τα βασικά της χαρακτηριστικά των μεγεθών που συνιστούν τη μέθοδο αλλά και τα μοντέλα τα οποία χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό κάθε μεταβλητής εισόδου στον τύπο της μεθόδου αποτίμησης που επιλέγεται. Σε αυτό το πλαίσιο περιγράφονται τα μοντέλα αποτίμησης κόστους Κεφαλαίου (π.χ. Capital Asset Pricing Model, Arbitrage Pricing Theory) και οι έννοιες της κεφαλαιακής διάρθρωσης και του μέσου σταθμικού κόστους Κεφαλαίου. Στη συνέχεια γίνεται η προσπάθεια προσδιορισμού ενός δίκαιου τιμήματος

εξαγοράς για την ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ ΖΥΘΟΠΟΙΑ με βάση τις δημοσιοποιημένες λογιστικές της καταστάσεις και τις προβλέψεις για την εξέλιξη των μελλοντικών χρηματικών ροών. Τέλος επειδή διαπιστώνεται ότι το εκτιμώμενο τίμημα εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τις προβλέψεις τις οποίες θα κάνουμε όσον αφορά την εξέλιξη των μελλοντικών ταμειακών ροών της επένδυσης διενεργείται και μία ανάλυση ευαισθησίας έτσι ώστε να προσδιοριστεί ένα εύρος αποτιμήσεων αντί για μία μεμονωμένη τιμή, το οποίο δικαιολογείται ανάλογα με τις υποθέσεις που θα κάνουμε για τις τιμές των παραμέτρων δημιουργίας αξίας (value drivers) όπως ο ρυθμός ανάπτυξης και το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης.

Κλείνοντας την εισαγωγή θα εξετάσουμε τις βασικές έννοιες των συγχωνεύσεων και των εξαγορών. Αρχικά πρέπει να παρατηρήσουμε ότι παρόλο που συχνά οι δύο αυτές έννοιες συγχέονται, ωστόσο δεν έχουν την ίδια σημασία και για το λόγο αυτό είναι απαραίτητο να δοθούν οι ορισμοί των δύο εννοιών, έτσι ώστε να γίνει αντιληπτή η ουσιαστική διαφορά τους.

Με την έννοια **εξαγορά** εννοούμε μια εταιρική πράξη, κατά την οποία μια εταιρεία αγοράζει τα περιουσιακά στοιχεία / μετοχές μιας εταιρείας-στόχου, προκειμένου να αναλάβει τον έλεγχο της έναντι χρηματικού ανταλλάγματος». Συνήθως, το αντίτιμο που πληρώνει η εταιρεία αγοραστής για να δελεάσει τους μετόχους της εταιρείας στόχου είναι μεγαλύτερο από την αγοραία αξία της τελευταίας. Οι εξαγορές χωρίζονται σε φιλικές και επιθετικές, σε κάθε περίπτωση όμως και εφ' όσον ολοκληρωθούν επιτυχώς τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης που εξαγοράζεται απορροφούνται από την εταιρεία αγοραστή.

Με την έννοια συγχώνευση (merger) εννοούμε τη *συνένωση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων από την οποία προκύπτει μια νέα επιχείρηση ανεξάρτητη από τις προηγούμενες, στην οποία μεταβιβάζονται τα περιουσιακά στοιχεία (ενεργητικό και παθητικό) των συμβαλλόμενων επιχειρήσεων».*

Με βάση τους παραπάνω ορισμούς, η βασική διαφορά στην περίπτωση της συγχώνευσης είναι ότι η συγχώνευση περιλαμβάνει την κοινή απόφαση των δύο (ή περισσότερων) εταιριών να ενωθούν και να σχηματίσουν μια νέα νομική οντότητα, ενώ στην περίπτωση της εξαγοράς η εταιρεία η οποία παραμένει σε λειτουργία είναι η εταιρεία που κάνει την εξαγορά ενώ η εξαγοραζόμενη εταιρεία παύει τη λειτουργία της.

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές μπορούν να ομαδοποιηθούν με κριτήριο τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιούνται οι προς συγχώνευση επιχειρήσεις.

Η οριζόντια συγχώνευση (horizontal merger) προκύπτει όταν δύο εταιρίες που ανταγωνίζονται στον ίδιο κλάδο ενώνονται με στόχο η εταιρεία που θα προκύψει να είναι πιο ισχυρή και να κατέχει μεγαλύτερο μερίδιο στην αγορά με στόχο την αύξηση της μονοπωλιακής δύναμης των συγχωνευόμενων εταιρειών. Γι' αυτό συχνά υπάρχει απαγόρευση τέτοιου είδους συγχωνεύσεων από τις αρμόδιες ρυθμιστικές αρχές.

Η κάθετη συγχώνευση (vertical merger) περιλαμβάνει τη συγχώνευση εταιρειών που όταν λειτουργούσαν αυτόνομα είχαν μεταξύ τους μια σχέση πελάτη προμηθευτή. Στόχος μιας τέτοιας ένωσης είναι η καθετοποίηση της παραγωγής, ο πλήρης έλεγχος των τιμών και η μείωση του κόστους παραγωγής. Οι κάθετες συγχωνεύσεις διακρίνονται με τη σειρά τους σε προς τα εμπρός ή προς τα πίσω κάθετες συγχωνεύσεις .

Οι προς τα εμπρός κάθετες συγχωνεύσεις έχουν ως στόχο τη διατήρηση των κερδών μέσα στην επιχείρηση, ώστε να μη μοιράζονται στους επιμέρους εμπλεκόμενους της παραγωγικής διαδικασίας.

Οι προς τα πίσω αφορούν όλες τις επιμέρους δραστηριότητες που πραγματοποιούνται πριν την εκκίνηση της παραγωγικής διαδικασίας.

Οι ασυσχετίστες συγχωνεύσεις (conglomerate merger) αφορούν σε εταιρείες που οι δραστηριότητές τους δεν παρουσιάζουν καμία ουσιαστική συνέργεια και διακρίνονται

(α) στις επεκτατικές διαγώνιες της αγοράς, όταν οι συνασπιζόμενες επιχειρήσεις επιδιώκουν να επεκτείνουν γεωγραφικά το χώρο δραστηριότητάς τους και

(β) στις επεκτατικές διαγώνιες του προϊόντος, όταν οι συνασπιζόμενες επιχειρήσεις προσπαθούν να επεκτείνουν το προϊόν που παράγουν ή να διαφοροποιήσουν τελείως την παραγωγή τους, προκειμένου να μη χάσουν το μερίδιό τους στην αγορά.

Η δομή της εργασίας στη συνέχεια περιλαμβάνει στο δεύτερο κεφάλαιο το θεωρητικό μέρος όπου περιγράφονται τα κυριότερα αποτελέσματα γύρω από το ερευνητικό πεδίο των συγχωνεύσεων εξαγορών , οι γνωστές μέθοδοι αποτίμησης της αξίας και τα θεωρητικά υποδείγματα που θα είναι απαραίτητα στη συνέχεια για τη διενέργεια της αποτίμησης.

Στο τρίτο Κεφάλαιο αφού επιλεγεί η μέθοδος αποτίμησης γίνεται μία σύντομη περιγραφή του της τρέχουσας κατάστασης στον κλάδο της μπύρας και στη συνέχεια γίνεται η αποτίμηση της επιχείρησης Ολυμπιακή Ζυθοποιία και παρουσιάζονται τα αποτελέσματά της.

Στο τέταρτο Κεφάλαιο συνοψίζονται τα συμπεράσματα από την έρευνα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Σε αυτό το κεφάλαιο θα γίνει μια προσπάθεια να συνοψισθούν τα βασικά αποτελέσματα της έρευνας γύρω από το φαινόμενο των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Επιπλέον θα γίνει αναλυτική περιγραφή των βασικών μεθόδων αποτίμησης και στο πλαίσιο της χρησιμοποίησής τους παρακάτω θα γίνει και η περιγραφή υποδειγμάτων αποτίμησης του κόστους ιδίων κεφαλαίων και της έννοιας της κεφαλαιακής διάρθρωσης.

2.1 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΕΡΕΥΝΩΝ ΣΤΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΕΞΑΓΟΡΕΣ

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές αποτελούν ένα πολύ συχνό φαινόμενο το οποίο έχει μελετηθεί από οικονομολόγους και άλλους επιστήμονες σε μία προσπάθεια να γίνουν περισσότερα κατανοητές κάποιες από τις πτυχές που σχετίζονται με την ύπαρξή του όπως π.χ χάρη ποια είναι τα κίνητρα που οδηγούν στην προσπάθεια μιας εξαγοράς/συγχώνευσης , ένα και σε τι βαθμό υπάρχουν οφέλη μετά από ένα τέτοιο γεγονός και ποιοι ωφελούνται περισσότερο από αυτά.

Σύμφωνα με τους (Agrawal and Jaffe, 2000) ενώ οι μέτοχοι των εταιρειών στόχων απολαμβάνουν κάποια βραχυπρόθεσμα κέρδη οι επενδυτές των εταιρειών που απορροφούν διαπιστώνουν υποαπόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων τους μακροχρόνια για τους μήνες που έπονται της εξαγοράς. Συνεπώς ανακύπτει το ερώτημα για ποιο λόγο γίνονται τόσες πολλές συγχωνεύσεις και εξαγορές; Είναι πάντα ορθολογικά τα κίνητρα που οδηγούν σε μια τέτοια απόφαση;

Τα κίνητρα για να πραγματοποιηθεί μια εξαγορά/συγχώνευση διακρίνονται σε ορθολογικά όπως για παράδειγμα οικονομικά κίνητρα , κίνητρα χρηματοδότησης αλλά και μη - ορθολογικά κίνητρα που οφείλονται κυρίως σε προβλήματα ασυμμετρίας πληροφόρησης.

ΟΡΘΟΛΟΓΙΚΑ ΚΙΝΗΤΡΑ

Ορθολογικά είναι τα κίνητρα για την πραγματοποίηση μιας εξαγοράς/συγχώνευσης προς όφελος των μετόχων, που είναι οι ιδιοκτήτες της επιχείρησης. Η αξία των μετοχών μιας επιχείρησης μπορεί να αυξηθεί μέσω αύξησης της κερδοφορίας της που μπορεί να είναι αποτέλεσμα μείωσης

του κόστους παραγωγής, αποδοτικότερης διαχείρισης των υλικών και άυλων περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης, αποδοτικότερης εκμετάλλευσης των δικτύων διανομής και της αύξησης του μεριδίου της αγοράς της. Όλα τα παραπάνω θα μπορούσαν να επιτευχθούν μέσω μιας εξαγοράς μιας επιχείρησης ή μέσω μιας συγχώνευσης με μια άλλη επιχείρηση.

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΚΙΝΗΤΡΑ

Ο βασικός στόχος για την ολοκλήρωση μιας εξαγοράς /συγχώνευσης είναι πανομοιότυπος με το στόχο που έχει οποιαδήποτε άλλη επένδυση που σχετίζεται με την επιχειρησιακή στρατηγική δηλαδή τη δημιουργία προστιθέμενης αξίας. **(Rappaport, A. 1998)**

ΣΥΝΕΡΓΙΕΣ

Είναι οι οικονομικές ωφέλειες που προκύπτουν από τη συγχώνευση δύο επιχειρήσεων και που δεν θα μπορούσαν να επιτευχθούν με κανένα άλλο συνδυασμό παραγωγικών συντελεστών εάν οι δύο αυτές επιχειρήσεις εξακολουθούσαν να λειτουργούν ανεξάρτητα. Η συγχώνευση των δύο επιχειρήσεων δημιουργεί μία νέα επιχείρηση με παρούσα αξία καθαρών ταμειακών ροών μεγαλύτερη από το άθροισμα των παρουσών αξιών των ταμειακών ροών των δύο επιχειρήσεων όταν αυτές λειτουργούσαν ανεξάρτητα.

$$PV_{AB} = PV_A + PV_B + Synergy .$$

σύμφωνα με τους Roller, Stennek , Verboven (2006) εάν συγχωνευθούν δύο επιχειρήσεις με διαφορετικά χαρακτηριστικά τεχνολογικών δυνατοτήτων, ανθρώπινου δυναμικού, οργανωσιακής κουλτούρας και τεχνογνωσίας που όμως είναι συμπληρωματικά μεταξύ τους τότε είναι πολύ πιθανό να επιτύχουν τεχνολογική πρόοδο.

Η δυσκολία με τις συνέργειες είναι το γεγονός ότι είναι δύσκολο να αποτιμηθούν με ακρίβεια όπως επίσης ότι είναι δύσκολο να πραγματοποιηθούν στο σύνολό τους διότι αυτό εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την επιτυχή ολοκλήρωση της συγχώνευσης των δύο επιχειρήσεων μία διαδικασία που ίσως κρίνει τελικά και την επιτυχία ή την αποτυχία του εγχειρήματος.

ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ ΚΛΙΜΑΚΑΣ ΚΑΙ ΦΑΣΜΑΤΟΣ

Οικονομίες κλίμακας είναι το οικονομικό όφελος που προκύπτει όταν από την αύξηση της κλίμακας της παραγωγής μειώνεται το κατά μονάδα κόστος των παραγόμενων προϊόντων. Μετά από μια εξαγορά/συγχώνευση η νέα επιχείρηση μπορεί να έχει σημαντικά αυξημένη παραγωγική

δυναμικότητα και κατά συνέπεια να μπορεί να επωφεληθεί από τέτοιου είδους οικονομίες κλίμακας.

Οικονομίες φάσματος είναι το οικονομικό όφελος που προκύπτει από την αύξηση βαθμού και του αριθμού των διαφοροποιημένων προϊόντων που μπορεί να προσφέρει μια επιχείρηση. Μετά από μια συγχώνευση/εξαγορά η νέα επιχείρηση μπορεί να είναι σε θέση να παράγει μεγαλύτερο αριθμό διαφορετικών προϊόντων που να της εξασφαλίζουν πρόσβαση και μερίδιο σε πολλές διαφορετικές αγορές κάτι που μπορεί να αυξήσει τα κέρδη της και να διαφοροποιήσει τους κινδύνους της.

ΩΦΕΛΕΙΕΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΣΗΜΑΣΙΑΣ

Οι ωφέλειες στρατηγικής σημασίας ενσωματώνουν αρκετές κατηγορίες κινήτρων που έχουν να κάνουν με τις στρατηγικές επιλογές της επιχείρησης σε ότι αφορά την ανάπτυξή της. Για παράδειγμα η δυνατότητα εισόδου σε μία νέα αγορά του εξωτερικού όπου η ζήτηση για το προϊόν της εταιρείας εμφανίζει ανοδικές τάσεις. Ένα άλλο παράδειγμα που μπορεί να οδηγήσει σε εξαγορά /συγχώνευση στρατηγικής σημασίας είναι η ενίσχυση των δυνατοτήτων έρευνας και ανάπτυξης της επιχείρησης που μπορεί να επιτευχθεί ευκολότερα με εξαγορά μιας επιχείρησης που έχει ήδη ένα αποτελεσματικό τμήμα έρευνας και ανάπτυξης παρά να διαμορφωθεί από την αρχή ένα τέτοιο τμήμα σύμφωνα με τους Roller, Stennek , Verboven (2006) οι οποίοι επιπλέον υπογραμμίζουν ότι μετά την ενσωμάτωση του τμήματος R&D είναι πιο εύκολο για την απορροφούσα εταιρεία να εισάγει στην αγορά καινοτόμα και καλύτερης ποιότητας προϊόντα.

Τέλος, άλλο ένα παράδειγμα στρατηγικής ωφέλειας που μπορεί να προκύψει μέσω εξαγοράς μιας άλλης επιχείρησης είναι η μονοπωλιακή δύναμη που μπορεί να αποκτήσει μια επιχείρηση εξαγοράζοντας τους ανταγωνιστές της μέσα στην ίδια αγορά και αυξάνοντας με τον τρόπο αυτό το μερίδιο που της αναλογεί. Η μονοπωλιακή δύναμη ορίζεται ως η δυνατότητα της επιχείρησης να θέτει την τιμολογιακή της πολιτική σε τιμές υψηλότερες από εκείνες που θα επικρατούσαν εάν η αγορά λειτουργούσε σε συνθήκες τέλει ανταγωνισμού. Η μέτρηση της μονοπωλιακής

δύναμης μιας επιχείρησης γίνεται συνήθως με τη βοήθεια του δείκτη Lerner $L = \frac{P - MC}{P}$ ο

οποίος αποτυπώνει την ικανότητα της επιχείρησης να τιμολογεί πάνω από το οριακό κόστος της. Οι Farrell and Shapiro (1990), μελετώντας τις επιχειρήσεις σε ένα πλαίσιο πλήρους ανταγωνισμού ως προς τις παραγόμενες ποσότητες με τις επιχειρήσεις να παράγουν ένα ομογενές αγαθό βρήκαν ότι το αποτέλεσμα μιας οριζόντιας συγχώνευσης είναι μια αύξηση στις τιμές του αγαθού εκτός αν υπάρχουν οφέλη από συνέργειες ή από οικονομίες κλίμακας. Επίσης οι Perry and Porter

(1985) στο ολιγοπωλειακά υποδείγματα που μελέτησαν παρατήρησαν ότι οι συγχωνεύσεις μεταξύ ασύμμετρων επιχειρήσεων οδηγούν σε μείωση της έντασης του ανταγωνισμού, αυξάνουν τις τιμές και μειώνουν το πλεόνασμα του καταναλωτή. Τέλος στην εργασία των Deneckere και Davidson (1985) σε ένα υπόδειγμα με ανταγωνισμό ως προς τις τιμές και με διαφοροποιημένο προϊόν παρατηρήθηκε ότι οι συγχωνεύσεις οδηγούν σε αύξηση των τιμών σε όλες τις επιχειρήσεις εκτός αν προκύψουν ισχυρές ωφέλειες συνεργειών μετά τη συγχώνευση. Ο κύριος παράγοντας πίσω από αυτό το αποτέλεσμα είναι η διαφοροποίηση του προϊόντος καθώς τα προϊόντα μεταξύ τους δεν είναι τέλεια υποκατάστατα και οι καταναλωτές δεν μετακινούνται εύκολα από ένα προϊόν σε ένα άλλο αμέσως μόλις προκύψει μια αύξηση της τιμής.

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΚΙΝΗΤΡΑ

ΜΕΙΩΣΗ ΤΟΥ ΜΕΣΟΥ ΣΤΑΘΜΙΚΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (Μ.Σ.Κ.Κ.)

Το μέσο σταθμικό κόστος Κεφαλαίου μιας επιχείρησης θα αναλυθεί περισσότερο στο επόμενο κεφάλαιο στα πλαίσια της ανάπτυξης των μεθόδων αποτίμησης των επιχειρήσεων. Στο πλαίσιο αυτού του κεφαλαίου μπορούμε να αναφέρουμε ότι στην περίπτωση μιας ασυσχέτιστης συγχώνευσης που αφορά σε εταιρείες που οι δραστηριότητές τους δεν παρουσιάζουν καμία ουσιαστική συνέργεια, αυτή η έλλειψη συσχέτισης μπορεί να οδηγήσει σε μείωση της μεταβλητότητας των καθαρών ταμειακών ροών της συγχωνευμένης επιχείρησης που με τη σειρά της θα οδηγήσει σε μείωση του συνολικού κινδύνου της επιχείρησης και σε μείωση τελικά του κόστους κεφαλαίου της (Berk B.J., DeMarzo P. 2017).

ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΕΥΚΑΙΡΙΕΣ

Μπορεί να υπάρξει χρηματοοικονομικό κίνητρο για εξαγορά μιας επιχείρησης από το γεγονός ότι η μετοχή της εξαγοραζόμενης επιχείρησης μπορεί να είναι αρκετά υποτιμημένη από την αγορά και αυτό να συνιστά επενδυτική ευκαιρία για τους μετόχους της εξαγοράζουσας επιχείρησης. Βέβαια σύμφωνα με τη θεωρία αποτελεσματικότητας της αγοράς η ύπαρξη μιας τέτοιας ευκαιρίας για μεγάλο χρονικό διάστημα δεν είναι πολύ πιθανή καθώς αν οι αγορές είναι αποτελεσματικές η αποτίμηση των επιχειρήσεων είναι πολύ κοντά στη θεμελιώδη τους αξία δηλαδή στην δίκαιη αποτίμησή τους.

ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΑ ΚΙΝΗΤΡΑ

Η διαφοροποίηση των φορολογικών κανόνων από χώρα σε χώρα ή καμιά φορά ακόμα και από κλάδο σε κλάδο εντός της ίδιας χώρας είναι πιθανό να δημιουργούν κίνητρα για μείωση του φορολογικού βάρους των επιχειρήσεων που μπορεί να επιτευχθεί μέσω μιας συγχώνευσης/εξαγοράς.

ΜΗ - ΟΡΘΟΛΟΓΙΚΑ ΚΙΝΗΤΡΑ

Μέχρι τώρα έχουμε καταγράψει μια σειρά κινήτρων για συγχωνεύσεις και εξαγορές που είναι ορθολογικά δηλαδή δικαιολογούν την απόφαση μιας συγχώνευσης/εξαγοράς από την πλευρά της οικονομικής ωφέλειας που προσφέρει αυτή στους μετόχους της επιχείρησης. Παρατηρείται όμως συχνά η κατάσταση να λαμβάνεται μια τέτοια επενδυτική απόφαση παρόλο που τα παραπάνω κίνητρα δεν βρίσκονται σε ισχύ. Τα κίνητρα πίσω από την ανάληψη μιας τέτοιας ανορθολογικής απόφασης συνδέονται συνήθως με την ύπαρξη προβλημάτων ασυμμετρίας πληροφόρησης.

«Ασύμμετρη πληροφόρηση είναι η αποκλειστική πληροφόρηση που κατέχουν ορισμένοι επενδυτές και αφορά τις αγορές συναλλάγματος, χρεογράφων και εμπορευμάτων, τις χρηματαγορές ή την οικονομική πορεία και τα πλάνα μιας επιχείρησης, χωρίς αυτή να είναι διαθέσιμη στο υπόλοιπο επενδυτικό κοινό.»

Δύο από τα βασικότερα προβλήματα ασυμμετρίας της πληροφόρησης είναι το πρόβλημα του Ηθικού κινδύνου και το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης.

ΗΘΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ

Η ασύμμετρη πληροφόρηση μπορεί να προέλθει από εσωτερική πληροφόρηση ωστόσο δεν περιορίζεται από αυτή. Για παράδειγμα στην περίπτωση των συγχωνεύσεων και εξαγορών το διοικητικό συμβούλιο της προς εξαγορά εταιρείας έχει καλύτερη πληροφόρηση όπως είναι φυσικό για την οικονομική κατάσταση της επιχείρησης σε σχέση με το διοικητικό συμβούλιο της εξαγοράζουσας επιχείρησης. Αυτό μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα την υπερεκτίμηση από την πλευρά των δεύτερων της αξίας της πρώτης επιχείρησης. Το πρόβλημα αυτό είναι το λεγόμενο πρόβλημα ηθικού κινδύνου που είναι παρόν στην περίπτωση των συγχωνεύσεων και εξαγορών εξαιτίας αυτής της ασυμμετρίας τη πληροφόρησης. Στην περίπτωση των αποτελεσματικών

αγορών οι αγοραίες τιμές προσαρμόζονται άμεσα σε όλες τις δημόσια διαθέσιμες πληροφορίες. Υπάρχουν όμως διάφορα επίπεδα αποτελεσματικότητας της αγοράς. Εάν μία αγορά δεν είναι αποτελεσματική με βάση τον ορισμό της ισχυρής αγοράς τότε οι αγοραίες τιμές δεν μπορούν να απεικονίζουν και τις ιδιωτικές (εσωτερικές) πληροφορίες.

ΠΡΟΒΛΗΜΑ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ. (PRINCIPAL - AGENT PROBLEM)

Το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης προκύπτει από το διαχωρισμό της ιδιοκτησίας από το management στις μέρες μας παρατηρείται στις δομές όλων των σύγχρονων επιχειρήσεων και που οδηγεί σε σύγκρουση των συμφερόντων των δύο πλευρών δηλαδή των μετόχων και των διευθυντικών στελεχών. Η ασυμμετρία της πληροφόρησης εδώ έγκειται στο γεγονός ότι οι διευθυντές γνωρίζουν πολύ καλύτερα την κατάσταση της επιχείρησης σε σχέση με τους μετόχους και ως εκ τούτου μπορεί να λαμβάνουν κάποιες αποφάσεις που να ευνοούν τους ίδιους αντί να λειτουργούν προς όφελος των ιδιοκτητών της επιχείρησης. Έτσι, το πρόβλημα παίρνει τη μορφή της ανάλωσης εταιρικών πόρων σε μη παραγωγικές υπηρεσίες και αγαθά, της απόρριψης κερδοφόρων επενδυτικών σχεδίων που αυξάνουν το συνολικό κίνδυνο της επιχείρησης και συνεπώς επηρεάζουν αρνητικά τις αμοιβές τους, της έμφασης σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα λήψης επενδυτικών αποφάσεων καθώς και της μη ορθολογικής χρήσης των πλεονασματικών ταμειακών ροών της επιχείρησης. Στην περίπτωση των συγχωνεύσεων και εξαγορών το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης έχει να κάνει με το γεγονός ότι τα διευθυντικά στελέχη προχωρούν σε μία τέτοια απόφαση για να ικανοποιήσουν προσωπικούς στόχους και φιλοδοξίες όπως για παράδειγμα να αυξήσουν το κύρος και τις αμοιβές ή να διατηρήσουν τα προνόμια τους. Εάν η αγορά αντιληφθεί ότι η συγχώνευση/εξαγορά δεν πρόκειται να είναι μία επικερδής κίνηση της εξαγοράζουσας επιχείρησης αλλά έχει ως μοναδικό στόχο τη μεγέθυνσή της, τότε η τιμή της μετοχής της αντανakλώντας αυτή την πεποίθηση του κοινού, θα μειωθεί και μάλιστα ανάλογα με το ύψος του τιμήματος και η εξαγορά αυτή θα είναι τελικά εις βάρος της περιουσίας των μετόχων.

ΠΟΙΟΙ ΩΦΕΛΟΥΝΤΑΙ ΠΕΡΙΣΣΟΤΕΡΟ ΑΠΟ ΤΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ;

Τα αποτελέσματα των ερευνών γύρω από τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές αναφορικά με το ερώτημα εάν αυτές δημιουργούν συγκεκριμένα οφέλη δείχνουν ότι πράγματι στις περισσότερες των περιπτώσεων υπάρχουν ωφέλειες. Ωστόσο το είδος και η ένταση αυτών των ωφελειών ποικίλει. Δεν λείπουν ωστόσο και οι εργασίες που δείχνουν ότι το αποτέλεσμα μετά τη συγχώνευση είναι αρνητικό συνεπώς μια συγχώνευση ή μια εξαγορά δεν αποτελεί εκ των προτέρων εγγύηση επιτυχίας, αλλά η επιτυχία τους εξαρτάται από ένα πλήθος παραγόντων πέρα

από τα οικονομικά κίνητρα και έχουν να κάνουν με την επιτυχή διαδικασία ολοκλήρωσης της ένωσης.

Υπάρχουν δύο μεθοδολογίες που χρησιμοποιούνται για την αξιολόγηση των ωφελειών μιας συγχώνευσης / εξαγοράς. Η πρώτη χρησιμοποιεί δεδομένα από τη χρηματιστηριακή αγορά για να προσδιορίσει τα οφέλη και τις ζημιές για τους μετόχους της απορροφούσας επιχείρησης και της επιχείρησης στόχου. Η δεύτερη χρησιμοποιεί λογιστικά δεδομένα για να αξιολογήσει τη μακροχρόνια επίδοση της νέας επιχείρησης μετά την συγχώνευση/εξαγορά.

Στην πρώτη κατηγορία έχουν γίνει έρευνες με τη μέθοδο της ανάλυσης γεγονότος (event study methodology) για να διαπιστωθούν πιθανές βραχυπρόθεσμες υπεραποδόσεις για τους μετόχους των εταιρειών που συγχωνεύονται μετά την ανακοίνωση της πρόθεσής τους για συγχώνευση ή εξαγορά. Η εφαρμογή αυτής της μεθοδολογίας βασίζεται στην υπόθεση της αποτελεσματικότητας της αγοράς. Η ανακοίνωση της πρόθεσης συγχώνευσης ή εξαγοράς μεταξύ δύο επιχειρήσεων αποτελεί μια νέα πληροφορία στην οποία η αγορά προσαρμόζεται (Rieck 2002). Θα περίμενε κανείς ότι οι μέτοχοι της εταιρείας που εξαγοράζει την εταιρεία στόχο θα ήταν εκείνοι που αποκομίζουν τα μεγαλύτερα οφέλη από τη συγχώνευση. Όμως με βάση τη μέση διακύμανση των χρηματιστηριακών τιμών δεν φαίνεται να ευνοείται περισσότερο η εταιρεία που εξαγοράζει. Αντιθέτως προκειμένου να πειστούν οι μέτοχοι της εταιρείας στόχου να εξαγοραστούν η εταιρεία που εξαγοράζει πληρώνει ένα premium ανά μετοχή δηλαδή πληρώνουν την κάθε μετοχή λίγο περισσότερο από την τρέχουσα αγοραία αξία των τιμών των μετοχών της αγοράς στόχου. Η συνολική αξία αυτού του premium συνήθως ισούται με την προστιθέμενη αξία που κερδίζει η επιχείρηση που εξαγοράζει από την εξαγορά πράγμα που σημαίνει ότι τελικά εκείνοι που είναι περισσότερο κερδισμένοι είναι οι μέτοχοι της εταιρείας που εξαγοράζεται. Σε πολλές έρευνες επιβεβαιώνεται το παραπάνω αποτέλεσμα ενδεικτικά παραδείγματα αποτελούν οι εργασίες των Dash (2004), . Ismail, A. and Davidson, I. (2005) , Cummins and Weiss (2004).

Η μελέτη γεγονότος δεν έχει χρησιμοποιηθεί μόνο για τη μελέτη των βραχυπρόθεσμων αποδόσεων αλλά και για τον υπολογισμό της μακροχρόνιας υπεραπόδοσης των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Στην περίπτωση αυτή το παράθυρο γεγονός έπεται της ημερομηνίας της συγχώνευσης και υπολογίζεται τυχόν υπεραπόδοση των μετόχων της εταιρείας που προέκυψε από τη συγχώνευση. Στις περισσότερες έρευνες τα αποτελέσματα δείχνουν αρνητικές ή ουδέτερες συσσωρευμένες αποδόσεις για τις απορροφούσες επιχειρήσεις όπως ενδεικτικά στην έρευνα των Agrawal, A., Jeffe, J. and Mandelker, G. (1992)

Τέλος τα αποτελέσματα των ερευνών που χρησιμοποιούν δεδομένων χρηματοροών ή λογιστικά δεδομένα καταλήγουν σε ανάμικτα συμπεράσματα. Στην εργασία τους οι Healy, Palepu and Ruback (1992) χρησιμοποιώντας ως μέτρο την αποδοτικότητα του Ενεργητικού (ROA) μελέτησαν

την βελτίωση της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων μετά από μια συγχώνευση / εξαγορά αλλά και τις πηγές από τις οποίες προκύπτει η βελτίωση στην επίδοση των επιχειρήσεων. Το αποτέλεσμα της έρευνας τους έδειξε αύξηση της αποδοτικότητας έως και 2,8% ετησίως η οποία κυρίως οφειλόταν στην αύξηση της παραγωγικότητας των περιουσιακών στοιχείων των επιχειρήσεων μετά τη συγχώνευση. Τα αποτελέσματά τους επιβεβαιώνει και η έρευνα των Cornette and Tehranian (1992).

Κλείνουμε το κεφάλαιο παραθέτοντας τους τρεις τρόπους χρηματοδότησης μιας εξαγοράς που είναι οι εξής:

- **Η εξαγορά με μετρητά:** Στην περίπτωση αυτή η εταιρεία που εξαγοράζει χρησιμοποιεί τα ταμειακά της διαθέσιμα για να αγοράσει τις μετοχές της εταιρείας στόχου στην τρέχουσα αξία τους συν το απαραίτητο premium.
- **Η εξαγορά με έκδοση μετοχών:** Στην περίπτωση αυτή η εταιρεία που εξαγοράζει εκδίδει νέες μετοχές που τις διανέμει στους μετόχους της εταιρείας στόχου. Το συνολικό ποσό της εξαγοράς προκύπτει από τη σχέση ανταλλαγής των μετοχών των δύο εταιρειών που συνήθως καλύπτει την τρέχουσα αξία της επιχείρησης στόχου συν το αντίστοιχο premium.
- **Η εξαγορά με χρήση δανειακών κεφαλαίων. (Leveraged Buyout)** : Στην περίπτωση αυτή η εταιρεία που εξαγοράζει αντί να χρησιμοποιήσει τα ταμειακά της διαθέσιμα δανείζεται τα χρήματα και χρησιμοποιεί ως ενέχυρο για αυτό το δάνειο τις μετοχές της εταιρείας που εξαγοράζει. Εάν η εξαγορά ολοκληρωθεί με επιτυχία περνάει την υποχρέωση αποπληρωμής του δανείου στην επιχείρηση που εξαγοράστηκε. Στην περίπτωση συγχώνευσης της εταιρείας Μύθος με την Ολυμπιακή Ζυθοποιία υπό την ομπρέλα της Carlsberg χρησιμοποιήθηκε αυτή η μέθοδος.

2.2 ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΒΑΣΙΚΩΝ ΜΕΘΟΔΩΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΜΕ ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΣΤΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ/ΕΞΑΓΟΡΕΣ

Η γνώση και ο ακριβής υπολογισμός της εξαγοραζόμενης εταιρείας ή των εταιρειών που συγχωνεύονται είναι καίριας σημασίας για να αξιολογηθεί τόσο η δίκαιη καταβολή του τιμήματος αλλά και των σχέσεων ανταλλαγής μεταξύ των εταιρειών που πρόκειται να συγχωνευθούν. Το τίμημα αλλά και η σχέση με την οποία θα προχωρήσουν δύο εταιρείες σε συγχώνευση θα προσδιορίσουν τελικά ποιο τα μέρη των δύο πλευρών αποκόμισε τις περισσότερες ωφέλειες μετά την ολοκλήρωσή της αλλά και το αν για κάποιο από τα δύο μέρη η εξαγορά ή συγχώνευση ήταν επιζήμια.

Μπορούμε να διαχωρίσουμε σε τέσσερα βασικά στάδια τη διαδικασία αποτίμησης μιας επιχείρησης που αποτελεί στόχο εξαγοράς.

- Την εκτίμηση μιας εύλογης αξίας (fair value) της επιχείρησης ως έχει πριν την εξαγορά
- Την εκτίμηση της αξίας των συνεργειών και των ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων που θα προκύψουν από τη συγχώνευση.
- Την εκτίμηση της αναμενόμενης πραγματικής αξίας της επιχείρησης μετά τη συγχώνευση που είναι το άθροισμα των δύο παραπάνω παραγόντων.
- Τον προσδιορισμό του μέγιστου ποσού του premium το οποίο θα πρέπει να είναι μικρότερο η τουλάχιστον ίσο με την αξία των συνεργειών ώστε να διατηρείται κάποιο περιθώριο κέρδους για την αγοράστρια εταιρεία.

Πριν όμως δώσουμε μια περιγραφή των σημαντικότερων μεθόδων αποτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης θα περιγράψουμε τα δύο βασικότερα μοντέλα της σύγχρονης οικονομικής θεωρίας για τον υπολογισμό του αναμενόμενου κόστους ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης.

- Το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (CAPM/Capital Asset Pricing Model)
- Το Υπόδειγμα Αποτίμησης Θεωρίας Arbitrage (APT/Arbitrage Pricing Theory)

Στο πλαίσιο παρουσίασης των παραπάνω υποδειγμάτων θα σχολιάσουμε και την επίπτωση της κεφαλαιακής διάρθρωσης της επιχείρησης στον υπολογισμό του κόστους κεφαλαίου της.

ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ

Το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων έχει βασιστεί στη θεωρία επιλογής χαρτοφυλακίου του Markowitz (1952). Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή το πρόβλημα ενός επενδυτή είναι να βρει ποιος είναι ο άριστος τρόπος κατανομής του κεφαλαίου του προς επένδυση, μεταξύ των N - διαθέσιμων επενδυτικών ευκαιριών σε μία αγορά. Ο επενδυτής κατασκευάζει χαρτοφυλάκια περιουσιακών στοιχείων γιατί αποδεικνύεται ότι με τον τρόπο αυτό μειώνει τον κίνδυνο της συνολικής του επένδυσης. Σύμφωνα με τη θεωρία του Markowitz το πρόβλημα ενός επενδυτή είναι η ελαχιστοποίηση του κινδύνου του χαρτοφυλακίου του, υπό τον περιορισμό της απόδοσης που επιθυμεί να έχει από το εν λόγω χαρτοφυλάκιο.

Μαθηματικά το πρόβλημα του επενδυτή μπορεί να διατυπωθεί ως εξής:

$$\min_w \sigma_p^2 = \min_w \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N w_i w_j \sigma_i \sigma_j \rho_{i,j}$$

$$s.t. E(r_p) = \sum_{i=1}^N w_i E(r_i)$$

$$s.t. \sum_{i=1}^N w_i = 1$$

Το πρόβλημα κατανομής λοιπόν του πλούτου του επενδυτή μεταξύ των N διαθέσιμων περιουσιακών στοιχείων είναι ένα πρόβλημα γραμμικού προγραμματισμού που επιλύεται με τη μέθοδο Lagrange. Το αποτέλεσμα που δίνει είναι ένα άριστο διάνυσμα σταθμίσεων $\mathbf{w}^* = (w_1^*, \dots, w_N^*)$ που δείχνει το άριστο ποσοστό συμμετοχής του κάθε περιουσιακού στοιχείου στο χαρτοφυλάκιο του επενδυτή έτσι ώστε ο επενδυτής να επιτύχει την απόδοση που θέλει ελαχιστοποιώντας τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου του. Διαγραμματικά η λύση του παραπάνω προβλήματος στο χώρο αποδόσεων – τυπικής απόκλισης ονομάζεται αποτελεσματικό σύνορο και είναι ο γεωμετρικός τόπος των σημείων απόδοσης - τυπικής απόκλισης που ελαχιστοποιούν τον κίνδυνο του επενδυτή για δεδομένο επίπεδο απόδοσης και έχει το σχήμα υπερβολής. Αν στην αγορά εισαχθεί και ένα περιουσιακό στοιχείο χωρίς κίνδυνο τότε η μορφή του αποτελεσματικού συνόρου αλλάζει και γίνεται ευθεία γραμμή πάνω στην οποία τελικά ο επενδυτής θα ισοροπήσει ανάλογα με τις προτιμήσεις που έχει και οι οποίες αποτυπώνονται διαγραμματικά από τις καμπύλες αδιαφορίας, που δημιουργεί η συνάρτηση χρησιμότητας, που περιγράφει τις προτιμήσεις του.

Η γραμμή αυτή του συνόρου ονομάζεται Capital Market Line και δείχνει όλους τους άριστους συνδυασμούς αποτελεσματικών χαρτοφυλακίων. Το υπόδειγμα CAPM που αναπτύχθηκε από τους (Sharpe, Litner, Mossin) χρησιμοποιεί ως βάση τη σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου του Markowitz και την Capital Market Line και με κάποιες επιπρόσθετες υποθέσεις καταλήγει σε μία εξίσωση που υπολογίζει την αναμενόμενη απόδοση οποιουδήποτε περιουσιακού στοιχείου (όχι απαραίτητα αποτελεσματικού).

Οι υποθέσεις του CAPM είναι :

(α) Υποθέσεις που αφορούν τους επενδυτές

- Οι επενδυτές είναι ορθολογικοί και ταξινομούν τα χαρτοφυλάκια από το προτιμότερο στο λιγότερο προτιμότερο με βάση το κριτήριο μέσου – διακύμανσης
- Ο χρονικός ορίζοντας των επενδυτών είναι μία περίοδος
- Οι επενδυτές έχουν ομογενείς προσδοκίες

(β) Υποθέσεις που αφορούν τη δομή της αγοράς

- Όλα τα περιουσιακά στοιχεία διαπραγματεύονται σε χρηματιστήρια σε μεγάλες ποσότητες. Οι επενδυτές μπορούν να δανειστούν ή να δανείσουν σε οποιαδήποτε ποσότητα στο επιτόκιο χωρίς κίνδυνο.
- Η πληροφόρηση είναι δημόσια και κοινή για όλους του επενδυτές
- Δεν υπάρχουν φόροι
- Δεν υπάρχουν κόστη συναλλαγών

Με βάση τις παραπάνω υποθέσεις εξασφαλίζεται ότι οι επενδυτές, η αγορά και τα περιουσιακά στοιχεία είναι σε ισορροπία και η εξίσωση που δίνει το υπόδειγμα CAPM (η απόδειξη βρίσκεται στο Παράρτημα) διατυπώνει ότι οι υπερβάλλουσες αποδόσεις κάθε περιουσιακού στοιχείου ερμηνεύονται μόνο από το συστηματικό τους μέρος.

$$R_j = b_j \cdot R_M \Leftrightarrow r_j - r_f = b_j \cdot (r_M - r_f)$$
$$\Leftrightarrow r_j = r_f + b_j \cdot (r_M - r_f) \text{ (Εξίσωση CAPM)}$$

Όπου,

$R_j = (r_j - r_f)$: η υπερβάλλουσα απόδοση του περιουσιακού στοιχείου j

$R_M = (r_M - r_f)$: η υπερβάλλουσα απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς

r_j : η απόδοση του περιουσιακού στοιχείου j

r_f : η απόδοση του περιουσιακού στοιχείου χωρίς κίνδυνο (κυβερνητικό ομόλογο)

r_M : η απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς (η απόδοση του γενικού δείκτη)

b_j : ο συντελεστής βήτα του περιουσιακού στοιχείου j

Σύμφωνα με την εξίσωση του CAPM ένας επενδυτής που θέλει να τοποθετήσει τα κεφάλαιά του σε ένα περιουσιακό στοιχείο με κίνδυνο αξιώνει μια ανταμοιβή για τον επιπλέον κίνδυνο που αναλαμβάνει. Η ανταμοιβή αυτή του κινδύνου ονομάζεται risk premium και εξαρτάται από το συντελεστή βήτα του περιουσιακού στοιχείου και σύμφωνα με την εξίσωση του CAPM ισούται με $b_j (r_M - r_f)$.

Διαγραμματικά η εξίσωση του CAPM αποτυπώνεται σε ένα διάγραμμα αποδόσεων – συστηματικού κινδύνου. Όλα τα χαρτοφυλάκια που βρίσκονται σε ισορροπία πρέπει εξ 'ορισμού

να περιγράφονται από την εξίσωση του CAPM, άρα πρέπει να βρίσκονται πάνω στη γραμμή του CAPM που ονομάζεται Security Market Line (SML). Αν κάποιο περιουσιακό στοιχείο δεν βρίσκεται πάνω στην SML τότε δεν βρίσκεται σε ισορροπία. Τα χαρτοφυλάκια που βρίσκονται πάνω από την καμπύλη SML είναι υποτιμημένα, ενώ τα χαρτοφυλάκια που βρίσκονται κάτω από την SML είναι υπερτιμημένα.

Η σημασία του υποδείγματος αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων όπως αποκαλύπτει και η ονομασία του άλλωστε είναι πολύ μεγάλη και στις μεθόδους αποτίμησης συγχωνεύσεων και εξαγορών και αυτό διότι δίνει έναν τρόπο υπολογισμού του κόστους των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης το οποίο αποτελεί ένα σημαντικό συστατικό μέρος των μεταβλητών που χρησιμοποιούνται για την αποτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης.

ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΘΕΩΡΙΑΣ ΤΙΜΟΛΟΓΗΣΗΣ ARBITRAGE (ARBITRAGE PRICING THEORY)

Είναι ένα εναλλακτικό υπόδειγμα για τον υπολογισμό του κόστους κεφαλαίου μιας επιχείρησης. Το υπόδειγμα APT δεν χρησιμοποιεί τις αυστηρές περιοριστικές υποθέσεις του CAPM για να δώσει την τελική του εξίσωση. Οι υποθέσεις του APT είναι οι εξής:

- Οι αποδόσεις των περιουσιακών στοιχείων περιγράφονται από ένα πολυπαραγοντικό μοντέλο J – παραγόντων
- Δεν υπάρχουν ευκαιρίες arbitrage
- Οι επενδυτές έχουν ομογενείς προσδοκίες
- Ο αριθμός των περιουσιακών στοιχείων N είναι μεγαλύτερος του αριθμού των παραγόντων J

Με βάση τις παραπάνω υποθέσεις αποδεικνύεται ότι (η απόδειξη βρίσκεται στο Παράρτημα) η αναμενόμενη απόδοση ενός περιουσιακού στοιχείου όταν δεν υπάρχουν ευκαιρίες arbitrage περιγράφεται από ένα σύνολο J παραγόντων τους οποίους το υπόδειγμα δεν προσδιορίζει αλλά τους αφήνει στη διακριτική ευχέρεια του ερευνητή, δηλαδή:

$$E(r_j) = r_f + b_1\lambda_1 + b_2\lambda_2 + \dots + b_j\lambda_j$$

$E(r_j)$: η αναμενόμενη απόδοση του περιουσιακού στοιχείου j

Όπου, $\lambda_1, \lambda_2, \dots, \lambda_j$: Το risk premium του παράγοντα της οικονομίας J

r_f : το περιουσιακό στοιχείο χωρίς κίνδυνο

Η εφαρμογή της παραπάνω μεθοδολογίας προϋποθέτει την ύπαρξη ιστορικών δεδομένων τόσος για τις αποδόσεις των μετοχών της εταιρείας που μας ενδιαφέρει να αποτιμήσουμε αλλά και για τους υπόλοιπους παράγοντες που θεωρούμε ότι μπορεί να εξηγούν το συστημικό μέρος της διακύμανσης των αποδόσεων της μετοχής. Επειδή η Ολυμπιακή Ζυθοποιία δεν είναι εισηγμένη εταιρεία δεν είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο δεν υπάρχουν δεδομένα καθημερινής αποτίμησης των αποδόσεων της συνεπώς η μέθοδος υπολογισμού του κόστους ιδίων κεφαλαίων της δεν ενδείκνυται. Επιπλέον υπάρχουν ερευνητικά αποτελέσματα που προσπάθησαν να εξετάσουν εάν εμπειρικά το υπόδειγμα APT επιβεβαιώνεται στην ελληνική αγορά με την απάντηση να είναι αρνητική. Συνεπώς θα χρησιμοποιήσουμε το υπόδειγμα CAPM για να εκτιμήσουμε το κόστος ιδίων Κεφαλαίων της επιχείρησης.

ΚΕΦΑΛΙΑΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΚΑΙ ΜΕΣΟ ΣΤΑΘΜΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Ορισμός: Κεφαλαιακή Διάρθρωση είναι ο τρόπος με τον οποίο κατανέμονται τα συνολικά κεφάλαια μιας επιχείρησης μεταξύ των εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης.

Εάν υποθέσουμε για απλοποίηση ότι οι βασικές πηγές κεφαλαίου της επιχείρησης είναι δύο, τα κεφάλαια που συνεισφέρουν οι μέτοχοι (Ίδια Κεφάλαια) και τα κεφάλαια που συνεισφέρουν οι δανειστές (Ξένα Κεφάλαια) τότε έχουμε τα εξής:

- ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ (Μετοχικό Κεφάλαιο , Παρακρατηθέντα Κέρδη, Αποθεματικό υπέρ το άρτιο)
- ΞΕΝΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ (Τραπεζικός Δανεισμός, Ομόλογα)

$$ΙΔΙΑ + ΞΕΝΑ = ΣΥΝΟΛΙΚΑ$$

$$\Rightarrow \frac{ΙΔΙΑ}{ΣΥΝΟΛΙΚΑ} + \frac{ΞΕΝΑ}{ΣΥΝΟΛΙΚΑ} = \frac{ΣΥΝΟΛΙΚΑ}{ΣΥΝΟΛΙΚΑ}$$

$$\Rightarrow w_s + w_D = 1$$

Όπου,

$$w_s = \frac{ΙΔΙΑ}{ΣΥΝΟΛΙΚΑ}, (\% \text{ Ιδίων Κεφαλαίων στα Συνολικά})$$

$$w_D = \frac{ΞΕΝΑ}{ΣΥΝΟΛΙΚΑ}, (\% \text{ Ξένων Κεφαλαίων στα Συνολικά})$$

Ορισμός: (Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου / Weighted Average Cost Of Capital)

Είναι το κόστος Κεφαλαίου μιας επιχείρησης με μικτή κεφαλαιακή διάρθρωση δηλαδή μιας επιχείρησης που χρησιμοποιεί και ξένα και ίδια κεφάλαια. Υπολογίζεται ως ο σταθμικός μέσος όρος του κόστους κεφαλαίου των πηγών χρηματοδότησης, με σταθμίσεις τα ποσοστά συμμετοχής κάθε πηγής στα συνολικά Κεφάλαια.

$$WACC = w_s \cdot r_s + w_D \cdot r_D \cdot (1 - T)$$

Όπου,

T : Φορολογικός Συντελεστής

r_s : το κόστος Ιδίων Κεφαλαίων

r_D : το κόστος των ξένων Κεφαλαίων

ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΒΗΤΑ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ

Ο συντελεστής βήτα μιας μετοχής δείχνει την ευαισθησία των αποδόσεων της μετοχής στις μεταβολές των αποδόσεων της αγοράς. Αποτελεί μέτρο του συστημικού κινδύνου της επιχείρησης και ορίζεται ως εξής:

$$b = \frac{Cov(r_j, r_M)}{Var(r_M)}$$

Ο συνολικός κίνδυνος μιας επιχείρησης αποτελείται από δύο συστατικά μέρη τον επιχειρηματικό κίνδυνο και το χρηματοοικονομικό κίνδυνο. Όταν μία επιχείρηση αυξάνει τη μόχλευση της, δηλαδή το ποσοστό του δανεισμού της το αποτέλεσμα είναι να αυξηθούν οι κίνδυνοι ρευστότητας και πτώχευσης λόγω των επιπλέον χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων τις οποίες αναλαμβάνει να αποπληρώνει. Η αύξηση αυτού του ρίσκου αναγκάζει τους επενδυτές να ζητήσουν μεγαλύτερη απόδοση για να τοποθετήσουν τα κεφάλαιά τους στην επιχείρηση. Μια εξίσωση που ενσωματώνει αυτή την επίδραση δηλαδή την αύξηση του κινδύνου μιας επιχείρησης λόγω της αύξησης της μόχλευσής της είναι η εξίσωση Hamada που δίνει μία σχέση μεταξύ του συντελεστή βήτα μιας επιχείρησης όταν αυτή δεν χρησιμοποιεί καθόλου ξένα κεφάλαια και του συντελεστή βήτα της επιχείρησης όταν αυτή αυξάνει το ποσοστό των ξένων κεφαλαίων στα συνολικά της κεφάλαια.

$$b_L = b_U \cdot \left(1 + (1 - T) \frac{D}{S} \right)$$

Όπου,

b_L : ο συντελεστής βήτα της επιχείρησης όταν χρησιμοποιεί και ξένα κεφάλαια

b_U : ο συντελεστής βήτα της επιχείρησης όταν χρησιμοποιεί μόνο ίδια κεφάλαια

D : η αγοραία αξία του χρέους

S : η αγοραία αξία των Ιδίων Κεφαλαίων

Η εξίσωση HAMADA όταν συνδυάζεται με την εξίσωση CAPM μπορεί να μας δώσει την επίπτωση της αύξησης της χρηματοοικονομικής μόχλευσης στην απαιτούμενη απόδοση των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης.

$$r_{s_L} = r_f + b_L \cdot (r_M - r_f)$$

Όπου, με r_{s_L} συμβολίζουμε την απαιτούμενη απόδοση των Ιδίων Κεφαλαίων της επιχείρησης με μόχλευση.

ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΣΤΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΕΞΑΓΟΡΕΣ

Η αποτίμηση είναι ένα κρίσιμο σημείο της διαδικασίας μιας συγχώνευσης, καθώς μια συμφωνία που μοιάζει ελκυστική από επιχειρηματική άποψη μπορεί να μην είναι αποδοτική από χρηματοοικονομική άποψη τελικά για τους μετόχους της εταιρείας που εξαγοράζει μια εταιρεία στόχο εάν το τίμημα είναι πολύ υψηλό. Στόχος της ανάλυσης αποτίμησης είναι να παρέχει μια δομημένη διαδικασία για τον υπολογισμό ενός δίκαιου τιμήματος εξαγοράς μιας επιχείρησης ή την δίκαιη αποτίμηση δύο εταιρειών που πρόκειται να συγχωνευτούν έτσι ώστε να προσδιοριστεί ένας δίκαιος συντελεστής ανταλλαγής των μεταξύ τους μετοχών. Στη σχετική βιβλιογραφία υπάρχουν τέσσερις μεγάλες κατηγορίες υποδειγμάτων αποτίμησης επιχειρήσεων

1. Αποτίμηση βάσει στοιχείων της αγοράς (Market Approach)
 - Αποτίμηση βάσει χρηματιστηριακών τιμών
 - Αποτίμηση βάσει δεικτών αγοράς ή μέθοδος συγκρίσιμων εταιρειών (Comparable Firms)
2. Αποτίμηση βάσει στοιχείων εισοδήματος ή κερδών (Income Approach)
 - Τα υποδείγματα αποτίμησης μερισμάτων DDM
 - Τα υποδείγματα αποτίμησης προεξοφλημένων ταμειακών ροών (Discounted Cashflow Models)
3. Αποτίμηση βάσει στοιχείων του Ενεργητικού και μη κανονικών κερδών

- Αποτίμηση της προσαρμοσμένης καθαρής θέσης της επιχείρησης (Adjusted Net Asset Value)
- Αποτίμηση των μη – κανονικών κερδών

4. Υποδείγματα αποτίμησης πραγματικών δικαιωμάτων (Real Options)

Παρότι υπάρχει ποικιλία μεθόδων αποτίμησης που μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την αποτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης, η ακριβής αποτίμηση μιας επιχείρησης και ιδιαίτερα στις περιπτώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων είναι περισσότερο μια τέχνη που βασίζεται εκτός από τα χρηματοοικονομικά δεδομένα και στην εμπειρία του αναλυτή αλλά και την ποιότητα της διαθέσιμης πληροφορίας.

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΒΑΣΕΙ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ (MARKET APPROACH)

Στην παρούσα παράγραφο θα περιγράψουμε τη διαδικασία αποτίμησης μιας εταιρείας που αποτελεί στόχο εξαγοράς με τη μέθοδο των συγκρίσιμων εταιρειών. (Comparable firms) Παρόλο που εκ πρώτης όψεως μια τέτοια μέθοδος μοιάζει αυθαίρετη, ωστόσο αποτελεί μια καλή πρώτη προσέγγιση για το πρόβλημα του υπολογισμού της αξίας μιας επιχείρησης και επιπλέον αν θεωρήσουμε ότι ισχύουν κάποιες από τις βασικές υποθέσεις της οικονομικής και χρηματοοικονομικής θεωρίας όπως για παράδειγμα η αποτελεσματικότητα των αγορών και ότι οι αγορές βρίσκονται σε ισορροπία τότε οι αγοραίες αξίες των περιουσιακών στοιχείων θα πρέπει να βρίσκονται πολύ κοντά στις θεμελιώδεις τιμές τους και περιουσιακά στοιχεία με παρόμοιο βαθμό κινδύνου θα πρέπει να έχουν την ίδια αποτίμηση, συνεπώς οι αποτιμήσεις της αγοράς υπό αυτές τις προϋποθέσεις μπορούν να μας δώσουν μια καλή εικόνα της αξίας μιας επιχείρησης.

Με τον όρο αποτελεσματικότητα της αγοράς εννοούμε την ταχύτητα με την οποία ενσωματώνεται στις τιμές των μετοχών κάθε καινούργια πληροφορία.

Υπάρχουν τρεις καταστάσεις αποτελεσματικότητας.

1. Η ασθενώς αποτελεσματική αγορά: Σε αυτή την κατηγορία οι τιμές των μετοχών ενσωματώνουν όλες τις ιστορικές τιμές της μετοχής. Η τεχνική ανάλυση σε αυτό το επίπεδο αποτελεσματικότητας δεν είναι επωφελής για τον επενδυτή, ωστόσο μπορεί να κερδίσει κάποιο πλεονέκτημα από την ανάλυση των δημοσιοποιημένων καταστάσεων της επιχείρησης καθώς και από τυχόν εσωτερική πληροφόρηση στην οποία να έχει πρόσβαση και να πραγματοποιήσει υπερκανονικές αποδόσεις,, δηλαδή να πραγματοποιεί με τρόπο συστηματικό και όχι τυχαίο αποδόσεις μεγαλύτερες από αυτές της αγοράς.

2. Η ημι - ισχυρώς αποτελεσματική αγορά: Σε αυτή την κατηγορία οι τιμές των μετοχών ενσωματώνουν άμεσα όλες τις ιστορικές και τις δημόσιες πληροφορίες. Σε μια ημιασθενώς αποτελεσματική αγορά ένας επενδυτής χάνει όποιο πλεονέκτημα είχε από την ανάλυση των δημοσιοποιημένων καταστάσεων και ο μόνος τρόπος να «κερδίσει» την αγορά είναι να διαθέτει κάποια εσωτερική πληροφόρηση.
3. Η ισχυρώς αποτελεσματική αγορά: Σε αυτήν την κατηγορία οι τιμές των μετοχών ενσωματώνουν άμεσα όλα τις ιστορικές, τις δημόσιες αλλά και τις ιδιωτικές πληροφορίες. Η ταχύτητα με την οποία οποιαδήποτε πληροφορία ενσωματώνεται στις τιμές των μετοχών είναι μεγάλη συνεπώς ο μόνος τρόπος να πραγματοποιήσει κάποιος επενδυτής υπερκανονικές αποδόσεις είναι μέσω τύχης.

Γίνεται αντιληπτό από τους παραπάνω ορισμούς της αποτελεσματικότητας της αγοράς ότι όσο μεγαλύτερος είναι ο βαθμός αποτελεσματικότητας τόσο περισσότερο οι τιμές των μετοχών βρίσκονται κοντά στη θεμελιώδη τους τιμή και τόσο περισσότερο αποτελεσματική είναι η μέθοδος αποτίμησης των συγκρίσιμων εταιρειών.

Η εφαρμογή της μεθόδου του συγκρίσιμων εταιρειών απαιτεί

- Τη συλλογή ενός δείγματος ομοειδών επιχειρήσεων με την επιχείρηση που θέλουμε να αποτιμήσουμε. Η επιλογή αυτή δεν έχει κάποιες συγκεκριμένες προδιαγραφές και εξαρτάται από τον αναλυτή. Συνήθως ως ομοειδείς θεωρούνται επιχειρήσεις που λειτουργούν στον ίδιο κλάδο, έχουν παρόμοια κεφαλαιακή διάρθρωση, έχουν παρόμοιο μέγεθος και προοπτικές ανάπτυξης κτλ.
- Στη συνέχεια για αυτό το δείγμα υπολογίζεται ένας αριθμός πολλαπλασιαστών αξίας για κάθε επιχείρηση όπως για παράδειγμα οι δείκτες:
 - $\frac{P}{E}$: Ο πολλαπλασιαστής κερδών
 - $\frac{P}{BV_{sh}}$: Ο πολλαπλασιαστής λογιστικής αξίας
 - $\frac{P}{S}$: Ο πολλαπλασιαστής εσόδων

Οι παραπάνω δείκτες μπορούν να υπολογιστούν και για τον κλάδο ή εναλλακτικά μπορεί να υπολογιστεί ένας δείκτης ο οποίος θα προκύπτει ως μέσος όρος των δεικτών του δείγματος και με βάση των αυτό το μέσο δείκτη να υπολογιστεί στη συνέχεια η αξία της επιχείρησης.

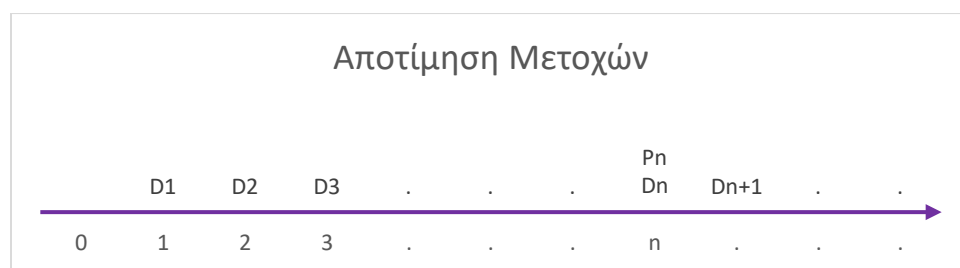
Από την αποτίμηση με βάση τη μέθοδο των συγκρίσιμων εταιρειών μπορούμε να έχουμε μια εκτίμηση για το κατά πόσο ένα αντίτιμο για την εξαγορά μιας επιχείρησης στόχου βρίσκεται μέσα σε πλαίσια ρεαλιστικά. Σε καμία περίπτωση όμως δεν μπορούμε να συμπεράνουμε από το αποτέλεσμα αυτής της μεθόδου εάν και σε τι βαθμό μια επιχείρηση στόχος αποτελεί καλή επενδυτική ευκαιρία για τους μετόχους μιας επιχείρησης που θέλει να την εξαγοράσει. Για να συμπεράνουμε εάν η εξαγορά μιας επιχείρησης συνιστά επενδυτική ευκαιρία θα πρέπει επιπρόσθετα στη σχετική αποτίμηση να διενεργήσουμε αναλυτική έρευνα όσον αφορά τις λειτουργικές δραστηριότητες της επιχείρησης, τις προοπτικές για αυτές τις δραστηριότητες μετά την εξαγορά, τις πιθανές πρόσθετες καθαρές ταμειακές ροές που θα δημιουργηθούν και την απαιτούμενη απόδοση των επενδυτών.

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕΤΟΧΩΝ

Ορισμός (Μετοχή): Είναι ένα χρεόγραφο που δίνει τη δυνατότητα στον κάτοχό του να έχει συμμετοχή στα κέρδη και την περιουσία της επιχείρησης.

Χαρακτηριστικά Μετοχής

Θεωρείται περιουσιακό στοιχείο άπειρης διάρκειας και οι χρηματικές της ροές είναι τα μερίσματα που δίνει κάθε χρόνο συν η τιμή πώλησής της εφ' όσον πωληθεί.



Άρα η δίκαιη τιμή αυτού του περιουσιακού στοιχείου θα είναι:

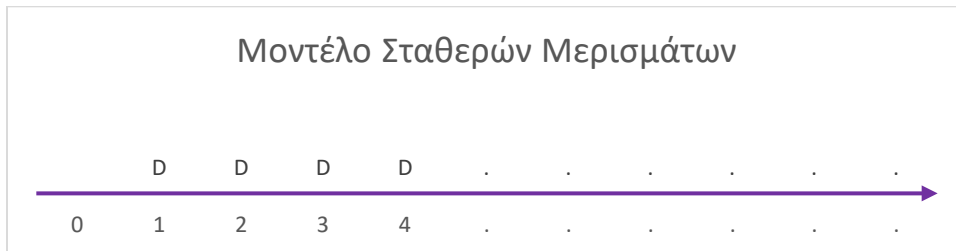
$$P_0 = \lim_{n \rightarrow \infty} \left(\left[\frac{D_1}{(1+r)^1} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+r)^n} \right] + \frac{P_n}{(1+r)^n} \right) = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t}$$

Η παραπάνω ποσότητα που αντιστοιχεί στη θεωρητική τιμή της μετοχής δεν μπορεί να υπολογιστεί διότι δεν γνωρίζουμε τον τρόπο που εξελίσσονται τα μελλοντικά μερίσματά της. Για να μπορέσουμε συνεπώς να ξεφύγουμε από αυτό το αδιέξοδο θα πρέπει να κάνουμε υποθέσεις

ως προς τον τρόπο με τον οποίο εξελίσσονται τα μερίσματα. Για κάθε υπόθεση που θα κάνουμε θα έχουμε και ένα διαφορετικό υπόδειγμα αποτίμησης της μετοχής.

1. ΜΟΝΤΕΛΟ ΣΤΑΘΕΡΩΝ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ

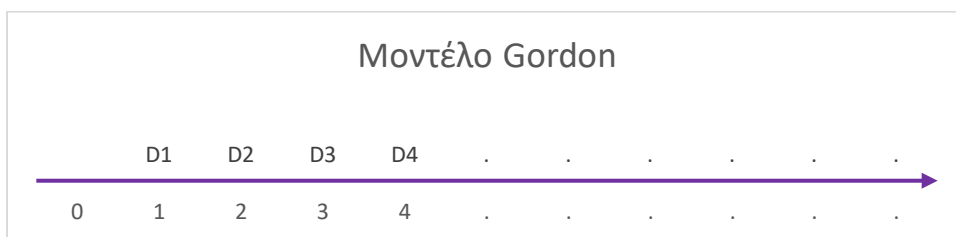
(Υπόθεση: Τα μερίσματα παραμένουν σταθερά στο διηνεκές)



$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t} \stackrel{(D_t=D \forall t \in \mathbb{N})}{=} \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D}{(1+r)^t} = D \cdot \left[\sum_{t=1}^{\infty} \frac{1}{(1+r)^t} \right] = D \cdot \left[\frac{1}{r} \right]$$

2. ΜΟΝΤΕΛΟ GORDON / ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΕΝΟΣ ΣΤΑΔΙΟΥ

(Υπόθεση: Τα μερίσματα αυξάνονται με ένα σταθερό ρυθμό g στο διηνεκές)



Σύμφωνα με την υπόθεση για την εξέλιξη των μερισμάτων του μοντέλου Gordon έχουμε τα εξής:

$$\begin{aligned}
 D_1 &= D_0 + D_0 \cdot g = D_0(1+g) \\
 D_2 &= D_1(1+g) = D_0(1+g)(1+g) = D_0(1+g)^2 \\
 &\cdot \\
 &\cdot \\
 D_n &= D_{n-1}(1+g)^{n-1} = D_0(1+g)^n
 \end{aligned}$$

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t} \stackrel{D_t=D_0(1+g)^t}{=} \sum_{t=0}^{\infty} \frac{D_1(1+g)^t}{(1+r)^{t+1}} = D_1 \cdot \left[\sum_{t=0}^{\infty} \frac{(1+g)^t}{(1+r)^{t+1}} \right] = D_1 \cdot \left[\frac{1}{r-g} \right] = \frac{D_0 \cdot (1+g)}{r-g}$$

3. ΜΟΝΤΕΛΟ ΔΥΟ ΣΤΑΔΙΩΝ

(Υπόθεση: Η επιχείρηση εξελίσσεται δε δύο στάδια)

1^ο Στάδιο (Πεπερασμένο): Τα μερίσματα θα δίνονται ή θα υπολογίζονται με βάση ένα συντελεστή αύξησης (g_1).

2^ο Στάδιο (Διηκεές): Υπάρχουν δύο περιπτώσεις

- i. Τα μερίσματα παραμένουν σταθερά στο διηκεές. Στην περίπτωση αυτή η ποσότητα $V_n = H$ παρούσα αξία των μερισμάτων του διηκεούς σταδίου υπολογίζεται ως εξής:

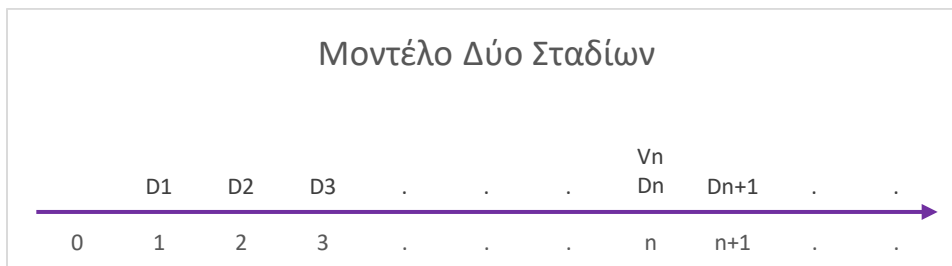
$$V_n = \frac{D_{n+1}}{r}$$

- ii. Τα μερίσματα αυξάνονται με ένα σταθερό ρυθμό (g_2) στο διηκεές.

Στην περίπτωση αυτή η ποσότητα

$V_n = H$ παρούσα αξία των μερισμάτων του διηκεούς σταδίου

υπολογίζεται ως εξής: $V_n = \frac{D_{n+1}}{r - g_2}$



Η τρέχουσα τιμή της μετοχής με βάση το υπόδειγμα δύο σταδίων θα είναι:

$$P_0 = \left[\frac{D_1}{(1+r)^1} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+r)^n} \right] + \frac{V_n}{(1+r)^n} = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{V_n}{(1+r)^n}$$

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΜΕΝΩΝ ΚΑΘΑΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ (DCF Method)

Η αξία της επιχείρησης με τη μέθοδο αποτίμησης των προεξοφλημένων ταμειακών ροών χωρίζεται σε δύο κατηγορίες σύμφωνα με τον Damoradan (1996)

1. Στην αξία που αντιστοιχεί στους μετόχους της επιχείρησης που υπολογίζεται με τη χρήση των ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους.

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές προς τους μετόχους ορίζονται ως

$$FCFE = \text{Καθαρά Κέρδη} - \text{Καθαρές Κεφαλαιακές δαπάνες} - \text{Μεταβολή Καθαρού Κεφαλαίου Κίνησης}$$

Στην περίπτωση αυτή οι ελεύθερες ταμειακές ροές προεξοφλούνται με την απαιτούμενη απόδοση ιδίων κεφαλαίων ως προεξοφλητικό επιτόκιο και η αξία των ιδίων κεφαλαίων δίνεται από τη σχέση.

$$V_E = \sum_{t=1}^N \frac{FCFE_t}{(1+r_s)^t} + \frac{FCFE_T}{r_s - g}$$

2. Στην αξία που αντιστοιχεί σε όλους τους επενδυτές, δηλαδή μετόχους και πιστωτές που υπολογίζεται με τη χρήση των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές προς το σύνολο των επενδυτών ορίζονται ως

$$FCFF = \text{ΚΠΤΦ}(1-T) - (\text{Μικτές κεφαλαιακές δαπάνες} - \text{Αποσβέσεις}) \\ - \text{Μεταβολή Καθαρού Κεφαλαίου Κίνησης}$$

Στην περίπτωση αυτή οι ελεύθερες ταμειακές ροές προεξοφλούνται με την μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου ως προεξοφλητικό επιτόκιο και η αξία της επιχείρησης δίνεται από τη σχέση.

$$V_F = \sum_{t=1}^N \frac{FCFF_t}{(1+wacc)^t} + \frac{FCFF_T}{wacc - g}$$

Για την εφαρμογή του υποδείγματος αποτίμησης χρηματικών ρών ακολουθούνται τα εξής στάδια.

- Στο πρώτο βήμα γίνεται υπολογισμός των ελεύθερων μελλοντικών ταμειακών ρών της εταιρείας στόχου για μία περίοδο από 3-10 έτη
- Στο δεύτερο βήμα υπολογίζεται το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου λαμβάνοντας υπόψιν και τον στόχο κεφαλαιακής διάρθρωσης της επιχείρησης
- Υπολογισμός των προεξοφλημένων προβλεπόμενων ταμειακών ρών
- Υπολογισμός της τελικής αξίας
- Πρόσθεση της τρέχουσας αξίας των μη λειτουργικών στοιχείων
- Αφαίρεση του δανεισμού και της αξίας των δικαιωμάτων μειοψηφίας
- Πρόσθεση των μη λειτουργικών επιπλέον ταμειακών εισροών
- Σύγκριση της αξίας αυτής της επιχείρησης με την αξία αποτίμησής της πριν την εξαγορά
- Καθορισμός του ποσού premium που θα δοθεί από αυτή την προστιθέμενη αξία

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΕΞΑΓΟΡΕΣ

1. Arnold G. (2005) *The Handbook of Corporate Finance – A business companion to Financial Markets decisions and techniques* , Pearson Education Limited
2. Arnold G. (2012) *Corporate Financial Management* ,5th Edition , Pearson Education Limited
3. Agrawal A., Jaffe J. F., Mandelker G. N. (1992) *The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly. The Journal of Finance.* 47 (4), 1605-1621.
4. Berk B.J. , DeMarzo P. (2017) *Corporate Finance*, 4th edition, Pearson Education
5. Boesecke K. (2009) *Value Creation in Mergers, Acquisitions, and Alliances.* Germany, Gabler
6. Cartwright S. & Schoenberg R. (2006) *30 years of Mergers and Acquisitions research: Recent Advances and future opportunities. British Journal of Management.* 17 (S1), S1-S5.
7. DePamphilis D. (2010) *Mergers , Acquisitions and other Restructuring activities - An integrated approach to Process, Tools, Cases and Solutions* , 5th Edition, Academic Press Advanced Finance Series, Elsevier

8. Damoradan A. (2005) The value of synergy, Notes Stern School of business
9. Elton E. J & Gruber M. J. & Brown S. J. & Goetzmann W. N. Modern Portfolio Theory and Investment Analysis. 9th Edition, New Jersey, John Wiley & Sons.
10. Farrell, J. and Shapiro, C. (1990): "Horizontal Mergers: An Equilibrium Analysis," American Economic Review, 107
11. Ferrer R. C. & Tang A. The Impact of Merger and Acquisition, Financial Ratios on Stock Price among the Industrial Firms in the Philippines. De La Salle University, Manila, Philippines.
12. Gaughan P. Mergers (2007) Acquisitions and Corporate restructurings 4th Edition John Wiley & Sons
13. Healy P. M. & Palepu K. G. & Ruback R. S. (1990) *Does Corporate Performance Improve after Mergers?*, Working Paper #3149-90 – Alfred P. Sloan School of Management, Massachusetts Institute of Technology.
14. Hill A. (2008), Strategic Financial Management, Author Finance and Ventus Publishing
15. Ketz E, J. (2000) Do Mergers and Acquisitions Add Any Real Value? *Journal of Corporate Accounting & Finance*. 11 (2), 31-33. Available from: doi: 10.1002(sici)1097-0053(200001_02)11_2_31__aid-jcaf7_3.0.co;2-p.
16. Martynova M. & Renneboog L. (2008) A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand? *Journal of Banking and Finance*. 32 (10), 2148–2177. Available from: doi 10.1016_j.jbankfin.2007.12.038.
17. Rappaport, A. (1998) Creating Shareholder Value. New York: Free Press. Revised and updated. Chapter 8 provides a shareholder value perspective on mergers.
18. Reilly F. & Brown K. (2002) Investment Analysis & Portfolio Management, South Western Thompson Learning
19. Ruback S. R. & Jensen M. (1983) The Market for Corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, 11 , 5-50

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ

1. Arnold G. (2005) The Handbook of Corporate Finance – A business companion to Financial Markets decisions and techniques , Pearson Education Limited
2. Arnold G. (2012) Corporate Financial Management ,5th Edition , Pearson Education Limited

3. Berk B.J. , DeMarzo P. (2017) Corporate Finance, 4th edition, Pearson Education
4. Damoradan A. (2005) The value of synergy, Notes Stern School of business
5. Gaughan P. Mergers (2007) Acquisitions and Corporate restructurings 4th Edition
John Wiley & Sons
6. Reilly F. & Brown K. (2002) Investment Analysis & Portfolio Management, South
Western Thompson Learning
7. Κυριαζής Δημήτριος , (2016) Συγχωνεύσεις και Εξαγορές, Β' έκδοση, Εκδόσεις
Διπλογραφία.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Στο κεφάλαιο αυτό αρχικά γίνεται μια σύντομη περιγραφή του κλάδου της ελληνικής ζυθοποιίας με βάση τα πιο πρόσφατα δεδομένα που βασίζονται στην κλαδική έκθεση της ICAP και στη συνέχεια αναλύεται και εφαρμόζεται η μεθοδολογία αποτίμησης της αξίας της επιχείρησης στόχου.

3.1 ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΚΛΑΔΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΖΥΘΟΠΟΙΙΑΣ

Στην Ελλάδα η οργανωμένη ζυθοποιία εμφανίστηκε το 1864 (με το εργοστάσιο του Ι.Φιξ.). Από εκείνη την εποχή μέχρι τις μέρες μας ο κλάδος έχει περάσει από διάφορα στάδια με είσοδο νέων επιχειρήσεων στην αγορά αλλά και αποχωρήσεις από αυτή. Η δομή του κλάδου της ζυθοποιίας σήμερα είναι συγκεντρωμένη με μεγάλες επιχειρήσεις να έχουν το μεγαλύτερο μερίδιο της αγοράς έχοντας διευρύνει την παραγωγή τους και προσφέροντας ένα πλούσιο αριθμό ετικετών και ποικιλιών μπύρας. Ωστόσο στην εγχώρια αγορά δραστηριοποιείται επίσης ένας σημαντικός αριθμός μικροζυθοποιών κυρίως σε τοπικό – περιφερειακό επίπεδο που κατέχουν μικρό μερίδιο στην κρύα και ζεστή αγορά της μπύρας με αυξητικές όμως τάσεις συνολικά. Ως μικροζυθοποιίες ορίζονται οι μονάδες ετήσιας παραγωγής που δεν υπερβαίνει τα 200.000 εκατόλιτρα ετησίως. Σήμερα οι μικροζυθοποιίες που λειτουργούν στην Ελλάδα υπολογίζονται περίπου στις 40 μονάδες. Η εμφάνιση των μικρών μονάδων παραγωγής μπύρας οφείλεται κυρίως στην τάση για παραγωγή πιο ιδιαίτερων και εξειδικευμένων προϊόντων. Η γεωγραφική διασπορά των μονάδων αυτών είναι μεγάλη και έτσι συναντάμε τέτοιες μονάδες σε όλη την Ελλάδα πχ περιοχές όπως η Σαντορίνη, η Κέρκυρα το Άργος, η Χαλκίδα η Χίος και φυσικά η Κρήτη έχουν ήδη μικρότερες ή μεγαλύτερες μονάδες παραγωγής περιορισμένης κλίμακας που δημιουργήθηκαν κυρίως την τελευταία πενταετία. Στον παρακάτω πίνακα παρατίθενται οι μικροζυθοποιίες που λειτουργούν στην Ελλάδα.

| Επιχειρήσεις "μικροζυθοποιίας" | | | |
|---|-------------------------------|---|------------------------|
| Επωνυμία | Εμπορικό σήμα | Επωνυμία | Εμπορικό σήμα |
| 1. ΑΣΤΙΚΗ ΜΙΚΡΟΖΥΘΟΠΟΙΑ Ι.Κ.Ε | URBAN BEER | 9. ΖΥΘΟΠΟΙΑ ΣΑΝΤΟΡΙΝΗΣ Α.Ε.Β.Ε | DONKEY |
| 2. STATUS DELUXE BEER ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ Ε.Π.Ε | ΣΤΕΡΓΙΟΥ | 10. ΗΛΕΙΑΚΗ ΙΚΕ | OLYMPICA MAGNA |
| 3. ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΖΑΡΚΑΔΑΣ ΚΑΙ ΣΙΑ Ε.Ε | ΛΗΘΕΝΙΑ | 11. ΘΕΣΣΑΛΙΚΗ ΖΥΘΟΠΟΙΑ Ε.Π.Ε | ΗΤΑ, ΘΗΤΑ, ΖΗΤΑ, ΩΜΕΓΑ |
| 4. ΓΚΡΕΙΠΣ ΕΝΤ ΓΚΡΑΤΙΦΙΚΕΙΣΟΝ ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ ΙΚΕ | ΣΟΛΟ, ΕΡΓΑΤΙΚΗ, ΔΙΝΗ, ΑΡΜΟΝΙΑ | 12. ΙΚΑΡΙΑΚΗ ΖΥΘΟΠΟΙΑ ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ Ι.Κ.Ε | ΙΚΑΡΙΩΤΙΣΣΑ |
| 5. ΕΛΙΞΗ Α.Ε | DELPHI, MAREA | 13. ΚΕΡΚΥΡΑΙΚΗ ΖΥΘΟΠΟΙΕΙΑ Α.Ε. | CORFU BEER |
| 6. ΕΤΟΓΛΟΥ ΙΩΑΝΝΗΣ & ΣΙΑ Ε.Ε ΜΑΚΕΔΟΝΙΚΗ ΜΙΚΡΟΖΥΘΟΠΟΙΑ | ΙΟΗΝΝΙΕΣ ΒΒΕR | 14. ΚΟΡΔΩΣΗΣ Π.-Π. ΘΑΜΝΙΔΗΣ Ο.Ε | KARMA BEER |
| 7. ΖΕΟΣ ΖΥΘΟΠΟΙΑ Α.Ε | ΖΕΟΣ | 15. ΚΟΡΙΝΘΙΑΚΗ ΖΥΘΟΠΟΙΑ ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ Α.Ε | CANAL DIVE |
| 8. ΖΥΘΟΠΟΙΑ ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΠΑΠΑΔΙΩΤΗΣ Ο.Ε | ΠΛΑΣΤΙΓΓΑ | 16. ΚΟΡΦΗ Α.Ε | VAMBEER, DIAS |

| Επιχειρήσεις "μικροζυθοποιίας" | | | |
|--|-----------------|---|-----------------|
| Επωνυμία | Εμπορικό σήμα | Επωνυμία | Εμπορικό σήμα |
| 17. ΚΡΗΤΙΚΗ ΖΥΘΟΠΟΙΑ Α.Ε | CHARMA | 29. ΠΑΝΑΓΙΩΤΟΥ ΑΦΟΥ Ο.Ε ΣΕΡΤΕΜ ΜΙΚΡΟΖΥΘΟΠΟΙΑ | SEPTEM |
| 18. ΖΥΘΟΠΟΙΑ ΗΠΕΙΡΟΥ Ε.Π.Ε | ΣΤΑΛΑ | 30. ΛΑΚΩΝΙΚΗ ΖΥΘΟΠΟΙΑ ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ Ι.Κ.Ε | SPARTA BEER |
| 19. ΖΥΘΟΠΟΙΑ ΗΠΕΙΡΟΥ Ε.Π.Ε | ΣΤΑΛΑ | 31. ΜΕΣΟΓΕΙΑΚΗ ΜΙΚΡΟΖΥΘΟΠΟΙΑ ΚΡΗΤΗΣ ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ ΙΚΕ | LYRA |
| 20. ΖΥΘΟΠΟΙΑ ΘΕΣΣΑΛΙΑΣ ΙΚΕ | ΣΤΙΛΒΗ | 32. ΠΑΠΑΔΗΜΗΤΡΙΟΥ, ΕΜΜ., Α. | MAGNUS MAGISTER |
| 21. ΜΙΚΡΟΖΥΘΟΠΟΙΕΙΑ ΣΕΡΡΩΝ & ΒΟΡΕΙΟΥ ΕΛΛΑΔΟΣ Ε.Ε | VOREIA | 33. ΠΑΤΡΑΙΚΗ ΖΥΘΟΠΟΙΑ ΙΚΕ | ORA BEER |
| 22. ΜΙΚΡΟΖΥΘΟΠΟΙΑ ΑΘΗΝΑΣ ΙΚΕ | NOCTUA | 34. ΠΑΥΛΑΚΗΣ ΑΛΞΑΝΔΡΟΥ ΙΚΕ | 56 ISLES BEER |
| 23. ΜΙΚΡΟΖΥΘΟΠΟΙΑ ΖΑΚΥΝΘΟΥ Ε.Π.Ε | LEVANTE | 35. ΠΕΙΡΑΙΚΗ ΜΙΚΡΟΖΥΘΟΠΟΙΑ Α.Ε | ΠΕΙΡΑΪΚΗ |
| 24. ΜΙΚΡΟΖΥΘΟΠΟΙΑ ΜΥΚΟΝΟΥ Α.Ε.Β.Ε | ΜΙΚΟΝΟΥ | 36. ΠΡΟΤΥΠΗ ΜΙΚΡΟΖΥΘΟΠΟΙΑ ΗΡΑΚΛΕΙΟΥ ΙΚΕ | NOTOS |
| 25. ΜΙΚΡΟΖΥΘΟΠΟΙΑ ΣΑΜΟΘΡΑΚΗΣ ΙΚΕ | FONIAS | 37. ΠΡΟΤΥΠΗ ΜΙΚΡΟΖΥΘΟΠΟΙΑ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ Ο.Ε | SKNIPIA |
| 26. ΜΙΚΡΟΖΥΘΟΠΟΙΑ ΦΟΛΕΓΑΝΔΡΟΥ ΙΚΕ | KATSIKA | 38. ΡΕΓΑΝΕΖΗΣ ΙΩΑΝΝΗΣ ΜΙΚΡΟΖΥΘΟΠΟΙΑ ΘΕΣΣΑΛΙΑΣ | ΑΡΓΩ, MOLOTOV |
| 27. ΜΠΥΡΑ ΧΙΟΥ Ο.Ε | CHIOS BEER | 39. ΡΕΘΥΜΝΙΑΚΗ ΖΥΘΟΠΟΙΑ Α.Β.Ε.Ε | BRINKS |
| 28. ΜΩΡΑΪΤΗΣ Ν & ΣΙΑ Ο.Ε | ΚΕΦΑΛΟΝΙΑΝ BEER | 40. ΖΥΘΟΠΟΙΑ ΝΑΞΟΥ | NAXOS BEER |

ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΤΗΣ ΖΗΤΗΣΗΣ

Στην Ελλάδα η ζήτηση της μπύρας χαρακτηρίζεται από εποχικότητα. Η μεγαλύτερη περίοδος κατανάλωσης μπύρας καταγράφεται από αρχές Μαρτίου και ολοκληρώνεται το Σεπτέμβριο. Η ανάπτυξη υψηλών θερμοκρασιών στη χώρα μας ευνοεί τις συνθήκες για την αύξηση της κατανάλωσης της μπύρας καθώς επίσης και η αύξηση του αριθμού των ζεστών ημερών συμβάλει προς την ίδια κατεύθυνση. Επιπλέον κατά τους θερινούς μήνες κορυφώνεται και η τουριστική κίνηση στη χώρα ένας ακόμη παράγοντας που τονώνει την κατανάλωση της μπύρας κατά τη θερινή περίοδο.

Σημαντικός προσδιοριστικός παράγοντας που επηρεάζει την ζήτηση της μπύρας είναι η τιμή πώλησης για το λόγο αυτό παρατηρείται μια στροφή στην κατανάλωση των φθηνών προϊόντων στην περίοδο της κρίσης. Η μείωση του διαθέσιμου εισοδήματος έχει περιορίσει επίσης σημαντικά και την επισκεψιμότητα στους χώρους αναψυχής και στους χώρους εστίασης που αποτελούν σημεία προώθησης των τελικών προϊόντων του κλάδου με αποτέλεσμα τη μείωση της κατανάλωσης σε αυτή τα σημεία.

Η ένταση της διαφήμισης αποτελεί επίσης προσδιοριστικό παράγοντα της ζήτησης. Η διαφήμιση αυξάνει την αναγνωρισιμότητα ενός προϊόντος και ο καταναλωτής στρέφεται σε αυτό το οποίο έχει αναγνωρίσει.

Τέλος η τουριστική κίνηση της χώρας και πιο συγκεκριμένα ένας μεγάλος αριθμός τουριστών που έχουν στην καταναλωτική τους κουλτούρα την κατανάλωση μεγάλων ποσοτήτων μπύρας αυξάνεται τα τελευταία χρόνια ωθώντας την κατανάλωση μπύρας στην εγχώρια αγορά σε υψηλότερα επίπεδα..

ΔΙΚΤΥΑ ΔΙΑΝΟΜΗΣ

Όσον αφορά τα κανάλια διανομής της μπύρας η διάθεση του προϊόντος γίνεται μέσα από ένα δίκτυο αντιπροσώπων και χονδρεμπόρων ωστόσο οι μεγάλες εταιρείες έχουν διαμορφώσει και δικά τους δίκτυα διανομής για να προμηθεύουν απευθείας τα μεγάλα σουπερμάρκετ και επιδιώκουν τη διεύρυνση του δικτύου τους για την πληρέστερη κάλυψη της αγοράς. Οι αντιπρόσωποι και οι χονδρέμποροι εξυπηρετούν κυρίως τις μικρές ζυθοποιίες καλύπτοντας πλην του κέντρου και όλο το γεωγραφικό εύρος της περιφέρειας και τα νησιά.

Στον πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζεται ο συνολικός κύκλος εργασιών των παραγωγικών επιχειρήσεων του κλάδου. Εκτός από τις μεγάλες ζυθοβιομηχανίες ,παρουσιάζονται και οι πωλήσεις ορισμένων επιχειρήσεων μικροζυθοποιίας, για τις οποίες υπήρχαν διαθέσιμα δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

| Πωλήσεις παραγωγικών επιχειρήσεων (2013-2017) | | | | | |
|--|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Επωνυμία | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
| ΑΘΗΝΑΙΚΗ ΖΥΘΟΠΟΙΑ Α.Ε. | 314.512.108 | 296.251.641 | 247.539.375 | 230.375.448 | 224.691.764 |
| ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ ΖΥΘΟΠΟΙΑ Α.Ε. ⁽¹⁾ | 52.360.837 | 80.667.766 | 127.630.162 | 146.856.976 | 148.438.878 |
| ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΖΥΘΟΠΟΙΑ ΑΤΑΛΑΝΤΗΣ Α.Ε. ΟΜΙΛΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ⁽²⁾ | 16.721.000 | 16.689.000 | 16.199.000 | 27.575.000 | 30.630.000 |
| ΖΥΘΟΠΟΙΑ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ - ΘΡΑΚΗΣ Α.Ε. | 16.595.748 | 16.994.747 | 17.930.005 | 19.373.761 | 20.534.345 |
| ΒΑΠ ΠΑΝΤΕΛΗΣ ΚΟΥΓΙΟΣ Α.Β.Ε.Ε. | 12.875.139 | 12.082.223 | 13.258.746 | 15.887.532 | 18.000.000* |
| ΚΟΡΦΗ Α.Ε. | 6.955.291 | 6.816.171 | 4.226.946 | 5.438.475 | ΜΔ |
| ΠΑΠΑΔΗΜΗΤΡΙΟΥ, ΕΜΜ., Α.Ε. | 6.228.161 | 5.724.427 | 5.206.110 | 5.075.308 | ΜΔ |
| ΚΕΡΚΥΡΑΙΚΗ ΖΥΘΟΠΟΙΙΑ Α.Ε. | 724.546 | 786.064 | 997.564 | 1.304.743 | 1.456.835* |
| ΖΕΟΣ ΖΥΘΟΠΟΙΑ Α.Ε. | 735.147 | 915.473 | 982.997 | 1.036.498 | ΜΔ |
| ΖΥΘΟΠΟΙΑ ΣΑΝΤΟΡΙΝΗΣ Α.Ε.Β.Ε. | 339.598 | 509.887 | 609.483 | 634.014 | ΜΔ |
| ΚΡΗΤΙΚΗ ΖΥΘΟΠΟΙΑ Α.Ε. | - | - | 155.452 | 393.468 | 600.000* |
| ΕΛΞΗ Α.Ε. | - | 136.099 | 123.506 | 195.784 | ΜΔ |
| ΓΚΡΕΙΠΣ ΕΝΤ ΓΚΡΑΤΙΦΙΚΕΙΣΟΝ ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ Ι.Κ.Ε. | - | - | 2.635 | 146.550 | ΜΔ |
| ΠΑΤΡΑΙΚΗ ΖΥΘΟΠΟΙΑ Ι.Κ.Ε. | - | 33.138 | 93.716 | 113.475 | ΜΔ |
| ΜΕΣΟΓΕΙΑΚΗ ΜΙΚΡΟΖΥΘΟΠΟΙΑ ΚΡΗΤΗΣ ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ Ι.Κ.Ε. | - | - | 13.007 | 69.457 | 120.000* |
| ΜΙΚΡΟΖΥΘΟΠΟΙΑ ΑΘΗΝΑΣ Ι.Κ.Ε. | - | - | - | 31.839 | ΜΔ |
| ΜΙΚΡΟΖΥΘΟΠΟΙΑ ΦΟΛΕΓΑΝΔΡΟΥ Ι.Κ.Ε. | - | - | 0 | 21.940 | ΜΔ |
| ΖΥΘΟΠΟΙΑ ΗΠΕΙΡΟΥ Ε.Π.Ε. | - | 0 | 0 | 12.757 | 13.100* |
| ΡΕΘΥΜΝΙΑΚΗ ΖΥΘΟΠΟΙΑ Α.Β.Ε.Ε. | 170.594 | 136.769 | 119.851 | ΜΔ | ΜΔ |
| ΘΕΣΣΑΛΙΚΗ ΖΥΘΟΠΟΙΑ Ε.Π.Ε. | 114 | 57.277 | 40.710 | ΜΔ | 40.710* |
| ΖΥΘΟΠΟΙΑ ΘΕΣΣΑΛΙΑΣ Ι.Κ.Ε. | - | - | 667 | ΜΔ | ΜΔ |
| ΜΥΘΟΣ ΖΥΘΟΠΟΙΑ Α.Ε. ⁽³⁾ | 83.684.473 | 80.837.857 | - | - | - |
| Σύνολο | 511.902.756 | 518.638.539 | 435.129.932 | 454.543.025 | 444.525.632 |

Αξία σε €

Μ.Δ.: Μη Διαθέσιμα Στοιχεία, *κατά δήλωση

1. Απορρόφησε την ΜΥΘΟΣ ΖΥΘΟΠΟΙΑ το 2015.

2. Ο όμιλος περιλαμβάνει την εταιρεία ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΖΥΘΟΠΟΙΑ ΑΤΑΛΑΝΤΗΣ ΑΕ, η οποία ασχολείται με την παραγωγή μπίρας και την θυγατρική της CRYSTAL BEVERAGES Α.Ε. η οποία έχει την αποκλειστική διανομή των προϊόντων της μητρικής.

3. Απορροφήθηκε από την ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ ΖΥΘΟΠΟΙΑ το 2015.

Πηγή: Icap Databank – Δημοσιευμένοι Ισολογισμοί

ΜΕΡΙΔΙΑ ΑΓΟΡΑΣ

Η παραγωγή και οι πωλήσεις της εγχώριας αγοράς μπίρας δεν παρουσιάζουν ιδιαίτερες διακυμάνσεις. Οι συνθήκες της προσφοράς στην αγορά και το πλήθος των υποκατάστατων προϊόντων όπως είναι το κρασί και τα άλλα οινοπνευματώδη ποτά αλλά και τα αναψυκτικά οδηγούν σε όξυνση του ανταγωνισμού στον κλάδο. Ο κλάδος κυριαρχείται από λίγες μεγάλες εταιρείες οι οποίες αθροιστικά κατέχουν το 95% του μεριδίου της ελληνικής αγοράς. Ηγετική θέση κατέχει η Αθηναϊκή Ζυθοποιία με το μερίδιο της αγοράς της να εκτιμάται περίπου στο 53% με κυριότερα σήματα τις ετικέτες Amstel και ΑΛΦΑ. Μετά τη συγχώνευση το 2014 της Μύθος και της Ολυμπιακής ζυθοποιίας το νέο σχήμα με κυριότερα εμπορικά σήματα τις ετικέτες Mythos και FIX καταλαμβάνει το 27% της αγοράς και ακολουθεί η Ελληνική Ζυθοποιία Αταλάντης ΑΕ με μερίδιο της τάξεως του 9% και με κυριότερα εμπορικά σήματα PilsHellas και Eza. Τέλος η Ζυθοποιία Μακεδονίας–Θράκης ΑΕ με κυρίαρχο το εμπορικό σήμα Vergina εκτιμάται ότι απέσπασε περίπου το 4,5% της αγοράς. Τα προαναφερόμενα μερίδια που συγκεντρώνονται στον παρακάτω πίνακα δεν αφορούν τις εξαγωγές της κάθε εταιρείας.

| Μερίδια αγοράς μπίρας (2017) | |
|----------------------------------|----------------|
| Επωνυμία | Μερίδια Αγοράς |
| Αθηναϊκή Ζυθοποιία Α.Ε | ≈53% |
| Ολυμπιακή Ζυθοποιία Α.Ε | ≈27% |
| Ελληνική Ζυθοποιία Αταλάντης Α.Ε | ≈9% |
| Ζυθοποιία Μακεδονίας- Θράκης Α.Ε | ≈4,5% |
| <i>Πηγή: Εκτιμήσεις αγοράς</i> | |

ΟΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΤΟ 2018

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές επηρεάζονται όπως και οι υπόλοιπες επενδυτικές δραστηριότητες από την πολιτική κατάσταση που επικρατεί σε μια οικονομία τη δημοσιονομική της ισορροπία και το γενικότερο επενδυτικό κλίμα που διέπει τις σχέσεις εμπιστοσύνης των επενδυτών. Το 2018 αποτέλεσε σημείο καμπής για την Ελλάδα καθώς τερματίστηκε το χρονικό διάστημα των προγραμμάτων δημοσιονομικής προσαρμογής με τους οικονομικούς δείκτες να εμφανίζουν βελτίωση αλλά να παραμένουν ασθενείς και με το επίπεδο των επενδύσεων να μην φαίνεται ικανό προς το παρόν να τροφοδοτήσει μία σταθερά ανοδική και ισχυρή ανάπτυξη. Η υψηλή φορολογία που επηρεάζει ιδιαίτερα και τον κλάδο της μπίρας λόγω του ειδικού φόρου κατανάλωσης περιορίζει το διαθέσιμο εισόδημα των πολιτών το οποίο κατανέμεται ως επί το πλείστο στα είδη πρώτης ανάγκης. Παρά τα δαιδαλώδη προγράμματα δημοσιονομικής προσαρμογής και το πλήθος των διαρθρωτικών μέτρων που προέβλεπαν αυτά το ελληνικό Κράτος εξακολουθεί να εμφανίζει λειτουργικές αδυναμίες και τα δημοσιονομικά του αποτελέσματα να επιτυγχάνονται με τρόπο ανορθολογικό. Στον πυρήνα των διαρθρωτικών προβλημάτων της ελληνικής οικονομίας επίσης βρίσκεται και το πρόβλημα των κόκκινων δανείων των ελληνικών τραπεζών που τις έχει καταδικάσει σε μια διαχείριση μη αποδοτικών στοιχείων του Ενεργητικού τους και δεν επιτρέπει σε αυτές να προβούν σε νέες χορηγήσεις δανείων και να αναπτύξουν με περισσότερη αποτελεσματικότητα το ρόλο τους στην επιτάχυνση της ανάπτυξης στην οικονομία. Με το τέλος του τρίτου προγράμματος οικονομικής προσαρμογής η Ελλάδα έχει ένα μαξιλάρι ρευστότητας γύρω στα 24δισ ευρώ, το οποίο μαζί με την ελάφρυνση του δημοσίου χρέους, τις αποδόσεις κερδών των Ελληνικών ομολόγων και το προγράμματα των ιδιωτικοποιήσεων καλύπτει τις χρηματοδοτικές ανάγκες της χώρας μέχρι και το τέλος του 2022. Η ανάπτυξη παραμένει υποτονική και για να αλλάξει αυτό θα πρέπει μέσω μεγάλων διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων να αλλάξει το παραγωγικό μοντέλο της χώρας με προοπτική να δημιουργηθούν συνθήκες για μια οικονομία που θα δίνει μεγαλύτερη προστιθέμενη αξία. Οι

προκλήσεις και ο ανταγωνισμός σε παγκόσμιο επίπεδο είναι βέβαιο ότι θα επηρεάσουν και την ελληνική οικονομία ο τρόπος όμως με τον οποίο θα γίνει κάτι τέτοιο δεν είναι εύκολο να προβλεφθεί. **Η Ελληνική πολιτική οικονομία πρέπει να επαναπροσδιοριστεί μέχρι το 2022**, για να χτιστούν τα θεμέλια για μια μακροπρόθεσμη ανάπτυξη και συνεπώς να εξυτηρηθεί ο δανεισμός της χώρας. Ο κλάδος τη ζυθοποιίας χαρακτηρίζεται ως δυναμικός και αναπτυσσόμενος και θα μπορούσε να συνεισφέρει στην ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας. Χαρακτηρίζεται από έντονη συγκέντρωση ωστόσο αρκετές νέα εταιρείες διεκδικούν με μεγαλύτερες αξιώσεις μερίδιο από τη συνολική αγορά. Το μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς αυτή τη στιγμή ανήκει στην Αθηναϊκή ζυθοποιία. Το 2014 η δεύτερη και η τρίτη σε σειρά ποσοστού μεριδίου αγοράς εταιρείες η Μύθος και η Ολυμπιακή ζυθοποιία συγχωνεύτηκαν και το 2018 η εξαγορά της Ολυμπιακής ζυθοποιίας ολοκληρώθηκε. Αυτή τη στιγμή η Ολυμπιακή ζυθοποιία αποτελεί το δεύτερο μεγαλύτερο παίχτη του κλάδου. Ακολουθούν κάποιες πληροφορίες για τις δύο μεγαλύτερες εταιρείες του κλάδου και στη συνέχεια θα επιχειρήσουμε με βάση τα εργαλεία που προσφέρει η σύγχρονη οικονομική θεωρία να αποτιμήσουμε ένα «δίκαιο» ποσό εξαγοράς της εταιρείας Ολυμπιακή ζυθοποιία από τον δανέζικων συμφερόντων διεθνή όμιλο Carlsberg.

Η Αθηναϊκή Ζυθοποιία Α.Ε. ιδρύθηκε το 1963 από μια ομάδα Ελλήνων επιχειρηματιών τους κ.κ. Διογένη Χρυσόγλου, Γιώργο Χατζηβασιλείου και Λεονάρδο Μερκάτη και αποτελεί μέλος του Ομίλου HEINEKEN N.V. Κατέχει ηγετική θέση στην ελληνική αγορά μπύρας λειτουργώντας από το 1963 και καλύπτοντας την εγχώρια αγορά αλλά και εξάγοντας προϊόντα στο εξωτερικό. Έχει πλήθος διαφορετικών ετικετών μπύρας υπό την ιδιοκτησία της με πιο χαρακτηριστικά τα σήματα της Amstel και της Heineken.

Η επιτροπή ανταγωνισμού επέβαλε πρόστιμο στην Αθηναϊκή ζυθοποιία για πρακτικές κατάχρησης της δεσπόζουσας θέσης της και η εταιρεία έλαβε μέτρα συμμόρφωσης ως προς την απόφαση αυτή το οποίο περιλαμβάνει

- Σύστημα ελέγχου και συμμόρφωσης των συμβάσεων της εταιρίας προς τις επιταγές του δικαίου ανταγωνισμού.
- Εκπόνηση ειδικών εγχειριδίων και κατευθύνσεων προς τα στελέχη, τους εργαζόμενους και τους συνεργάτες της εταιρίας, σχετικά με την τήρηση των δεσμεύσεων οι οποίες απορρέουν από τους κανόνες για την προστασία του ελεύθερου ανταγωνισμού.
- Σχεδιασμός και υλοποίηση εκτεταμένου προγράμματος επιμόρφωσης και εξοικείωσης του ανθρωπίνου δυναμικού.

- Διαμόρφωση μηχανισμού διαρκούς ελέγχου, αναφοράς και συνδρομής για κάθε εργαζόμενο ή συνεργάτη της εταιρείας και εποπτεία μηχανισμού από εσωτερικό ανεξάρτητο όργανο.

Κατά δήλωση της εταιρείας, « η διαρκής και δυναμική αυτή διαδικασία συμμόρφωσης της Αθηναϊκής Ζυθοποιίας αντανακλά σαφή δέσμευση της εταιρείας να διαμορφώνει την καθημερινή της λειτουργία με γνώμονα τους κανόνες του Δίκαιου Ανταγωνισμού, συμβάλλοντας και από την πλευρά της στην εύρυθμη λειτουργία της ελληνικής αγοράς και την ανάπτυξη της υγιούς επιχειρηματικότητας, προς όφελος της οικονομίας, της κοινωνίας και των εργαζομένων της. Παράλληλα, διασφαλίζεται η αποτροπή έκθεσης της εταιρείας και η τρώση της φήμης της, με σεβασμό στην ιστορική της θέση στην ελληνική αγορά».

Η Ολυμπιακή Ζυθοποιία εμφανίστηκε στην ελληνική αγορά μπίρας την 1η Ιανουαρίου 2010, αποτελώντας ουσιαστικά τη διάδοχη κατάσταση της εταιρείας Ελληνικές Μικροζυθοποιίες Α.Ε. που είχαν ιδρύσει τα αδέρφια Γκρέκη. Το 2008 ο κ. Γ. Χήτος, γνωστός από την εταιρεία εμφιάλωσης νερού «Ζαγόρι», εξαγόρασε το 51% της εταιρείας Ελληνικές Μικροζυθοποιίες και στη συνέχεια είχε και το 51% της Ολυμπιακής Ζυθοποιίας. Τον Νοέμβριο του 2014 ανακοινώθηκε η συγχώνευση της Μύθος Ζυθοποιία (που ανήκε στον όμιλο Carlsberg) και της Ολυμπιακής Ζυθοποιίας με το 51% του νέου σχήματος να περνά τότε στους Δανούς. Η εξέλιξη αυτή μετέτρεψε την Ολυμπιακή Ζυθοποιία στον Νο 2 παίκτη της εγχώριας αγοράς μπίρας με μερίδιο (στις πωλήσεις των σούπερ μάρκετ και με βάση τα στοιχεία οκταμήνου 2017) στο 31,8% και ενίσχυσε την παρουσία του δανέζικου ομίλου Calsberg στη νότια Ευρώπη. Στόχος σύμφωνα με τη στελέχη της εταιρείας είναι η περαιτέρω ανάπτυξη του ισχυρού ελληνικού προϊόντικού χαρτοφυλακίου του ομίλου, το οποίο περιλαμβάνει αυτή τη στιγμή 10 τοπικώς παραγόμενα προϊόντα, ενώ θα συνεχίσει να συνεισφέρει στην εξέλιξη της εγχώριας αγοράς μπίρας, στην περαιτέρω διεξόδυση στις αγορές του εξωτερικού και στην προσφορά εναλλακτικών επιλογών στους καταναλωτές». Συνεπώς στον στόχο που τέθηκε το 2014 η εταιρεία Carlsberg εξαγόρασε στις αρχές του 2018 το υπόλοιπο 49% της εταιρείας.

3.2 ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΑΞΙΑΣ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗΣ ΖΥΘΟΠΟΙΙΑΣ ΚΑΙ ΔΙΚΑΙΟΥ ΤΙΜΗΜΑΤΟΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ

Στην παρούσα μελέτη περίπτωσης στόχος μας είναι να κάνουμε μία αποτίμηση της εταιρείας στόχου εξαγοράς και να προσδιορίσουμε τη δίκαιη τιμή του αντίτιμου εξαγοράς.

Η ανάλυση θα γίνει με τη μέθοδο ελεύθερων ταμειακών ροών που περιεγράφηκε παραπάνω. Ο λόγος για τον οποίο επιλέχθηκε αυτή η μέθοδος είναι διότι οι τόσο η Ολυμπιακή Ζυθοποιία αλλά και η Αθηναϊκή ζυθοποιία είναι οι μεγαλύτερες εταιρείες στον κλάδο και καμία από αυτές δεν είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο. Συνεπώς δεν μπορεί να γίνει αποτίμηση με τη μέθοδο συγκρίσιμων εταιρειών που απαιτεί δεδομένα καθημερινής αποτίμησης των τιμών των μετοχών όπως επίσης δεν μπορεί να εφαρμοστεί και κάποια τεχνική αξιολόγησης των ωφελειών όπως η αποτίμηση μη κανονικών κερδών. Τα δεδομένα που θα χρειαστούν για την εφαρμογή της μεθόδου ελεύθερων ταμειακών ροών αντίθετα βρίσκονται στις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ ΖΥΘΟΠΟΙΙΑ οι οποίες παρατίθενται στο παράρτημα.

Το πρώτο βήμα για την πραγματοποίηση της αποτίμησης της εταιρείας στόχου με βάση τη μέθοδο αποτίμησης ταμειακών ροών είναι ο υπολογισμός των προβλεπόμενων ταμειακών ροών της επιχείρησης για ένα χρονικό διάστημα 3-10 ετών ο υπολογισμός της τερματικής αξίας της επιχείρησης που αποτελεί την παρούσα αξία των ταμειακών ροών της μετά το πέρας του προαναφερθέντος διαστήματος και στο διηλεκές.

Για να κατασκευαστούν οι προβλεπόμενες πωλήσεις της επιχείρησης για το χρονικό διάστημα 2018-2022 χρησιμοποιήθηκαν οι ιστορικές πωλήσεις της τελευταίας τετραετίας από το 2014-2017. Το 2014 αποτέλεσε σημείο καμπής για την επιχείρηση καθώς συγχωνεύτηκε με την εταιρεία Μύθος που ανήκε στο Δανέζικο όμιλο της Calsberg. Συνεπώς η μελέτη των πωλήσεων σε διάστημα προγενέστερο του 2013 δεν θα ήταν αντιπροσωπευτικό του νέου σχήματος. Από τις ιστορικές πωλήσεις της περιόδου 2014-2017 εξήχθη ο ρυθμός με τον οποίο αυξάνονται οι πωλήσεις ετησίως (24,78%) κατά μέσο όρο.

| | | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|----------|--|------------|-------------|-------------|-------------|
| ΠΩΛΗΣΕΙΣ | | 80.667.766 | 127.630.162 | 1.46856.976 | 148.438.878 |

Με τη χρήση αυτού του μέσου ρυθμού αύξησης των πωλήσεων υπολογίστηκαν και οι προβλεπόμενες πωλήσεις της περιόδου 2018-2022. Ο λόγος για την επιλογή αυτή είναι η αναμενόμενη αύξηση των επενδύσεων που ανακοίνωσαν τα στελέχη της Calsberg, που θα επιτρέψει στην επιχείρηση να διατηρήσει τη δυναμική της και να αυξήσει τις πωλήσεις της και λόγω της αυξημένης εγχώριας ζήτησης λόγω τουρισμού αλλά και λόγω του εξαγωγικού προσανατολισμού που προωθείται.

Για τον υπολογισμό του προβλεπόμενου κόστους πωληθέντων αρχικά έγινε υπολογισμός με βάση τα ιστορικά στοιχεία της περιόδου 2014-2017 του μέσου όρου του κόστους πωληθέντων ως ποσοστό επί των πωλήσεων (62.32%) και στη συνέχεια με τη χρήση αυτού του μέσου όρου υπολογίστηκαν τα κόστη πωληθέντων για την περίοδο πρόβλεψης.

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|--|------------|------------|------------|------------|
| ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΘΕΝΤΩΝ | 47.820.915 | 76.271.441 | 93.309.013 | 99.040.765 |
| ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΘΕΝΤΩΝ (% επί των ΠΩΛΗΣΕΩΝ) | 59.28% | 59.75% | 63.53% | 66,7% |

Για τον υπολογισμό των προβλεπόμενων αποσβέσεων ακολουθήθηκε η εξής διαδικασία.

- Υπολογισμός με βάση τα ιστορικά στοιχεία του ρυθμού αύξησης των παγίων στοιχείων του Ενεργητικού.
- Υπολογισμός με τη χρήση αυτού του ρυθμού αύξησης των προβλεπόμενων και λαμβάνοντας παράλληλα υπόψη τις εξαγγελίες για μελλοντικές επενδύσεις των διοικήσεων των προβλεπόμενων τιμών των παγίων περιουσιακών στοιχείων.
- Υπολογισμός του λόγου Αποσβέσεων προς Πάγια της περιόδου 2014-2017 και η χρήση του μέσου όρου του λόγου αυτής της περιόδου για τον υπολογισμό των προβλεπόμενων αποσβέσεων.

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|---------------------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| FIXED ASSETS | 34.552.449 | 121.512.989 | 121.661.254 | 122.445.878 |
| DEPRECIATION/FIXED ASSETS | 15,74% | 8,04% | 8,08% | 8,08% |

Για τον υπολογισμό των προβλεπόμενων εξόδων διοίκησης και μάρκετινγκ υπολογίστηκε ο μέσος όρος του λόγου των εξόδων διοίκησης ως προς τις πωλήσεις για το χρονικό διάστημα από το 2014-2017. Κατά μέσο όρο τα έξοδα διοίκησης και μάρκετινγκ ανέρχονται στο 24,5% της αξίας των πωλήσεων και με τη χρήση αυτού του ποσοστού υπολογίστηκαν και τα προβλεπόμενα έξοδα διοίκησης ως ποσοστό επί των προβλεπόμενων πωλήσεων.

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|----------------------------------|----------|-----------|-----------|-----------|
| ΠΩΛΗΣΕΙΣ | 80667766 | 127630162 | 146856976 | 148438878 |
| ADMINISTRATIVE & MARKETING COSTS | 7201636 | 46103237 | 43471657 | 35239291 |

και με τη χρήση αυτού του ποσοστού υπολογίστηκαν και τα προβλεπόμενα έξοδα διοίκησης ως ποσοστό επί των προβλεπόμενων πωλήσεων.

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|----------------------------------|-------------|-------------|-----------|-----------|
| ΠΩΛΗΣΕΙΣ | 185231284.6 | 231143142.9 | 288434822 | 359926949 |
| ADMINISTRATIVE & MARKETING COSTS | 45562886.3 | 56856209.58 | 70948722 | 88534238 |

Με βάση τα παραπάνω στοιχεία είμαστε σε θέση να υπολογίσουμε τα κέρδη προ τόκων και φόρων της επιχείρησης και λαμβάνοντας υπόψιν ως φορολογικό συντελεστή το 29% τα κέρδη μετά φόρων της επιχείρησης παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα για την περίοδο πρόβλεψης.

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|----------------------------------|-------------|-------------|-----------|-----------|
| ΠΩΛΗΣΕΙΣ | 185231284.6 | 231143142.9 | 288434822 | 359926949 |
| ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΘΕΝΤΩΝ | 115445382.7 | 144059944.6 | 179766979 | 224324441 |
| DEPRECIATION | 22524309.89 | 22610683.97 | 22697389 | 22784427 |
| ADMINISTRATIVE & MARKETING COSTS | 45562886.3 | 56856209.58 | 70948722 | 88534238 |
| EBIT (ΚΠΤΦ) | 1698705.659 | 7616304.731 | 15021731 | 24283843 |
| NOPAT | 1206081.018 | 5407576.359 | 10665429 | 17241528 |

Για τον υπολογισμό των Ελεύθερων ταμειακών ροών της επιχείρησης προς το σύνολο των επενδυτών πρέπει επιπλέον να υπολογίσουμε τα Καθαρά έξοδα για αγορά παγίων στοιχείων. Για τον υπολογισμό αυτού του μεγέθους για την περίοδο πρόβλεψης 2018-2021 υπολογίστηκε

πρώτα η προβλεπόμενη αξία των παγίων στοιχείων και ο ιστορικός μέσος όρος του λόγου της αξίας αγοράς παγίων προς τα συνολικά πάγια για την περίοδο από το 2014-2017 που ήταν περίπου 10%. Στη συνέχεια η αξία της αγοράς παγίων στοιχείων για τη χρονική περίοδο της πρόβλεψης υπολογίστηκε με τη χρήση του ιστορικού ποσοστού ως το γινόμενο του ιστορικού ποσοστού αξίας αγοράς νέων παγίων προς συνολικά πάγια επί την προβλεπόμενη ετήσια συνολική αξία των παγίων.

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|------------------|-------------|-------------|-----------|-----------|
| FIXED ASSETS T+1 | 225481579.3 | 226346234.5 | 227214205 | 228085505 |
| NETCAPEX T+1 | 22548157.93 | 22634623.45 | 22721421 | 22808550 |

Τελευταίο βήμα για τον υπολογισμό των ελεύθερων ταμειακών ροών της επιχείρησης είναι ο υπολογισμός των μεταβολών στο Κεφάλαιο Κίνησης. Για τον υπολογισμό του παραπάνω μεγέθους χρησιμοποιήθηκε πάλι ο ιστορικός μέσος όρος της μεταβολής του Κεφαλαίου κίνησης ως ποσοστό επί των συνολικών πωλήσεων για την περίοδο 2014-2017 που ήταν περίπου 3%

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|--|-------------|-------------|-----------|----------|
| ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ | 22005507 | 34160074 | 47357838 | 45930935 |
| ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ | 17638220 | 27637853 | 25142912 | 27879886 |
| ΚΑΘΑΡΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ | 4367287 | 6522221 | 22214926 | 18051049 |
| ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΚΑΘΑΡΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ | 4367287 | 2154934 | 15692705 | -4163877 |
| ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΚΑΘΑΡΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ (% επί των ΠΩΛΗΣΕΩΝ) | 0.054139184 | 0.016884206 | 0.1068571 | - |

και οι μεταβολές του κεφαλαίου κίνησης για την περίοδο προβλέψεων υπολογίστηκαν με τη χρήση αυτού του ποσοστού επί των συνολικών προβλεπόμενων πωλήσεων.

Συνεπώς οι ελεύθερες ταμειακές ροές της επιχείρησης προς το σύνολο των επενδυτών για το πρώτο στάδιο της περιόδου πρόβλεψης βρίσκεται στον παρακάτω πίνακα.

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|----------------------------------|-------------|-------------|-----------|-----------|
| ΠΩΛΗΣΕΙΣ | 185231284.6 | 231143142.9 | 288434822 | 359926949 |
| ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΘΕΝΤΩΝ | 115445382.7 | 144059944.6 | 179766979 | 224324441 |
| DEPRECIATION | 22524309.89 | 22610683.97 | 22697389 | 22784427 |
| ADMINISTRATIVE & MARKETING COSTS | 45562886.3 | 56856209.58 | 70948722 | 88534238 |
| EBIT (ΚΠΤΦ) | 1698705.659 | 7616304.731 | 15021731 | 24283843 |
| NOPAT | 1206081.018 | 5407576.359 | 10665429 | 17241528 |
| DEPRECIATION | 22548157.93 | 22634623.45 | 22721421 | 22808550 |
| NETCAPEX T+1 | 22548157.93 | 22634623.45 | 22721421 | 22808550 |
| CHANGE IN NET WORKING CAPITAL | 6938269.847 | 8658005.598 | 10803999 | 13481903 |
| FCFF | -5732188.83 | -3250429.24 | -138569.8 | 3759624.9 |

Για τον υπολογισμό της υπολειμματικής αξίας της επιχείρησης που υπολογίζεται με έτος αναφοράς υπολογισμού το τέλος του πρώτου σταδίου της περιόδου πρόβλεψης υπολογίστηκαν οι ελεύθερες ταμειακές ροές του επόμενου έτους και γίνεται η υπόθεση της ετήσιας αύξησης των των ελεύθερων ταμειακών ροών στο διηνεκές διάστημα κατά με ρυθμό αύξησης $g = 3\%$.

| | 2022 |
|----------------------------------|-----------|
| FIXED ASSETS T+1 | 228960145 |
| NETCAPEX T+1 | 22896015 |
| Pro FORMA CASHFLOWS | |
| | 2022 |
| ΠΩΛΗΣΕΙΣ | 449139283 |
| ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΘΕΝΤΩΝ | 279926021 |
| DEPRECIATION | 22871799 |
| ADMINISTRATIVE & MARKETING COSTS | 110478541 |
| EBIT (ΚΠΤΦ) | 35862922 |
| NOPAT | 25462675 |
| DEPRECIATION | 22896015 |

| | |
|-------------------------------|-----------|
| NETCAPEX T+1 | 22896015 |
| CHANGE IN NET WORKING CAPITAL | 16823560 |
| FCFF | 8639115.4 |

Το τελικό στάδιο για τον υπολογισμό της αξίας της επιχείρησης είναι ο υπολογισμός του προεξοφλητικού επιτοκίου που θα χρησιμοποιηθεί για την προεξόφληση των αναμενόμενων μελλοντικών ελεύθερων ταμειακών ροών της επιχείρησης. Στο υπόδειγμα που έχουμε επιλέξει το επιτόκιο αυτό είναι το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου. Για τον υπολογισμό του χρειάζεται να λάβουμε υπ' όψιν το κόστος Ιδίων Κεφαλαίων της επιχείρησης, το κόστος δανεισμού της καθώς επίσης και την κεφαλαιακή της διάρθρωση.

Για τον υπολογισμό του κόστους ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης θα χρησιμοποιηθεί το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων. Σημαντικό στάδιο στον υπολογισμό του κόστους ιδίων κεφαλαίων είναι ο υπολογισμός του συντελεστή βήτα. Υπάρχουν διάφορες μεθοδολογίες υπολογισμού του συντελεστή βήτα. Στη συγκεκριμένη εργασία θα χρησιμοποιήσουμε τη μεθοδολογία bottom/up / Comparable betas. Ως βάση λαμβάνεται ο κλάδος ή οι συγκρίσιμες εταιρείες της επιχείρησης. Παρόλο που η μεθοδολογία αυτή είναι περισσότερο κατάλληλη όταν υπάρχει μεγάλος αριθμός επιχειρήσεων στον κλάδο και το τυπικό σφάλμα της παλινδρόμησης μειώνεται καθώς ο αριθμός αυτών των εταιρειών αυξάνεται, ωστόσο λόγω της ιδιαιτερότητας της ιστορικής εξέλιξης της Ολυμπιακής Ζυθοποιίας προτιμάται αυτή η μέθοδος που λαμβάνει ως βάση την άλλη μεγάλη εταιρεία του κλάδου με μακρόχρονη ιστορία έτσι ώστε αυτός ο συντελεστής να χρησιμοποιηθεί για όλο το χρονικό διάστημα της αξιολόγησης αντανακλώντας τη μακροχρόνια προοπτική της εταιρείας.

Τα στάδια αυτής της μεθοδολογίας είναι:

- Εύρεση του κλάδου επιχειρηματικής δραστηριότητας.
- Εύρεση του μέσου συντελεστή βήτα των συγκρίσιμων επιχειρήσεων
- Υπολογισμός του μέσου unlevered beta του κλάδου αφαιρώντας την επίδραση της μόχλευσης του κλάδου.

$$b_u = \frac{b_{L(\text{Comparables})}}{\left[1 - (1-T) \cdot \frac{D}{S(\text{Comparables})} \right]}$$

- Εύρεση του μοχλευμένου συντελεστή βήτα της επιχείρησης βάσει του δικού της δείκτη $\frac{D}{S}$

Χρησιμοποιώντας δευτερογενή δεδομένα από τη διπλωματική εργασία «ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΠΟΥ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΠΟΙΟΥΝΤΑΙ ΣΤΟΝ ΚΛΑΔΟ ΤΗΣ ΖΥΘΟΠΟΙΙΑΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ: ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ ΑΘΗΝΑΪΚΗΣ ΖΥΘΟΠΟΙΙΑΣ Α.Ε. ΚΑΙ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗΣ ΖΥΘΟΠΟΙΙΑΣ Α.Ε.» (Πετρόπουλος Δελλής Φώτιος, 2018) ο συντελεστής βήτα της Αθηναϊκής Ζυθοποιίας είναι 0,81. Επειδή η Αθηναϊκή Ζυθοποιία είναι μία επιχείρηση χωρίς δανειακά Κεφάλαια η τιμή του αυτή αντιστοιχεί στον αμόχλευτο συντελεστή βήτα μιας εταιρείας με ιστορική διαδρομή στον κλάδο της ζυθοποιίας, συνεπώς η τιμή αυτή αποτελεί μια σχετικά καλή προσέγγιση την οποία θα χρησιμοποιήσουμε και εδώ για τον υπολογισμό του συντελεστή βήτα και το κόστος Ιδίων Κεφαλαίων της Ολυμπιακής Ζυθοποιίας.

Για να υπολογίσουμε το συντελεστή βήτα της Ολυμπιακής Ζυθοποιίας θα κάνουμε χρήση της εξίσωσης Hamada που συνδέει την επίδραση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης με το συστημικό κίνδυνο και θα χρησιμοποιήσουμε ως τιμή του χωρίς μόχλευση συντελεστή βήτα της Ολυμπιακής Ζυθοποιίας τον comparable δείκτη της Αθηναϊκής. Ο μέσος όρος του δείκτη $\frac{\Xi\text{ENA}}{\text{ΙΔΙΑ}} = \frac{D}{S}$ της Ολυμπιακής Ζυθοποιίας κατά τη διάρκεια της περιόδου 2013 – 2018 είναι σύμφωνα με την κλαδική μελέτη της ICAP για τον κλάδο της Ζυθοποιίας 6,63. Συνεπώς ο μοχλευμένος συντελεστής βήτα της Ολυμπιακής Ζυθοποιίας θα είναι:

$$b_L = b_U \cdot \left[1 + (1 - T) \cdot \frac{D}{S} \right] = 0,81 \cdot \left[1 + (1 - 0,29) \cdot 6,63 \right] = 4,623$$

Πρέπει πάντα να έχουμε υπόψιν ότι αυτή τη τιμή του συντελεστή βήτα είναι μία εκτίμηση με βάση τα διαθέσιμα δεδομένα και τις υποθέσεις που έχουμε κάνει και επιπλέον πρέπει να έχουμε υπόψιν και τα προβλήματα που παρουσιάζει ο υπολογισμός του συντελεστή βήτα με βάση την ανωτέρω μεθοδολογία που είναι

- Το υψηλό τυπικό σφάλμα
- Το γεγονός ότι ο εκτιμημένος συντελεστής αντανάκλα το ιστορικό μίγμα των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων της επιχείρησης και όχι το τωρινό ή το μελλοντικό.
- Όπως επίσης και ότι αντανάκλα τη μέση ιστορική χρηματοοικονομική μόχλευση της επιχείρησης και όχι την τωρινή ή την μελλοντική. Ειδικά στην περίπτωση της Ολυμπιακής

Ζυθοποιίας ο βαθμός της χρηματοοικονομικής μόχλευσης είναι μεγάλος και δεν θα μπορεί να διατηρηθεί σε αυτό το επίπεδο για μεγάλο χρονικό διάστημα. Έχει νόημα προς το παρόν από στρατηγικής άποψης διότι η εταιρεία βρίσκεται στο στάδιο της ανάπτυξης όπου προσπαθεί να κερδίσει όλο και μεγαλύτερα μερίδια της εγχώριας και της διεθνούς αγοράς όμως όταν περάσει στο στάδιο της ωριμότητας τότε θα πρέπει ο βαθμός χρηματοοικονομικής μόχλευσης να αποκλιμακωθεί.

Το χωρίς κίνδυνο επιτόκιο που αντιστοιχεί στις αποδόσεις του ελληνικού δεκαετούς ομολόγου σύμφωνα με στοιχεία που ανακτήθηκαν από το site της εφημερίδας Ναυτεμπορική στις 22/09/2019 είναι 1,36%.

Η ανταμοιβή κινδύνου του χαρτοφυλακίου της αγοράς (Market Risk premium/MRP) για το ελληνικό χρηματιστήριο ήταν στις 22/09/2019 σύμφωνα με την ιστοσελίδα

market – risk premia.com ίσο με 9,486%.

Συνεπώς το κόστος Ιδίων κεφαλαίων της Ολυμπιακής Ζυθοποιίας σύμφωνα με το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων θα είναι.

$$r_{S_L} = r_f + b(r_M - r_f) = 0,0136 + 4,623 \cdot 0,09486 = 0,452$$

Οι δανειακές υποχρεώσεις της Ολυμπιακής ζυθοποιίας περιλαμβάνουν ομολογιακό δάνειο αρχικού ποσού 62.269.343 ευρώ που υπεγράφη την 17/04/2015 με διαχειρίστρια την τράπεζα Alpha Bank και ημερομηνία λήξης την 31/12/2021 με υπόλοιπο κατά την 31/12/2018 ύψους 41,000,000. Το ομολογιακό δάνειο καλύπτεται από τον όμιλο Calsberg. Επιπλέον ο μακροπρόθεσμος δανεισμός της επιχείρησης περιλαμβάνει ενδο - ομιλικό δάνειο ύψους 17.000.000 ευρώ βάση σύμβασης που υπεγράφη την 27/12/2018 και ημερομηνία λήξεως την 27/12/2022. Τέλος περιλαμβάνει επίσης έναν αλληλόχρεο λογαριασμό με την τράπεζα Citibank με το υπόλοιπο την 31/12/2018 να είναι 21.266151 ο οποίος καλύπτεται με εγγύηση από τη μητρική εταιρεία. Ο μέσος όρος του επιτοκίου δανεισμού της εταιρείας για το έτος 2018 υπολογίζεται στο 8,91%.

Από τον μέσο όρο του δείκτη μόχλευσης $\frac{\Xi\text{ENA}}{\text{ΙΔΙΑ}} = 6,63$ μπορούμε να υπολογίσουμε το ποσοστό

συμμετοχής των ιδίων κεφαλαίων (w_s) και το ποσοστό συμμετοχής ξένων Κεφαλαίων (w_D) ως εξής:

$$\text{ΙΔΙΑ} + \text{ΞΕΝΑ} = \text{ΣΥΝΟΛΙΚΑ}$$

$$\Rightarrow \frac{\text{ΙΔΙΑ}}{\text{ΙΔΙΑ}} + \frac{\text{ΞΕΝΑ}}{\text{ΙΔΙΑ}} = \frac{\text{ΣΥΝΟΛΙΚΑ}}{\text{ΙΔΙΑ}}$$

$$\Rightarrow 1 + 6,63 = \frac{\text{ΣΥΝΟΛΙΚΑ}}{\text{ΙΔΙΑ}}$$

$$\Rightarrow 7,63 = \frac{\text{ΣΥΝΟΛΙΚΑ}}{\text{ΙΔΙΑ}}$$

$$\Rightarrow \frac{1}{7,63} = \frac{\text{ΙΔΙΑ}}{\text{ΣΥΝΟΛΙΚΑ}} = w_s = 0,131$$

Από τη σχέση που συνδέει τα ποσοστά ιδίων και ξένων κεφαλαίων μπορούμε να βρούμε το ποσοστό συμμετοχής των ξένων κεφαλαίων ως εξής:

$$w_s + w_D = 1 \Rightarrow w_D = 1 - w_s = 1 - 0,131 = 0,896$$

Συνεπώς με βάση τα παραπάνω δεδομένα είμαστε πλέον σε θέση να υπολογίσουμε το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης το διαμορφώνεται ως εξής:

$$wacc = w_s r_s + w_D r_D (1 - T) = 0,131 \cdot 0,452 + 0,896 \cdot 0,0891 \cdot (1 - 0,29) = 0,1159$$

Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου θα αποτελέσει το προεξοφλητικό επιτόκιο με το οποίο θα προ εξοφληθούν οι ελεύθερες ταμειακές ροές της επιχείρησης για να υπολογιστεί η αξία της.

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---------------|-------------|-------------|-----------|-----------|-----------|
| FCFF | -5732188.83 | -3250429.24 | -138569.8 | 3759624.9 | 8639115.4 |
| DF | 0.896137647 | 0.803062682 | 0.7196547 | 0.6449097 | |
| PVFCFF | -5136830.21 | -2610298.42 | -99722.4 | 2424618.5 | 64859710 |

Η αξία της επιχείρησης σύμφωνα με τον τύπο της μεθόδου αποτίμησης ελεύθερων ταμειακών ροών και με την υπόθεση της σταθερής αύξησης στο διηνεκές στο ύψος του 3% είναι.

$$V_F = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+wacc)^t} + \frac{FCFF_T}{(1+wacc)^T} + T \cdot D =$$

$$= \frac{-5732188.83}{(1+0,1159)} - \frac{3250429.24}{(1+0,1159)^2} - \frac{138569.8}{(1+0,1159)^3} + \frac{3759624.9}{(1+0,1159)^4} + \frac{8639115.4}{(1+0,1159)^4} + 0,29 \cdot 105.050.000$$

$$= 59.437.477,4 + 30.464.500 = 89.902.000$$

Η παραπάνω αξία αφορά τη συνολική αξία της επιχείρησης. Η αξία της επιχείρησης που αντιστοιχεί στους μετόχους μπορεί να υπολογιστεί αν από την παραπάνω αξία αφαιρέσουμε τη συνολική αξία του δανεισμού της επιχείρησης και προσθέσουμε την τρέχουσα αξία των καταθέσεων.

$$V_s = V - (D + Cash) + T \cdot D = 59.437.477 - (81.000.000) + 30464500 = 8.902.000$$

Από την παραπάνω αξία το 49% ανήκε ήδη στην εταιρεία Carlsberg συνεπώς το αντίτιμο εξαγοράς αφορά το υπόλοιπο 51% δηλαδή εκτιμάται στο ύψος των 4.540.000 ευρώ. Το αντίτιμο εξαγοράς του υπόλοιπου 51% της Ολυμπιακής ζυθοποιίας δεν ανακοινώθηκε από τον όμιλο Carlsberg ούτε από την επιχείρηση που εξαγοράστηκε κάτι το οποίο θα μας επέτρεπε να βγάλουμε χρήσιμα συμπεράσματα σε ότι αφορά τις προσδοκίες των επενδυτών ή τυχόν σφάλματα που μπορεί να περιλαμβάνονται στην παραπάνω αποτίμηση.

ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΥΑΙΣΘΗΣΙΑΣ

Το παραπάνω αποτέλεσμα υποθέτουμε ότι μας δίνει τη δίκαιη αποτίμηση της εταιρείας με βάση τις μελλοντικές χρηματικές της ροές όμως πρέπει να επισημάνουμε ότι η τιμή αυτή βρέθηκε έχοντας κάνει συγκεκριμένες υποθέσεις για κάποιες μεταβλητές εισόδου όπως για παράδειγμα το επιτόκιο ή το ρυθμό αύξησης των χρηματικών ροών της επιχείρησης. Αν η πρόβλεψη που έχουμε κάνει για τις τιμές αυτές δεν είναι η σωστή τότε η αποτίμηση της επιχείρησης θα είναι εσφαλμένη και αυτό το κόστος θα το επωμιστούν οι μέτοχοι της επιχείρησης και οι δανειστές της.

Είναι λοιπόν προτιμότερο αντί να έχουμε υπ' όψιν μόνο μία τιμή αποτίμησης, να υπολογίσουμε ένα εύρος δυνατικών τιμών κάθε μία από τις οποίες θα έχει προκύψει εισάγοντας μία διαφορετική τιμή στις κρίσιμες μεταβλητές εισόδου. Η τεχνική αυτή ονομάζεται ανάλυση ευαισθησίας. Πιο συγκεκριμένα ανάλυση ευαισθησίας είναι η τεχνική που χρησιμοποιείται για να προσδιοριστεί πώς ο τρόπος και το μέγεθος μεταβολής μιας ανεξάρτητης μεταβλητής θα επηρεάσει μια συγκεκριμένη εξαρτημένη μεταβλητή υπό ένα δεδομένο σύνολο υποθέσεων. Είναι ένας τρόπος να προβλέψουμε τι θα συμβεί στην αποτίμηση που διενεργούμε αν κάποια από τις αρχικές προβλέψεις μας αλλάξει.

Στην παρούσα εργασία η τιμή για την αξία της επιχείρησης υπολογίστηκε με βάση τις υποθέσεις που έγιναν για τον υπολογισμό του συντελεστή βήτα της επιχείρησης και το μέσο σταθμικό κόστος της που υπολογίστηκε στο επίπεδο του 11,59%. Αν για μία σειρά από εξωγενείς λόγους το επιτόκιο αυτό αλλάξει το αποτέλεσμα θα είναι μία διαφορετική τιμή για την παρούσα αξία των

μελλοντικών χρηματικών ροών της επιχείρησης. Το ίδιο θα συμβεί και στην περίπτωση που η υπόθεση που έχουμε κάνει όσον αφορά το ρυθμό αύξησης των μελλοντικών χρηματικών ροών είναι διαφορετική από την «πραγματική». Στον παρακάτω πίνακα εμφανίζονται οι αποτιμήσεις για τις ίδιες ταμειακές ροές αν αλλάξουν οι τιμές για δύο από τις βασικές μεταβλητές προσδιορισμού της αξίας. Του ρυθμού αύξησης των ταμειακών ροών (g%) και του προεξοφλητικού επιτοκίου (wacc%).

| g% | 1% | 2% | 3% | 4% | 5% |
|-------------------|---------------|---------------|------------|------------|-------------|
| Value of the firm | 77.652.740,39 | 83.138.712,54 | 89.901.977 | 98.447.394 | 109.586.260 |
| (wacc)% | 9% | 10% | 11,59% | 12% | 13% |
| Value of the firm | 127.028.987,8 | 109.325.622,9 | 89.901.977 | 86.049.420 | 78.041.329 |

Σύμφωνα με τους υπολογισμούς που παρουσιάζονται στον πίνακα για ένα εύρος μεταβολής των τιμών της μεταβλητής (g%) μεταξύ (1%,5%) το εύρος τιμών της αξίας αποτίμησης της επιχείρησης είναι (77.652.740,109.586.260). Παρατηρούμε ότι πρόκειται για μια πολύ μεγάλη διαφορά μεταξύ των δύο άκρων. Δηλαδή για ένα εύρος τιμών της τάξης του 4% για τη μεταβλητή εισόδου g% το εύρος αποτίμησης της αξίας της επιχείρησης είναι 31.933.520 ευρώ. Στον υπολογισμό των παραπάνω αποτελεσμάτων η τιμή του προεξοφλητικού επιτοκίου διατηρήθηκε σταθερή.

Παρόμοια είναι τα αποτελέσματα αν μεταβάλουμε τις τιμές του προεξοφλητικού επιτοκίου διατηρώντας το ρυθμό αύξησης σταθερό. Παρατηρούμε ότι για ένα εύρος μεταβολής της τιμής του προεξοφλητικού επιτοκίου ίσο με 4% το εύρος τιμών αποτίμησης της συνολικής αξίας της εταιρείας είναι 48.987.658 ευρώ.

Από την παραπάνω ανάλυση προκύπτει ότι η σωστή αποτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης και κατ' επέκταση το δίκαιο τίμημα εξαγοράς εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τις υποθέσεις που θα κάνουμε ως προς τις τιμές που θα δοθούν στις κρίσιμες μεταβλητές αξίας. Επειδή μια τέτοια ακριβής πρόβλεψη είναι σχεδόν αδύνατη θα ήταν προτιμότερο στην ανάλυση αποτίμησης να ληφθούν υπόψιν διαφορετικά σενάρια υποθέσεων για τις δυνατές τιμές που μπορούν να λάβουν οι κρίσιμες μεταβλητές αξίας. Η τεχνική αυτή ονομάζεται ανάλυση σεναρίων και είναι συμπληρωματική της ανάλυσης ευαισθησίας.

Στην ανάλυση ευαισθησίας υπολογίζεται η αποτίμηση μιας εταιρείας όταν αλλάζει η τιμή μιας μεταβλητής και όταν οι τιμές όλων των υπόλοιπων μεταβλητών παραμένουν σταθερές. Στην ανάλυση σεναρίων επιτρέπεται η ταυτόχρονη μεταβολή παραπάνω της μίας μεταβλητής για να

μελετηθεί η επίδραση της κάθε μιας από αυτές σε διαφορετικές κατευθύνσεις και μεγέθη επί της τιμής της αξίας της επιχείρησης. Στη συνέχεια ο αναλυτής σταθμίζει την αξία της επιχείρησης που έχει προκύψει από κάθε σενάριο με μια πιθανότητα πραγματοποίησης του εκάστοτε σεναρίου και η τελική τιμή αποτίμησης της αξίας προκύπτει από το σταθμικό μέσο όρο των επιμέρους αξιών που έχουν υπολογιστεί για κάθε σενάριο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

4.1 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ – ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑ

Στόχος της παρούσας εργασίας ήταν η προσπάθεια αποτίμησης του δίκαιου τιμήματος εξαγοράς της εταιρείας στόχου ΟΛΥΜΠΙΑΚΗΣ ΖΥΘΟΠΟΙΙΑΣ Α.Ε. από τη θυγατρική εταιρεία της δανέζικης πολυεθνικής εταιρείας Carlsberg Μύθος Α.Ε. Οι εταιρείες Μύθος και Ολυμπιακή ζυθοποιία ήταν η δεύτερη και τρίτη εταιρεία αντίστοιχα με κριτήριο το ποσοστό του μεριδίου αγοράς που κατείχαν στην εγχώρια αγορά μπίρας πριν τη συγχώνευσή τους σε μία. Η συνένωση των δύο επιχειρήσεων ήταν φιλική και ήρθε για να ολοκληρώσει την αρχική συγχώνευση των δύο εταιρειών που είχε γίνει το 2010. Η εξαγορά του υπόλοιπου ποσοστού της Ολυμπιακής Ζυθοποιίας από την Carlsberg έγινε με τη μέθοδο εξαγοράς με χρήση δανειακών κεφαλαίων και αυτός είναι ο λόγος που παρατηρείται ο μεγάλος συντελεστής δανειακής μόχλευσης στην Ολυμπιακή Ζυθοποιία. Μετά τη συγχώνευση η εταιρεία που προέκυψε αποτελεί πλέον τη δεύτερη μεγαλύτερη εταιρεία του κλάδου σε ποσοστό μεριδίου αγοράς κατέχοντας το 30% περίπου του εγχώριου μεριδίου, πίσω μόνο από την Αθηναϊκή Ζυθοποιία που είναι θυγατρική μιας άλλης μεγάλης πολυεθνικής εταιρείας της Heineken.

Η δίκαιη αποτίμηση του τιμήματος εξαγοράς αποτελεί πολύ σημαντική παράμετρο στις συγχωνεύσεις/εξαγορές διότι αν προσδιοριστεί σωστά τότε η επένδυση οδηγεί σε αμοιβαία οφέλη τόσο για τους μετόχους της απορροφούσας εταιρείας όσο και τους μετόχους της απορροφούμενης και γενικότερα μπορούμε να αξιολογήσουμε εάν το αντίτιμο εξαγοράς που σε τελική ανάλυση είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης είναι υποτιμημένο ή υπερτιμημένο.

Η αποτίμηση στην παρούσα εργασία έγινε με τη μέθοδο των ελεύθερων ταμειακών ροών σε ένα υπόδειγμα δύο σταδίων. Η μέθοδος απαιτεί ως μεταβλητές εισόδου τις προβλέψεις των ταμειακών ροών προς όλους τους επενδυτές καθώς επίσης και εκτιμήσεις για το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου που αποτελεί το προεξοφλητικό επιτόκιο με το οποίο υπολογίζεται η παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών. Το πρόβλημα με αυτή τη μέθοδο αποτίμησης είναι ότι η τελική τιμή που δίνει ως αποτέλεσμα εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τις υποθέσεις που θα κάνει κάποιος αναλυτής όσον αφορά τις μεταβλητές προσδιορισμού της αξίας (value drivers) που καθορίζουν τελικά τις εκτιμήσεις για την εξέλιξη των μελλοντικών ταμειακών ροών της επιχείρησης. Επιπρόσθετα οι υποθέσεις για τις τιμές των μεταβλητών προσδιορισμού αξίας έχουν

γίνει με βάση ιστορική εξέλιξη των τιμών τους η οποία μπορεί να διαφέρει αρκετά από τις μελλοντικές τιμές που θα πραγματοποιηθούν. Αν και καμία μέθοδος δεν είναι ικανή να προβλέψει τις μελλοντικές τιμές των καθαρών ταμειακών ροών το γεγονός ότι το αποτέλεσμα του τιμήματος αποτίμησης εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από υποθέσεις που δεν μπορούν να προσδιοριστούν με βεβαιότητα και ακρίβεια αποτελεί ένα σοβαρό μειονέκτημα αυτής της μεθόδου. Για το λόγο αυτό είναι προτιμότερο να υπολογιστεί ένα εύρος «δίκαιων» αποτιμήσεων λαμβάνοντας ως υπόθεση κάθε φορά διαφορετική τιμή σε κάθε μεταβλητή προσδιορισμού αξίας. Η μέθοδος αυτή ονομάζεται ανάλυση ευαισθησίας και συμπληρώνεται ακόμη καλύτερα με την ανάλυση σεναρίων. Στην ανάλυση σεναρίων μπορούμε να δώσουμε διαφορετικές τιμές σε όλες τις μεταβλητές προσδιορισμού αξίας ταυτόχρονα, ενώ στην ανάλυση ευαισθησίας αλλάζει μόνο ένας παράγοντας θεωρώντας όλους τους άλλους παράγοντες σταθερούς. Με τη δημιουργία σεναρίων μπορεί να προσδιοριστεί το τίμημα με μεγαλύτερο βαθμό ρεαλισμού σταθμίζοντας με μεγαλύτερη πιθανότητα το σενάριο που θεωρείται πιο πιθανό να επιτευχθεί. Βέβαια και αυτή η επιλογή προϋποθέτει γνώση της κατανομής πιθανοτήτων των σεναρίων κάτι που δεν υπάρχει οπότε η επιλογή των σταθμίσεων είτε βασίζεται σε μεθόδους που χρησιμοποιούν ιστορικά στοιχεία είτε βασίζεται στην εμπειρία του αναλυτή και την υποκειμενική του κρίση.

Η μέθοδος αποτίμησης που επελέγη στην παρούσα εργασία σε καμία περίπτωση δεν μπορεί να δώσει απαντήσεις σε όλα τα πολύπλευρα ερωτήματα που έχουν σχέση με μία συγχώνευση/εξαγορά για το λόγο αυτό η ανάλυση πρέπει να πλαισιώνεται και από άλλες τεχνικές για την πληρέστερη κατανόηση και αποτίμηση μιας εξαγοράς. Για παράδειγμα για να διαπιστώσουμε εάν μία εξαγορά συγχώνευση βελτιώνει την αποτελεσματικότητα μιας επιχείρησης μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε την μέθοδο της *balanced scorecard*. Η μέθοδος αυτή σύμφωνα με την εργασία των (Oghunwu & Omoje, A 2016) χρησιμοποιεί τις 5 διαστάσεις της αποτελεσματικότητας που είναι η χρηματοοικονομική αποτελεσματικότητα, η διαδικασία εκμάθησης και η ανάπτυξη, η ικανοποίηση των πελατών, οι εσωτερικές εταιρικές διαδικασίες και το εξωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης. Το εύρημα της εν λόγω έρευνας είναι ότι οι συγχωνεύσεις εξαγορές έχουν στατιστικά σημαντικές βελτιώσεις στις διαστάσεις της χρηματοοικονομικής αποτελεσματικότητας, της διαδικασίας εκμάθησης και της ανάπτυξης και της ικανοποίησης των πελατών.

Άλλη μια τεχνική που όμως στοχεύει στο κομμάτι της αποδοτικότητας είναι η τεχνική της περιβάλλουσας ανάλυσης δεδομένων. Η DEA είναι μια μέθοδος γραμμικού προγραμματισμού που έχει τη δυνατότητα να ενσωματώσει ένα μεγάλο αριθμό εισροών και εκροών (Donthu & Yoo, 1998; Cook & Seiford, 2009). Η Περιβάλλουσα Ανάλυση Δεδομένων (ΠΑΔ) είναι μια σχετικά νέα

μέθοδος για την σύγκριση της αποδοτικότητας των οργανισμών, με σκοπό τον προσδιορισμό των πηγών μη αποτελεσματικότητας και την βελτίωση τους αν είναι δυνατό, προκειμένου να ανταπεξέλθουν καλύτερα στο ανταγωνιστικό περιβάλλον. Η πρώτη εφαρμογή της μεθόδου ήταν το 1978 τους Charnes, Cooper και Rhodes για την εκτίμηση της σχετικής αποδοτικότητας του Δημόσιου τομέα.. Στην κατασκευή του συνόρου αποδοτικότητας δεν απαιτείται ο προσδιορισμός μιας συγκεκριμένης συνάρτησης παραγωγής και βασίζεται σε πραγματικές παρατηρήσεις εισροών- εκροών τις οποίες μετράμε στις φυσικές τους κλίμακες. Ως αποδοτικότητα μιας μονάδας μπορεί να οριστεί η ικανότητα της να μετασχηματίζει αποτελεσματικά τους διαθέσιμους πεπερασμένους πόρους που λαμβάνει (εισροές-inputs) και να τους μετατρέψει σε προϊόντα ή υπηρεσίες (εκροές-outputs). Ο μηχανισμός παραγωγής από τις εισροές στις εκροές είναι άγνωστος και δεν απασχολεί την μέθοδο την οποία θα αναλύσουμε.

Η μεθοδολογία προσδιορίζει τις μονάδες με μέγιστη αποδοτικότητα (δηλαδή, σχετική αποδοτικότητα 100% των πόρων τους) και με βάση αυτές σχηματίζει το σύνορο αποδοτικότητας της επιχείρησης. Η ουσία της ανάλυσης είναι η εύρεση της καλύτερης υποθετικής μονάδας για κάθε πραγματική μονάδα. Αν η υποθετική μονάδα είναι καλύτερη από την πραγματική δηλαδή παράγει περισσότερες εκροές με τις ίδιες εισροές ή παράγει τις ίδιες εκροές με λιγότερες εισροές τότε η πραγματική μονάδα είναι μη αποδοτική. Η μέθοδος της περιβάλλουσας ανάλυσης δεδομένων μπορεί να χρησιμοποιηθεί συμπληρωματικά στην αξιολόγηση για τη διαπίστωση της βελτίωσης ή μη της αποδοτικότητας της επιχείρησης μετά τη συγχώνευση.

Συνεπώς προτείνεται η αξιολόγηση με μοντέλα προεξόφλησης ταμειακών ροών να συμπληρώνονται και από τεχνικές μέτρησης της αποτελεσματικότητας και της αποδοτικότητας πριν και μετά από μια συγχώνευση έτσι ώστε να εντοπίζονται οι πηγές από τις οποίες προκύπτουν τα οφέλη των συνεργειών και να αξιολογείται με μεγαλύτερη ακρίβεια πως έχουν αυτές κατανεμηθεί μεταξύ των επενδυτών.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Abrams J. (2000) Quantitative Business Valuation – A Mathematical Approach for Today’s Professionals , McGraw – Hill
2. Arnold G. (2005) The Handbook of Corporate Finance – A business companion to Financial Markets decisions and techniques , Pearson Education Limited
3. Arnold G. (2012) Corporate Financial Management ,5th Edition , Pearson Education Limited
4. Agrawal A., Jaffe J. F., Mandelker G. N. (1992) The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly. *The Journal of Finance*. 47 (4), 1605-1621.
5. Berk B.J. , DeMarzo P. (2017) Corporate Finance, 4th edition, Pearson Education
6. Boesecke K. (2009) Value Creation in Mergers, Acquisitions, and Alliances. Germany, Gabler
7. Cartwright S. & Schoenberg R. (2006) 30 years of Mergers and Acquisitions research: Recent Advances and future opportunities. *British Journal of Management*. 17 (S1), S1-S5.
8. DePamphilis D. (2010) Mergers , Acquisitions and other Restructuring activities -An integrated approach to Process, Tools, Cases and Solutions , 5th Edition, Academic Press Advanced Finance Series, Elsevier
9. Damoradan A. (2005) The value of synergy, Notes Stern School of business
10. Elton E. J & Gruber M. J. & Brown S. J. & Goetzmann W. N. Modern Portfolio Theory and Investment Analysis. 9th Edition, New Jersey, John Wiley & Sons.
11. Farrell, J. and Shapiro, C. (1990): “Horizontal Mergers: An Equilibrium Analysis,” *American Economic Review*, 107
12. Ferrer R. C. & Tang A. The Impact of Merger and Acquisition, Financial Ratios on Stock Price among the Industrial Firms in the Philippines. De La Salle University, Manila, Philippines.
13. Gaughan P. Mergers (2007) Acquisitions and Corporate restructurings 4th Edition John Wiley & Sons
14. Healy P. M. & Palepu K. G. & Ruback R. S. (1990) *Does Corporate Performance Improve after Mergers?*, Working Paper #3149-90 – Alfred P. Sloan School of Management, Massachusetts Institute of Technology.
15. Hill A. (2008), Strategic Financial Management, Author Finance and Ventus Publishing

16. Ketz E, J. (2000) Do Mergers and Acquisitions Add Any Real Value? *Journal of Corporate Accounting & Finance*. 11 (2), 31-33. Available from: doi: 10.1002(sici)1097-0053(200001_02)11_2_31__aid-jcaf7_3.0.co;2-p.
17. Martynova M. & Renneboog L. (2008) A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand? *Journal of Banking and Finance*. 32 (10), 2148–2177. Available from: doi 10.1016_j.jbankfin.2007.12.038.
18. Oghuvwu, M. E., & Omoye, A.S. (2016) Mergers, Acquisitions and Corporate performance: The balanced scorecard approach, *Accounting and finance Research Vol 5, No4*
19. Rappaport, A. (1998) *Creating Shareholder Value*. New York: Free Press. Revised and updated. Chapter 8 provides a shareholder value perspective on mergers.
20. Reilly F. & Brown K. (2002) *Investment Analysis & Portfolio Management*, South Western Thompson Learning
21. Ruback S. R. & Jensen M. (1983) The Market for Corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, 11 , 5-50
22. Shleifer A. & Vishny R. W. (1988) Value Maximization and the Acquisition Process. *The Journal of Economic Perspectives*, 2 (1), 7-20. Available from: <http://www.jstor.org/stable/1942737> [Accessed: 24/06/2014 22:47].
23. Stigler G. J. (1950) Monopoly and Oligopoly by Merger. *The American Economic Review*. In: *Papers and Proceedings of the Sixty-second Annual Meeting of the American Economic Association*, 40 (2), 23-34. Available from: <http://www.jstor.org/stable/1818020> [Accessed: 28/06/2014 09:14].
24. Zhu J. (2009) *Quantitative Models for Performance Evaluation and Benchmarking - Data Envelopment Analysis with Spreadsheets*. Int. series in operations research & management science. Second Edition, New York, Springer Science + Business Media.

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Αντωνάκης Ερρίκος, Καραμάνου Ζέτα (2015), Η ανάλυση ευαισθησίας στη λήψη επιχειρηματικών αποφάσεων, Πτυχιακή Εργασία
2. Κυριαζής Δημήτριος , (2016) Συγχωνεύσεις και Εξαγορές, Β' έκδοση, Εκδόσεις Διπλογραφία.
3. Ντάμπο Μαρία, Παναγιωτακοπούλου Καλλιόπη (2016), Ανάλυση και σύγκριση οικονομικών καταστάσεων των εταιρειών Αθηναϊκή Ζυθοποιία Α.Ε. και Μύθος Ζυθοποιία Α.Ε. Διπλωματική Εργασία
4. Πετρόπουλος Δελλής Φώτιος, Χαρίτου Στεφάνου Μελίτα, (2018) Χρηματοοικονομική ανάλυση εταιρειών που δραστηριοποιούνται στον κλάδο της ζυθοποιίας στην Ελλάδα:

Αποτίμηση και ανάλυση οικονομικών καταστάσεων Αθηναϊκή Ζυθοποιία Α.Ε και Ολυμπιακής ζυθοποιίας Α.Ε., Διπλωματική Εργασία.

ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ

<https://www.athenianbrewery.gr/>

<https://www.naftemporiki.gr/finance/spreads>

<http://www.market-risk-premia.com/market-risk-premia.html>

<https://olympicbrewery.gr/>

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1 : ΑΠΟΔΕΙΞΗ ΤΟΥ CAPM

Με αφετηρία τη σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου του Markowitz και την γραμμή κεφαλαιαγοράς θα δώσουμε την απόδειξη του υποδείγματος αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων.

Η εξίσωση της γραμμής κεφαλαιαγοράς είναι

$$E(r_p) = r_f + \frac{r_M - r_f}{\sigma_M} \cdot \sigma_p \quad (1)$$

Η εξίσωση της γραμμής κεφαλαιαγοράς δίνει τη σχέση μεταξύ απόδοσης και κινδύνου για οποιοδήποτε αποτελεσματικό χαρτοφυλάκιο όμως δεν μας πληροφορεί για τον τρόπο υπολογισμού της αναμενόμενης απόδοσης ενός οποιοδήποτε μη αποδοτικού χαρτοφυλακίου. Αυτό το κενό έρχεται να καλύψει το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων που με βάση κάποιες υποθέσεις που αφορούν την ισορροπία της αγοράς και των επενδυτών δίνει μία σχέση της απόδοσης και του συστημικού κινδύνου οποιοδήποτε χαρτοφυλακίου είτε είναι αποτελεσματικό είτε μη αποτελεσματικό.

Υποθέσεις CAPM

1. Δεν υπάρχουν κόστη συναλλαγών
2. Τα περιουσιακά στοιχεία μπορούν να διαιρεθούν απείρως
3. Δεν υπάρχουν προσωπικοί φόροι εισοδήματος
4. Όλοι οι επενδυτές είναι λήπτες τιμών
5. Επιτρέπονται απεριόριστες ανοιχτές πωλήσεις και δανεισμός με επιτόκιο την απόδοση χωρίς κίνδυνο
6. Όλοι οι επενδυτές κάνουν τις επιλογές τους με κριτήριο την αναμενόμενη απόδοση και διακύμανση των αποδόσεων και έχουν ομογενείς προσδοκίες.

Κατασκευάζουμε ένα χαρτοφυλάκιο που αποτελείται από ένα περιουσιακό στοιχείο i μη - αποτελεσματικό στην εφικτή περιοχή του συνόρου χαρτοφυλακίων και το συνδυάζουμε με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς με σταθμίσεις $(\alpha, 1-\alpha)$ όπου $\alpha \in [0,1]$.

Η απόδοση αυτού του χαρτοφυλακίου είναι συνάρτηση της παραμέτρου α .

$$E[r(\alpha)] = a \cdot r_i + (1-a)r_M \quad (2)$$

Καθώς οι τιμές της παραμέτρου α παίρνει τιμές στο πεδίο ορισμού της τα χαρτοφυλάκια που δημιουργούνται διαγράφουν μια καμπύλη στην εφικτή περιοχή με συντεταγμένες $\alpha \rightarrow (\sigma(\alpha), r(\alpha))$

Η διακύμανση ενός τέτοιου χαρτοφυλακίου δίνεται από τη σχέση

$$\sigma^2(\alpha) = \alpha^2 \sigma_i^2 + (1-a)\sigma_M^2 + 2a(1-a)\text{Cov}(r_M, r_i) \quad (3)$$

Όταν ,

$$\alpha = 0 \Rightarrow (\sigma(0), r(0)) = (\sigma_M, r_M)$$

$$\alpha = 1 \Rightarrow (\sigma(1), r(1)) = (\sigma_i, r_i)$$

Καθώς η παράμετρος α μειώνεται από την ανώτερη τιμή του πεδίου ορισμού της προς την κατώτερη τιμή διαγράφεται μια καμπύλη του συνόρου των χαρτοφυλακίων του i, M η οποία εφάπτεται στην CML στο χαρτοφυλάκιο M. Δηλαδή η κλίση της καμπύλης χαρτοφυλακίων στο σημείο M είναι ίδια με την κλίση της CML.

Slope X/ Φ = Slope CML

$$\frac{dr(\alpha)}{d\sigma(\alpha)} = \frac{r_M - r_P}{\sigma_M} \quad (4)$$

$$\frac{dr(\alpha)}{d\sigma(\alpha)} = \frac{dr(\alpha)/da}{d\sigma(\alpha)/da} = \frac{r_i - r_M}{\frac{\text{Cov}(r_M, r_i) - \sigma_M^2}{\sigma_M}} \quad (5)$$

$$\begin{aligned}
& \stackrel{(4)}{\Rightarrow} \frac{r_i - r_M}{\stackrel{(5)}{Cov(r_M, r_i) - \sigma_M^2}} = \frac{r_M - r_f}{\sigma_M} \\
& \Leftrightarrow \frac{\sigma_M \cdot (r_i - r_M)}{Cov(r_M, r_i) - \sigma_M^2} = \frac{r_M - r_f}{\sigma_M} \Leftrightarrow r_i - r_M = \frac{r_M - r_f}{\sigma_M^2} \cdot (Cov(r_M, r_i) - \sigma_M^2) \\
& \Leftrightarrow r_i = r_M + \frac{r_M}{\sigma_M^2} \cdot (Cov(r_M, r_i) - \sigma_M^2) - \frac{r_f}{\sigma_M^2} \cdot (Cov(r_M, r_i) - \sigma_M^2) \\
& \Leftrightarrow r_i = r_f + \frac{Cov(r_M, r_i)}{\sigma_M^2} \cdot (r_M - r_f) \Leftrightarrow r_i = r_f + b \cdot (r_M - r_f)
\end{aligned}$$

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 2: ΑΠΟΔΕΙΞΗ ΤΟΥ ΑΡΤ

Υποθέσεις ΑΡΤ

- Οι αποδόσεις των περιουσιακών στοιχείων περιγράφονται από ένα πολυπαραγοντικό μοντέλο J – παραγόντων
- Δεν υπάρχουν ευκαιρίες arbitrage
- Οι επενδυτές έχουν ομογενείς προσδοκίες
- Ο αριθμός των περιουσιακών στοιχείων N είναι μεγαλύτερος του αριθμού των παραγόντων J

Με αφετηρία ένα μοντέλο παραγόντων (factor model) που περιγράφει τη στατιστική σχέση των αποδόσεων με τους παράγοντες θα καταλήξουμε σε μία έκφραση που αφορά τις αναμενόμενες αποδόσεις.

$$R_i = E(R_i) + \sum_{j=1}^J \beta_{ij} \tilde{f}_j + \varepsilon_i = a_i + \beta_i f + \varepsilon_i$$

$$\text{Όπου } \tilde{f}_j = f_j - E(f_j)$$

Υποθέσεις

- 1) $E(\varepsilon_i) = 0$
- 2) $E(\varepsilon_i \tilde{f}_j) = 0$
- 3) $E(\varepsilon_i \varepsilon_j) = 0, i \neq j$

Η παραπάνω σχέση έχει τη μορφή μιας εξίσωσης παλινδρόμησης όπου οι μεταβλητές β_{ij} είναι οι συντελεστές της παλινδρόμησης και αποτελεί περιορισμό της μήτρας διακυμάνσεων – συνδιακυμάνσεων των αποδόσεων.

Για παράδειγμα το μοντέλο ενός παράγοντα γράφεται.

$$Cov(R_i, R_j) = E\left[(\beta_i \tilde{f} + \varepsilon_i)(\beta_j \tilde{f} + \varepsilon_j)\right] = \beta_i \beta_j \sigma^2(\tilde{f}) + \begin{cases} \sigma_\varepsilon^2 & \text{if } i=j \\ 0 & \text{if } i \neq j \end{cases}$$

Οι ιδιοσυνγκρατικές κινήσεις των αποδόσεις των περιουσιακών στοιχείων δεν πρέπει να αποτιμώνται διότι οι κινήσεις αυτές μπορούν να εξαλειφθούν μέσω της διαφοροποίησης κινδύνου που επιτυγχάνουν οι επενδυτές κατασκευάζοντας χαρτοφυλάκια. Οι αναμενόμενες αποδόσεις θα πρέπει να σχετίζονται με τη συνδιακύμανση του περιουσιακού στοιχείου μόνο μέσω από τα κοινά συστατικά μέρη.

Έστω ότι η απόδοση του i -οστού περιουσιακού στοιχείου περιγράφεται από ένα μοντέλο J παραγόντων.

Έστω επίσης ένα χαρτοφυλάκιο P που αποτελείται από N περιουσιακά στοιχεία. Η απόδοση του χαρτοφυλακίου P θα είναι

$$R_{\Pi} = \sum_{i=1}^N w_i R_i = \sum_{i=1}^N w_i [a_i + b_{i1} f_1 + \dots + b_{iJ} f_J + \varepsilon_i] = a_{\Pi} + b_{\Pi 1} f_1 + \dots + b_{\Pi J} f_J + \varepsilon_{\Pi}$$

$$\text{Όπου } a_{\Pi} = \sum_{i=1}^N w_i a_i, \quad b_{\Pi 1} = \sum_{i=1}^N w_i b_{i1}, \dots, \quad b_{\Pi J} = \sum_{i=1}^N w_i b_{iJ}, \quad \varepsilon_{\Pi} = \sum_{i=1}^N w_i \varepsilon_i$$

Υπόθεση, υπάρχουν αρκετά περιουσιακά στοιχεία έτσι ώστε να είναι δυνατή η κατασκευή ενός χαρτοφυλακίου με τα εξής χαρακτηριστικά.

$$\sum_{i=1}^N w_i = 0 \quad (3): \text{ Self - financing Condition}$$

$$\sum_{i=1}^N w_i b_i = 0, \dots, \sum_{i=1}^N w_i b_j = 0 \quad (4): \text{ No systematic Risk}$$

$$\sum_{i=1}^N w_i \varepsilon_j \approx 0 \quad \text{Τα κατάλοιπα έχουν κατά προσέγγιση μηδενική διακύμανση.}$$

Αν κατασκευάσουμε ένα χαρτοφυλάκιο με τα παραπάνω χαρακτηριστικά, δηλαδή ένα χαρτοφυλάκιο που δεν απαιτεί καμία αρχική χρηματοδότηση και που δεν έχει καθόλου συστημικό

κίνδυνο τότε για να μην υπάρχουν ευκαιρίες arbitrage ένα τέτοιο χαρτοφυλάκιο θα πρέπει να έχει μηδενική αναμενόμενη απόδοση.

$$E(r_{\Pi}) = \sum_{i=1}^N w_i E(r_i) = 0$$

Θεώρημα: Εάν το γεγονός ότι ένα διάνυσμα είναι ορθογώνιο σε $N-1$ διανύσματα συνεπάγεται ότι είναι επίσης κάθετο και σε ένα N -οστό διάνυσμα, τότε το N -οστό διάνυσμα μπορεί να εκφραστεί ως γραμμικός συνδυασμός των $N-1$ διανυσμάτων.

Με τον τρόπο που κατασκευάστηκε το παραπάνω χαρτοφυλάκιο το διάνυσμα των σταθμίσεων \mathbf{w} είναι κάθετο

- Στο μοναδιαίο διάνυσμα
- Στο διάνυσμα των συντελεστών βήτα

Και ως συνέπεια των παραπάνω \Rightarrow είναι κάθετο και στο διάνυσμα των αναμενόμενων αποδόσεων.

Συνεπώς οι αναμενόμενες αποδόσεις των περιουσιακών στοιχείων μπορούν να γραφτούν ως γραμμικός συνδυασμός των συντελεστών ευαισθησίας βήτα του περιουσιακού στοιχείου σε κάθε παράγοντα.

$$E(r_j) = r_f + b_1 \lambda_1 + b_2 \lambda_2 + \dots + b_j \lambda_j$$

Όπου,

$E(r_j)$: η αναμενόμενη απόδοση του περιουσιακού στοιχείου j

$\lambda_1, \lambda_2, \dots, \lambda_j$: Το risk premium του παράγοντα της οικονομίας J

r_f : το περιουσιακό στοιχείο χωρίς κίνδυνο

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 3: ΑΡΙΣΤΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ

Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων (r_s)

Είναι η απαιτούμενη απόδοση των μετόχων. Υπάρχουν τρεις τρόποι υπολογισμού του κόστους ιδίων κεφαλαίων. Οι δύο πρώτοι προέρχονται από τα υποδείγματα αποτίμησης μετοχών και ο τρίτος από το υπόδειγμα CAPM.

- $P = \frac{D}{r_s} \Rightarrow r_s = \frac{D}{P}$
- $P = \frac{D_1}{r_s - g} \Rightarrow r_s = \frac{D_1}{P} + g = \frac{D_0(1+g)}{P} + g$
- (capm) $r_s = r_f + b(r_M - r_f)$

Κόστος Ξένων Κεφαλαίων (r_D)

Είναι η απαιτούμενη απόδοση των δανειστών.

- Τραπεζικός Δανεισμός $\Rightarrow r_D$: Το επιτόκιο του δανείου της τράπεζας
- Ομολογίες $\Rightarrow r_D$: Η απόδοση μέχρι τη λήξη (ΑΜΛ) της ομολογίας

Ορισμός: (Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου / Weighted Average Cost Of Capital)

Είναι το κόστος Κεφαλαίου μιας επιχείρησης με μικτή Κεφαλαιακή διάρθρωση. Υπολογίζεται ως ο σταθμικός μέσος όρος του κόστους κεφαλαίου των πηγών χρηματοδότησης με σταθμίσεις τα ποσοστά συμμετοχής κάθε πηγής στα συνολικά Κεφάλαια.

$$WACC = w_s \cdot r_s + w_D \cdot r_D \cdot (1 - T)$$

Όπου,

T = Φορολογικός Συντελεστής

Η άριστη Κεφαλαιακή Διάρθρωση είναι ο συνδυασμός των μακροπρόθεσμων πηγών χρηματοδότησης που μεγιστοποιεί την τιμή της κοινής μετοχής της επιχείρησης ή ελαχιστοποιεί το συνολικό κόστος κεφαλαίου.

ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ Modiglianni – Miller (χωρίς Φόρους)

Σύμφωνα με τους Modiglianni – Miller (MM) η αύξηση της χρησιμοποίησης των δανειακών κεφαλαίων οδηγεί στην αύξηση της αξίας της επιχείρησης. Η αύξηση αυτή ωστόσο αντισταθμίζεται από την αύξηση του κόστους κεφαλαίου λόγω ενίσχυσης του χρηματοοικονομικού κινδύνου. Επομένως το συνολικό κόστος κεφαλαίου παραμένει σταθερό.

Πρόταση I (MM)

Η αξία της επιχείρησης δεν εξαρτάται από την Κεφαλαιακή Διάρθρωση

$$V_L = V_u$$

Όπου ,

V_L = Η αξία της επιχείρησης με δανειακά Κεφάλαια

V_u = Η αξία της επιχείρησης χωρίς δανειακά Κεφάλαια

Πρόταση I (MM)

Το κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου μιας επιχείρησης που χρησιμοποιεί δανειακά κεφάλαια είναι ίσο με το κόστος κοινού μετοχικού κεφαλαίου που δεν χρησιμοποιεί δανειακά κεφάλαια συν μια ανταμοιβή κινδύνου.

$$r_{SL} = r_{SU} + RP = r_{SU} + (r_{SU} + r_D) \cdot \frac{D}{S}$$

r_{SL} = Το κόστος Ιδίων Κεφαλαίων μιας επιχείρησης με μόχλευση

r_{SU} = Το κόστος Ιδίων Κεφαλαίων μιας επιχείρησης χωρίς μόχλευση

D = Η αξία των ξένων Κεφαλαίων

S = Η αξία των Ιδίων Κεφαλαίων

Το συνολικό κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης με μόχλευση (με δεδομένη την ισχύ της πρότασης I) είναι ίσο με το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης χωρίς μόχλευση.

$$wacc = w_S \cdot r_{SL} + w_D \cdot r_D (1-T)$$

$$\stackrel{(T=0)}{\Leftrightarrow} wacc = w_S \cdot r_{SL} + w_D \cdot r_D = \frac{S}{V} \cdot r_{SL} + \frac{D}{V} \cdot r_D$$

$$\stackrel{(2)}{\Leftrightarrow} wacc = \frac{S}{V} \cdot \left(r_{SU} + (r_{SU} - r_D) \cdot \frac{D}{S} \right) + \frac{D}{V} \cdot r_D$$

$$\Leftrightarrow wacc = \frac{S}{V} \cdot r_{SU} + \frac{S}{V} \cdot r_{SU} \cdot \frac{D}{S} - \frac{S}{V} \cdot r_D \cdot \frac{D}{S} + \frac{D}{V} \cdot r_D$$

$$\Leftrightarrow wacc = \frac{S}{V} \cdot r_{SU} + \frac{D}{V} \cdot r_{SU} - \frac{D}{V} \cdot r_D + \frac{D}{V} \cdot r_D = \left(\frac{S}{V} + \frac{D}{V} \right) \cdot r_{SU} = r_{SU}$$

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

- Η αξία μιας επιχείρησης εξαρτάται μόνο από την κερδοφορία της και όχι από την κεφαλαιακή της διάρθρωση (ΠΡΟΤΑΣΗ I)
- Η ΠΡΟΤΑΣΗ II αναφέρει ότι εφ' όσον ισχύει η ΠΡΟΤΑΣΗ I οποιαδήποτε ωφέλεια προκύπτει από τη χρήση φθηνότερου δανειακού Κεφαλαίου αντισταθμίζεται από ακριβότερο κοινό μετοχικό Κεφάλαιο.
- Το wacc παραμένει σταθερό ανεξάρτητα από το συνδυασμό των δύο πηγών.

ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ Modiglianni – Miller (ΜΕ Φόρους)

Η επίδραση της φορολογίας επηρεάζει την αξία της επιχείρησης και δίνει ρόλο στη διάρθρωση των κεφαλαίων της επιχείρησης σε αντίθεση με την περίπτωση που δεν υπάρχουν φόροι.

ΠΡΟΤΑΣΗ I (ΜΕ Φόρους)

Η αξία της επιχείρησης που χρησιμοποιεί δανειακά κεφάλαια είναι ίση με την αξία της επιχείρησης που δε χρησιμοποιεί δανειακά κεφάλαια συν την παρούσα αξία της φορολογικής εξοικονόμησης την οποία απολαμβάνει λόγω της χρήσης των δανειακών Κεφαλαίων.

$$\begin{aligned} & \text{Η Π.Α. της φορολογικής εξοικονόμησης} = \\ & = \frac{(\text{Φορ. Συντ.} \times \text{Αναμ. Τόκοι})}{\text{Απαιτ. Απόδοση Δανειακών Κεφαλαίων}} = \frac{T \times r_D \times D}{r_D} = T \times D \end{aligned}$$

$$V_L = V_U + T \cdot D$$

$$V_U = \frac{EBIT(1-T)}{r_{SU}}$$

ΠΡΟΤΑΣΗ II (ΜΕ Φόρους)

Το κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου μιας επιχείρησης που χρησιμοποιεί δανειακά κεφάλαια είναι ίσο με το κόστος κοινού μετοχικού κεφαλαίου που δεν χρησιμοποιεί δανειακά κεφάλαια συν μια ανταμοιβή κινδύνου.

$$r_{SL} = r_{SU} + RP = r_{SU} + (r_{SU} + r_D) \cdot (1 - T) \cdot \frac{D}{S}$$

(*) Η ανταμοιβή κινδύνου αυτή τη φορά εξαρτάται από το (1-T)

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

- Και η αξία της επιχείρησης
- Και το συνολικό κόστος κεφαλαίου της επηρεάζονται από την Κεφαλαιακή διάρθρωση.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 4: ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΛΟΙΠΩΝ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΕΣΟΔΩΝ ΓΙΑ ΤΗ ΧΡΗΣΗ ΠΟΥ ΕΛΗΞΕ 31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2017 (ΠΟΣΑ ΣΕ ΕΥΡΩ, ΕΚΤΟΣ ΕΑΝ ΑΝΑΦΕΡΤΑΙ ΔΙΑΦΟΡΕΤΙΚΑ)

| | Σημ. | <u>1/1 - 31/12/2017</u> | <u>1/1 - 31/12/2016</u> |
|---|------|-------------------------|-------------------------|
| Κύκλος εργασιών (καθαρός) | 23 | 148.438.878 | 146.856.976 |
| Κόστος πωληθέντων | 25 | (99.040.765) | (93.309.013) |
| Μικτό αποτέλεσμα | | 49.398.113 | 53.547.963 |
| Λοιπά συνήθη έσοδα | 24 | 2.483.317 | 540.888 |
| Έξοδα διάθεσης | 25 | (31.229.028) | (34.660.426) |
| Έξοδα διοίκησης | 25 | (6.493.580) | (9.352.119) |
| Αποτελέσματα προ φόρων και χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων | | 14.158.821 | 10.076.306 |
| Χρηματοοικονομικά έξοδα (Καθαρά) | 26 | (8.295.952) | (8.255.440) |
| Κέρδη χρήσης προ φόρων | | 5.862.869 | 1.820.866 |
| Φόρος εισοδήματος | 18 | (3.574.208) | (2.958.093) |
| Καθαρά Κέρδη/ (Ζημιές) | | 2.288.661 | (1.137.227) |
| Λοιπά συνολικά έσοδα που καταχωρούνται απευθείας στα Ίδια Κεφάλαια | | | |
| Αναλογιστικά κέρδη / (ζημιές) | 16 | (133.539) | (98.068) |
| Αναβαλλόμενος φόρος που αναλογεί στα Λοιπά συνολικά έσοδα | 18 | 38.726 | 28.440 |
| Λοιπά Συνολικά Έσοδα/ (Έξοδα) Χρήσης μετά από φόρους | | (94.813) | (69.629) |
| Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα / (Ζημιές) Χρήσης | | 2.193.849 | (1.206.856) |

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ ΤΗΣ 31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2017

(Π) **ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ (ποσά σε Ευρώ)**

| | | 2015 | 2014 |
|----------|---|--------------------|-------------------|
| Κ | | | |
| Ε | Κύκλος εργασιών | 127.630.162 | 80.667.766 |
| Υ | Κόστος πωλήσεων | (76.271.441) | (47.820.915) |
| Α | Μικτά κέρδη | 51.358.721 | 32.846.851 |
| Σ | Έξοδα διάθεσης | (33.471.879) | (19.868.931) |
| Λ | Έξοδα διοίκησης | (13.209.747) | (7.407.328) |
| Σ | Λοιπά έσοδα εκμετάλλευσης | 578.389 | 205.691 |
| | Κέρδη προ φόρων και χρηματοδοτικών αποτελεσμάτων | 5.255.484 | 5.776.283 |
| Κ | Καθαρά χρηματοοικονομικά αποτελέσματα | (7.211.969) | (80.716) |
| Α | (Ζημίες)/Κέρδη προ φόρων | (1.956.485) | 5.695.567 |
| Ε | Φόρος εισοδήματος | (547.529) | (1.457.585) |
| Τ | (Ζημίες)/Κέρδη μετά από φόρους | (2.504.014) | 4.237.982 |
| Σ | Λοιπά συνολικά έσοδα | 2.889 | (209.357) |
| | Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα | (2.501.125) | 4.028.625 |
| | Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και συνολικών αποσβέσεων | 15.029.189 | 11.216.055 |
| Ι | Καταχθέν κεφάλαιο | -- | -- |
| | Υπέρ το άρτιο | 13 | 1.920.000 |
| | Αποθεματικά | 14 | 261.713 |
| | Λοιπά στοιχεία | -- | -- |

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ (ποσά σε Ευρώ)

| | | 2015 | 2014 |
|----------------|--|--------------------|-------------------|
| Σύνολο | ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ | | |
| Μακρο | Αυθαπομάκρυντα περιουσιακά στοιχεία | 51.635.705 | 2.753.171 |
| Δάνεια | Ιδιοχρησιμοποιούμενα ενσώματα πάγια στοιχεία | 69.619.341 | 31.799.165 |
| Προβλεπ | Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία | 257.943 | 113.425 |
| Αναβαλ | Αποθέματα | 4.128.974 | 1.979.999 |
| Κρατικ | Απατήσεις από πελάτες & λοιπές απατήσεις | 24.936.414 | 13.069.504 |
| Μακρο | Λοιπά κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία | 5.094.686 | 6.956.044 |
| Σύνολο | ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ | 155.673.063 | 56.671.308 |
| Βραχυ | ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ | | |
| Εμπορ | Μετοχικό κεφάλαιο | 15.187.495 | 13.300.000 |
| Δάνεια | Λοιπά στοιχεία Ιδίων Κεφαλαίων | 2.305.775 | 23.963.740 |
| Λοιποί | Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων | 17.493.270 | 37.263.740 |
| Δεδουλ | Προβλέψεις / Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις | 103.854.679 | 1.769.348 |
| Βραχυ | Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις | 6.687.261 | 0 |
| Φόρος | Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις | 27.637.853 | 17.638.220 |
| Σύνολο | Σύνολο υποχρεώσεων | 138.179.793 | 19.407.568 |
| Σύνολο | ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ | 155.673.063 | 56.671.308 |

