



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**

**ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ**

**ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ (Executive MBA)**

**Διπλωματική Εργασία**

***Εκτίμηση αξίας μη εισηγμένης εταιρείας με μεθόδους  
προεξόφλησης ταμειακών ροών***

**ΚΛΑΔΗ ΜΑΝΩΛΗ ΕΛΕΝΗ**

**Παναγιώτης Αρτίκης (επιβλέπων)**

***Πειραιάς, 2023***



**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**

«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 **Εκτίμηση αξίας μη εισηγμένης εταιρείας με μεθόδους προεξόφλησης ταμειακών ροών** 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 Μεταπτυχιακής Φοιτήτριας:

Όνοματεπώνυμο :.....**ΚΛΑΔΗ-ΜΑΝΩΛΗ ΕΛΕΝΗ**.....

Ημερομηνία :.....**15/03/2023**.....

## *Ευχαριστίες*

*Θα ήθελα να εκφράσω τις θερμές μου ευχαριστίες στον επιβλέποντα καθηγητή, κύριο Αρτίκη Παναγιώτη, για την καθοδήγηση του για την εκπόνηση της διπλωματικής μου.*

*Επιπλέον, θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένεια μου, που με στήριξε καθ' όλη τη διάρκεια των σπουδών μου.*

## Περίληψη

Η παρούσα διπλωματική εργασία έχει ως βασικό αντικείμενο πραγμάτευσης τις μεθόδους αποτίμησης αξίας επιχειρήσεων και την εφαρμογή της μεθόδου των προεξοφλημένων ταμειακών ροών για την χρηματοοικονομική ανάλυση της Μασούτης Α.Ε. Το ερευνητικό αντικείμενο προσεγγίστηκε σε δύο επίπεδα, δηλαδή βιβλιογραφικά και με την εφαρμοσμένη μελέτη της χρηματοοικονομικής κατάστασης της Μασούτης Α.Ε. Σε βιβλιογραφικό επίπεδο ορίστηκαν οι βασικές έννοιες των θεωριών αποτίμησης, όπως η αξία, το κόστος, η τιμή κ.λπ., επίσης παρατέθηκαν και οι βασικές θεωρίες αποτίμησης και η σχέση τους με τις οικονομικές καταστάσεις και τους ισολογισμούς. Επιπρόσθετα, αναλύθηκαν εκτενώς τέσσερις βασικές μέθοδοι που χρησιμοποιούνται για την αποτίμηση της αξίας και κυρίως η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών, η οποία και εφαρμόστηκε για την τεχνική χρηματοοικονομική μελέτη της Μασούτης Α.Ε.

Λέξεις κλειδιά: αποτίμηση, αξία επιχείρησης, προεξοφλημένες ταμειακές ροές, ταμειακές ροές, Μασούτης Α.Ε

Περιεχόμενα	
Περίληψη.....	iii
I. Κατάλογος Πινάκων .....	viii
II. Κατάλογος Σχημάτων.....	ix
III. Κατάλογος Διαγραμμάτων.....	ix
IV. Συντομογραφίες.....	ix
Κεφάλαιο 1 <sup>ο</sup> : Εισαγωγή .....	1
Κεφάλαιο 2: Αποτίμηση αξίας επιχειρήσεων.....	2
2.1 Η ανάγκη και οι σκοποί της αποτίμησης .....	2
2.2 Εισαγωγή στην αποτίμηση επιχειρήσεων .....	3
2.3 Η έννοια της αποτίμησης .....	7
2.4 Διάκριση μεταξύ κόστους, τιμής και αξίας .....	8
2.4.1 Κόστος.....	8
2.4.2 Τιμή .....	9
2.4.3 Αξία .....	10
2.5 Η σχέση μεταξύ κόστους, τιμής και αξίας.....	10
Κεφάλαιο 3 <sup>ο</sup> : Οι διαφορετικοί τύποι των αξιών και οι οικονομικές καταστάσεις .....	13
3.1 Βασικοί τύποι-έννοιες «Επιχειρηματική Αξία» και «Μετοχική Αξία».....	13
3.2 Οικονομικές καταστάσεις .....	18
3.3 Στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων .....	20
3.3.1 Στοιχεία της Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσης.....	21
Κεφάλαιο 4 <sup>ο</sup> : Μέθοδοι αποτίμησης .....	23
4.1 Μέθοδοι που βασίζονται στον ισολογισμό .....	23
4.1.1 Λογιστική αξία.....	23
4.1.2 Προσαρμοσμένη λογιστική αξία .....	23
4.1.3 Αξία ρευστοποίησης .....	23
4.1.4 Ουσιαστική αξία .....	24
4.1.5 Λογιστική αξία και αγοραία αξία .....	24
4.2 Μέθοδοι που βασίζονται στην κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων .....	25

4.2.1 ΑΞΙΑ κερδών, PER .....	26
4.2.2 Αξία των μερισμάτων .....	26
4.2.3 Πολλαπλάσια πωλήσεων.....	28
4.2.4 Λοιπά πολλαπλάσια .....	29
4.3 Μέθοδοι που βασίζονται στην υπεραξία .....	29
4.3.1 Κλασσική μέθοδος αποτίμησης.....	30
4.3.2 Μέθοδος συντομευμένου εισοδήματος υπεραξίας ή μέθοδος UEC .....	30
4.3.3 Μέθοδος UEC.....	31
4.3.4 Έμμεση μέθοδος.....	31
4.3.5 Αγγλοσαξονική ή άμεση μέθοδος.....	32
4.3.6 Μέθοδος αγοράς ετήσιου κέρδους .....	32
4.3.7 Μέθοδος απόδοσης κινδύνου και επιτοκίου χωρίς κίνδυνο .....	32
4.4 Μέθοδοι ταμειακών ροών .....	33
4.4.1 Γενική μέθοδος προεξόφλησης ταμειακών ροών .....	33
4.4.2 Επιλογή της κατάλληλης ταμειακής ροής για την προεξόφληση.....	34
4.4.3 Οι ελεύθερες ταμειακές ροές.....	36
4.4.4 Η ταμειακή ροή ιδίων κεφαλαίων .....	38
4.4.5 Κεφαλαιακές ταμειακές ροές .....	39
4.4.6 Υπολογισμός της αξίας της εταιρείας με χρήση FCF .....	40
4.4.7 Υπολογισμός της αξίας της εταιρείας ως μη μοχλευμένη αξία .....	40
Κεφάλαιο 5 <sup>ο</sup> : Η μέθοδος αποτίμησης προεξοφλημένων ταμειακών ροών.....	41
5.1 Προσέγγιση της αποτίμησης των προεξοφλημένων ταμειακών ροών .....	41
5.2 Υπολογισμός των ελεύθερων ταμειακών ροών.....	42
5.2.1 Ταμειακές ροές προς την επιχείρηση και ταμειακές ροές προς τα ίδια κεφάλαια.....	42
5.2.2 Δημιουργία μελλοντικών σεναρίων .....	43
5.3 Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου .....	44
5.3.1 Κόστος ιδίων κεφαλαίων .....	45
5.3.2 Κόστος χρέους.....	46

5.3.3 Σύνδεση COE και COD.....	47
5.4 Υπολογισμός της τελικής αξίας .....	48
5.5 Προσδιορισμός της αξίας της εταιρείας.....	49
Κεφάλαιο 6 <sup>ο</sup> : Χρηματοοικονομική ανάλυση ΜΑΣΟΥΤΗΣ .....	50
6.1 Ο κλάδος των Σούπερ Μάρκετ .....	50
6.2 Περιγραφή της Εταιρείας και του Ομίλου .....	50
6.2.1 Η ετήσια ανασκόπηση για το έτος 2020 .....	52
6.3 Δείκτες αποδοτικότητας .....	55
6.3.1 Ανάλυση Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων.....	55
6.3.2 Αποδοτικότητα Συνόλου Κεφαλαίων .....	56
6.3.3 Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους.....	57
6.3.4 Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού.....	57
6.3.5 Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων .....	58
6.4 Αριθμοδείκτες ρευστότητας.....	58
6.4.1 Δείκτης Γενικής Ρευστότητας .....	58
6.4.2 Δείκτης άμεσης ρευστότητας.....	59
6.5 Δείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης .....	60
6.5.1 Δείκτης Ξένα προς Ίδια Κεφάλαια .....	60
6.5.2 Δείκτης Κεφαλαιακής Μόχλευσης.....	61
6.5.3 Δείκτης Κάλυψης Τόκων .....	61
6.6 Υπολογισμός Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου WACC (Weighted Average Cost of Capital WACC).....	62
6.7 Υπολογισμός ρυθμού ανάπτυξης της εταιρείας με σταθερό ρυθμό στο διηνεκές .....	66
6.8 Προσδιορισμός των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών προς την Επιχείρηση (FCFF) .....	70
Κεφάλαιο 7 <sup>ο</sup> : Συμπεράσματα .....	77
7.1 Σχολιασμός Αποτελεσμάτων .....	77
7.2 Περιορισμοί της Έρευνας.....	78
Βιβλιογραφία .....	80

Διαδικτυακοί τόποι.....	82
-------------------------	----

## I. Κατάλογος Πινάκων

Πίνακας 1: Χαρακτηριστικά των εννοιών αξία, τιμή και κόστος .....	11
Πίνακας 2: Αγοραία αξία/λογιστική αξία, PER και μερισματική απόδοση .....	24
Πίνακας 3: Σχέση μεταξύ της απόδοσης και του λόγου τιμής/πωλήσεων.....	28
Πίνακας 4: Διαφορετικοί τύποι ταμειακών ροών .....	34
Πίνακας 5: Κατάσταση εσόδων για εικονική επιχείρηση XYZ.....	37
Πίνακας 6: Ελεύθερες ταμειακές ροές για την XYZ .....	38
Πίνακας 7: Αναλυτική οικονομική κατάσταση Μασούτης Α.Ε (2012-2020).....	52
Πίνακας 8: Βασικά οικονομικά μεγέθη (2016-2020) .....	55
Πίνακας 9: Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων .....	56
Πίνακας 10: Αποδοτικότητα συνόλου κεφαλαίων.....	56
Πίνακας 11: Περιθώριο κέρδους.....	57
Πίνακας 12: Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού.....	57
Πίνακας 13: Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων.....	58
Πίνακας 14: Δείκτης Γενικής Ρευστότητας .....	59
Πίνακας 15: Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας .....	60
Πίνακας 16: Δείκτης Ξένα προς Ίδια Κεφάλαια .....	60
Πίνακας 17: Δείκτης Κεφαλαιακής Μόχλευσης.....	61
Πίνακας 18: Δείκτης Κάλυψης Τόκων .....	62
Πίνακας 19: Μέση απόδοση δεκαετούς ομολόγου Ελληνικού Δημοσίου.....	64
Πίνακας 20: Διαφορές αθέτησης χώρας και ασφάλιστρα κινδύνου .....	64
Πίνακας 21: Υπολογισμός συντελεστή $i$ .....	65
Πίνακας 22: Ποσοστά Ξένων και Ιδίων Κεφαλαίων.....	66
Πίνακας 23: Ποσοστά ξένων κεφαλαίων.....	66
Πίνακας 24: Καθαρές κεφαλαιουχικές δαπάνες .....	67
Πίνακας 25: Μέσος όρος καθαρών κεφαλαιουχικών δαπανών .....	67
Πίνακας 26: Καθαρό κεφάλαιο κίνησης.....	68
Πίνακας 27: Μεταβολή κεφαλαίου κίνησης .....	69
Πίνακας 28: Απόδοση ιδίων κεφαλαίων.....	69
Πίνακας 29: Μέση επένδυση ιδίων κεφαλαίων .....	70
Πίνακας 30: Μεταβλητές υπολογισμού FCF .....	71
Πίνακας 31: Υποθέσεις Υποδείγματος FCFF.....	771
Πίνακας 32: Υπολογισμός Ελεύθερων Ταμειακών Ροών προς την Επιχείρηση FCFF (2012-2020).....	772



Πίνακας 33: Υπολογισμός Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (FCFF)για έτη πρόβλεψης	73
Πίνακας 34: Αναλογία χρέους προς κεφάλαιο .....	75
Πίνακας 35: Ελεύθερες Ταμειακές Ροές προς τα Ίδια Κεφάλαια (FCFE).....	76
Πίνακας 36: Προβλέψεις για 2021-2025 .....	76

## II. Κατάλογος Σχημάτων

Σχήμα 1: Η σχέση μεταξύ κόστους, τιμής και αξίας.....	11
Σχήμα 2: Πλήρης ισολογισμός και οικονομικός ισολογισμός.....	36

## III. Κατάλογος Διαγραμμάτων

Διάγραμμα 1: Εξέλιξη του λόγου τιμής προς λογιστική αξία στις χρηματιστηριακές αγορές της Βρετανίας, της Γερμανίας και των ΗΠΑ .....	25
Διάγραμμα 2: Εξέλιξη της μερισματικής απόδοσης των γερμανικών, ιαπωνικών και αμερικανικών χρηματιστηρίων .....	27
Διάγραμμα 3: Πιστωτικό περιθώριο LIBOR (σε bp) .....	47
Διάγραμμα 4: Πορεία του αριθμού των καταστημάτων της Μασούτης Α.Ε (1976-2022) .....	52

## IV. Συντομογραφίες

EBIT	Αξία της εταιρείας/κέρδη προ τόκων και φόρων
EBITDA	Αξία της εταιρείας/κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων
FCF	Ελεύθερη ταμειακή ροή
WACC	Μέσο σταθμισμένο κόστος κεφαλαίου
ECF	Ταμειακή ροή ιδίων κεφαλαίων
CFD	Ταμειακή ροή χρέους
WCR	Ανάγκες σε κεφάλαιο κίνησης
CCF	Ταμειακή ροή κεφαλαίου
APV	Προσαρμοσμένη παρούσα αξία
DCF	Προεξοφλημένες ταμειακές ροές
NPV	Καθαρή παρούσα αξία
TV	Τελική αξία

FCFF	Ελεύθερη ταμειακή ροή προς την επιχείρηση
FCFE	Ελεύθερη ταμειακή ροή προς τα ίδια κεφάλαια
NWC	Καθαρό κεφάλαιο κίνησης
NOPAT	Καθαρό λειτουργικό κέρδος μετά από φόρους
Capex	Κεφαλαιουχικές δαπάνες
COE	Κόστος ιδίων κεφαλαίων
CAPM	Υπόδειγμα τιμολόγησης κεφαλαιακών στοιχείων ενεργητικού
COD	Κόστος χρέους

## Κεφάλαιο 1<sup>ο</sup>: Εισαγωγή

Η αποτίμηση της επιχείρησης παρέχει στη διοίκηση της επιχείρησης πολυάριθμα στοιχεία και αριθμητικά δεδομένα σχετικά με την πραγματική αξία ή την αξία της επιχείρησης όσον αφορά τον ανταγωνισμό στην αγορά, την αξία των περιουσιακών στοιχείων και την αξία των εισοδημάτων. Μια σειρά από οφέλη εκκινούν από την αποτίμηση της επιχείρησης όπως: η καλύτερη γνώση των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας, η κατανόηση της αξίας μεταπώλησης της εταιρείας, επίσης η γνώση αυτή βοηθά κατά τη διάρκεια συγχωνεύσεων και εξαγορών και πρόσβαση σε περισσότερους επενδυτές. Με την άνοδο των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων σε παγκόσμια κλίμακα, οι αποτιμήσεις έχουν καταστεί κεντρικό πεδίο ενασχόλησης για τους μάνατζερ. Είτε πρόκειται για μια νεοσύστατη επιχείρηση είτε για μια μεγάλη εταιρεία, οι αποτιμήσεις είναι διάχυτες. Από τη σύσταση της επιχειρηματικής οντότητας, κατά τη διάρκεια της συγχώνευσης και των εξαγορών της, για τη λήψη μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης από τράπεζες/χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, την εκκαθάριση και για διάφορους άλλους επιχειρηματικούς σκοπούς, η αποτίμηση αποτελεί αναπόσπαστο στοιχείο. Υπάρχουν διάφορες ζωτικές διαστάσεις και τρόπο που σχετίζονται με την αποτίμηση όπως τα διεθνή πρότυπα αποτίμησης, η καθοδήγηση για την αποτίμηση, μια ποικιλία μεθόδων που χρησιμοποιούνται στην αποτίμηση, η αποτίμηση άυλων περιουσιακών στοιχείων, η αποτίμηση κατά τη διάρκεια συγχωνεύσεων και εξαγορών κ.λπ.

Προκειμένου να υπάρχει μια ολιστική προσέγγιση της αποτίμησης και να ξεπεραστούν τα θέματα που σχετίζονται με την αποτίμηση, είναι εξαιρετικά σημαντικό ένας επαγγελματίας να γνωρίζει τα προαναφερθέντα στοιχεία της αποτίμησης. Η απλή κατοχή θεωρητικών γνώσεων επί του θέματος δεν αρκεί, καθώς πρόκειται για εφαρμοσμένη έρευνα, όπου κάθε στοιχείο της αποτίμησης έχει πρακτική σημασία. Επιπλέον, ανάλογα με το μέγεθος, τη φύση και την κλίμακα της επιχείρησης πρέπει να υιοθετούνται διαφορετικές προσεγγίσεις αποτίμησης. Στο πλαίσιο της αποτίμησης έχουν αναπτυχθεί διάφορες μέθοδοι δια μέσω των οποίων συντελείται η αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης, οι βασικότερες εξ' αυτών είναι οι ακόλουθες, ο ισολογισμός, η κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων, η μικτή (υπεραξία), η προεξόφληση ταμειακών ροών, η δημιουργία αξίας και τα δικαιώματα προαίρεσης. Μια κατηγορία μεθόδων, που γίνονται όλο και πιο δημοφιλείς και θεωρείται ότι προσφέρουν μια πιο «επιστημονική» οπτική είναι αυτές που βασίζονται στην προεξόφληση των ταμειακών ροών. Αυτές οι μέθοδοι θεωρούν την εταιρεία ως δημιουργό ταμειακών ροών και, ως εκ τούτου, αξιολογήσιμη ως χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο.

Το κεντρικό αντικείμενο πραγμάτευσης της παρούσας εργασίας εντάσσεται στο προαναφερθέν πλαίσιο και αφορά την αποτίμηση της αξίας μέσα από την μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών. Για την ανάλυση του αντικείμενου επιστρατεύτηκε μια διπλή μεθοδολογική προσέγγιση. Αρχικά χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος της βιβλιογραφικής ανασκόπησης για την ανάπτυξη και την αποσαφήνιση των βασικών εννοιών της θεωρίας, όπως είναι η αξία, το κόστος κ.λπ., όπως επίσης και για την ανάλυση των βασικών μεθόδων αποτίμησης. Στην συνέχεια και αφότου αποσαφηνίστηκε το μεθοδολογικό πλαίσιο εφαρμόστηκε εμπειρικά η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών στα οικονομικά δεδομένα της επιχείρησης Μασούτης Α.Ε. Ο σκοπός της εμπειρικής εφαρμογής της μεθόδου, προσέφερε μια καλύτερη θέαση επί του ερευνητικού αντικείμενου σε πραγματικό χρόνο.

Τα πρώτα τρία κεφάλαια της εργασίας εντάσσονται στην βιβλιογραφική έρευνα, ενώ στα επόμενα δύο κεφάλαια παρατίθεται η μεθοδολογία και η χρηματοοικονομική ανάλυση της Μασούτης Α.Ε. Το δεύτερο κεφάλαιο αποτελεί το πρώτο πλησίασμα σε βασικές έννοιες της θεωρίας της αποτίμησης της αξίας, όπως είναι το κόστος, η τιμή και η αξία. Στο τρίτο κεφάλαιο παρατέθηκαν πιο ειδικά οι θεωρίες περί της αξίας και η σύνδεση τους με τις οικονομικές καταστάσεις. Το τέταρτο κεφάλαιο πραγματεύεται τέσσερις εκ των ομάδων αποτίμησης ισολογισμό, κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων, υπεραξία και ταμειακές ροές. Στο πέμπτο κεφάλαιο δόθηκε η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών που χρησιμοποιήθηκε και στην χρηματοοικονομική ανάλυση και στο επόμενο κεφάλαιο έλαβε χώρα η χρηματοοικονομική ανάλυση του Μασούτη Α.Ε βάσει της προαναφερθείσας μεθόδου. Τέλος, στο έβδομο κεφάλαιο διατυπώθηκαν τα συμπεράσματα και οι περιορισμοί της έρευνας.

## Κεφάλαιο 2: Αποτίμηση αξίας επιχειρήσεων

### 2.1 Η ανάγκη και οι σκοποί της αποτίμησης

Υπάρχουν πολλοί λόγοι για πίσω από την αποτίμηση της αξίας των επιχειρήσεων. Επί παραδείγματι, η αγορά μιας νέας επιχείρησης, οι εξαγορές και συγχωνεύσεις, η πώληση της υφιστάμενης επιχείρησής, η αρχική δημόσια προσφορά, μια πιθανή ιδιωτικοποίηση, η πιστωτική αναδιάρθρωση, ο προσδιορισμός της αξίας των δικαιωμάτων πνευματικής ιδιοκτησίας, φορολογικά ζητήματα, διαφορές μεταξύ μετόχων, η αποχώρηση από την εταιρική σχέση, η προσθήκη νέων μετόχων στην εταιρική σχέση, η μεταβίβαση μετοχών της υφιστάμενης επιχείρησής, ο προσδιορισμός της αξίας των μετοχών των υφιστάμενων μετόχων, ο μακροπρόθεσμος σχεδιασμός της χρηματοδότησης και η χρηματοοικονομική

πληροφόρηση αποτελούν μερικούς εκ των λόγων για τους οποίους η αποτίμηση των επιχειρήσεων κρίνεται ως αναγκαία. Σύμφωνα με το AICPA<sup>1</sup> (2019) (Αμερικανικό Ινστιτούτο Ορκωτών Λογιστών) η αποτίμηση είναι ακριβής για πολλούς σκοπούς όπως «συναλλαγές, χρηματοδοτήσεις, φορολογικός σχεδιασμός και συμμόρφωση, μεταφορά πλούτου από γενιά σε γενιά, μετάβαση ιδιοκτησίας, χρηματοοικονομική λογιστική, πτώχευση, διοικητική πληροφόρηση και σχεδιασμός και υποστήριξη δικαστικών διαφορών για μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση».

Πέραν όμως των προαναφερθέντων αιτιών και σκοπών πίσω από την αξιολόγηση μιας εταιρείας, οι ιδιοκτήτες και τα ανώτερα στελέχη θα πρέπει να έχουν μια ιδέα για την αξία της εταιρείας ανεξαρτήτως. Η εδραίωση της επιχείρησης και το σημείο στο οποίο βρίσκεται αυτή η επιχείρηση αποτελεί απόδειξη της επιτυχίας των ιδιοκτητών. Ο χρόνος, η προσπάθεια και το κεφάλαιο των ιδιοκτητών των εταιρειών που επενδύθηκαν στην επιχείρηση με την πάροδο των ετών έχουν αποτελούν συχνά το σημαντικότερο περιουσιακό τους στοιχείο.

Οι εταιρείες που έχουν φτάσει σε μια ορισμένη ωριμότητα εκδηλώνοντας επιχειρηματική δραστηριότητα μέσα από σοβαρές επενδύσεις σε εργασία και κεφάλαιο πρέπει να προβούν σε αποτελεσματικό σχεδιασμό για να διατηρήσουν αυτά τα επιτεύγματα. Υπάρχουν τρία ζωτικής σημασίας στοιχεία για αυτόν τον αποτελεσματικό σχεδιασμό:

- i. Η γνώση της αξίας της επιχείρησης
- ii. Προστασία της επιχείρησης και των υπαλλήλων
- iii. Προστασία των περιουσιακών στοιχείων των ιδιοκτητών

Επειδή η αξία της επιχείρησής αποτελεί αναπόσπαστο μέρος του αποτελεσματικού σχεδιασμού, το σύνολο της δραστηριότητας οφείλει να εκκινεί από εκεί..

Η γνώση της αξίας της επιχείρησης και ο προσδιορισμός των παραγόντων που επηρεάζουν την αξία αυτή, είναι ζωτικής σημασίας για την πορεία και την επικαιροποίηση των σχεδίων. Για το λόγο αυτό, η αποτίμηση της εταιρείας έχει καταστεί σημαντικό ζήτημα για τον αποτελεσματικό μακροπρόθεσμο σχεδιασμό της εταιρείας.

## 2.2 Εισαγωγή στην αποτίμηση επιχειρήσεων

Ο προσδιορισμός του σκοπού/ανάγκης της αποτίμησης της εταιρείας είναι ένα κρίσιμο πρώτο βήμα στη διαδικασία, καθώς υπαγορεύει τη «βάση της αξίας» ή το «πρότυπο

---

<sup>1</sup> American Institute of Certified Public Accountants

της αξίας» που θα εφαρμοστεί, το οποίο, με τη σειρά του, επηρεάζει την επιλογή των προσεγγίσεων, των εισροών και των παραδοχών που λαμβάνονται υπόψη στην αποτίμηση. Η αποτίμηση της επιχείρησης πραγματοποιείται παράλληλα με διάφορους στόχους και λαμβάνοντας υπόψη ορισμένους στόχους (Chandra, 2003). Οι διάφορες χρήσεις της αποτίμησης επιχειρήσεων και οι περιπτώσεις στις οποίες απαιτείται επαγγελματική αποτίμηση επιχειρήσεων εξηγούνται παρακάτω,

### **Διαχείριση και αποτίμηση χαρτοφυλακίου**

Η σημασία της αποτίμησης της επιχείρησης στη διαχείριση χαρτοφυλακίου μπορεί να διαφέρει ανάλογα με τους ενεργούς (βραχυπρόθεσμους) και τους παθητικούς (μακροπρόθεσμους) επενδυτές. Η αποτίμηση της διαχείρισης χαρτοφυλακίου για έναν παθητικό επενδυτή είναι πολύ μικρή. Ωστόσο, για έναν ενεργό επενδυτή, ο οποίος δραστηριοποιείται στις συνθήκες της αγοράς, η αποτίμηση έχει μεγάλη σημασία. Η αξία της μετοχής που προκύπτει με τη χρήση μεθόδων αποτίμησης της επιχείρησης συγκρίνεται με την αξία της μετοχής στην αγορά. Οι μετοχές συμπεριλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο εάν έχουν χαμηλή αξία στην αγορά σε σύγκριση με την εκτίμηση. Η αξία της επιχείρησης που προσδιορίζεται με ρεαλιστικές παραδοχές αποτελεί δείκτη του κατά πόσον οι μετοχές είναι υψηλά ή χαμηλά αποτιμημένες στην αγορά. (Ercan et al., 2006; Damodaran, 2002).

### **Χρηματοοικονομική διαχείριση και αποτίμηση**

Είναι σημαντική η γνώση της πραγματικής αξίας της επιχείρησης και η διαρκής αύξηση της. Οι χρηματοοικονομικές αποφάσεις, όπως η κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης, το μείγμα χρηματοδότησης, η μερισματική πολιτική, οι νέες επενδύσεις και η αναχρηματοδότηση, θα πρέπει να εξυπηρετούν τη μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης. Όλες οι αποφάσεις που λαμβάνει ο χρηματοοικονομικός διευθυντής θα πρέπει να αυξάνουν την αξία της επιχείρησης και να λαμβάνουν αποφάσεις προς αυτή την κατεύθυνση (Damodaran, 2002). Η αποτίμηση της επιχείρησης βοηθά τους μάνατζερ να διαχειριστούν την επιχείρησή τους.

### **Συγχωνεύσεις, εξαγορές και αποτίμηση**

Οι επιχειρήσεις μπορούν να αναπτυχθούν με δύο τρόπους: οργανικά ή μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών (Barbara & Kenneth, 2013). Ως αποτέλεσμα του φαινομένου της συνέργειας, ο στόχος της συγχώνευσης και της εξαγοράς είναι να αυξηθεί η αξία της νέας επιχείρησης πάνω από το άθροισμα των αξιών της κάθε επιχείρησης ξεχωριστά (Ercan et al., 2006). Η συγχώνευση και η εξαγορά είναι όροι που εκφράζουν τη γενική ενοποίηση των επιχειρήσεων. Η συγχώνευση είναι η

οικονομική και νομική συγχώνευση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων ώστε να προκύψει μια ενιαία επιχείρηση υπό ένα νέο νομικό καθεστώς. Οι συγχωνευμένες επιχειρήσεις χάνουν τη νομιμότητά τους. Η εξαγορά αναφέρεται στο γεγονός ότι μια εταιρεία διατηρεί την νομική της υπόσταση, αλλά η άλλη εταιρεία ή εταιρείες υπάγονται πλέον στη νομικά προστατευόμενη εταιρεία με όλα τα περιουσιακά στοιχεία και τις υποχρεώσεις της. Οι πραγματικές αξίες των εταιρειών που αποτελούν αντικείμενο συναλλαγών τόσο στις συγχωνεύσεις όσο και στις εξαγορές αποτελούν τη βάση και το επίκεντρο της συναλλαγής (Barbara & Kenneth, 2013).

### **Ιδιωτικοποίηση και αποτίμηση**

Κατά την εξέταση της πρόσφατης οικονομικής δραστηριότητας παγκοσμίως, μπορεί να διαπιστωθεί ότι το μερίδιο της οικονομικής δραστηριότητας των κρατών μειώθηκε ιδιαίτερα σε ορισμένους ειδικούς τομείς. Ιδιωτικοποίηση σημαίνει μείωση του μεριδίου του κράτους στην οικονομία, παροχή κεφαλαίων από τοπικούς και ξένους επενδυτές στους σχετικούς τομείς, πώληση των κρατικών ιδρυμάτων στον ιδιωτικό τομέα με σκοπό την αύξηση της αποτελεσματικότητας (...). Ορισμένες επιχειρήσεις υπό τον έλεγχο του κράτους μπορούν να μεταβιβαστούν στον ιδιωτικό τομέα προκειμένου να αυξηθεί η αποτελεσματικότητα. Σε αυτή την περίπτωση, τα δημόσια περιουσιακά στοιχεία μεταβιβάζονται στον ιδιωτικό τομέα προκειμένου να λειτουργήσει ο μηχανισμός της αγοράς και να αυξηθεί η αποτελεσματικότητα. Το αποτέλεσμα των μελετών αποτίμησης δείχνει ποια αξία πρέπει να ληφθεί στη σχετική διαδικασία ιδιωτικοποίησης (Kissin ve Zulli, 1989).

### **Πτώχευση, εκκαθάριση και αποτίμηση**

Η αποτίμηση αποτελεί υποχρέωση για τις εταιρείες που πρέπει να τερματίσουν τη λειτουργία τους για διάφορους λόγους. Εάν η εταιρεία πτωχεύσει, είναι απαραίτητο να ρευστοποιηθεί το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας και να βρεθεί η αξία της. Η αξία ρευστοποίησης των περιουσιακών στοιχείων είναι το ελάχιστο ποσό που θα λάβει για τη γρήγορη πώληση αυτών των περιουσιακών στοιχείων. Στο σημείο αυτό, ο προσδιορισμός της πραγματικής χρηματικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας, δηλαδή της αξίας ρευστότητας, είναι σημαντικός για την προστασία των δικαιωμάτων όλων των μερών κατά τη φάση της εκκαθάρισης (Ercan et al., 2006).

### **Αποχώρηση από την εταιρεία ή ανάληψη νέου μετόχου και αποτίμηση**

Ένας μέτοχος που επιθυμεί να αποχωρήσει από την εταιρεία πρέπει να γνωρίζει την αξία του μεριδίου του στην εταιρεία. Είναι επίσης απαραίτητο για τον νέο μέτοχο να

προσδιορίσει την τιμή ανά μετοχή. Η εταιρεία μπορεί να θέλει να πάρει νέους μετόχους επειδή θέλει να αναπτυχθεί. Σε αυτές τις περιπτώσεις, η αποτίμηση θα καταστεί επίσης αναγκαϊότητα.

### **Νομικές διαφορές και αποτίμηση**

Η αποτίμηση είναι απαραίτητη για διαφορές σχετικά με τα δικαιώματα των μετόχων, τις πιέσεις των διαφωνούντων μετόχων και των μετόχων μειοψηφίας, τα δικαιώματα των μετόχων μειοψηφίας, τους υπολογισμούς αποζημίωσης, τις περιουσιακές διαφορές και την αξία που πρέπει να καταβληθεί στον αντισυμβαλλόμενο που δεν συμφωνεί στην πώληση.

### **Δημόσια προσφορά και αποτίμηση**

Ένας από τους τρόπους με τους οποίους οι εταιρείες παρέχουν χρηματοδότηση μέσω ιδίων κεφαλαίων είναι να πωλούν τις μετοχές τους στο κοινό και να παρέχουν κεφάλαια από τις κεφαλαιαγορές. Προκειμένου να πωληθούν οι μετοχές, καλείται να συμμετάσχει στην πώληση το κοινό και η χρηματοδότηση της εταιρείας γίνεται με την πώληση των μετοχών. Οι εταιρείες αποκτούν πρόσβαση στην χρηματοδότηση νέων επενδύσεων μέσα από αυτόν τον τρόπο. Η αξία και η τιμή των μετοχών που διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο είναι το επίκεντρο της συναλλαγής. Κατά τη διάρκεια της δημόσιας προσφοράς, είναι σημαντικό οι μετοχές της εταιρείας, οι οποίες διαπραγματεύονται δημόσια όσον αφορά τους μεμονωμένους επενδυτές, να αποτιμώνται με τρόπο που να αντικατοπτρίζει την πραγματικότητα. Ο προσδιορισμός της αξίας εξαρτάται από τον προσδιορισμό των ταμειακών ροών της μετοχής ως μελλοντικό κεφαλαιακό κέρδος και μέρισμα και την προεξόφληση αυτών των ταμειακών ροών με ακριβές προεξοφλητικό επιτόκιο.

### **Πώληση επιχειρήσεων και ανάλυση και αποτίμηση πιστοληπτικής ικανότητας/φερεγγυότητας**

Κατά την πώληση μιας εταιρείας ή την αγορά μιας άλλης, η αποτίμηση της εταιρείας παρέχει μια λεπτομερή ανάλυση για την εταιρεία που υπόκειται. Τα πιστωτικά ιδρύματα που παρέχουν δάνεια σε επιχειρήσεις παίρνουν αποφάσεις για τη χορήγηση δανείων, λαμβάνοντας υπόψη την αξία της επιχείρησης, την ικανότητα πληρωμής του χρέους και τη μελλοντική ικανότητα δημιουργίας αξίας. Κατά τη διαδικασία αυτή, η αποτίμηση της επιχείρησης μπορεί να πραγματοποιηθεί από τον δανειστή και την επιχείρηση. Εάν απαιτείται υποθήκη για το δάνειο, είναι απαραίτητο να προσδιοριστεί η αξία του περιουσιακού στοιχείου, της ομάδας περιουσιακών στοιχείων ή ολόκληρης της επιχείρησης (Ercan et al., 2006).



## **Δικαιώματα πνευματικής ιδιοκτησίας (εμπορικό σήμα, δίπλωμα ευρεσιτεχνίας, δικαιώματα αντιγραφής κ.λπ.) και αποτίμηση**

Ορισμένες εταιρείες έχουν πολλά δικαιώματα πνευματικής ιδιοκτησίας, όπως εμπορικά σήματα, πατέντες, τεχνογνωσία και πνευματικά δικαιώματα. Το μερίδιο αυτών των δικαιωμάτων διανοητικής ιδιοκτησίας στο σύνολο της αξίας της επιχείρησης μπορεί να είναι αρκετά μεγάλο. Σε περιπτώσεις όπου η αξία των δικαιωμάτων διανοητικής ιδιοκτησίας καθίσταται σημαντική, η αξία που δημιουργείται από αυτά τα δικαιώματα πρέπει να προσδιορίζεται ξεχωριστά. Το γεγονός αυτό αποκτά μεγαλύτερη αξία, ιδίως αν ένα σημαντικό μέρος της αξίας της επιχείρησης περιορίζεται στην αξία του εμπορικού σήματος που έχει δημιουργήσει. Η συμβολή αυτών των στοιχείων στην αξία θα πρέπει να αναλύεται με ορθό τρόπο ειδικά στους τομείς των πωλήσεων της εταιρείας, των συγχωνεύσεων και των εξαγορών.

### **Λοιπά θέματα αποτίμησης**

- Πωλήσεις εταιρικών μεριδίων (ομαδικές πωλήσεις: μετοχές μειοψηφίας ή πλειοψηφίας).
- Σκοποί χρηματοοικονομικής αναφοράς/παροχή πληροφοριών, ως βάση για εκθέσεις ελέγχου.
- Προγράμματα ιδιοκτησίας μετοχών εργαζομένων (Chandra, 2003).
- Φορολογία, στην περίπτωση του προσδιορισμού του φόρου κληρονομιάς, του φόρου ακίνητης περιουσίας και του φόρου εισοδήματος, πρέπει να προσδιοριστεί η αξία της εταιρείας.
- Δωρεές για φιλανθρωπικές οργανώσεις και ιδρύματα.

### **2.3 Η έννοια της αποτίμησης**

Οι δραστηριότητες αποτίμησης αναφέρονται στη διαδικασία προσδιορισμού της αξίας ενός περιουσιακού στοιχείου. Η αποτίμηση είναι ο προσδιορισμός της τρέχουσας αγοραίας αξίας των οικονομικών περιουσιακών στοιχείων υπό χρηματική μορφή. Η αποτίμηση μπορεί να οριστεί ως « η αποτίμηση και η εκτίμηση της αξίας του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης, όπως τα κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία (αποθέματα), τα πάγια/μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία (οικόπεδα, κτίρια, ακίνητα, μηχανήματα, εγκαταστάσεις, εξοπλισμός και οχήματα) και τα άυλα περιουσιακά στοιχεία (υπεραξία) (Damodaran, 2002). Αποτίμηση είναι η διερεύνηση του βαθμού στον οποίο ένα πάγιο περιουσιακό στοιχείο, ένα άυλο περιουσιακό στοιχείο ή μια υπηρεσία παρέχει το αναμενόμενο όφελος και η διατύπωση γνώμης σχετικά με τις ιδιότητές τους προκειμένου να προσδιοριστεί η αξία τους (Chambers, 2009). Δεδομένου ότι η αποτίμηση της επιχείρησης συναρτάται της μελλοντικής

κατάστασης της επιχείρησης, η αντίληψη ότι πρόκειται περισσότερο περί τέχνης παρά επιστήμης χρησιμοποιείται για τη διαδικασία αποτίμησης της επιχείρησης (Ertugrul, 2008).

Αξίζει επίσης να σημειωθεί η διάκριση μεταξύ των εννοιών της «αποτίμησης» και της «αξιολόγησης». Οι έννοιες «αποτίμηση» και «αξιολόγηση» έχουν διαφορετική σημασία και ο προσδιορισμός της οικονομικής αξίας ενός περιουσιακού στοιχείου ονομάζεται αποτίμηση, ενώ η αξιολόγηση αναφέρεται στην ανάλυση της απόδοσης ενός περιουσιακού στοιχείου. Η αξία της επιχείρησης αναφέρεται γενικά στη συνολική αξία των τρεχουσών αγοραίων αξιών των υποχρεώσεων και των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης. Από την άποψη των μετόχων, η αξία των ιδίων κεφαλαίων βρίσκεται με την αφαίρεση της τρέχουσας αξίας των χρεών από τη συνολική τρέχουσα αξία όλων των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης. Λόγω του γεγονότος ότι η αξία είναι μια σχετική έννοια και είναι δύσκολο να προσδιοριστεί επακριβώς, η αποτίμηση της επιχείρησης είναι ένα από τα πιο σύνθετα θέματα της χρηματοοικονομικής διοίκησης. (Ercan et al., 2003). Όπως και στον προσδιορισμό του οικονομικού περιεχομένου της έννοιας της αξίας, η έννοια της αξίας για τις επιχειρήσεις, οι οδηγοί της αξίας και οι διάφορες μετρήσεις είναι επίσης πολύ περίπλοκες και παραμένουν στο επίκεντρο εντατικών συζητήσεων. Όταν εξετάζουμε τις οικονομικές θεμελιώδεις έννοιες της αξίας, η αξία της επιχείρησης ορίζεται και υπολογίζεται κατά καιρούς ως συνάρτηση του κόστους ή της χρησιμότητας όπως οι ταμειακές ροές, το κέρδος ή το μέρισμα, που παράγει η επιχείρηση στο μέλλον (Ertugrul, 2008).

## 2.4 Διάκριση μεταξύ κόστους, τιμής και αξίας

Είναι πολύ σημαντικό να γίνεται διάκριση μεταξύ κόστους, τιμής και αξίας, διότι όλες οι προσεγγίσεις αποτίμησης, εξαρτώνται από αυτές τις έννοιες. Το ποσό του κόστους είναι απαραίτητο για τον προσδιορισμό των κερδών και την εκτίμηση των μελλοντικών ταμειακών ροών όταν χρησιμοποιείται η εισοδηματική προσέγγιση στην αποτίμηση. Ενώ η τιμή χρησιμοποιείται στην προσέγγιση της αγοράς, είτε η αξία είναι στην ανταλλαγή είτε η αξία χρήσης. Στην διατύπωση μιας πιθανής εκτίμησης οι τρεις θεμελιώδεις έννοιες θα πρέπει να διακρίνονται σαφών μεταξύ τους ώστε οι αποφάσεις αποτίμησης να είναι σωστές και ακριβείς.

### 2.4.1 Κόστος

Δεν υπάρχει συμφωνημένος ορισμός του όρου κόστος και ο γενικός ορισμός του κόστους σύμφωνα με την Επιτροπή Εννοιών και Προτύπων Κόστους<sup>2</sup> είναι η οικονομική θυσία που μετράται από την ενότητα των νομισματικών αποθεμάτων, έχει

---

<sup>2</sup> The Committee of Concepts and Cost Standards

συμβεί ή αναμένεται να συμβεί, για την επίτευξη ενός συγκεκριμένου σκοπού (Hilton, 2009).

Σύμφωνα με τους Horgren et al. (2015), το κόστος είναι ένας πόρος που θυσιάζεται ή παραλείπεται για την επίτευξη ενός συγκεκριμένου στόχου. Ένα κόστος (όπως το κόστος της εργασίας ή της διαφήμισης) μετριέται συνήθως ως το χρηματικό ποσό που πρέπει να καταβληθεί για την απόκτηση αγαθών ή υπηρεσιών. Ένα πραγματικό κόστος είναι το κόστος που πραγματοποιήθηκε (ένα ιστορικό ή παρελθοντικό κόστος), σε αντίθεση με ένα προϋπολογισμένο κόστος, το οποίο είναι ένα προβλεπόμενο ή προβλεπόμενο κόστος (ένα μελλοντικό κόστος).

Υπάρχουν τέσσερα χαρακτηριστικά που μπορούν να βρεθούν σε αυτούς τους ορισμούς:

- Θυσία: Το κόστος πρέπει να επιμετράται ως θυσία, προσφέροντας αυτή τη θυσία τώρα ή στο μέλλον για να μειωθούν τα μετρητά ή άλλα περιουσιακά στοιχεία ή να αυξηθούν οι τρέχουσες υποχρεώσεις.
- Αξία χρημάτων: Οι πόροι αυτοί είναι τα υλικά, οι μισθοί και άλλες υπηρεσίες (γενικά έξοδα).
- Δήλωση στόχου: Όταν συντελείται η οικονομική θυσία, πρέπει να συνδέεται με την απόκτηση οφέλους. Επομένως, το κόστος πρέπει να συνδέεται με έναν συγκεκριμένο στόχο. Ελλείψει ωφελειών, μετατοπιζόμαστε από τις έννοιες του κόστους στην έννοια της απώλειας.
- Πρέπει να είναι εντός του τυπικού εύρους (δηλαδή να μην περιλαμβάνει φυσικές ανοχές).

#### 2.4.2 Τιμή

Η τιμή είναι το ποσό των μετρητών ή ισοδύναμων μετρητών που καταβάλλει ο αγοραστής στον πωλητή, ως αντάλλαγμα για οποιοδήποτε προϊόν ή υπηρεσία. Το ποσό που χρεώνει ο πωλητής για ένα προϊόν είναι γνωστό ως η τιμή του, η οποία περιλαμβάνει το κόστος προσθέτοντας το περιθώριο κέρδους. Σε ορισμένες περιπτώσεις ο πωλητής προσφέρει το προϊόν, σε μικρότερη τιμή από το κόστος και η τιμή αυτή ονομάζεται τιμή ευκαιρίας. Το κόστος κατασκευής ενός προϊόντος αντιπροσωπεύει τα ποσά που καταβλήθηκαν για την αγορά των πρώτων υλών, τους μισθούς και τα ημερομίσθια των εργατών και υπαλλήλων, τα ποσά που δαπανήθηκαν για ηλεκτρικό ρεύμα, καύσιμα και άλλες υπηρεσίες που απαιτούνται για την ολοκλήρωση της παραγωγής του προϊόντος. Αντίθετα, το ποσό που εισπράττεται από την πώλησή του προϊόντος αντιπροσωπεύει την τιμή. Σύμφωνα με τον Isoraite (2016), η τιμή ορίζεται ως: «το ποσό των χρημάτων που πρέπει να καταβληθούν για ένα

προϊόν ή μια υπηρεσία, ή η αξία μιας ανταλλαγής, που εξασφαλίζει στους πελάτες ένα προϊόν ή μια υπηρεσία για ένα ορισμένο ποσό. Έτσι, το άμεσο κόστος της περιόδου είναι το ποσό των χρημάτων που πρέπει να πληρώσει ο αγοραστής για το προϊόν ή την υπηρεσία που είναι πιθανό να το αγοράσει. Η τιμή μπορεί επίσης να οριστεί ως μια νομισματική έκφραση της αξίας για την οποία ο καταναλωτής συμφωνεί να πληρώσει».

#### 2.4.3 Αξία

Ένας οικονομικός πόρος διαθέτει δύο κύρια χαρακτηριστικά την σπανιότητα και τη χρησιμότητα. Η σπανιότητα αντιπροσωπεύει το γεγονός ότι η απόκτηση κάποιου αγαθού απαιτεί κάποιο κόστος, ενώ το όφελος της απόκτησης είναι η ικανοποίηση των ανθρώπινων αναγκών. Έτσι, το κόστος και το όφελος αποτελούν τη βάση για την αξία του αγαθού ή της υπηρεσίας. Ο Pereiro (2002) περιέγραψε την αξία ως «την εκτίμηση ενός ποσού, η οποία προϋποθέτει ανταλλαγή, αγοραστή πρόθυμο να αγοράσει, πωλητή πρόθυμο να αγοράσει, να μην υπάρχει σχέση αγοραστή-πωλητή, και τα μέρη να έχουν ενεργήσει το καθένα εν γνώσει, συνετά και χωρίς καταναγκασμό. Η αξία θεωρείται η εκτίμηση ενός αγαθού για τον ιδιοκτήτη ή έναν δυνητικό ιδιοκτήτη για μεμονωμένους επενδυτικούς ή επιχειρησιακούς στόχους» (Olaide et al., 2016). Για τους σκοπούς της αποτίμησης, η αξία μπορεί να εκφραστεί με διάφορες μορφές ανάλογα με τον στόχο της αποτίμησης, όπως η λογιστική αξία, η εύλογη αξία, η εσωτερική αξία, η αγοραία αξία, η ονομαστική αξία, η αξία ρευστοποίησης, η αξία αντικατάστασης, η αξία της επιχείρησης και η αξία των ιδίων κεφαλαίων κ.λπ.

#### 2.5 Η σχέση μεταξύ κόστους, τιμής και αξίας

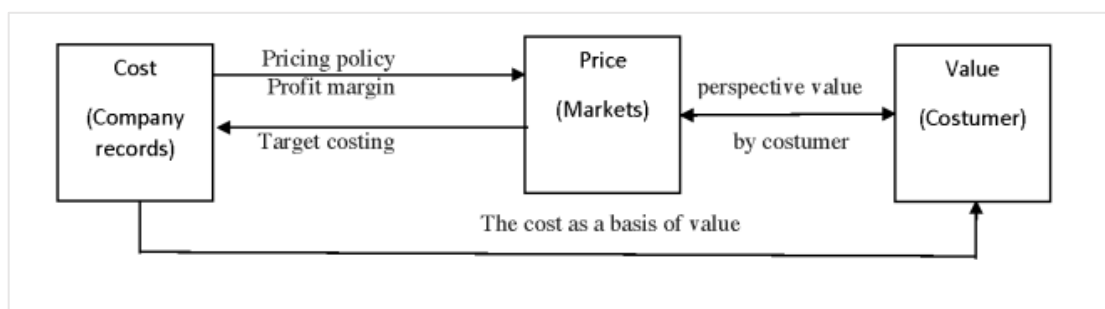
Μετά την παρουσίαση αυτών των εννοιών, είναι απαραίτητο να αποσαφηνιστεί η σχέση μεταξύ τους. Το κόστος είναι τα πραγματικά ποσά που δαπανήθηκαν από την επιχείρηση με σκοπό την παραγωγή του αγαθού ή της υπηρεσίας, τα ποσά αυτά μπορούν να επαληθευτούν στα αρχεία της επιχείρησης και δεν υπάρχουν πολλές διαφορές στον τρόπο υπολογισμού τους εκτός από την αναγνώριση της δαπάνης και το χρόνο αναγνώρισης. Τα κόστη σε πληθυσμιακό αριθμό, μετέχουν στον προγραμματισμό κατά την υιοθέτηση πολιτικής μείωσης του κόστους για τον ανταγωνισμό με άλλες επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον ίδιο τομέα, καθώς και χρήση του ελέγχου για την αποφυγή της σπατάλης οικονομικών πόρων, καθώς και ως βάση για την τιμολογιακή πολιτική.

Η τιμή είναι το κόστος συν ένα περιθώριο κέρδους που καθορίζεται από τη διοίκηση. στην περίπτωση που η εταιρεία έχει δώσει την τιμή. Ωστόσο, στα πλαίσια του ανταγωνισμού, η αγορά είναι αυτή που επιβάλλει την τιμή, που ονομάζεται τιμή-

στόχος, Όταν το περιθώριο κέρδους-στόχος αφαιρείται από την τιμή-στόχο, τότε προκύπτει το λεγόμενο κόστος-στόχος, και η εταιρεία θα πρέπει να παράγει το αγαθό με κόστος ίσο ή μικρότερο από το κόστος-στόχο. Αν και μπορεί να μην υπάρχει άμεση συσχέτιση μεταξύ αξίας και κόστους, η αξία μπορεί να εξαρτάται από το κόστος και τη χρησιμότητα, επειδή η χρησιμότητα από μόνη της δεν ερμηνεύει την αξία, όπως την βλέπει ο Μάρσαλ (Reisman, 2011). Για παράδειγμα, το διαμάντι έχει χαμηλή χρησιμότητα αλλά πωλείται σε πολύ υψηλή τιμή επειδή το κόστος του είναι πολύ υψηλό. Αντίθετα, το νερό έχει πολύ υψηλή χρησιμότητα αλλά πωλείται σε χαμηλή τιμή επειδή το κόστος του είναι πολύ χαμηλό.

Η αξία είναι η τιμή που πληρώνει ο πελάτης που θέλει να αγοράσει ένα συγκεκριμένο αγαθό, η αξία είναι το αντιληπτό όφελος του αγαθού από τον πελάτη (αγοραστή) και το όφελος ποικίλλει από το ένα άτομο στο άλλο και από το ένα μέρος στο άλλο. Για παράδειγμα, για ένα άτομο που είναι εθισμένο στο κάπνισμα, η αξία των τσιγάρων είναι υψηλότερη σε αντίθεση με το άτομο που δεν καπνίζει. Ενώ οι συνθήκες προσφοράς και ζήτησης στην αγορά καθορίζουν τις τιμές των αγαθών, η σχέση μεταξύ τιμής και αξίας δεν είναι μια γραμμική σχέση. Κατά συνέπεια, οι σχέσεις μεταξύ των τριών εννοιών μπορούν να εκφραστούν ως εξής:

Σχήμα 1: Η σχέση μεταξύ κόστους, τιμής και αξίας



Αν και υπάρχει σχέση μεταξύ των τριών εννοιών του κόστους, της τιμής και της αξίας υπάρχουν και αρκετά σημεία διαφοροποίησης (Πίνακας 1).

Πίνακας 1: Χαρακτηριστικά των εννοιών αξία, τιμή και κόστος

Πηγή: (Trugman, 2015)

<b>Αξία</b>	<b>Τιμή</b>	<b>Κόστος</b>	<b>Βάση σύγκρισης</b>
Αξία είναι η χρησιμότητα ενός	Τιμή είναι το ποσό που καταβάλλεται για την απόκτηση	Κόστος είναι το ποσό που απαιτείται για την	Νοηματικό περιεχόμενο

αγαθού ή μιας υπηρεσίας	οποιοδήποτε προϊόντος ή υπηρεσίας	παραγωγή και την κατασκευή ενός προϊόντος.	
Εκτίμηση βάσει γνώμης/ανάγκης	Εκτίμηση βάσει πολιτικής	Πραγματικό	Τρόπος μέτρησης
Προστιθέμενη αξία	Παραγωγή	Εισροές	Εισροές/εκροές
Πολλαπλών σκοπών, όπως η διαχείριση, αγορές, κυβέρνηση	Πολλαπλών σκοπών, όπως η διαχείριση, αγορές, κυβέρνηση	Διαχείριση	Χρήστες
Η αξία προσδιορίζεται από την προοπτική του χρήστη	Η τιμή προσδιορίζεται από την προοπτική του πελάτη	Το κόστος προσδιορίζεται από την προοπτική του παραγωγού	Προσδιορισμός
Προσέγγιση της αγοράς	Προσέγγιση εισοδήματος	Προσέγγιση κόστους	Συνδέεται με την προσέγγιση αποτίμησης

Η πρώτη βάση σύγκρισης, δηλαδή βάσει ορισμού τέθηκε υπό επεξεργασία στις προηγούμενες ενότητες στις προηγούμενες σελίδες αυτού του κεφαλαίου, η επόμενη βάση σύγκρισης αφορά τον τρόπο μέτρησης, δηλαδή εστιάζει στην ποσότητα που εκφράζεται ή εκτιμάται πραγματικά. Η τρίτη ασχολείται με τη σχέση της έννοιας με την παραγωγή του αγαθού ή της υπηρεσίας από την άποψη ότι αντιπροσωπεύει εισροές ή εκροές. Η τέταρτη βάση σύγκρισης αφορά αυτούς που χρησιμοποιούν αυτές τις έννοιες, αν και όλες οι έννοιες χρησιμοποιούνται από πολλά μέρη, ωστόσο, ένα συγκεκριμένο μέρος (όπως η διοίκηση, το λογιστήριο) χρησιμοποιεί μια συγκεκριμένη έννοια (όπως το κόστος, η αξία) περισσότερο από άλλες. Για παράδειγμα, η διοίκηση χρησιμοποιεί το κόστος για σκοπούς προγραμματισμού, ελέγχου και λήψης αποφάσεων. Η πέμπτη σύγκριση αφορά τον προσδιορισμό, το κόστος προσδιορίζεται από τη σκοπιά του παραγωγού, η τιμή από τη σκοπιά του πελάτη και η αξία από τη σκοπιά του χρήστη. Η τελευταία βάση σύγκρισης συγκρίνει τις τρεις έννοιες με τις προσεγγίσεις αποτίμησης. Το κόστος συνδέεται με την προσέγγιση του κόστους και η τιμή με την προσέγγιση του εισοδήματος, ενώ η αξία συνδέεται με την προσέγγιση της αγοράς.

## Κεφάλαιο 3<sup>ο</sup>: Οι διαφορετικοί τύποι των αξιών και οι οικονομικές καταστάσεις

Η έννοια της αξίας είναι δυνατόν να εξεταστεί μικροσκοπικά και μακροσκοπικά. Σύμφωνα με αυτή την προοπτική, η αξία στη μικρο-κλίμακα είναι η αξία της μετοχής και η αξία στη μακρο-κλίμακα είναι η αξία της εταιρείας.

Οι κοινές μετοχές (μερίδια) είναι οι τίτλοι που δίνουν στον ιδιοκτήτη το δικαίωμα να είναι εταίρος της επιχείρησης και μπορούν επίσης να αγοραστούν και να πωληθούν στις δευτερογενείς αγορές. Υπάρχει ένα επίπεδο τιμής που ο αγοραστής και ο πωλητής θεωρούν κατάλληλο για τη μετοχή και η τιμή της μετοχής αυξάνεται ή μειώνεται ανάλογα με τη μεταβολή της εκτιμώμενης αξίας της εν λόγω μετοχής. Μπορεί να υπάρχουν διαφορετικές απόψεις μεταξύ των αξιών για τις μετοχές και αυτές οι διαφορετικές απόψεις διαμορφώνουν στην πραγματικότητα τη σχετική αγορά. Ο προσδιορισμός της «πραγματικής αξίας» κάθε παίκτη της αγοράς ή αναλυτή για την ίδια μετοχή μπορεί να είναι διαφορετικός. Ως αποτέλεσμα, ανάλογα με αυτές τις εξηγήσεις, η αξία των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας θα βρεθεί μετά τον πολλαπλασιασμό του αριθμού των μετοχών της εταιρείας με την αξία μιας μετοχής.

Η αποτίμηση της εταιρείας δεν μπορεί να πραγματοποιηθεί χωρίς τον προσδιορισμό μιας συγκεκριμένης κατάστασης της εταιρείας (αν πρόκειται για μια συνεχιζόμενη επιχείρηση, ιδιωτική ή δημόσια ή μια επιχείρηση σε διαδικασία πτώχευσης και εξυγίανσης), χωρίς αναφορά σε ένα συγκεκριμένο πρόσωπο, χωρίς τον προσδιορισμό ενός συγκεκριμένου σκοπού και χωρίς την επιλογή μιας συγκεκριμένης τεχνικής αποτίμησης. Με άλλα λόγια, η επιχειρηματική αξία εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από το για ποιο λόγο, για ποιον, για ποιο σκοπό και πώς γίνεται η αποτίμηση (Pereiro, 2002).

### 3.1 Βασικοί τύποι-έννοιες «Επιχειρηματική Αξία» και «Μετοχική Αξία»

#### **Ονομαστική αξία (Par Value, Nominal Value)**

Η ονομαστική αξία μιας μετοχής χρησιμοποιείται για τις λογιστικές διαδικασίες που απαιτούνται για τον προσδιορισμό και την καταγραφή του συνολικού κεφαλαίου μιας επιχείρησης. Η αξία αυτή δεν υποδηλώνει την αξία διαπραγμάτευσης των κοινών μετοχών στην αγορά. Η ονομαστική αξία δεν είναι η τιμή. Μια μετοχή μπορεί να αγοραστεί και να πωληθεί σε τιμή κάτω ή πάνω από την ονομαστική αξία. Υπάρχει διαφορά μεταξύ της ονομαστικής έννοιας που χρησιμοποιείται στην οικονομία και της ονομαστικής έννοιας που χρησιμοποιείται στα χρηματοοικονομικά. Η ονομαστική αξία στην οικονομία είναι ένα δεδομένο που δεν εξαρτάται από τον πληθωρισμό, για ένα

συγκεκριμένο έτος ή μια περίοδο, ενώ η ονομαστική έννοια στη χρηματοοικονομική αναφέρεται στην τυπωμένη αξία ενός τίτλου (Hendriksen & Michael, 1992).

### **Αγοραία αξία**

Είναι η τιμή στην οποία αγοράζονται και πωλούνται οι μετοχές στην αγορά ανάλογα με την προσφορά και τη ζήτηση. Η αγοραία αξία μιας μετοχής καθορίζεται από τις διακυμάνσεις της προσφοράς και της ζήτησης. Οι συνθήκες της αγοράς επηρεάζουν την αξία της μετοχής. Εάν οι σχετικές μετοχές αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο χρηματιστήριο, με άλλα λόγια διαπραγματεύονται δημόσια, η αγοραία αξία ονομάζεται επίσης «χρηματιστηριακή αξία» (Copeland et al., 1990).

### **Χρηματιστηριακή αξία**

Η χρηματιστηριακή αξία των μετοχών υπολογίζεται πολλαπλασιάζοντας «την τιμή του χρηματιστηρίου» και «τον αριθμό των μετοχών σε κυκλοφορία μιας επιχείρησης», ονομάζεται κεφαλαιοποίηση της αγοράς. Η «Κεφαλαιοποίηση της αγοράς» εκφράζει τη συνολική αγοραία αξία όλων των μετοχών μιας επιχείρησης που βρίσκονται σε κυκλοφορία (Copeland et al., 1990). Ένα σημαντικό σημείο αποτελεί το γεγονός ότι η «κεφαλαιοποίηση της αγοράς» μπορεί συχνά να μην αντικατοπτρίζει την πραγματική επιχειρηματική τιμή που θα έπρεπε να έχει. Θα πρέπει επίσης να πραγματοποιηθεί έρευνα εσωτερικής αξίας.

### **Δίκαιη αξία (ή εύλογη αγοραία αξία)**

Στον κόσμο των επενδύσεων, η δίκαιη αξία αναφέρεται στην τιμή πώλησης ενός τίτλου που συμφωνείται από έναν πρόθυμο αγοραστή και πωλητή, υποθέτοντας ότι και οι δύο είναι πλήρως ενημερωμένοι και συμμετέχουν στη συναλλαγή ελεύθερα. Είναι η τιμή που θεωρείται ότι αποτελεί τη βάση για την ανταλλαγή μεταξύ ενός πρόθυμου αγοραστή και ενός πρόθυμου πωλητή, που ενεργεί με βάση όλες τις γνωστές πληροφορίες χωρίς καμία επιρροή σε μια ανοικτή και απεριόριστη αγορά. Σημειωτέων, ότι δεν ταυτίζεται άμεσα με την αγοραία αξία, επειδή η έννοια αυτή προϋποθέτει και χρησιμοποιεί υποθετικούς αγοραστές και πωλητές που είναι όλοι ορθολογικοί και απόλυτα ενημερωμένοι.

### **Εσωτερική αξία και τιμή έκδοσης**

Είναι η πραγματική αξία μιας κοινής μετοχής. Η πραγματική αξία συνδέεται στενά με τη δυνατότητα μελλοντικής δημιουργίας ταμειακών εισροών μιας επιχείρησης. Η πιο σημαντική αξία για τους επενδυτές είναι η πραγματική αξία μιας επιχείρησης, αλλά είναι επίσης δύσκολο να προσδιοριστεί (Hendriksen & Michael, 1992). Αφού εκτιμήσουν την



πραγματική αξία μιας κοινής μετοχής, οι επενδυτές συγκρίνουν στη συνέχεια την αξία αυτή με την τρέχουσα αγοραία τιμή της μετοχής. Εάν η πραγματική αξία είναι πάνω από την αγοραία αξία, θεωρείται ότι η μετοχή διαπραγματεύεται φθηνά και εάν είναι κάτω από την αγοραία αξία, θεωρείται ότι η τιμή της μετοχής είναι ακριβή.

Η τιμή έκδοσης αναφέρεται στην «τιμή αρχικής δημόσιας προσφοράς». Η διαφορά μεταξύ της τιμής έκδοσης και της ονομαστικής αξίας ονομάζεται «υπερτίμηση της μετοχής». Οι εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρείες μπορούν να εκδίδουν μετοχές κάτω από την ονομαστική αξία, με ορισμένες προϋποθέσεις.

### **Λογιστική αξία**

Η λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων αντιπροσωπεύει την αξία που υπολογίζεται αφαιρώντας τη λογιστική αξία των χρεών από τη λογιστική αξία της επιχείρησης. Η λογιστική αξία μιας μετοχής υπολογίζεται διαιρώντας τη συνολική λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων με τον συνολικό αριθμό των μετοχών που βρίσκονται σε κυκλοφορία. Το καταβεβλημένο κεφάλαιο είναι το γινόμενο της ονομαστικής αξίας μιας μετοχής και του αριθμού των μετοχών σε κυκλοφορία. Για παράδειγμα, εάν η ονομαστική αξία είναι 1 \$, ο αριθμός των μετοχών ισούται με το καταβεβλημένο κεφάλαιο. Η λογιστική αξία γενικά δεν έχει σημαντική λειτουργία στον προσδιορισμό της πραγματικής αξίας των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης, ούτε στον προσδιορισμό της πραγματικής/εσωτερικής αξίας της επιχείρησης. Επιπλέον, υπάρχουν σημαντικές διαφορές μεταξύ των λογιστικών αξιών και των τρεχουσών αγοραίων αξιών των επιχειρήσεων. Ωστόσο, η λογιστική αξία μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως σημαντικό σημείο αναφοράς στην αποτίμηση. Χρησιμοποιείται στη μέθοδο αποτίμησης που είναι γνωστή ως λόγος MV / BV (αγοραία αξία προς λογιστική αξία). Η λογιστική αξία των Ιδίων Κεφαλαίων είναι το άθροισμα των στοιχείων του καταβεβλημένου κεφαλαίου, των κοινών μετοχών, των κερδών εις νέον, των αποθεματικών και των κερδών (Hendriksen & Michael, 1992)..

### **Επιχειρηματική αξία, αξία ιδίων κεφαλαίων και καθαρή αξία ενεργητικού**

Είναι η συνολική αξία της τρέχουσας αγοραίας αξίας του χρέους και των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης. Με άλλα λόγια, η επιχειρηματική αξία μιας εταιρείας προσδιορίζει την αξία ολόκληρης της εταιρείας για όλους τους δικαιούχους της. Υπάρχει σημαντική διάκριση μεταξύ της «αξίας των ιδίων κεφαλαίων» και της «αξίας της επιχείρησης».

Αξία ιδίων κεφαλαίων είναι η αξία των ιδίων κεφαλαίων που προκύπτει από την αφαίρεση της τρέχουσας αγοραίας αξίας του χρέους από την τρέχουσα αγοραία αξία

των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης. Με άλλα λόγια, η αξία των ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης είναι η αξία των απαιτήσεων των μετόχων στην επιχείρηση.

$$\text{Αξία επιχείρησης} = \text{Αξία ιδίων κεφαλαίων} + \text{αγοραία αξία χρέους}$$

Καθαρή αξία ενεργητικού είναι η αξία ενεργητικού μιας επιχείρησης είναι η συνολική αγοραία αξία όλων των περιουσιακών της στοιχείων. Η καθαρή αξία ενεργητικού είναι το καθαρό ποσό που προκύπτει από την αφαίρεση της αγοραίας αξίας των χρεών από τη συνολική αγοραία αξία όλων των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης. Συνοπτικά, η καθαρή αξία ενεργητικού είναι το ποσό που θα απομείνει μετά την πληρωμή και όλα τα χρέη από τα μετρητά που θα αποκτηθούν από την πώληση όλων των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης (Hendriksen & Michael, 1992). Είναι αναμενόμενο και φυσιολογικό να υπάρχουν διαφορές μεταξύ της λογιστικής αξίας και της αγοραίας αξίας των περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης. Στην περίπτωση αυτή, οι λογιστικές αξίες διορθώνονται σύμφωνα με τις τρέχουσες αγοραίες αξίες.

### **Αξία ρευστοποίησης και αξία συνέχισης της δραστηριότητας**

Εκκαθάριση σημαίνει το κλείσιμο μιας επιχείρησης και τον τερματισμό όλων των δραστηριοτήτων της. Η αξία εκκαθάρισης της επιχείρησης είναι το ποσό που απομένει μετά την εξόφληση του χρέους από τα μετρητά που λαμβάνονται μετά την ταχεία πώληση όλων των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης. Η αξία ρευστοποίησης είναι μια έννοια που σχετίζεται με την ομάδα περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης. Αυτή η ομάδα περιουσιακών στοιχείων μπορεί να μην είναι σε θέση να επιτελέσει την αναμενόμενη λειτουργία της. Σε αυτή την περίπτωση, η αγοραία αξία αυτής της ομάδας περιουσιακών στοιχείων είναι μικρότερη από την κατάσταση που επιτελεί την αναμενόμενη λειτουργία της (Hendriksen & Michael, 1992).

Αν και η αξία εκκαθάρισης μπορεί να μοιάζει με την καθαρή αξία ενεργητικού, τα περιουσιακά στοιχεία μιας εταιρείας που βρίσκεται σε φάση εκκαθάρισης θα τιμολογούνται πολύ χαμηλότερα από τις κανονικές συνθήκες της αγοράς λόγω της αναγκαιότητας και του επείγοντος χαρακτήρα της πώλησης. Η αξία εκκαθάρισης ερμηνεύεται ως η χαμηλότερη αξία που προσδιορίζεται για μια εταιρεία.

Η αξία συνέχισης της δραστηριότητας μπορεί να οριστεί ως η αξία που θα προκύψει εάν η επιχείρηση μεταβιβαστεί/πωληθεί στο σύνολό της (Hendriksen & Michael, 1992). Η τρέχουσα αξία αντιπροσωπεύει την αξία που θα προκύψει εάν μια επιχείρηση πωληθεί σε μια ολοκληρωμένη κατάσταση. Με άλλα λόγια, είναι η ομάδα όλων των περιουσιακών στοιχείων, που βρίσκονται σε κατάσταση λειτουργίας και αποδίδουν

αναμενόμενα και η ομάδα περιουσιακών στοιχείων είναι διασυνδεδεμένη. Σε αυτή την έννοια της αξίας, υποτίθεται ότι η επιχείρηση θα συνεχίσει να λειτουργεί επ' αόριστον (αντίθετα από την έννοια της αξίας εκκαθάρισης). Αυτή η έννοια αντιπροσωπεύει την αξία που προσδιορίζεται λαμβάνοντας υπόψη την αξία των άυλων περιουσιακών στοιχείων, όπως η ύπαρξη εκπαιδευμένου εργατικού δυναμικού, λειτουργικών εγκαταστάσεων, χρήσιμων αδειών/πατεντών, συστημάτων και διαδικασιών σε μια επιχείρηση. Η υπεραξία προστίθεται επίσης στην αξία. Μπορούμε να διατυπώσουμε την αξία της συνεχιζόμενης δραστηριότητας ως εξής:

*Συνεχιζόμενη αξία: αξία της επιχείρησης*

*+ αξία του οργανισμού (λειτουργία της επιχείρησης).*

### **Υπεραξία**

Η υπεραξία αναφέρεται στο ότι η αξία μιας επιχείρησης είναι μεγαλύτερη από τον συνδυασμό όλων των υλικών περιουσιακών στοιχείων της. Η υπεραξία μιας επιχείρησης αυξάνει την αξία της, καθώς ιδιότητες όπως η πελατειακή βάση της επιχείρησης, τα εμπορικά σήματα, τα προϊόντα, η τοποθεσία, το εργατικό δυναμικό και η φήμη της επιχείρησης δείχνουν την αποδεδειγμένη πορεία της επιχείρησης στη δημιουργία μετρητών.

Η αξία του οργανισμού αποτελείται από την υπεραξία και την αξία των άυλων περιουσιακών στοιχείων (Hendriksen & Michael, 1992). Η αξία του οργανισμού εδώ εκφράζεται επίσης στη βιβλιογραφία ως συνέργεια, περιλαμβάνοντας στοιχεία όπως η υπεραξία, η εικόνα και η αξία του εμπορικού σήματος (Copeland et al., 1990). Η αξία που βρέθηκε ως αποτέλεσμα της διαδικασίας αποτίμησης της επιχείρησης αντιπροσωπεύει την πραγματική αξία. Η χαμηλότερη αξία κατά τον προσδιορισμό της αξίας σε επιχειρηματική βάση είναι η αξία εκκαθάρισης, ενώ η υψηλότερη αξία κατά τον προσδιορισμό της αξίας είναι η αξία συνέχισης της δραστηριότητας.

Με οικονομικούς όρους, η έννοια της επιχειρηματικής αξίας με το μεγαλύτερο νόημα μεταξύ των άλλων εννοιών είναι η αξία της συνεχιζόμενης δραστηριότητας. Ωστόσο, σε εξαιρετικές και ειδικές περιπτώσεις και για επιχειρήσεις σε ειδικούς τομείς, άλλες έννοιες αξίας μπορεί να παρουσιάζουν μεγαλύτερη σημασία ανάλυσης. Για παράδειγμα, η αξία εκκαθάρισης έχει νόημα για τις επιχειρήσεις που βρίσκονται υπό εκκαθάριση. Ωστόσο, αυτοί οι τύποι αξιών είναι γενικά μόνο υποστηρικτικοί δείκτες κατά τον προσδιορισμό της πραγματικής αξίας μιας εν εξελίξει επιχείρησης. Η αξία της συνεχιζόμενης δραστηριότητας προσδιορίζεται σύμφωνα με τις προβλέψεις των αναλυτών για τις μελλοντικές ταμειακές ροές που παράγει η επιχείρηση. Ως εκ τούτου,

ο υπολογισμός αυτής της αξίας είναι προκατειλημμένος και υποκειμενικός τις περισσότερες φορές. Με άλλα λόγια, ένας αναλυτής μπορεί να κάνει διαφορετικές εκτιμήσεις για το μέλλον μιας επιχείρησης, ενώ ένας άλλος μπορεί να κάνει διαφορετική ερμηνεία, με αποτέλεσμα να καταλήγουν σε διαφορετικές αξίες.

Στην πραγματικότητα, αυτή είναι η βάση των συναλλαγών στα χρηματιστήρια. Οι επενδυτές, οι οποίοι πιστεύουν ότι η πραγματική αξία μιας μετοχής είναι χαμηλότερη από την αγοραία αξία, πωλούν τις μετοχές τους, ενώ εκείνοι που πιστεύουν ότι η πραγματική αξία της μετοχής είναι υψηλότερη από την αγοραία αξία αγοράζουν αυτές τις μετοχές. Έτσι, οι καθημερινές αγοραίες αξίες των επιχειρήσεων προκύπτουν ως αποτέλεσμα της προσφοράς και της ζήτησης αναλυτών με διαφορετικές κρίσεις. Στην πραγματικότητα, η αγοραία αξία είναι «τιμή» και όχι «αξία» για τον επενδυτή που πιστεύει ότι η αγοραία αξία είναι διαφορετική από την πραγματική αξία. Διότι αυτοί οι επενδυτές πιστεύουν ότι δεν πρόκειται για την πραγματική αξία, αλλά για την τιμή που έχει αποκλίνει από την πραγματική αξία για διάφορους λόγους (Ertugrul, 2008).

- Αξία απόκτησης: Αναφέρεται σε όλα τα κόστη που προκύπτουν όταν αποκτάται μια ολοκληρωμένη ομάδα περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης στις τρέχουσες συνθήκες της αγοράς. Η ολοκληρωμένη ομάδα περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης αποδίδει αποτελεσματικά και έχει ενεργειακό αποτέλεσμα. Η αξία απόκτησης δεν ταυτίζεται με το κόστος απόκτησης. Το κόστος κτήσης είναι το κόστος που καταγράφει μια επιχείρηση στα βιβλία της για ένα ακίνητο. Από την άλλη πλευρά, η Αξία Απόκτησης περιέχει το μέτρο όρων όπως «Συνέργεια». Η αξία αυτή εξετάζει επίσης πόση αξία δημιουργεί η επιχείρηση με μια συγκεκριμένη εξαγορά για την ίδια.
- Αξία αντικατάστασης: Η αξία αντικατάστασης είναι η αξία που είναι το άθροισμα του κόστους αγοράς όλων των περιουσιακών στοιχείων, τα οποία είναι πανομοιότυπα με το περιουσιακό στοιχείο της εταιρείας, κατά την ημερομηνία αποτίμησης. Δηλαδή, σε αυτή τη μέθοδο, το άθροισμα του κόστους επαναγοράς όλων των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας θα δώσει την αξία αντικατάστασης, καθώς και την αξία της επιχείρησης.

### 3.2 Οικονομικές καταστάσεις

Η λογιστική έχει δύο κύριες λειτουργίες: τη μέτρηση και την επικοινωνία. Η μέτρηση βασίζεται σε ένα σύνολο κανόνων, αρχών και βάσεων που έχουν συγκεντρωθεί από τους λογιστές, που ονομάστηκε Γενικά Αποδεκτές Λογιστικές Αρχές (GAAP)<sup>3</sup>. Αυτή η συσσώρευση γνώσεων αναφέρεται ως εννοιολογικό πλαίσιο ως εναλλακτική λύση στη

---

<sup>3</sup> Generally Accepted Accounting Principles

λογιστική θεωρία. Υπάρχουν πολλοί φορείς που εξέδωσαν πλαίσια για τη λογιστική, για παράδειγμα, το εννοιολογικό πλαίσιο που εκδόθηκε από το Συμβούλιο Χρηματοοικονομικών Λογιστικών Προτύπων (FASB) στις Ηνωμένες Πολιτείες το 1980 και το πλαίσιο που εκδόθηκε από το Συμβούλιο Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (IASB) και ακολουθήθηκε από το κοινό έργο μεταξύ των δύο φορέων που εκδόθηκε το 2010, το οποίο διεξήχθη με πολλαπλές τροποποιήσεις στην τελευταία έκδοση του 2018.

Σύμφωνα με αυτά τα εννοιολογικά πλαίσια, τα λογιστικά πρότυπα εκδίδονται συνεχώς για να ρυθμίζουν το έργο των λογιστών και έχουν καθοδηγητικό ρόλο. Από την άλλη πλευρά, τα λογιστικά πρότυπα απαρτίζονται από ένα σύνολο απαιτήσεων παρουσίασης και γνωστοποίησης που πρέπει να περιλαμβάνονται στις οικονομικές εκθέσεις, συμπεριλαμβανομένων των οικονομικών καταστάσεων. Οι εκθέσεις αυτές αντιπροσωπεύουν τη δεύτερη λειτουργία της λογιστικής (επικοινωνία). Οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις αποτελούν την κύρια πηγή γνωστοποίησης των χρηματοοικονομικών πληροφοριών της οντότητας και αντικατοπτρίζουν την οικονομική θέση, τη χρηματοοικονομική επίδοση και τις ταμειακές ροές. Η κατανόηση του περιεχομένου αυτών των καταστάσεων είναι πολύ σημαντική για τους εσωτερικούς και εξωτερικούς χρήστες για τη λήψη των αποφάσεών τους για κάθε πτυχή, ιδίως για την αξιολόγηση της απόδοσης της οντότητας και τον προσδιορισμό της πραγματικής αξίας της επιχείρησης. Ουσιαστικά, υπάρχουν τέσσερις κοινές καταστάσεις, που θα αναλυθούν παρακάτω.

### **Ισολογισμός (Κατάσταση οικονομικής θέσης)**

Η κατάσταση αυτή παρέχει τη χρηματοοικονομική θέση της οντότητας σε μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή. Με άλλα λόγια, ο ισολογισμός αντιπροσωπεύει τα ίδια κεφάλαια της οντότητας προς άλλα μέρη έναντι των ιδίων κεφαλαίων των άλλων μερών προς την οντότητα. Τα στοιχεία αυτής της κατάστασης είναι τα ακόλουθα:

1. Περιουσιακά στοιχεία
2. Υποχρεώσεις
3. Ίδια κεφάλαια

### **Κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων**

Η κατάσταση αυτή αντικατοπτρίζει τις οικονομικές επιδόσεις μιας οντότητας κατά τη διάρκεια ορισμένης περιόδου. Τα βασικά στοιχεία που περιέχονται σε μια κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων είναι τα εξής:

1. Έσοδα
2. Έξοδα

3. Κέρδη
4. Απώλειες

### **Κατάσταση ταμειακών ροών**

Η κατάσταση αυτή δείχνει την πηγή και τις χρήσεις των μετρητών για τη συγκεκριμένη περίοδο ή τις ταμειακές εισροές και εκροές για συγκεκριμένη περίοδο. Τα βασικά στοιχεία των ταμειακών ροών είναι τρεις δραστηριότητες:

1. Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες
2. Ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες
3. Ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες

### **Κατάσταση μεταβολών ιδίων κεφαλαίων**

Η κατάσταση αυτή αντιπροσωπεύει την αύξηση ή τη μείωση των ιδίων κεφαλαίων κατά τη διάρκεια της συγκεκριμένης περιόδου των λογαριασμών. Τα βασικά στοιχεία αυτής της κατάστασης είναι τα εξής:

1. Κοινές μετοχές (κεφάλαιο)
2. Καταβληθέν κεφάλαιο
3. Αποθέματα
4. Επιστρεφόμενα κέρδη

### **3.3 Στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων**

Τα στοιχεία των χρηματοοικονομικών καταστάσεων μπορούν να παρουσιαστούν στα παρακάτω (Belkaoui, 2000):

- a) Η θεώρηση του ενεργητικού/υποχρέωσης.
- b) Η προβολή εσόδων/εξόδων.
- c) Η μη συνδεδεμένη άποψη (Η μη διατυπωμένη άποψη).

Η πρώτη προσέγγιση ονομάζεται προσέγγιση του ισολογισμού ή προσέγγιση της διατήρησης κεφαλαίου. Η συγκεκριμένη προσέγγιση υποστηρίζει ότι η αύξηση των εσόδων και των εξόδων οφείλεται μόνο στις μεταβολές των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού. Για παράδειγμα, τα έξοδα είναι η μείωση του ενεργητικού ή η αύξηση του παθητικού (Belkaoui, 2000). Τα έσοδα είναι η αύξηση του ενεργητικού ή η μείωση του παθητικού. Η δεύτερη άποψη ονομάζεται προσέγγιση της κατάστασης λογαριασμού αποτελεσμάτων ή προσέγγιση της αρχής της αντιστοιχίας. Τα έσοδα (ή ο χρόνος αναγνώρισης) αναγνωρίζονται μέσω της αρχής της αναγνώρισης, σύμφωνα με αυτή την άποψη τα έξοδα, τα οποία αντιπροσωπεύουν μόνο εκείνα τα έξοδα που

έχουν λήξει στην παραγωγή εσόδων μιας από τις ακόλουθες μεθόδους αναγνώρισης (Belkaoui, 2000):

- Αιτιώδης σχέση (σχέση αιτίας και αποτελέσματος), όπως το κόστος των πωληθέντων προϊόντων.
- Συστηματική και ορθολογική κατανομή, όπως τα έξοδα απόσβεσης.

Σύμφωνα με την τελευταία (μη συνδεδεμένη) άποψη, οι ορισμοί των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων αποτελούν τη βάση της παρουσίασης της χρηματοοικονομικής θέσης και οι ορισμοί των εσόδων και των εξόδων κυριαρχούν στην επιμέτρηση των εσόδων.

### 3.3.1 Στοιχεία της Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσης

#### **Έσοδα**

Το Συμβούλιο Χρηματοοικονομικών Λογιστικών Προτύπων (FASB) ορίζει τα έσοδα ως ταμειακές εισροές ή αυξήσεις στα περιουσιακά στοιχεία ή μειώσεις στις υποχρεώσεις (ή και τα δύο) που προκύπτουν από την παραγωγή ή την παροχή υπηρεσιών ή άλλες σημαντικές και συνεχιζόμενες δραστηριότητες της οικονομικής μονάδας (FASB, 2000). Τα έσοδα εδώ αντιπροσωπεύουν ταμειακές εισροές (ή ισοδύναμα μετρητών), πραγματικές ή αναμενόμενες, που συνέβησαν ή θα συμβούν ως αποτέλεσμα της ολοκλήρωσης της οικονομικής μονάδας για τις κεντρικές δραστηριότητές της (FASB, 2000). Αν και αναφέρεται στην παραγωγή αγαθών, την παροχή υπηρεσιών και σε ταμειακές ροές (ή ισοδύναμα μετρητών), το συμπέρασμα οδηγεί σε δύο επιμέρους κατευθύνσεις για τα έσοδα. Η πρώτη κατεύθυνση επικεντρώνεται στην εισροή εντός της μορφής των περιουσιακών στοιχείων ως αποτέλεσμα των λειτουργικών δραστηριοτήτων της μονάδας, που ονομάζεται χρηματοοικονομική ροή. Η δεύτερη τάση επικεντρώνεται στην παραγωγή αγαθών και υπηρεσιών (εξωτερική ροή) από τη μονάδα και τη μεταφορά τους στους καταναλωτές ή σε άλλους παραγωγούς και ονομάζεται υλική ροή. Ως εκ τούτου, το FASB έχει υιοθετήσει την άποψη του περιουσιακού στοιχείου/υποχρέωσης και της κατεύθυνσης της χρηματοοικονομικής ροής.

Το IASB χρησιμοποίησε τον όρο έσοδα για να υποδηλώσει τόσο τα έξοδα όσο και τα κέρδη μία φορά, επειδή υιοθέτησε μια προσέγγιση του προσανατολισμένη στο συνολικό εισόδημα για τη μέτρηση της απόδοσης της εταιρείας. Το εισόδημα ορίστηκε ως: «αυξήσεις στα περιουσιακά στοιχεία ή μειώσεις στις υποχρεώσεις που οδηγούν σε αυξήσεις στα ίδια κεφάλαια, εκτός από εκείνες που σχετίζονται με εισφορές από κατόχους συμμετοχικών απαιτήσεων» (IASB, 2018).

## Έξοδα

Η έννοια των δαπανών είναι παρόμοια με την έννοια των εσόδων ως διαδικασία ροής. Εάν χρησιμοποιείται η άποψη του ενεργητικού/παθητικού, η έννοια των εξόδων αντιπροσωπεύει μια μείωση του ενεργητικού ή αύξηση του παθητικού, μέσω της χρήσης οικονομικών πόρων και υπηρεσιών κατά τη διάρκεια μιας συγκεκριμένης περιόδου (Belkaoui, 2000). Έξοδα, σημαίνει τη χρήση ή την κατανάλωση αγαθών και υπηρεσιών κατά τη διαδικασία απόκτησης εσόδων. Τα έξοδα λήγουν για να εξυπηρετήσουν τους παράγοντες που σχετίζονται άμεσα ή έμμεσα με την παραγωγή και την πώληση των προϊόντων της εταιρείας (Hendriksen & Meashil, 1992).

Η έννοια των εξόδων είναι η ίδια με την έννοια των εσόδων, εάν χρησιμοποιείται ένας προορισμός, το (FASB) ορίζει τα έξοδα ως: «εκροή μετρητών ή άλλη χρήση περιουσιακών στοιχείων ή αύξηση των υποχρεώσεων (ή και τα δύο) που προκύπτουν από την παραγωγή και παράδοση αγαθών, την παροχή υπηρεσιών ή άλλων σημαντικών συνεχιζόμενων δραστηριοτήτων της οικονομικής μονάδας» (FASB, 2000). Τα έξοδα εδώ αντιπροσωπεύουν πραγματικές ή αναμενόμενες ταμειακές εκροές (ή ταμειακά ισοδύναμα) που έχουν προκύψει ή θα προκύψουν ως αποτέλεσμα των κύριων δραστηριοτήτων (FASB, 2000). Αυτό σημαίνει ότι η επιτροπή έχει επικεντρωθεί στη χρηματοοικονομική ροή.

Στην ίδια κατεύθυνση του ορισμού των εσόδων, εστιάζοντας στις μεταβολές των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων, το IASB αναγνώρισε ότι τα έξοδα ορίζονται ως «μειώσεις στα περιουσιακά στοιχεία ή αυξήσεις στις υποχρεώσεις που οδηγούν σε μειώσεις των ιδίων κεφαλαίων, εκτός από εκείνες που αφορούν διανομές σε κατόχους συμμετοχικών απαιτήσεων» (IASB, 2018). Το προτεινόμενο πλαίσιο αναγνωρίζει επίσης άλλες μεταβολές σε πόρους και απαιτήσεις, που είναι είτε εισφορές από διανομές προς τους κατόχους συμμετοχικών απαιτήσεων, είτε ανταλλαγές που δεν οδηγούν σε αυξήσεις ή μειώσεις των ιδίων κεφαλαίων (για παράδειγμα, απόκτηση ενός περιουσιακού στοιχείου έναντι μετρητών).

Το προτεινόμενο πλαίσιο συνεχίζει να ορίζει τα έσοδα και τα έξοδα με βάση τις μεταβολές στα περιουσιακά στοιχεία και τις υποχρεώσεις, αλλά σημειώνει επίσης ότι οι σημαντικές αποφάσεις για θέματα όπως η αναγνώριση και η επιμέτρηση καθορίζονται από την εξέταση της φύσης των πληροφοριών που προκύπτουν τόσο για τη χρηματοοικονομική επίδοση όσο και για τη χρηματοοικονομική θέση.



## Κεφάλαιο 4<sup>ο</sup>: Μέθοδοι αποτίμησης

### 4.1 Μέθοδοι που βασίζονται στον ισολογισμό

Οι μέθοδοι αυτές επιδιώκουν να προσδιορίσουν την αξία της εταιρείας εκτιμώντας την αξία των περιουσιακών της στοιχείων. Πρόκειται για παραδοσιακά χρησιμοποιούμενες μεθόδους που θεωρούν ότι η αξία μιας εταιρείας έγκειται βασικά στον ισολογισμό της. Προσδιορίζουν την αξία από μια στατική οπτική γωνία, η οποία, επομένως, δεν λαμβάνει υπόψη την πιθανή μελλοντική εξέλιξη της εταιρείας και την προσωρινή αξία του χρήματος. Οι μέθοδοι αυτές δεν λαμβάνουν υπόψη άλλους παράγοντες που επίσης επηρεάζουν την αξία, όπως η τρέχουσα κατάσταση του κλάδου, τα προβλήματα του ανθρώπινου δυναμικού ή της οργάνωσης, τα συμβόλαια κ.λπ. που δεν εμφανίζονται στις λογιστικές καταστάσεις (Copeland, 2000).

Ορισμένες από αυτές τις μεθόδους είναι οι ακόλουθες: λογιστική αξία, προσαρμοσμένη λογιστική αξία, αξία ρευστοποίησης και ουσιαστική αξία.

#### 4.1.1 Λογιστική αξία

Η λογιστική αξία ή καθαρή αξία μιας εταιρείας είναι η αξία των ιδίων κεφαλαίων που αναφέρονται στον ισολογισμό (κεφάλαιο και αποθεματικά). Το μέγεθος αυτό αναφέρεται επίσης στη διαφορά μεταξύ του συνολικού ενεργητικού και του παθητικού, δηλαδή στο πλεόνασμα του συνόλου των αγαθών και δικαιωμάτων της εταιρείας έναντι του συνόλου των οφειλών της προς τρίτους (Damodaran, 1997).

Η αξία αυτή πάσχει από την αδυναμία του ίδιου του κριτηρίου ορισμού της, δηλαδή τα λογιστικά κριτήρια υπόκεινται σε ορισμένο βαθμό υποκειμενικότητας και διαφέρουν από τα κριτήρια της «αγοράς», με αποτέλεσμα η λογιστική αξία σχεδόν ποτέ να μην ταυτίζεται με την αξία της «αγοράς».

#### 4.1.2 Προσαρμοσμένη λογιστική αξία

Η μέθοδος αυτή επιδιώκει να ξεπεράσει τις αδυναμίες που εμφανίζονται όταν εφαρμόζονται αμιγώς λογιστικά κριτήρια στην αποτίμηση. Όταν οι αξίες των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού αντιστοιχούν στην αγοραία αξία τους, προκύπτει η προσαρμοσμένη καθαρή αξία.

#### 4.4.3 Αξία ρευστοποίησης

Αυτή είναι η αξία της εταιρείας εάν ρευστοποιηθεί, δηλαδή εάν πωληθούν τα περιουσιακά της στοιχεία και εξοφληθούν τα χρέη της. Η αξία αυτή υπολογίζεται με την αφαίρεση των εξόδων εκκαθάρισης της επιχείρησης (αποζημιώσεις απολύσεων στους εργαζομένους, φορολογικά έξοδα και άλλα τυπικά έξοδα εκκαθάρισης) από την προσαρμοσμένη καθαρή αξία. Προφανώς, η χρησιμότητα αυτής της μεθόδου

περιορίζεται σε μια πολύ συγκεκριμένη περίπτωση, δηλαδή όταν η εταιρεία αγοράζεται με σκοπό τη ρευστοποίησή της σε μεταγενέστερη ημερομηνία. Ωστόσο, αντιπροσωπεύει πάντα την ελάχιστη αξία της εταιρείας, καθώς η αξία μιας εταιρείας, εφόσον συνεχίσει να λειτουργεί, είναι μεγαλύτερη από την αξία ρευστοποίησής της (Damodaran, 1997).

#### 4.1.4 Ουσιαστική αξία

Η ουσιαστική αξία αντιπροσωπεύει την επένδυση που πρέπει να γίνει για τη σύσταση μιας εταιρείας με ίδιες συνθήκες με εκείνες της υπό αποτίμηση εταιρείας. Μπορεί επίσης να οριστεί ως η αξία αντικατάστασης των περιουσιακών στοιχείων, υπό την προϋπόθεση ότι η εταιρεία θα συνεχίσει να λειτουργεί, σε αντίθεση με την αξία εκκαθάρισής τους. Συνήθως, η ουσιαστική αξία δεν περιλαμβάνει τα περιουσιακά στοιχεία που δεν χρησιμοποιούνται για τη λειτουργία της εταιρείας (αχρησιμοποίητα οικόπεδα, συμμετοχές σε άλλες εταιρείες κ.λπ.) (Fernández, 2002).

Συνήθως ορίζονται τρεις τύποι ουσιαστικής αξίας:

1. Ακαθάριστη ουσιαστική αξία: πρόκειται για την αξία του περιουσιακού στοιχείου σε αγοραία τιμή.
2. Καθαρή ουσιαστική αξία ή διορθωμένο καθαρό ενεργητικό: πρόκειται για την ακαθάριστη ουσιαστική αξία μείον τις υποχρεώσεις. Είναι επίσης γνωστή ως διορθωμένη καθαρή αξία.
3. Μειωμένη ακαθάριστη ουσιαστική αξία: είναι η ακαθάριστη ουσιαστική αξία μειωμένη μόνο κατά την αξία του χρέους χωρίς κόστος.

#### 4.1.5 Λογιστική αξία και αγοραία αξία

Γενικά, η λογιστική αξία των μετοχών έχει μικρή σχέση με την αγοραία αξία τους. Αυτό φαίνεται στον Πίνακα 2, όπου παρουσιάζεται ο λόγος τιμής/λογιστικής αξίας (P/BV) διαφόρων διεθνών χρηματιστηρίων τον Σεπτέμβριο του 1992 και τον Αύγουστο του 2000.

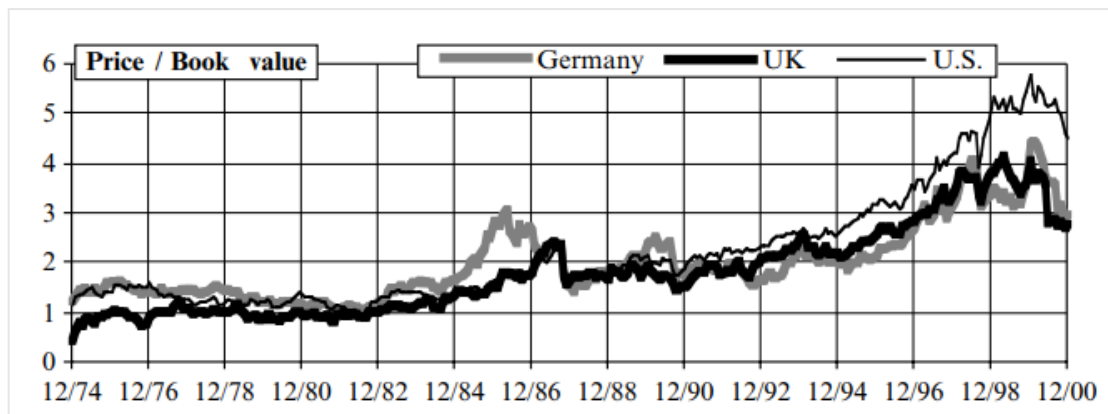
Πίνακας 2: Αγοραία αξία/λογιστική αξία, PER και μερισματική απόδοση

Πηγή: (Fernández, 2001)

Σημείωση: P/BV είναι η τιμή της μετοχής (P) διαιρεμένη με τη λογιστική αξία της (BV). PER είναι η τιμή της μετοχής διαιρεμένη με τα κέρδη ανά μετοχή. Div/P είναι το μέρισμα ανά μετοχή διαιρούμενο με την τιμή

<b>Αγοραία αξία/λογιστική αξία (I'/BY), PER και μερισματική απόδοση (Div/P) διαφορετικών εθνικών χρηματιστηριακών αγορών</b>						
	Σεπτέμβριος 1992			Αύγουστος 2000		
	<b>P/BV</b>	<b>PER</b>	<b>DIV/P (%)</b>	<b>P/BV</b>	<b>PER</b>	<b>DIV/P (%)</b>
Καναδάς	1.35	57.1	3.2	3.29	31.7	0.9
Γαλλία	1.40	14.0	3.7	3.29	31.7	0.9
Γερμανία	1.57	13.9	4.1	3.57	28.0	2.0
Χονγκ Κονγκ	1.69	14.1	3.9	1.96	8.4	2.3
Ιταλία	0.78	16.2	4.1	3.84	23.8	2.0
Ιαπωνία	1.82	36.2	1.0	2.22	87.6	0.6
ΗΠΑ	1.88	16.3	5.2	2.9	24.4	2.1
Ην Βασίλειο	2.26	23.3	3.1	5.29	29.4	1.1

Στο Διάγραμμα 1 παρουσιάζεται η εξέλιξη του δείκτη P/BV των χρηματιστηρίων της Βρετανίας, της Γερμανίας και των Ηνωμένων Πολιτειών. Φαίνεται ότι η λογιστική αξία, κατά τη δεκαετία του 1990, υστερούσε σημαντικά σε σχέση με την αγοραία τιμή των μετοχών.



Διάγραμμα 1: Εξέλιξη του λόγου τιμής λογιστική αξία στις χρηματιστηριακές αγορές της Βρετανίας, της Γερμανίας και των ΗΠΑ

Πηγή: (Fernández, 2001)

#### 4.2 Μέθοδοι που βασίζονται στην κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων

Σε αντίθεση με τις μεθόδους που βασίζονται στον ισολογισμό, αυτές οι μέθοδοι βασίζονται στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης της εταιρείας. Επιδιώκουν να

προσδιορίσουν την αξία της εταιρείας μέσω του μεγέθους των κερδών, των πωλήσεων ή άλλων δεικτών. Έτσι, για παράδειγμα, είναι συνήθης πρακτική να πραγματοποιούνται γρήγορες αποτιμήσεις των εταιρειών τσιμέντου πολλαπλασιάζοντας την ετήσια παραγωγική τους ικανότητα (ή τις πωλήσεις) σε μετρικούς τόνους με έναν δείκτη (πολλαπλάσιο). Είναι επίσης σύνηθες να αποτιμώνται χώροι στάθμευσης αυτοκινήτων πολλαπλασιάζοντας τον αριθμό των θέσεων στάθμευσης με έναν πολλαπλασιαστή και να αποτιμώνται ασφαλιστικές εταιρείες πολλαπλασιάζοντας τα ετήσια ασφάλιστρα με έναν πολλαπλασιαστή. Σε αυτή την κατηγορία περιλαμβάνονται οι μέθοδοι που βασίζονται στο PER: σύμφωνα με αυτή τη μέθοδο, η τιμή της μετοχής είναι πολλαπλάσιο των κερδών. Η χρήση των πολλαπλασιαστών συχνά αποκαλείται σχετική αποτίμηση, επειδή οι πολλαπλασιαστές που χρησιμοποιούνται επιλέγονται μεταξύ συγκρίσιμων εταιρειών (Benninga & Sarig, 1997).

#### 4.2.1 ΑΞΙΑ κερδών, PER

Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, η αξία των ιδίων κεφαλαίων προκύπτει από τον πολλαπλασιασμό του ετήσιου καθαρού εισοδήματος με έναν δείκτη που ονομάζεται PER, δηλαδή:

$$\text{Αξία ιδίων κεφαλαίων} = \text{PER} \times \text{Καθαρό εισόδημα}$$

Στον Πίνακα 2 παρουσιάζεται ο μέσος όρος του PER ορισμένων διαφορετικών εθνικών χρηματιστηρίων τον Σεπτέμβριο του 1992 και τον Αύγουστο του 2000. Το Διάγραμμα 1 δείχνει την εξέλιξη του PER για τις χρηματιστηριακές αγορές της Γερμανίας, της Βρετανίας και των Ηνωμένων Πολιτειών. Μερικές φορές χρησιμοποιείται επίσης ο σχετικός PER, ο οποίος είναι απλά ο PER της εταιρείας διαιρεμένος με τον PER της χώρας. Ο δείκτης PER, που είναι ο πιο συχνά χρησιμοποιούμενος δείκτης στην αποτίμηση, ιδίως για τις εισηγμένες εταιρείες σχετίζεται με την απαιτούμενη απόδοση των ιδίων κεφαλαίων και την εκτιμώμενη μέση αύξηση των ταμειακών ροών που παράγει η εταιρεία. Αυτή η απλή σχέση επιτρέπει μια γρήγορη διαπίστωση για τον αν μια εταιρεία είναι υπεριμμημένη ή υποτιμημένη.

#### 4.2.2 Αξία των μερισμάτων

Τα μερίσματα είναι το μέρος των κερδών που ουσιαστικά καταβάλλεται στον μέτοχο και, στις περισσότερες περιπτώσεις, είναι η μόνη τακτική ροή που λαμβάνει ο μέτοχος (Copeland, 2000).

Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, η αξία μιας μετοχής είναι η καθαρή παρούσα αξία των μερισμάτων που αναμένεται να ληφθεί από αυτήν. Στην περίπτωση της διηνεκούς

διάρκειας, δηλαδή μιας εταιρείας από την οποία αναμένονται σταθερά μερίσματα κάθε χρόνο, η αξία αυτή μπορεί να εκφραστεί ως εξής:

$$\text{Αξία ιδίων κεφαλαίων} = \text{DPS}/Ke$$

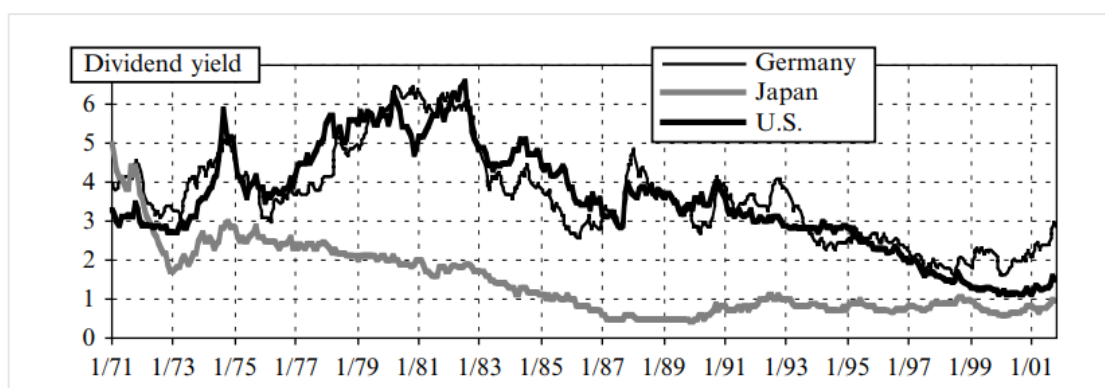
όπου:  $DPS$  το μέρισμα ανά μετοχή που διανεμήθηκε από την εταιρεία κατά το τελευταίο έτος και  $Ke$  η απαιτούμενη απόδοση ιδίων κεφαλαίων

Αν, από την άλλη πλευρά, το μέρισμα αναμένεται να αυξάνεται επ' αόριστων με σταθερό ετήσιο ρυθμό  $g$ , ο παραπάνω τύπος γίνεται ο ακόλουθος :

$$\text{Αξία ιδίων κεφαλαίων} = \text{DPS}_1 / (Ke - g)$$

Όπου  $DPS_1$  είναι τα μερίσματα ανά μετοχή για το επόμενο έτος.

Τα εμπειρικά στοιχεία δείχνουν ότι οι εταιρείες που καταβάλλουν περισσότερα μερίσματα (ως ποσοστό των κερδών τους) δεν επιτυγχάνουν αύξηση της τιμής της μετοχής τους ως αποτέλεσμα. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι όταν μια εταιρεία διανέμει περισσότερα μερίσματα, συνήθως μειώνει την ανάπτυξή της, επειδή διανέμει τα χρήματα στους μετόχους της αντί να τα διοχετεύει σε νέες επενδύσεις. Ο Πίνακας 2 παρουσιάζει τη μερισματική απόδοση διαφόρων διεθνών χρηματιστηρίων τον Σεπτέμβριο του 1992 και τον Αύγουστο του 2000. Η Ιαπωνία ήταν η χώρα με τη χαμηλότερη μερισματική απόδοση (0,6%) και η Ισπανία είχε μερισματική απόδοση 1,5%. Στο Διάγραμμα 2 παρουσιάζεται η εξέλιξη της μερισματικής απόδοσης των γερμανικών, ιαπωνικών και αμερικανικών χρηματιστηρίων.



Διάγραμμα 2: Εξέλιξη της μερισματικής απόδοσης των γερμανικών, ιαπωνικών και αμερικανικών χρηματιστηρίων

Πηγή: (Fernández, 2001)

#### 4.2.3 Πολλαπλάσια πωλήσεων

Αυτή η μέθοδος αποτίμησης, η οποία χρησιμοποιείται σε ορισμένους κλάδους με ορισμένη συχνότητα, συνίσταται στον υπολογισμό της αξίας μιας εταιρείας πολλαπλασιάζοντας τις πωλήσεις της με έναν αριθμό. Για παράδειγμα, ένα φαρμακείο αποτιμάται συχνά πολλαπλασιάζοντας τις ετήσιες πωλήσεις του με το 2 ή με έναν άλλο αριθμό, ανάλογα με την κατάσταση της αγοράς. Είναι επίσης συνήθης πρακτική να αποτιμάται ένα εργοστάσιο εμφιάλωσης αναψυκτικών πολλαπλασιάζοντας τις ετήσιες πωλήσεις του σε λίτρα με το 500 ή άλλον αριθμό, ανάλογα με την κατάσταση της αγοράς.

Για να μελετήσει τη συνέπεια αυτής της μεθόδου, η Smith Barney ανέλυσε τη σχέση μεταξύ του λόγου τιμής/πωλήσεων και της απόδοσης ιδίων κεφαλαίων. Η μελέτη διεξήχθη σε μεγάλες επιχειρήσεις (κεφαλαιοποίηση άνω των 150 εκατ. δολαρίων) σε 22 χώρες (Damodaran, 2010). Χώρισε τις εταιρείες σε πέντε ομάδες ανάλογα με τον λόγο τιμής/πωλήσεων. Η ομάδα 1 αποτελούνταν από τις εταιρείες με τον χαμηλότερο λόγο και η ομάδα 5 περιλάμβανε τις εταιρείες με τον υψηλότερο λόγο τιμής/πωλήσεων. Η μέση απόδοση κάθε ομάδας εταιρειών παρουσιάζεται στον Πίνακα 3.

Πίνακας 3: Σχέση μεταξύ της απόδοσης και του λόγου τιμής/πωλήσεων

Πηγή: Πηγή: (Fernández, 2001)

Σχέση μεταξύ της απόδοσης και του λόγου τιμής/πωλήσεων					
	Γκρουπ 1	Γκρουπ 2	Γκρουπ 3	Γκρουπ 4	Γκρουπ 5
Δεκέμβριος 1984 -Δεκέμβριος 1989	38.2%	36.3%	33.8%	23.8%	12.3%
Δεκέμβριος 1989 -Δεκέμβριος 1997	10.3%	12.4%	14.3%	12.2%	9.5%

Από τον Πίνακα 3 προκύπτει ότι, κατά την περίοδο 1984-1989, τα ίδια κεφάλαια των εταιρειών με τον χαμηλότερο δείκτη τιμών/πωλήσεων τον Δεκέμβριο του 1984 παρείχαν κατά μέσο όρο υψηλότερη απόδοση από εκείνη των εταιρειών με υψηλότερο δείκτη. Ωστόσο, αυτό έπαψε να ισχύει κατά την περίοδο Δεκέμβριος 1989-Σεπτέμβριος 1997, καθώς δεν υπήρχε καμία σχέση μεταξύ του λόγου τιμών/πωλήσεων τον Δεκέμβριο του 1989 και της απόδοσης ιδίων κεφαλαίων κατά τη διάρκεια αυτών των ετών.

Ο δείκτης τιμής/πωλήσεων μπορεί να αναλυθεί σε δύο ακόμη δείκτες:

$$\text{Τιμή/πωλήσεις} = (\text{τιμή/κέρδη}) \times (\text{κέρδη/πωλήσεις})$$

Ο πρώτος δείκτης (τιμή/κέρδη) είναι ο PER και ο δεύτερος (κέρδη/πωλήσεις) είναι συνήθως γνωστός ως απόδοση επί των πωλήσεων.

#### 4.2.4 Λοιπά πολλαπλάσια

Εκτός από τον δείκτη PER και τον δείκτη τιμής/πωλήσεων, ορισμένοι από τους συχνά χρησιμοποιούμενους πολλαπλασιαστές είναι οι εξής:

1. Αξία της εταιρείας/κέρδη προ τόκων και φόρων (EBIT)<sup>4</sup>
2. Αξία της εταιρείας/κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων (EBITDA)<sup>5</sup>
3. Αξία της εταιρείας/ταμειακές ροές λειτουργίας
4. Αξία των ιδίων κεφαλαίων/λογιστική αξία<sup>6</sup>

Για να αποτιμηθεί μια εταιρεία με τη χρήση πολλαπλασιαστών, πρέπει να χρησιμοποιηθούν πολλαπλασιαστές συγκρίσιμων εταιρειών.

#### 4.3 Μέθοδοι που βασίζονται στην υπεραξία

Σε γενικές γραμμές, η υπεραξία είναι η αξία που έχει μια εταιρεία πάνω από τη λογιστική της αξία ή πάνω από την προσαρμοσμένη λογιστική αξία. Η υπεραξία επιδιώκει να αντιπροσωπεύσει την αξία των άυλων περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας, τα οποία συχνά δεν εμφανίζονται στον ισολογισμό, αλλά τα οποία, ωστόσο, συνεισφέρουν ένα πλεονέκτημα σε σχέση με άλλες εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον κλάδο (ποιότητα του χαρτοφυλακίου πελατών, ηγετική θέση στον κλάδο, εμπορικά σήματα, στρατηγικές συμμαχίες κ.λπ.). Το πρόβλημα προκύπτει όταν προσπαθεί κανείς να προσδιορίσει την αξία τους, καθώς δεν υπάρχει ομοφωνία όσον αφορά τη μεθοδολογία που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό τους (Fernández, 2007). Ορισμένες από τις μεθόδους που χρησιμοποιούνται για την αποτίμηση της υπεραξίας δίνουν το έναυσμα για τις διάφορες διαδικασίες αποτίμησης που περιγράφονται στην παρούσα ενότητα.

Οι μέθοδοι αυτές εφαρμόζουν μια μικτή προσέγγιση, καθώς αφενός, διενεργούν μια στατική αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας και, αφετέρου, προσπαθούν να ποσοτικοποιήσουν την αξία που θα δημιουργήσει η εταιρεία στο μέλλον. Βασικά, οι μέθοδοι αυτές επιδιώκουν να προσδιορίσουν την αξία της εταιρείας εκτιμώντας τη συνδυασμένη αξία των περιουσιακών της στοιχείων συν ένα κεφαλαιακό

<sup>4</sup> Earnings Before Income & Taxes

<sup>5</sup> Earnings Before Income, Taxes, Depreciation and Amortization

<sup>6</sup> Θα μπορούσε επίσης να απαριθμηθεί ένας αριθμός άλλων αναλογιών που ονομάζονται "sui-generis". Ένα παράδειγμα τέτοιων αναλογιών είναι η αξία/ιδιοκτήτης

κέρδος που προκύπτει από την αξία των μελλοντικών κερδών της. Ουσιαστικά, ξεκινούν με την αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας και στη συνέχεια προσθέτουν ένα μέγεθος που σχετίζεται με τα μελλοντικά κέρδη (Copeland, 2000).

#### 4.3.1 Κλασική μέθοδος αποτίμησης

Η μέθοδος αυτή ορίζει ότι η αξία μιας εταιρείας ισούται με την αξία των καθαρών περιουσιακών στοιχείων της (καθαρή ουσιαστική αξία) συν την αξία της υπεραξίας της. Με τη σειρά της, η υπεραξία αποτιμάται ως η φορές το καθαρό εισόδημα της εταιρείας ή ως ένα ορισμένο ποσοστό του κύκλου εργασιών. Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, ο τύπος που εκφράζει την αξία μιας εταιρείας είναι ο εξής:

$$V = A + (n \times B), \text{ ή } V = A + (z \times F)$$

όπου:

*A*: η καθαρή αξία ενεργητικού

*n*: ο συντελεστής μεταξύ 1,5 και 3

*B*: το καθαρό εισόδημα

*z*: το ποσοστό των εσόδων από πωλήσεις και

*F*: ο κύκλος εργασιών.

Ο πρώτος τύπος χρησιμοποιείται κυρίως για βιομηχανικές επιχειρήσεις, ενώ ο δεύτερος χρησιμοποιείται συνήθως για το λιανικό εμπόριο. Μια παραλλαγή αυτής της μεθόδου συνίσταται στη χρήση των ταμειακών ροών αντί του καθαρού εισοδήματος.

#### 4.3.2 Μέθοδος συντομευμένου εισοδήματος υπεραξίας ή μέθοδος UEC<sup>7</sup>

Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, η αξία μιας εταιρείας εκφράζεται με τον ακόλουθο τύπο:

$$V = A + a_n(B - iA)$$

όπου:

*A*: το διορθωμένο καθαρό ενεργητικό ή καθαρή ουσιαστική αξία

*a<sub>n</sub>*: η παρούσα αξία, με επιτόκιο *t*, *n* προσόδων, με *n* μεταξύ 5 και 8 ετών

*B*: το καθαρό εισόδημα για το προηγούμενο έτος ή το προβλεπόμενο για το επόμενο έτος

---

<sup>7</sup> Union of European accounting experts



$i$ : το επιτόκιο που λαμβάνεται από μια εναλλακτική τοποθέτηση, η οποία θα μπορούσε να είναι ομολογίες, η απόδοση των μετοχών ή η απόδοση των επενδύσεων σε ακίνητα (μετά από φόρους)

$$a_n (B - iA) = \text{υπεραξία}$$

Ο τύπος αυτός θα μπορούσε να εξηγηθεί από το γεγονός ότι η αξία της εταιρείας είναι η αξία της προσαρμοσμένης καθαρής αξίας της συν την αξία της υπεραξίας. Η αξία της υπεραξίας προκύπτει από την κεφαλαιοποίηση, με την εφαρμογή ενός συντελεστή  $a_n$ , ενός «υπερκέρδους» που ισούται με τη διαφορά μεταξύ του καθαρού εισοδήματος και της επένδυσης των καθαρών περιουσιακών στοιχείων «Α» με επιτόκιο « $i$ » που αντιστοιχεί στο επιτόκιο χωρίς κίνδυνο.

#### 4.3.3 Μέθοδος UEC

Η αξία της εταιρείας σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή προκύπτει από την ακόλουθη εξίσωση:

$$V = A + a_n (B - iV) \text{ δίνοντας : } V = [A + (a_n \times B)] / (1 + ia_n)$$

Για την UEC (Ένωση Ευρωπαϊκών Λογιστών), η συνολική αξία μιας εταιρείας ισούται με την ουσιαστική αξία (ή τα αναπροσαρμοσμένα καθαρά περιουσιακά στοιχεία) συν την υπεραξία. Αυτό υπολογίζεται με την κεφαλαιοποίηση με ανατοκισμό (χρησιμοποιώντας τον συντελεστή  $a_n$ ) ενός υπερκέρδους, το οποίο είναι το κέρδος μείον τη ροή που προκύπτει από την επένδυση με επιτόκιο χωρίς κίνδυνο  $i$  ενός κεφαλαίου ίσου με την αξία  $V$  της εταιρείας.

Η διαφορά μεταξύ αυτής της μεθόδου και της προηγούμενης μεθόδου έγκειται στην αξία της υπεραξίας, η οποία, στην προκειμένη περίπτωση, υπολογίζεται από την αξία  $V$  που αναζητείται, ενώ στην απλουστευμένη μέθοδο υπολογιζόταν από το καθαρό ενεργητικό  $A$ .

#### 4.3.4 Έμμεση μέθοδος

Ο τύπος για την εύρεση της αξίας μιας εταιρείας σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή είναι ο εξής:

$$V = (A + B/i)/2, \text{ το οποίο μπορεί επίσης να εκφραστεί ως } V = A + (B - iA)/2i$$

Το επιτόκιο που χρησιμοποιώ είναι συνήθως το επιτόκιο που καταβάλλεται σε μακροπρόθεσμα ομόλογα του Δημοσίου. Όπως φαίνεται στην πρώτη έκφραση, η μέθοδος αυτή δίνει ίση βαρύτητα στην αξία των καθαρών περιουσιακών στοιχείων (ουσιαστική αξία) και στην αξία της απόδοσης. Η μέθοδος αυτή έχει μεγάλο αριθμό

παραλλαγών που προκύπτουν δίνοντας διαφορετική βαρύτητα στην ουσιαστική αξία και στην αξία κεφαλαιοποίησης των κερδών.

#### 4.3.5 Αγγλοσαξονική ή άμεση μέθοδος

Ο τύπος αυτής της μεθόδου είναι ο εξής:

$$V = A + (B - iA)/t_m$$

Στην περίπτωση αυτή, η αξία της υπεραξίας προκύπτει από την αναπροσαρμογή για αόριστο χρονικό διάστημα της αξίας του υπερκέρδους που απέκτησε η εταιρεία. Αυτό το υπερκέρδος είναι η διαφορά μεταξύ των καθαρών κερδών και αυτού που θα προέκυπτε από την τοποθέτηση με επιτόκιο  $i$ , ενός κεφαλαίου ίσου με την αξία των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας. Το επιτόκιο  $t_m$  είναι το επιτόκιο που λαμβάνεται από τίτλους σταθερού εισοδήματος πολλαπλασιασμένο με έναν συντελεστή μεταξύ 1,25 και 1,5 για την προσαρμογή στον κίνδυνο.

#### 4.3.6 Μέθοδος αγοράς ετήσιου κέρδους

Με τη μέθοδο αυτή, χρησιμοποιείται ο ακόλουθος τύπος αποτίμησης:

$$V = A + m(B - iA)$$

Εδώ, η αξία της υπεραξίας ισούται με έναν ορισμένο αριθμό ετών υπερκερδών. Ο αγοραστής είναι διατεθειμένος να καταβάλει στον πωλητή την αξία των καθαρών περιουσιακών στοιχείων συν  $m$  έτη υπερκέρδους. Ο αριθμός των ετών ( $m$ ) που συνήθως χρησιμοποιείται κυμαίνεται μεταξύ 3 και 5, και το επιτόκιο ( $i$ ) είναι το επιτόκιο των μακροπρόθεσμων δανείων.

#### 4.3.7 Μέθοδος απόδοσης κινδύνου και επιτοκίου χωρίς κίνδυνο

Η μέθοδος αυτή προσδιορίζει την αξία μιας εταιρείας χρησιμοποιώντας την ακόλουθη έκφραση:  $V = A + (B - iV)/t$  που δίνει  $V = (A + B/t)/(1 + i/t)$

Το επιτόκιο  $i$  είναι το επιτόκιο μιας εναλλακτικής τοποθέτησης χωρίς κίνδυνο, το επιτόκιο  $t$  είναι το επιτόκιο ανάληψης κινδύνου που χρησιμοποιείται για την αναδιατύπωση του υπερκέρδους και ισούται με το επιτόκιο  $i$  αυξημένο κατά έναν συντελεστή κινδύνου. Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, η αξία μιας εταιρείας ισούται με το καθαρό ενεργητικό αυξημένο κατά το αναπροσαρμοσμένο υπερκέρδος. Όπως φαίνεται, ο τύπος είναι μια παραλλαγή της μεθόδου της UEC όταν ο αριθμός των ετών τείνει προς το άπειρο.

#### 4.4 Μέθοδοι ταμειακών ροών

Οι μέθοδοι αυτές επιδιώκουν να προσδιορίσουν την αξία της εταιρείας εκτιμώντας τις ταμειακές ροές που θα παράγει στο μέλλον και στη συνέχεια προεξοφλώντας τις με ένα προεξοφλητικό επιτόκιο που αντιστοιχεί στον κίνδυνο των ροών.

Οι μικτές μέθοδοι που περιεγράφηκαν προηγουμένως έχουν χρησιμοποιηθεί εκτενώς στο παρελθόν. Ωστόσο, σήμερα χρησιμοποιείται όλο και περισσότερο η μέθοδος προεξόφλησης ταμειακών ροών επειδή είναι η μόνη εννοιολογικά ορθή μέθοδος αποτίμησης (Damodaran, 2002). Στις μεθόδους αυτές, η εταιρεία θεωρείται ως παραγωγός ταμειακών ροών και η αξία της εταιρείας προκύπτει από τον υπολογισμό της παρούσας αξίας των ροών αυτών με τη χρήση κατάλληλου προεξοφλητικού επιτοκίου.

Οι μέθοδοι προεξόφλησης ταμειακών ροών βασίζονται στη λεπτομερή, προσεκτική πρόβλεψη, για κάθε περίοδο, κάθε ενός από τα χρηματοοικονομικά στοιχεία που σχετίζονται με τη δημιουργία των ταμειακών ροών που αντιστοιχούν στις δραστηριότητες της επιχείρησης, όπως η είσπραξη των πωλήσεων, το προσωπικό, οι πρώτες ύλες, τα διοικητικά, οι πωλήσεις, τα έξοδα, οι αποπληρωμές δανείων κ.λπ. Κατά συνέπεια, η εννοιολογική προσέγγιση είναι παρόμοια με εκείνη του ταμειακού προϋπολογισμού.

Στις αποτιμήσεις με βάση την προεξόφληση ταμειακών ροών, καθορίζεται κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο για κάθε τύπο ταμειακών ροών. Ο προσδιορισμός του προεξοφλητικού επιτοκίου είναι ένα από τα σημαντικότερα καθήκοντα και λαμβάνει υπόψη τον κίνδυνο και τις ιστορικές διακυμάνσεις. Στην πράξη, το ελάχιστο προεξοφλητικό επιτόκιο καθορίζεται συχνά από τα ενδιαφερόμενα μέρη (οι αγοραστές ή οι πωλητές δεν είναι διατεθειμένοι να επενδύσουν ή να πωλήσουν για λιγότερο από μια ορισμένη απόδοση κ.λπ.) (Fernández, 2007).

##### 4.4.1 Γενική μέθοδος προεξόφλησης ταμειακών ροών

Οι διάφορες μέθοδοι προεξόφλησης ταμειακών ροών ξεκινούν με την ακόλουθη έκφραση:

$$V = \frac{CF_1}{1+k} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \frac{CF_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{CF_n + RV_n}{(1+k)^n}$$

όπου:

$CF_i$ : η ταμειακή ροή που παράγεται από την εταιρεία κατά την περίοδο  $i$ ,

$RV_n$ : η υπολειμματική αξία της επιχείρησης κατά το έτος  $n$

$k$ : το κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο για τον κίνδυνο των ταμειακών ροών

Αν και εκ πρώτης όψεως μπορεί να φαίνεται ότι ο παραπάνω τύπος λαμβάνει υπόψη του μια προσωρινή διάρκεια των ροών, αυτό δεν είναι απαραίτητα έτσι, καθώς η υπολειμματική αξία της εταιρείας κατά το έτος  $n$  ( $RV_n$ ) μπορεί να υπολογιστεί προεξοφλώντας τις μελλοντικές ροές μετά την περίοδο αυτή. Μια απλουστευμένη διαδικασία για την εξέταση μιας απροσδιόριστης διάρκειας των μελλοντικών ροών μετά το έτος  $n$  είναι να θεωρηθεί ένας σταθερός ρυθμός αύξησης ( $g$ ) των ροών μετά την περίοδο αυτή. Τότε η υπολειμματική αξία κατά το έτος  $n$  είναι :

$$RV_n = CF_n(l + g)/(k - g)$$

Αν και οι ροές μπορεί να έχουν απεριόριστη διάρκεια, μπορεί να είναι αποδεκτό να αγνοηθεί η αξία τους μετά από ένα ορισμένο χρονικό διάστημα, καθώς η παρούσα αξία τους μειώνεται προοδευτικά με μεγαλύτερους χρονικούς ορίζοντες. Επιπλέον, το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα πολλών επιχειρήσεων τείνει να εξαφανίζεται μετά από μερικά χρόνια. Πριν εξεταστούν λεπτομερέστερα οι διάφορες μεθόδους αποτίμησης με βάση την προεξόφληση ταμειακών ροών, πρέπει πρώτα να οριστούν οι διαφορετικοί τύποι ταμειακών ροών που μπορούν να χρησιμοποιηθούν σε μια αποτίμηση.

#### 4.4.2 Επιλογή της κατάλληλης ταμειακής ροής για την προεξόφληση

Για να κατανοηθούν οι βασικές ταμειακές ροές που μπορούν να ληφθούν υπόψη σε μια αποτίμηση, το ακόλουθο διάγραμμα παρουσιάζει τις διάφορες ταμειακές ροές που παράγει μια εταιρεία και τα κατάλληλα προεξοφλητικά επιτόκια για κάθε ροή.

Πίνακας 4: Διαφορετικοί τύποι ταμειακών ροών

Πηγή: Πηγή: (Fernández, 2001)

Ταμειακές ροές	Κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο
Ελεύθερη ταμειακή ροή (FCF) <sup>8</sup>	Μέσο σταθμισμένο κόστος κεφαλαίου (WACC) <sup>9</sup>
Ταμειακή ροή ιδίων κεφαλαίων (ECF) <sup>10</sup>	Απαιτούμενη απόδοση ιδίων κεφαλαίων (Ke)
Ταμειακή ροή χρέους (CFD) <sup>11</sup>	Απαιτούμενη απόδοση του χρέους (Kd)

<sup>8</sup> Free Cash Flow

<sup>9</sup> Weighted Average Capital Cost

<sup>10</sup> Equity Cash Flow

<sup>11</sup> Cash Flow Debt

Υπάρχουν τρεις βασικές ταμειακές ροές:

- Ελεύθερη ταμειακή ροή
- Ταμειακή ροή των ιδίων κεφαλαίων
- Ταμειακή ροή του χρέους

Η πιο εύκολα κατανοητή είναι η ταμειακή ροή χρέους, η οποία είναι το άθροισμα των τόκων που πρέπει να καταβληθούν για το χρέος συν τις αποπληρωμές κεφαλαίου. Προκειμένου να προσδιοριστεί η παρούσα αγοραία αξία του υφιστάμενου χρέους, η ροή αυτή πρέπει να προεξοφληθεί με το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης του χρέους (κόστος του χρέους). Σε πολλές περιπτώσεις, η αγοραία αξία του χρέους είναι ισοδύναμη με τη λογιστική του αξία, γι' αυτό και η λογιστική του αξία λαμβάνεται συχνά ως επαρκής προσέγγιση της αγοραίας αξίας.

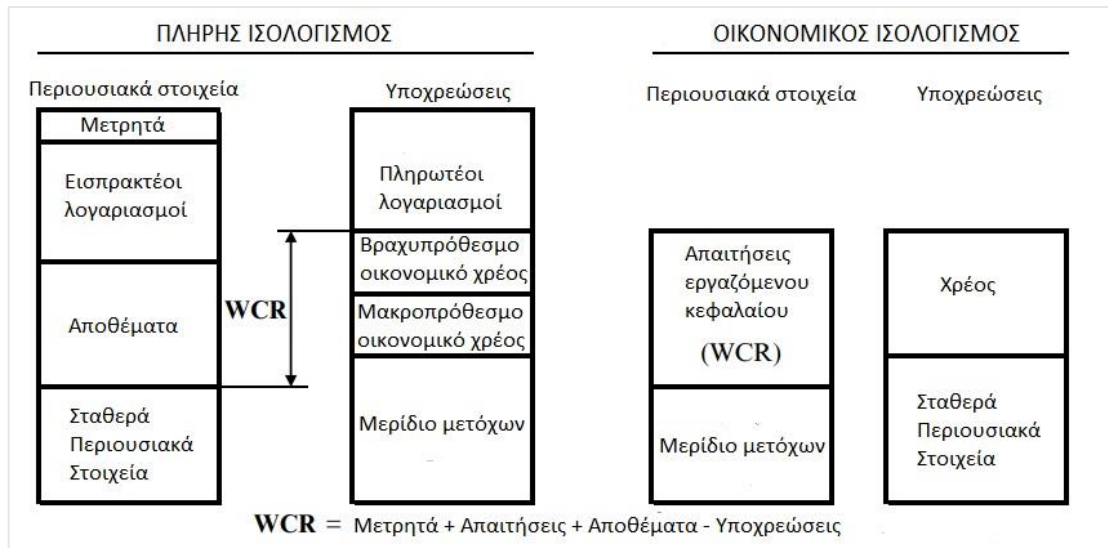
Οι FCF επιτρέπουν να ληφθεί η συνολική αξία της εταιρείας (χρέος και ίδια κεφάλαια: D + E). Η ECF επιτρέπει να ληφθεί η αξία των ιδίων κεφαλαίων, η οποία, σε συνδυασμό με την αξία του χρέους, θα επιτρέψει επίσης τον προσδιορισμό της συνολικής αξίας της εταιρείας. Τα προεξοφλητικά επιτόκια που πρέπει να χρησιμοποιηθούν για την FCF και την ECF εξηγούνται παρακάτω.

Το Σχήμα 2 παρουσιάζει σε απλουστευμένη μορφή τη διαφορά μεταξύ του πλήρους ισολογισμού της επιχείρησης και του οικονομικού ισολογισμού της. Το οικονομικό ενεργητικό της επιχείρησης, δεν είναι το σύνολο του ενεργητικού της, αλλά το σύνολο του ενεργητικού μείον την αυθόρμητη χρηματοδότηση (προμηθευτές, πιστωτές κ.λπ.). Το χρηματοοικονομικό ενεργητικό της επιχείρησης αποτελείται από το καθαρό πάγιο ενεργητικό συν τις ανάγκες σε κεφάλαιο κίνησης (WCR)<sup>12</sup>. Το χρηματοοικονομικό παθητικό της εταιρείας αποτελείται από τα ίδια κεφάλαια (τις μετοχές) και το χρέος της (βραχυπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο χρηματοοικονομικό χρέος)<sup>13</sup>.

---

<sup>12</sup> Working Capital Requirements

<sup>13</sup> Τα ίδια κεφάλαια ή το κεφάλαιο μπορεί να περιλαμβάνουν, μεταξύ άλλων, κοινές μετοχές, προνομιούχες μετοχές και μετατρέψιμες προνομιούχες μετοχές και τα διάφορα είδη χρέους μπορεί να περιλαμβάνουν, μεταξύ άλλων, χρέος πρώτης προτεραιότητας, χρέος μειωμένης εξασφάλισης, μετατρέψιμο χρέος, χρέος σταθερού ή μεταβλητού επιτοκίου, χρέος με μηδενικό ή κανονικό τοκομερίδιο, βραχυπρόθεσμο ή μακροπρόθεσμο χρέος κ.λπ.



Σχήμα 2: Πλήρης ισολογισμός και οικονομικός ισολογισμός

#### 4.4.3 Οι ελεύθερες ταμειακές ροές

Η FCF είναι η λειτουργική ταμειακή ροή, δηλαδή η ταμειακή ροή που παράγεται από τις δραστηριότητες, χωρίς να λαμβάνεται υπόψη ο δανεισμός (χρηματοοικονομικό χρέος), μετά από φόρους. Είναι τα χρήματα που θα ήταν διαθέσιμα στην εταιρεία μετά την κάλυψη των επενδύσεων σε πάγια περιουσιακά στοιχεία και των αναγκών σε κεφάλαιο κίνησης, με την προϋπόθεση ότι δεν υπάρχει χρέος και, επομένως, δεν υπάρχουν χρηματοοικονομικά έξοδα.

Για να υπολογιστούν οι μελλοντικές FCF, πρέπει να προβλεφθούν τα μετρητά που θα ληφθούν και θα πρέπει να πληρωθούν σε κάθε περίοδο. Αυτή είναι ουσιαστικά η προσέγγιση που χρησιμοποιείται για την κατάρτιση ενός ταμειακού προϋπολογισμού. Ωστόσο, στην αποτίμηση εταιρειών, το έργο αυτό απαιτεί την πρόβλεψη των ταμειακών ροών πιο μπροστά στο χρόνο από ό,τι συνήθως γίνεται σε οποιονδήποτε ταμειακό προϋπολογισμό.

Η λογιστική δεν μπορεί να δώσει άμεσα αυτές τις πληροφορίες, καθώς, αφενός, χρησιμοποιεί την προσέγγιση του δεδουλευμένου και, αφετέρου, κατανέμει τα έσοδα, τα έξοδα και τις δαπάνες της χρησιμοποιώντας ουσιαστικά αυθαίρετους μηχανισμούς. Αυτά τα δύο χαρακτηριστικά της λογιστικής στρεβλώνουν την γενική αντίληψη για την κατάλληλη προσέγγιση κατά τον υπολογισμό των ταμειακών ροών, η οποία πρέπει να είναι η προσέγγιση των «μετρητών», δηλαδή των μετρητών που πράγματι εισπράττονται ή καταβάλλονται (εισπράξεις και πληρωμές). Ωστόσο, όταν η λογιστική προσαρμόζεται σε αυτή την προσέγγιση, μπορεί να υπολογιστεί οποιαδήποτε ταμειακή ροή ενδιαφέροντος.

Οι βασικές συνιστώσες μιας FCF στο υποθετικό παράδειγμα της εταιρείας XYZ. Οι πληροφορίες που δίνονται στις λογιστικές καταστάσεις του Πίνακα 5 πρέπει να προσαρμοστούν ώστε να δώσουν τις ταμειακές ροές για κάθε περίοδο, δηλαδή τα χρηματικά ποσά που πράγματι εισπράχθηκαν και καταβλήθηκαν σε κάθε περίοδο.

Στον Πίνακα 5 παρατίθεται η κατάσταση εσόδων για την εταιρεία XYZ. Χρησιμοποιώντας αυτά τα στοιχεία, θα προσδιοριστούν οι FCF της εταιρείας, οι οποίες εξ ορισμού δεν πρέπει να περιλαμβάνουν πληρωμές προς τους παρόχους κεφαλαίων. Επομένως, τα μερίσματα και τα έξοδα τόκων δεν πρέπει να περιλαμβάνονται στις ελεύθερες ταμειακές ροές.

Ο Πίνακας 6 δείχνει πώς προκύπτει η FCF από τα κέρδη προ τόκων και φόρων (EBIT). Ο πληρωτέος φόρος επί του EBIT πρέπει να υπολογιστεί άμεσα, το οποίο δίνει το καθαρό εισόδημα χωρίς την αφαίρεση των πληρωμών των τόκων, στις οποίες πρέπει να προστεθούν οι αποσβέσεις της περιόδου, επειδή δεν είναι πληρωμή αλλά απλώς μια λογιστική εγγραφή. Πρέπει επίσης να ληφθούν υπόψη τα χρηματικά ποσά που πρέπει να διατεθούν για νέες επενδύσεις σε πάγια περιουσιακά στοιχεία και νέα WCR, καθώς τα ποσά αυτά πρέπει να αφαιρεθούν για να υπολογίσουμε της FCF.

Για να υπολογιστεί η FCF, πρέπει να αγνοηθεί η χρηματοδότηση για τις δραστηριότητες της επιχείρησης και να γίνει εστίαση στην οικονομική απόδοση των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης μετά από φόρους, εξεταζόμενη από τη σκοπιά της συνεχιζόμενης δραστηριότητας, λαμβάνοντας υπόψη σε κάθε περίοδο τις επενδύσεις που απαιτούνται για τη συνέχιση της ύπαρξης της επιχείρησης.

Πίνακας 5: Κατάσταση εσόδων για εικονική επιχείρηση XYZ

<b>Κατάσταση εσόδων για την XYZ</b>			
	2010	2011	2012
<b>Πωλήσεις</b>	1.000	1.100	1.210
-Κόστος πωληθέντων	-650	-715	-786,5
-Γενικά έξοδα	-189	-207,9	-228,7
-Αποσβέσεις	-20	-20	-20
<b>Κέρδη προ τόκων και φόρων (EBIT)</b>	141	157,1	174,8
-Έξοδα τόκων	-10	-10	-10

<b>Κέρδη προ φόρων (PBT)</b>	131	147,1	164,8
-Φόρος	-45,85	-51,49	-57,68
<b>Καθαρά κέρδη ή κέρδη μετά από φόρους (PAT)</b>	85,15	95,62	107,1
-Μερίσματα	-34,06	-38,25	-42,85
<b>Αδιανέμητα κέρδη</b>	51,09	57,37	62,28

Πίνακας 6: Ελεύθερες ταμειακές ροές για την XYZ

<b>Ελεύθερες ταμειακές ροές για την XYZ</b>			
	2010	2011	2012
<b>Κέρδη προ τόκων και φόρων (EBIT)</b>	141	157,1	174,8
-Φόρος που καταβλήθηκε επί του EBIT	-49,4	-55	-61,2
<b>Καθαρό εισόδημα χωρίς χρέος</b>	91,65	102,1	113,6
+Αποσβέσεις	20	20	20
- Αύξηση των πάγιων περιουσιακών στοιχείων	-61	-67,1	-73,8
- Αύξηση του WCR	-11	-12,1	-13,3
<b>Ελεύθερες ταμειακές ροές</b>	<b>39,65</b>	<b>42,92</b>	<b>46,51</b>

Τέλος, εάν η εταιρεία δεν είχε χρέος, η FCF θα ήταν πανομοιότυπη με την ταμειακή ροή ιδίων κεφαλαίων, η οποία είναι μια άλλη παραλλαγή ταμειακών ροών που χρησιμοποιείται στις αποτιμήσεις και η οποία θα αναλυθεί παρακάτω.

#### 4.4.4 Η ταμειακή ροή ιδίων κεφαλαίων

Η ταμειακή ροή ιδίων κεφαλαίων (ECF) υπολογίζεται αφαιρώντας από την FCF τις πληρωμές τόκων και κεφαλαίου (μετά από φόρους) που πραγματοποιούνται σε κάθε



περίοδο και προσθέτοντας το νέο χρέος που παρέχεται. Εν ολίγοις, είναι η ταμειακή ροή που παραμένει διαθέσιμη στην εταιρεία μετά την κάλυψη των επενδύσεων σε πάγια περιουσιακά στοιχεία και των αναγκών σε κεφάλαιο κίνησης και μετά την πληρωμή των χρηματοοικονομικών εξόδων και την αποπληρωμή του αντίστοιχου μέρους του κεφαλαίου του χρέους (στην περίπτωση που υπάρχει χρέος). Αυτό μπορεί να παρασταθεί με την ακόλουθη έκφραση:

$$ECF = FCF - [\text{πληρωμές τόκων} \times (1 - T)] - \text{αποπληρωμή κεφαλαίου} \\ + \text{νέο χρέος}$$

Κατά την κατάρτιση προβλέψεων, τα μερίσματα και οι άλλες αναμενόμενες πληρωμές προς τους μετόχους πρέπει να αντιστοιχούν στην ECF.

Αυτή η ταμειακή ροή προϋποθέτει την ύπαρξη μιας συγκεκριμένης χρηματοδοτικής δομής σε κάθε περίοδο, με την οποία καταβάλλονται οι τόκοι που αντιστοιχούν στα υφιστάμενα χρέη, οι δόσεις του κεφαλαίου καταβάλλονται στις αντίστοιχες ημερομηνίες λήξης και εισπράττονται κεφάλαια από νέο χρέος. Μετά από αυτό απομένει ένα ορισμένο ποσό που είναι τα μετρητά που είναι διαθέσιμα στους μετόχους, τα οποία θα διατεθούν για την καταβολή μερισμάτων ή την εξαγορά μετοχών.

Όταν επαναδιατυπώνεται η ECF, αποτιμώνται τα ίδια κεφάλαια της εταιρείας (E) και, επομένως, το κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο θα είναι η απαιτούμενη απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (Ke). Για να βρεθεί η συνολική αξία της εταιρείας (D + E), πρέπει να προστεθεί η αξία του υφιστάμενου χρέους (D) στην αξία των ιδίων κεφαλαίων (E).

#### 4.4.5 Κεφαλαιακές ταμειακές ροές

Η ταμειακή ροή κεφαλαίου (CCF)<sup>14</sup> είναι ο όρος που δίνεται στο άθροισμα της ταμειακής ροής του χρέους και της ταμειακής ροής των ιδίων κεφαλαίων. Η ταμειακή ροή χρέους αποτελείται από το άθροισμα των πληρωμών τόκων συν τις αποπληρωμές κεφαλαίου. Επομένως, η ταμειακή ρευστότητα αποτελείται από τις συνολικές χρηματοροές που αντιστοιχούν στην αξία των κεφαλαίων:

$$CCF = ECF + DCF = ECF + I - AD$$

$$\text{διαχωρίζεται } I = DKd$$

Είναι σημαντικό να μην συγχέεται η κεφαλαιακή ταμειακή ροή με την ελεύθερη ταμειακή ροή.

---

<sup>14</sup> Capital Cash Flow

#### 4.4.6 Υπολογισμός της αξίας της εταιρείας με χρήση FCF

Για τον υπολογισμό της αξίας της εταιρείας με τη μέθοδο αυτή, οι FCF προεξοφλούνται (αναπροσαρμόζονται) με τη χρήση του μέσου σταθμικού κόστους του χρέους και των ιδίων κεφαλαίων ή του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC):

$$E + D = \text{τωρινή αξία } [FCF; WACC], \text{ όπου } WACC = \frac{EKe + DKd(1-T)}{E+D}$$

*D*: η αγοραία αξία του χρέους,

*E*: η αγοραία αξία του μετοχικού κεφαλαίου,

*Kd*: το κόστος του χρέους προ φόρων, δηλαδή η απαιτούμενη απόδοση του χρέους,

*T*: ο φορολογικός συντελεστής,

*Ke*: η απαιτούμενη απόδοση των ιδίων κεφαλαίων, η οποία αντανακλά τον κίνδυνο των ιδίων κεφαλαίων

Το WACC υπολογίζεται με τη στάθμιση του κόστους του χρέους (*Kd*) και του κόστους των ιδίων κεφαλαίων (*Ke*) σε σχέση με τη χρηματοοικονομική δομή της εταιρείας.

#### 4.4.7 Υπολογισμός της αξίας της εταιρείας ως μη μοχλευμένη αξία

Στη μέθοδο αυτή, η αξία της εταιρείας υπολογίζεται με την πρόσθεση δύο τιμών, αφενός, της αξίας της εταιρείας με την υπόθεση ότι η εταιρεία δεν έχει χρέος και, αφετέρου, της αξίας της φορολογικής ασπίδας που προκύπτει από το γεγονός ότι η εταιρεία χρηματοδοτείται με χρέος. Η μέθοδος αυτή ονομάζεται (APV)<sup>15</sup> ή προσαρμοσμένη παρούσα αξία.

Η αξία της εταιρείας χωρίς χρέος προκύπτει από την προεξόφληση των FCF, χρησιμοποιώντας το επιτόκιο της απαιτούμενης απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων που θα ίσχυε για την εταιρεία εάν θεωρούνταν ότι δεν έχει χρέος. Αυτό το ποσοστό (*Ku*) είναι γνωστό ως μη μοχλευμένο ποσοστό ή απαιτούμενη απόδοση του ενεργητικού. Η απαιτούμενη απόδοση του ενεργητικού είναι μικρότερη από την απαιτούμενη απόδοση των ιδίων κεφαλαίων αν η εταιρεία έχει χρέος στην κεφαλαιακή της διάρθρωση, καθώς, στην περίπτωση αυτή, οι μέτοχοι θα αναλάβουν τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο που συνεπάγεται η ύπαρξη χρέους και θα απαιτήσουν υψηλότερο ασφάλιστρο κινδύνου ιδίων κεφαλαίων. Στις περιπτώσεις που δεν υπάρχει χρέος, η απαιτούμενη απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (*Ke* = *Ku*) είναι ισοδύναμη με το WACC, καθώς η μόνη πηγή χρηματοδότησης που χρησιμοποιείται είναι το κεφάλαιο.

---

<sup>15</sup> Adjusted Present Value

Η παρούσα αξία της φορολογικής ασπίδας προκύπτει από το γεγονός ότι η εταιρεία χρηματοδοτείται με χρέος και είναι η συγκεκριμένη συνέπεια του χαμηλότερου φόρου που καταβάλλει η εταιρεία ως συνέπεια των τόκων που καταβάλλονται για το χρέος σε κάθε περίοδο. Για να βρεθεί η παρούσα αξία της φορολογικής ασπίδας, θα πρέπει πρώτα να υπολογιστεί η εξοικονόμηση που επιτυγχάνεται με αυτό το μέσο για κάθε έτος, πολλαπλασιάζοντας τους τόκους που καταβάλλονται για το χρέος με τον φορολογικό συντελεστή. Αφού ληφθούν αυτές τις ροές, θα πρέπει να προεξοφληθούν με το επιτόκιο που θεωρείται κατάλληλο. Αν και το επιτόκιο προεξόφλησης που πρέπει να χρησιμοποιηθεί στην περίπτωση αυτή είναι κάπως αμφιλεγόμενο, πολλοί συγγραφείς προτείνουν τη χρήση του αγοραίου κόστους του χρέους, το οποίο δεν είναι απαραίτητο να είναι το επιτόκιο με το οποίο η επιχείρηση έχει συνάψει το χρέος της.

Κατά συνέπεια, το APV συμπυκνώνεται στον ακόλουθο τύπο:

$$D + E = NPV(FCF; Ku) + \text{αξία της φορολογικής ασπίδας του χρέους}$$

## Κεφάλαιο 5<sup>ο</sup>: Η μέθοδος αποτίμησης προεξοφλημένων ταμειακών ροών

### 5.1 Προσέγγιση της αποτίμησης των προεξοφλημένων ταμειακών ροών

Η μέθοδος (DCF)<sup>16</sup> αποτιμά την εταιρεία βάσει της καθαρής παρούσας αξίας (NPV)<sup>17</sup> των μελλοντικών ελεύθερων ταμειακών ροών της, οι οποίες προεξοφλούνται με κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο. Ο τύπος για τον προσδιορισμό της NPV πολυάριθμων μελλοντικών ταμειακών ροών παρουσιάζεται παρακάτω (Brigham & Gapenski, 1997).

$$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{FCF_t}{(1+r)^t}$$

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές είναι το ποσό των «μετρητών που δεν απαιτούνται για λειτουργίες ή επανεπενδύσεις» (Brealey, Myers, & Allen, 2006). Μια άλλη δυνατότητα ανάλυσης της αξίας μιας εταιρείας με τη χρήση προεξοφλημένων ταμειακών ροών είναι η APV. Η APV είναι η καθαρή παρούσα αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών της εταιρείας υποθέτοντας καθαρή χρηματοδότηση με ίδια κεφάλαια και προσθέτοντας την παρούσα αξία κάθε παρενέργειας της χρηματοδότησης, όπως η φορολογική ασπίδα (Brealey et al., 2006). Γενικά μπορεί να ειπωθεί ότι η APV βασίζεται στην «αρχή της

<sup>16</sup> Discounted Cash Flow

<sup>17</sup> Net present value

προσθετικότητας της αξίας» (Luehrmann, 1997,). Ωστόσο, η APV και η NPV οδηγούν στο ίδιο αποτέλεσμα.

Δεδομένου ότι η μέθοδος DCF είναι μια τεχνική αποτίμησης που βασίζεται σε προβλέψεις, συνήθως διενεργείται ανάλυση σεναρίων για να εξεταστούν οι επιπτώσεις των αλλαγών στις υποκείμενες παραδοχές. Μια τέτοια ανάλυση σεναρίου βασίζεται συνήθως σε τρεις εκδοχές, δηλαδή το «βασικό σενάριο» ή «σενάριο της διοίκησης» που χρησιμοποιεί τις εκτιμήσεις της διοίκησης για τις σχετικές μετρήσεις, ένα «ανοδικό σενάριο» που χρησιμοποιεί πολύ αισιόδοξες παραδοχές και ένα «σενάριο πτωχεύσεως» που υπολογίζει την αξία της εταιρείας σε περίπτωση δυσμενών επιδόσεων.

Η διαδικασία αποτίμησης μιας εταιρείας με τη μέθοδο DCF περιλαμβάνει διάφορα στάδια. Στο πρώτο στάδιο αναπτύσσονται σενάρια για την πρόβλεψη των μελλοντικών ελεύθερων ταμειακών ροών FCF για τα επόμενα πέντε έως δέκα έτη. Στη συνέχεια, πρέπει να καθοριστεί ένα κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο, το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου WACC, για την προεξόφληση όλων των μελλοντικών FCF για τον υπολογισμό των NPV τους. Στο επόμενο βήμα πρέπει να προσδιοριστεί η τελική αξία (TV)<sup>18</sup>. Η TV είναι η καθαρή παρούσα αξία όλων των μελλοντικών ταμειακών ροών που προκύπτουν μετά τη χρονική περίοδο που καλύπτεται από την ανάλυση σεναρίων. Στο τελευταίο βήμα οι καθαρές παρούσες αξίες των ταμειακών ροών αθροίζονται με την τελική τιμή<sup>19</sup>.

$$\text{Αξία Εταιρείας} = \sum_{t=0}^n \frac{FCF_t}{(1+r)^t} + \text{Τελική αξία}$$

## 5.2 Υπολογισμός των ελεύθερων ταμειακών ροών

5.2.1 Ταμειακές ροές προς την επιχείρηση και ταμειακές ροές προς τα ίδια κεφάλαια  
Υπάρχουν δύο τρόποι χρήσης των ταμειακών ροών για την αποτίμηση DCF. Μπορεί να χρησιμοποιηθεί η ελεύθερη ταμειακή ροή προς την επιχείρηση (FCFF)<sup>20</sup>, δηλαδή η ταμειακή ροή που είναι διαθέσιμη στους κατόχους χρέους και μετοχών, είτε μπορεί να χρησιμοποιηθεί η ελεύθερη ταμειακή ροή προς τα ίδια κεφάλαια (FCFE)<sup>21</sup>, δηλαδή η ταμειακή ροή που είναι διαθέσιμη μόνο στους κατόχους μετοχών της επιχείρησης.

---

<sup>18</sup> Terminal value

<sup>19</sup> Τελική τιμή =  $\sum_t^{\infty} = n + 1 \frac{FCF_t}{(1+r)^t}$

<sup>20</sup> Free cash flow to the firm

<sup>21</sup> Free cash flow to equity

Κατά τη χρήση της FCFF, όλες οι εισροές πρέπει να βασίζονται σε λογιστικά στοιχεία που υπολογίζονται πριν από την καταβολή των τόκων στους κατόχους του χρέους. Αντίθετα, η FCFE χρησιμοποιεί στοιχεία από τα οποία έχουν ήδη αφαιρεθεί οι πληρωμές τόκων. Η χρήση της FCFF ως βάση για την ανάλυση θα οδηγήσει στην αξία της επιχείρησης, ενώ η χρήση της FCFE θα οδηγήσει στην αξία των ιδίων κεφαλαίων. Δεδομένου ότι ένας αγοραστής συνήθως αναλαμβάνει όλες τις υποχρεώσεις, χρέος και ίδια κεφάλαια, η FCFF είναι πιο σχετική από την προσέγγιση των ιδίων κεφαλαίων.

Η FCFF υπολογίζεται αφαιρώντας τους φόρους από τα κέρδη προ φόρων και τόκων EBIT της εταιρείας, με αποτέλεσμα το καθαρό λειτουργικό κέρδος μετά από φόρους (NOPAT)<sup>22</sup>. Στη συνέχεια προστίθενται όλα τα υπολογιστικά έξοδα (π.χ. D&A), δεδομένου ότι δεν εκφράζουν ταμειακές ροές. Οι κεφαλαιουχικές δαπάνες (Capex)<sup>23</sup> αφαιρούνται. Πρόκειται για μια ταμειακή εκροή που δεν αντικατοπτρίζεται στην κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων, επειδή το Capex ενεργοποιείται στην πλευρά του ενεργητικού του ισολογισμού. Η αύξηση του καθαρού κεφαλαίου κίνησης (NWC)<sup>24</sup> αφαιρείται επίσης, επειδή δεν εκφράζει πραγματικές ταμειακές ροές. Ο τύπος για τον υπολογισμό της FCFF παρουσιάζεται παρακάτω. (Damodaran, 1996)

$$FCFF = NOPAT + D\&A - Capex - \text{Αύξηση του NWC}$$

Υπάρχουν περισσότερες μέθοδοι που μπορούν να χρησιμοποιηθούν για τον υπολογισμό της FCFF, αλλά όλες θα καταλήξουν στην ίδια τιμή.

### 5.2.2 Δημιουργία μελλοντικών σεναρίων

Η εξαγωγή της NPV των ελεύθερων ταμειακών ροών που προκύπτουν κατά την περίοδο του σεναρίου είναι πολύ περίπλοκη, διότι όλες αυτές οι ταμειακές ροές βασίζονται σε υποθέσεις. Συνεπώς, η μέθοδος απαιτεί μια λεπτομερή εικόνα της μελλοντικής κατάστασης της εταιρείας, π.χ. EBIT και Capex. Οι προβλέψεις γίνονται συνήθως για τα επόμενα πέντε έως δεκαπέντε έτη. Η ΚΠΑ των ταμειακών ροών που προκύπτουν μετά από αυτή την περίοδο σεναρίων περιλαμβάνεται στην τελική αξία, η οποία προκύπτει χρησιμοποιώντας πολύ λιγότερες παραδοχές. Οι προβλέψεις αυτές βασίζονται συνήθως σε ιστορικά δεδομένα, αλλά μπορεί επίσης να αντανakλούν αλλαγές στο επιχειρηματικό σχέδιο της εταιρείας, στον κλάδο ή στην παγκόσμια οικονομία.

Για να δοθεί μια λεπτομερής εικόνα του τρόπου με τον οποίο η αξία της εταιρείας θα μπορούσε να επηρεαστεί από μια αλλαγή στην υποκείμενη παραδοχή, συνήθως

---

<sup>22</sup> Net operating profit after tax

<sup>23</sup> Capital expenditure

<sup>24</sup> Net working capital

διενεργείται ανάλυση σεναρίου. Στο σενάριο «bear case», χρησιμοποιούνται χαμηλές παραδοχές για τους ρυθμούς ανάπτυξης και τα περιθώρια κέρδους για τη δημιουργία ενός πολύ απαισιόδοξου σεναρίου. Στο σενάριο «bull case» συμβαίνει το αντίθετο, όλες οι παραδοχές είναι πολύ αισιόδοξες. Αυτές οι δύο περιπτώσεις σηματοδοτούν τα όρια της δίκαιης αξία της εταιρείας με μεγάλη βεβαιότητα. Φυσικά, για την περαιτέρω αξιολόγηση τυχόν κινδύνων μπορούν να χρησιμοποιηθούν πρόσθετες μέθοδοι ελέγχου σεναρίων και κινδύνων, όπως η αξία σε κίνδυνο με τη χρήση προσομοίωσης Monte Carlo.

Το πιο σημαντικό σενάριο στην αποτίμηση μιας εταιρείας είναι το βασικό σενάριο. Σε αυτή την περίπτωση χρησιμοποιούνται οι προβλέψεις και οι απόψεις της διοίκησης σχετικά με τη μελλοντική εξέλιξη της εταιρείας, τις σχετικές αγορές και τους ανταγωνιστές της για τη δημιουργία του σεναρίου που είναι πιο πιθανό να συμβεί. Ωστόσο, πρέπει να δίνεται προσοχή στην αξιοπιστία των στοιχείων που παρέχει η διοίκηση, δεδομένου ότι οι διευθυντές συχνά έχουν προσωπικό κίνητρο να αυξήσουν την τιμή εξαγοράς και, ως εκ τούτου, ενδέχεται να παρέχουν μεροληπτικές εκτιμήσεις.

Ένα άλλο στοιχείο που συνήθως περιλαμβάνεται είναι οι πιθανές συνέργειες μεταξύ του στόχου και του αγοραστή. Εάν ο δυνητικός αγοραστής είναι ένας στρατηγικός αγοραστής που διευθύνει μια παρόμοια επιχείρηση, μπορούν να πραγματοποιηθούν πολλές συνέργειες. Αυτό θα επιτρέψει στον στρατηγικό πλειοδότη να προσφέρει υψηλότερη τιμή από έναν χρηματοοικονομικό πλειοδότη, όπως για παράδειγμα ένα ιδιωτικό μετοχικό κεφάλαιο.

### 5.3 Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου

Ο προσδιορισμός του προεξοφλητικού επιτοκίου απαιτεί εκτεταμένη ανάλυση της χρηματοδοτικής δομής της εταιρείας και των τρεχουσών συνθηκών της αγοράς. Το επιτόκιο που χρησιμοποιείται για την προεξόφληση των FCF ονομάζεται μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου WACC. Το WACC είναι ένας από τους σημαντικότερους παράγοντες εισόδου στο μοντέλο DCF. Μικρές μεταβολές στο WACC θα προκαλέσουν μεγάλες μεταβολές στην αξία της επιχείρησης. Το WACC υπολογίζεται με τη στάθμιση των πηγών κεφαλαίου σύμφωνα με τη χρηματοοικονομική διάρθρωση της επιχείρησης και στη συνέχεια πολλαπλασιάζοντάς τες με το κόστος. Επομένως, ο τύπος για τον υπολογισμό του WACC είναι:

$$WACC = \frac{\text{Ίδια κεφάλαια}}{\text{Χρέος} + \text{Ίδια κεφάλαια}} * \text{Κόστος ιδίων κεφαλαίων} + \frac{\text{Χρέος}}{\text{Χρέος} + \text{Ίδια κεφάλαια}} * \text{Κόστος χρέους}$$

### 5.3.1 Κόστος ιδίων κεφαλαίων

Το κόστος ιδίων κεφαλαίων (COE)<sup>25</sup> υπολογίζεται με τη βοήθεια του υποδείγματος τιμολόγησης κεφαλαιακών στοιχείων ενεργητικού (CAPM)<sup>26</sup>. Το CAPM αποκαλύπτει την απόδοση που απαιτούν οι επενδυτές για να αναλάβουν τον κίνδυνο κατοχής της μετοχής μιας εταιρείας. Αυτή η απαιτούμενη απόδοση είναι η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (ROE) που απαιτούν οι επενδυτές για να αναλάβουν τον κίνδυνο κατοχής της μετοχής της εταιρείας, και επομένως ισοδυναμεί με το κόστος των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας. Σύμφωνα με το CAPM, η απαιτούμενη απόδοση ιδίων κεφαλαίων, ή στην προκειμένη περίπτωση το COE, προκύπτει με τον ακόλουθο τύπο (Ross, Westerfield, & Jordan, 2008):

$$COE = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

Παρόλο που το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο είναι η απόδοση των T-Bills ή των T-Bonds, οι επαγγελματίες χρησιμοποιούν το London Interbank Offer Rates (LIBOR) ως προσέγγιση για τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια χωρίς κίνδυνο, δεδομένου ότι «τα επιτόκια του Δημοσίου είναι πολύ χαμηλά για να χρησιμοποιηθούν ως επιτόκια χωρίς κίνδυνο» (Hull, 2008). Ως εκ τούτου, είναι σύνηθες να χρησιμοποιείται το LIBOR ως επιτόκιο χωρίς κίνδυνο για σκοπούς αποτίμησης.

Ο συντελεστής εισόδου  $\beta$  είναι ο κίνδυνος, που η κατοχή της μετοχής θα προσθέσει στο χαρτοφυλάκιο του επενδυτή (Rhaïem, Ben, & Mabrouk, 2007). Προκύπτει με τη χρήση ανάλυσης γραμμικής παλινδρόμησης, όπου η υπερβάλλουσα απόδοση της μετοχής είναι η εξαρτημένη μεταβλητή και η υπερβάλλουσα απόδοση της αγοράς είναι η ανεξάρτητη μεταβλητή. Το βήτα είναι η κλίση της γραμμής παλινδρόμησης. (Brealey, Myers, & Allen, 2006) Το βήτα είναι ένας εμπειρικά προσδιορισμένος παράγοντας εισόδου που βασίζεται και στο ιστορικό επίπεδο μόχλευσης της εταιρείας, διότι οι υψηλότεροι δείκτες μόχλευσης αυξάνουν τον κίνδυνο του μετόχου. Δεδομένου ότι το επίπεδο μόχλευσης της εταιρείας συχνά μεταβάλλεται κατά τη διάρκεια μιας συναλλαγής, το βήτα πρέπει να προσαρμόζεται για αυτή τη μεταβολή με απομόχλευση και επαναμόχλευση στη νέα κεφαλαιακή δομή. Εάν η εταιρεία δεν είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο, δεν υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία για τον υπολογισμό γραμμικής παλινδρόμησης. Κατά συνέπεια, δημιουργείται μια ομάδα ομοειδών εταιρειών και στη συνέχεια προσαρμόζεται η διάμεσος των μη μοχλευμένων βήτα τους ώστε να προσαρμοστεί στη χρηματοδοτική δομή του στόχου. Παρόλο που η προσέγγιση CAPM είναι πολύ χρήσιμη για την εκτίμηση του κόστους των ιδίων κεφαλαίων,

---

<sup>25</sup> Cost of equity

<sup>26</sup> Capital asset pricing model

ορισμένοι επιστήμονες υποστηρίζουν ότι το CAPM αναπτύχθηκε για ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία (Michailetz, Artemenkov, & Artemenkov, 2007) και επομένως η σημασία του για την αποτίμηση μη ρευστοποιήσιμων περιουσιακών στοιχείων, όπως οι μη εισηγμένες εταιρείες, θα πρέπει να αποτελέσει αντικείμενο περαιτέρω έρευνας.

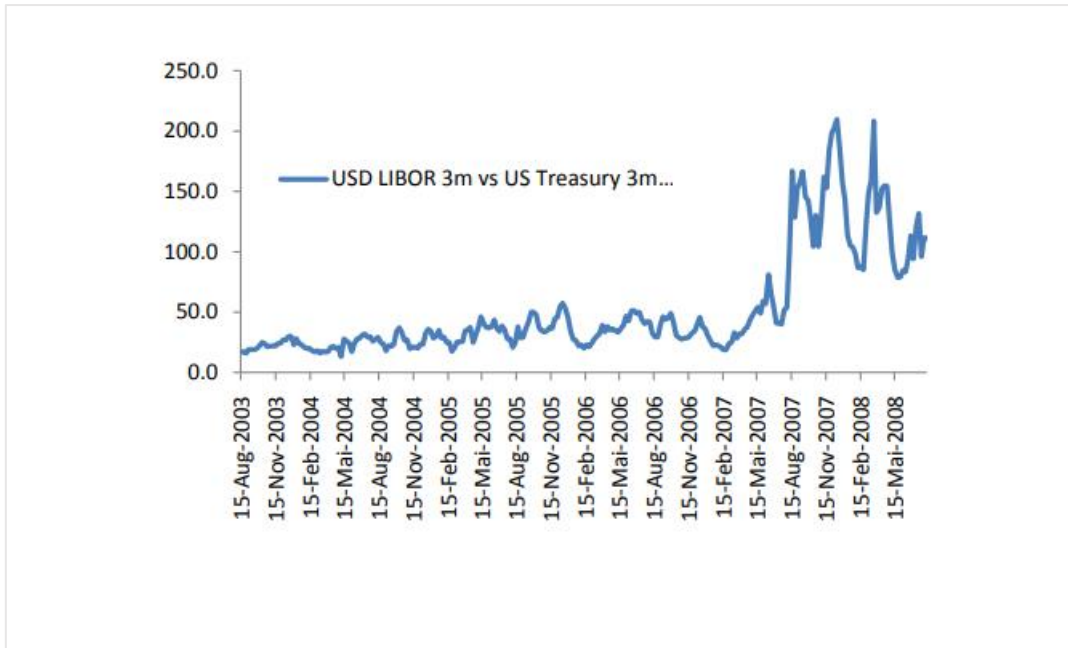
### 5.3.2 Κόστος χρέους

Το κόστος χρέους (COD)<sup>27</sup> είναι το επιτόκιο που πρέπει να καταβάλει μια εταιρεία για το ανεξόφλητο χρέος της. Ο παράγοντας που επηρεάζει περισσότερο το COD είναι η πιστοληπτική ικανότητα μιας εταιρείας. Μια εταιρεία με πιστοληπτική αξιολόγηση επενδυτικής βαθμίδας (π.χ.: S&P AAA) είναι σε θέση να δανείζεται με σημαντικά χαμηλότερα επιτόκια από μια εταιρεία που αξιολογείται ως μη επενδυτικής βαθμίδας (π.χ.: S&P BB-). Η διαφορά μεταξύ του επιτοκίου χωρίς κίνδυνο και του επιτοκίου που πρέπει να πληρώσει μια εταιρεία για να δανειστεί χρήματα ονομάζεται πιστωτικό περιθώριο της εταιρείας. Το πιστωτικό περιθώριο δεν εξαρτάται μόνο από την πιστοληπτική ικανότητα μιας εταιρείας, αλλά καθορίζεται και από τις συνθήκες της αγοράς. Ένας δείκτης για τις συνθήκες αυτές είναι το spread του LIBOR 3m USD έναντι των 3m T-Bills που απεικονίζεται στο Διάγραμμα 3 (Bloomberg Professional Database, 2008). Το διάγραμμα αντανακλά τη μαζική διεύρυνση των πιστωτικών περιθωρίων που σημειώθηκε τον Αύγουστο του 2007, αφού πολλές τράπεζες και αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου ανακοίνωσαν μαζική έκθεση στη λεγόμενη αγορά ενυπόθηκων δανείων μειωμένης εξασφάλισης. Η εξάρτηση από τις συνολικές συνθήκες της αγοράς θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη κατά τον υπολογισμό του COD. Ειδικά όταν η εταιρεία έχει υψηλό δείκτη μόχλευσης, πρέπει να δίνεται ιδιαίτερη προσοχή στις πιστωτικές αγορές.

---

<sup>27</sup> Cost of debt





Διάγραμμα 3: Πιστωτικό περιθώριο LIBOR (σε bp)

Το κόστος των επιτοκίων εκπίπτει από τη φορολογία στις περισσότερες οικονομίες, έτσι ώστε το πραγματικό COD να είναι χαμηλότερο από το επιτόκιο που καταβάλλει μια εταιρεία στους κατόχους του χρέους της. Λόγω του γεγονότος ότι οι φορολογικοί νόμοι είναι πολύ διαφορετικοί σε όλο τον κόσμο, απαιτείται μια πολύ ενδελεχής ανάλυση για να εξακριβωθεί πόσο από το κόστος των τόκων είναι εκπιπτόμενο. Το COD μετά από φόρους μπορεί να υπολογιστεί ως εξής, όπου  $i$  είναι το επιτόκιο του ανεξόφλητου χρέους και  $t$  είναι ο πραγματικός φορολογικός συντελεστής που καταβάλλει η εταιρεία:

$$COD = i * (1 - t)$$

Εάν η εταιρεία έχει διάφορα είδη ανεξόφλητου χρέους, το COD είναι το σταθμισμένο μέσο κόστος χρέους αυτών των διαφορετικών δόσεων, προσαρμοσμένο για φόρους:

$$COD = i * (1 - t) * \sum_{a=1}^n w_a i_a$$

### 5.3.3 Σύνδεση COE και COD

Συνδέοντας τους τύπους για το COE και το COD, λαμβάνουμε τον πλήρη τύπο για το WACC, που περιλαμβάνει όλους τους παράγοντες που επηρεάζουν το προεξοφλητικό επιτόκιο:

$$WACC = \frac{E}{D + E} * (r_f + \beta(r_m - r_f)) + \frac{D}{D + E} * i * (1 - t)$$

Συνεπώς, το WACC καθορίζεται από το COE, το οποίο προκύπτει από την εφαρμογή του CAPM με τις υποκείμενες παραδοχές του για το  $\beta$ . Το COD προκύπτει από το επιτόκιο που πρέπει να καταβάλει η εταιρεία στους κατόχους του χρέους της και από τον φορολογικό συντελεστή που πρέπει να καταβάλει η εταιρεία για τα κέρδη της. Η αλλαγή των παραδοχών για το κόστος κεφαλαίου θα έχει μεγάλες επιπτώσεις στο αποτέλεσμα της συνολικής διαδικασίας αποτίμησης.

Το WACC μιας εταιρείας εξαρτάται από διάφορους οικονομικούς παράγοντες. Ειδικά ο κλάδος της εταιρείας και η σταθερότητα των ταμειακών ροών της τον επηρεάζουν. Εταιρείες με σταθερές ταμειακές ροές σε ώριμους κλάδους με χαμηλούς ρυθμούς ανάπτυξης θα έχουν συνήθως χαμηλό κόστος κεφαλαίου (Morningstar, 2007). Για παράδειγμα, η Bayer θα έχει σημαντικά χαμηλότερο WACC από την Conergy.

Το WACC χρησιμοποιείται για την προεξόφληση των FCF που προβλέφθηκε στην ανάλυση σεναρίων. Το αποτέλεσμα είναι η NPV της εταιρείας κατά την περίοδο του σεναρίου, στην οποία θα προστεθεί αργότερα η τελική αξία, η οποία χρησιμοποιεί επίσης το WACC.

Η χρήση τρεχόντων στοιχείων για το  $\beta$ , το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, το πιστωτικό περιθώριο και το κόστος τόκων θα οδηγήσει σε μια αρκετά ρεαλιστική προσέγγιση για το προεξοφλητικό επιτόκιο στις περισσότερες περιπτώσεις. Ωστόσο, για να προκύψει μια ακριβής τιμή, πρέπει να χρησιμοποιηθεί το μελλοντικό WACC της εταιρείας. Επομένως, όλοι οι παράγοντες εισόδου του τύπου WACC πρέπει να προβλεφθούν, με αποτέλεσμα να υπάρχει περιθώριο για το αποτέλεσμα της ανάλυσης DCF.

#### 5.4 Υπολογισμός της τελικής αξίας

Η τελική αξία είναι η NPV όλων των μελλοντικών ταμειακών ροών που προκύπτουν μετά τη χρονική περίοδο που καλύπτεται από την ανάλυση σεναρίου. Λόγω του γεγονότος ότι είναι πολύ δύσκολο να εκτιμηθούν ακριβή στοιχεία που να δείχνουν πώς θα αναπτυχθεί μια εταιρεία για μεγάλο χρονικό διάστημα, η τελική αξία βασίζεται σε μέσες προσδοκίες ανάπτυξης, οι οποίες είναι ευκολότερο να προβλεφθούν.

Η ιδέα πίσω από την τελική αξία είναι η υπόθεση σταθερών ρυθμών ανάπτυξης για το χρονικό διάστημα που ακολουθεί τη χρονική περίοδο που αναλύθηκε εκτενέστερα. Ο σταθερός αένας ρυθμός ανάπτυξης  $g$ , σε συνδυασμό με το WACC ως επιτόκιο προεξόφλησης  $r$  επιτρέπει τη χρήση ενός απλού μοντέλου προεξόφλησης μερισμάτων για τον προσδιορισμό της τελικής αξίας. Ως εκ τούτου, η TV μπορεί να εκφραστεί ως (Beranek & Howe, 1990):

$$TV = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{FCF_{TV} * (1 + g)^n}{(1 + r)^n} = \frac{FCF_{TV} * (1 + g)}{r - g}$$

όπου η  $FCF$  είναι μια περίοδο πριν από την περίοδο  $TV$ .

Δεδομένου ότι όλες αυτές οι ταμειακές ροές προεξοφλούνται σε μια ημερομηνία στο μέλλον, η  $TV$  πρέπει να προεξοφληθεί εκ νέου για να δώσει την  $NPV$  όλων των ελεύθερων ταμειακών ροών που εμφανίζονται μετά την προβλεπόμενη από το σενάριο περίοδο.

Ο προσδιορισμός του ρυθμού ανέυσης ανάπτυξης είναι ένα από τα σημαντικότερα και πιο σύνθετα καθήκοντα της όλης διαδικασίας ανάλυσης  $DCF$ , δεδομένου ότι μικρές αλλαγές στον εν λόγω ρυθμό θα έχουν σημαντικές επιπτώσεις στην  $TV$  και, συνεπώς, στη συνολική αξία της επιχείρησης. Το τεράστιο εύρος των αξιών που προκύπτουν από την αλλαγή αυτού του ρυθμού ανάπτυξης θα εξεταστεί σε μια μελέτη περίπτωσης στη συνέχεια του παρόντος κεφαλαίου. Στις περισσότερες περιπτώσεις ένας διαρκής ρυθμός ανάπτυξης θα πρέπει να κυμαίνεται μεταξύ 0% και 5%. Πρέπει να είναι θετικός, αφού μακροπρόθεσμα η οικονομία αναπτύσσεται πάντα. Ωστόσο, σύμφωνα με τους οικονομολόγους, οποιοσδήποτε ρυθμός ανάπτυξης άνω του 5% δεν είναι βιώσιμος μακροπρόθεσμα. Ο ανέυος ρυθμός ανάπτυξης θα πρέπει να συμβαδίζει με την ονομαστική αύξηση του  $ΑΕΠ$ . (JP Morgan Chase, 2006).

Λόγω του γεγονότος ότι η  $TV$  συχνά αντιπροσωπεύει περισσότερο από το ήμισυ της συνολικής αξίας της εταιρείας, πρέπει να δοθεί ιδιαίτερη προσοχή στον υπολογισμό της και στους συντελεστές εισροών της.

### 5.5 Προσδιορισμός της αξίας της εταιρείας

Αφού προσδιοριστεί η  $NPV$  των ταμειακών ροών που θα προκύψουν εντός της περιόδου του σεναρίου και της  $TV$ , η  $TV$  προεξοφλείται στην  $NPV$  της. Και οι δύο  $NPV$  προστίθενται στη συνέχεια για να προκύψει η αξία της επιχείρησης ή η αξία των ιδίων κεφαλαίων, ανάλογα με το αν η αποτίμηση βασίζεται σε  $FCFF$  ή  $FCFE$ :

$$Αξία \text{ εταιρείας} = \sum_{t=0}^n \frac{FCF_t}{(1 + r)^t} + \frac{TV}{(1 + r)^{n+1}}$$

Συνήθως η αξία της εταιρείας υπολογίζεται χρησιμοποιώντας διαφορετικά επίπεδα μόχλευσης για την εύρεση της βέλτιστης δομής χρηματοδότησης. Η προσδιορισθείσα αξία της εταιρείας μπορεί στη συνέχεια να χρησιμοποιηθεί για περαιτέρω ανάλυση, π.χ. η αξία των ιδίων κεφαλαίων μπορεί να διαιρεθεί με τον αριθμό των μετοχών σε

κυκλοφορία για τον προσδιορισμό μιας δίκαιης τιμής της μετοχής για τις εισηγμένες εταιρείες.

## Κεφάλαιο 6<sup>ο</sup>: Χρηματοοικονομική ανάλυση ΜΑΣΟΥΤΗΣ

### 6.1 Ο κλάδος των Σούπερ Μάρκετ

Σύμφωνα με την κλαδική μελέτη που εκπόνησε η Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών της ICAP A.E., ο κλάδος των σούπερ μάρκετ παρουσιάζεται ανοδική πορεία τα τελευταία έτη. Σύμφωνα με τη μελέτη, τα σούπερ μάρκετ αποτελούν έναν από τους ελάχιστους τομείς οικονομικής δραστηριότητας όπου η πανδημία COVID-19 είχε θετικό αντίκτυπο στις πωλήσεις των επιχειρήσεων του κλάδου. Όπως αναφέρουν παράγοντες και εκπρόσωποι της αγοράς, η άνοδος των πωλήσεων ανήλθε σε διψήφιο ποσοστό τον Μάρτιο και τον Απρίλιο του τρέχοντος έτους σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2019. Επίσης, οι εταιρείες του κλάδου αύξησαν σε πολύ μεγάλο ποσοστό τις online πωλήσεις τους και σύναψαν συνεργασίες με εταιρείες courier και ηλεκτρονικού εμπορίου για να καλύψουν την αυξημένη ζήτηση της περιόδου.

Οι συνολικές πωλήσεις του κλάδου των σούπερ μάρκετ και cash & carry παρουσίασαν πτωτική πορεία έως και το 2016. Εντούτοις, το 2017 και το 2018 ο κλάδος παρουσίασε αύξηση των μεγεθών του (2017:+0,5%, 2018: +2,6%) λόγω της βελτίωσης του μακροοικονομικού περιβάλλοντος, της μεγάλης αύξησης της τουριστικής κίνησης και της αποκλιμάκωσης της ανεργίας. Η βελτίωση του οικονομικού κλίματος και η προσδοκία ότι η χώρα άφησε οριστικά πίσω της τα χρόνια της κρίσης επέδρασε καταλυτικά και το 2019 και ο κλάδος εκτιμάται ότι συνέχισε την ανοδική του πορεία και παρουσίασε άνοδο κατά 3% περίπου.

Ο κλάδος των σούπερ μάρκετ αποτελεί έναν από τους πιο δυναμικούς κλάδους της ελληνικής οικονομίας. Οι πολύ σημαντικές εξαγορές που έλαβαν χώρα στην αγορά των σούπερ μάρκετ άλλαξαν άρδην την εικόνα του κλάδου τα τελευταία χρόνια. Η συγκέντρωση της αγοράς σε λίγες, μεγάλες αλυσίδες είναι πλέον γεγονός και η τάση αυτή αναμένεται να συνεχιστεί στο εγγύς μέλλον. Οι μεγάλες ανακατατάξεις που επήλθαν δημιούργησαν συνθήκες έντονου ανταγωνισμού και καλλιέργησαν «κουλτούρα» επιθετικής τιμολογιακής πολιτικής, που επηρεάζει καθοριστικά τα περιθώρια κέρδους των σούπερ μάρκετ.

### 6.2 Περιγραφή της Εταιρείας και του Ομίλου

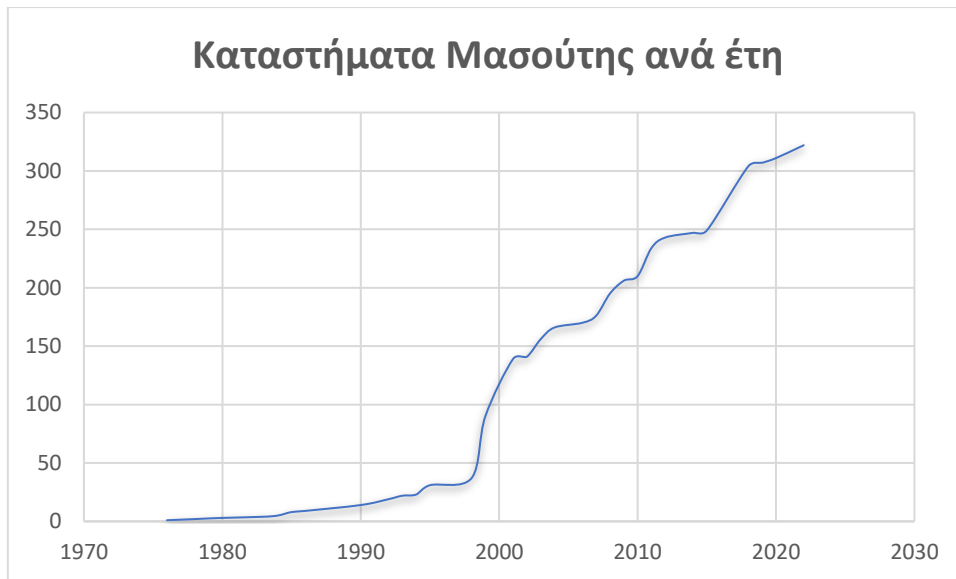
Ο Διαμαντής Μασούτης Α.Ε. είναι ελληνική αλυσίδα καταστημάτων λιανικής πώλησης τροφίμων και ποτών με έδρα τη Θέρμη της Θεσσαλονίκης στην Ελλάδα. Από άποψη συνολικού μεριδίου της αγοράς είναι ανάμεσα στις τρεις μεγαλύτερες εταιρείες λιανικού

εμπορίου στην Ελλάδα μαζί με την ελληνική Σκλαβενίτης και την Άλφα-Βήτα Βασιλόπουλος

Η Διαμαντής Μασούτης Α.Ε. ξεκίνησε την πορεία της το 1976 και το 2021 συμπλήρωσε 45 χρόνια επιτυχημένης ανάπτυξης στην ελληνική αγορά. Έχει καθιερωθεί στη συνείδηση των καταναλωτών ως «τα οικονομικά και ελληνικά σούπερ μάρκετ». Η εταιρεία κατάφερε να κατέχει θέση market leader στη Βόρεια Ελλάδα και παράλληλα να βρίσκεται ανάμεσα στις πρώτες εταιρείες του κλάδου πανελλαδικά. Προτεραιότητα της εταιρείας είναι να επιτύχει τους στόχους της μέσα από οικονομικά βιώσιμη λειτουργία, με σεβασμό στο περιβάλλον και την κοινωνία, διασφαλίζοντας έτσι μακροχρόνια αξία για την Ελληνική Οικονομία, τους εργαζόμενους, τους προμηθευτές και τους συνεργάτες της.

Η εταιρεία Διαμαντής Μασούτης Α.Ε. ιδρύθηκε το 1976 στην περιοχή της Θεσσαλονίκης. Το 1986 η αλυσίδα απαριθμεί 9 καταστήματα στην περιοχή της Θεσσαλονίκης και ένα κατάστημα χονδρικής Cash & Carry. Το 1999 εξαγοράζει 53 καταστήματα από τις αλυσίδες «Δυο Άλφα» και «Αφοί Μπίσκα» και άλλα 49 από την εξαγορά των «Άλφα Δέλτα», «Γεώργιος Μπίσκας» και «Mercato» το 2001. Το 2005, εμπλέκεται περαιτέρω στον τομέα της χονδρικής πώλησης με συνεργασίες μέσω του συστήματος franchise και με την επωνυμία «Express Market». Το 2007 εξαγοράζει 7 καταστήματα της Πασχαλίδης Α.Ε.Ε. στην Κατερίνη και 3 της «Γ. Γεωργάκος & Σια Ε.Ε.» στον Βόλο. Το 2018 εξαγόρασε την αλυσίδα καταστημάτων Προμηθευτική Τροφίμων Α.Ε., πραγματοποιώντας την μεγαλύτερη εξαγορά της και την πρώτη εγκατάστασή της στην Αττική (αφού η τελευταία διέθετε 56 καταστήματα και 1.100 εργαζομένους), φτάνοντας σήμερα τα 333 καταστήματα και απασχολώντας πάνω από 8.100 εργαζομένους. Διαθέτει προϊόντα ιδιωτικής ετικέτας, όπως «Mr Grand», «Από τον τόπο μας» «First Class» και «BIO επιλογές Μασούτη».

Όραμά της εταιρείας Διαμαντής Μασούτης Α.Ε. είναι να διατηρήσει την ηγετική θέση στη Βόρεια Ελλάδα και να οδηγηθεί σε σημαντική θέση πανελλαδικά ως μία αμιγώς ελληνική επιχείρηση στο χώρο του λιανεμπορίου. Στόχος της είναι η ανάπτυξη σε υγιείς βάσεις, μέσω αυτής μπορεί να προσφέρει στον άνθρωπο, την κοινωνία και την οικονομία. Είναι μια εταιρεία που προάγει την πίστη σε όλα αυτά που συνθέτουν την επιχειρηματική ηθική και τις αξίες.



Διάγραμμα 4: Πορεία του αριθμού των καταστημάτων της Μασούτης Α.Ε (1976-2022)

Πηγή: <https://www.masoutis.gr/Company/History>

#### 6.2.1 Η ετήσια ανασκόπηση για το έτος 2020

Όπως αναφέρεται στην σχετική ανακοίνωση της εταιρείας, η στρατηγική της Διαμαντής Μασούτης Α.Ε. για το 2020 επικεντρώθηκε στην καλύτερη δυνατή και σταθερή παραμονή στην αγορά εργασίας σε ένα έτος με αρκετές και μακροχρόνιες δυσκολίες εν μέσω πανδημίας, όπου ο κλάδος των σούπερ μάρκετ ευνοήθηκε, βελτιώνοντας τις επιδόσεις του κατά τον καλύτερο δυνατό τρόπο διάθεσης προϊόντων στο αγοραστικό κοινό και στη δημιουργία θετικών ταμειακών ροών. Οι πωλήσεις στο κλάδο των σούπερ μάρκετ το 2020 παρουσίασαν αύξηση κατά 9,7% σε σχέση με το προηγούμενο έτος του 2019. Συνολικά, ο επιπλέον τζίρος που απέσπασαν οι αλυσίδες σούπερ μάρκετ στην πανδημία ξεπέρασε τα 900 εκατ. ευρώ. Σε μια από τις πιο δύσκολες χρονιές για την παγκόσμια οικονομία καθώς η πανδημία του COVID-19 έφερε διαταραχές και αβεβαιότητα στις επιχειρήσεις και στο καταναλωτικό κοινό, στους εργαζομένους και τους προμηθευτές, η εταιρεία Διαμαντής Μασούτης Α.Ε. ανταποκρίθηκε θετικά, καθοδηγούμενοι από τις αξίες ως επιχείρηση.

Πίνακας 7: Αναλυτική οικονομική κατάσταση Μασούτης Α.Ε (2012-2020)

Πηγή: <https://www.masoutis.gr/Company/FinancialData>

<b>Αναλυτική οικονομική κατάσταση Μασούτης Α.Ε. (2012-202)</b>											
	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>Δ(2020-2019)</b>	<b>%</b>
<i>Κύκλος εργασιών (πωλήσεις)</i>	734.350	738.890	742.176	751.660	800.583	761.589	770.349	829.817	882.466	52.649	5,97%
<i>(-) Κόστος Πωληθέντων</i>	571.637	574.860	576.648	582.656	613.217	584.333	590.854	631.682	665.172	33.490	5,03%
<i>Μικτό Κέρδος</i>	<b>162.713</b>	<b>164.030</b>	<b>165.527</b>	<b>169.004</b>	<b>187.366</b>	<b>177.256</b>	<b>179.494</b>	<b>198.134</b>	<b>217.294</b>	<b>19.160</b>	<b>8,82%</b>
<i>Άλλα έσοδα εκμετάλλευσης</i>	57.404	60.942	65.558	66.492	66.414	67.618	76.034	74.329	71.185	(3.144)	(4,42%)
<i>(-) Έξοδα διάθεσης</i>	174.065	176.728	178.379	171.816	176.622	181.540	198.763	217.154	230.424	13.270	5,76%
<i>(-) Έξοδα διοίκησης</i>	18.785	20.091	21.088	27.268	30.657	29.651	33.437	28.789	30.871	2.082	6,74%
<i>(-) Άλλα έξοδα εκμετάλλευσης</i>	3.646	3.577	2.191	3.416	3.985	3.015	4.270	5.562	5.047	(515)	(10,20%)
<i>Λειτουργικά κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών</i>	<b>23.621</b>	<b>24.576</b>	<b>29.427</b>	<b>32.996</b>	<b>42.516</b>	<b>30.669</b>	<b>19.058</b>	<b>20.958</b>	<b>22.136</b>	<b>1.178</b>	<b>5,32%</b>

<i>και επενδυτικών αποτελεσμάτων</i>											
<i>(-) Χρηματοοικονομικά αποτελέσματα</i>	8.227	6.993	6.263	5.663	5.658	4.871	5.025	9.248	8.907	(341)	(3,83%)
<i>Κέρδη προ φόρων</i>	<b>15.394</b>	<b>17.583</b>	<b>23.164</b>	<b>27.333</b>	<b>36.858</b>	<b>25.798</b>	<b>14.033</b>	<b>11.710</b>	<b>13.229</b>	<b>1.519</b>	<b>11,48%</b>
<i>(-) Φόροι εισοδήματος</i>	3.649	8.798	6.376	10.564	11.677	6.556	393	3.448	3.304	(144)	(4,36%)
<i>Κέρδη μετά από φόρους</i>	<b>11.745</b>	<b>8.785</b>	<b>16.788</b>	<b>16.769</b>	<b>25.181</b>	<b>19.242</b>	<b>13.640</b>	<b>8.262</b>	<b>9.925</b>	<b>1.663</b>	<b>16,76%</b>

\*Αναρτημένα αποτελέσματα – αναλυτικές οικονομικές καταστάσεις Μασούτης Α.Ε.



Τα βασικά οικονομικά μεγέθη της Εταιρείας εξελίχθηκαν ως εξής. Για το έτος 2020 ο κύκλος εργασιών ανήλθε στα € 882.466 χιλ. από € 829.817 χιλ. το 2019 , αύξηση κατά 6,0% . Παρατηρείται τα Μικτά κέρδη (προ αποσβέσεων) να έχουν μια αύξηση κατά 8,82% από € 198.134 χιλ. το 2019 σε € 217.294 χιλ. το 2020. Το κέρδος προ τόκων παρουσίασε αύξηση κατά 11,48%, δηλαδή από € 11.710 χιλ. το 2019 ανήλθε σε € 13.229 χιλ. ευρώ το 2020. Τα Καθαρά Κέρδη μετά φόρων διαμορφώθηκαν σε € 9.925 χιλ. έναντι κερδών ύψους € 8.262 χιλ. την προηγούμενη χρήση, σημειώνοντας αύξηση 16,76%.

Πίνακας 8: Βασικά οικονομικά μεγέθη (2016-2020)

Πηγή: <https://www.masoutis.gr/Company/FinancialData>

<b>Βασικά οικονομικά μεγέθη (2016-2020)</b>					
	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
<i>Ίδια Κεφάλαια</i>	103.448	108.351	105.662	98.072	100.825
<i>Σύνολο Ενεργητικού</i>	538.389	510.531	579.613	638.836	671.084
<i>Κυκλοφορούν Ενεργητικό</i>	194.262	157.330	180.903	165.292	192.128
<i>Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις</i>	308.277	353.719	284.696	353.395	367.034
<i>Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις</i>	74.833	65.556	56.252	50.266	73.634
<i>Αποθέματα</i>	88.856	89.883	104.479	104.492	103.534

### 6.3 Δείκτες αποδοτικότητας

#### 6.3.1 Ανάλυση Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων

Ο αριθμοδείκτης αυτός απεικονίζει την κερδοφόρο δυναμικότητα μιας επιχείρησης και κατά πόσο επιτεύχθηκε ο στόχος πραγματοποίησης ενός ικανοποιητικού αποτελέσματος από τη χρήση των κεφαλαίων των μετόχων της επιχείρησης.

$$\text{Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

Πίνακας 9: Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων

<b>Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων</b>					
	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
<i>Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων</i>	0,24	0,18	0,21	0,08	0,10

Η ανάλυση του συγκεκριμένου αριθμοδείκτη είχε ως αποτέλεσμα την σταθερή πορεία ως προς την αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων και σχετική μείωση από το 2019 και μετά. Συγκριτικά με το 2019, το 2020 έχει αρχίσει να έχει μια αύξηση μικρής τάξης αλλά παραμένει σταθερά ακόμα.

### 6.3.2 Αποδοτικότητα Συνόλου Κεφαλαίων

Ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης μετράει πόσο ικανοποιητικά χρησιμοποιούνται όλα τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης και την ικανότητα να παράγει από αυτά καθαρά κέρδη. Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης τόσο καλύτερη η θέση της επιχείρησης όσον αφορά την απόδοση και τη δυναμικότητά της .

$$\text{Αποδοτικότητα Συνόλου Κεφαλαίων} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Πίνακας 10: Αποδοτικότητα συνόλου κεφαλαίων

<b>Αποδοτικότητα συνόλου κεφαλαίων</b>					
	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
<i>Αποδοτικότητα Συνόλου Κεφαλαίων</i>	0,05	0,04	0,04	0,01	0,01

Παρατηρείται πως από το έτος 2019 και μετά τα καθαρά κέρδη έχουν μια συγκριτική μείωση σε σχέση με τις προηγούμενες χρονιές και έπειτα η εταιρεία κατάφερε να αυξάνει το σύνολο του ενεργητικού της. Η μείωση των κερδών τα τελευταία έτη, επηρέασε σε σημαντικό βαθμό τον αριθμοδείκτη απόδοσης συνόλου κεφαλαίων, χωρίς να υπάρχει όμως κάποιο αρνητικό αποτέλεσμα.

### 6.3.3 Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους

Ο αριθμοδείκτης αυτός προσδιορίζει το κέρδος ως ποσοστό επί των πωλήσεων και χρησιμοποιείται για την ανάλυση και τον έλεγχο της κερδοφορίας μιας επιχείρησης και παρέχει πληροφορίες για την ικανότητα των πωλήσεων να παράγουν κέρδη. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης, τόσο πιο επικερδής είναι η επιχείρηση.

$$\text{Δείκτης Περιθωρίου Κέρδους} = \frac{\text{Καθαρό Κέρδος}}{\text{Πωλήσεις}}$$

Πίνακας 11: Περιθώριο κέρδους

Περιθώριο κέρδους					
	2016	2017	2018	2019	2020
Δείκτης Περιθωρίου Κέρδους	0,031	0,025	0,029	0,010	0,011

Και στη συγκεκριμένη περίπτωση, παρατηρούμε πως μέχρι το 2019 και έπειτα η επιχείρηση κατάφερε να έχει σταθερά τα κέρδη ως ποσοστό επί των πωλήσεων σε ικανοποιητικά επίπεδα. Από το 2019 και έπειτα, παρατηρείται μια μείωση σε σχέση με τα προηγούμενα έτη αλλά χωρίς να υπάρχει αρνητικό αποτέλεσμα. Το 2020 παρατηρείται μια σταθερή αυξητική πορεία στον αριθμοδείκτη περιθωρίου κέρδους.

### 6.3.4 Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού

Ο δείκτης αυτός δείχνει πόσο αποτελεσματικά μια επιχείρηση χρησιμοποιεί όλα τα περιουσιακά της στοιχεία για να πραγματοποιήσει πωλήσεις. Από αυτό φαίνεται αν υπάρχει επανεπένδυση κεφαλαίων στην επιχείρηση σε σχέση με το ύψος των πωλήσεών της. Σημαντικό ρόλο στον δείκτη αυτό έχουν και οι αποσβέσεις και η μέθοδος που ακολουθεί η επιχείρηση. Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης, τόσο μεγαλύτερη είναι η αποτελεσματικότητα της επιχείρησης.

$$\text{Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού} = \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Πίνακας 12: Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού

<b>Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού</b>					
	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
<i>Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού</i>	1,49	1,49	1,33	1,30	1,31

Παρατηρείται πως κατά μέσο όρο πενταετίας, η εταιρεία εμφανίζει ένα μέσο ετήσιο δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού μεγαλύτερο από 1,4. Αυτό σημαίνει ότι η εταιρεία χρησιμοποίησε το ενεργητικό της σχεδόν 1,4 φορά το χρόνο για να πραγματοποιήσει πωλήσεις. Η μείωση του δείκτη οφείλεται στη μείωση των πωλήσεων κατά τα τελευταία έτη.

#### 6.3.5 Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων

Ο αριθμοδείκτης κυκλοφορίας αποθεμάτων εξετάζει αν η διαχείριση των αποθεμάτων της επιχείρησης είναι αποτελεσματική, δηλαδή πόσες φορές κατά μέσο όρο ανανεώθηκαν τα αποθέματα σε σχέση με τις πωλήσεις.

$$\text{Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων} = \frac{\text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Αποθέματα}}$$

Πίνακας 13: Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων

<b>Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων</b>					
	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
<i>Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων</i>	6,90	6,50	5,66	6,05	6,42

Παρατηρείται πως έχει μια σταθερή ταχύτητα μέσα στην πενταετία. Διαπιστώνεται πως χρειάζεται μέσο όρο 6 μέρες να παραμείνουν τα αποθέματα στην επιχείρηση ώσπου να πωληθούν.

#### 6.4 Αριθμοδείκτες ρευστότητας

##### 6.4.1 Δείκτης Γενικής Ρευστότητας

Ο συγκεκριμένος δείκτης εκφράζει την ικανότητα της επιχείρησης να μετατρέψει το κυκλοφορούν ενεργητικό σε μετρητά για να ανταποκριθεί στην πληρωμή των

βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της. Συνεπώς, μια επιχείρηση με υψηλό δείκτη γενικής ρευστότητας μπορεί να ανταποκριθεί πλήρως στις υποχρεώσεις της. Οι πιστωτικοί οργανισμοί περιμένουν να δουν εδώ ένα θετικό πλεόνασμα μετρητών. Συνεπώς αναζητούμε τιμή αρκετά μεγαλύτερη από 1,0. Ένας πιο χαμηλός δείκτης μπορεί να είναι συνάρτηση κυρίως του κλάδου στον οποίο ανήκει η επιχείρηση.

$$\text{Δείκτης Γενικής Ρευστότητας} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Πίνακας 14: Δείκτης Γενικής Ρευστότητας

<b>Δείκτης Γενικής Ρευστότητας</b>					
	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
<i>Δείκτης Γενικής Ρευστότητας</i>	0,63	0,44	0,64	0,47	0,52

Παρατηρείται πως την πενταετία η εταιρεία έχει έναν σταθερό δείκτη γενικής ρευστότητας κατά μέσο όρο 0,45. Κατά τη διάρκεια της περιόδου 2019-2017, ο δείκτης έχει μια σταθερή αύξηση. Το αποτέλεσμα του δείκτη έρχεται σε συνάρτηση με τις αυξημένες υποχρεώσεις που έχει ως εταιρεία.

#### 6.4.2 Δείκτης άμεσης ρευστότητας

Ο αριθμοδείκτης άμεσης ρευστότητας παρέχει πληροφορίες για τα ρευστά και ευχερώς ρευστοποιήσιμα στοιχεία του κυκλοφοριακού ενεργητικού, όπως τα διαθέσιμα, τα χρεόγραφα, τα γραμμάτια εισπρακτέα, τους λογαριασμούς πελατών, τα οποία συγκρίνονται με τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Δηλαδή παρέχονται πληροφορίες κατά πόσο η εταιρεία μπορεί να εξοφλήσει άμεσα όλες τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της από τα μετρητά. Στον αριθμοδείκτης άμεσης ρευστότητας μας παρέχει καλύτερα αποτελέσματα για την ρευστότητα της επιχείρησης, διότι δεν περιλαμβάνει τα αποθέματα από το κυκλοφορούν ενεργητικό, και ο λόγος είναι ότι τα αποθέματα δεν μπορούν να μετατραπούν άμεσα σε μετρητά, χωρίς απώλεια της αξίας τους.

$$\text{Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό} - \text{Αποθέματα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Πίνακας 15: Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας

<b>Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας</b>					
	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
<i>Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας</i>	0,34	0,19	0,27	0,17	0,24

Παρατηρείται πως η εταιρεία έχει σχετικά χαμηλό δείκτη (μικρότερο της μονάδας), λόγω των αυξημένων βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της. Το 2019 φαίνεται να έχει τον χαμηλότερο δείκτη σε σχέση με τα προηγούμενα χρόνια. Ωστόσο το 2020 κατάφερε να βελτιώσει τη ρευστότητά της με την ταυτόχρονη αύξηση του κυκλοφορούντος ενεργητικού εξαιρουμένων των αποθεμάτων και με την μη αύξηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της.

#### 6.5 Δείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης

##### 6.5.1 Δείκτης Ξένα προς Ίδια Κεφάλαια

Σκοπός του συγκεκριμένου αριθμοδείκτη είναι συγκρίνει τα κεφάλαια που έχουν καταβληθεί από τους ιδιοκτήτες (μετοχικό, ίδια κεφάλαια) με αυτά που έχει δανειστεί η επιχείρηση (οφειλές, χρέη). Όσο μεγαλύτερη είναι η αναλογία του Ιδίου Κεφαλαίου, τόσο υψηλότερη είναι η πιστοληπτική ικανότητα της επιχείρησης, διότι αυξάνεται η ευχέρεια αντιμετώπισης των υποχρεώσεών της με τη ρευστοποίηση των περιουσιακών της στοιχείων. Γενικά, μια τιμή του δείκτη μεγαλύτερη της μονάδας δείχνει περιορισμένη δανειοληπτική ικανότητα. Στον συγκεκριμένο αριθμοδείκτη, δεν θα συμπεριλαμβάνονται στον αριθμητή και οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (σύνολο δανεισμού) αλλά μόνο οι μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις.

$$\text{Δείκτης Ξένα προς Ίδια κεφάλαια} = \frac{\text{Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις}}{\text{Ίδια κεφάλαια}}$$

Πίνακας 16: Δείκτης Ξένα προς Ίδια Κεφάλαια

<b>Δείκτης Ξένα προς Ίδια Κεφάλαια</b>					
	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
<i>Δείκτης Ξένα προς Ίδια Κεφάλαια</i>	0,72	0,61	0,53	0,51	0,73

Παρατηρείται κατά την τελευταία πενταετία ο δείκτης παρουσιάζει μία τιμή μικρότερη της μονάδας, μειώνοντας συνεχώς το μακροπρόθεσμο δανεισμό, γεγονός που δείχνει ότι η δανειακή επιβάρυνση της εταιρείας είναι σχετικά μικρή. Το 2020 οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις της αυξάνονται κατά 31% καθώς και τα ίδια κεφάλαια έχουν ένα σταθερό αποτέλεσμα, και για τον λόγο αυτό παρατηρείται μια αύξηση στον αριθμοδείκτη.

#### 6.5.2 Δείκτης Κεφαλαιακής Μόχλευσης

Ο δείκτης κεφαλαιακής μόχλευσης μετρά τον συνολικό δανεισμό ως ποσοστό των συνολικών κεφαλαίων. Στον αριθμητή περιλαμβάνεται το σύνολο δανεισμού το οποίο αναφέρεται στο χρέος και τις οφειλές και το οποίο δηλώνει το ποσό των χρημάτων που η εταιρεία οφείλει στους δανειστές της. Υπερβολικό χρέος σημαίνει μεγαλύτερο κίνδυνο για τους επενδυτές. Όσο μεγαλύτερος είναι αυτός ο δείκτης, τόσο μεγαλύτερη είναι η χρηματοοικονομική μόχλευση.

*Δείκτης Κεφαλαιακής Μόχλευσης*

$$= \frac{\text{Μακροπρόθεσμες} + \text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}{\text{Μακρ.} + \text{Βραχ. Υποχρ.} + \text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

Πίνακας 17: Δείκτης Κεφαλαιακής Μόχλευσης

<b>Δείκτης Κεφαλαιακής Μόχλευσης</b>					
	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
<i>Δείκτης Κεφαλαιακής Μόχλευσης</i>	78,74%	79,46%	76,34%	80,45%	81,38%

Παρατηρείται πως κατά μέσο όρο πενταετίας η εταιρεία εμφανίζει ένα μέσο δείκτη ίσο με 79,28%, που σημαίνει ότι το 80% περίπου των συνολικών κεφαλαίων έχει προέλθει από ξένα κεφάλαια. Υπάρχει μια σταθερά αυξημένη χρηματοοικονομική μόχλευση και κίνδυνος.

#### 6.5.3 Δείκτης Κάλυψης Τόκων

Ο αριθμοδείκτης αυτός φανερώνει τη σχέση μεταξύ των καθαρών κερδών μιας επιχείρησης και των τόκων με τους οποίους αυτή επιβαρύνεται μέσα στη χρήση για τα ξένα κεφάλαια. Αποτελεί δηλαδή ένα μέτρο της δανειακής κατάστασής της σε σχέση με τη δυναμικότητά της να επιτυγχάνει κέρδη, καθώς εμφανίζει την ικανότητά της να

εξοφλεί τους τόκους των ξένων κεφαλαίων από τα κέρδη της. Όσο υψηλότερος είναι ο δείκτης κάλυψης τόκων, τόσο καλύτερη είναι η ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στην πληρωμή των τόκων. Το επίπεδο των επιτοκίων μιας οικονομίας θα επηρεάσει σημαντικά αυτόν τον αριθμοδείκτη.

Δείκτης κάλυψης τόκων = Κέρδη προ Τόκων και Φόρων / Σύνολο Χρεωστικών Τόκων

$$\text{Δείκτης Κάλυψης Τόκων} = \frac{\text{Κέρδη προ τόκων, φόρων} + \text{Αποσβέσεις}}{\text{Χρηματοοικονομικά έξοδα}}$$

Πίνακας 18: Δείκτης Κάλυψης Τόκων

<b>Δείκτης Κάλυψης Τόκων</b>					
	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
<i>Δείκτης Κάλυψης Τόκων</i>	2,50	1,69	0,92	0,57	0,58

Παρατηρούμε πως κατά το 2017 η εταιρεία εμφανίζει ένα χαμηλό δείκτη ενώ το 2016 λόγω των ζημιών, ο κίνδυνος αθέτησης στην εξόφληση των υποχρεώσεων είναι ιδιαίτερα μεγάλος. Αυτό σημαίνει πως οι τόκοι που καταβάλλει καλύπτονται λιγότερο από 1 φορά από τα κέρδη της.

#### 6.6 Υπολογισμός Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου WACC (Weighted Average Cost of Capital WACC)

Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC) είναι η ελάχιστη απόδοση που αναμένεται να καταβάλει η επιχείρηση τόσο στους μετόχους αλλά και στους δανειστές της. Μια επιχείρηση όταν κάνει επενδύσεις και οι πηγές χρηματοδότησης είναι κυρίως δανειακά κεφάλαια (που παρέχονται από χρηματοπιστωτικά ιδρύματα), προνομιούχες μετοχές, κοινές μετοχές και παρακρατηθέντα κέρδη, τότε η επιχείρηση προσπαθεί η δομή των κεφαλαίων αυτών να είναι παρόμοια με την κεφαλαιακή της διάρθρωση. Τόσο οι δανειστές όσο και οι κάτοχοι μετοχών προσβλέπουν σε συγκεκριμένη απόδοση των κεφαλαίων που αυτοί επενδύουν στην επιχείρηση.

Επομένως, για να γίνει ο προσδιορισμός του μέσο σταθμικού κόστους κεφαλαίου πρέπει να υπολογιστεί πρώτα το κόστος της κάθε πηγής χρηματοδότησης. Έπειτα, το κόστος αυτό σταθμίζεται σύμφωνα με την ποσοστιαία συμμετοχή της κάθε μίας στην κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης. Άρα, το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου μιας επιχείρησης αποδίδεται ως ο σταθμικός μέσος όρος του κόστους των διαφόρων



πηγών χρηματοδότησης με συντελεστές στάθμισης τα ποσοστά συμμετοχής της κάθε πηγής στη σύνθεση του κεφαλαίου – κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης.

Η γνώση του κόστους κεφαλαίου είναι σημαντική προϋπόθεση προκειμένου να εκτιμηθεί η βιωσιμότητα μιας επένδυσης, η ορθότητα των χρηματοδοτικών αποφάσεων, η αξία μιας επιχείρησης και οι αποφάσεις αποτιμήσεων.

Συνεπώς, προκύπτει ο παρακάτω τύπος:

$$WACC = \text{Cost of equity} \left( \frac{\text{Equity}}{\text{Dept} + \text{Equity}} \right) + \text{Cost of Dept} \left( \frac{\text{Dept}}{\text{Dept} + \text{Equity}} \right)$$

ή

$$WACC = \left( \frac{\text{Equity}}{\text{Dept} + \text{Equity}} \right) * \left( r_f + \beta(r_m - r_f) \right) + \left( \frac{\text{Dept}}{\text{Dept} + \text{Equity}} \right) * (i(1 - t))$$

Επομένως, θα πρέπει να υπολογιστεί το WACC με τα δεδομένα από τις οικονομικές καταστάσεις, καθώς θα πρέπει να προσδιοριστεί το κόστος δανεισμού (cost of dept ή rd) όπως και το κόστος των ιδίων κεφαλαίων (cost of equity ή re).

### **Υπολογισμός του Κόστους των Ιδίων Κεφαλαίων (COE)**

Η πιο γνωστή μέθοδος υπολογισμού του Κόστους των Ιδίων Κεφαλαίων είναι αυτή της Αποτίμησης των Κεφαλαιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model CAPM).

Η εξίσωση υπολογισμού re είναι η εξής:

$$COE = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

όπου

$r_f$  : η απόδοση μηδενικού (άνευ) κινδύνου

$\beta$  : ο συντελεστής κινδύνου  $\beta$  (beta coefficient)

$r_m - r_f$  : η προσαύξηση κίνδυνου κεφαλαιαγοράς (risk premium)

Για να υπολογίσουμε την απόδοση μηδενικού κινδύνου  $r_f$  θα θεωρήσουμε την μέση απόδοση του δεκαετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου των τελευταίων μηνών από σήμερα που πραγματοποιείται η αποτίμηση (δηλαδή Ιανουάριος έως και Ιούνιος).

Πίνακας 19: Μέση απόδοση δεκαετούς ομολόγου Ελληνικού Δημοσίου

Πηγή: <https://www.bankofgreece.gr/statistika/xrhmatopistwtikes-agores/titloi-ellhnikoy-dhmosioy?year=2022&order=asc&page=1>

<b>Μέση απόδοση δεκαετούς ομολόγου Ελληνικού Δημοσίου</b>		
	<b>Τιμή</b>	<b>Απόδοση</b>
<i>Ιανουάριος 2022</i>	94,20	1,62%
<i>Φεβρουάριος 2022</i>	93,63	2,46%
<i>Μάρτιος 2022</i>	92,37	2,61%
<i>Απρίλιος 2022</i>	90,09	2,89%
<i>Μάιος 2022</i>	85,07	3,54%
<i>Ιούνιος 2022</i>	82,28	3,93%
<b>Μέση απόδοση μηνών</b>		<b>3,41%</b>

### **Προσαύξηση κινδύνου κεφαλαιαγοράς (risk premium)**

Για τον υπολογισμό του κινδύνου κεφαλαιαγοράς θα βασιστούμε στη μεθοδολογία που προτείνει ο καθηγητής Damodaran και στον εξής τύπο:

*Total Equity Risk Premium (ERP) for Greece = Risk Premium for a Mature Equity Market + Country Risk Premium*

Πίνακας 20: Διαφορές αθέτησης χώρας και ασφάλιστρα κινδύνου

Πηγή: (Damodaran, 2023)

<b>Διαφορές αθέτησης χώρας και ασφάλιστρα κινδύνου</b>				
<b>Country</b>	<b>Moody's rating</b>	<b>Adj. Default Spread</b>	<b>Country Risk Premium</b>	<b>Equity Risk Premium</b>
<i>Greece</i>	Ba3	3.06%	3.56%	7.80%
<i>United States</i>	Aaa	0.00%	0.00%	4.24%

Ως ώριμη αγορά θα χρησιμοποιήσουμε την U.S. Market και σύμφωνα με την έρευνα που πραγματοποίησε ο καθηγητής Damodaran, το risk premium της συγκεκριμένης

αγοράς τον Ιανουάριο του 2022 είναι της τάξεως του 4.24%. Ο οίκος πιστοληπτικής αξιολόγησης Moody's αποδίδει την πιστοληπτική ικανότητα της ελληνικής οικονομίας σε βαθμίδα «Ba3». Το Default Spread που αντιστοιχεί στη βαθμίδα «Ba3» για το ελληνικό αξιόχρεο ανέρχεται σε 3.06%. Σύμφωνα με τα δεδομένα του καθηγητή Damodaran , το Country Risk Rate για την Ελλάδα αποδίδεται σε 3,56%.

Επομένως,

$$\text{Total Equity Risk Premium for Greece} = 4,24\% + 3,56\% = 7,80\%$$

### Υπολογισμός β (Beta Coefficient)

Για τον συντελεστή β (Beta Coefficient) λαμβάνεται ως δεδομένο από τις αναλυτικές οικονομικές καταστάσεις της Εταιρείας που έχει δημοσιοποιήσει. Πλέον γίνεται ο υπολογισμός του κόστους των ιδίων κεφαλαίων (COE) της εταιρείας ανέρχεται σε :

$$\text{COE} = r_f + \beta (r_m - r_f) = 3,41\% + 0,31 (7,80\%) = 5,83\%$$

Επομένως, το Κόστος των Ιδίων Κεφαλαίων COE ανέρχεται σε 5,83%.

### Υπολογισμός του Κόστους Χρέους (COD)

Το κόστος χρέους θα υπολογιστεί τον εξής τύπο:

$$i = \frac{\text{Χρεωστικοί Τόκοι}}{\text{Σύνολο Δανειακών Υποχρεώσεων}}$$

Πίνακας 21: Υπολογισμός συντελεστή i

Υπολογισμός συντελεστή i	
	Χρήση του 2020 (ποσό σε χιλ.)
Χρεωστικοί Τόκοι	9.054
Σύνολο Δανειακών Υποχρεώσεων	151.644
Ποσοστό επί της %	5,97%

Φορολογικός συντελεστής βάσει χρήσης 2020 ανέρχεται σε 24%.

Επομένως, το Κόστος Χρέους μετά από φόρους ανέρχεται σε

$$COD = i * (1 - t) = 5,97\% * (1 - 24\%) = 4,53\%$$

Πίνακας 22: Ποσοστά Ξένων και Ιδίων Κεφαλαίων

<b>Ποσοστά ιδίων κεφαλαίων</b>	
	<b>Χρήση του 2020 (ποσό σε Ευρώ)</b>
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	100.825
Συνολικά Κεφάλαια	252.469
Ποσοστό επί της %	39,94%

Πίνακας 23: Ποσοστά ξένων κεφαλαίων

<b>Ποσοστά ξένων κεφαλαίων</b>	
	<b>Χρήση του 2020 (ποσό σε Ευρώ)</b>
Σύνολο Υποχρεώσεων	151.644
Συνολικά Κεφάλαια	252.469
Ποσοστό επί της %	60,06%

Επομένως, μπορούμε να υπολογίσω το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου:

$$WACC = \left( \frac{Equity}{Dept + Equity} \right) * COE + \left( \frac{Dept}{Dept + Equity} \right) * COD$$

$$WACC = 39,94\% * 5,83\% + 60,06\% * 4,53\% = 5,05\%$$

6.7 Υπολογισμός ρυθμού ανάπτυξης της εταιρείας με σταθερό ρυθμό στο διηνεκές

$$Expected\ growth\ EBIT = Reinvestment\ rate * Return\ on\ capital$$

Όπου

$$reinvestment\ rate = \frac{Capital\ expenditure - Depreciation + \Delta\ Noncash\ WC}{EBIT(1 - t)}$$

return on capital

$$= \frac{\text{EBIT}(1 - t)}{\text{Book value of Equity} + \text{Book value of debt} - \text{Cash and marketable securities}}$$

όπου

Net Capital Expenditures: Καθαρές κεφαλαιουχικές δαπάνες (μετά από αποσβέσεις)

Δ Noncash WC: Μεταβολή κεφαλαίου κίνησης

Tax rate: Φορολογικός συντελεστής

Book Value of Debt: Λογιστική αξία δανείων

Book Value of Equity: Λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων

### Υπολογισμός Καθαρών Κεφαλαιουχικών Δαπανών

Για τον υπολογισμό του Ρυθμού Επανεπένδυσης θα χρησιμοποιήσουμε τον μέσο όρο των Καθαρών Κεφαλαιουχικών Δαπανών της περιόδου 2012 -2020.

Οι κεφαλαιουχικές δαπάνες υπολογίζονται ως η διαφορά μεταξύ των ενσώματων ακινητοποιήσεων του έτους με του έτους που προηγείται.

Πίνακας 24: Καθαρές κεφαλαιουχικές δαπάνες

Καθαρές κεφαλαιουχικές δαπάνες									
Ποσά σε χιλ.	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Κεφαλαιουχικές Δαπάνες (CapEx)	280.354	276.754	277.872	274.501	279.000	287.484	302.941	295.742	297.639
Μείον: Αποσβέσεις	16.922	15.163	15.243	15.644	16.514	17.725	20.343	21.338	21.793
Καθαρές Κεφαλ. Δαπάνες	263.432	261.591	262.629	258.857	262.486	269.759	282.598	274.404	275.846

Πίνακας 25: Μέσος όρος καθαρών κεφαλαιουχικών δαπανών

<b>Μέσος όρος καθαρών κεφαλαιουχικών δαπανών</b>									
<i>Ποσά σε χιλ.</i>	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<i>Δ(Κεφαλαιουχικές Δαπάνες)</i>	-467	-1.841	1.038	-3.772	3.629	7.273	12.839	-8.194	1.442

Προκύπτει ο μέσος όρος Καθαρών Κεφαλαιουχικών δαπανών ανέρχεται με € 1.327,44 χιλ.

### **Υπολογισμός Μεταβολής Καθαρού Κεφαλαίου Κίνησης (ΔNWC) Χρήσεως 2020**

Ο υπολογισμός του Καθαρού Κεφαλαίου Κίνησης (ΔNWC) έχει τον εξής τύπο:

*Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης*

= *Σύνολο Κυκλοφορούντος Ενεργητικού*

– *Σύνολο Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων*

Πίνακας 26: Καθαρό κεφάλαιο κίνησης

<b>Καθαρό κεφάλαιο κίνησης</b>		
<i>Ποσά σε χιλ. Ευρώ</i>	2019	2020
<i>Κυκλοφορούν Ενεργητικό</i>	165.292	192.128
<i>Σύνολο Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων</i>	353.395	367.034
<i>Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης</i>	-188.103	-174.906
<i>Μεταβολή ΚΚΚ</i>		13.197

Από Οικονομικές Καταστάσεις λαμβάνουμε τα εξής αποτελέσματα στις μεταβολές Κεφαλαίου Κίνησης

Πίνακας 27: Μεταβολή κεφαλαίου κίνησης

Μεταβολή κεφαλαίου κίνησης									
Ποσά σε χιλ.	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Μεταβολή Κεφαλαίου Κίνησης	-20.172	-11.760	5.114	19.671	11.230	-11.512	1.765	-13.835	13.197

### Υπολογισμός του ρυθμού ανάπτυξης g(EBIT)

Ο ρυθμός ανάπτυξης της εταιρείας g(EBIT) ορίζεται ως εξής:

$$\begin{aligned} & \text{Αναμενόμενος Ρυθμός Ανάπτυξης } g(\text{EBIT}) \\ & = \text{Reinvestment rate} * \text{Return on capital} \end{aligned}$$

Υπολογισμός Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων:

$$\text{Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

Πίνακας 28: Απόδοση ιδίων κεφαλαίων

Απόδοση ιδίων κεφαλαίων									
Ποσά σε χιλ.	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Καθαρά Κέρδη	11.755	8.785	16.789	16.769	25.181	19.241	13.640	8.262	9.925
Ίδια Κεφάλαια	97.547	106.889	116.413	104.437	103.448	108.351	105.662	98.072	100.825
Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων ROC	12,05%	8,22%	14,42%	16,06%	24,34%	17,76%	12,91%	8,43%	9,84%

Μέση Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων των ετών 2012- 2020 είναι 13,78%.

Υπολογισμός Επανεπένδυσης Ιδίων Κεφαλαίων Reinvestment Rate:

*Επανεπένδυση Ιδίων Κεφαλαίων*

$$= \frac{\text{Καθαρές Κεφαλαιουχικές Δαπάνες} + \text{Μεταβολή Κεφαλαίου Κίνησης}}{\text{EBIT}(1 - t)}$$

Πίνακας 29: Μέση επένδυση ιδίων κεφαλαίων

Μέση επένδυση ιδίων κεφαλαίων								
Ποσά σε χιλ.	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
EBIT(1-t)	17.952	18.678	22.365	25.077	32.312	23.308	14.484	15.928
Καθαρές Κεφαλαιουχικές Δαπάνες	-1.841	1.038	-3.772	3.629	7.273	12.839	-8.194	1.442
Μεταβολή Κεφαλαίου Κίνησης	-11.760	5.114	19.671	11.230	-11.512	1.765	-13.835	13.197
Επανεπένδυση Ιδίων Κεφαλαίων	-73,79%	27,87%	64,25%	46,60%	-18,43%	102,17%	-140,15%	88,18%

Μέση Επανεπένδυση Ιδίων Κεφαλαίων των ετών 2013-2022 είναι 12,09%

Άρα προκύπτει ότι ο εκτιμώμενος ρυθμός μεγέθυνσης της εταιρείας στο διηνεκές είναι  $g(\text{EBIT}) = 1,67\%$ .

6.8 Προσδιορισμός των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών προς την Επιχείρηση (FCFF)

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές αποτελούν τις ταμειακές ροές που είναι διαθέσιμες προς όλους τους επενδυτές μιας επιχείρησης (μετόχους και δανειστές), έπειτα από την αφαίρεση των επενδύσεων σε πάγια περιουσιακά στοιχεία, νέα προϊόντα και του κεφαλαίου κίνησης το οποίο είναι απαραίτητο για την συνέχιση των δραστηριοτήτων της. Πιο συγκεκριμένα οι αναμενόμενες ελεύθερες ταμειακές ροές αποτελούν τα καθαρά λειτουργικά κέρδη μείον τις επενδύσεις σε κεφάλαιο κίνησης και περιουσιακά



στοιχεία, δηλαδή:

$$FCFF = EBIT (1 - t) + Depreciation - CaPex - \Delta \text{ Net Working capital}$$

Όπου:

*EBIT*: Αποτελέσματα χρήσης προ φόρων

*Depreciation*: Αποσβέσεις

*CAPEX*: Κεφαλαιουχικές Δαπάνες

*Δ Net WC*: Μεταβολή Καθαρού Κεφαλαίου Κίνησης

Στον παρακάτω πίνακα συνοψίζουμε τους υπολογισμούς που πραγματοποιήθηκαν στις προηγούμενες ενότητες του παρόντος κεφαλαίου και που θα οδηγήσουν στον προσδιορισμό των ελεύθερων ταμειακών ροών.

Πίνακας 30: Μεταβλητές υπολογισμού FCF

<b>Μεταβλητές υπολογισμού FCF</b>	
<i>Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων</i>	5,83%
<i>Κόστος Χρέους</i>	4,53%
<i>Φορολογικός Συντελεστής</i>	24%
<i>WACC</i>	5,05%
<i>Ετήσιος Ρυθμός Ανάπτυξης FCFF</i>	1,67%

Σύμφωνα με τον παραπάνω στοιχεία, υποθέτουμε ότι το κόστος χρέους θα διατηρηθεί σταθερό τα επόμενα έτη, καθώς και το κόστος μετοχικού κεφαλαίου όπως έχει υπολογιστεί σύμφωνα με το CAPM. Επιπλέον, θεωρούμε Σταθερή Κεφαλαιακή Διάρθρωση. Τέλος, θεωρούμε ότι το WACC παραμένει σταθερό και ίσο με 5,05%.

Πίνακας 31: Υποθέσεις Υποδείγματος FCFF

<b>Υποθέσεις Υποδείγματος FCFF</b>					
	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<i>Φορολογικός συντελεστής</i>	24%	24%	24%	24%	24%

<i>Κόστος Χρέους</i>	4,53%	4,53%	4,53%	4,53%	4,53%
<i>Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων</i>	5,83%	5,83%	5,83%	5,83%	5,83%
<i>Ίδια προς Ξένα Κεφάλαια</i>	39,94%	39,94%	39,94%	39,94%	39,94%
<i>WACC</i>	5,05%	5,05%	5,05%	5,05%	5,05%

Σύμφωνα με τον παραπάνω πίνακα, υποθέτουμε ότι ο φορολογικός συντελεστής θα διατηρηθεί σταθερό στα επόμενα χρόνια. Το ίδιο υποθέτουμε και για το κόστος χρέους καθώς επίσης και το κόστος ιδίων κεφαλαίων όπως έχει υπολογιστεί σύμφωνα με το CAPM. Τέλος, θεωρούμε ότι το WACC θα παραμείνει και αυτό σταθερό από το 2025 και έπειτα και ίσο με 5,05%.

Πίνακας 32: Υπολογισμός Ελεύθερων Ταμειακών Ροών προς την Επιχείρηση FCFF (2012-2020)

<b>Υπολογισμός Ελεύθερων Ταμειακών Ροών προς την Επιχείρηση FCFF</b>										
<i>Ποσά σε χιλ.</i>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	
<i>EBIT(1-t)</i>	17.952	18.678	22.365	25.077	32.312	23.308	14.484	15.928	16.823	
<i>Αποσβέσεις</i>	16.980	18.192	20.726	36.492	16.980	18.192	20.726	36.492	37.946	
<i>(CAPEX)</i>	430	-3.600	1.118	-3.371	4.499	8.484	15.457	-7200	1.897	
<i>Μεταβολή Κεφαλαίου Κίνησης</i>	-20.172	-11.760	5.114	19.671	11.230	-11.512	1.765	-13.835	13.197	
<i>FCFF</i>	54.674	52.230	36.859	45.269	33.563	44.528	17.988	73.455	39.675	

Επομένως, θα πρέπει να προβούμε σε υποθέσεις για την ανάπτυξη των οικονομικών μεγεθών της Μασούτης Α.Ε. της περιόδου πρόβλεψης 2021-2025 καθώς και στο διηνεκές. Στον επόμενο πίνακα παρουσιάζουμε τις υποθέσεις για την ανάπτυξη αυτών των μεγεθών.

Πίνακας 33: Υπολογισμός Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (FCFF) για έτη πρόβλεψης

Υπολογισμός Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (FCFF) για έτη πρόβλεψης					
Ποσά σε χιλ.	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
<i>EBIT(1-t)</i>	17.104	17.390	17.680	17.976	18.276
<i>Αποσβέσεις</i>	38.580	39.224	39.879	40.545	41.222
<i>(CAPEX)</i>	1.929	1.961	1.994	2.027	2.061
<i>Μεταβολή Κεφαλαίου Κίνησης</i>	13.417	13.641	13.869	14.101	14.336
<i>FCFF</i>	40.338	41.012	41.696	42.393	43.101

Άρα έγινε και ο υπολογισμός των ελεύθερων ταμειακών ροών στα έτη πρόβλεψης με τον εκτιμώμενο ρυθμό μεγέθυνσης της εταιρείας στο διηλεκές  $g(EBIT) = 1,67\%$ .

Συνεπώς, το άθροισμα των προεξοφλημένων ελεύθερων ταμειακών ροών της επιχείρησης FCFF για τα επόμενα πέντε έτη της περιόδου πρόβλεψης, χρησιμοποιώντας το WACC ως κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο, θα είναι ίσο με:

$$NPV_{\text{επιχείρησης}} = \frac{40.338}{(1,0505)^1} + \frac{41.012}{(1,0505)^2} + \frac{41.696}{(1,0505)^3} + \frac{42.393}{(1,0505)^4} + \frac{43.101}{(1,0505)^5} = 180.030,657 \text{ χιλ. €}$$

Στη συνέχεια υπολογίζουμε την Υπολειμματική Αξία της Εταιρείας.

$$TV = \frac{FCFF_i(1+g)}{(WACC-g)} = \frac{43.101 * 1,0167}{0,0505 - 0,0167} = 1.296.472,98 \text{ €}$$

Συνεπώς, η Παρούσα Αξία της Υπολειμματικής Αξίας θα είναι ίση με:

$$PV \text{ Residual Value} = \frac{FCFF}{(1+WACC)^5} = \frac{1.296.472,98}{1,0502^5} = 1.014.853,608 \text{ χιλ. €}$$

Συνεπώς, Αξία της Εταιρείας θα είναι ίση με:

$$\begin{aligned} Firm Value &= \sum_{i=1}^5 \frac{FCFF_i}{(1+WACC)^i} + PV Residual Value = 180.030,657 + 1.014.853,608 = \\ &= 1.194.884,265 \text{ χιλ. } \text{€} \end{aligned}$$

Ο καθαρός Δανεισμός (Net Debt) της Εταιρείας χρήσης 2020 ανέρχεται σε 76.466 €. Συνεπώς, η Καθαρή Αξία της Επιχείρησης (Αξία Ιδίων Κεφαλαίων) είναι ίση με:

$$Firm Value = 1.194.884,265 - 76.466 = 1.118.418,27 \text{ €}$$

### **Προσδιορισμός Δίκαιης Τιμής της Μετοχής**

Ο συνολικός αριθμός μετοχών της Εταιρείας για το έτος αποτίμησης τέλη 31/12/2020 ανέρχεται σε 503.369.

Συνεπώς, διαιρώντας την Καθαρή Αξία της Εταιρείας με τον συνολικό αριθμό των μετοχών σε κυκλοφορία, καταλήγουμε πως η δίκαιη τιμή (fair price) για τη μετοχή της Μασούτης Α.Ε. διαμορφώνεται σε € 2,22.

### **Προσδιορισμός των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών προς τα Ίδια Κεφάλαια (FCFE)**

Ο υπολογισμός του ποσού που μια επιχείρηση μπορεί να αποδώσει μελλοντικά στους μετόχους της ξεκινά από τα καθαρά έσοδά της, το λογιστικό μέτρο της κερδοφορίας των μετοχών. Από αυτά θα πρέπει να αφαιρεθούν τυχόν κεφαλαιουχικές δαπάνες (πχ εξαγορές) γιατί αποτελούν ταμειακές εκροές, ενώ θα πρέπει να προστεθούν μη ταμειακά έξοδα της επιχείρησης, όπως αποσβέσεις. Η διαφορά μεταξύ των κεφαλαιουχικών επενδύσεων και των αποσβέσεων μπορεί να καθορίσει τον ρυθμό ανάπτυξης μιας επιχείρησης. Για τις ανάγκες της προεξόφλησης των μελλοντικών ταμειακών ροών το ενδιαφέρον εστιάζει στις μεταβολές σε μη ταμειακές ροές σε κεφάλαιο κίνησης. Τέλος οι ελεύθερες ταμειακές ροές προς τα ίδια κεφάλαια επηρεάζονται από τις μεταβολές στο χρέος της επιχείρησης, δηλαδή τυχόν αποπληρωμένες δανειακών κεφαλαίων και εκδώσεις νέου δανεισμού. Με βάση τα παραπάνω οι ελεύθερες ταμειακές ροές προς τους μετόχους υπολογίζονται ως εξής:

$$FCFE = Net Income - (CaPex - Depreciation + \Delta Net Working capital) \times (1 - \delta)$$

Όπου:

Net Income: Καθαρά Κέρδη μετά φόρων

Depreciation: Αποσβέσεις

CAPEX: Κεφαλαιουχικές Δαπάνες

Δ Net WC: Μεταβολή Καθαρού Κεφαλαίου Κίνησης

(δ) Dept to capital ratio: Αναλογία χρέους προς ίδια κεφάλαια

Για να γίνει υπολογισμός των ελεύθερων ταμειακών ροών προς τα Ίδια Κεφάλαια, θα πρέπει πρώτα να γίνει υπολογισμός του ρυθμού μεγέθυνσης της Εταιρείας g

*Expected growth in FCFE = Reinvestment rate \* Return on Equity*

Όπου:

$$\text{Reinvestment rate} = \frac{(\text{Capital Expenditures} - \text{Depreciation} + \Delta \text{WC})(1 - \delta)}{\text{Net Income}}$$

$$\delta = \frac{\text{Dept}}{\text{Dept} + \text{Shareholder's Equity}}$$

$$\text{ROE} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Book Value of shareholder's Equity}}$$

Πίνακας 34: Αναλογία χρέους προς κεφάλαιο

Αναλογία χρέους προς κεφάλαιο									
Ποσά σε χιλ.	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
δ	0,57	0,53	0,48	0,51	0,54	0,50	0,56	0,39	0,60

Ο μέσος όρος των ετών 2012-2020 για την Dept to capital ratio (δ) είναι 0,52%.

*Expected growth in FCFE = -1,96% \* 0,098% = -0,19%*

Έχοντας προσδιορίσει όλα τα στοιχεία που είναι απαραίτητα για τον υπολογισμό του ρυθμού επανεπένδυσης ιδίων κεφαλαίων, αυτό που πρέπει να διευκρινιστεί είναι ότι οι αποσβέσεις δε συμπεριλαμβάνονται στον υπολογισμό διότι κάτι τέτοιο θα οδηγούσε σε διπλό καταλογισμό αυτών, εφόσον η αξία του πάγιου ενεργητικού που χρησιμοποιείται για τον καθορισμό των κεφαλαιουχικών εξόδων, είναι η αναπόσβεστη και έχουν ήδη αφαιρεθεί οι αποσβέσεις.

Άρα βάσει του τύπου υπολογίστηκαν οι Ελεύθερες Ταμειακές Ροές προς τα Ίδια Κεφάλαια (FCFE).

Πίνακας 35: Ελεύθερες Ταμειακές Ροές προς τα Ίδια Κεφάλαια (FCFE)

<b>Ελεύθερες Ταμειακές Ροές προς τα Ίδια Κεφάλαια (FCFE)</b>									
<b>Ποσά σε χιλ.</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
<i>Καθαρά Κέρδη</i>	11.745	8.785	16.788	16.769	25.181	19.242	13.640	8.262	9.925
<i>Αποσβέσεις</i>	16.980	18.192	20.726	36.492	16.980	18.192	20.726	36.492	37.946
<i>(CAPEX)</i>	430	-3.600	1.118	-3.371	4.499	8.484	15.457	-7200	1.897
<i>ΔWC</i>	-20.172	-11.760	5.114	19.671	11.230	-11.512	1.765	-13.835	13.197
<i>δ</i>	0,57	0,53	0,48	0,51	0,54	0,50	0,56	0,39	0,60
<i>FCFE</i>	27.535	24.554	24.325	26.663	25.756	29.852	15.182	43.353	19.066

Επομένως, θα πρέπει να προβούμε σε υποθέσεις για την ανάπτυξη των οικονομικών μεγεθών της Μασούτης Α.Ε. της περιόδου πρόβλεψης 2021-2025 καθώς και στο διηλεκές. Στον επόμενο πίνακα παρουσιάζουμε τις υποθέσεις για την ανάπτυξη αυτών των μεγεθών.

Πίνακας 36: Προβλέψεις για 2021-2025

<b>Προβλέψεις για 2021-2025</b>					
<b>Ποσά σε χιλ.</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>
<i>Καθαρά Κέρδη</i>	9.906	9.887	9.869	9.850	9.831
<i>Αποσβέσεις</i>	37.874	37.802	37.730	37.658	37.587
<i>(CAPEX)</i>	1.893	1.890	1.886	1.883	1.879
<i>Μεταβολή Κεφαλαίου Κίνησης</i>	13.172	13.147	13.122	13.097	13.072

$\delta$	0,52	0,52	0,52	0,52	0,52
<i>FCFE</i>	15.703	15.673	15.643	15.614	15.584

$$\text{Αξια Ιδίων Κεφαλαίων} = \sum_{t=0}^n \frac{FCFE_t}{(1+r)^t}$$

$$= \frac{15.703}{1,0583^1} + \frac{15.673}{1,0583^2} + \frac{15.643}{1,0583^3} + \frac{15.614}{1,0583^4} + \frac{15.584}{1,0583^5} = 66.215,79 \text{ χιλ. €}$$

Στη συνέχεια υπολογίζουμε την Υπολειμματική Αξία.

$$TV = \frac{FCFE_i(1+g)}{(r-g)} = \frac{15.584,15 * 0.9981}{0.0583 + 0.0019} = 258.381,1 \text{ χιλ. €}$$

Συνεπώς *Αξια Ιδίων Κεφαλαίων* = 324.596,9 χιλ. €

### Προσδιορισμός Δίκαιης Τιμής της Μετοχής

Ο συνολικός αριθμός μετοχών της Εταιρείας για το έτος αποτίμησης τέλη 31/12/2020 ανέρχεται σε 503.369 χιλ.

Συνεπώς, διαιρώντας την Καθαρή Αξία των Ιδίων Κεφαλαίων με τον συνολικό αριθμό των μετοχών σε κυκλοφορία, καταλήγουμε πως η δίκαιη τιμή (fair price) για τη μετοχή της Μασούτης Α.Ε. διαμορφώνεται σε € 0,64.

### Κεφάλαιο 7<sup>ο</sup>: Συμπεράσματα

#### 7.1 Σχολιασμός Αποτελεσμάτων

Η επιλογή του κατάλληλου υποδείγματος είναι τόσο σημαντική για να καταλήξει κανείς σε μια λογική αξία όσο και η κατανόηση του τρόπου εφαρμογής του. Η αξία που παίρνει κανείς από κάθε μια προσέγγιση για την εκτιμωμένη επιχείρηση μπορεί να διαφέρει. Κάτω από κάθε προσέγγιση υπάρχουν επιπλέον παραλλαγές. Η επιλογή του κατάλληλου υποδείγματος αποτίμησης εξαρτάται στην κρίση του εκτιμητή και από τα χαρακτηριστικά της επιχείρησης. Χαρακτηριστικά όπως το επίπεδο των κερδοφορίας της, οι προοπτικές ανάπτυξής της, οι πηγές αύξησης των εσόδων, ο ρυθμός ανάπτυξης των κερδών, η μερισματική πολιτική. Αυτό που έχει σημασία όσον αφορά στα οικονομικά μιας επιχείρησης είναι οι ταμειακές ροές και όχι τα κέρδη, τα οποία μπορεί να είναι ευκαιριακά στρεβλωμένα από λογιστικές μεθόδους.

Το υπόδειγμά που χρησιμοποιήσαμε για να αποτιμήσουμε την Εταιρεία, βασίστηκε στην προεξόφληση των ελεύθερων ταμειακών ροών (Discounted Free Cash Flow). Συγκεκριμένα χρησιμοποιήσαμε την προεξόφληση των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση και προεξόφληση των ελεύθερων ταμειακών ροών προς τα ίδια κεφάλαια. Βάσει των προβλέψεών μας για την επόμενη 5ετία, και με την εφαρμογή των μεθόδων προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών, η δίκαιη τιμή για τη μετοχή Μασούτης Α.Ε. που προέκυψε από την προεξόφληση των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση για τη μετοχή Μασούτης Α.Ε. διαμορφώνεται σε € 2,22. Ακολούθως, η δίκαιη τιμή για τη μετοχή Μασούτης Α.Ε. που προέκυψε από την προεξόφληση των ελεύθερων ταμειακών ροών προς τα ίδια κεφάλαια διαμορφώνεται σε € 0,64 . Η ονομαστική τιμή που ανέρχεται στα € 30 καθώς και την λογιστική αξία της μετοχής που ανέρχεται € 0,20, δείχνει πως η τιμή διαφέρει με τη δίκαιη τιμή που υπολογίστηκε με τις παραπάνω μεθόδους.

Παρά το γεγονός ότι δεν υπάρχουν αρκετά πληροφοριακά στοιχεία για τις πολιτικές εφαρμόζει η εταιρεία και τους στόχους που έχει θέσει, επιχειρούνται κάποιες εικασίες σχετικά με την μερισματική πολιτική που έχει εφαρμόσει και θα εφαρμόσει στο άμεσο μέλλον. Η εταιρεία φαίνεται να παρουσιάζει σημάδια προβλήματος στην ρευστότητά της και στην κεφαλαιακή της μόχλευση λόγω αυξημένων υποχρεώσεων που φαίνονται από τα οικονομικά μεγέθη των τελευταίων ετών.

## 7.2 Περιορισμοί της Έρευνας

Τα περισσότερα από τα στοιχεία που θα χρησιμοποιηθούν για τους σκοπούς της παρούσας διπλωματικής εργασίας, είναι στοιχεία δημοσιευμένα από την ίδια την εταιρεία. Η αποτίμηση βασίζεται αποκλειστικά και μόνο στις διαθέσιμες στο κοινό πληροφορίες.

Η πληροφόρηση που περιέχεται στην παρούσα ανάλυση βασίζεται σε ευρέως δημοσιοποιημένα στοιχεία, στατιστικές βάσεις δεδομένων, ετήσιους απολογισμούς, ενημερωτικά δελτία και άλλες επίσημες ανακοινώσεις, οι οποίες θεωρούνται πως είναι έγκυρες, αξιόπιστες και οι κατά το δυνατόν αντιπροσωπευτικότερες του προς εξέταση αντικειμένου.

Σε αυτό το σημείο μπορεί να αμφισβητηθεί η αξιοπιστία των πληροφοριών. Ωστόσο, λόγω των εξονυχιστικών ελέγχων στους οποίους υποβάλλονται από τους επενδυτές, την ένωση τραπεζών και τα διάφορα ελεγκτικά σώματα που εποπτεύουν τις επιχειρηματικές δραστηριότητες έχουν λεπτομερείς κανονισμούς που διέπουν την παρουσίαση των ετήσιων λογιστικών καταστάσεων και οι οποίοι σε σταθερή βάση εκσυγχρονίζονται προκειμένου να ανταποκρίνονται στις μεταβαλλόμενες συνθήκες.



Παρ' όλα αυτά, εξαιτίας της ποικιλίας των διαφορετικών επιχειρηματικών καταστάσεων οι κανονισμοί αυτοί δεν μπορεί να είναι πολύ καθορισμένοι. Ένα συγκεκριμένο περιθώριο ελιγμών είναι ακόμα επιτρεπτό και έτσι, όπου οι εταιρείες δεν επιθυμούν να εμφανίσουν την πραγματική τους κατάσταση, όπου για διάφορους λόγους θέλουν να παρουσιάσουν μια πιο αισιόδοξη εικόνα από αυτήν που θα δικαιολογούσε η πραγματική επίδοση της λειτουργίας τους, υπάρχει έδαφος για κάποια δημιουργική λογιστική.

## Βιβλιογραφία

- Belkaoui, A. R. (2000). *Accounting theory: Thomson Learning*, London, UK, 4th ed
- Benninga, S. Z., & Sarig, O. H. (1997). *Corporate finance: A valuation approach*. Hamburg: McGraw-Hill Book Company.
- Beranek, W., & Howe, K. M. (1990). The Regulated Firm and the DCF Model: Some Lessons From Financial Theory. *Journal of Regulatory Economics* , 193.
- Bloomberg Professional Database. (2008, August 09). Credit Derivates and Interest Rates. New York, New York, United States of America. Retrieved August 09, 2008
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2006). *Principles of Corporate Finance (8th Edition ed.)*. McGraw-Hill.
- Brigham, E. F., & Gapenski, L. C. (1997). *Financial Management - Theory and Practice (8th Edition ed.)*. Orlando: The Dryden Press.
- Chambers, N. (2009). *Firma Değerlemesi*. İstanbul, Turkey: Beta Basım Yayın.
- Chandra, P. (2011). *Corporate valuation and value creation (1st ed.)*. Delhi, India: Tata McGraw-Hill Education.
- Copeland, T. (2000). *Valuation. measuring and managing the value of companies*. New York: John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (1996). *Investment Valuation*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran, A. (1997). *Corporate finance: Theory and practice*. New York, NY: John Wiley.
- Damodaran, A. (2002). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. New York, NY: John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2010). *The Dark Side of valuation: Valuing old tech, New Tech, and New Economy Companies*. New Jersey: Pearson Education.
- Ercan, M., Öztürk, M., Küçük Kaplan, İ., Başçı, Demirgüneş, K. (2006). *Firma Değerlemesi ve Banka Uygulaması*. İstanbul, Literatür Yayıncılık.
- Ertugrul, M. (2008). Değer-Fiyat Ayrımı ve İşletme Değeri: Kuramsal Bir Bakış. *Eskişehir Orhangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 3(2), 143–154.

Fernández, P. (2002). *Valuation methods and shareholder value creation*. San Diego, CA: Academic Press.

Fernández, P. (2001). Company valuation methods. the most common errors in valuations. *SSRN Electronic Journal*. doi:10.2139/ssrn.274973

Fernández, P. (2007). Valuing companies by cash flow discounting: Ten methods and nine theories. *Managerial Finance*, 33(11), 853-876. doi:10.1108/03074350710823827

Financial Accounting Standards Board (FASB) (1999-2000). *Statement of Financial Accounting Concepts*. John Wiley & Sons Inc.

Hendriksen, E., & Michael, B. (1992). *Accounting theory (1st ed.)*. Homewood, IL: Richard Irwin.

Hitcher, J. R. (2003). *Financial valuation*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.

Horngren, T. C., Datar, S. M., & Rajan, M. (2015). *Cost accounting A managerial emphasis, 15th ed.* (Global Edition), Pearson Education Limited.

Hull, J. C. (2008). *Options, Futures and Other Derivatives (7th Edition ed.)*. Upper Saddle River: Pearson Prentice Hall.

Isoraite, M. (2016). Marketing Mix Theoretical Aspects, *International Journal Research Granthaalayah*, 4(6), 25-37.

JP Morgan Chase. (2006). JP Morgan M&A EBS lecture presentation. Frankfurt.

Kissin, W. & Zulli, R. (1989). Valuation of a closely held business, *Journal of Accountancy*, 16(6). LGA, CPAs and Business Advisors, 4 Questions to Ask Valuations.

Luehrmann, T. A. (1997). What's it worth? *Harvard Business Review*, 135.

Michailetz, V. B., Artemenkov, A. I., & Artemenkov, I. L. (2007). Income Approach and Discount Rates for Valuing Income-Producing Illiquid Assets. *The Icfai Journal of Applied Finance*, 43-80.

Olajide, S. E., Lizam, M., & Olajide, E. B. (2016). Understanding the conceptual definitions of cost, price worth and value, *Journal of Humanities & Social Science*, 20(9), 53-57,

Pereiro, L. E. (2002). *Valuation of companies in emerging markets*, ABD. John Wiley & Sons.

Petitt, B. S. & Ferris, K. R. (2013). *Valuation for mergers and acquisitions* (2nd ed), Pearson Education.

Rhaim, N., Ben, S., & Mabrouk, A. B. (2007). Estimation of Capital Asset Pricing Model at Different Time Scales. *The International Journal of Applied Economics and Finance* , 80.

Ross, Westerfield, & Jordan. (2008). *Corporate Finance Fundamentals*. New York: McGraw-Hill Irwin.

Trugman, G. R. (2015). *Introduction to business valuation*. Durham, NC: American Institute of Certified Public Accountants.

#### Διαδικτυακοί τόποι

Ιστορικό εταιρίας μασούτης super market. (n.d.). Retrieved January 27, 2023, from <https://www.masoutis.gr/Company/History>

Οικονομικά στοιχεία Μασούτης Super market. (n.d.). Retrieved January 27, 2023, from <https://www.masoutis.gr/Company/FinancialData>

Τίτλοι ελληνικού δημοσίου. Τίτλοι-ελληνικού-δημοσίου. (n.d.). Retrieved January 30, 2023, from <https://www.bankofgreece.gr/statistika/xrhmatopistwtikes-agores/titloi-ellhnikoy-dhmosioy?year=2022&order=asc&page=1>