

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ
ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ
Π.Μ.Σ. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ

ΕΠΙΜΕΛΕΙΑ : Λεονάρδος Ν. Κοσμόπουλος



ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Θέμα : Αποτίμηση Μικρών Επιχειρήσεων

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: Τσιριτάκης Εμμανουήλ

*ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ : Κυριαζής Δημήτριος
Τσαγκαράκης Νικόλαος*

ΠΕΙΡΑΙΑΣ 2007

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

- Εισαγωγή.....σελ. 3
- Τα Χαρακτηριστικά της Μικρής Επιχείρησης.....σελ. 4
- Αιτίες Αποτίμησης Μικρής Επιχείρησης.....σελ. 5
- Γενικοί Παράγοντες που Επηρεάζουν την Αποτίμηση της Μικρής Επιχείρησης.....σελ. 6
- Μέθοδοι Αποτίμησης.....σελ. 10
- Καθαρή Περιουσιακή Θέση της Μικρής Επιχείρησης.....σελ. 15
- Μέθοδος των Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών.....σελ. 19
 - Προσαρμογή των Ταμειακών Ροών στα Χαρακτηριστικά της Μικρής Επιχείρησης.....σελ. 21
 - Υπολογισμός του Επιτοκίου Προεξόφλησης.....σελ. 23
 - Ο Συντελεστής Μεταβλητότητας των Κερδών ως Μέτρο Κινδύνου και Μέτρο Εκτίμησης του Προεξοφλητικού Επιτοκίου.....σελ. 24
- Μέθοδος της Συγκριτικής Αποτίμησης με Παρόμοια Εταιρία του Ιδίου Κλάδουσελ. 27
- Φορολογική Αποτίμησησελ. 28
 - Φορολογική Αξία Ανώνυμης Εταιρίαςσελ. 28
 - Φορολογική Αξία Ε.Π.Ε.....σελ. 30
 - Υπεραξία της Επιχείρησης ή Goodwillσελ. 33
- Συμπέρασμασελ. 35
- Παράρτημα 1 - Υπολογισμός του Επιτοκίου Προεξόφλησης των Ταμειακών Ροών των Μικρών Επιχειρήσεων.....σελ. 36
- Παράρτημα 2 – Υπολογισμός Μελλοντικών Ταμειακών Ροών «ΑΓΡΟ Α.Ε.»σελ. 36
- Βιβλιογραφίασελ. 38
- Παράρτημα 1 – Φύλλα Excel Υπολογισμού Επιτοκίου Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών Μικρών Επιχειρήσεων
- Παράρτημα 2 – Φύλλα Excel Υπολογισμού των Μελλοντικών Ταμειακών Ροών της Μικρής Επιχείρησης «ΑΓΡΟ Α.Ε.»

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η αποτίμηση των επιχειρήσεων (Business Valuation) προσδιορίζει την εμπορική αξία μίας επιχείρησης. Δηλαδή υπολογίζει τα οικονομικά οφέλη που απορρέουν από τον συνδυασμό υλικών και άυλων αγαθών. Υποστηρίζεται έντονα, ότι η αποτίμηση μιας επιχείρησης δεν είναι μόνο επιστήμη αλλά και τέχνη, αφού συνδυάζει τα ποσοτικά οικονομικά στοιχεία με την ποιοτική ανάλυση καθώς και τον κλάδο που δραστηριοποιείται μία επιχείρηση και τις οικονομικές συνθήκες γενικότερα.

Εάν κάποιος θέλει να προβεί στην αποτίμηση μίας μεγάλης ανώνυμης εταιρίας, εισηγμένης στο Χρηματιστήριο Αξιών μπορεί να το κάνει εύκολα εξετάζοντας την τιμή της μετοχής στον οικονομικό ηλεκτρονικό ή έντυπο τύπο. Πως όμως θα αποτιμηθεί η εμπορική αξία και περεταίρω η περιουσία μιας μικρής επιχείρησης που δεν είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αξιών;

Είναι γεγονός ότι, στην Ελλάδα δραστηριοποιούνται περίπου τριακόσιες χιλιάδες μικρές επιχειρήσεις σε διάφορους τομείς όπως εμπόριο, παραγωγή, παροχή υπηρεσιών που καταγράφονται στα επιμελητήρια όλης της χώρας. Όπως στις περισσότερες οικονομίες στον κόσμο έτσι και στην Ελλάδα, οι μικρές επιχειρήσεις προβάλλουν ως η "μηχανή" της οικονομικής ανάπτυξης.

ΤΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΗΣ ΜΙΚΡΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Αρχικά καθίσταται επιτακτική ανάγκη του ορισμού της Μικρή Επιχείρηση στην Ελληνική Οικονομία και η παράλληλη απόδοση συγκεκριμένων χαρακτηριστικών της. Οι πιο συνηθισμένες μορφές εταιριών είναι : οι Ανώνυμες Εταιρίες (Α.Ε.), οι Εταιρίες Περιορισμένης Ευθύνης (Ε.Π.Ε.), οι Ομόρρυθμες Εταιρίες (Ο.Ε.), οι Ετερόρρυθμες εταιρίες (Ε.Ε.) και οι Ατομικές Επιχειρήσεις. Κυρίαρχη μορφή Μικρών Επιχειρήσεων στην Ελλάδα, πάνω στις οποίες θα στηριχθούν τα παρακάτω χαρακτηριστικά και η ανάλυση, είναι οι Ανώνυμες Εταιρίες και οι Εταιρίες Περιορισμένης Ευθύνης. Τα χαρακτηριστικά των Μικρών Επιχειρήσεων στην σύγχρονη οικονομία, οποιασδήποτε νομικής μορφής, αναλύονται ως εξής :

- έχουν κύκλο εργασιών έως πέντε εκατομμύρια Ευρώ (€5.000.000,00).
- συνήθως ανήκουν σε ένα πρόσωπο, σε μία οικογένεια ή μία ομάδα ανθρώπων και το όνομα της εταιρίας είναι αυστηρά συνδεδεμένο με το πρόσωπο ή τα πρόσωπα που την διοικούν. Συνήθως από το πρόσωπο αυτό εξαρτώνται οι πωλήσεις, η τεχνική υποστήριξη, οι γνωριμίες με ανθρώπους της αγοράς χωρίς το οποίο η εταιρία δεν θα μπορούσε να επιβιώσει.
- Στην περίπτωση των Α.Ε και των Ε.Π.Ε. που υπάρχουν μετοχές, δεν διαπραγματεύονται σε κανένα Χρηματιστήριο Αξιών αλλά ανήκουν σε ένα πρόσωπο ή μία οικογένεια.
- Στην επιχείρηση εργάζονται συγγενείς του ιδιοκτήτη ή τα μέλη της οικογένειας που έχει την ιδιοκτησία
- Έχουν χαμηλής ποιότητας οικονομικές καταστάσεις αφού συνήθως τα προσκομισθέντα τιμολόγια ή αποδείξεις συχνά δεν είναι ακριβή. Η υποβολή λογιστικών καταστάσεων στο Υπουργείο των Οικονομικών γίνεται μία φορά τον χρόνο από έναν εξωτερικό συνεργάτη λογιστή/φοροτεχνικό, ο οποίος ασχολείται και προετοιμάζει τις λογιστικές καταστάσεις, σε αντίθεση με τον λογιστή μιας εισηγμένης εταιρίας όπου έχει λογιστικούς περιορισμούς και την υποχρέωση για την υποβολή οικονομικών καταστάσεων στο ΧΑ πολύ συχνά. Γενικότερα, στις μικρές επιχειρήσεις οι λογιστές έχουν την τάση να μειώνουν τα έσοδα για να επιτυγχάνουν όσο το δυνατό μικρότερη φορολόγηση.
- Μικρότερη πρόσβαση και περισσότερους περιορισμούς στην χρηματοδότηση. Τα κόστος δανεισμού είναι μεγαλύτερο σε σχέση με τις μεγάλες επιχειρήσεις και συχνά απαιτείται η προσωπική εγγύηση του ιδιοκτήτη και της προσωπικής του ακίνητης περιουσίας. Ο περιορισμός στον δανεισμό προέρχεται από τον κίνδυνο που ελλοχεύουν οι μικρές επιχειρήσεις.
- Έχουν υψηλή επικινδυνότητα. Ο κίνδυνος τείνει να αυξάνεται όσο το μέγεθος της επιχείρησης περιορίζεται.

- Έχουν έλλειψη ποικιλίας στα προϊόντα τους και απευθύνονται σε πελάτες της περιοχής τους.
- Έχουν λίγους προμηθευτές.
- Οι μικροί επιχειρηματίες έχουν περιορισμένη γνώση της αγοράς και των αλλαγών που συντελούνται τόσο στην παραγωγή νέων προϊόντων όσο και στον ανταγωνισμό αυτών.

ΑΙΤΙΕΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΜΙΚΡΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Οι λόγοι για να προβεί κάποιος στην αποτίμηση μιας επιχείρησης είναι κυρίως οι παρακάτω :

- Αλλαγή ιδιοκτησιακού καθεστώτος. Στην περίπτωση που η επιχείρηση είτε θα συγχωνευθεί με μία άλλη, είτε θα εξαγοράσει κάποια άλλη, είτε θα εξαγοραστεί, τόσο ο ιδιοκτήτης όσο και ο αγοραστής θα επιθυμούν να γνωρίζουν την ταυτότητα και την αξία της επιχείρησης, που θα πουλήσουν και θα αγοράσουν αντίστοιχα.
- Υποστηρίζει την διαμόρφωση βραχυπρόθεσμων και μεσομακροπρόθεσμων πλάνων για την ανάπτυξη της επιχείρησης, αφού ελέγχει την επίτευξη των στόχων που είχαν τεθεί και μπορεί να συγκριθεί με παρόμοιες εταιρίες του κλάδου στην περιοχή δραστηριοποίησής της.
- Ζητείται όταν η επιχείρηση αιτηθεί χρηματοδότηση κυρίως από κάποιο Χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, το δημόσιο (αναπτυξιακός νόμος), την Ευρωπαϊκή Ένωση (Κοινοτικά Πλαίσια Στήριξης). Συνήθως οι δανειστές μέσω της αποτίμησης προσπαθούν να διακρίνουν αν η επιχείρηση έχει ικανότητα αποπληρωμής του χρέους που θα αναλάβει και αν εξασφαλίζεται από τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης ή των ιδιοκτητών της.
- Για φορολογικούς λόγους

ΓΕΝΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΜΙΚΡΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Η ολοκληρωμένη ανάλυση μιας μικρής επιχείρησης πρέπει να αρχίζει με την ανάλυση των μακροοικονομικών εξελίξεων, να προχωρά σταδιακά στην εξέταση των ανταγωνιστικών συνθηκών που επικρατούν στον κλάδο που λειτουργεί και να καταλήγει με την ανάλυση των ειδικών παραγόντων που την επηρεάζουν. Η αποτίμηση μιας επιχείρησης δεν περιορίζεται μόνο στην εξέταση των ποσοτικών πληροφοριών, οι οποίες εμφανίζονται στις λογιστικές καταστάσεις, αλλά προχωρά και στην εξέταση ποιοτικών στοιχείων, όπως για παράδειγμα την ποιότητα της διοίκησης μιας επιχείρησης (ειδικά στις οικογενειακές επιχειρήσεις).

Ανάλυση της Οικονομίας

Αρχικά η ανάλυση της οικονομίας υπαγορεύει τη γνώση του οικονομικού περιβάλλοντος στο οποίο λειτουργεί μια Μικρή Επιχείρηση και περαιτέρω επιτρέπει την καλύτερη αξιολόγηση των επιτεύξεων του παρελθόντος και την ακριβέστερη πρόβλεψη των αποδόσεων του μέλλοντος. Για παράδειγμα, τα τελευταία χρόνια συστήθηκαν πολλές μικρές επιχειρήσεις στον κλάδο των κατασκευών και λειτούργησαν με υψηλά κέρδη εξαιτίας του μεγάλου αριθμού δημοσίων έργων που εκτελέστηκαν ή εκτελούνται με την χρηματοδοτική υποστήριξη της Ε.Ε.

Η γνώση και η ερμηνεία των διαφόρων μακροοικονομικών μεγεθών, όπως το ΑΕΠ, ο πληθωρισμός, το ύψος των επιτοκίων, η προσφορά χρήματος επιτρέπουν στον αναλυτή να αναγνωρίσει τις συνέπειες που έχουν για τα κέρδη και τις ταμειακές ροές των επιχειρήσεων. Για παράδειγμα τα υψηλά επιτόκια συγκρατούν την ανάπτυξη και μειώνουν την παρούσα αξία των αναμενόμενων ταμειακών ροών από επενδύσεις σε πάγια και τις καθιστούν μία λιγότερο ελκυστική επενδυτική επιλογή. Ακολούθως, χαμηλότερο ύψος επενδύσεων σε πάγια επηρεάζει τα μελλοντικά κέρδη και τις μελλοντικές ταμειακές ροές καθώς και την αξία της επιχείρησης.

Οι μακροοικονομικοί παράγοντες που ενδιαφέρουν έναν αναλυτή εντάσσονται σε δύο κατηγορίες: σε αυτούς οι οποίοι προκαλούν μεταβολή στην συνολική ζήτηση αγαθών και υπηρεσιών στην οικονομία και σε αυτούς οι οποίοι προκαλούν μεταβολή στην συνολική προσφορά. Παράδειγμα μακροοικονομικών παραγόντων με θετικές συνέπειες για την συνολική ζήτηση αποτελούν, η αύξηση των κρατικών δαπανών, η αύξηση της προσφοράς χρήματος, η αύξηση της ζήτησης και η μείωση των φορολογικών συντελεστών. Παραδείγματα γεγονότων με αρνητικές συνέπειες για την συνολική προσφορά αγαθών και υπηρεσιών αποτελούν, η αύξηση του κόστους παραγωγής, η καταστροφή και η έλλειψη πρώτων υλών από φυσικές δυνάμεις κ.ά.

Καθώς η οικονομία μιας χώρας περνά διαδοχικά από περιόδους ύφεσης και ανάκαμψης, η δυνατότητα πρόβλεψης της φάσης του οικονομικού κύκλου επιτρέπει την ακριβέστερη πρόβλεψη των μελλοντικών ταμειακών κερδών των επιχειρήσεων ενός κλάδου.

Ειδικότερα, τα κέρδη μιας Μικρής Επιχείρησης εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό τόσο από την γενικότερη μακροοικονομική κατάσταση της χώρας όσο και από την οικονομική κατάσταση μιας περιοχής. Μία οικονομική ύφεση μπορεί να επηρεάσει γενικά την αγοραστική δύναμη των καταναλωτών της χώρας και κατ' επέκταση τα κέρδη μιας μικρής επιχείρησης. Οι μικρές επιχειρήσεις είναι πιο ευάλωτες και τα κέρδη τους ευμετάβλητα, πολύ περισσότερο όταν αναφερόμαστε σε μία μικρή επιχείρηση, που εδρεύει σε μία επαρχιακή πόλη, η οποία έχει περιορισμένη πελατεία και δραστηριότητα. Οι συνέπειες στην συγκεκριμένη περίπτωση μπορεί να είναι μεγαλύτερης έντασης λόγω μεγέθους πόλης και λόγω του μικρού πληθυσμού.

Κλάδος Δραστηριότητας

Δευτερευόντως ο κλάδος δραστηριότητας υπαγορεύει την εξέταση των συνθηκών του κλάδου κάτω από τις οποίες λειτουργεί μία μικρή επιχείρηση. Η εξέταση των συγκεκριμένων συνθηκών θεωρείται σημαντική για την αποτίμηση μιας επιχείρησης. Κάθε κλάδος συνήθως περνά από τις εξής διαδοχικές φάσεις ζωής, έναρξη, παγιοποίηση, ωρίμανση και παρακμή. Κατά την φάση της έναρξης της ζωής ενός κλάδου παρατηρείται αύξηση του ρυθμού πωλήσεων. Κατά την φάση της παγιοποίησης, οι πωλήσεις και τα κέρδη αυξάνονται με ρυθμούς ψηλότερους από τους ρυθμούς ανάπτυξης της οικονομίας. Κατά την φάση της ωρίμανσης, ο ρυθμός αύξησης των πωλήσεων είναι ανάλογος του ρυθμού ανάπτυξης της οικονομίας και ο ανταγωνισμός έχει αυξηθεί με αποτέλεσμα την συμπίεση των κερδών. Κατά την φάση της ωρίμανσης έχει επιτευχθεί συσσώρευση μεγάλων ποσών διαθεσίμων, τα οποία αυξάνουν το αποθεματικό κεφάλαιο της επιχείρησης ή τον πλούτο των επιχειρηματιών (πρόκειται για οικογενειακή επιχείρηση). Τέλος, κατά την φάση της παρακμής επικρατούν ρυθμοί αύξησης των πωλήσεων μικρότεροι του ρυθμού ανάπτυξης της οικονομίας.

Επίσης, ένα άλλο στοιχείο που πρέπει να ληφθεί σοβαρά υπόψη και να αναλυθεί σε έναν κλάδο, είναι ο βαθμός του ανταγωνισμού. Όσο εντονότερος είναι ο ανταγωνισμός, τόσο χαμηλότερα τα κέρδη τα οποία επιτυγχάνει μια επιχείρηση σε έναν κλάδο. Αντίθετα, εάν ο ανταγωνισμός δεν είναι έντονος, τότε οι επιχειρήσεις είναι πιθανό να απολαμβάνουν μεγάλα κέρδη.

Ειδικότερα, στις μικρές επιχειρήσεις, ο κλάδος δραστηριότητας και οι προοπτικές ανάπτυξης του παίζουν σημαντικό ρόλο. Η αγοραστική δύναμη και ο ανταγωνισμός είναι δύο παράγοντες αλληλοεπηρεαζόμενοι. Το μέγεθος και η ανάπτυξη της αγοράς καθώς και ο ανταγωνισμός που αντιμετωπίζει ή θα αντιμετωπίσει μια μικρή επιχείρηση είναι σημαντικοί παράγοντες της αποτίμησης. Όταν προβαίνουμε σε εκτίμηση του ανταγωνισμού σε έναν κλάδο πρέπει να συγκρίνουμε τόσο τον υπαρκτό όσο και τον μελλοντικό ανταγωνισμό. Είναι γνωστό ότι σύμφωνα με την θεωρία των αποτελεσματικών αγορών ένας κλάδος είναι ιδιαίτερα κερδοφόρος μέχρι την στιγμή που θα εμφανιστεί ο ανταγωνισμός, όπου η συμμετοχή άλλων επιχειρήσεων στην παραγωγική διαδικασία θα μειώσει τις πωλήσεις και τα εισοδήματα των επιχειρήσεων.

Ατομικά Χαρακτηριστικά της Επιχείρησης

Μετά την ανάλυση της οικονομίας και του κλάδου που ανήκει η επιχείρηση απαιτείται λεπτομερής ανάλυση των ατομικών χαρακτηριστικών της επιχείρησης. Η ανάλυση αυτή επικεντρώνεται τόσο τα ποσοτικά όσο και τα ποιοτικά χαρακτηριστικά της επιχείρησης. Κατά την διάρκεια της ανάλυσης, θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη ότι υπάρχει μία διαρκής επίδραση και αλληλεξάρτηση των ποσοτικών και των ποιοτικών χαρακτηριστικών της επιχείρησης.

Η ανάλυση των ποσοτικών χαρακτηριστικών αναφέρεται σε λεπτομερή εξέταση όλων των πληροφοριών, που παρέχονται από το λογιστικό σύστημα. Στην πραγματικότητα, οι λογιστικές πληροφορίες αποτελούν την πρώτη ύλη του κάθε αναλυτή, ο οποίος θα πρέπει να έχει βαθιά γνώση του τρόπου που έχουν προετοιμαστεί οι λογιστικές καταστάσεις, των επιλογών που έχουν γίνει από την διοίκηση και των συνεπειών που έχουν οι επιλογές αυτές για το τελικό προϊόν, δηλαδή τις δημοσιευμένες λογιστικές καταστάσεις.

Τα σπουδαιότερα ποιοτικά χαρακτηριστικά μιας επιχείρησης είναι τα ακόλουθα,

- Η ποιότητα της διοίκησης, η οποία αναφέρεται στην ορθότητα των επιλογών της σχετικά με τις επιχειρηματικές δραστηριότητες, που έχουν αναληφθεί, τις επενδύσεις, τους τρόπους χρηματοδότησης της επιχείρησης, την εξέλιξη του προσωπικού της και γενικά την αύξηση της αξίας της επιχείρησης. Η διοίκηση μιας μικρής επιχείρησης διαδραματίζει σημαντικότερο ρόλο καθώς, όπως προαναφέρθηκε, αποτελείται από ένα πρόσωπο ή μία οικογένεια, των οποίων η συμπεριφορά ή οι δραστηριότητες και οι πράξεις καθορίζουν την ομαλή λειτουργία και εξέλιξη της. Η διοίκηση της επιχείρησης πρέπει να διαθέτει την ικανότητα αντίληψης των υφιστάμενων μεταβολών της αγοράς, της κοινωνίας και της ίδιας της επιχείρησης. Η ικανότητα αυτή απαιτείται ιδιαίτερα στις μικρές επιχειρήσεις, όπου η απευθυνόμενη για την πώληση των προϊόντων της αγορά είναι σχετικά περιορισμένη. Η διοίκηση επίσης πρέπει να διακρίνεται για το ήθος της, να χρησιμοποιεί θεμιτά μέσα για την επίτευξη των στόχων και να τηρεί τους νόμους και τους κανόνες που θεσπίζονται από τη χώρα σχετικά με την λειτουργία της. Αναφορικά με τις μικρές επιχειρήσεις, το οποιοδήποτε στοιχείο παρανομίας και ανηθικότητας πράξεων του προσώπου ή της οικογένειας που τις διοικεί γίνονται άμεσα γνωστές στην αγορά λόγω του περιορισμένου χώρου δραστηριότητας της επιχείρησης, όπως για παράδειγμα μία μικρή επιχείρηση σε μία επαρχιακή πόλη. Το γεγονός αυτό έχει επαγωγικά αρνητικές συνέπειες τόσο για τους ίδιους όσο και για τις πωλήσεις της εταιρίας.
- Η ποιότητα των εργασιακών σχέσεων συνίσταται στην επίτευξη αρμονικών σχέσεων μεταξύ εργαζομένων και διοίκησης. Προκειμένου να επιτευχθεί ο στόχος των αρμονικών σχέσεων, η διοίκηση οφείλει να γνωρίζει τις ανάγκες του προσωπικού και να προβαίνει σε αυξήσεις ανάλογες με την αύξηση της παραγωγικότητας. Από την άλλη πλευρά, οι εργαζόμενοι οφείλουν να μην προβάλλουν υπερβολικές απαιτήσεις και αυξημένες αξιώσεις έτσι ώστε να μην μειώνουν την ανταγωνιστικότητα της επιχείρησης και να διακρίνονται για την διαλλακτικότητά τους και την ευκολία προσαρμογής στις μεταβαλλόμενες απαιτήσεις του εργασιακού περιβάλλοντος. Σε μία μικρή επιχείρηση, εξαιτίας

του μικρού αριθμού εργαζομένων πρέπει να επικρατεί υψηλή ποιότητα εργασιακών σχέσεων, ομαδική συνεργασία, συμμετοχή των εργαζομένων στην διαδικασία λήψης αποφάσεων κ.α. Στις μικρές επιχειρήσεις παρατηρείται συχνά το φαινόμενο της σπατάλης και κακοδιαχείρισης και διασκέδασης των κερδών της εταιρίας από το πρόσωπο ή την οικογένεια που την διοικούν προβαίνοντας σε ακριβές αγορές ή επιδιδόμενοι σε προκλητικά υψηλό βιοτικό επίπεδο. Το παραπάνω φαινόμενο αποτελεί «πρόκληση» για τους εργαζομένους της επιχείρησης οι αμοιβές των οποίων κυμαίνονται σε χαμηλά επίπεδα.

- Η ποιότητα των παραγόμενων προϊόντων και των παρεχόμενων υπηρεσιών εξασφαλίζουν την μακροχρόνια εμπιστοσύνη των πελατών σε μία επιχείρηση. Μια μικρή επιχείρηση πρέπει να δίνει ιδιαίτερη έμφαση σε αυτόν τον τομέα καθώς πρέπει να διατηρεί και να αυξάνει μερίδιο αγοράς που της αναλογεί σε ένα περιορισμένο αριθμό πελατών σε μία μικρή αγορά –πόλη.
- Ο αριθμός πελατολογίου που καθορίζει τον επιχειρηματικό κίνδυνο που εξαρχής είναι υψηλός λόγω της περιορισμένης αγοράς.
- Το σύνολο των προμηθευτών της επιχείρησης πρέπει να είναι διευρυμένο έτσι ώστε να μην δημιουργηθεί πρόβλημα στη περίπτωση που κάποιος προμηθευτής διακόψει την λειτουργία της δικής του επιχείρησης αλλά και για να υπάρχει ανταγωνισμός μεταξύ των προμηθευτών.

ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Οι αποδεκτοί μέθοδοι για να αποτιμηθούν μικρές επιχειρήσεις, σύμφωνα με την βιβλιογραφία, περιλαμβάνουν :

- α) την αποτίμηση, που είναι βασισμένη στην καθαρή περιουσιακή θέση της επιχείρησης (asset-based method approach),
- β) την αποτίμηση, που είναι βασισμένη στα εισοδήματα της επιχείρησης – Μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών (income-based method approach),
- γ) την αποτίμηση, που είναι βασισμένη στην συγκριτική αποτίμηση με παρόμοια εταιρία του ίδιου κλάδου - (Market approach method),
- δ) τη φορολογική αποτίμηση

Θεωρητικά, η αξία της επιχείρησης είναι η παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών οφελών όπως, κέρδη, ταμειακές ροές, τα οποία αποδίδονται στον ιδιοκτήτη ή τους ιδιοκτήτες. Οι μέθοδοι αποτίμησης που θα χρησιμοποιηθούν είναι αυτές που εφαρμόζονται και σε εισηγμένες μεγάλες επιχειρήσεις διατηρώντας τις βασικές τους αρχές αλλά μόνο που θα εφαρμοσθούν με κάποιες προσαρμογές στα χαρακτηριστικά των μικρών επιχειρήσεων.

Κρίνεται αναγκαίο να αναφερθεί γιατί αποκλείονται κάποιες άλλες μέθοδοι αποτίμησης που εφαρμόζονται σε εισηγμένες επιχειρήσεις, όπως η «προεξόφληση μερισμάτων». Ένας βασικός λόγος είναι ότι οι μετοχές των μικρών επιχειρήσεων δεν διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αξιών. Πέραν αυτού, στην οικονομική θεωρία αντικειμενικός σκοπός της μεγάλης επιχείρησης εισηγμένης στο Χρηματιστήριο Αξιών είναι να αυξήσει την αξία της επιχείρησης που θα αποτυπωθεί στην αξία της μετοχής και θα πραγματοποιήσει κέρδη διανέμοντας τα στους μετόχους μέσω ετήσιου μερίσματος. Δεδομένου ότι μία μικρή επιχείρηση ανήκει σε ένα φυσικό πρόσωπο ή μια οικογένεια, αντικειμενικός στόχος της επιχείρησης, αφού δεν έχουν μετόχους να τους πιέζουν για την διανομή κερδών, είναι η αύξηση του βιοτικού τους επιπέδου αυτών και των οικογενειών τους με την αγορά και κατανάλωση ακριβών και πολυτελών αγαθών. Γενικότερα, ο στόχος μίας μικρής επιχείρησης αλλά και η επιφανειακή εφαρμογή και έλεγχος τόσο των οικονομικών καταστάσεων όσο και η διοίκηση της επιχείρησης προτρέπει στο συμπέρασμα ότι, η αποτίμηση μιας τέτοιας επιχείρησης με τα συνήθη «υποκειμενικά» προσκομισθέντα στοιχεία πρέπει να γίνεται συχνά και περιοδικά καθώς η αξία της επιχείρησης αλλάζει συνεχώς. Δεν είναι λίγες οι φορές που συναντάται το φαινόμενο μικρές επιχειρήσεις να βλέπουν την αξία τους να μειώνεται χωρίς να δραστηριοποιούνται να την ανακόψουν μέχρι να φτάσουν στο σημείο του financial distress.

Μικρές εταιρίες που παρουσιάζουν κύκλο εργασιών πάνω από €1.000.000,00 και δραστηριοποιούνται υπό την μορφή της Ε.Π.Ε. ή της Α.Ε. είναι υποχρεωμένες να εκδίδουν στο τέλος της χρήσης ισολογισμό και να τηρούν βιβλία Γ' κατηγορίας του Κώδικα Βιβλίων και Στοιχείων (Κ.Β.Σ.), όπου και θα αναλυθούν εκτενέστερα παρακάτω.

Ακολούθως, πρέπει να επισημανθούν δύο σημαντικοί παράγοντες στις μεθόδους αποτίμησης. Αρχικά, πρέπει να χρησιμοποιείται η κατάλληλη τεχνική, που να ταιριάζει στην φύση της κάθε επιχείρησης. Για παράδειγμα, μέθοδοι που χρησιμοποιούν τον ισολογισμό ως εργαλείο αποτίμησης πρέπει να απευθύνονται σε εταιρίες, των οποίων η περιουσία είναι άυλη. Αντίθετα τέτοια μέθοδος δεν θα ήταν κατάλληλη και εφαρμόσιμη για μια επιχείρηση που έχει στην κατοχή της ακίνητα διότι η λογιστική τους αξία αποτυπωμένη στον ισολογισμό θα διέφερε πολύ από την εμπορική τους αξία. Στη συνέχεια, δεν θα πρέπει να περιοριστούμε σε μία μόνο μέθοδο. Η χρήση περισσότερων μεθόδων αποτίμησης θα καταλήξει σε μία κλίμακα αξιών η οποία θα ήταν διαπραγματεύσιμη μεταξύ αγοραστή και πωλητή.

Εξαιτίας των επαρκών διαθέσιμων πληροφοριών, οι αναλυτές πρέπει να επεκτείνουν την έρευνά τους πέραν των οικονομικών στοιχείων της επιχείρησης. Πρέπει να προσδιορίσουν ποιοι παράγοντες δίνουν την ικανότητα στην επιχείρηση να παράγει κέρδη ή απαιτούμενες αποδόσεις στο μέλλον. Έτσι, θα εκτιμήσουν σε βάθος το σύνολο της επιχείρησης. Συνεπώς, μία αποτίμηση περιλαμβάνει δύο βασικά συστατικά :

- Μία εκτίμηση των μελλοντικών οικονομικών οφελών (ομαλοποίηση και σχεδιασμός μελλοντικών ταμειακών ροών).
- Μία εκτίμηση της πιθανότητας ότι τα προβλεπόμενα μελλοντικά οικονομικά οφέλη είναι ρεαλιστικά.

Οι οικονομικές καταστάσεις μιας μικρής επιχείρησης απαιτούν περισσότερες και προσεκτικότερες προσαρμογές κατά την διάρκεια της αποτίμησης. Είναι σημαντικό ο αναλυτής να αναγνωρίζει τις προσαρμογές που πρέπει να γίνουν στον ισολογισμό και να παρατηρεί τον αντίκτυπο των προσαρμογών στα εισοδήματα της επιχείρησης. Τα παραπάνω επιτυγχάνονται από μία σειρά μεθόδων ανάλυσης των ισολογισμών της επιχείρησης :

1. Σύγκριση (Spreading) των ιστορικών οικονομικών στοιχείων.
2. Ομαλοποίηση (Normalizing) των ιστορικών οικονομικών καταστάσεων.
3. Χρηματοοικονομική ανάλυση των ομαλοποιημένων οικονομικών καταστάσεων (Performing ratio analysis).
4. Σύγκριση των ομαλοποιημένων οικονομικών καταστάσεων με άλλες εταιρίες του ίδιου κλάδου δραστηριότητας (Comparison industry).

1. Σύγκριση (spreading) των ιστορικών οικονομικών καταστάσεων

Οι παρελθούσες οικονομικές καταστάσεις μιας επιχείρησης μπορούν να θεωρηθούν το πιο αξιόπιστο στοιχείο για να εκτιμήσουμε την μελλοντική λειτουργία της επιχείρησης. Οικονομικές καταστάσεις ελεγμένες από ορκωτό λογιστή (ή κατώτερο κλιμάκιο στην περίπτωση της μικρής επιχείρησης) προτιμώνται για αξιολόγηση. Πέραν του ότι είναι ελεγμένες από τον ορκωτό λογιστή, θεωρούνται επίσης αξιόπιστες γιατί είναι συνταγμένες σύμφωνα με τον Κ.Β.Σ ή τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα. Βέβαια, ένας αναλυτής μπορεί να βασιστεί στον έλεγχο του ορκωτού

λογιστή και στις παρατηρήσεις του διαμορφώνοντας ανάλογα τις οικονομικές καταστάσεις αλλά αυτό δεν θεωρείται επαρκές. Επειδή, αυτό δεν παρέχει καμία ασφάλεια θα πρέπει ο ίδιος ο αναλυτής να αναζητήσει ιδιομορφίες ή κρυφά σημεία ενός διαμορφωμένου ισολογισμού. Μία ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων των πέντε τελευταίων ετών, γενικά θεωρείται επαρκής χωρίς να αποκλείεται και η ανάλυση περισσότερων ετών. Η σύγκριση των στοιχείων του ισολογισμού και των οικονομικών καταστάσεων ένα προς ένα των τελευταίων ετών επιτρέπει στον αναλυτή να διακρίνει ασυνήθιστα στοιχεία που χρήζουν περαιτέρω ανάλυσης. Ένας από τους αντικειμενικούς σκοπούς αυτής της ανάλυσης είναι να βεβαιωθεί ότι οι παρελθούσες οικονομικές καταστάσεις αντανακλούν αξιόπιστα την πραγματική λειτουργική κατάσταση της επιχείρησης. Σε διαφορετική περίπτωση, οι οικονομικές καταστάσεις πρέπει να προσαρμοσθούν σε κάποια στοιχεία τους αλλάζοντας έτσι την εικόνα της επιχείρησης και παρουσιάζοντας διαφορετικές πληροφορίες για τα μελλοντικά κέρδη, για τα συγκρίσιμα μεγέθη σε σχέση με επιχειρήσεις του ίδιου κλάδου, τον δανεισμό, την κεφαλαιακή διάρθρωση κ.ά.

2. Ομαλοποίηση (Normalizing) των ιστορικών οικονομικών καταστάσεων

Για να διευκολύνουμε την ανάλυση και την ερμηνεία των οικονομικών καταστάσεων, πρέπει αυτές πρώτα να προσαρμοστούν προκειμένου να απεικονίζουν την οικονομική πραγματικότητα της επιχείρησης σε κανονικές (normal) λειτουργικές συνθήκες. Ο αντικειμενικός λόγος που γίνεται αυτό είναι για να παρουσιάζονται οι οικονομικές καταστάσεις σε μια τέτοια βάση δεδομένων και πληροφόρησης συγκρίσιμη με αυτές όμοιων εταιριών του ίδιου κλάδου.

Το "normalizing" γενικά περιέχει τις παρακάτω προσαρμογές:

α) Ασυνήθιστες πράξεις (Unusual items). Ασυνήθιστες πράξεις ή γεγονότα που φέρουν μεγάλο βαθμό αφύσικου γεγονότος το οποίο είναι άσχετο με την συνηθισμένη και τυπική δραστηριότητα της εταιρίας.

β) Μη επανεμφανιζόμενες πράξεις (Nonrecurring items). Πράξεις ή γεγονότα που λογικά δεν θα επανεμφανιστούν στο μέλλον. Εισοδήματα ή έξοδα που δεν είναι συνηθισμένα ή επανεμφανιζόμενα στο μέλλον πρέπει να αφαιρεθούν από τα δεδομένα διότι μπορούν να τροποποιήσουν την μελλοντική κερδοφορία της επιχείρησης. Κέρδη ή ζημιές από την πώληση ακινήτου, ζημιές από μία καταστροφική πλημμύρα, συνταξιοδότηση ενός στελέχους της εταιρίας, έξοδα για μία δίκη.

γ) Μη λειτουργικά έξοδα (Nonoperating items). Για να επιτευχθεί μια πιο ξεκάθαρη εικόνα για την πραγματική λειτουργία της επιχείρησης, ο αναλυτής πρέπει να απομακρύνει μη λειτουργικά περιουσιακά στοιχεία, υποχρεώσεις, έσοδα και έξοδα της επιχείρησης. Στις μικρές επιχειρήσεις οι ιδιοκτήτες καταγράφουν στα έξοδα της επιχείρησης επενδύσεις που αφορούν αγορές για προσωπική τους χρήση και όχι για τις λειτουργικές ανάγκες της επιχείρησης. Παρατηρούνται συχνά επενδύσεις σε ακίνητη περιουσία ή αγορές πολυτελών αυτοκινήτων ή ακριβών έργων τέχνης, έξοδα για προσωπική διασκέδαση (sports, ιδιωτικά αεροπλάνα) των οικογενειών τους κ.ά. Τέτοια στοιχεία δείχνουν

ξεκάθαρα την επιθυμία του ιδιοκτήτη να μειώσει τους φόρους για την επιχείρησή του και να προκαλεί σύγχυση σε ότι αφορά τον διαχωρισμό ανάμεσα στην προσωπική του περιουσία και αυτή της επιχείρησής του.

δ) Αλλαγές στην λογιστική αποτίμηση των εμπορευμάτων. Οι αναλυτές συχνά συναντούν αλλαγές στη λογιστική αποτύπωση των στοιχείων από αυτές που αρχικά είχαν υιοθετηθεί από την εταιρία για να παρουσιάζουν τα οικονομικά δεδομένα. Οι αλλαγές δεν είναι μόνο η πρακτική παρουσίαση ενός στοιχείου αλλά η υιοθέτηση διαφορετικών μεθόδων λογιστικής αποτύπωσης στοιχείων, η οποία επηρεάζει την σύγκριση μιας επιχείρησης με μία άλλη από τον ίδιο κλάδο. Έτσι, ένας αναλυτής πρέπει να αντιληφθεί τέτοιου είδους αλλαγές και να διαμορφώσει αναλόγως τις οικονομικές καταστάσεις. Μερικά τέτοια παραδείγματα είναι η αλλαγή αποτίμησης των εμπορευμάτων από LIFO σε FIFO και αντίστροφα, η αλλαγή μεθόδου αποσβέσεων των περιουσιακών στοιχείων από σταδιακή σε εφάπαξ και αντίστροφα.

ε) Μη συμμόρφωση με τον Κ.Β.Σ. Οι εισηγμένες μεγάλες εταιρίες επιλέγουν την υιοθέτηση λογιστικών εφαρμογών τέτοιων, που να ευχαριστούν τους μετόχους τους παρουσιάζοντας υψηλή κερδοφορία. Όμως, στις μικρές επιχειρήσεις οι ιδιοκτήτες υιοθετούν λογιστικές εφαρμογές τέτοιες που να μειώνουν την κερδοφορία και συνεπώς την φορολόγηση. Αυτό σημαίνει ότι, εάν οι οικονομικές καταστάσεις δεν έχουν ελεγχθεί από ορκωτό λογιστή ή επιθεωρηθεί από κρατικό ελεγκτικό σώμα, η υιοθέτηση των όποιων λογιστικών εφαρμογών από τον ιδιοκτήτη μπορεί να μην είναι σύμφωνη με τον Κ.Β.Σ. Ο αναλυτής πρέπει να κάνει προσαρμογές τέτοιες, ώστε οι οικονομικές καταστάσεις να είναι σύμφωνες με τον Κ.Β.Σ. και τα οικονομικά αποτελέσματα να είναι συγκρίσιμα με αυτά των άλλων επιχειρήσεων του κλάδου. Επίσης, οι προσαρμογές είναι αναγκαίες για να υπολογίσουμε και τις ταμειακές ροές. Συνηθισμένα παραδείγματα μη συμμόρφωσης με τον Κ.Β.Σ. είναι :

- Μη καταγεγραμμένα εισοδήματα
- Ανεπαρκής καταγραφή του δανεισμού
- Λάθη ή μη καταγραφή απαρχαιωμένων εμπορευμάτων καθώς και λανθασμένη αποτίμηση αυτών
- Μέθοδοι αποτίμησης εμπορευμάτων
- Λογιστικά λάθη στις επενδύσεις θυγατρικών εταιριών
- Κεφαλαιοποιήσεις και έξοδα για την ακίνητη περιουσία της επιχείρησης
- Αποσβέσεις
- Λάθη ή μη καταγραφή υποχρεώσεων (μισθοί, προβλέψεις σύνταξης προσωπικού κ.α.)

στ) Μη καταγραφή άυλης περιουσίας – intangible asset

Συχνά στις αποτιμήσεις μικρών επιχειρήσεων δεν καταγράφεται η άυλη περιουσία (Goodwill ή αέρας), όπως το εκτεταμένο πελατολόγιο, φήμη, καλή οργάνωση, η εξειδίκευση στην παραγωγή, της προοπτικής ανάπτυξης στον κλάδο, η έδρα της επιχείρησης, η εμπειρία του ιδιοκτήτη, η αναγνώριση του ιδιοκτήτη, κ.ά. Συχνά οι αναλυτές καταγράφουν μόνο την ακίνητη περιουσία (tangible asset) παραλείποντας την άυλη.

Γενικά στις μικρές επιχειρήσεις οι οικονομικές καταστάσεις χρειάζονται αρκετές προσαρμογές κατά την διάρκεια της αποτίμησης. Αυτό παρατηρείται γιατί η διοίκηση της επιχείρησης ανήκει σε ένα άτομο ή μία οικογένεια, των οποίων κυρίαρχος σκοπός είναι η μείωση των φόρων και η εμφάνιση των προσωπικών τους εξόδων ως έξοδα της επιχείρησης. Μετά τις προσαρμογές πρέπει να εξετάζεται ο αντίκτυπος αυτών τόσο στον ισολογισμό όσο και στα αποτελέσματα χρήσης.

γ) Χρηματοοικονομική ανάλυση των ομαλοποιημένων οικονομικών καταστάσεων (Performing ratio analysis)

Η ανάλυση των χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών είναι το πιο συνηθισμένο εργαλείο της χρηματοοικονομικής ανάλυσης. Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες επιτρέπουν στον αναλυτή να προσδιορίσει και να αναλύσει τη δυναμική και τις αδυναμίες μίας επιχείρησης σε ότι αφορά στη ρευστότητα, στη λειτουργικότητα, στη κερδοφορία, στη μόχλευση, στην ανάπτυξη σε σχέση ή σύγκριση με άλλες εταιρίες του κλάδου ή τα δεδομένα του κάθε κλάδου.

Υπάρχουν δύο τύποι χρηματοοικονομικής ανάλυσης,

- η διαχρονική ανάλυση, δηλαδή η σύγκριση των αριθμοδεικτών από μία συγκεκριμένη χρονική περίοδο, που ξεκινά από το παρελθόν μέχρι σήμερα, αναγνωρίζοντας τάσεις οι οποίες οδηγούν σε βελτίωση ή υποβάθμιση των δεικτών.
- η σύγκριση των αριθμοδεικτών της υποκείμενης εταιρίας με αυτούς άλλων εταιριών ή τα σταθερά δεδομένα του κλάδου. Σημαντικό θεωρείται οι συγκρίσιμες εταιρίες να είναι συναφείς σε μέγεθος, προϊόν, κεφαλαιακή δομή, αγορά κ.ά.

Στις μικρές επιχειρήσεις σημαντικότεροι αριθμοδείκτες θεωρούνται,

- Current ratio (Δείκτης γενικής ρευστότητας). Δείχνει κατά πόσο καλύπτονται οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις από το κυκλοφορούν ενεργητικό.
- Debt/Equity ratio (Δανειακή επιβάρυνση). Δείχνει τη δομή του παθητικού, τη σχέση δηλαδή Υποχρεώσεων-Ιδίων Κεφαλαίων.
- Quick ratio (Ειδική ρευστότητα). Αντίστοιχος με τον δείκτη Γενικής Ρευστότητας. Δεν συμπεριλαμβάνονται τα συνήθως δύσκολα ρευστοποιήσιμα αποθέματα.
- Debtors days (Κυκλοφορία απαιτήσεων). Δείχνει σε πόσες μέρες πληρώνουν οι πελάτες κατά μέσο όρο.
- Creditors days (Ταχύτητα υποχρεώσεων). Ταχύτητα υποχρεώσεων. Δείχνει σε πόσες μέρες πληρώνονται οι προμηθευτές κατά μέσο όρο.
- Inventory days (Κυκλοφορία αποθεμάτων). Δείχνει κάθε πότε ανακυκλώνονται τα αποθέματα μέσα σε ένα οικονομικό έτος.
- Growth of sales (Αύξηση πωλήσεων).
- Gross profit/sales (Μικτό περιθώριο κέρδους). Δείχνει την αποδοτικότητα των πωλήσεων, επάρκεια τιμολογιακής πολιτικής, ανταγωνιστικών προϊόντων.
- Net profit/sales (καθαρό περιθώριο κέρδους). Ομοίως με τον δείκτη Μικτού Περιθωρίου Κέρδους, λαμβάνοντας όμως υπόψη τα καθαρά κέρδη.
- Bank debt/sales (Ανακύκλωση τραπεζικού δανεισμού) Δείχνει την ανακύκλωση του Τραπεζικού Δανεισμού σε σχέση με τις πωλήσεις.

δ) Σύγκριση των ομαλοποιημένων οικονομικών καταστάσεων με άλλες εταιρίες του ίδιου κλάδου δραστηριότητας (Comparison industry)

Η συγκριτική ανάλυση είναι ένα αξιόλογο εργαλείο που εμφανίζει τις διαφορές ανάμεσα στην υποκείμενη εταιρία και τον μέσο όρο του κλάδου. Έτσι προσδιορίζονται τα δυνατά και αδύνατα λειτουργικά σημεία της υποκείμενης εταιρίας με εταιρίες όμοιες με αυτή καθώς και την αποτελεσματικότητα της διοίκησης.

Η συγκριτική ανάλυση πραγματοποιείται με την σύγκριση των χρηματοοικονομικών δεικτών της υποκείμενης εταιρίας σε σχέση με αυτούς του κλάδου, οι οποίοι λαμβάνονται από αξιόπιστη και αποδεκτή πηγή πληροφοριών.

α) ΚΑΘΑΡΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΗ ΘΕΣΗ ΤΗΣ ΜΙΚΡΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Η μέθοδος αυτή εφαρμόζεται σε κάθε περίπτωση παράλληλα με την εφαρμογή άλλων μεθόδων. Σε μερικές περιπτώσεις συναντάται στην βιβλιογραφία η εφαρμογή άλλων μεθόδων χρησιμοποιώντας την καθαρή περιουσιακή θέση της επιχείρησης σαν στοιχείο υπολογισμού.

Σύμφωνα με την μέθοδο της καθαρής περιουσιακής θέσης, **η αξία της επιχείρησης είναι ίση με τα Ιδία Κεφάλαιά της όπως εμφανίζονται στον ισολογισμό της**, δηλαδή εάν από το ενεργητικό αφαιρέσουμε τις υποχρεώσεις του παθητικού. Βέβαια, δεν θα εμφανίζεται σε αυτή τυχόν υπεραξία (Goodwill) της επιχείρησης. Συνηθισμένη μέθοδος αποτίμησης στις μικρές επιχειρήσεις είναι να αποτιμούν κάθε περιουσιακό στοιχείο ξεχωριστά, όπως για παράδειγμα την ακίνητη περιουσία, τις εγκαταστάσεις της επιχείρησης, τα μηχανήματα κ.ά. και προσθέτοντας μετά τις επιμέρους αξίες να καταλήγει στη συνολική αξία.

Οι αναλυτές εφαρμόζουν τρεις βασικές προσεγγίσεις κατά την διαδικασία της αποτίμησης, την λογιστική αξία των στοιχείων, την αξία αντικατάστασης και την αξία υπό εκκαθάριση.

ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ

Ο ισολογισμός των επιχειρήσεων συντάσσεται σύμφωνα με,

- τις κοινά αποδεκτές αρχές της λογιστικής
- τις διατάξεις του εμπορικού νόμου (Ν.2190/1920 περί Ανωνύμων Εταιριών και 3190/1955 περί εταιριών περιορισμένης Ευθύνης)
- τις διατάξεις του φορολογικού νόμου

Όμως, η εφαρμογή των κανόνων αυτών δημιουργεί μια εικόνα της επιχείρησης που απέχει, όχι μόνο από την αξία της, επειδή δεν περιλαμβάνει την υπεραξία της επιχείρησης (Goodwill ή αέρας), αλλά και από την πραγματική περιουσιακή της θέση.

Έτσι , οι ισολογισμοί που είναι σύμφωνοι με τους νόμους διαστρεβλώνουν την πραγματική εικόνα των επιχειρήσεων. Οι σημαντικότεροι λόγοι για τους οποίους υπάρχει αυτή η διάσταση μεταξύ ισολογισμού και πραγματικής περιουσιακής κατάστασης οφείλονται στον τρόπο αποτίμησης στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού, όπως για παράδειγμα,

- ο φορολογικός νόμος υποχρεώνει τις επιχειρήσεις να εμφανίζουν το πάγιο ενεργητικό τους, όπως οικόπεδα, κτίρια, μηχανολογικό εξοπλισμό όχι με την τρέχουσα αγοραία αξία τους αλλά με την αξία που αγοράστηκαν μείον τις αποσβέσεις
- κατά την αποτίμηση των εμπορευμάτων, η αποτίμηση πρέπει να γίνεται στην χαμηλότερη τιμή μεταξύ τιμής κόστους και τρέχουσας τιμής
- άλλα παραδείγματα που σχετίζονται με τις αποσβέσεις των εξόδων ίδρυσης σε 5 έτη
- την μη αναγνώριση προβλέψεων για διαγραφή των επισφαλών απαιτήσεων μέχρι να εξαντληθούν όλα τα νομικά
- την αναπροσαρμογή της αξίας των παγίων που αλλάζει περιοδικά κ.ά.

Κατά συνέπεια των προαναφερόμενων, για να εφαρμόσουμε την μέθοδο της καθαρής θέσης θα πρέπει ή να συντάξουμε εκ νέου τον ισολογισμό ή να διορθώσουμε τα επιμέρους στοιχεία του δημοσιευμένου ισολογισμού και να διορθώσουμε τα ίδια κεφάλαια αντίστοιχα. Σημαντικές θεωρούνται οι παρατηρήσεις των Ορκωτών Ελεγκτών, που βοηθούν στην προσαρμογή των στοιχείων του ισολογισμού.

ΑΞΙΑ ΑΝΤΙΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ

Ως αξία αντικατάστασης θεωρείται η αξία ενός στοιχείου που αποτιμάται σε πραγματικές τιμές και όχι σε ιστορικές αξίες. Για παράδειγμα, τα μηχανήματα μιας επιχείρησης πρέπει να αποτιμηθούν σε τιμές αντικατάστασης, δηλαδή στην τιμή που αυτό το μηχάνημα μπορεί να αποκτηθεί σήμερα από την αγορά μεταχειρισμένο. Αυτό πρέπει να εφαρμόζεται τόσο στα στοιχεία του ενεργητικού, όπως απαιτήσεις της επιχείρησης, αποθέματα, εισπρακτέες μεταχρονολογημένες μετοχές όσο και στο παθητικού.

Σημειώνεται ότι, αυτή η προσέγγιση αγνοεί κάθε υπεραξία (Goodwill) της επιχείρησης που δεν εμφανίζεται στην περιουσία της. Γι' αυτό η μέθοδος είναι εφαρμόσιμη σε περιπτώσεις επιχειρήσεων που δεν έχουν κάποια σημαντική υπεραξία να επιδείξουν.

ΑΞΙΑ ΥΠΟ ΕΚΚΑΘΑΡΙΣΗ

Οι αναλυτές υποστηρίζουν ότι μια επιχείρηση αξίζει λιγότερο όταν λειτουργεί (going-concern value) παρά όταν είναι υπό εκκαθάριση. Αυτό συμβαίνει διότι μια επιχείρηση, που πρόκειται να διακόψει την λειτουργία της ή βρίσκεται υπό εκκαθάριση, υπόκειται στην εφαρμογή ιδιαίτερων κανόνων όπως,

α) Τα πάγια αποτιμώνται σε τιμές ρευστοποίησης που είναι κατώτερες από τις κανονικές τιμές της αγοράς για μεταχειρισμένα πάγια.

- β) Τα εμπορεύματα αποτιμώνται και αυτά σε τιμές μικρότερες της αγοράς.
 γ) Οι απαιτήσεις μειώνονται αρκετά από την ονομαστική τους αξία.

Παράδειγμα αποτίμησης της μικρής επιχείρησης <<ΑΓΡΟ Α.Ε.>> με την μέθοδο της Καθαρής Περιουσιακής Θέσης.

Η εταιρία που θα αποτιμήσουμε ονομάζεται <<ΑΓΡΟ Α.Ε.>>, η οποία δραστηριοποιείται στο χώρο της εισαγωγής και εμπορίας γεωργικών μηχανημάτων. Η ιδιοκτησία της εταιρίας και κατά συνέπεια το μετοχικό της κεφάλαιο βρίσκεται εξ' ολοκλήρου στην κατοχή μίας οικογένειας. Ας υποθέσουμε ότι οι ιδιοκτήτες επιθυμούν την πώληση της εταιρίας.

Η εταιρία έχει συντάξει ήδη τον ισολογισμό της 31/12/2006, ο οποίος παρουσιάζεται ως εξής:

ΑΓΡΟ Α.Ε. **ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ 31ης ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2006 - 20η ΧΡΗΣΗ**

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ				ΠΑΘΗΤΙΚΟ			
ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ			74.496,23	ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ			720.695,50
ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			1.626.378,21	ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ			6.142.242,23
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			5.141.682,01				
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ			6.862.937,73	ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ			6.862.937,73

Ας υποθεθεί ότι, μετά την ολοκλήρωση των ελέγχων των αναλυτών και των Ορκωτών Ελεγκτών προς επιβεβαίωση των υπολοίπων της 31/12/2006 δεν προέκυψαν διαφορές σε ό,τι αφορά στην αξία των αποθεμάτων, τις υποχρεώσεις, τις οφειλές. Όμως, προέκυψαν οι παρακάτω παρατηρήσεις.

Οι παρατηρήσεις των αναλυτών περιορίζεται στο εξής :

- 1) Στην προσαρμογή της αξίας του «Πάγιου Ενεργητικού» στην τρέχουσα Εμπορική του Αξία από €1.626.378,21 σε € 1.726.378,21, δηλαδή €100.000,00.

Οι παρατηρήσεις των Ορκωτών Ελεγκτών περιορίζονται στα εξής :

- 1) Για επισφαλείς και σε καθυστέρηση απαιτήσεις συνολικού ύψους €155 χιλ. που περιλαμβάνονται στους λογαριασμούς «πελάτες» (€108,6 χιλ) και «Επισφαλείς – Επίδοκοι Πελάτες» (€46,4 χιλ), δεν έχει σχηματισθεί σε βάρος των αποτελεσμάτων πρόβλεψη ποσού €120 χιλ. περίπου.
- 2) Η εταιρία δεν έχει σχηματίσει την προβλεπόμενη από τις διατάξεις του άρθρου 42ε παρ. 14 Ν.2190/1920 πρόβλεψη αποζημίωσης του προσωπικού της λόγω εξόδου από την υπηρεσία για συνταξιοδότηση, συνολικού ύψους €65 χιλ. περίπου.

Σύμφωνα με την παρατήρηση των αναλυτών σε ό,τι αφορά στην προσαρμογή της αξίας του «Πάγιου Ενεργητικού», πρέπει το Ενεργητικό να αυξηθεί κατά €100 χιλ και αντίστοιχα τα Ιδία Κεφάλαια κατά το ίδιο ποσό.

Σύμφωνα με την πρώτη παρατήρηση των αναλυτών και Ορκωτών Ελεγκτών, πρέπει να σχηματιστεί στο «ενεργητικό» (αρνητική) πρόβλεψη €120 χιλ. και αντίστοιχα να μειωθούν τα «Ιδία Κεφάλαια» κατά €120 χιλ. Σύμφωνα με την δεύτερη παρατήρηση των Ορκωτών Ελεγκτών, πρέπει να σχηματιστεί θετική πρόβλεψη στις «Υποχρεώσεις» €65 χιλ. και αντίστοιχα να μειωθούν τα «Ιδία Κεφάλαια» κατά €65 χιλ. Ο αναπροσαρμοσμένος ισολογισμός εμφανίζεται ως εξής :

ΑΓΡΟ Α.Ε.
ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ 31ης ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2006 - 20η ΧΡΗΣΗ

<u>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</u>				<u>ΠΑΘΗΤΙΚΟ</u>			
ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ			74.496,23	ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ			720.695,50
				Μείον πρόβλεψη Επισφαλειών			(120.000,00)
				Μείον Πρόβλεψη Αποζ. Προσωπικού			(65.000,00)
				Πλέον τρεχ. Αξία Πάγιου Ενεργητικ.			100.000,00
				Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων			635.695,50
ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			1.626.378,21	ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ			6.142.242,23
Πλέον Τρέχουσα αξία Πάγιου Ενεργητικού			100.000,00	Πλέον Πρόβλεψη Απόζ. Προσωπικού			65.000,00
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			5.141.682,01				
Μείον Πρόβλεψη Επισφαλειών			(120.000,00)				
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ			6.842.937,73	ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ			6.842.937,73

Άρα, από αυτόν τον ισολογισμό η αξία της «ΑΓΡΟ Α.Ε.» στις 31/12/2006, σύμφωνα με την μέθοδο της Καθαρής Περιουσιακής Θέσης της Επιχείρησης και χωρίς να εμφανίζεται τυχόν Goodwill (αέρας), είναι η αξία των Ιδίων της Κεφαλαίων δηλαδή €635.695,50.

β) ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΑ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΑ ΤΗΣ ΜΙΚΡΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ - ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΩΝ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΜΕΝΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Η "Income Approach Method" προκύπτει από την προεξόφληση των ταμειακών μελλοντικών ροών ή κερδών της επιχείρησης και θεωρείται αρκετά σημαντική τόσο στην αποτίμηση μικρών επιχειρήσεων όσο και στην αποτίμηση μεγάλων εισηγμένων επιχειρήσεων. Η ορθή εφαρμογή της μεθόδου απαιτεί πολλούς υπολογισμούς και κατάλληλα προγράμματα. Γι' αυτό, συνήθως, εφαρμόζεται μια απλοποιημένη μορφή της μεθόδου. Σύμφωνα με την μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών ή κερδών, η αξία της επιχείρησης ισούται με την παρούσα αξία των ταμειακών πλεονασμάτων που αναμένεται να πραγματοποιηθούν σε ορισμένο αριθμό ετών (5 έτη κατά την βιβλιογραφία), συν την παρούσα αξία της υπολειμματικής αξίας της επιχείρησης. Η αναγωγή των μελλοντικών πλεονασμάτων στο παρόν γίνεται με ένα συντελεστή, το ύψος του οποίου εξαρτάται από το μέγεθος των κινδύνων που αναλαμβάνει μία μικρή επιχείρηση. Με την προσέγγιση αυτή, μία επιχείρηση παρομοιάζεται με μία ομολογία που για μία σειρά ετών αποφέρει ορισμένο ετήσιο κέρδος και στο τέλος εξαργυρώνεται στην ονομαστική της αξία.

Ωστόσο, κύριο χαρακτηριστικό των μικρών επιχειρήσεων είναι ότι δεν έχουν τόσο αξιόπιστο μελλοντικό σχεδιασμό λόγω έλλειψης οικονομικής πείρας ή εξειδίκευσης και λόγω των μη αξιόπιστων ή υποβαθμισμένης ποιότητας οικονομικών καταστάσεων. Έτσι, όταν χρησιμοποιούνται μελλοντικά κέρδη, θα πρέπει ο αναλυτής να ελέγξει εάν τα κέρδη που έχουν προβλεφθεί αποτελούν πραγματικότητα και είναι ένας εφικτός στόχος ή είναι κέρδη τα οποία ο ιδιοκτήτης της εταιρίας προσδοκά. Εάν η εταιρεία έχει επιτύχει τα τελευταία χρόνια (πέντε κατά την βιβλιογραφία) τους στόχους της τότε ο μελλοντικός σχεδιασμός μπορεί να θεωρηθεί σε μεγάλο ποσοστό αξιόπιστος. Από εμπειρικά δεδομένα οι περισσότερες μικρές επιχειρήσεις έχουν μικρή ή καθόλου εμπειρία στην σύνταξη μελλοντικού σχεδιασμού / προϋπολογισμού εργασιών και περεταίρω στον σχεδιασμό κερδών.

Η εξίσωση που μας δίνει την αξία της επιχείρησης είναι :

$$\text{Value} = \sum \frac{CF}{1+r}$$

Όπου Σ = το σύνολο των ταμειακών ροών

CF = τα αναμενόμενα κέρδη την χρονική περίοδο t

r = το επιτόκιο προεξόφλησης

Η εξίσωση δηλώνει ότι η αξία της επιχείρησης είναι η παρούσα αξία όλων των μελλοντικών εισοδημάτων ή ροών. Ωστόσο απαιτείται αρκετή ανάλυση και λήψη αρκετών αποφάσεων για να καταλήξει κάποιος σε αυτήν την εξίσωση και στον υπολογισμό της αξίας. Η βιβλιογραφία συστήνει τρεις τεχνικές,

1. The Discount Cash Flow

Σε αυτή την τεχνική αποτίμησης οι μελλοντικές ταμειακές ροές δεν θεωρούνται σταθερές και έτσι ο αναλυτής πρέπει να αναπτύξει μια προσδοκώμενη / «pro forma» οικονομική κατάσταση από τις πληροφορίες που θα του δοθούν και στην συνέχεια να προεξοφλήσει τις ταμειακές ροές κάθε περιόδου ξεχωριστά. Το ερώτημα που τίθεται είναι για πόσες μελλοντικές περιόδους πρέπει να προβλεφθούν οι ταμειακές ροές (;) Η απάντηση εξαρτάται από την σταθερότητα των εισοδημάτων και την βιωσιμότητα του κλάδου. Σύμφωνα με εμπειρικά αποτελέσματα, οι περισσότεροι αναλυτές χρησιμοποιούν πενταετείς προβλέψεις. Αυτό είναι αποδεκτό, αφού όσο μία πρόβλεψη εκτείνεται σε μεγάλο χρονικό διάστημα τόσο η αξιοπιστία της πρόβλεψης μειώνεται. Βέβαια η επιχείρηση συνεχίζει να έχει αξία και μετά την πενταετία η οποία καλείται «Τερματική Αξία» (Terminal Value). Για τον υπολογισμό της Τερματικής Αξίας θα θεωρήσουμε την ταμειακή ροή του τελευταίου χρόνου ως αξία στο διηνεκές, που πρέπει να κεφαλαιοποιηθεί και να προεξοφληθεί εμφανιζόμενη σε παρούσα σημερινή αξία.

$$\text{Value} = \frac{CF_1}{(1+r)} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \frac{CF_4}{(1+r)^4} + \frac{CF_5}{(1+r)^5} + [CF_5 * \frac{(1+g)}{(r-g)} * \frac{1}{(1+r)^5}]$$

2. The capitalization Technique

Στην περίπτωση που οι αναμενόμενες μελλοντικές ταμειακές ροές μιας επιχείρησης είναι σταθερές (annuity) μπορεί να χρησιμοποιηθεί η παρακάτω εξίσωση :

$$\text{Market Value} = \text{Annual Cash Flow} / \text{Required Yield}$$

Η απαιτούμενη απόδοση (Required Yield) μπορεί να προσδιοριστεί από την απόδοση κερδών παρόμοιων επιχειρήσεων.

Για παράδειγμα, ας θεωρηθεί ότι αποτιμούμε μία μικρή επιχείρηση με ετήσιες ταμειακές ροές, οι οποίες υπολογίστηκαν σε €90.000,00, και ότι οι αποδόσεις παρόμοιων εταιριών ανέρχονται σε 30% περίπου. Άρα η αξία της επιχείρησης διαμορφώνεται ως εξής :

$$\text{Market Value} = €90.000,00 / 30\% = €300.000,00$$

Μία αδυναμία αυτής της τεχνικής – μεθόδου είναι ότι αγνοεί την ανάπτυξη των επιχειρήσεων και επομένως είναι προτιμότερο να εφαρμόζεται σε ώριμες επιχειρήσεις. Επίσης θεωρεί ότι τα μελλοντικά κέρδη είναι συνεχή (perpetuity).

3. The perpetual – Growth Technique

Στις επιχειρήσεις όπου υπάρχουν στοιχεία, ότι ο ρυθμός ανάπτυξης των κερδών είναι πιθανό να είναι σταθερός στο μέλλον, η τεχνική του perpetual – growth model

μπορεί να χρησιμοποιηθεί στην διαδικασία προεξόφλησης. Το μοντέλο είναι η παρακάτω εξίσωση:

$$V = \frac{CF_1}{r-g}$$

Όπου CF_1 = η ταμειακή ροή στο τέλος της πρώτης περιόδου.

r = το κατάλληλο επιτόκιο προεξόφλησης.

g = το προβλεπόμενο επιτόκιο σταθερής ανάπτυξης.

Αυτή η τεχνική – μοντέλο θεωρεί ότι θα υπάρχει σταθερή ανάπτυξη για πάντα. Εάν αυτή η υπόθεση δεν είναι σχετική, τότε η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών είναι πιο ακριβής και θεωρείται καταλληλότερη για την αποτίμηση της επιχείρησης.

ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗ ΤΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΣΤΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΗΣ ΜΙΚΡΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Το πρώτο βήμα στη μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών είναι να υπολογίσουμε τις αναμενόμενες / «pro forma» μελλοντικές ταμειακές ροές για κάθε περίοδο. Το πιο δύσκολο σημείο κατά τη διάρκεια της αποτίμησης σχετίζεται με την προσαρμογή των ταμειακών ροών, έτσι ώστε να απεικονίζουν την πραγματική οικονομική κατάσταση της επιχείρησης. Ειδικά στην περίπτωση των μικρών επιχειρήσεων τα δημοσιευμένα κέρδη πρέπει να τροποποιηθούν πριν χρησιμοποιηθούν στην αποτίμηση, για τους παρακάτω λόγους :

- 1 Μισθός του ιδιοκτήτη
- 2 Πρόσθετα οφέλη που πληρώνονται στον ιδιοκτήτη
- 3 Μισθοί που πληρώνονται σε συγγενείς του ιδιοκτήτη
- 4 Οικονομικά έξοδα που δε θα υπήρχαν υπό τη διοίκηση άλλου ιδιοκτήτη
- 5 Μη καταγεγραμμένα κέρδη

1. Μισθός του ιδιοκτήτη

Στην περίπτωση των μικρών επιχειρήσεων ο ιδιοκτήτης μπορεί να λαμβάνει μισθό αντί μερίσματος. Αυτό συμβαίνει κυρίως για φορολογικούς λόγους που αφορούν τόσο στον ίδιο τον ιδιοκτήτη όσο και στην επιχείρηση. Ο μισθός του ιδιοκτήτη θεωρείται έξοδο για την επιχείρηση και αυτό κατά συνέπεια μειώνει τα προς φορολόγηση κέρδη.

Όταν επέλθει η προσαρμογή της κατάστασης εισοδημάτων, ο μισθός του ιδιοκτήτη πρέπει να προσαρμοστεί σε ένα λογικό ποσό. Στην περίπτωση των μικρών επιχειρήσεων ο ιδιοκτήτης μπορεί να λαμβάνει όποιο μισθό επιθυμεί. Σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία, αυτός πρέπει να κυμαίνεται στο 3% επί των πωλήσεων.

2. Πρόσθετα οφέλη που πληρώνονται στον ιδιοκτήτη

Η προσαρμογή των εισοδημάτων πρέπει να λαμβάνει υπόψη της οποιαδήποτε πρόσθετα οφέλη προς τον ιδιοκτήτη. Παραδείγματα τέτοιων οφελών αναφέρονται στη χρησιμοποίηση των αυτοκινήτων της εταιρίας για προσωπική χρήση/ψυχαγωγία, στη πληρωμή καυσίμων, γευμάτων, ταξιδιών και στη προσωπική χρηματοδότηση που παρέχεται από την εταιρία (δάνειο από την εταιρία).

Εάν υπάρχει κάποιο από τα παραπάνω οφέλη αυτό πρέπει να αφαιρεθεί από τα έξοδα της επιχείρησης έτσι ώστε να δημιουργηθεί μια πραγματική εικόνα των οικονομικών καταστάσεων της επιχείρησης.

3. Μισθοί που πληρώνονται σε συγγενείς του ιδιοκτήτη

Όταν στη μικρή επιχείρηση εργάζονται συγγενείς του ιδιοκτήτη είναι πιθανή η οικονομική κατάχρηση. Συνήθως η κατάχρηση παρατηρείται ως υπέρογκη αμοιβή σε σχέση με τη συνεισφορά στην παραγωγή. Επειδή αυτό παρατηρείται αρκετά συχνά η αμοιβή προς το συγγενικό πρόσωπο πρέπει να προσαρμοστεί, έτσι ώστε να απεικονίζει την κατάσταση της αγοράς.

4. Οικονομικά έξοδα που δε θα υπήρχαν υπό τη διοίκηση άλλου ιδιοκτήτη

Συχνά ο μελλοντικός αγοραστής μιας μικρής επιχείρησης θεωρεί, ότι η υπάρχουσα κατάσταση των εξόδων είναι λανθασμένη. Ο αναλυτής πρέπει να προσδιορίσει ποιά έξοδα θεωρούνται φυσιολογικά για την αγορά. Στην περίπτωση που η παρούσα κατάσταση των εξόδων δε θεωρείται φυσιολογική πρέπει να γίνουν προσαρμογές. Επιπρόσθετα, πρέπει να ληφθεί υπόψη ποιά από τα παρόντα έξοδα συμφωνούν με τις επιθυμίες του καινούργιου αγοραστή.

5. Μη καταγεγραμμένα κέρδη

Αρκετές μικρές επιχειρήσεις δεν καταγράφουν όλα τους τα εισοδήματα στοχεύοντας στην πληρωμή λιγότερων φόρων. Επειδή η συγκεκριμένη πράξη δεν παραβλέπεται πρέπει να γίνει μια επιπλέον προσαρμογή. Εισοδήματα που δεν καταγράφονται συνήθως αποκαλύπτονται από τον πωλητή της επιχείρησης, ο οποίος από την αρχή υποστηρίζει ότι οι δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις υποτιμούν την πραγματική οικονομική θέση της επιχείρησης. Η εγκυρότητα των καταστάσεων είναι δυνατόν να ελεγχθεί συγκρίνοντας τα προϊόντα που αγοράστηκαν με αυτά που πουλήθηκαν. Όμως και πάλι θεωρείται δύσκολο να εξακριβωθεί ποιά εισοδήματα δεν καταγράφηκαν.

Στην περίπτωση της ανάλυσης και αποτίμησης μιας μικρής επιχείρησης οι παραπάνω παράγοντες πρέπει να ληφθούν σοβαρά υπόψη έτσι ώστε να πραγματοποιηθούν οι ανάλογες προσαρμογές των ταμειακών ροών της επιχείρησης τα τελευταία πέντε έτη. Αυτό θα βοηθήσει στον όσο το δυνατό ακριβέστερο υπολογισμό των μελλοντικών ταμειακών ροών και την επακόλουθη προεξόφλησή τους και τον ακριβέστερο προσδιορισμό της αξίας της μικρής επιχείρησης.

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΣΤΙΣ ΜΙΚΡΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ

Σύμφωνα με την διεθνή βιβλιογραφία το επιτόκιο προεξόφλησης των ταμειακών ροών (Discount Rate) για τις Μικρές Επιχειρήσεις κυμαίνεται μεταξύ του 30% έως 50%. Αυτό το επιτόκιο δεν είναι υψηλό εάν ληφθεί υπόψη ο κίνδυνος και η έλλειψη ρευστότητας μίας μικρής επιχείρησης. Έρευνες έδειξαν ότι η απαιτούμενη απόδοση κεφαλαίου (Return On Equity) μιας Μικρής Επιχείρησης είναι περίπου 30% έως 40% υψηλότερη από τις εισηγμένες επιχειρήσεις του κλάδου με την μικρότερη κεφαλαιοποίηση.

Για να επιλεγεί ένα επιτόκιο προεξόφλησης πρέπει να εξεταστεί ο κίνδυνος της επιχείρησης, ο κίνδυνος του κλάδου, το προϊόν που παράγει, ο ανταγωνισμός κ.ά. Όσο οι κίνδυνοι αυξάνονται τόσο αυξάνεται και το επιτόκιο προεξόφλησης. Για την λύση αυτού του σύνθετου προβλήματος, συχνά, ο αναλυτής αναρωτιέται τι απόδοση θα ήθελε ένας ιδιοκτήτης μίας μικρής επιχείρησης να κερδίσει από την επένδυσή του αυτή αναλαμβάνοντας τον ανάλογο κίνδυνο. Το επιτόκιο προεξόφλησης που θα χρησιμοποιηθεί πρέπει να αντικατοπτρίζει την λογική απαιτούμενη απόδοση της μικρής επιχείρησης.

Το μέσο επιτόκιο προεξόφλησης των ταμειακών ροών στην Ελλάδα για εισηγμένες εταιρίες του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών με την μικρότερη κεφαλαιοποίηση του δείκτη FTSE 80, υπολογίστηκε περίπου 11%. Σε αυτό το επιτόκιο πρέπει να προσθέσουμε ένα Premium κινδύνου για τις Μικρές Επιχειρήσεις ίσο με 30% έως 40%, όπως προαναφέρθηκε παραπάνω, έτσι ώστε να απεικονίζεται ο επιπλέον κίνδυνος και η έλλειψη ρευστότητας που χαρακτηρίζει τις μικρές επιχειρήσεις. Έτσι το επιτόκιο προεξόφλησης των ταμειακών ροών διαμορφώνεται στο 15% περίπου.

Το επιτόκιο προεξόφλησης πρέπει να προσαρμόζεται ανάλογα τόσο για τον κίνδυνο του κλάδου που δραστηριοποιείται η επιχείρηση, όσο και για τον ειδικό κίνδυνο της επιχείρησης λαμβάνοντας υπόψη τους παρακάτω παράγοντες,

Κίνδυνος Κλάδου :

- Υγεία κλάδου
- Ανάπτυξη κλάδου
- Ανταγωνισμός κλάδου
- Τεχνολογική βελτίωση κλάδου

Ειδικός κίνδυνος επιχείρησης :

- Μέγεθος εταιρίας
- Φήμη του ιδιοκτήτη
- Ρυθμός αύξησης πωλήσεων
- Ανταγωνισμός
- Τεχνολογικές βελτιώσεις
- Αριθμός πελατολογίου

***ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1 ΚΑΙ ΣΥΝΗΜΜΕΝΟ ΦΥΛΛΟ EXCEL**

Ο ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ ΩΣ ΜΕΤΡΟ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΚΑΙ ΜΕΤΡΟ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ ΤΟΥ ΠΡΟΞΟΦΛΗΤΙΚΟΥ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ

Για τον υπολογισμό των ταμειακών ροών / πλεονασμάτων μπορούν να δοκιμαστούν, όπως προαναφέρθηκε, πολλά διαφορετικά σενάρια εσόδων εξόδων και το καθένα από αυτά να οδηγήσει σε διαφορετικό υπολογισμό αξίας για την επιχείρηση. Στις μικρές επιχειρήσεις, όπου δεν συναντάται συχνά η σύνταξη μελλοντικού σχεδιασμού, υπάρχει μια πρακτική και εύκολη προσέγγιση στο πρόβλημα της εύρεσης των μελλοντικών ταμειακών ροών. Αυτή είναι η κατασκευή τριών διαφορετικών σεναρίων, ένα αισιόδοξο, ένα λογικό / πιθανότερο και ένα απαισιόδοξο.

Αν για παράδειγμα εφαρμόσουμε το παραπάνω σε μία μικρή επιχείρηση και υποθέσουμε ότι,

1. το αισιόδοξο σενάριο έχει πιθανότητα 0,3 και πλεόνασμα €100.000,00
2. το λογικό / πιθανότερο σενάριο έχει πιθανότητα 0,5 και πλεόνασμα €70.000,00
3. το απαισιόδοξο σενάριο έχει πιθανότητα 0,2 και πλεόνασμα €40.000,00,

μπορούν να παρασταθούν τα πιθανά κέρδη της επιχείρησης με κατανομή πιθανοτήτων και να μετρηθεί η διασπορά των κερδών.

Ένα μέτρο διασποράς είναι η μέση απόκλιση του τετραγώνου (σ). Η μέση απόκλιση του τετραγώνου είναι (σ) η τετραγωνική ρίζα της διακύμανσης σ^2 , που ορίζεται ως εξής :

$$\sigma^2 = \sum P(X - \bar{X})^2$$

όπου \bar{X} είναι η μέση τιμή της κατανομής
P είναι η πιθανότητα πραγματοποίησης της τιμής X

Σύμφωνα με το προηγούμενο παράδειγμα για τα ετήσια κέρδη μιας μικρής επιχείρησης και τις προβλέψεις που γίνανε, σημειώνεται :

	Πιθανό κέρδος	Πιθανότητα επίτευξης
Αισιόδοξη πρόβλεψη	€100.000,00	0,3
Λογική / πιθανότερη πρόβλεψη	€70.000,00	0,5
Απαισιόδοξη πρόβλεψη	€40.000,00	0,2

Η μέση αναμενόμενη απόδοση είναι ο σταθμικός μέσος όρος των κερδών

$$\bar{X} = (100.000 * 0,3) + (70.000 * 0,5) + (40.000 * 0,2) = 73.000$$

Η διακύμανση της κατανομής είναι :

$$\sigma^2 = 0,3 (100.000 - 73.000)^2 + 0,5 (70.000 - 73.000)^2 + 0,2 (40.000 - 73.000)^2 = 441.000.000$$

Και η μέση απόκλιση τετραγώνου :

$$\sigma = \sqrt{\sigma^2} = 21.000$$

Στη συνέχεια εισάγουμε ένα μέτρο διασποράς τέτοιο που να λαμβάνει υπόψη του το μέγεθος της επιχείρησης. Αυτό το μέτρο είναι ο συντελεστής μεταβλητότητας και ορίζεται ως εξής :

$CV = \frac{\sigma}{\bar{X}}$, δηλαδή ο κίνδυνος των κερδών ανά μονάδα αναμενόμενης απόδοσης. Όσο πιο μικρός ο συντελεστής μεταβλητότητας τόσο καλύτερα.

Άρα στο παραπάνω παράδειγμα ο συντελεστής μεταβλητότητας είναι :

$$CV = \frac{21.000}{73.000} = 0,28$$

Στην πραγματικότητα δεν υπάρχει ένας μαθηματικός τύπος που να εκφράζει το προεξοφλητικό επιτόκιο συναρτήσει του συντελεστή μεταβλητότητας. Ο αναλυτής θα πρέπει να αποτιμήσει την αξία μιας επιχείρησης υπολογίζοντας το προεξοφλητικό επιτόκιο από τον συντελεστή μεταβλητότητας και αξιολογώντας την εμπειρία του. Αφετηρία των υπολογισμών αποτελεί η εξίσωση :

Προεξοφλητικό επιτόκιο = R_f χωρίς κίνδυνο + R risk ασφάλιστρο κινδύνου

Όπου, R_f είναι η απόδοση μιας επένδυσης χωρίς κίνδυνο

R risk είναι η αναγκαία αύξηση του προεξοφλητικού επιτοκίου, ώστε να ενσωματώνει τους κινδύνους της μικρής επιχείρησης.

*Όλα τα παραπάνω αριθμητικά στοιχεία είναι υποθετικά χάριν παραδείγματος.

Παράδειγμα Αποτίμησης της μικρής επιχείρησης «ΑΓΡΟ Α.Ε.» με την μέθοδο των Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών (The Discount Cash Flow)

Αρχικά, όπως προαναφέραμε βάσει της θεωρίας, πρέπει να προβούμε σε μία ανάλυση της παρούσας οικονομικής κατάστασης της Ευρωζώνης και ειδικά της Ελλάδας, τον κλάδο δραστηριότητας της υποκείμενης μικρής επιχείρησης και τα ειδικά χαρακτηριστικά της.

Η Οικονομία τόσο της Ευρωζώνης όσο και της Ελλάδας βρίσκονται σε φάση άνθησης. Η συνολική ζήτηση αγαθών και υπηρεσιών είναι μεγάλη με συνέπεια την εμφάνιση πληθωριστικών πιέσεων. Η πλειονότητα των επιχειρήσεων παρουσιάζουν κέρδη στο 1^ο εξάμηνο του 2007 αυξάνοντας την κερδοφορία τους, ενώ τα επιτόκια αυξάνονται συγκρατώντας την ανάπτυξη και τον πληθωρισμό.

Ο κλάδος του εμπορίου, στον οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση «ΑΓΡΟ Α.Ε.», και σύμφωνα με τον δείκτη εμπιστοσύνης του IOBE, παρουσιάζει ανοδικές τάσεις. Στον συγκεκριμένο τομέα της εμπορίας γεωργικών μηχανημάτων υπάρχει έντονος ανταγωνισμός καθώς έχουν εγκατασταθεί στην χώρα μας και μεγάλες εταιρίες από την Ευρώπη.

Τα ειδικά χαρακτηριστικά της υποκείμενης επιχείρησης είναι ότι διοικείται από μία οικογένεια από ενάρξεως της, έχει 20 χρόνια παρουσίας στην Ελληνική αγορά με συνέπεια η επιχείρηση να είναι επώνυμη και γνωστή, θεωρείται ένας από τους βασικούς εμπόρους γεωργικών μηχανημάτων στην Ελλάδα, διατηρεί πελατολόγιο σε όλη την επικράτεια και οι πωλήσεις της αυξάνουν με σταθερό ρυθμό.

Κατά την θεωρητική μας ανάλυση επικεντρωθήκαμε στις προσαρμογές που απαιτούνται κατά την ανάλυση και αποτίμηση μιας μικρής επιχείρησης σε ότι αφορά στους μισθούς του ιδιοκτήτη και των συγγενικών του προσώπων, τα πρόσθετα οφέλη που τους παρέχονται με έξοδα της επιχείρησης, τα δάνεια που λαμβάνουν από την επιχείρηση κ.ά. Για τις ανάγκες της αποτίμησης και τον υπολογισμό των μελλοντικών ταμειακών ροών θα υποθέσουμε ότι δεν απαιτείται καμία προσαρμογή λόγω έλλειψης προσβασιμότητας στα συγκεκριμένα στοιχεία της επιχείρησης.

Ο υπολογισμός των μελλοντικών ταμειακών ροών της υποκείμενης επιχείρησης έγινε με την μέθοδο του Μέσου Όρου (Simple Average Method). Σύμφωνα με αυτή την μέθοδο, ο αναλυτής χρησιμοποιεί το μέσο όρο των στοιχείων των Αποτελεσμάτων Χρήσεως και των οικονομικών στοιχείων του ισολογισμού των τελευταίων 5 ετών της επιχείρησης.

Έτσι, οι μελλοντικές ταμειακές ροές της «ΑΓΡΟ Α.Ε.» για την επόμενη πενταετία υπολογίστηκαν ως εξής:

ΕΤΟΣ	ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ
2007	€-15.506,81
2008	€7.576,85
2009	€82.618,84
2010	€190.094,89
2011	€478.603,21

Άρα, σύμφωνα με τον τύπο υπολογισμού της αξίας της επιχείρησης με την μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών :

$$\text{Value} = \frac{CF_1}{(1+r)} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \frac{CF_4}{(1+r)^4} + \frac{CF_5}{(1+r)^5} + [CF_5 * \frac{(1+g)}{(r-g)} * \frac{1}{(1+r)^5}]$$

$$\begin{aligned} \text{Αξία επιχείρησης} &= -13484,2+5729,18+54323,22+108687,4+237950,4+2.249.713,00 \\ &= \text{€ } 2.642.919,00 \end{aligned}$$

Άρα η αξία της επιχείρησης σύμφωνα με την μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών είναι €2.642.919,00

***ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 2 ΚΑΙ ΣΥΝΗΜΜΕΝΟ ΦΥΛΛΟ EXCEL**

γ) ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕ ΠΑΡΟΜΟΙΑ ΕΤΑΙΡΙΑ ΤΟΥ ΙΔΙΟΥ ΚΛΑΔΟΥ (MARKET APPROACH METHOD)

Για την εφαρμογή αυτής της μεθόδου απαιτείται από τον αναλυτή να αναζητήσει διαθέσιμες πηγές πληροφόρησης για παρόμοιες επενδύσεις που έγιναν κατά το παρελθόν. Στην πραγματικότητα, ιδιαίτερα στις μικρές επιχειρήσεις, η ανεύρεση επαρκών και αξιόπιστων πληροφοριών είναι δυσχερής. Οι αναλυτές χρησιμοποιούν τρεις μεθόδους:

α) Μέθοδος της επιχείρησης οδηγού (Guideline Public Company Method)

Μία εισηγμένη μικρή εταιρία θα μπορούσε να αποτελεί ικανοποιητική βάση για σύγκριση των χαρακτηριστικών της με αυτά της υποκείμενης επιχείρησης. Ως οδηγός αποτίμησης θα ήταν ιδανικός εάν δραστηριοποιούνταν στον ίδιο κλάδο. Στην περίπτωση που αυτό δεν συμβαίνει, θεωρείται αναγκαίο να αναζητηθεί επιχείρηση που δραστηριοποιείται σε συγγενικό κλάδο με αυτόν της υποκείμενης επιχείρησης με παρόμοια επενδυτικά χαρακτηριστικά, όπως αγορά, προϊόντα, ανάπτυξη καθώς και μέγεθος, κεφαλαιακή δομή, πωλήσεις, κέρδη. Ο αναλυτής πρέπει να έχει μεγάλη εμπειρία για να κρίνει ποια εταιρία έχει αρκετές ομοιότητες με την υποκείμενη εταιρία, για να την χρησιμοποιήσει ως οδηγό.

β) Μέθοδος των συγχωνεύσεων ή εξαγορών (Guideline Company Transactions Method)

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές σε ένα κλάδο μπορεί να δώσουν μία εικόνα σε ό,τι αφορά στην αξία των μετοχών της μικρής επιχείρησης, της οποίας η αποτίμηση επιχειρείται. Στην πραγματικότητα η ανεύρεση αξιόπιστων στοιχείων για τους περισσότερους κλάδους είναι δύσκολα προσβάσιμη. Συνήθως, οι πληροφορίες από τέτοιες πράξεις στον κλάδο των μικρών επιχειρήσεων θεωρούνται ατελείς για να χρησιμοποιηθούν στους υπολογισμούς για την αποτίμηση. Παρόλα αυτά, στην περίπτωση που διαθέτονται αξιόπιστες πληροφορίες, θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν στο τέλος της αποτίμησης για έλεγχο - σύγκριση της αξίας της υποκείμενης εταιρίας.

γ) Μία από τις καλύτερες μεθόδους στην Market Approach Method είναι η ανάλυση τυχόν πρόσφατων πράξεων στις μετοχές της υποκείμενης εταιρίας. Εάν έχουν σημειωθεί τέτοιες πράξεις, η αγοραία αξία των τιμών των μετοχών μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως ένα βασικό στοιχείο για τον προσδιορισμό μιας δίκαιης αγοραίας αξίας.

δ) ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ

Όπως είναι γνωστό οι μικρές επιχειρήσεις δεν είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Έτσι θα επιχειρηθεί μια φορολογική αποτίμηση, δηλαδή θα προσδιοριστεί η πραγματική αξία της μετοχής μιας Ανώνυμης Εταιρίας μη εισηγμένης στο ΧΑΑ. Ο προσδιορισμός της πραγματικής αξίας των μετοχών των μη εισηγμένων στο ΧΑΑ καθορίζεται από την απόφαση του Υπ. Οικονομικών 1030366/πολ. 1053/2003 και βρίσκεται ως ακολούθως :

ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΗ ΑΞΙΑ ΑΝΩΝΥΜΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ ΜΗ ΕΙΣΗΓΜΕΝΗΣ ΣΤΟ ΧΑΑ

1. Τα ίδια κεφάλαια της εταιρίας που εμφανίζονται στον τελευταίο πριν από τη μεταβίβαση επίσημο ισολογισμό και οι αυξομειώσεις τους που έλαβαν χώρα μέχρι και την προηγούμενη ημέρα της μεταβίβασης, προσαυξάνονται με την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων των πέντε (5) τελευταίων διαχειριστικών περιόδων πριν από την μεταβίβαση. Στο αποτέλεσμα που προκύπτει, προστίθεται και η υφιστάμενη διαφορά μεταξύ της αξίας των ακινήτων της εταιρίας, όπως αυτή προσδιορίζεται κατά τον χρόνο της μεταβίβασης στη φορολογία μεταβίβασης ακινήτων και της εμφανιζόμενης στα βιβλία αξίας κτήσης αυτών, αν η δεύτερη είναι μικρότερη της πρώτης. Το ποσό που προκύπτει σύμφωνα με τα πιο πάνω, διαιρούμενο δια του αριθμού των υφιστάμενων κατά τον χρόνο μεταβίβασης μετοχών, αντιπροσωπεύει την ελάχιστη πραγματική αξία της κάθε μετοχής, η οποία πολλαπλασιαζόμενη στη συνέχεια με τον αριθμό των μεταβιβαζόμενων μετοχών αποτελεί την κατώτατη πραγματική αξία των τελευταίων.

2. Ως απόδοση ιδίων κεφαλαίων λαμβάνεται ο λόγος του μέσου όρου των ολικών αποτελεσμάτων εκμετάλλευσης (προ φόρων) των πέντε τελευταίων ισολογισμών πριν από την μεταβίβαση και του μέσου όρου των ιδίων κεφαλαίων της αυτής χρονικής περιόδου. Σε περίπτωση που υπάρχουν λιγότεροι των πέντε ισολογισμών, λαμβάνονται υπόψη οι μέσοι όροι των ολικών αποτελεσμάτων εκμετάλλευσης και των ιδίων κεφαλαίων των ισολογισμών αυτών. Αν το άθροισμα αυτών των ολικών αποτελεσμάτων της επιχείρησης της οποίας πωλούνται οι μετοχές είναι αρνητικό, τότε δε λαμβάνεται υπόψη καμία απόδοση.

3. Όταν η επιχείρηση της οποίας μεταβιβάζονται οι μετοχές έχει προέλθει από μετατροπή ή συγχώνευση άλλων ανώνυμων εταιρειών ή λοιπών επιχειρήσεων και έχει καταρτίσει λιγότερο από τρεις (3) ισολογισμούς πριν από την μεταβίβαση των μετοχών της, τότε για τον υπολογισμό του μέσου όρου των ολικών αποτελεσμάτων εκμετάλλευσης και των ιδίων κεφαλαίων της λαμβάνονται υπόψη τα ολικά αποτελέσματα εκμετάλλευσης και τα ίδια κεφάλαια όσων ισολογισμών αυτής υπάρχουν, καθώς και τα αποτελέσματα και τα ίδια κεφάλαια όσων από τους τελευταίους ισολογισμούς των επιχειρήσεων που έχουν μετασχηματισθεί και τηρούσαν βιβλία τρίτης (Γ') κατηγορίας του Κώδικα Βιβλίων και Στοιχείων απαιτούνται, ώστε στο επίπεδο της επιχείρησης να συγκεντρωθούν τρεις ισολογισμοί.

4. Σε περίπτωση που από το συμβολαιογραφικό έγγραφο ή ιδιωτικό συμφωνητικό προκύπτει ως πραγματική αξία μεταβίβασης μετοχών μεγαλύτερη αυτής που

προκύπτει σύμφωνα με τις παραπάνω παραγράφους, λαμβάνεται υπόψη η συμφωνηθείσα.

- Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (α) = Μ.Ο Ολικών Αποτελεσμάτων Εκμετάλλευσης πενταετίας / Μ.Ο πενταετίας Ιδίων κεφαλαίων

- Πραγματική αξία μετοχής :

$$\frac{(\text{Ιδια Κεφαλαια} + \text{Ιδια Κεφαλαια} * \alpha + \text{Διαφορα Αξιας Ακινήτων})}{\text{ΑριθμοΜετοχων}}$$

Παράδειγμα προσδιορισμού πραγματικής αξίας μετοχής της μικρής επιχείρησης «ΑΓΡΟ Α.Ε.»

Σύμφωνα με τα δεδομένα των δημοσιευμένων οικονομικών καταστάσεων των τελευταίων πέντε ετών της υποκείμενης εταιρίας, προκύπτουν τα εξής :

Οικονομικές Καταστάσεις	Ολικά Αποτελέσματα Εκμετάλλευσης	Ίδια Κεφάλαια
31/12/2006	93.548,30	720.695,50
31/12/2005	3.254,93	673.730,15
31/12/2004	88.477,94	422.008,07
31/12/2003	50.370,77	428.900,00
31/12/2002	108.454,63	419.201,23
Σύνολα	344.106,57	2.664.534,95
Μέσος Όρος	68.821,31	532.906,99

$$\text{- Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων} = \frac{68.821,31}{532.906,99} = 0,12 = \alpha$$

- Πραγματική Αξία κάθε μετοχής =

$$720.695,50 + \frac{(720.695,50 * 0,12)}{18.588} = \frac{807.178,96}{18.588} = \text{€}43,42$$

(Διαφορά αξίας ακινήτων δεν συμπεριλήφθηκε στους υπολογισμούς καθώς η αγορά των ακινήτων της επιχείρησης έγινε κατά το έτος 2005 και δεν υπάρχει διαφορά στην αντικειμενική αξία σήμερα)

Άρα η Πραγματική Αξία της «ΑΓΡΟ Α.Ε.» είναι €43,42 * 18.588 = 807.090,96

Η υπεραξία (Goodwill ή αέρας) της 'ΑΓΡΟ Α.Ε.' είναι τα Ίδια Κεφάλαια της 31/12/2006 πολλαπλασιασμένα με τον συντελεστή α (Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων κατά την τελευταία πενταετία) δηλαδή,

$$720.695,50 * 0,12 = 86.483,46$$

Η συνολική Αξία της επιχείρησης, δηλαδή πραγματική αξία μετοχών πλέον Goodwill, ανέρχεται σε €893.574,42.

ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΗ ΑΞΙΑ Ε.Π.Ε.

Στις μικρές επιχειρήσεις συχνά συναντάτε σαν μορφή εταιρίας η Εταιρία Περιορισμένης Ευθύνης. Σύμφωνα με την απόφαση του Υπουργού Οικονομικών 1030366/πολ. 1053/2003 το ελάχιστο ποσό υπεραξίας προκύπτει ως εξής :

Υπεραξία = Ελάχιστη αξία μεταβίβασης – Κόστος κτήσεως

Η ελάχιστη αξία μεταβίβασης θεωρείται το τίμημα πώλησεως κάτω από το οποίο, κατά την φορολογική νομοθεσία, δεν μπορεί να πωληθεί μία επιχείρηση. Προσδιορίζεται από το άθροισμα της α) **άυλης αξίας και β) της καθαρής θέσης της επιχείρησης** πλέον το υπερτίμημα που προκύπτει από την μεταβίβαση παγίων στοιχείων απαραίτητων για την λειτουργία της. Στην περίπτωση αυτή οι διατάξεις του άρθρου 7 του Ν.Δ 1160/1981 εφαρμόζεται μόνο για τον προσδιορισμό της ελάχιστης αξίας μεταβίβασης. Εάν από το συμβολαιογραφικό έγγραφο ή το ιδιωτικό συμφωνητικό, με το οποίο μεταβιβάζεται η επιχείρησή τα εταιρικά μερίδια προκύπτει αξία μεταβίβασης μεγαλύτερη της άνω ελάχιστης αξίας πώλησης ως αξία πώλησης λαμβάνεται η συμφωνηθείσα μεγαλύτερη αξία.

α) Άυλη αξία επιχείρησης Ε.Π.Ε. που διατηρεί βιβλία Γ' κατηγορίας

Άυλη αξία της επιχείρησης είναι η ικανότητα της επιχείρησης να παράγει κέρδη λόγω φήμης, πελατείας, πίστωσης στην αγορά, ικανότητας του προσωπικού, οργάνωσης, εξειδίκευσης και άλλων θετικών στοιχείων τα οποία συμβάλλουν στη δημιουργία κερδών.

Σύμφωνα με την απόφαση του Υπ. Οικονομικών 1030366/πολ. 1053/2003, η άυλη αξία προσδιορίζεται στο ποσό που προκύπτει εάν από το **μέσο όρο των εισοδημάτων της τελευταίας πενταετίας** που αφορούν την επιχειρηματική δραστηριότητα, δηλαδή τα οργανικά αποτελέσματα, αφαιρέσουμε τους **τόκους των ιδίων κεφαλαίων** και το υπόλοιπο που απομένει πολλαπλασιασθεί αρχικά με τον **συντελεστή αναπροσαρμογής** από την οικία ράντα και ακολούθως με τον **συντελεστή παλαιότητας** της επιχείρησης.

1. Τα ολικά αποτελέσματα. Στις περιπτώσεις των επιχειρήσεων που τηρούν βιβλία Γ' κατηγορίας (Ε.Π.Ε), λαμβάνεται ο μέσος όρος των ολικών αποτελεσμάτων εκμετάλλευσης των πέντε τελευταίων ετών πριν από την μεταβίβαση όπως αυτά προκύπτουν από τους οικείους λογαριασμούς αποτελεσμάτων χρήσεως που συνοδεύουν τους αντίστοιχους ισολογισμούς. Στην περίπτωση που τα έτη λειτουργία είναι λιγότερα από πέντε λαμβάνονται υπόψη τα έτη αυτά.

2. Τόκοι ιδίων κεφαλαίων. Οι τόκο των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης, υπολογίζεται με βάση το μέσο όρο των Εντόκων Γραμματίων του Ελληνικού Δημοσίου ετήσιας διάρκειας που εκδόθηκαν τον Δεκέμβριο του έτους που προηγείται της μεταβίβασης.

Βάσει των αρχών λογιστικής επιστήμης τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης(καθαρή θέση) προκύπτουν εάν από το ενεργητικό (πάγια, αποθέματα, απαιτήσεις) αφαιρέσουμε το σύνολο των υποχρεώσεων.

3. Συντελεστής αναπροσαρμογής. Σύμφωνα με την απόφαση του Υπ Οικονομίας και Οικονομικών πολ. 1003/8-01-2007, ο συντελεστής αναπροσαρμογής από την οικεία ράντα είναι 4,5. Επομένως το υπόλοιπο που απομένει, εάν από το μέσο όρο των δηλωθέντων αποτελεσμάτων της τελευταίας πενταετίας αφαιρέσουμε τους τόκους των ιδίων κεφαλαίων, πολλαπλασιάζουμε με το συντελεστή 4,5

Ράντα $\alpha + R \cdot X \cdot (1 - u^n) / i$

α = η άυλη αξία της επιχείρησης όπως περιγράφηκε παραπάνω

R = το ποσό που αναπροσαρμόζεται και αναφέρεται στο υπερκέρδος της επιχείρησης

n = πενταετίες μελλοντικό χρονικό διάστημα που προσδοκάτε το υπερκέρδος

$u^n = 1 / (1+i)$, η παρούσα αξία του κεφαλαίου

i = το επιτόκιο των Ε.Γ.Ε.Δ. ετήσιας διάρκειας

4. Συντελεστής παλαιότητας. Το γινόμενο που προκύπτει από τον άνω πολλαπλασιασμό με τον συντελεστή αναπροσαρμογής, στην συνέχεια, πολλαπλασιάζετε με τους ακόλουθους ποσοστιαίους συντελεστές ανάλογα με τα έτη λειτουργίας της επιχείρησης και το γινόμενο αυτού του πολλαπλασιασμού είναι η ελάχιστη άυλη αξία της επιχείρησης.

Έτη λειτουργίας της επιχείρησης	Επιχειρήσεις με βιβλία Β' και Γ' κατηγορίας Κ.Β.Σ.
Από 3 έως 5 έτη	10%
Από 5 έως 10 έτη	20%
Από 10 έως 15 έτη	30%
Άνω των 15 ετών	40%

β) Καθαρή Θέση Επιχείρησης (Ε.Π.Ε.) που τηρεί Γ' κατηγορίας βιβλία

Καθαρή θέση επιχειρήσεων που τηρούν Γ' κατηγορίας του Κ.Β.Σ. Στις Ε.Π.Ε. που τηρούν Γ' κατηγορίας βιβλία του Κ.Β.Σ. η καθαρή θέση προκύπτει από τον ισολογισμό όπου στο παθητικό αυτού, η καθαρή θέση εμφανίζεται με τον τίτλο << Σύνολο ιδίων κεφαλαίων >> Στο σύνολο των ιδίων κεφαλαίων (καθαρή θέση της επιχείρησης), όπως αυτό εμφανίζεται στο παθητικό του τελευταίου πριν από την μεταβίβαση ισολογισμού, προστίθεται η υφιστάμενη διαφορά μεταξύ της αξία των ακινήτων, όπως αυτή προσδιορίζεται κατά τον χρόνο μεταβίβασης στη φορολογία μεταβίβασης ακινήτων και της εμφανιζόμενης στα βιβλία αξίας κτήσης αυτών, αν η δεύτερη είναι μικρότερη της πρώτης

γ) Κόστος Αποκτήσεως

6. Κόστος απόκτησεως επιχειρήσεων που τηρούν Γ' κατηγορίας βιβλία Κ.Β.Σ. Ως κόστος απόκτησης των μεταβιβαζόμενων μεριδίων λαμβάνεται αυτό που έχει καταχωρηθεί στα βιβλία της επιχείρησης ανεξάρτητα από τον χρόνο απόκτησής τους (Υπ Οικονομικών 1066328/2003) π.χ. κόστος απόκτησης Ε.Π.Ε. που τηρεί Γ' κατηγορίας βιβλία με εταιρικό κεφάλαιο €30.000,00, είναι το εταιρικό κεφάλαιο των €30.000,00 που έχει καταχωρηθεί στα βιβλία της.

Υποθετικό παράδειγμα Φορολογικής Αποτίμησης Ε.Π.Ε.

Ισολογισμός 31.12.2006					
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			ΠΑΘΗΤΙΚΟ		
	Αξία Κτήσεως	Αποσβέσεις	Αναπόσβεστο υπόλοιπο	Ιδία Κεφάλαια:	
Γήπεδο	10.000	0	10.000	Εταιρικό Κεφάλαιο	18.000
Κτίριο	90.000	72.000	18.000	Αποθεματικά	12.000
Σύνολο	100.000	72.000	28.000	Σύνολο	30.000
Λοιπά			72.000	Υποχρεώσεις	70.000
Σύνολο Ενεργητικού			100.000	Σύνολο Παθητικού	100.000

Αποτελέσματα Χρήσεως 2006

Κύκλος Εργασιών	500.000
Κόστος Πωληθέντων	-370.000
Μικτό Κέρδος	130.000
Έξοδα Διοικήσεως	40.000
Έξοδα Διαθέσεως	20.000
Ολικά Αποτελέσματα	70.000
Ανόργανα Αποτελέσμ.	10.000
Αποτελέσματα Χρήσ.	80.000

Προσδιορισμός της άυλης Αξία της επιχείρησης

Ολικά αποτελέσματα εκμεταλλεύσεως τελευταίας 5ετίας

2006	70.000
2005	35.000
2004	30.000
2003	20.000
2002	15.000
	<u>170.000</u>

Μέσος Όρος 5 ετών (170.000/5)	34.000
Μείον Τόκοι Ιδίων Κεφαλαίων (30.000*3,53%)	-1059
	<u>32.941</u>
Υπόλοιπο επί τον Συντελεστή Αναπροσαρμογής (32.941*4,5) πλέον: Προσαύξηση κατά 20% με βάση τα έτη	148.234,50
Λειτουργίας της επιχείρησης	29.646,90
Σύνολο άυλης αξίας	177.881,40
πλέον Καθαρή θέση Ισολογισμού 31.12.2006	30.000
πλέον: Διαφορά Αξίας ακινήτου (Αντικειμενική Αξία-Αξία Κτήσεως ακινήτου €150.000-€100.000)	50.000
Ελάχιστη Αξία μεταβίβασης επιχείρησης	257.881,40
μείον: Κόστος Αποκτήσεως (καθαρή θέση)	-30.000
Υπεραξία Εταιρίας	<u>227.881,40</u>

***Το επιτόκιο Ε.Γ.Ε.Δ. ετήσιας διάρκειας είναι 3,53%. Ο συντελεστής προσαρμογής από την οικεία ράντα είναι 4,5. Τα υπόλοιπα στοιχεία της οικονομικής κατάστασης είναι υποθετικά**

Άρα από την παραπάνω ανάλυση προκύπτει ότι η Αξία της «ΑΓΡΟ Α.Ε.» είναι €257.881,40 και ότι η υπεραξία (Goodwill) είναι €227.881,40.

ΥΠΕΡΑΞΙΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ Ή GOODWILL

Κατά την πώληση της επιχείρησης, σχεδόν σε όλες τις περιπτώσεις, καταβάλλεται τίμημα πωλήσεως μεγαλύτερο της πραγματικής αξίας της επιχείρησης. Η θετική αυτή διαφορά ονομάζεται <<υπεραξία επιχείρησης>> (ή Goodwill ή αέρας).

Το Goodwill αναφέρεται στην αξία που η επιχείρηση έχει ως σύνολο πραγμάτων, δικαιωμάτων, άυλων αγαθών ή άλλων πραγματικών καταστάσεων (πελατεία, φήμη, πίστη στις συναλλαγές), που έχουν οργανωθεί σε οικονομική ενότητα, από την οποία μπορεί να ωφεληθεί όποιος ασκεί την διοίκηση της επιχείρησης.

Επομένως, όταν πωλείται μια επιχείρηση, ο πωλών επιχειρηματίας υπολογίζει το τίμημα πωλήσεως με βάση τα εξής στοιχεία :

α) Την πραγματική αξία των πωλούμενων επιμέρους περιουσιακών στοιχείων (ενσώματων και ασώματων, αποθεμάτων, απαιτήσεων, συμμετοχών, χρεογράφων, και διαθεσίμων μείον την αξία των υποχρεώσεων). Η πραγματική αξία των επιμέρους περιουσιακών στοιχείων απεικονίζει την αξία με την οποία αυτά μεταβιβάζονται κατά τις συναλλαγές και εκτιμάται από ανεξάρτητους εκτιμητές π.χ. εμπειρογνώμονες της επιτροπής του άρθρου 9 του Ν.2190/1920. Επομένως, εάν ένα μηχανήματα στα βιβλία της επιχείρησης έχει αξία κτήσεως €1.000,00, αποσβέσεις μέχρι την ημερομηνία πώλησης €600,00 και αναπόσβεστο υπόλοιπο €400,00 (€1.000,00 - €600,00) και η πραγματική αξία στις συναλλαγές του άνω μηχανήματος είναι €700,00, τότε η επιχείρηση αναπροσαρμόζει το αναπόσβεστο υπόλοιπο από €400,00 σε €700,00 αυξάνοντας συγχρόνως κατά €300,00 και τα κεφάλαιά της. Δηλαδή κατά την πώληση μιας επιχείρησης, τα επιμέρους περιουσιακά στοιχεία δεν πωλούνται στις λογιστικές αξίες αλλά στις τρέχουσες πραγματικές.

β) την αξία της ωφέλειας την οποία η επιχείρηση παράγει. Η ωφέλεια αυτή ονομάζεται υπεραξία της επιχείρησης. Η υπεραξία της επιχείρησης στηρίζεται στην εκτίμηση για την ικανότητα της επιχείρησης να πραγματοποιεί υψηλά κέρδη. Η εκτίμηση για τα υψηλά κέρδη βασίζεται σε πραγματικές καταστάσεις όπως πελατεία καλής φήμης, της μεγάλης πίστεως στην αγορά, της καλής οργανώσεως, της ιδιαίτερης εξειδίκευσης στην παραγωγή των αγαθών, της καλής προοπτική και ανάπτυξης του κλάδου στον οποίο ανήκει, των εξαιρετικών πλεονεκτημάτων της θέσεως όπου είναι εγκατεστημένη, της υψηλής στάθμης των στελεχών που απασχολεί και της αποτελεσματικότητας του διοικητικού της μηχανισμού.

Η αξία της ωφέλειας ή υπεραξίας της επιχειρήσεως αποτιμάται από τον φορολογικό νόμο ως η αξία των εκτιμώμενων κερδών μέχρι τις πέντε επόμενες χρήσεις (άρθρο 13, Ν.2238/1994 και απόφαση Υπ. Οικονομικών 1030366/πολ. 1053/2003).

Επίσης, βάσει της Ελληνικής νομοθεσίας η αγορασθείσα υπεραξία της επιχείρησης αποτελεί άθλο περιουσιακό στοιχείο, το οποίο αποσβένεται το αργότερα εντός πέντε ετών (Ε.Γ.Λ.Σ. παρ.2.2.110 περ. 3 και άρθρο 43, παρ.4β, Ν.2190/1920).

Από τα παραπάνω προκύπτει ότι ο βασικός χρόνος εκτίμησης των μελλοντικών κερδών είναι τα πέντε επόμενα της μεταβίβασης έτη εκτός εάν βάσει πραγματικών και αξιόπιστων στοιχείων δικαιολογείται διαφορετική χρονική πρόβλεψη.

Ο υποψήφιος αγοραστής, πρόκειται να αγοράσει δύο περιουσιακά στοιχεία της πωλούμενης επιχείρησης, τα βέβαια, όπως αυτά απεικονίζονται στις πρόσφατες οικονομικές καταστάσεις που ο πωλητής έχει συντάξει, και τα εκτιμώμενα μελλοντικά κέρδη.

Τα βέβαια περιουσιακά στοιχεία επαληθεύονται μετά από έλεγχο Ορκωτών Ελεγκτών, καθώς και από έγγραφες εκθέσεις νομικών και φορολογικών συμβούλων. Εάν για παράδειγμα, μέχρι την ημερομηνία μεταβίβασης της επιχείρησης, αυτή δεν έχει ελεγχθεί τις τελευταίες χρήσεις από τις φορολογικές αρχές με αποτέλεσμα μία πρόβλεψη για την ενδεχόμενη αυτή υποχρέωση προς το Δημόσιο να είναι επιβεβλημένη, οι άνω οικονομικές καταστάσεις αναμορφώνονται με αύξηση των ενδεχόμενων υποχρεώσεων (προβλέψεις) και με ισόποση μείωση των ιδίων κεφαλαίων της πωλούμενης επιχείρησης.

Τα εκτιμώμενα περιουσιακά στοιχεία βασίζονται σε απολογιστικά και προϋπολογιστικά στοιχεία της επιχείρησης. Τα απολογιστικά στοιχεία προκύπτουν από τα αποτελέσματα χρήσεων των τελευταίων πριν την μεταβίβαση χρήσεων. Τα προϋπολογιστικά στοιχεία βασίζονται σε εκτιμήσεις της διοίκησης της πωλούμενης επιχείρησης.

Στην περίπτωση που η αποτίμηση της περιουσίας της επιχείρησης έχει γίνει από την επιτροπή του άρθρου 9 του κωδ. Ν. 2190/1920, η εκτίμηση της επιτροπής αυτής είναι δεσμευτική (Υπ. Οικονομικών 1039171/πολ 1180/1994, Ν.Σ.Κ. 152/1994).

Πραγματικό αναλυτικό παράδειγμα αποτίμησης του Goodwill μιας Ανώνυμης επιχείρησης μη εισηγμένης στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και μίας Ε.Π.Ε. αναλύεται παραπάνω στις σελίδες 28 και 31 αντίστοιχα.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ

Η αξία της μικρής επιχείρησης «ΑΓΡΟ Α.Ε.», σύμφωνα με την χρήση των μεθόδων που κρίθηκαν κατάλληλες για την αποτίμηση της, προσδιορίστηκε ως εξής,

- α) με την μέθοδο της Καθαρής Περιουσιακής Θέσης €635.695,50.
- β) με τη μέθοδο των Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών (κερδών) σε €2.642.919,00.
- γ) η φορολογική αξία της επιχείρησης μαζί με το Goodwill (ή αέρα) €893.574,42

Σημειώνεται ότι, η αποτίμηση της μικρής επιχείρησης «ΑΓΡΟ Α.Ε.» με τις παραπάνω μεθόδους πραγματοποιήθηκε μόνο με την χρήση και ανάλυση των τελευταίων πέντε ισολογισμών της επιχείρησης.

Η οικονομική επιστήμη έχει αναπτύξει διάφορους μεθόδους αποτίμησης των επιχειρήσεων. Στην παρούσα εργασία χρησιμοποιήθηκαν οι μέθοδοι που συστήνονται από την διεθνή βιβλιογραφία για την αποτίμηση μικρών επιχειρήσεων (καθαρής θέσης και προεξοφλημένων ταμειακών ροών και συγκριτική μέθοδο), ενώ η τέταρτη μέθοδος της φορολογικής αποτίμησης θεωρείται καινοτόμος.

Μια επιχείρηση έχει στην κατοχή της διάφορα στοιχεία ενεργητικού, κτίρια, εξοπλισμό, εμπορεύματα, διαθέσιμα. Εφόσον η επιχείρηση λειτουργεί και πραγματοποιεί κέρδη, η αξία της είναι μεγαλύτερη από το άθροισμα της αξίας των επιμέρους στοιχείων που έχει στην κατοχή της. Υπάρχουν επιχειρήσεις που έχουν σχετικά μικρή περιουσία και παρ' όλα αυτά μεγάλη αξία.

Είναι φανερό ότι η περιουσία μιας επιχείρησης δεν εκφράζει την αξία της. Η αξία μιας επιχείρησης πρέπει να λαμβάνει υπόψη τα κέρδη της, τόσο των παρελθόντων ετών όσο και τα αναμενόμενα. Τα κέρδη μιας επιχείρησης είναι το μέτρο για την φήμη της, την πελατεία της, την οργάνωση της και τα άλλα στοιχεία του ενεργητικού της που δεν περιλαμβάνονται στην περιουσία τους, όπως αυτή απεικονίζεται στα λογιστικά βιβλία.

Όλες οι μέθοδοι που έχουν αναπτυχθεί από την Οικονομική Επιστήμη δεν είναι το ίδιο κατάλληλες για όλες τις περιπτώσεις. Η μέθοδος της καθαρής περιουσιακής θέσης είναι κατάλληλη για εταιρίες που έχουν διακόψει την λειτουργία τους ή πραγματοποιούν ζημιές. Η μέθοδοι που βασίζονται στα κέρδη (παρελθόντων ετών ή αναμενόμενων) είναι εφαρμόσιμες σε επιχειρήσεις που συνεχίζουν την δραστηριότητάς τους (going concern) και για επιχειρήσεις με αυξανόμενα κέρδη.

Σήμερα στην πράξη χρησιμοποιείται όλο και περισσότερο η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών καθώς α) αναγνωρίζει ότι μεγαλύτερη αξία έχουν τα αναμενόμενα κέρδη παρά τα κέρδη του παρελθόντος β) λαμβάνει υπόψη της την φορολογία γ) λαμβάνει υπόψη της τις δαπάνες που απαιτούνται για να παραμείνει ανταγωνιστική η επιχείρηση.

Ανεξάρτητα με το ποια μέθοδος είναι περισσότερη κατάλληλη για την αποτίμηση μιας συγκεκριμένης επιχείρησης είναι σκόπιμο να εφαρμόζονται τουλάχιστον δύο και να συγκρίνονται τα αποτελέσματά τους. Με τον παραπάνω τρόπο μπορεί να εκτιμηθεί καλύτερα το δυναμικό μιας επιχείρησης και να προσδιοριστεί η αξία της.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1 – ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ ΠΡΟΞΕΟΦΛΗΣΗΣ ΤΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

ΤΥΠΟΣ ΠΡΟΞΕΟΦΛΗΣΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΚΑΙ TERMINAL VALUE ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕ ΤΗΝ ΜΙΚΡΟΤΕΡΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗ ΤΟΥ FTSE 80 ΤΟΥ ΧΑΑ

$$CF1/(1+r)+CF2/(1+r)^2+((CF2(1+g))/(r-g)*(1/(1+r)^2))$$

ΤΟ g = 4% (ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ 2005)

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ Μ.Ο. DISCOUNT RATE 2005 ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕ ΤΗΝ ΜΙΚΡΟΤΕΡΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗ ΑΠΟ ΤΟ FTSE 80 (ΛΙΒΑΝ-ΚΑΡΤΖ-ΕΛΤΟΝ-ΜΟΤΟ-ΜΟΥΖΚ-ΚΡΙ-ΒΥΤΕ)

14%+6%+11%+14%+7%+12%+11%

M.O. = 0,107142857

ΑΡΑ DISCOUNT RATE ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ 10,7%

* ΣΥΝΗΜΜΕΝΟ ΦΥΛΛΟ EXCEL

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 2 – ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ « ΑΓΡΟ Α.Ε.»

ΙΣΤΟΡΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ						
	2002	2003	2004	2005	2006	Average
Πωλήσεις	-	-5,21%	15,18%	-1,06%	20,08%	7,25%
Κόστος πωληθέντων/πωλήσεις	73,12%	73,25%	73,88%	73,69%	74,29%	73,65%
Άλλα έσοδα εκμ/σεως	-	-22,30%	-16,65%	40,55%	-69,36%	
Άλλα έσοδα εκμ/σεως						13.115,54
Σύνολο εξόδων	-	-0,49%	9,06%	5,89%	0,66%	
Έξοδα διοικ. Λειτουργ.	-	-6,48%	20,33%	-1,77%	7,29%	
Έξοδα διαθέσεως	-	1,81%	5,08%	8,98%	-1,75%	
Συν. Εξόδων/πωλήσεις	20,07%	21,07%	19,95%	21,35%	17,90%	20,07%
Πιστωτικοί τόκοι/διαθέσιμα	0,00%	16,20%	58,05%	57,26%	10,77%	28,46%
Πιστωτικοί τόκοι	-	-	120,36%	102,97%	-30,81%	64,17%
Διαθέσιμα	-	38,26%	-38,48%	105,75%	267,68%	186,72%
Πιστωτικοί τόκοι						7.350,47
Χρεωστικοί τόκοι	-	-1,56%	11,24%	17,55%	38,91%	
Χρεωστικοί τόκοι/δάνεια	11,72%	10,43%	9,21%	6,64%	8,22%	9,24%
Δάνεια	-	10,62%	25,90%	63,15%	12,16%	10,00%
Έκτακτα αποτ/τα						7.036,35
Έκτακτα αποτ/τα	-	115,98%	-105,84%	243,28%	306,37%	139,95%
Αποσβέσεις						49.874,78
Φόρος	40,03%	45,78%	38,37%	71,93%	29,00%	45,02%

	FUTURE INCOME STATEMENTS				
	2007	2008	2009	2010	2011
Πωλήσεις	5.928.756,76	6.358.390,33	6.819.157,74	7.313.315,15	7.843.282,19
Κόστος πωληθέντων	<u>4.366.257,70</u>	<u>4.682.663,13</u>	<u>5.021.997,22</u>	<u>5.385.921,51</u>	<u>5.776.217,95</u>
Μικτά αποτ/τα	1.562.499,06	1.675.727,19	1.797.160,52	1.927.393,64	2.067.064,24
Άλλα έσοδα εκμ/σεως	<u>13.115,54</u>	<u>13.115,54</u>	<u>13.115,54</u>	<u>13.115,54</u>	<u>13.115,54</u>
Σύνολο	1.575.614,60	1.688.842,73	1.810.276,06	1.940.509,18	2.080.179,78
Σύνολο εξόδων	<u>1.189.813,60</u>	<u>1.276.034,69</u>	<u>1.368.503,88</u>	<u>1.467.673,95</u>	<u>1.574.030,48</u>
Μικτά αποτ/τα	385.801,00	412.808,04	441.772,18	472.835,23	506.149,30
Πιστωτικοί τόκοι	7.350,47	7.350,47	7.350,47	7.350,47	7.350,47
Χρεωστικοί τόκοι	<u>437.087,32</u>	<u>480.796,05</u>	<u>528.875,65</u>	<u>581.763,22</u>	<u>639.939,54</u>
Ολικά αποτ/τα	-43.935,84	-60.637,53	-79.753,00	-101.577,52	-126.439,77
Έκτακτα αποτ/τα	<u>28.429,04</u>	<u>68.214,39</u>	<u>163.677,81</u>	<u>392.738,63</u>	<u>942.361,29</u>
Οργανικά & έκτακτα αποτ/τα	-15.506,81	7.576,85	83.924,80	291.161,11	815.921,52
Αποσβέσεις	<u>83.020,00</u>	<u>83.020,00</u>	<u>81.024,00</u>	<u>66.674,00</u>	<u>66.674,00</u>
Κέρδη προ φόρων	-98.526,81	-75.443,15	2.900,80	224.487,11	749.247,52
Φόρος εισοδήματος	<u>0,00</u>	<u>0,00</u>	<u>1.305,97</u>	<u>101.066,22</u>	<u>337.318,31</u>
Καθαρά κέρδη	-98.526,81	-75.443,15	1.594,84	123.420,89	411.929,21
Net Cash Flows	-15.506,81	7.576,85	82.618,84	190.094,89	478.603,21

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. James R. Hitchner, 2003, «Financial Valuation – Applications and Models» , Published by John Wiley & Sons
2. Jerome S. Osteryoung, Derek L. Newman, Leslie G. Davies, 2001, « Small Firm Finance – An entrepreneurial Analysis », Published by South Western / Thomson Learning
3. Α. Σφαρνάς, « Αποτίμηση Επιχειρήσεων »
4. Γεώργιος Στ. Αληφαντής, « Λογιστικές Εργασίες Τέλους Χρήσεως », Εκδόσεις Παμισός, Αθήνα 2005
5. Γεώργιος Στ. Αληφαντής, « Η Λογιστική της Υπεραξίας της Επιχείρησης »
6. Δημήτριος Χ. Γκίκας, « Η Ανάλυση και οι Χρήσεις των Λογιστικών Καταστάσεων », Εκδόσεις Γ. Μπένου, Αθήνα 2002
7. Lippitt, JW., and N.J. Mastracchio, Jr. 1993. Valuing a small business: Discounted cash flow, earnings capitalization, and the cost of replacing capital assets. *Journal of small Business Management* (july): 52-61
8. Finley, Lawrence K., and Charles T Hays, "Small Business Valuation for the potential Buyer" presented at the United States Association for small Business and Entrepreneurship meetings, Boston, MA, 1988
9. Desmont, Glenn, and John Marcello, Handbook of small Business Valuation Formulas, Valuation Press, Inc., Los Angeles, CA, 1987
10. Lawrence D Lewis, Gonzaga University, « The use of Accounting Data in Small Business Valuation
11. Robert J. Barbato, Daniel D Yessoni, California State University, « An Empirical Investigation of the Use Of Alternate Valuation Techniques for Privately Owned Business»
12. Pratt, Shannon P., et. Al., Valuing Small Businesses and Professional Practices, Homewood, IL : Business One Irwin, 1993
13. Pratt, S.P. 1989. Valuing a business : The analysis and appraisal of closely held companies. (Homewood, IL: Irwin