



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**

**UNIVERSITY OF PIRAEUS**

**Αξιολόγηση και Αποτίμηση των Επιχειρήσεων Με  
Βάση την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία**

**Διπλωματική Ερευνητική Εργασία παραδώσασα από τον  
Σωτήριο Καλούτσα, στο Γνωσιακό Κεφάλαιο του  
Πανεπιστημίου Πειραιώς**

**Σωτήριος Καλούτσα**

**Επιβλέπων Καθηγητής Κος Ιωάννης Σώρρος**

**Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων  
Πανεπιστημίου Πειραιά**

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

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

«Αξιολόγηση και Αποτίμηση των Επιχειρήσεων με βάση την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία» έχει συγγραφεί από εμένα αποκλειστικά και στο σύνολο 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 σύνολο 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 Ονοματεπώνυμο

· Καλούτσας Σωτήριος



## Περιεχόμενα

Περίληψη.....	5
Αντικειμενικός Σκοπός της Παρούσας Διπλωματικής Εργασίας.....	6
Μεθοδολογία .....	7
Διάρθρωση της εργασίας .....	8
1 Εισαγωγή : Θεωρητική προσέγγιση επί της εκτίμησης της αξίας των επιχειρήσεων. ....	9
1.1 Η αποστολή της αποτίμησης. ....	9
1.2 Ποια είναι εν τέλει η αποστολή της εκτίμησης της αξίας;.....	12
2 Κεφάλαιο 2: Βασικές λογιστικοί μέθοδοι αποτίμησης της αξίας των επιχειρήσεων .....	16
2.1 Εισαγωγή Δευτέρου Κεφαλαίου.....	16
2.2 Επενδυτές και λειτουργία επιχείρησης.....	19
2.3 Εισαγωγικές έννοιες επί της αξίας των επιχειρήσεων .....	20
2.4 Πώς όμως επιτυγχάνεται η μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης, το οποίο είναι και το ζητούμενο;.....	22
2.5 Κεφαλαιακή Διάρθρωση.....	24
2.6 Η εκτίμηση της Αξίας.....	25
2.7 Διαχωρισμός Λογιστικής από την Οικονομική αξία. ....	27
2.8 Λογιστική μέθοδος αποτίμησης της αξίας. ....	28
2.9 Μέθοδοι αποτίμησης βασισμένες επί των Λογιστικών Δεδομένων ...	29
3 Κεφάλαιο 3: Οικονομικές μέθοδοι εκτίμησης και αποτίμησης της αξίας ....	40
3.1 Εισαγωγή.....	40
3.2 Ελεύθερες ταμειακές ροές.....	43
3.3 Υπολογισμός αξίας ταμειακών ροών .....	45
3.4 Μέθοδος Προσαρμοσμένης Παρούσας Αξίας.....	49
3.5 Η έννοια της Μεθόδου Προεξόφλησης Ελεύθερων Ταμειακών ροών	53
3.6 Αξία Μη λειτουργικού κεφαλαίου της επιχείρησης .....	56

3.7	Μοντέλο Σταθερού Μερισματος – Γενικό μοντέλο προεξόφλησης Μερισμάτων .....	62
3.8	Μοντέλο Σταθερού ρυθμού Αύξησης Μερισματος – Μοντέλο Gordon .....	64
3.9	Μοντέλο Προεξόφλησης Μερισμάτων Δύο Σταδίων .....	66
3.10	Το Υπόδειγμα «Η» .....	70
3.11	Μοντέλο Προεξόφλησης Μερισμάτων Τριών Σταδίων .....	72
3.12	Μοντέλο Υπολειμματικής Αξίας.....	74
4	Κεφάλαιο 4.....	79
4.1	Εισαγωγή για την Coca Cola Hellenic.....	79
4.2	Επεξεργασία στοιχείων .....	81
4.3	Υπολογισμός Economic Value Added .....	82
4.4	Εκτίμηση της αξίας της εταιρείας της Coca Cola με τη χρήση του EVA.....	86
5	Κεφάλαιο 5.....	87
5.1	Αποτίμηση εταιρειών με αρνητικά κέρδη (Damodaran).....	88
5.2	Προβλήματα επί των μεθόδων προσδιορισμού της αξίας.....	89
5.3	Συμπεράσματα .....	95
	Βιβλιογραφία .....	97

## Περίληψη

Στη σύγχρονη εποχή και στη ταχύτητα με την οποία δεχόμαστε πληροφορίες και στατιστικά δεδομένα, οφείλουμε ως αναλυτές να κρίνουμε ποιες από αυτές είναι οι πλέον σημαντικές. Ο σημερινός αναλυτής ή δυνητικός επενδυτής, έχει επίσης την υποχρέωση να απαντήσει τεκμηριωμένα, πότε είναι καλό να γίνει μια συγχώνευση, μια εξαγορά, ή ακόμα και να αποφευχθεί. Στο έργο αυτό συμβάλλει η επιστήμη μας. Η μοναδική οδός αλήθειας, την οποία εάν ακολουθήσει ο εκάστοτε μελετητής με πλήρη αντικειμενικότητα, θα είναι σε θέση να κρίνει ποιες πράξεις οφείλουν να προχωρήσουν, να ολοκληρωθούν, και ποιες να ματαιωθούν.

Η βοήθεια αυτή είναι πλήρως σημαντική και για τις ίδιες τις επιχειρήσεις, οι διοικήσεις των οποίων στη προσπάθειά τους να μεγιστοποιήσουν το αποτέλεσμα και να λάβουν τις βέλτιστες οικονομικές αποφάσεις και πρωτοβουλίες, χρειάζονται αυτή την επιστημονική τεκμηρίωση σε ότι αφορά την αποτίμηση της αξίας της επιχείρησής τους, των εκάστοτε επιχειρησιακών μονάδων, ή ακόμα και μιας τρίτης εταιρείας η οποία κρίνεται από τη διοίκηση ως αξία διερεύνησης.

Γίνεται επομένως αντιληπτό, η ανάγκη για την αποτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης. Το επίκεντρο όλων των προσπαθειών προς αυτή τη κατεύθυνση είναι αυτή ακριβώς η διαδικασία της εκτίμησης. Ουσιαστικά, πρόκειται για την διαδικασία από την οποία απορρέει η πληροφορία μιας εταιρείας, σχετικά με την αξία της, αλλά και την αποτίμηση των μελλοντικών επιπτώσεων των τωρινών αποφάσεων (της διοίκησης).

Ο τρόπος όμως με τον οποίο όλοι αυτοί οι ενδιαφερόμενοι (μελετητές – αναλυτές, διοικήσεις επιχειρήσεων, επενδυτές) μπορούν να λάβουν αυτή την επιστημονικά τεκμηριωμένη γνώση, είναι με την κατάλληλη χρήση των σωστών εργαλείων. Με την έννοια «εργαλεία» εννοούμε τις αντίστοιχες μεθόδους οι οποίες παρέχουν το πλαίσιο εργασίας ανάλογα με τις εκάστοτε ειδικές συνθήκες που επικρατούν ανά εταιρεία. Στη παρούσα εργασία διαχωρίζεται η λογιστική από την καθαρά οικονομική προσέγγιση επί των εργαλείων αυτών. Επίσης, συμπληρώνουμε την κατατεθείσα εργασία με μία θεωρητική παρουσίαση και ανάλυση επί των στατιστικών στοιχείων της CocaCola3E.

Εν τέλει, συνοψίζονται τα συμπεράσματα μας, με αναφορές επί των παγίδων και

λαθών που συχνά παίρνουν μέρος κατά τη χρήση των προαναφερθέντων εργαλείων, και συνοδεύουμε τις αντίστοιχες σημειώσεις από το εγχειρίδιο του διακεκριμένου συγγραφέως Damodaran. Καταλήγουμε κλείνοντας με προσωπικές εκτιμήσεις και επισημάνσεις επί του συνόλου της εργασίας.

## Λέξεις Κλειδιά

Οικονομική Προστιθέμενη Αξία, Αποτίμηση και εκτίμηση , Αξία, Αξία επιχείρησης, Οικονομικά μοντέλα, Μέθοδος προεξόφλησης ταμιακών ροών, Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου, Πολλαπλασιαστές, Κίνδυνος, Ρυθμός Ανάπτυξης, Εταιρική διακυβέρνηση, Εργαλεία επένδυσης,

## Αντικειμενικός Σκοπός της Παρούσας Διπλωματικής Εργασίας

Το σύγχρονο πολυεπίπεδο περιβάλλον απαιτεί γεναίεσ επιχειρησιακές αποφάσεις. Για να παρθούν αυτές οι αποφάσεις όμως απαιτείται σωστή πληροφόρηση. Και η πληροφόρηση διαφέρει από εταιρεία σε εταιρεία. Μπορεί επί παραδείγματι να λειτουργεί μία μικρή επιχείρηση 10 ατόμων, με ολιγομελή τμήματα, και να έχει οργανωμένο –έστω και τον γενναίο όγκο πληροφοριών- που η ίδια διαθέτει. Μπορεί όμως να πρόκειται για μια μεσαία, ή ακόμα περισσότερο, για μια πολυεθνική εταιρεία, που λειτουργεί με πολυάριθμα τμήματα, πολλά κάθετα και οριζόντια τμήματα στο οργανόγραμμα της, η οποία δύναται να επιχειρεί ακόμα και σε διαφορετικές ηπείρους. Σε ένα τέτοιο περιβάλλον η σωστή λήψη της πληροφορίας ή των δεδομένων, η αποθήκευση, η διαχείριση και η εξαγωγή σημαντικών συμπερασμάτων είναι μια πολύ απαιτητική διαδικασία. Όταν δε, συνοδεύεται από οικονομικά στοιχεία τα τελικά συμπεράσματα των οποίων απαιτείται μεγάλη προσπάθεια για να εξαχθούν, τα πράγματα γίνονται ακόμη πιο δύσκολα. Κάτω από αυτές τις συνθήκες, τα στελέχη των εταιρειών καλούνται να επικεντρώνονται πέρα από τις οργανωτικές και εμπορικές καθαρά λειτουργίες, ακόμα και σε αυτές στρατηγικών και επιχειρησιακών επιπέδων. Όπως είναι η εξαγορά ή η συγχώνευση τμημάτων, επιχειρησιακών μονάδων (BusinessUnits) και ολόκληρων οργανισμών.

Η ορθή αποτίμηση είναι η λύση σε όλον αυτόν τον κικεώνα δυσκολιών. Η εμπειριστατωμένη δηλαδή απάντηση, τεκμηριωθείσα από επιστημονικές μεθόδους και πρακτικές. Αυτό αποτελεί και ένα σταθερό σημείο, ή αν επιθυμείτε, μια γνωστή πρακτική, στη οποία καταφεύγουν τα στελέχη των επιχειρήσεων όταν συναντούν προβλήματα τέτοιου είδους. Τα στελέχη αυτά, γνωρίζουν ότι πρέπει να διατηρήσουν την καλή και αρμονική λειτουργία και παράλληλα να ικανοποιήσουν τους μετόχους του οργανισμού μέσα στον οποίον ανήκουν. Για αυτό τον λόγο δημιουργούνται μηχανισμοί οι οποίοι αναλαμβάνουν αυτή την πολύ απαιτητική εργασία, της αποτίμησης της αξίας των επιχειρήσεων.

Στον δρόμο του αναλυτή ή του δυνητικού επενδυτή, υπάρχουν πάντοτε εμπόδια. Καμία οδός δεν αποτελεί πανάκεια. Κάθε οργανισμός διαθέτει διαφορετικό μίγμα χρηματοοικονομικών στοιχείων, και ως εκ τούτου, δύναται να αποτιμηθεί με χρήση διαφορετικής μεθόδου από τον αναλυτή. Τα μεγέθη αυτά της επιχείρησης δίνουν διαφορετικά δεδομένα ανάλογα με τις περιστάσεις, στην επιχείρηση, και εν πολλοίς με την κατάλληλη γνώση της χρήσης του πλαισίου των εργαλείων αυτών από τον αναλυτή, είναι δυνατό να εκτιμηθεί το κατάλληλο εργαλείο. Οι προσεγγίσεις ποικίλουν, το αποτέλεσμα όμως πρέπει να είναι αδιαμφισβήτητο. Η όλη διαδικασία θα πρέπει επίσης να βασίζεται στην δεσπύζουσα λογική της επίτευξης κέρδους. Αυτός είναι και ο λόγος ύπαρξης μιας εταιρείας άλλωστε. Σε αυτό το σημείο είναι πολύ σημαντικό να γνωρίζουν οι ενδιαφερόμενοι το κόστος κεφαλαίου. Κατ' αυτό το τρόπο τα κεφάλαια των μετόχων διασφαλίζονται ως προς τη κατάλληλη χρήση τους, καθώς ουσιαστικά συγκρίνεται η πράξη εξαγοράς με μια δυνητική, πιθανή άλλη πράξη και αξιοποίηση των χρημάτων αυτών.

Ακριβώς αυτό είναι που επιχειρείται να διασφαλιστεί μέσω της μεθόδου αποτίμησης των επιχειρήσεων, στη παρούσα εργασία. Η γνώση είναι βασισμένη στην Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (Economic Value Added = EVA). Βάσει αυτής της μεθόδου διασφαλίζεται η απόδοση των επενδεδυμένων κεφαλαίων, επιλέγοντας την καλύτερη δυνητική επένδυση μεταξύ των εναλλακτικών.

Η αποστολή που καλείται να πετύχει η πληθώρα των εν λόγω μεθόδων, αναλύεται και εξάγονται τα συμπεράσματα της στην παρούσα μελέτη.

## **Μεθοδολογία**

Η συγκεκριμένη εργασία διαθέτει κάποιες ιδιαίτερες επιλογές ως προς τον τρόπο ολοκλήρωσης της.

Τουτέστιν, γίνεται σαφής διαχωρισμός στο κύριο σώμα της μελέτης περί των λογιστικών και των οικονομικών προσδιορισμών αποτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης.

Ο διαχωρισμός αυτός γίνεται για να αποσαφηνιστεί η παραβίαση της αλήθειας επί λογιστικών μεθοδεύσεων προς τέρψιν των αναλυτών και των πιθανών επενδυτών για την «καλή» εικόνα που παρουσιάζει μια εταιρεία. Σκοπός της παρούσας εκπονηθείσας μελέτης δεν είναι άλλος παρά η επίτευξη της επιστημονικής αλήθειας.

Εν συνεχεία, ασκήθηκαν οι γνώσεις αυτές οι οποίες παρουσιάζονται στο 2<sup>ο</sup> και 3<sup>ο</sup> κομμάτι της εργασίας, σε θεωρητικό πλαίσιο, επί των οικονομικών στοιχείων της CocaCola3E σε παλαιότερα έτη όπου υπάρχει και σαφής πληροφόρηση επί των στοιχείων της τότε περιόδου.

Τέλος, εξήχθησαν συμπεράσματα βασισμένα στην ολοκληρωμένη πλέον εικόνα της παρούσας εργασίας, και επικεντρώθηκε το ενδιαφέρον ειδικότερα επί των κοινών σφαλμάτων που συναντούνται.

## **Διάρθρωση της εργασίας**

Με μοναδικό σκοπό την κάλυψη όσο το δυνατόν περισσότερων εννοιών επί της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας, και την ποιοτική αποσαφήνιση των εννοιών αυτών, προχώρησα στην εκπόνηση της παρούσας μελέτης, η οποία αναλύεται στα εξής στάδια:

Στο εισαγωγικό κεφάλαιο (1<sup>ο</sup>) γίνεται αναφορά των βασικών εννοιών της αποτίμησης της αξίας της επιχείρησης και θεωρητική προσέγγιση επί του θέματος.

Στο δεύτερο κεφάλαιο της εργασίας (2<sup>ο</sup>) παρατηρείται η αποσαφήνιση βασικών εννοιών επί της επιχείρησης, των τμημάτων λειτουργιών της, για βαθύτερη και πιο σφαιρική



κατανόηση επί των εσωτερικών δυνάμεων της. Ύστερα αναπτύσσονται οι έννοιες της κεφαλαιακής διάρθρωσης, καθώς και οι λογιστικές μέθοδοι αποτίμησης, οι πολλαπλασιαστές και οι απαραίτητοι αριθμοδείκτες.

Στο τρίτο κεφάλαιο της εργασίας (3<sup>ο</sup>) ο μελετητής της εργασίας μπορεί να βρει τα διαφορετικά επίπεδα ρευστότητας τα οποία εκτιμώνται σε μια εταιρεία, ύστερα την ανάλυση επί των ταμιακών ροών, την εκπόνηση ορθής μελέτης επί των μεθόδων και εν τέλει την αναλυτική και περιγραφική απεικόνιση των εργαλείων ενός ερευνητή (μέσω των μοντέλων) για την σωστή αποτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης.

Στο τέταρτο κεφάλαιο (4<sup>ο</sup>) βρίσκεται η ανάλυση επί των οικονομικών στοιχείων της CocaCola3E.

Στο πέμπτο (5<sup>ο</sup>) και τελευταίο κεφάλαιο τοποθετείται η προσωπική άποψη και η εξαγωγή συμπερασμάτων επί του συνόλου της εργασίας. Καθώς και οι παγίδες επί των οποίων υποπίπτουν συχνά οι ερευνητές της αποτίμησης της αξίας των επιχειρήσεων. Τέλος, συναντώνται και αποσπάσματα και σχολιασμός επί του βιβλίου του Damodaran.

## **1 Εισαγωγή : Θεωρητική προσέγγιση επί της εκτίμησης της αξίας των επιχειρήσεων.**

### **1.1 Η αποστολή της αποτίμησης**

Όταν αναφέρουμε την έννοια «αποτίμηση των επιχειρήσεων», προφανώς και αναφερόμαστε σε μια διαδικασία μέσα από την οποία γίνεται ευρέως γνωστή η τελική αξία της κάθε επιχείρησης. Ανά διαστήματα υπάρχουν διάφορες απόψεις σχετικά με τη διαδικασία της αποτίμησης, οι μελετητές διαφωνούν μεταξύ τους για το εάν η αποτίμηση είναι μια τεχνική ή είναι επιστήμη. Σύμφωνα με τον ορισμό «Τεχνική είναι το σύνολο των μεθόδων και κανόνων με τους οποίους επιτυγχάνεται συγκεκριμένο αποτέλεσμα καθώς και η ικανότητα της χρήσης των μεθόδων αυτών, ενώ Επιστήμη είναι το σύνολο των συστηματικών γνώσεων που αναφέρονται σε ορισμένο κύκλο φαινομένων». Για να καταφέρουμε όμως να φτάσουμε σε ένα επιθυμητό αποτέλεσμα,

θα πρέπει να υπάρξει ένα σωστό μίγμα και των δύο (τεχνικής και επιστήμης), καθώς για να είναι όσο γίνεται πιο ακριβές ένα αποτέλεσμα είναι αναγκαίο να αξιοποιηθούν τα λογιστικά δεδομένα αλλά και οι προβλέψεις που κάνει η κάθε επιχείρηση (με παράλληλη προσοχή όμως στα βεβιασμένα λογιστικά συμπεράσματα που υπόκεινται σε υποκειμενική σκέψη των διοικούντων την εταιρεία)

Πως επιδρούν οι εσωτερικές λειτουργίες μιας επιχείρησης όσον αφορά την αποτίμηση;

Θα πρέπει να ρίξουμε μια ματιά στη σχέση των επενδυμένων κεφαλαίων με το κόστος κεφαλαίου. Ουσιαστικά, η βασική οικονομική αρχή μας λέει ότι η εκτίμηση μιας επιχειρηματικής μονάδας, η οποία εξαρτάται από τις μελλοντικές προγνώσεις που πιστεύουν οι επενδυτές ότι θα έχουν πάνω στο εάν τα κέρδη υπερβαίνουν ή όχι το κόστος των κεφαλαίων τους, αλλά φυσικά και στην πορεία της μετοχής της εταιρείας, εάν είναι δηλαδή υποτιμημένη, ή υπερτιμημένη, ή αν αυτή αντικατοπτρίζει με μια σχετική ακρίβεια την πραγματική αξία της επιχείρησης. Κάθε εταιρεία έχει φυσικά σαν σκοπό να βελτιστοποιήσει την συνολική αξία της, δηλαδή τα κέρδη της και συγχρόνως τον πλούτο των μετόχων. Αυτό γίνεται μέσα από την σωστή αξιοποίηση των πόρων της και τη χρηστή διοίκηση, αλλά και από την ικανότητά της να προσφέρει μια ελκυστική απόδοση ανάλογα με τις απαιτήσεις της. Κάθε επιχείρηση εκτιμάει την αξία μιας επιχειρηματικής μονάδας με διαφορετικό τρόπο ανάλογα την περίπτωση. Αν συγκεντρώσουμε τους τρόπους προσδιορισμού της αξίας μιας επιχείρησης, τότε θα έχουμε (κατά σειρά «σημαντικότητας»):

- A. Ονομαστική αξία: είναι το μετοχικό κεφάλαιο της κάθε επιχείρησης
- B. Λογιστική αξία: είναι το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων (δηλαδή μετοχικό κεφάλαιο, επιχορηγήσεις επενδύσεων, αποθεματικά κεφάλαια, αναπροσαρμογές της αξίας και των πάγιων στοιχείων ενεργητικού καθώς και τα αποτελέσματα προηγούμενων χρήσεων)
- C. Η αξία της ρευστοποίησης της: η καθαρή αξία των περιουσιακών στοιχείων της κάθε επιχείρησης που προκύπτει, εάν αυτά είναι σε θέση και μπορούν να πωληθούν υπό διαφορετικές μονάδες.
- D. Η χρηματιστηριακή Αξία: χρησιμοποιείται από τις εταιρείες που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο

E. Η «γενική» αξία ως ενεργού οικονομικού οργανισμού: η συγκεκριμένη αξία στηρίζεται στην προϋπόθεση ότι υπάρχει μια συνεχής δραστηριότητα της επιχειρηματικής μονάδας

F. Η εσωτερική ή η πραγματική αξία: η συγκεκριμένη αξία προέρχεται από προγνώσεις για τα ιδιοκτησιακά στοιχεία, τα κέρδη καθώς και τα μερίσματα, για τον λόγο αυτό από χρόνο σε χρόνο μεταβάλλεται η πραγματική αξία.

Σύμφωνα με τους οικονομικούς αναλυτές, για να μην προβούμε σε λάθη και υποπέσουμε σε παγίδες, και για μπορούμε να πούμε ότι έχουμε πάρει μια επιτυχημένη απόφαση για επένδυση, θα πρέπει να κατανοήσουμε το τι ακριβώς είναι η «αξία» καθώς και τις «πηγές της αξίας».

Σαν «αξία της επιχείρησης» ορίζουμε το σύνολο εκείνο των μετοχικών κεφαλαίων που έχει η κάθε επιχείρηση σε συνδυασμό με τις μελλοντικές αποδόσεις της, έτσι ώστε να μεγιστοποιήσει τα κέρδη της. Κάποιες φορές, αρκετοί μελετητές υποπίπτουν σε λάθος και μπερδεύουν την αξία της επιχείρησης με την τιμή της επιχείρησης για αυτό προσδιορίζουν ότι η τιμή της επιχείρησης είναι το ποσό με το οποίο έχει συμφωνηθεί μεταξύ του αγοραστή και του πωλητή κατά την διάρκεια πώλησης ή μεταβίβασης ή εξαγοράς ή συγχώνευσης μιας επιχείρησης. Όχι όμως. Δεν ισχύει αυτό.

Διότι ως γενική έννοια, σύμφωνα με τον Palery Healy & Bernard: η αποτίμηση είναι η διαδικασία μετατροπής των προβλέψεων σε μια εκτίμηση για την αξία της επιχείρησης ή ενός συγκεκριμένου περιουσιακού στοιχείου της. Η κάθε αποτίμηση δεν είναι αντικειμενική καθώς η αξία που υπολογίζεται αποτελεί μια προσέγγιση της πραγματικής αξίας της επιχείρησης σύμφωνα πάντα με τις βλέψεις του κάθε αναλυτή. Και αυτό είναι κάτι που οφείλουμε πάντα να το έχουμε κατά νου.

Τα πιο πρόσφατα χρόνια παρακολουθούμε πλέον να δημιουργείται μια μεγάλη ποικιλία μεθόδων αποτίμησης καθώς η κάθε εταιρεία έχει αναπτύξει σχεδόν τα δικά της μοντέλα αποτίμησης. Στο σύνολό τους οι μέθοδοι καλύπτουν ορισμένες πλευρές της πραγματικότητας για την κάθε επιχείρηση καθώς συχνά υπάρχουν κάποιες αλλαγές (τροποποιήσεις – συγχωνεύσεις – εξαγορές) αλλά γενικά, παρόλα αυτά πολλές φορές μπορούν και παρουσιάζουν μεταξύ τους αρκετές ομοιότητες. Πολλοί αναλυτές πιστεύουν ότι καμιά από τις μεθόδους δεν πρέπει να θεωρείται επικρατέστερη, καθώς

τις περισσότερες φορές λόγω των πλεονεκτημάτων και των μειονεκτημάτων, θα πρέπει να εξετάζονται παράλληλα και να συγκρίνονται τα τελικά αποτελέσματα έτσι ώστε να έχουν όσο γίνεται καλύτερη προσέγγιση της πραγματικής αξίας της κάθε επιχείρησης ανάλογα πάντα με την ιδιάζουσα περίπτωση του πλαισίου εκείνου μέσα στο οποίο εξετάζονται.

Σύμφωνα με τους Paleru Healy & Bernard, οι σημαντικότεροι τομείς εφαρμογής της αποτίμησης είναι:

- Εξαγορές, συγχωνεύσεις, ipros
- Επενδυτικές προτάσεις αναλυτών
- Διαμόρφωση στρατηγικής
- Επιλογή άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης
- Σημαντική πηγή πληροφόρησης

## 1.2 Ποια είναι εν τέλει η αποστολή της εκτίμησης της αξίας;

Η αποστολή και ο λόγος όλης αυτής της διαδικασίας της αποτίμησης είναι η υπερτίμηση και υποτίμηση των μετοχών για τον εντοπισμό κάποιων δυνητικών επενδυτικών ευκαιριών. Κατά τη διαδικασία της αποτίμησης, οι ενδιαφερόμενοι οδηγούνται σε εξαγωγή συμπερασμάτων για τις προσδοκίες της κάθε αγοράς όσον αφορά την μελλοντική προοπτική βιωσιμότητας και κερδοφορίας μιας επιχείρησης, μέσα από κάποιες συγκρίσεις των θεμελιωδών στοιχείων της αλλά και με τη δημιουργία κάποιων σημείων αναφοράς.

Η διαδικασία της αποτίμησης αποτελεί ένα σημαντικό εργαλείο για την αξιολόγηση επιχειρηματικών γεγονότων, όσον αφορά διάφορες επιδράσεις στην αξία των επιχειρήσεων που προέρχονται ή προβαίνουν σε εξαγορές και συγχωνεύσεις. Μέσα από τις τεχνικές της αποτίμησης, αξιολογούνται, αναλύονται και εξάγονται συμπεράσματα για τις στρατηγικές της κάθε εταιρείας και υπάρχει συνεχής επικοινωνία μεταξύ των προσώπων της Διοίκησης, των μετόχων και των αναλυτών. Από τον διάλογο και την εφαρμογή της κατάλληλης μεθόδου, αποτιμούνται σωστά οι μετοχές των εταιρειών οι οποίες δεν διαπραγματεύονται δημόσια στο χρηματιστήριο.

Κάθε διαδικασία αποτίμησης αποτελεί μια αντικειμενική έρευνα για τον

προσδιορισμό της αξίας κάποιου περιουσιακού στοιχείου. Σε γενικό βαθμό όλες οι μέθοδοι αποτίμησης είναι μεροληπτικές ανάλογα τον σκοπό για τον οποίο εκτελούνται. Όσο πιο απλή είναι μια μέθοδος, τόσο πιο πραγματικό θα είναι το αποτέλεσμα της και σαν καλύτερο θεωρείται ότι είναι αυτό που έχει την μικρότερη ακρίβεια.

Μία διαδικασία αποτίμησης περιλαμβάνει τα εξής κάτωθι βήματα:

- A. Ορθή αντίληψη και πλήρης γνώση για το αντικείμενο της επιχείρησης. Κάθε αναλυτής θα πρέπει να γνωρίζει τις λειτουργίες, την οργάνωση, τους στόχους για κερδοφορία καθώς και τις αδυναμίες της επιχείρησης.
- B. Προγνώσεις όσον αφορά τις μελλοντικές επιδόσεις της επιχείρησης. Σε αυτό το στάδιο, ο αναλυτής, χρησιμοποιώντας τα στοιχεία που έχει άρει από το προηγούμενο στάδιο και σε συνδυασμό με τις επιχειρηματικές κινήσεις της διοίκησης, κάνει κάποιες προβλέψεις για το μέλλον της επιχείρησης, το πώς θα είναι δηλαδή μετά από 10-15 χρόνια.
- C. Σωστή και λεπτομερής επιλογή του ορθού μοντέλου. Μετά την ανάλυση του αντικειμένου της επιχείρησης και τις μελλοντικές προβλέψεις, ο αναλυτής θα πρέπει να επιλέξει ένα μοντέλο αποτίμησης ανάλογα με τις συνθήκες που επικρατούν στην επιχείρηση και με σκοπό βέβαια το κέρδος της.
- D. Εφαρμογή των προβλέψεων για την έναρξη της αποτίμησης. Μετά την επιλογή της μεθόδου, ο αναλυτής προχωρά στην εφαρμογή τους και προσπαθεί να τις ξεχωρίσει ανάλογα με το αντικείμενό τους και προσπαθεί να φτάσει στο τελικό αποτέλεσμα.
- E. Διοικητική και επενδυτική πρωτοβουλία. Είναι το τελικό στάδιο στο οποίο ερμηνεύεται το αποτέλεσμα της διαδικασίας και βγαίνουν τα τελικά συμπεράσματα σύμφωνα με τα οποία λαμβάνεται η επενδυτική απόφαση. Οι βασικότεροι λόγοι που γίνεται η αποτίμηση μίας επιχείρησης είναι οι εξής:

Όσον αφορά τις εταιρείες εκείνες οι οποίες δεν είναι εισηγμένες δεν υπάρχει η έννοια της αποτελεσματικότητας της αγοράς για αυτό είναι δύσκολο να προσδιοριστεί η αξία τους. Εάν δε, αναφερόμαστε στην περίπτωση όπου πρόκειται για συγχώνευση-αγορά, ή πώληση, θα πρέπει να προσδιοριστεί η αξία της επιχείρησης προκειμένου να

προσδιοριστεί ότι η τιμή πώλησης θα είναι απόλυτα αντιπροσωπευτική της αξίας και συμφέρουσα.

Η αποτίμηση διευκολύνει σημαντικά τον επιχειρησιακό σχεδιασμό. Εξάγονται με ακριβή τρόπο οι μισθοί των στελεχών και των μελών της επιχείρησης που συνδέονται με την αξία της επιχείρησης χωρίς να υπάρχουν υπερβολές για το μέλλον. Είναι ο βασικός παράγοντας για την προσέλκυση κεφαλαίου.

Κατά τη διάρκεια των ετών έχουν δημιουργηθεί πολλοί μύθοι και λάθος αντιλήψεις σχετικά με τα μοντέλα αποτίμησης και τα αποτελέσματά τους. Από τις σημαντικότερες είναι οι ακόλουθες:

- Τα πλαίσια (εργαλεία) δηλαδή οι μέθοδοι εκτίμησης και αποτίμησης είναι κατ' ουσία μαθηματικά μοντέλα και ουσιαστικά η αντικειμενικότητα της αποτίμησης στηρίζεται σε αυτό. Αν και είναι ποσοτικά τα μοντέλα, τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται έχουν στοιχεία υποκειμενικότητας. Η τελική αξία που προσδιορίζεται βάση των μοντέλων είναι επηρεασμένη από προκαταλήψεις και θεωρήσεις των εκτιμητών. Σε πολλές περιπτώσεις ο καθορισμός της τιμής έχει γίνει πριν την αποτίμηση. Για την αποφυγή λοιπόν των λαθών της εφαρμογής του μοντέλου θα μπορούσαν οι εκτιμητές να περιορίσουν τις προκαταλήψεις, αυτό όμως δεν είναι εφικτό καθώς οι προκαταλήψεις, οι αναλύσεις και οι απόψεις προέρχονται από το εξωτερικό περιβάλλον που επιδρά άμεσα στη διαδικασία της αποτίμησης. Η διαδικασία της αποτίμησης πολλές φορές έχει σαν στόχο την ικανοποίηση και την εξυπηρέτηση συμφερόντων και αποφάσεων που έχουν προκαθοριστεί.

- Εάν καταφέρει ένας ερευνητής να δομήσει μια σωστή αποτίμηση, και να τη τεκμηριώσει αντίστοιχα, τότε λέμε ότι είναι διαχρονική. Κάθε αξία που υπολογίζεται βασίζεται σε πληροφορίες που αφορούν την εταιρεία και τον κλάδο που δραστηριοποιείται. Οι πληροφορίες αυτές δεν είναι στάσιμες, αλλά υπάρχει συνεχής ροή, αυτό σημαίνει ότι η αποτίμηση της επιχείρησης απαξιώνεται πολύ γρήγορα, και πρέπει να ανανεώνεται συνεχώς για να περιέχει την τρέχουσα πληροφόρηση. Η πληροφόρηση αυτή μπορεί να επηρεάσει όχι μόνο την εταιρεία όσον αφορά στις μελλοντικές προσδοκίες αλλά και έναν κλάδο ολόκληρο. Μόνο η αναφορά σχετίζεται αποκλειστικά με την επιχείρηση αφού δείχνει την τρέχουσα οικονομική επίδοση της εταιρείας αλλά και το επιχειρηματικό μοντέλο που ακολουθεί. Τέλος οποιαδήποτε αλλαγή στα δεδομένα της αποτίμησης μιας επιχείρησης σε κάποιες περιπτώσεις

αντιμετωπίζεται ως πρόβλημα για αυτό και ζητείται από τους αναλυτές να υπάρχει επαρκής τεκμηρίωση της αλλαγής.

- Η σωστή αποτίμηση παρέχει ακριβή εκτίμηση της αξίας. Οι αναλυτές συμφωνούν ότι ακόμα και η πιο προσεκτική και λεπτομερής αποτίμηση εμπεριέχει αβεβαιότητα ως προς τα αποτελέσματα, αφού χρησιμοποιούνται οι υποθέσεις των εκτιμητών για την μελλοντική κατάσταση της επιχείρησης. Σύμφωνα με τον Damodaran, δεν πρέπει κανείς να περιμένει ή να απαιτεί την απόλυτη εγκυρότητα των αποτελεσμάτων μιας αποτίμησης, αντίθετα θα πρέπει να έχει υπόψη του ένα περιθώριο λάθους και ότι η εγκυρότητα είναι ανάλογη με την περίπτωση. Σαν γενικός κανόνας ισχύει ότι ο προσδιορισμός της αξίας ώριμων εταιρειών είναι ευκολότερος σε σχέση με τις αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις και δυσκολότερος στις πολύ νέες εταιρείες.

- Πιο ιδανική θεωρείται η αποτίμηση όταν το μοντέλο είναι πιο ποσοτικό. Γενικά πιστεύεται, αν και δεν ευσταθεί απόλυτα, ότι όταν ένα μοντέλο είναι ολοκληρωμένο ή σύνθετο, τότε και τα αποτελέσματά του θα είναι πιο αξιόπιστα. Η αντίληψη αυτή δεν είναι απόλυτα σωστή γιατί όταν αυξάνεται ο βαθμός πολυπλοκότητας των μοντέλων, αυξάνεται και ο αριθμός των στοιχείων για υπολογισμό, οπότε έχουμε αύξηση και του κινδύνου για λάθη.

- Το κέρδος το οποίο απορρέει από την αποτίμηση στηρίζεται στην υπόθεση ότι οι αγορές είναι αναποτελεσματικές. Με βάση τον Damodaran οι επενδυτές που πιστεύουν ότι οι αγορές λειτουργούν αποτελεσματικά, αναγνωρίζουν την αξία της αποτίμησης, όταν για παράδειγμα θέλουν να προσδιορίσουν τις συνέπειες μιας αλλαγής στον τρόπο λειτουργίας της επιχείρησης ή να κατανοήσουν τους λόγους για τους οποίους οι τιμές στην αγορά αλλάζουν διαχρονικά. Επιπλέον δεν προσπαθούν να εντοπίσουν τις μετοχές που είναι υποτιμημένες ή υπερτιμημένες, έτσι δε φαίνεται πως οι αγορές θα γίνουν αποτελεσματικές. Άρα προϋπόθεση για την επίτευξη της αποτελεσματικότητας είναι η αγορά ή πώληση μετοχών με βάση ότι τα λάθη των αγορών θα διορθωθούν διότι έτσι δημιουργούνται οφέλη για τους επενδυτές. Τέλος, έχουμε τα εξής συμπεράσματα: πρώτον, αν μια μετοχή φαίνεται πάρα πολύ καλή πιθανόν να μην είναι και δεύτερον, όταν η αξία μιας επιχείρησης διαφέρει από την χρηματιστηριακή της αξία, θα πρέπει να επαναληφθούν οι ισχυρισμοί πριν καταλήξουμε στο εάν η μετοχή είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη.

- Σημασία έχει το αποτέλεσμα της αποτίμησης και όχι η διαδικασία της. Το να

ενδιαφερόμαστε μόνο για το αποτέλεσμα, τον προσδιορισμό της αξίας της επιχείρησης και το κατά πόσο αυτή είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη, υποσκελίζει την ίδια την διαδικασία. Αυτό δεν πρέπει να συμβαίνει γιατί μέσα από την διαδικασία προσδιορίζονται οι καθοριστικοί παράγοντες της αξίας της αποτίμησης.

Ο ευρέως γνωστός συγγραφέας Damodaran (2002) σκιαγραφεί τρία βασικά σημεία ως τα απαραίτητα τα οποία πρέπει να ισχύουν σε όλα τα μοντέλα αποτίμησης:

- i. Δεν υφίσταται λόγος να χρησιμοποιούνται τα στοιχεία εκείνα τα οποία δεν είναι κατ' ανάγκην απαραίτητα για την αποτίμηση μιας επιχείρησης.
- ii. Υπάρχει σύνδεσμος ανταλλαγής μεταξύ των οφελειών που προκύπτουν όταν συμπεριλαμβάνονται λεπτομέρειες στα μοντέλα αποτίμησης και του κόστους σφαλμάτων των αποτελεσμάτων που χρησιμοποιούν τις πληροφορίες.
- iii. Τέλος, ο Damodaran υποστηρίζει ότι οι αναλυτές (δηλαδή οι άνθρωποι) είναι εκείνοι οι οποίοι χρησιμοποιούν τα εργαλεία (τα μοντέλα) και επομένως αυτούς βαραίνει η ευθύνη εξαγωγής σωστών αποτελεσμάτων. Με λίγα λόγια, σε μια εποχή που χαρακτηρίζεται από σωρεία πληροφοριών, ο διαχωρισμός των πληροφοριών εκείνων που είναι ουσιώδεις για την αποτίμηση μιας επιχείρησης είναι σχεδόν εξίσου σημαντικός με την επιλογή της τεχνικής και του μοντέλου για την ολοκλήρωσή της.

## **2 Κεφάλαιο 2: Βασικές λογιστικοί μέθοδοι αποτίμησης της αξίας των επιχειρήσεων**

### **2.1 Εισαγωγή Δευτέρου Κεφαλαίου**

Κάθε επιχείρηση αποτελεί μία συνέργεια ετερόκλητων μελών και τμημάτων, καθένα από τα οποία διαθέτει τους δικούς του στόχους και φιλοδοξίες. Παρότι είναι σύνηθες αυτοί οι στόχοι να έρχονται σε σύγκρουση μεταξύ τους, ο κοινός και καθολικά



αποδεκτός στόχος στο εσωτερικό της επιχείρησης δεν είναι άλλος από την πραγματοποίηση κερδοφορίας.

Πως όμως αποτιμάται και ερμηνεύεται η κερδοφορία μιας επιχείρησης; Η επιχείρηση ως γνωστόν διαθέτει παραγωγικούς συντελεστές, το κόστος λειτουργίας των οποίων δεν θα πρέπει να υπερβαίνει την υπεραξία που αυτοί παράγουν για την επιχείρηση. Κατ' αυτόν το τρόπο εκτιμάται η αποτελεσματικότητα της επί του καθολικού της σκοπού. Εάν η λειτουργία των παραγωγικών συντελεστών αποφέρει περισσότερα έσοδα από το κόστος της, τότε επιτυγχάνεται η πολυπόθητη κερδοφορία.

Η επιχείρηση επιτυγχάνει κερδοφορία καλύπτοντας ανάγκες.

Πως όμως καταφέρνει η επιχείρηση να ξεπεράσει το κόστος λειτουργίας της με τα έσοδα της; Βασικό κριτήριο επιχειρηματικής επιτυχίας αποτελεί η σωστή επιλογή της καταναλωτικής ανάγκης την οποία προσφέρει, καθώς και ο ορθός τρόπος με τον οποίον καλύπτει αυτή την ανάγκη, άλλοτε με τη μορφή προϊόντος (υλική κάλυψη), άλλοτε με τη μορφή υπηρεσίας (άυλη κάλυψη).

Επίσης, είναι σημαντικό να διαχωρίσουμε την έννοια του καταναλωτή (consumer), από αυτή του πελάτη (customer). Πελάτης είναι εκείνος ο οποίος αγοράζει και πληρώνει για τα προϊόντα μιας επιχείρησης, ενώ καταναλωτής είναι αυτός ο οποίος χρησιμοποιεί τα προϊόντα της επιχείρησης αλλά χωρίς απαραίτητα να πληρώνει για τη χρήση τους.

Το οργανόγραμμα & τα επιμέρους τμήματα της επιχείρησης.

Όπως αναφέραμε και στην αρχή του κεφαλαίου, κάθε επιχείρηση διαθέτει επιμέρους τμήματα για να επιτύχει του σκοπού της. Συνήθως τα βασικά και επαρκή τμήματα μιας επιχείρησης εκπροσωπούνται στο Διοικητικό Συμβούλιο στο οποίο προεδρεύει είτε ο πρόεδρος είτε ο Γενικός Διευθυντής της επιχείρησης.

Πρώτο και κύριο τμήμα αποτελεί το τμήμα των πωλήσεων. Η ικανότητα εξωστρέφειας μιας επιχείρησης χαρακτηρίζεται από την απόδοση αυτού του τμήματος. Οι άνθρωποι του τμήματος πωλήσεων προσεγγίζουν το συγκεκριμένο αγοραστικό ή καταναλωτικό κοινό με σκοπό την επίτευξη αμοιβαίας επωφελούς συμφωνίας μεταξύ των δύο εμπλεκόμενων μερών (επιχείρησης – πελάτη/καταναλωτή). Την κατεύθυνση όμως του σωστού αγοραστικού ή καταναλωτικού, την υποδουκνύει το τμήμα μάρκετινγκ. Αυτό το

τμήμα είναι υπεύθυνο για τη στρατηγική εμπορική κατεύθυνση της επιχείρησης, και έχει ιδιαίτερη σημασία να απαρτίζεται από έμπειρα και ικανά στελέχη. Για να αναζητηθούν και να προσληφθούν όμως αυτά τα ικανά στελέχη του τμήματος μάρκετινγκ, ένα άλλο τμήμα, αυτό της Διοίκησης Ανθρώπινων Πόρων είναι υπεύθυνο. Φροντίζει για τη σωστή στελέχωση της εταιρείας.

Όπως επίσης για το τμήμα πληροφορικής, τμήμα νομικής προστασίας και κανονισμών, τμήμα εσωτερικής συμμόρφωσης (Compliance) κλπ. Επιπλέον, για να βρεθούν οι πόροι ώστε να πραγματοποιηθούν προσλήψεις, μια επιχείρηση οφείλει να πραγματοποιεί χρηστή διοίκηση βάσει των οικονομικών δυνατοτήτων της. Για αυτό, φροντίζει το λογιστικό τμήμα το οποίο αναλαμβάνει να γνωρίζει την εικόνα της επιχείρησης, και μαζί με το οικονομικό τμήμα να χαράσσει την πορεία της επιχείρησης βάσει των πόρων που διαθέτει.

Η προαναφερθείσα οργανωτική δομή λέγεται και οριζόντια δόμηση, καθώς περιλαμβάνει σε παράλληλο επίπεδο τα επιμέρους τμήματα της επιχείρησης. Αντίστοιχα, σε μια επιχείρηση υπάρχει και η κάθετη δόμηση η οποία αποτελεί τα επίπεδα ιεραρχίας μεταξύ των εργαζομένων σε μορφή προϊσταμένου – υφισταμένου. Η μορφή της εξουσίας διαφέρει ανάλογα με τη μέθοδο που ακολουθείται. Υπάρχει το γραμμικό σύστημα, το λειτουργικό σύστημα καθώς και ο συνδυασμός των δύο.

Το γραμμικό σύστημα δημιουργεί ένα σύνολο «μονόδρομων» για τη μετάβαση της εντολής από τα ανώτατα στα κατώτερα ιεραρχικά επίπεδα. Αντίστοιχα, το λειτουργικό σύστημα επιτρέπει από τον ανώτερο στον κατώτερο ιεραρχικά υπάλληλο, να αποδωθεί μονάχα ένα μέρος της εξουσίας. Κάθε επιλογή μοντέλου ενέχει τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα της τα οποία είναι απόφαση της διοίκησης να τα αξιολογήσει και να επιλέξει βάσει αυτών.

## 2.2 Επενδυτές και λειτουργία επιχείρησης

Σε αυτό το σημείο είναι σημαντικό να κάνουμε μια αναφορά στους μετόχους και τους επενδυτές μιας επιχείρησης.

Οι μέτοχοι επενδύουν στη λειτουργία μιας επιχείρησης εναποθέτοντας κεφάλαιο. Το

κεφάλαιο έχει πληθώρα μορφών, η οποία άλλοτε είναι χρηματική, άλλοτε υπό τη μορφή παραγωγικού συντελεστή, μηχανημάτων, εξοπλισμού, κτηριακών εγκαταστάσεων και άλλων χρήσιμων για την επιχείρηση μορφών.

Μπορεί λοιπόν οι επενδυτές να βοηθήσουν τη λειτουργία και να ενισχύσουν το σκοπό της επιχείρησης με παντοίους τρόπους. Ο λόγος της παροχής αυτής του κεφαλαίου εκ μέρους τους όμως, συμβαίνει με σκοπό τη δημιουργία υπεραξίας. Προσπαθώντας δηλαδή να εναποθέσουν ένα κεφάλαιο χρηματικής αξίας (αποτιμώμενο) «Α». Και να λάβουν πίσω τη χρηματική αξία «Α» συν ένα έξτρα κεφάλαιο. Αυτό ονομάζεται και υπεραξία όπως αναλύω εκτενέστερα παρακάτω.

Το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης ή το πρόβλημα εντολέα – εντολοδόχου.

Οι μέτοχοι έχουν κάθε κίνητρο να επιθυμούν η επιχείρηση τους να επιτύχει. Όμως δεν είναι αυτοί οι οποίοι λειτουργούν την επιχείρηση. Οι μέτοχοι παρέχουν κεφάλαιο, και αναμένουν από τα στελέχη της επιχείρησης να λειτουργήσουν κατ' αυτό το τρόπο που θα τους αποφέρει κερδοφορία και υπεραξία.

Σύμφωνα με τους Jensen και Meckling (έτος 1974 σελ. 308) μια σχέση αντιπροσώπευσης είναι: «Ένα συμβόλαιο σύμφωνα με το οποίο ένα (Εντολέας) ή περισσότερα άτομα αναθέτουν σε ένα άλλο άτομο (Εντολοδόχο) την εκτέλεση ενός έργου εκ μέρους τους, η οποία ανάθεση εμπεριέχει την έννοια της εκχώρησης εξουσίας σε αυτό έτσι ώστε να λάβει την απόφαση.» Αντιστοίχως, τίθεται το ερώτημα. Εάν αναγνωρίζουμε μια σχέση εντολέα – εντολοδόχου, με τους μετόχους να παίρνουν τη θέση του πρώτου, και τα στελέχη της επιχείρησης να παίρνουν τη θέση του δεύτερου, τότε πως εξασφαλίζουμε ότι τα κίνητρα είναι κοινά και κατευθύνονται προς τη σωστή κατεύθυνση;

Οι οικονομικές θεωρίες δέχονται τον σύγχρονο άνθρωπο ως ένα ορθολογικά σκεπτόμενο άτομο (homoeconomicus) ο οποίος προσπαθεί πάντοτε να μεγιστοποιεί το ίδιον όφελος. Κατ' αυτή τη συνθήκη, είναι πιθανό τα κίνητρα των μετόχων για μεγιστοποίηση του δικού τους οφέλους, να αντιβαίνουν τα κίνητρα των στελεχών-εντολοδόχων για τη μεγιστοποίηση των δικών τους και να γεννάται μια σύγκρουση. Σε αυτό ακριβώς το σημείο είναι που παρουσιάζεται το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης. Ύστερα, διακρίνεται το πρόβλημα αυτό με βάση την τέλεια ή ατελή πληροφόρηση μεταξύ των δύο μερών προ σύναψης της επιμέρους συμφωνίας τους, και κατ'

επέκταση της αβεβαιότητας που παρουσιάζεται στον ορίζοντα της συνεργασίας τους

Τι ονομάζεται «υπεραξία» για τον επενδυτή;

Κάθε επενδυτής που διαθέτει κεφάλαια για τη λειτουργία μιας επιχείρησης συγκρίνει τις εναλλακτικές του επιλογές. Στην περίπτωση εκείνη κατά την οποία ο επενδυτής λαμβάνει κέρδος από το κεφάλαιο του τέτοιο το οποίο να ξεπερνάει αυτό του ετήσιου τόκου, τότε έχουμε κέρδος πέραν του κανονικού και αυτό αποτελεί υπεραξία για τον επενδυτή. Αυτό το επιπλέον κέρδος το επιφέρει η επιχείρηση με τη λειτουργία της και αναφέρεται ως η υπεραξία της (goodwill) χρησιμοποιώντας τα υλικά (πόροι, κεφάλαιο κλπ) όπως επίσης και τα άυλα («καλή φήμη») αγαθά της.

Επίσης, οι μέτοχοι συχνά αντιμετωπίζουν το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης.

### 2.3 Εισαγωγικές έννοιες επί της αξίας των επιχειρήσεων

Μια επιχείρηση κρίνει ουσιαστικά την ύπαρξη της και την επιτυχία της, από την αποτίμηση της αξίας της, αυτής καθ' αυτής. Η επιχείρηση συνδυάζει τους παραγωγικούς συντελεστές που έχει στη κατοχή της και προσπαθεί να τους μετασχηματίσει σε κέρδος, δεδομένου των συνθηκών που επικρατούν επί της αγοράς και του οικονομικού περιβάλλοντος (τιμή, μισθοί, μεταβλητά και σταθερά κόστη, δείκτης ανάπτυξης κλάδου κλπ) Κατά κανόνα θα πρέπει η επιχείρηση να είναι σε θέση να υπερβαίνει τα έξοδα που χορηγεί για να αμοίβει αυτούς τους πόρους της, με περίσσειμα εσόδων στο τέλος της χρονιάς, όπου και θα πραγματοποιηθεί η καταμέτρηση των κόπων και των προσπαθειών της.

Γίνεται εν πολλοίς κατανοητό, πως η επιχείρηση, ως ένας καθαρά κερδοσκοπικός οργανισμός αποτιμά την αξία της ως ένα μέσο μέτρησης της αποδοτικής της (ή μη) λειτουργίας της.

Η καθαρά θέση της επιχείρησης (η διαφορά μεταξύ των περιουσιακών στοιχείων του ενεργητικού της μείον τα ξένα κεφάλαια τα οποία διαθέτει) βοηθά εν πολλοίς στην προσπάθεια των ερευνητών και των επιστημόνων να αποτιμήσουν την αξία της. Βεβαίως, η αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης δεν περιορίζεται μόνο στην καθαρά

λογιστική αξία, αλλά επηρεάζεται και από άλλους παράγοντες, όπως επί παραδείγματι η δυνητική αύξηση ή μείωση των κερδών της, η οποία δύναται να υπολογισθεί βάσει του ρυθμού ανάπτυξης ή ύφεσης της.

Αυτό δε, είναι δυνατό να φανεί ειδικότερα σε περίπτωση εξαγοράς της επιχείρησης από επενδυτές, οι οποίοι είναι σε θέση να διαπιστώσουν μια απόκλιση μεταξύ της καθαρής θέσης της επιχείρησης και της αγοραίας της αξίας. Εδώ λοιπόν είναι προφανές η διαφορά και η απόκλιση μεταξύ της λογιστικής αξίας και της οικονομικής αξίας της επιχείρησης. Για τον λόγο αυτόν, διαχωρίζουμε την μελέτη μας στο παρόν και στο επόμενο κεφάλαιο (3<sup>ο</sup>) ούτως ώστε να βοηθήσουμε τον αναγνώστη να μελετήσει σε βάθος, και από διαφορετικές οπτικές γωνίες την αποτίμηση της αξίας μια επιχείρησης.

Είναι σημαντικό εδώ, να επιστήσουμε την προσοχή στην έννοια της μεγιστοποίησης της αξίας της επιχείρησης. Η διαφορά των μεν από τις δε, μεθόδους αποτίμησης της αξίας ενέχει την έννοια του κινδύνου, τον τρόπο κατανομής των ταμιακών ροών ως προς το χρόνο, τη μέτρηση των κερδών της επιχείρησης και φυσικά επί των συμφωνημένων χρονικών ορίων που η ίδια η επιχείρηση έχει θέση εξ αρχής.

Κίνδυνος ενυπάρχει για τους επενδυτές, καθότι οι ίδιοι επενδύουν σε μια μελλοντική επένδυση δίχως να γνωρίζουν εξ αρχής την έκβαση των αποδόσεων των κεφαλαίων τους. Κατ' επέκταση, αυτό σημαίνει αβεβαιότητα. Κίνδυνος εν ολίγοις υπάρχει και αυξάνεται, όσο περισσότερη και υψηλότερη απόδοση υπόσχεται να επιφέρει μια επένδυση σε έναν δυνητικό επενδυτή. Η αναλογία αυτή η οποία γίνεται αντιληπτή έχει μεγάλη σημασία για την αποτίμηση της αξίας μια επιχείρησης καθώς προσδιορίζεται από την ικανότητα της επιχείρησης να επιτελέσει το έργο και την απόδοση την οποία υποσχέθηκε στον επενδυτή – μέτοχό της. Συνεπώς αντιλαμβανόμαστε πως όσο υψηλότερη είναι μια υποσχόμενη απόδοση, τόσο υψηλότερη είναι η αβεβαιότητα και ο κίνδυνος. Αντιστοίχως, όσο χαμηλότερη η απόδοση, τόσο χαμηλότερη η αβεβαιότητα και ο κίνδυνος για τον επενδυτή.

Μεγάλη όμως σημασία έχει και η κατανομή των ταμιακών ροών, και πως αυτές (και κυρίως πότε χρονικά) εισέρχονται ή εξέρχονται της επιχείρησης. Ο βραχυπρόθεσμος ή ο μακροπρόθεσμος ορίζοντας των ταμιακών ροών βασίζεται σε διαφορετικές προσεγγίσεις επί των αποδόσεων από έναν επενδυτή. Για παράδειγμα, ένας επενδυτής μπορεί να στοχεύει σε άμεσα αποτελέσματα και γρήγορο κέρδος, χωρίς πολλές φορές να ενδιαφέρεται για τη μακροπρόθεσμη αξία και καλή φήμη της επιχείρησης, και αντιστοίχως υπάρχουν επενδυτές οι οποίοι δεν ταλανίζονται εύκολα

από μεταβολές, θετικές ή αρνητικές, αλλά εφαρμόζουν ένα μακροχρόνιο πλάνο επενδυτικής στρατηγικής με μεγαλύτερο χρονικό ορίζοντα. Στη τελευταία περίπτωση ο επενδυτής βασίζει τις προσδοκίες του και τις πράξεις του στη μεγέθυνση της επιχείρησης, στο μακροπρόθεσμο κέρδος, και στην αύξηση των ρυθμών ανάπτυξης, βάσει της επενδυτικής φιλοσοφίας την οποία επέλεξε.

Σε αυτή τη πρόσεγγιση παίζουν ρόλο αρκετοί παράγοντες όπως η διαχρονική αξία του χρήματος, η μακροοικονομική προσέγγιση του κλάδου, της οικονομίας της χώρας και άλλοι, οι οποίοι καθορίζουν τις μελλοντικές ευνοϊκές συνθήκες απόδοσης υψηλών κερδών για τον επενδυτή.

Τα κέρδη των επενδυτών εν ολίγοις, και η μεγιστοποίηση του πλούτου του οποίου δέχονται δεν είναι άρρηκτα δεμένα με τις λογιστικές τεχνικές και τους κανονισμούς. Για παράδειγμα ενώ μπορεί τα κέρδη να διαφέρουν σημαντικά λόγω της εφαρμογής των κανόνων και των πρακτικών, η μεγιστοποίηση των κερδών και του πλούτου των επενδυτών μπορεί να αποφεύγει αυτού του είδους τα προβλήματα, στοχεύοντας καθαρά στην αποτίμηση των πραγματικών χρηματοροών.

#### 2.4 Πως όμως επιτυγχάνεται η μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης, το οποίο είναι και το ζητούμενο;

Σκοπός της διοίκησης κάθε επιχείρησης δεν είναι άλλος από την μεγιστοποίηση της συνολικής αξίας της. Εναλλακτικά, αναφέρεται και ως ο «πλούτος των μετόχων» καθότι αυτοί είναι οι κατέχοντες –ανα μεριδίου- της επιχείρησης. Για να επιτευχθεί όμως αυτός ο σκοπός η διοίκηση οφείλει να διαχειριστεί σωστά τους πόρους τους οποίους έχει στη διάθεση της, και να τους μετασχηματίσει τις δυνατότητες τους, σε κέρδος. Προς επίτευξη αυτού του σκοπού υπάρχουν τρεις βασικές κατευθύνσεις στις οποίες οφείλουν να κινούνται οι διοικούντες, και με αυτές εννοούμε την χρηματοοικονομική ανάλυση, τη χρηματοοικονομική οργάνωση, και την επαρκή χρηματοδότηση της επιχείρησης (για επαρκή ρευστότητα).

Ως χρηματοοικονομική ανάλυση εννοούμε την ανάλυση όλων εκείνων των παραγόντων, των δεικτών, των λογιστικών καταστάσεων, των παρελθόντων ιστορικών στοιχείων της επιχείρησης καθώς και των ισολογισμών και των μεγεθών της, ούτως

ώστε να εξακριβωθεί η κατάσταση της επιχείρησης. Αυτό οφείλεται να γίνεται για να έχουν γνώσει ανά πάσα στιγμή τη θέση και τη κατεύθυνση της επιχείρησης, με τη κατάλληλη εξαγωγή συμπερασμάτων.

Με τα συμπεράσματα της ανάλυσης αυτής, οι διοικούντες της επιχείρησης είναι πλέον σε θέση να προχωρήσουν σε ασφαλή συμπεράσματα, τα οποία πρώτα έχουν φιλτραριστεί από τα κατάλληλα στρατηγικά εργαλεία. Και ως στρατηγικά εργαλεία εννοούμε την ανάλυση SWOT της επιχείρησης, τη στρατηγικό επιχειρηματικό πλάνο, το πλάνο μάρκετινγκ, το πλάνο πωλήσεων, η ανάλυση του κύκλου ζωής των προϊόντων, κ.α.

Ουσιαστικά, η εγχάραξη των δυνατών και των αδύναμων σημείων της επιχείρησης είναι ο πρώτος παράγοντας για την μελλοντική εξασφάλιση της πορείας της επιχείρησης σε κατάσταση κερδοφορίας. Δεν είναι άλλο παρά η χρηματοοικονομική οργάνωση της επιχείρησης. Το περιβάλλον της επιχείρησης, το μακροοικονομικό και το μικροοικονομικό περιβάλλον, το τεχνολογικό, το νομικό, το οικολογικό περιβάλλον καθώς και το προφίλ των καταναλωτών της αγοράς αποτελούν σημαντικά εργαλεία στη χάραξη της στρατηγικής της επιχείρησης.

Είναι σημαντικό να αναφέρουμε που κατευθύνονται οι τοποθετούμενες επενδύσεις – κεφάλαια. Τα χρηματοοικονομικά κεφάλαια αυτά, εισέρχονται σε δύο κατηγορίες των στοιχείων του ενεργητικού της επιχείρησης. Στα πάγια, και στα κυκλοφορούντα στοιχεία. Το που θα τοποθετηθούν αφορά φυσικά το προορισμό και το σκοπό της τοποθέτησής τους. Μη παραγνωρίζουμε πως σκοπός παραμένει η καλύτερη δυνατή χρήση αυτών των πόρων. Στα πάγια στοιχεία τοποθετούμε εξοπλισμούς, κτίσματα, εγκαταστάσεις, οικόπεδα, μεταφορικά μέσα και γενικώς στοιχεία εκείνα του ενεργητικού που παρουσιάζουν μια μακροχρόνια παρουσία και αξιοποίηση στην επιχείρηση με τα οποία παρουσιάζουν εμπόδια στην άμεση, στιγμιαία, ρευστοποίηση τους. Αντιστοίχως, στοιχεία του κυκλοφορούν ενεργητικού τοποθετούνται εκείνα τα κεφάλαια τα οποία έχουν βραχύβιο χρονικό ορίζοντα, είναι πιο εύκολα ρευστοποιήσιμα έως και άμεσα. Ακόμη, μπορεί να τύχει οι διοικούντες μιας επιχείρησης να επιλέξουν να τοποθετήσουν τα κεφάλαια αυτά σε εξωγενείς δραστηριότητες, οι οποίες όμως έχει πιστοποιηθεί και επιβεβαιωθεί η οφέλεια αυτών των πόρων στη καλή φήμη και στην εν γένει λειτουργία και αποδοτικότητα της επιχείρησης.

Ως χρηματοδότηση της επιχείρησης, εννοούμε τις δύο μοναδικές και βασικές πηγές της. Τα Ίδια και τα Ξένα κεφάλαια (περαιτέρω ανάλυση παρακάτω, στη «Κεφαλαιακή Διάρθρωση»).

## 2.5 Κεφαλαιακή Διάρθρωση

Είναι σημαντικό να αναφερθούμε στην κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης. Υπό αυτόν τον όρο εννοούμε το ποσοστό κατανομής των κεφαλαίων, και κατά πόσο αυτά είναι ξένα ή ίδια κεφάλαια. Τα είδη κεφαλαίων τα οποία εισρέουν σε μια εταιρεία μπορεί να είναι δύο ειδών. Είτε ξένα, είτε ίδια. Ίδια κεφάλαια εννοούμε αυτά τα οποία συνεισφέρουν οι ίδιοι οι μέτοχοι. Αποτελούν εσωτερική κεφαλαιακή εισροή κάθε είδους, η οποία βοηθά προς την επίτευξη του σκοπού της εταιρείας. Ίδια κεφάλαια αποτελούν το μετοχικό κεφάλαιο και το υπόλοιπο των κερδών που μεταφέρεται εις νέον από την προηγούμενη χρήση, και αποτελούν το αποθεματικό. Αντίστοιχα, υπάρχουν και τα λεγόμενα «ξένα» κεφάλαια. Είναι τα κεφάλαια αυτά τα οποία σύλλεξε η εταιρεία από εξωτερικές πηγές, ουσιαστικά με τη μορφή δανεισμού. Τα ξένα κεφάλαια διακρίνονται βάσει της διάρκειας των υποχρεώσεων που δημιουργούν και επιμερίζονται σε βραχυπρόθεσμης διάρκειας, μεσοπρόθεσμης διάρκειας, και μακροπρόθεσμης διάρκειας δανεισμό. Τέτοιες περιπτώσεις προκύπτουν μέσω δανεισμού από τράπεζες, τρίτους, ή ακόμα και με τη μορφή εκμίσθωσης εξοπλισμού κλπ.

Σε αυτό το σημείο είναι σημαντικό να αναφέρουμε τη σημασία που έχει το ποσοστό «Ξένα» προς «Ίδια» κεφάλαια. Δηλαδή το ποσοστό στο οποίο έχει η επιχείρηση δανειστεί για να επιτύχει την κερδοφορία της.

Πιο συγκεκριμένα δείκτες όπως ο παραπάνω αποτελεί χρηματοοικονομικό δείκτη και υποδουκνύει τη θέση μιας εταιρείας.

Η πληροφορία του ποσοστού ξένων κεφαλαίων προς ιδίων αποτελεί μια πολύ σημαντική πληροφορία προς τους επενδυτές ή ακόμα και προς τους επίδοξους εξαγοραστές της επιχείρησης.

Ορίζεται από τη σχέση,

$$\text{Ξένα προς Ίδια Κεφάλαια} = \text{Ξένα} / \text{Ίδια κεφάλαια}$$



Αντίστοιχα, για το δείκτη του συνόλου της δανειακής επιβάρυνσης της επιχείρησης χρησιμοποιούμε τον δείκτη δανειακής επιβάρυνσης (ΔΔΕ).

$$\Delta\Delta\text{E} = \Xi\acute{\epsilon}\nu\alpha \text{ Κεφάλαια} / \text{Σύνολο Ενεργητικού}$$

Υπό μία προσέγγιση (NetIncomeapproach), μια επιχείρηση αυξάνει τη διεύρυνση των δανειακών της κεφαλαίων εφόσον υπό αυτή τη μέθοδο καταφέρνει να μειώνει το μέσο κόστος κεφαλαίων και ταυτόχρονα αυξάνει η αξία της επιχείρησης.

Κατά μία άλλη προσέγγιση (NetOperatingIncomeApproach), η κεφαλαιακή διάρθρωση δεν επηρεάζει την αξία της επιχείρησης.

Οι πιο γνωστοί εκφραστές αυτής της άποψης είναι οι Modigliani&Miller, οι οποίοι βασίζουν τη θέση τους στο γεγονός ότι οι τόκοι εκπίπτονται από το φορολογητέο εισόδημα με αποτέλεσμα τη μείωση του πραγματικού κόστους δανεισμού (ΚΔ) κάτω από το ονομαστικό επιτόκιο ( $i$ ), ήτοι:

$$\text{ΚΔ} = i (1 - \varphi)$$

Όπου  $\varphi$  = Φορολογικός συντελεστής εισοδήματος

## 2.6 Η εκτίμηση της Αξίας

Μπορεί να φανταστεί ο εκάστοτε αναλυτής, ερευνητής ή δυνητικός επενδυτής τη σημασία της εκτίμησης ή αποτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης, όταν σκεφθεί τη πολυπλοκότητα, τη δυσνόητη συνδεσιμότητα των μεγεθών μεταξύ τους, την ακανόνιστη ελευθερία (μερική ή άκρατη) των αγορών, την αβεβαιότητα που επικρατεί και διαμορφώνεται άλλοτε από το αόρατο χέρι του Άνταμ Σμίθ ή από κρατικές παρεμβάσεις του Κέϋνς.

Μέσα σε ένα τέτοιο πολύπλοκο περιβάλλον λοιπόν, η ικανότητα της αποτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης αποτελεί «όαση γνώσης» εντός μιας «ερήμου αβεβαιότητας». Κατά τη διαδικασία της αποτίμησης υπάρχουν κάποια σημεία τα οποία αξίζουν περαιτέρω προσοχής.

Ουσιαστικά, μιας εισαγωγή σε αυτό το πεδίο γνώσης είναι η χρήση διαφόρων μοντέλων. Αναφέρομαι σε ποσοτικά μοντέλα αποτίμησης τα οποία δίνουν ποσοτικοποιημένα αποτελέσματα έτοιμα προς χρήση και σύγκριση από τον ενδιαφερόμενο. Βεβαίως, είναι σημαντικό να πούμε πως κανένα μοντέλο δεν είναι πανάκεια. Παρακάτω θα έχουμε την ευκαιρία να δούμε διαφορετικά είδη μοντέλων, εκ των οποίων, όπως κάθε σύστημα ενός μοντέλου, κρίνεται η αξιοπιστία του και από την ποιότητα και την αξιοπιστία των εισροών του, προκειμένου να έχουμε και αξιοποιήσιμες και αξιόπιστες εκροές. Η ικανότητα συλλογής αμερόληπτων πληροφοριών και δεδομένων σε αυτό το σημείο είναι ζωτικής σημασίας για την εξαγωγή ασφαλών συμπερασμάτων.

Πληροφορίες που έχουν να κάνουν με τα περιουσιακά στοιχεία (υλικά, άυλα κλπ) , με τη φύση τους (πάγια, κυκλοφορούν στοιχεία), ή ακόμα και πιο λεπτομερείς πληροφορίες, είναι δυνατόν να κρίνουν το τελικό αποτέλεσμα και τη σημαντικότητα του. Σημαντική επίσης η ικανότητα ανατροφοδότησης επί των πληροφοριών, η αναέωση τους, και η ορθή χρήση τους, επί του σωστού εξεταζόμενου χρονικού πλαισίου. Κάθε δεδομένο και κάθε πληροφορία έχει διαφορετική σημασία και ερμηνεία. Για παράδειγμα , ενώ μπορεί ένας κλάδος να έχει αυξανόμενο ρυθμό ανάπτυξης, εντούτοις, ο λαθεμένος και σπάταλος τρόπος χρηματοδότησης μιας εταιρείας μέσα σε αυτόν, μπορεί να μην αποβεί επωφελής για την εταιρεία, και η αξία της να βαίνει μειούμενη.

Κάθε μοντέλο υπολογισμού της αξίας μιας επιχείρησης από μόνο του δεν αποτελεί εξασφάλιση της αξιοπιστίας των αποτελεσμάτων. Παρ' ότι ένα μοντέλο αποτελεί ένα προκαθορισμένο, μηχανιστικό μοτίβο διεργασιών, εντούτοις, εμπίπτει στον ανθρώπινο παράγοντα. Και εν τέλει, το ίδιο το αποτέλεσμα του μοντέλου υποπίπτει σε σφάλματα, από τη λάθος αξιολόγηση, χρήση και εισροή των δεδομένων στο μοντέλο αυτό. Σε αυτό προστίθεται η υπάρχουσα τάση του ανθρώπου να θεωρήσει την επένδυση του επιτυχημένη (λόγου πίστεως των πράξεων του) και να αξιολογήσει με υπερθετικό ζήλο τις μελλοντικές εισροές εσόδων, τη μελλοντική ρευστότητα στην αγορά κ.α.

Γι'αυτον ακριβώς το λόγο οφείλει ένας ερευνητής, αναλυτής ή επενδυτής να φερθεί ως επιστήμων και να πιστέψει μόνο στους αριθμούς και τα νούμερα τα οποία προκύπτουν από τις πράξεις δίχως να εισαγάγει προσωπικές εκτιμήσεις ή υποκειμενικές θεωρήσεις του επί του αποτελέσματος.

Έχοντας ως σκοπό την ορθή χρήση των μοντέλων υπολογισμού της αξίας, ο επενδυτής πρέπει να προσέξει τρεις σημαντικές τακτικές στη χρήση των μοντέλων

αυτών.

Πρώτων, ως είπαμε να αποφύγει την υποκειμενικότητα του. Να αντισταθεί στη καλή πίστη της επένδυσης του, ή των μελλοντικών κερδών που αυτή μπορεί να του αποφέρει και να σταθμίσει τα δεδομένα ορθά.

Δεύτερον, να χρησιμοποιήσει με φειδώ (frugality) τα δεδομένα τα οποία κατέχει στα χέρια του και μόνον αυτά τα οποία απαιτούνται από το μοντέλο για την εκτίμηση και αξιολόγηση μιας πλαισιωμένης υπόθεσης. Αυτή η τακτική μπορεί να οδηγήσει σε αξιόπιστα αποτελέσματα.

Τρίτον, θα πρέπει να διατηρηθεί η ποσοτικοποίηση των αποτελεσμάτων όπως αντίστοιχα εισάγουμε και ποσοτικοποιημένα δεδομένα. Αν για παράδειγμα υπάρχει αναντιστοιχία μεταξύ κέρδους οφέλους και κόστους ανάληψης της επένδυσης, είναι πιθανό αυτό να συμβαίνει λόγω της όλο και περισσότερης λεπτομερούς τοποθέτησης δεδομένων στο μοντέλο μας. Σημασία έχει λοιπόν να διατηρήσουμε εμείς, ως ανθρώπινος παράγοντας, μια ισοροπία μεταξύ οφέλους – κόστους όσο το δυνατόν περισσότερο.

## 2.7 Διαχωρισμός Λογιστικής από την Οικονομική αξία

Επιπροσθέτως, είναι σημαντικό να διακρίνουμε τη διαφορά μεταξύ της δημιουργίας αξίας για την επιχείρηση, από την δημιουργία αξίας για τους επενδυτές. Η πρώτη, αναφέρεται ως λογιστική αξία της επιχείρησης, ενώ η δεύτερη, ως οικονομική αξία καθότι λαμβάνει υπόψιν και το κόστος ευκαιρίας των κεφαλαίων των μετόχων. Σε προηγούμενα σημεία εξηγήσαμε τη κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης.

Με βάση αυτή τη γνώση λοιπόν, ως λογιστική αξία μιας επιχείρησης προσδιορίζουμε την καθαρή της θέση. Δηλαδή, τη διαφορά των περιουσιακών στοιχείων του ενεργητικού της, μείον τα ξένα κεφάλαια τα οποία διαθέτει. Σε αυτό το σημείο, είναι χρήσιμο να εισαγάγουμε και την έννοια της «αγοραίας» αξίας μιας επιχείρησης. Η αγοραία αξία της είναι μια επταυξημένη αξία η οποία σε περίπτωση εξαγοράς/πώλησης, περιλαμβάνει την λογιστική αξία της επιχείρησης, συν την αξία της μελλοντικής αποδοτικότητας της επιχείρησης (εκτιμώμενη κατά την ικανότητα της να επιφέρει

κερδοφορία). Η έννοια της λογιστικής και της αγοραίας αξίας μιας επιχείρησης απαντούν στην ανάγκη των εμπλεκόμενων μερών μιας επιχείρησης για μία αντικειμενική εκτίμηση της κατάστασης και της αξίας μιας επιχείρησης. Αυτή η οπτική γωνία είναι χρήσιμη και για τα άτομα στο εσωτερικό της επιχείρησης, καθώς τους υποδεικνύει κατά πόσο τα βήματα τους στην λειτουργία της επιχείρησης βαίνουν προς το σωστό πλαίσιο. Καθώς επίσης είναι το ίδιο χρήσιμη και για τα εξωτερικά μέλη μιας εταιρείας, οι οποίοι έχουν ανάγκη να εκτιμήσουν την πιθανότητα μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης. Η επιστημονική και αντικειμενική προσέγγιση προσδιορισμού της αξίας της επιχείρησης μειώνει αισθητά το πλαίσιο αβεβαιότητας μέσα στον οποίο κινούνται τα άτομα του επιχειρηματικού κόσμου.

## 2.8 Λογιστική μέθοδος αποτίμησης της αξίας

Στο παρόν κεφάλαιο θα αναφέρουμε τις δομικές μεθόδους αποτίμησης της αξίας των επιχειρήσεων, εντούτοις, θα ασχοληθούμε μόνο με τη λογιστική μέθοδο προσδιορισμού της αξίας μιας επιχείρησης.

Οι δομικές μέθοδοι αποτίμησης της αξίας είναι οι κάτωθι τρεις:

- Μέθοδοι οι οποίες στηρίζονται εξολοκλήρου σε λογιστικά δεδομένα και μόνον (οι οικονομικές καταστάσεις τις οποίες και δημοσιεύει η εκάστοτε επιχείρηση). Αναφορικά πρόκειται για παραδοσιακές μεθόδους αποτίμησης των επιχειρήσεων, βάσει των οποίων ο προσδιορισμός και η αποτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης απορρέει από την εκτίμηση της αξίας κυρίως των πάγιων περιουσιακών στοιχείων τα οποία διαθέτει. Μεταξύ άλλων, η δημοφιλέστερη μέθοδος είναι η κατηγορία της λογιστικής αξίας (BookValue).

- Μέθοδοι οι οποίες στηρίζονται στα στοιχεία της αγοράς. Τρανό παράδειγμα τέτοιων μεθόδων αποτελεί η μέθοδος των Πολλαπλασιαστών (Multiples) ή των Ομοειδών Επιχειρήσεων της Αγοράς (Comparable Firms). Σύμφωνα με αυτή τη μέθοδο αυτή η εκτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης βασίζεται στον τρόπο με τον οποίο αποτιμά η αγορά ομοειδείς ή συγκρίσιμες επιχειρήσεις. Στηρίζεται δεόντως στη σύγκριση και την ανάλυση των επιχειρήσεων ενός ίδιου κλάδου ή ακόμα και όλων των εταιρειών του εσωτερικού ή του εξωτερικού. Ακόμη η ανάλυση των δεικτών των πολλαπλασιαστών

του κλάδου αποτελεί βασική προϋπόθεση αποτίμησης της αξίας καθώς όπως θα δούμε και παρακάτω όπου αναλύονται διεξοδικά οι δείκτες των πολλαπλασιαστών, αποτελούν σημαντικότερο εργαλείο στην προσπάθεια ενός αναλυτή ή επενδυτή προς την αποτίμηση μιας επιχείρησης. Βασική προϋπόθεση της μεθόδου αυτής αποτελεί φυσικά η ύπαρξη κερδών, επί των οποίων υπολογίζονται οι διάφοροι πολλαπλασιαστές.

- Μέθοδοι οι οποίοι βασίζονται στην προεξόφληση των ταμιακών ροών. Στο επόμενο κεφάλαιο θα αναπτύξουμε διεξοδικά τη φύση της μεθόδου αυτής καθώς και τα μοντέλα αποτίμησης προστιθέμενης αξίας τα οποία βασίζονται επί των οικονομικών μεγεθών. Σύμφωνα με τη μέθοδο των προεξοφλητικών ταμιακών ροών η αξία οποιασδήποτε εταιρείας προσδιορίζεται από τέσσερις παράγοντες. Την ικανότητα της επιχείρησης να δημιουργεί η ίδια ταμιακές ροές, τον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης της (growthrate), το χρονικό διάστημα που απαιτείται προκειμένου η επιχείρηση να επιτύχει ένα σταθερό ρυθμό ανάπτυξης και το κόστος κεφαλαίου. Μεταξύ των υπολοίπων μοντέλων αποτίμησης και λοιπών οικονομικών εργαλείων θα αναφερθούμε διεξοδικά σε αυτά στο 3<sup>ο</sup> κεφάλαιο της εργασίας.

## 2.9 Μέθοδοι αποτίμησης βασισμένες επί των Λογιστικών Δεδομένων

Η παραδοσιακή αντίληψη αποτίμησης μιας εταιρείας βασίζεται στη θεωρία ότι η αξία της βασίζεται εξ ολοκλήρου στον ισολογισμό της και αντανακλάται διαμέσου των λογιστικών εγγράφων. Η μέθοδος της λογιστικής αξίας είναι μια από τις πιο συχνές και ταυτόχρονα παραδοσιακές μεθόδους αποτίμησης. Σύμφωνα με αυτή τη μέθοδο η αξία μιας επιχείρησης ισούται απλώς με το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων και των αποθεματικών της επιχείρησης που εμφανίζονται στον ισολογισμό της. Αντιστοίχως, η αξία των συνολικών ιδίων κεφαλαίων μπορεί να υπολογιστεί αφαιρώντας από το σύνολο του ενεργητικού, το σύνολο των υποχρεώσεων οι οποίες εμφανίζονται στο σκέλος του παθητικού.

Ας κάνουμε μια υπόθεση εργασίας χρησιμοποιώντας ένα απλοϊκό παράδειγμα.

Ας υποθέσουμε ότι υπάρχει η επιχείρηση «Δέλτα» με τον κάτωθι ισολογισμό.

Ενεργητικό		Παθητικό	
Πάγια	100	Ίδια Κεφάλαια	100
Αποθέματα	50	Μακ/σμες Υποχρεώσεις	50
Λογ/σμοί Εισπρακτέοι	20	Βραχ/σμες Υποχρεώσεις	10
Ταμειακά Διαθέσιμα	10	Λογ/σμοί Πληρωτέοι	20
Σύνολο Ενεργητικού	180	Σύνολο Παθητικού	180

Είναι εμφανές ότι η αξία των ιδίων κεφαλαίων μπορεί να υπολογισθεί αν από το σύνολο του ενεργητικού αφαιρεθεί το σύνολο των υποχρεώσεων (εν ολίγοις,  $180 - 20 - 10 - 50 = 100$ )

Βεβαίως, ο προσδιορισμός της αξίας της επιχείρησης Δέλτα με αυτό το τρόπο διαθέτει τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα του. Σαφώς και είναι απλοϊκός στη πράξη για εξαγωγή γρήγορων αποτελεσμάτων βασισμένων επί των λογιστικών μεγεθών. Όμως, δεν αποτελεί πάντοτε μια αξιόπαινη λύση, καθότι το τελικό αποτέλεσμα μπορεί να είναι εντελώς παραπλανητικό, εάν αναλογιστεί κανείς τη πιθανότητα παραποίησης των αποτυπομένων λογιστικών μεγεθών στον ισολογισμό.

Γι'αυτό το λόγο και ως μια πρότερη δικλείδα ασφαλείας για τον ερευνητή υπάρχει η μέθοδος της αναπροσαρμοσμένης λογιστικής αξίας (AdjustedBookValue). Πρόκειται περισσότερο ως μέθοδος για τις εισηγμένες επιχειρήσεις. Η αξία της επιχείρησης απορρέει και εδώ διαμέσω του ιστορικού κόστους των συνολικών ιδίων κεφαλαίων (συμπεριλαμβανομένου και των αποθεματικών) της πλέον πρόσφατης διαθέσιμης οικονομικής περιόδου, τα οποία όμως διερευνώνται και αναδιαμορφώνονται βάσει των παρατηρήσεων των ορκωτών λογιστών & ελεγκτών. Επί παραδείγματι, μπορεί να προκύψει η αφαίρεση ενδεχόμενων αρνητικών υπεραξιών, προβλέψεων για επισφαλείς απαιτήσεις και αμφισβητούμενων οφειλών της εταιρείας. Η αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης με αυτή τη μέθοδο δεν συμπεριλαμβάνει στον υπολογισμό της τα «άυλα αγαθά» της επιχείρησης (όπως για παράδειγμα η καλή φήμη και η πελατεία της επιχείρησης, η δυνατότητα της εταιρείας να επιτύχει μελλοντικών κερδών, το δίκτυο των πωλήσεων της κλπ). Ουσιαστικά, η προσέγγιση της αναπροσαρμοσμένης λογιστικής αξίας είναι μια προσπάθεια των ανθρώπων να μπορέσουν να ξεπεράσουν

τις ατέλειες της απλής μεθόδου της λογιστικής αξίας, και να επιτύχουν μέσω παρατηρήσεων και μιας αληθούς συσχέτισης μεταξύ των λογιστικά καταγεγραμμένων μεγεθών και των πραγματικών μεγεθών της επιχείρησης.

Με βάση τα παραπάνω, η αναδιαμόρφωση του πίνακα για την επιχείρηση Δέλτα θα ήταν ως εξής:

Ενεργητικό		Παθητικό	
Πάγια	130	Ίδια Κεφάλαια	130
Αποθέματα	60	Μακ/σμες Υποχρεώσεις	50
Λογ/σμοί Εισπρακτέοι	10	Βραχ/σμες Υποχρεώσεις	10
Ταμειακά Διαθέσιμα	10	Λογ/σμοί Πληρωτέοι	20
Σύνολο Ενεργητικού	210	Σύνολο Παθητικού	210

Συνεπώς, η αναδιαμόρφωση της λογιστικής αξίας της επιχείρησης Δέλτα μας επιφέρει αλλαγή. Υπερβαίνει την απλή λογιστική αξία που γνωρίζαμε πρότερα, κατά επιπλέον 30 χρηματικές μονάδες.

### Η αξία Ρευστοποίησης

Ορίζουμε ως αξία ρευστοποίησης την αξία την οποία μπορεί η επιχείρηση να εκλάβει άμεσα από την αγορά, εάν αυτή (η επιχείρηση δηλαδή) αποφάσιζε άμεσα να πωλήσει τα περιουσιακά της στοιχεία. Με άλλα λόγια, η αξία ρευστοποίησης προκύπτει εάν πωληθούν τα πάγια στοιχεία της επιχείρησης και είναι δυνατόν να εξοφλούνται το σύνολο των υποχρεώσεων της.

Πιο συγκεκριμένα, η μέθοδος αυτή μπορεί να χρησιμοποιηθεί σε εταιρείες που διαθέτουν πάγια περιουσιακά στοιχεία σημαντικής αξίας τα οποία φυσικά μπορούν να πωληθούν ως ξεχωριστές μονάδες. Για παράδειγμα αυτή η μέθοδος θα ήταν ιδιαίτερα χρήσιμη σε μια εταιρεία που δραστηριοποιείται στο κλάδο της κτηματομεσιτικής δραστηριότητας. Θα ήταν μια ιδανική μέθοδος καθώς τα περιουσιακά στοιχεία που θα διέθετε μια τέτοια υποθετική επιχείρηση μπορούν να πωληθούν ξεχωριστά και

ταυτόχρονα, να έχουν μια ευγνωσμένη, υπολογίσιμη αξία. Αντιθέτως βέβαια, ο προσδιορισμός της αξίας μιας επιχείρησης διεθνών εμπορεύσιμων και αναγνωρίσιμων προϊόντων, όπως είναι ο κλάδος των FastMovingConsumerGoods (FMCG) δύσκολα θα μπορούσε να επωφεληθεί από αυτή τη μέθοδο. Αν για παράδειγμα υπήρχε μια τέτοια εταιρεία στον προαναφερθέντα κλάδο υπό την ονομασία “Zax” και αφορούσε αποσμητικά σκευάσματα στο λιανεμπόριο, δεν θα ήταν δυνατό ούτε δόκιμο, μήτε χρήσιμο, να χρησιμοποιηθεί ο συγκεκριμένος τρόπος αποτίμησης της αξίας.

Εν γένει, η αξία της ρευστοποίησης υπολογίζεται με την αφαίρεση από τα αναπροσαρμοσμένα συνολικά ίδια κεφάλαια των άμεσα ρευστοποιήσιμων εξόδων της επιχείρησης (π.χ. πληρωμές φόρων, καταβολή αποζημιώσεων στο προσωπικό, κλπ)

Στα θετικά αυτής της μεθόδου θα λέγαμε πως είναι περιπτώσεις όπως όταν ένας επενδυτής επιθυμεί να πραγματοποιήσει μια τυχαία αγορά και μια επίσης τυχαία ρευστοποίηση σε άμεσο ή μεταγενέστερο χρόνο, των περιουσιακών της στοιχείων. Επίσης θα ωφελούσε στην εξαγορά μιας επιχείρησης η οποία θα ήτο ζημιογόνος, χωρίς μελλοντική προοπτική η οποία θα βαίνει σε εκκαθάριση. Η αξία της ρευστοποίησης είναι γνωστό πάντως ότι εκφράζει την ελάχιστη αξία της επιχείρησης. Και αυτό γιατί όπως έχει διαφανεί μέσω ερευνών πως η αξία μιας δραστήριας επιχείρησης υπερβαίνει πάντοτε την αξία της ρευστοποίησης της, δεδομένου ότι διαθέτει άυλα και άλλα περιουσιακά στοιχεία τα οποία δεν λαμβάνονται υπόψιν.

### Η αξία αντικατάστασης

Η αξία αντικατάστασης αντιπροσωπεύει την επένδυση που απαιτείται για τη δημιουργία μιας επιχείρησης με πανομοιότυπα πρότυπα και συνθήκες λειτουργίας όπως η εταιρεία με την οποία πρόκειται να αποτιμηθεί. Με πιο σαφή και περιεκτικά λόγια, μπορούμε να πούμε ότι μέσω της μεθόδου αυτής γίνεται εκτίμηση του κόστους που απαιτείται προκειμένου να αντιγραφούν ή να αντικατασταθούν τα πάγια περιουσιακά στοιχεία που χρησιμοποιεί σήμερα η συγκεκριμένη επιχείρηση, λαμβάνοντας υπόψιν όμως και την τεχνολογική απαξίωση την οποία βιώνει. Είναι ουσιαστικά η ακριβώς αντίθετη διαδικασία και μέθοδος αποτίμησης από εκείνη της αξίας ρευστοποίησης.

Ως γενική αρχή ισχύει ότι η τελευταία δεν θα πρέπει να περιλαμβάνει την αξία εκείνων των παγίων στοιχείων τα οποία δεν έχουν ενεργή και δραστήρια συμμετοχή στις λειτουργίες της επιχείρησης. Ένα τέτοιο παράδειγμα θα μπορούσε να ήταν η αξία ενός



ανεκμετάλλευτου κτιριακού εξοπλισμού. Επιπρόσθετα, υπάρχουν τρεις κατηγορίες αξίας αντικατάστασης:

- Μικτή Αξία αντικατάστασης: Ουσιαστικά πρόκειται για την αξία των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης, αποτιμημένα σε τρέχουσες τιμές. Εάν θυμηθούμε το παράδειγμα της εταιρείας Δέλτα, θα μπορούσαμε να πούμε πως η αξία αυτή είναι ίση με το σύνολο του ενεργητικού στον αναδιαμορφωμένο πίνακα (τον 2<sup>ο</sup>).
- Μειωμένη Μικτή Αξία αντικατάστασης: Εδώ ουσιαστικά πρόκειται για την ίδια μικτή αξία αντικατάστασης αφαιρούμενη όμως της αξίας των βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων της επιχείρησης προς τρίτους. Αν θυμηθούμε το απλό παράδειγμα μας της επιχείρησης Δέλτα στον αναδιαμορφωμένο πίνακα προκύπτει ότι η αξία αυτή της επιχείρησης είναι ίση με το σύνολο του παθητικού μείον τις μακροπρόθεσμες και βραχυχρόνιες υποχρεώσεις.
- Καθαρή ή Διορθωμένη Αξία αντικατάστασης: Η καθαρή αξία αντικατάστασης, προκύπτει εάν αφαιρεθούν οι υποχρεώσεις της επιχείρησης από τη μικτή αξία αντικατάστασης. Με άλλα λόγια πρόκειται για την αναπροσαρμοσμένη αξία των συνολικών κεφαλαίων.

Σε αυτή τη κατηγορία υπάρχουν επίσης δύο ομαδοποιημένες υποκατηγορίες μεθόδων.

1) Εστιάζοντας στα λογιστικά κέρδη της επιχείρησης:

- Η μέθοδος κεφαλαιοποίησης του μέσου όρου (των πιθανών) κερδών της επομένης περιόδου και της υπόλοιπης καθαρής θέσης.
- Η μέθοδος της κεφαλαιοποίησης του μέσου όρου των οργανικών κερδών της προηγούμενης περιόδου
- Η μέθοδος της επιτροπής κεφαλαιαγοράς

A. Μέθοδος κεφαλαιοποίησης του μέσου όρου των πιθανών κερδών της επόμενης περιόδου και της υπόλοιπης καθαρής θέσης.

Σε αυτή τη μέθοδο ο επενδυτής συγκρίνει, ως οφείλει άλλωστε, την απόδοση του κεφαλαίου που προκύπτει από την επένδυση σε μια επιχείρηση, με την επένδυση που θα προέκυπτε εάν τοποθετούσε σε άλλη επένδυση τα χρήματα του. Ουσιαστικά αναφερόμαστε στο κόστος ευκαιρίας του επενδυτή.

Με άλλα λόγια, οφείλει να συγκρίνει τα κέρδη που προκύπτουν ετησίως με αυτά που θα αποκόμιζε εάν τοποθετούσε τα χρήματα του σε άλλη επένδυση (με παρόμοιο συντελεστή κινδύνου). Την ίδια σύγκριση πραγματοποιούμε και εμείς στη καθημερινότητα μας όταν επί παραδείγματι συγκρίνουμε την απόδοση του εισοδήματος των τόκων που θα είχαν τα χρήματα μας στη τράπεζα αν απλά τα τοποθετούσαμε εκεί, με το να τα επενδύαμε σε μια επιχείρηση και να αναμέναμε από τη λειτουργία της επιχείρησης αυτής, να μας αποφέρει κάποια κέρδη πίσω ως απόδοση.

Συνοψίζοντας, στη μέθοδο αυτή κυριαρχεί η λογική στον επενδυτή πως ο αγοραστής πρέπει να λάβει από την επένδυση του τέτοια κέρδη που να ισοδυναμούν –έστω- με το εισόδημα από τόκους που θα αποκόμιζε από τη τοποθέτηση των κεφαλαίων του σε οποιαδήποτε άλλη επένδυση ίσου κινδύνου.

B. Η μέθοδος της κεφαλαιοποίησης του μέσου όρου των οργανικών κερδών της προηγούμενης περιόδου

Η λογική της μεθόδου αυτής εισάγει μια διαφορετική προσέγγιση για την αξία της επιχείρησης. Η αξία της επιχείρησης σε αυτή τη περίπτωση (εάν αποφασιστεί από επενδυτή να εισέλθει σε αυτή με ίδια κεφάλαια) είναι αυτή όπου απόδίδει εισόδημα τέτοιο, και σε ετήσια βάση, ίσο με το μέσο όρο των ετησίων κερδών της επιχείρησης.

Ουσιαστικά εδώ, ο επιτεύξιμος μέσος όρος των καθαρών οργανικών κερδών κεφαλαιοποιείται. Με βάση χρόνου τα προηγούμενα έτη (συνήθως τα προηγούμενα τρία ή και παραπάνω έτη). Έτσι, ολόκληρη η αξία της επιχείρησης είναι ίση με την αρχική αξία μιας ετήσιας ράντας εις το διηνεκές, της οποίας ο ετήσιος ορος είναι ο μέσος όρος των επιτεύξιμων κερδών των τελευταίων τεσσάρων ετών.

$A = \text{Μέσα Ετήσια Καθαρά Κέρδη} \times [1 - (1 + i)^{-\infty}] / i$

όπου  $i$  = επιτόκιο

και  $\infty$ , το σύμβολο το απείρου

### C. Η μέθοδος της επιτροπής κεφαλαιαγοράς

Αντίστοιχα, η επιτροπή κεφαλαιαγοράς διαθέτει τη δική της μέθοδο αποτίμησης αξίας μιας επιχείρησης. Συγκεκριμένα, και ειδικότερα για την αποτίμηση της αξίας μετοχών των επιχειρήσεων εκείνων όπου δεν έχουν εισαχθεί στο χρηματιστήριο και περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο των αμοιβαίων κεφαλαίων, η Ε.Κ. (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς) ακολουθεί την εξής μαθηματική αλληλουχία:

(Πραγματική Καθαρή Θέση + Μέσος όρος Κερδών Τελευταίας 3ετίας x 12) / 2

#### 2) Εστιάζοντας στις αγοραίες τιμές αντίστοιχων επιχειρήσεων

Για την αποτίμηση της αξίας των επιχειρήσεων χρησιμοποιούνται διαφορετικές τεχνικές. Οι τεχνικές οι οποίες ασχολούνται με τη καταμέτρηση των ελεύθερων ταμειακών ροών θα μας απασχολήσουν στο επόμενο κεφάλαιο. Στο παρόν κεφάλαιο θα εστιάσουμε περισσότερο στη τεχνική του σχετικού προσδιορισμού της αξίας μιας επιχείρησης μέσω της εκτίμησης της αξίας της εν συγκρίσει με τις αντίστοιχες επιχειρήσεις του κλάδου.

Η τεχνική σχετικού προσδιορισμού της αξίας των επιχειρήσεων όπως αποτελεί η πληθώρα δεικτών αγοραίας αξίας τους οποίους και θα δούμε παρακάτω, διαθέτει πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα.

Στα πλεονεκτήματα της συγκαταλέγεται το γεγονός ότι αποτελεί μια πιο απλοποιημένη υπόδειξη της αξίας μιας επιχείρησης, παρέχοντας την ικανότητα παρουσίασης των αποτελεσμάτων και σε μη τεχνοκράτες.

Η τεχνική αυτή προσθέτει επίσης στα προτερήματα της το γεγονός ότι πλησιάζει περισσότερο τους δείκτες των αγορών διότι παραθέτει τα αποτελέσματα της σε σχετικούς, από ότι σε απόλυτους αριθμούς.

Αντιστοίχως, τα μειονεκτήματα της συγκεκριμένης τεχνικής είναι η «οχι σε βάθος» επισκόπηση της επιχείρησης καθώς επίσης και το γεγονός ότι λόγω του ότι η αξία της επιχείρησης αποτιμάται συγκριτικά, για αυτόν τον λόγο δεν λαμβάνονται υπόψιν τα ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα, ή αντίστοιχα τα μειονεκτήματα, τα οποία οδήγησαν στο αποτέλεσμα της αποτίμησης αυτού καθ' αυτού. Ακόμη, είναι σημαντικό να αναφέρουμε ότι η αξία μιας επιχείρησης δύναται να εκτιμηθεί με βάση τη τάση του συνόλου του κλάδου και όχι αποκλειστικά από το σύνολο των δικών της ενεργειών και πράξεων.

Σε αυτό το σημείο, να σημειώσουμε πως οι δείκτες της εν λόγω τεχνικής αναφέρονται και ως «πολλαπλασιαστές». Η μέθοδος των πολλαπλασιαστών ακολουθεί διεξοδικά παρακάτω επί τη μορφή διαφόρων δεικτών:

- Ο λόγος αγοραίας τιμής προς κέρδη (P/E):

Ο δείκτης αυτός ορίζεται ως εξής:

$$PEratio = (Price) / (EarningsPerShare)$$

Σε αυτόν τον δείκτη τοποθετούμε την αγοραία τιμή της μετοχής στον αριθμητή και τα κέρδη ανά μετοχή στον παρανομαστή. Αυτός ο δείκτης (όπως και κάθε δείκτης από μόνος του) δεν είναι σε θέση να μεταφέρει μια ολιστική εικόνα στον επενδυτή ή τον ενδιαφερόμενο. Όμως, προσφέρει ένα ουσιαστικό εργαλείο αξιολόγησης μιας επιχείρησης καθότι εμπλέκει την τιμή της μετοχής, και τα κέρδη που αυτή επιφέρει (ανά μετοχή). Έτσι, είναι σε θέση ο εκάστοτε επενδυτής ή ενδιαφερόμενος να εκτιμήσει την αποτίμηση της αξίας της εκάστοτε επιχείρησης βάσει της επιστροφής των κερδών ανά μετοχή. Ουσιαστικά ο δείκτης αποτιμά πόσα είναι διατεθειμένοι οι εκάστοτε επενδυτές να πληρώσουν για τα κέρδη της δυνητικής εταιρείας. Είναι σημαντικό να αναφέρουμε πως για την παραγωγή σημαντικών αποτελεσμάτων, οφείλει ο επενδυτής να συσχετίσει το αποτέλεσμα του δείκτη αυτού, και με άλλους δείκτες για να έχει μια ολοκληρωμένη εικόνα επί της εξεταζόμενης εταιρείας. Πιο συγκεκριμένα, ο μέσος όρος του δείκτη αυτού ίσως να επιφέρει μια καλύτερη εκτίμηση της δυνητικής εταιρείας. Ακόμη και άλλοι αντίστοιχοι τέτοιοι δείκτες (P/E) του κλάδου ή άλλων εταιρειών είναι σε θέση να δώσουν μια σαφέστερη εικόνα στον επενδυτή διαμέσου της σύγκρισης. Σε αυτό το σημείο να αναφέρουμε τη σημαντικότητα και του χρονικού προσδιορισμού των συγκρίσεων αυτών, καθώς η σύγκριση διαφορετικών χρονικών περιόδων επί του ίδιου δείκτη επιφέρει μια ολοκληρωμένη άποψη στον επενδυτή. Επιπροσθέτως, είναι σημαντικό να προσέξει ο εκάστοτε επενδυτής τη φύση των κερδών που χρησιμοποιούνται στον δείκτη αυτόν (π.χ. κέρδη ανά μετοχή, κέρδη προ φόρων, κέρδη μετά φόρων κ.α.) ώστε να υπάρχει πάντοτε συσχέτιση επί ομοίων μεγεθών για την παραγωγή ασφαλών συμπερασμάτων. Ειδάλλως, εγκυμονεί ο κίνδυνος να υποπέσει ο επενδυτής σε λογιστικές στρεβλώσεις και να μην καταφέρει να εξάγει τη πραγματική θέση της εταιρείας. Τέλος, να αναφέρουμε πως παρά την μεταβολή των κερδών, οι μελλοντικές εκτιμήσεις παραμένουν πιο ασφαλείς από οποιαδήποτε άλλο οικονομικό μέγεθος.

- Λόγος αγοραίας τιμής / κέρδη, προς το ρυθμό ανάπτυξης

Ο δείκτης αυτός ορίζεται ως εξής:

$$\text{PEG} = (\text{PE ratio}) / (\text{Expected Growth Rate})$$

Λαμβάνοντας υπόψιν τον δείκτη αυτόν, η μελλοντική αξία μιας εταιρείας η οποία αναπτύσσεται με αργό ρυθμό, θα έχει ελάχιστες μεταβολές και αντιστοίχως, εάν έχει γοργό ρυθμό ανάπτυξης είναι πιθανότερο να επιτύχει μεγάλη μελλοντική αξία. Πάντοτε φυσικά υπό ενός καθεστώσ *CeterisParibus*. Ο επενδυτής σε αυτό το σημείο πρέπει να διερωτηθεί, «είναι αρκετά ασφαλής ένδειξη ένας υψηλός δείκτης PEG για τη μελλοντική αξία της υπό εξέτασης εταιρείας;». Η αλήθεια βρίσκεται πάντοτε υπό ποιο πρίσμα το εξετάζει ο επενδυτής. Διότι παρ' ότι όντως είναι μια καλή ένδειξη μελλοντικής κερδοφορίας, εντούτοις, ο δείκτης αυτός από μόνος του δεν είναι σε θέση να εξασφαλίσει την επιτυχία της επενδύσεως εκ μέρους του επενδυτή. Καλό θα ήταν να προστεθεί σε αυτή την εξέταση και η αξιολόγηση της κεφαλαιακής δομής της επιχείρησης, όπως επίσης και ο κίνδυνος που ενυπάρχει από τις μεταβολές του ρυθμού ανάπτυξης της.

- Ο λόγος αγοραίας τιμής προς λογιστική αξία επιχείρησης

Ο δείκτης αυτός ορίζεται ως εξής:

$$\text{P/BV} = (\text{Price Per Share}) / (\text{Book Value of Equity Per Share})$$

Ο συγκεκριμένος δείκτης φέρνει σε σύγκριση τη τρέχουσα αξία της μετοχής μιας επιχείρησης (αριθμητής) , με τη λογιστική αξία της επιχείρησης (παρανομαστής). Από τη σύγκριση αυτή προκύπτει ένας περισσότερο ασφαλής τρόπος εξαγωγής συμπερασμάτων βάσει αναλυτών που πρόσκεινται στη συντηρητική λογιστική σχολή. Παρ' όλη την εμφάνιση του δείκτη αυτού ως σχετικά καλύτερη επιλογή σε σχέση με τους δείκτες που παρουσιάζουν την αξία της σε σχέση με τα κέρδη της, έχει και αυτός, όπως και κάθε δείκτης τα μειονεκτήματά του. Πιο συγκεκριμένα, σε ότι αφορά την αξία των παγίων περιουσιακών στοιχείων μιας υπό εξέταση επιχείρησης ενδέχεται να παρουσιάζονται διαφοροποιήσεις από την πραγματική της αξία. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα σε μια μελλοντική εξέταση των στοιχείων να μην υπάρχει ακριβής

εξακρίβωση των μεγεθών και δυστυχώς να υπάρξει, επί παραδείγματι, μια χαμηλότερη αξία των στοιχείων αυτών. Κάτι, το οποίο εάν όντως προκύψει, θα επιφέρει μια αντίστοιχη μεταβολή και στον δείκτη αυτό. Ας σκεφτούμε δε, τι μπορεί να συμβεί σε εταιρείες οι οποίες βασίζουν την επιχειρηματική τους δραστηριότητα σε αύλα περιουσιακά στοιχεία, όπως πατέντες ή εμπορικά σήματα, τίτλους, κλπ, τα οποία όμως δεν εμφανίζονται στον ισολογισμό. Εκεί είναι βέβαιο πως η λογιστική αξία διαφέρει της πραγματικής. Για το λόγο αυτό είναι χρήσιμο ένας επενδυτής να εξετάζει όλες τις εκφάνσεις μια υπό εξέτασης εταιρείας προτού προβεί σε αγορά ή σύζευξη εταιρειών.

Αντιστοίχως, τα προβλήματα που προκύπτουν από τη χρήση αυτού του δείκτη, επικαλύπτονται από τη χρήση του δείκτη «Λόγος αγοραίας αξίας προς κόστος αντικατάστασης»

- Λόγος αγοραίας αξίας προς κόστος αντικατάστασης

Ο δείκτης αυτός ορίζεται ως εξής:

$$TQ = (\text{Market Value of assets in place}) / (\text{replacement cost of assets in place})$$

Ο δείκτης αυτός πήρε το όνομα του (TQ) από τον δημιουργό του, James Tobin. Ο οποίος προσπάθησε να καλύψει την ανάγκη του για ασφαλέστερη εξαγωγή συμπερασμάτων από τον προηγούμενο δείκτη, καθώς και από τη πλειοψηφία των παραδοσιακών λογιστικών μεθόδων ευρύτερα. Στην ουσία, ο Tobin εισήγαγε μια νέα οπτική στην οποία συνέκρινε την αγοραία αξία ενός παγίου (όπως και μιας επιχείρησης) με το κόστος το οποίο ενείχε η αντικατάστασή του. Αυτή η νοοτροπία εκπροσωπείται από τον δείκτη αυτόν τον οποίον και ονομάζουμε TobinQ.

Στα πλεονεκτήματα της χρήσης του δείκτη αυτού συγκαταλέγεται η ενσωμάτωση του πληθωρισμού, η απαξίωση ενός εξοπλισμού εξαιτίας της τεχνολογικής προόδου κ.α. Αντίστοιχα δε, όπως κάθε δείκτης, έτσι και ο TobinQ ενέχει κυρίως πρακτικά προβλήματα με το σημαντικότερο αυτό την εκτίμηση του πραγματικού κόστους αντικατάστασης, καθότι είναι πολύ δύσκολο να εκτιμηθεί για κάποιου είδους πάγια, πολλώ μάλλον εάν αυτά δεν εξαγοράζονται σε ελεύθερη αγορά.

Τέλος, να αναφέρουμε μια ιδιόζουσα λεπτομέρεια του δείκτη αυτού, καθώς λόγω της

προσπάθειας εύρεσης κόστους αντικατάστασης, καθιστά μεγαλύτερη την ανάγκη για σωστή πληροφόρηση από ότι απαιτείται για τον δείκτη P/BV.

- Ο λόγος αγοραίας τιμής προς έσοδα. (Price / Sales)

Ο δείκτης αυτός ορίζεται ως εξής:

$$P/S = \text{MarketValueofEquity} / \text{Revenues}$$

Σε αυτό το δείκτη παρατηρούμε στη θέση του παρανομαστή το μέγεθος των πωλήσεων. Αυτό το γεγονός προσδίδει μια ιδιαιτερότητα στον δείκτη αυτόν καθώς υπολογίζει ένα μέγεθος το οποίο δύσκολα μπορεί να υποστεί λογιστικές στρεβλώσεις. Κατ' αυτή την έννοια λοιπόν, ο δείκτης αυτό θεωρείται ως έναν από τους πιο σημαντικούς δείκτες αποτίμησης αξίας των επιχειρήσεων. Η σταθερότητα του καθώς και όπως προαναφέραμε η δυσκολία λογιστικής του στρέβλωσης το καθιστά ένα πολύτιμο εργαλείο στα χέρια των επίδοξων επενδυτών για μια δυνητική εξαγορά επιχείρησης, καθώς και των μελετητών – παρατηρητών μιας επιχείρησης. Αντιστοίχως, η εστίαση μόνο σε αυτόν τον δείκτη μπορεί να επιφέρει μια μη ολοκληρωμένη εικόνα για την επιχείρηση καθώς το μέγεθος των πωλήσεων δεν αντανάκλα πάντοτε το αναμενόμενο επίπεδο κερδοφορίας. Αυτό συμβαίνει κυρίως λόγω απώλειας χρηματικών ποσών οι οποίες είναι πιθανό να προκύψουν κατά τη λειτουργία και τις συναλλαγές των επιχειρήσεων. Σημαντικό είναι επίσης να αναφέρουμε πως ο δείκτης αυτός δεν παρουσιάζει μεγάλες μεταβολές καθώς στηρίζεται λιγότερο σε λογιστικά κέρδη. Ένας άλλος λόγος προσοχής αυτού του δείκτη είναι το γεγονός ότι σύμφωνα με τη διοίκηση η οποία ασκείται βάση της αξίας, μια επιχείρηση για να μπορέσει να παράγει αξία οφείλει να δημιουργεί σημαντικές ταμειακές εισροές και όχι μόνο να εμφανίζει έσοδα.

Μέθοδοι αποτίμησης βασισμένες επί των Λογιστικών Δεδομένων

Η παραδοσιακή αντίληψη αποτίμησης μιας εταιρείας βασίζεται στη θεωρία ότι η αξία της βασίζεται εξ ολοκλήρου στον ισολογισμό της και αντανάκλαται διαμέσου των λογιστικών εγγράφων.

### 3 Κεφάλαιο 3: Οικονομικές μέθοδοι εκτίμησης και αποτίμησης της αξίας

#### 3.1 Εισαγωγή

Βασικό μέλημα της εργασίας αυτής στο παρόν κεφάλαιο είναι και η προσπάθεια διαφοροποίησης των λογιστικών μεθόδων από των οικονομικών. Ας πάρουμε ένα απλό παράδειγμα. Φανταστείτε μία επιχείρηση η οποία πέτυχε του σκοπού της, και ολοκλήρωσε μία μεγάλη πώληση. Εντούτοις, το ποσό το οποίο έχει λαμβάνει ως αντίτιμο, είναι απαιτητό. Δεν πληρώνει δηλαδή ο πελάτης με μετρητά, αλλά με γραμμάτια. Στη περίπτωση αυτή, η επιχείρηση καταχωρεί τη πώληση με «γραμμάτια εισπρακτέα» ή «λογαριασμούς εισπρακτέους», όμως στα ταμεία της επιχείρησης δεν έχει εισρεύσει ρευστό. Αυτή είναι μια απλή διαφορά μεταξύ της λογιστικής προσέγγισης των πραγμάτων, σε αντιδιαστολή με μία οικονομική καθαρά προσέγγιση. Στο παραπάνω παράδειγμα μιλήσαμε για ρευστότητα. Όπως αντιλαμβανόμαστε λοιπόν, στην εκτίμηση από μεριάς οικονομικών μεθόδων, έχει μεγάλη σημασία η ρευστότητα για την εκτίμηση μιας επιχείρησης, εκ μέρους ενός επενδυτή.

Φυσικά διαθέτει περισσότερο έμμεση σχέση, που όμως είναι σε θέση να δείξει μία ένδειξη για την αξία της επιχείρησης. «Μπορεί η επιχείρηση μου να ανταποκριθεί σε ένα στρες τεστ;», «Μπορεί να αποπληρώσει άμεσα τις υποχρεώσεις της;». Τέτοιου είδους ερωτήματα έχουν μεγάλη σημασία στον δρόμο και τη προσπάθεια, για τον καθορισμό της αξίας μιας επιχείρησης. Ας ρίξουμε λοιπόν μια ματιά στους δείκτες ρευστότητας τους οποίους και θα πρέπει να λαμβάνει υπόψιν ο εκάστοτε επενδυτής.

##### 1) Δείκτης Γενικής Ρευστότητας

Είναι το σύνολο του κυκλοφορούντος ενεργητικού διά του συνόλου των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων

Δηλαδή,

$$\Delta Γ Ρ = (\text{Σύνολο κυκλοφορούντος Ενεργητικού}) / (\text{Σύνολο Βραχυπρόθεσμων})$$



Υποχρεώσεων)

Ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει το μέτρο ρευστότητας μιας επιχείρησης και το περιθώριο ασφαλείας, ώστε αυτή να είναι σε θέση να ανταποκριθεί στην πληρωμή των καθημερινών απαιτητών υποχρεώσεων. Όσο πιο προβλέψιμες είναι οι εισροές χρημάτων μιας επιχείρησης τόσο είναι γενικότερα αποδεκτός ένας πιο χαμηλός δείκτης, αν και αυτό είναι συνάρτηση κυρίως του κλάδου στον οποίο ανήκει η επιχείρηση.

## 2) Δείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ενεργητικού

Ο Δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού είναι ίσος με τον κύκλο εργασιών δια του γενικού συνόλου του ενεργητικού.

Δηλαδή,

$$\Delta\text{TKE} = (\text{Κύκλος εργασιών}) / (\text{Σύνολου Ενεργητικού})$$

Ο εν λόγω αριθμοδείκτης παρέχει ενδείξεις για το πόσο η επιχείρηση χρησιμοποιεί εντατικά τα περιουσιακά της στοιχεία προκειμένου να πραγματοποιεί τις πωλήσεις της. Από αυτό φαίνεται αν υπάρχει υπερεπένδυση κεφαλαίων στην επιχείρηση σε σχέση με το ύψος των πωλήσεων της. Βέβαια, τα στοιχεία αυτού του δείκτη επηρεάζονται σε μεγάλο βαθμό από τη μέθοδο των αποσβέσεων που ακολουθεί η διοίκηση της εταιρείας, δηλαδή από το αν ακολουθείται πολιτική αυξανόμενης ή σταθερής απόσβεσης. Γενικότερα, όσο υψηλότερος είναι ο δείκτης αυτός τόσο πιο αποτελεσματικά έχουν χρησιμοποιηθεί τα περιουσιακά της στοιχεία. Επίσης, είναι χρήσιμο να γίνεται σύγκριση αυτού του δείκτη με τις ισορροπίες του κλάδου.

## 3) Δείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων

Ο δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων ισούται με το κόστος των πωλήσεων δια των αποθεμάτων

Δηλαδή,

$$\Delta\text{TKA} = (\text{Κόστος Πωλήσεων}) / (\text{Αποθέματα})$$

Ο αριθμοδείκτης αυτός επιτρέπει να δούμε πόσες φορές ανανεώθηκαν τα αποθέματα της επιχείρησης σε σχέση με τις πωλήσεις της μέσα στη χρήση. Χρησιμοποιείται δηλαδή για να διαπιστωθεί η ταχύτητα με την οποία τα αποθέματα διατέθηκαν και αντικαταστάθηκαν κατά τη διάρκεια της χρήσης. Αν διαιρέσουμε το 365 (συνολικές ημέρες του έτους) με τον αριθμό αυτόν διαπιστώνουμε τον αριθμό των ημερών που παρέμειναν τα αποθέματα στην επιχείρηση ώσπου να πωληθούν. Η αποθήκευση είναι μια ενδιαφέρουσα προσέγγιση επί της επιστήμης της οργάνωσης και διοίκησης, καθώς ακόμη και όταν αποθηκεύονται προμήθειες, υλικά ή ακόμη και έτοιμα εμπορεύματα, όλα αυτά, δημιουργούν κόστος. Κόστος αποθήκευσης, φύλαξης, ενοικίασης του οικοπέδου και του κτηρίου της αποθήκης ίσως (ή αντίστοιχα φόρους εάν είναι ιδιόκτητος χώρος), επομένως όπως γίνεται αντιληπτό έχει μεγάλη σημασία για την αξία της επιχείρησης, έστω και πιο έμμεσα, να μπορεί η ίδια να διαχειρίζεται με τη μέγιστη δυνατότητα τα αποθηκευμένα προϊόντα της, και να αυξάνει τη ταχύτητα της. Στη περίπτωση αυτή, ακόμη και η εγκατάσταση πληροφοριακού συστήματος υψηλού λογισμικού (όπως είναι επί παραδείγματι το WMS = Warehousemanagementsystem) είναι μία καλή επένδυση η οποία μεγιστοποιεί το όφελος, ελαχιστοποιεί το κόστος και βελτιώνει την όλη διαδικασία της επιχείρησης.

#### 4) Δείκτης Ταχύτητας είσπραξης Απαιτήσεων

Ο δείκτης ταχύτητας είσπραξης απαιτήσεων ισούται με τον κύκλο εργασιών δια των απαιτήσεων.

Δηλαδή,

$$\Delta\text{ΤΕΑ} = (\text{Κύκλος Εργασιών}) / (\text{Απαιτήσεις})$$

Ο συγκεκριμένος δείκτης καταδεικνύει αν οι απαιτήσεις μιας επιχείρησης είναι πολύ μεγάλες σε σύγκριση με τις πωλήσεις της. Ανάλογος με την ταχύτητα είσπραξης των απαιτήσεων είναι ο χρόνος δέσμευσης των απαιτήσεων. Μεγάλη ταχύτητα στην είσπραξη των απαιτήσεων σημαίνει μικρότερη πιθανότητα ζημιών από επισφαλείς πελάτες. Η παρακολούθηση της τάσης είναι διαχρονικά χρήσιμη για την αξιολόγηση της ποιότητας και της ρευστότητας των απαιτήσεων. Όπως είναι εύκολα αντιληπτό ο συγκεκριμένος δείκτης είναι πέρα για πέρα σημαντικός για τους επενδυτές και τους

εκάστοτε μελετητές της αξίας μιας επιχείρησης, διότι εκφράζει τη ρευστότητα της επιχείρησης, πόσα δηλαδή εμπεριέχονται στο ταμείο της και σε ποιο βαθμό έχει καταφέρει να σοδέψει τις πωλήσεις της. Φανταστείτε για παράδειγμα μια επιχείρηση η οποία θα είχε 90% των πωλήσεων της σε απαιτητό χρήμα, και μάλιστα, σε μεγάλο χρονικό διάστημα. Μια τέτοια επιχείρηση ενώ λογιστικά μπορεί να θεωρείται ότι έχει καλή αξία, εντούτοις, στη πραγματικότητα έχει πρόβλημα ακόμη και να πληρώσει τους υπαλλήλους της, να πληρώσει προμηθευτές, και γενικά να λειτουργήσει.

### 3.2 Ελεύθερες ταμειακές ροές

Βασικός πυλώνας εκτίμησης και αποτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης επί των οικονομικών κερδών και αποτελεσμάτων της, είναι η μέθοδος προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών.

Ως ελεύθερη ταμειακή ροή εννοούμε το μέγεθος των χρημάτων εκείνων που δημιουργήθηκαν από τη λειτουργία της επιχείρησης (εντός ενός οικονομικού έτους) και τα οποία χρήματα αυτά εναπόκεινται στη χρήση και την αξιοποίηση εκ μέρους των επενδυτών της επιχείρησης (ως τέτοιους εννοούμε φυσικά τους δανειστές και τους μετόχους). Είναι οι δύο ομάδες που μπορούν να παρέχουν ρευστότητα στην επιχείρηση. Φυσικά θα πρέπει να τονίσουμε ότι πριν φτάσουμε στο συγκεκριμένο ποσό, έχουν συμβεί άλλες διεργασίες προηγουμένως, δηλαδή αφότου έχουν πραγματοποιηθεί οι αναγκαίες επενδύσεις στα στοιχεία του ενεργητικού (όπως είναι το κεφάλαιο κίνησης, τα πάγια στοιχεία κ.λ.π.) ούτως ώστε η επιχείρηση να μπορεί να είναι λειτουργική, βιώσιμη και παραγωγική.

Όπως είχαμε αναφέρει και αναφορικά στο προηγούμενο σημαντικό κεφάλαιο της εργασίας μας, η αξία μιας επιχείρησης (με βάση πάντα την μέθοδο προεξόφλησης των ταμειακών ροών) απορρέει από

- A. Τη χρονική στιγμή που παράγονται οι ροές αυτές
- B. Από τον όγκο των ταμειακών ροών αυτών, και
- C. Από το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης.

Για το τελευταίο θα κάνουμε εκτενή αναφορά αργότερα στο παρόν κεφάλαιο. Όπως γίνεται αντιληπτό οι έννοιες αυτές είναι πολύ βασικές για τη σωστή αποτίμηση.

Με λίγη περισσότερη εμβάθυνση επί του κάθε ενός από τα τρία προαναφερθέντα, έχουμε:

A) Σχετικά με τον χρονική περίοδο, είναι πολύ σημαντικό να εστιάσουμε σε εκείνες τις ταμειακές ροές για τις οποίες αναζητούμε στοιχεία, στη συγκεκριμένη περίοδο από την οποία απορρέουν. Για έναν επενδυτή ή αναλυτή, είναι πολύ σημαντική η έννοια του χρόνου, και η σχέση του με την αξία του χρήματος. Γνωρίζουν πολύ καλά ότι ο χρόνος είναι σε θέση να επηρεάσει την αξία του χρήματος, να τη μεταβάλλει, άλλοτε αυξητικά, άλλοτε αρνητικά σε συνδυασμό με τις μακροοικονομικές δυνάμεις του ευρύτερου περιβάλλοντος, καθώς φυσικά και των μικροοικονομικών παραγόντων και πιέσεων που επίσης υπάρχουν και διαδραματίζουν ρόλο.

Ο πληθωρισμός παίζει μεγάλο ρόλο και συνδέεται με αυτή τη μεταβλητή του χρόνο και συνεπώς με την αξία των χρημάτων και των ταμειακών ροών.

Εάν για παράδειγμα η επιχείρηση έχει επιλέξει να έχει διαθέσιμα χρήματα σε εγχώριο συνάλλαγμα και μέσα στη περίοδο ενός οικονομικού έτους έχει διαδραματίσει μεγάλη αύξηση ο πληθωρισμός, τότε σίγουρα η αξία των χρημάτων αυτών θα έχει πέσει μέσα στο εν λόγω χρονικό διάστημα.

Εν συγκρίσει βεβαίως με μια αντίστοιχη επιλογή της εταιρείας (στο ίδιο χρονικό διάστημα) να επενδύσει ή να αλλάξει τα χρήματα αυτά με ένα ξένο, πιο σταθερό συνάλλαγμα. Άρα λοιπόν ο χρόνος είναι μια σημαντική μεταβλητή που ο σοβαρός επενδυτής και μελετητής δεν ξεχνά ποτέ από το μυαλό του, σε ο,τι αφορά την αξία του χρήματος, και κατ'επέκταση την αξία μιας επιχείρησης.

B) Όπως είναι λογικό, καθότι η στόχευση αυτή τη φορά είναι διαφορετική (Οικονομικές μέθοδοι αποτίμησης της αξίας, και όχι λογιστικές) να επικεντρωνόμαστε στα ταμειακά κέρδη της επιχείρησης. Με βάση τις αρχές της λογιστικής το κέρδος καταγράφεται εκείνη τη στιγμή που πραγματοποιείται η πώληση, έστω και αν ο πωλητής δεν λάβει άμεσα τα μετρητά. Όμως εν συνεχεία, το ποσό αυτό θα θεωρείται απαιτητό και θα καταγραφεί στους «λογαριασμούς εισπρακτέους» στα στοιχεία του ενεργητικού.

Φυσικά εκεί υπάρχει το ερώτημα «Ναι, όμως οι επενδυτές, οι μέτοχοι και οι δανειστές πως θα μπορέσουν αυτοί να λάβουν τα χρήματα τους;». Ακριβώς εδώ γίνεται και ο πραγματικός διαχωρισμός των δύο εννοιών. Αυτό της λογιστικής έννοιας και της

καθαρά οικονομικής προσέγγισης, το οποίο μένει και στο τέλος της ημέρας, «πόσα χρήματα μπήκαν στο ταμείο μου;». Ας σκεφτούμε λοιπόν, πόσο μεγάλη σημασία έχει, και πόσο ταυτόχρονα αυξάνει την αξία μιας επιχείρησης, η ικανότητα της να ξοδεύει τα χρήματα από τις πωλήσεις τις ευθύς αμέσως ή τελοσπάντων, κατά ένα μεγάλο ποσοστό. Αυτό με πραγματικές έννοιες σημαίνει και ρευστότητα για την επιχείρηση αυτή. Στις έννοιες τις ρευστότητας για την αξία της επιχείρησης.

Γ) Επίσης, λογικό είναι το αναμενόμενο από πλευράς επενδυτών. Οι άνθρωποι αυτοί, οι οποίοι έχουν επενδύσει τα κεφάλαια τους «καλή τη πίστη» στην λειτουργία και την αποδοτικότητα των ατόμων που τρέχουν την επιχείρηση, αναμένουν κέρδος. Αναμένουν απόδοση, αναμένουν σταδιακή επιστροφή των κεφαλαίων τους. Πάνω σε αυτή τη λογική λοιπόν, είναι απολύτως φυσικό να διαθέτουν κάποια εργαλεία για να συγκρίνουν και να αποτιμήσουν την αξία της επιχείρησης τους. Η μικρότερη δυνατή απόδοση που περιμένουν ισούται με την απόδοση που θα είχαν λάβει από μια άλλη αντίστοιχη απόδοση, του ίδιο επίπεδου ρίσκου. Όπως γνωρίζουμε, αναφερόμαστε στο κόστος ευκαιρίας το οποίο είναι ίσο με το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου. Εν τοις πράγμασι αναφερόμαστε στο κεφάλαιο το οποίο επέλεξαν να επενδύσουν οι επενδυτές. Μέσω και αυτού του «εργαλείου» λοιπόν, οι επενδυτές είναι σε θέση να αξιολογήσουν την αξία.

### 3.3 Υπολογισμός αξίας ταμειακών ροών

- Πως όμως υπολογίζουμε την αξία των ταμειακών ροών;

Όπως προείπαμε, οι ελεύθερες ταμειακές ροές δεν είναι άλλες από το ποσό των χρημάτων εκείνων, τα οποία απορρέουν από την αποδοτική και κερδοφόρα λειτουργία της επιχείρησης. Το ποσό αυτό είναι η επιστροφή ουσιαστικά, των χρημάτων τους ως απόδοση και ανάγεται σε αυτούς. Και για ακόμη μια φορά, θα σημειώσουμε ότι τα πράγματα έχουν ακριβώς κατ' αυτό το τρόπο, αφού πρωτίστως έχουν γίνει οι αναγκαίες επενδύσεις επί των παγίων στοιχείων της επιχείρησης. Σε αυτό το σημείο είναι σημαντικό να αναφερθεί «η αρχή της συνέπειας» που προκαθορίζει εν πολλοίς τον σωστό υπολογισμό των ροών αυτών.

Αυτό μεταφράζεται ως εξής, (επί της εσωτερικής συνέπειας του μοντέλου αυτού), ότι οι

απαραίτητες επενδύσεις οι οποίες επιτάσσουν τη πραγματοποίηση τους πριν από την καθαρή συσσώρευση των ελεύθερων ταμειακών ροών προς χάρη των επενδυτών, πραγματοποιούνται επί των λειτουργικών στοιχείων του ενεργητικού της επιχείρησης. Με άλλα λόγια, θα πρέπει δηλαδή να ευοδωθούν με επενδύσεις τα στοιχεία εκείνα του ενεργητικού της επιχείρησης τα οποία μετασχηματίζουν τις κύριες δραστηριότητες της επιχείρησης και τελικά παράγουν τα λειτουργικά κέρδη της. Επομένως αν υπάρχουν έκτακτα κέρδη ή μη λειτουργικά δεν θα πρέπει να λογίζονται ως υποψήφια για να λάβουν τις επενδύσεις αυτές. Ένα παράδειγμα θα μπορούσε να είναι το εξής για την καλύτερη κατανόηση της λεγόμενης εσωτερικής συνέπειας της επιχείρησης. Σκεφτείτε ένα μεγάλο γραφείο κτηματομεσιτικής αγοράς, το οποίο φυσικά και λαμβάνει λειτουργικά κέρδη από την ενοικίαση και πώληση ακινήτων. Στη περίπτωση που έχουν αγοραστεί αυτοκίνητα για τη μεταφορά των στελεχών της επιχείρησης για τις ανάγκες της δουλειάς τους, φανταστείτε την επιχείρηση να επενδύει σε ένα υπέρμετρο στόλο αυτοκινήτων, τα οποία σκεπτόμενοι οι διοικούντες της παράλογης απόφασης, θα εκμισθώνουν με leasing, σε πιθανούς πελάτες. Όπως καταλαβαίνετε, υπό αυτή την απόφαση η εταιρεία παρεκτρέπεται του σκοπού της, και εάν όντως πετύχει κέρδη αυτά δε θα είναι λειτουργικά κέρδη καθώς η φύση και η ενασχόληση της εταιρείας αυτής είναι εντελώς διαφορετική!

Τώρα που γίναμε πιο οικείοι με την έννοια της εσωτερικής συνέπειας της επιχείρησης, ας προσχωρήσουμε σε μια μεγαλύτερη εμβάθυνση επί των όρων.

- Λειτουργική Ταμειακή Ροή = Είναι το ποσό των χρημάτων εκείνων, τα οποία είναι διαθέσιμα προς τους επενδυτές της επιχείρησης προτού ακόμη υπάρξει οποιαδήποτε επένδυση επί παγίων στοιχείων. Το ποσό αυτό είναι ίσο με τα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά φόρων. Δηλαδή:

Κέρδη Προ Φόρων

- Αποσβέσεις και Χρεολύσια

- Φόροι

= Καθαρό Λειτουργικό Κέρδος Μετά Φόρων

+ Αποσβέσεις και Χρεολύσια

----- = Λειτουργική

Ταμειακή Ροή

Όταν όμως αναφερόμαστε στις Ελεύθερες Ταμειακές Ροές, εννοούμε ότι αφαιρούμε από τις Λειτουργικές Ταμειακές Ροές τις απαραίτητες επενδύσεις που επρόκειτο να γίνουν επί των παγίων στοιχείων του ενεργητικού και του κεφαλαίου κίνησης.

Με βάση τα προαναφερθέντα, έχουμε:

Λειτουργική Ταμειακή Ροή

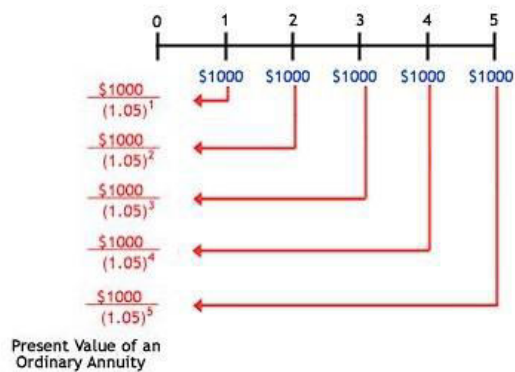
- Κεφαλαιουχικές Δαπάνες- Μεταβολές Κεφαλαίου Κίνησης

= Ελεύθερες Ταμειακές Ροές

Αξία Λειτουργικού & Μη λειτουργικού κεφαλαίου της επιχείρησης.

A) Αξία Λειτουργικού Κεφαλαίου της επιχείρησης

Με βάση τις έννοιες που εξηγήσαμε πιο πάνω (του Μέσου Σταθμικού Κόστους του κεφαλαίου, καθώς και της προεξόφληση των μελλοντικών Ελεύθερων Ταμειακών Ροών) μπορούμε να εμβαθύνουμε περισσότερο στην αξία του λειτουργικού κεφαλαίου της επιχείρησης.



Για την σωστή αποτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης θα πρέπει να χρησιμοποιούνται οι Ελεύθερες Ταμειακές Ροές επειδή μπορούν να εκφράσουν τα μετρητά τα οποία παρήχθησαν από τις λειτουργικές διαδικασίες και τα οποία είναι διαθέσιμα ως μετρητά προς τους επενδυτές (εννοώντας πάντοτε ως τέτοιους τους δανειστές και τους μετόχους). Αργότερα, σε επόμενες σελίδες του παρόντος κεφαλαίου ακολουθεί μια πιο εκτενής ανάλυση του ορισμού των ελεύθερων ταμιακών ροών, ακριβώς λόγω της υψηλής σημασίας που διαδραματίζουν στους ερευνητές, μελετητές ή και δυνητικούς

επενδυτές μιας επιχείρησης. Για να είμαστε ακριβείς και να χρησιμοποιήσουμε σωστά τον ορισμό των ελεύθερων ταμιακών ροών ο συντελεστής προεξόφλησης των ταμιακών ροών θα πρέπει να αντανακλά το κόστος ευκαιρίας όλων όσων παρείχαν τα κεφάλαια της, με τη ταυτόχρονη στάθμιση επί της σχετικής συνεισφοράς η οποία προέκυψε από κάθε πηγή χρηματοδότησης επί της κεφαλαιακής διάθρωσης της επιχείρησης.

Εάν αναλαγιστούμε αυτά, τότε ο συντελεστής προεξόφλησης ο οποίος και θα προκύψει θα οριστεί ως το σταθμισμένο μέσο κόστος κεφαλαίου της εταιρείας. Επομένως, η αξία του λειτουργικού κεφαλαίου της επιχείρησης έχει ως εξής και διαφαίνεται από τον παρακάτω τύπο:

$$PV = \sum \frac{\text{Operating Free Cash Flows}_t}{(1+WACC)^t}$$

Όπου FCF = FREE CASH FLOWS – Ελεύθερες ταμιακές ροές της περιόδου

Όπου WACC = Weighted Average Cost of Capital – Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου

Παρ' ότι είναι ένα χρήσιμο εργαλείο, όπως κάθε εργαλείο έχει και τις δυσκολίες του σε ότι αφορά τη χρήση. Πιο συγκεκριμένα, στον παραπάνω ορισμό εννοούμε πως η προεξόφληση αυτή των ταμιακών ροών θα συμβαίνει επ' άπειρον. Κάτι το οποίο μόνο θεωρητική υπόσταση μπορεί να έχει. Για αυτό λοιπόν, και στη προσπάθειά μας να λύσουμε το πρόβλημα του χρόνου κάνουμε έναν διαχωρισμό της αξίας αυτής σε δύο περιπτώσεις, και μάλιστα με βάση τον χρονικό ορίζοντα.

#### 1) Βραχυπρόθεσμος και μέσος ορίζοντας

Σε αυτό το διάστημα το οποίο μοιάζει και πιο κοντινό προς το παρόν, μπορεί ο μελετητής να προσδιορίσει την αξία των λειτουργικών κεφαλαίων της επιχείρησης με όσο το δυνατόν μεγαλύτερη βεβαιότητα, αφού τα στοιχεία που έχει στα χέρια του είναι τα πιο πρόσφατα δυνατά. Για τη συγκεκριμένη περίοδο οι μελετητές τρέχουν αναλυτικό προσδιορισμό των Ελευθέρων Ταμιακών Ροών χρησιμοποιώντας τη δημιουργία των αναμενόμενων ισολογισμών και αποτελεσμάτων χρήσης. Σε αυτή τη φάση παίζουν μεγάλο ρόλο οι φάση ζωής της επιχείρησης (εάν δηλαδή είναι στην αρχή της, στην ανάπτυξη, στην ωρίμανση ή ακόμη και στη παρακμή της) καθώς και από τους ρυθμούς



ανάπτυξης της που επέδειξε στον κλάδο τον οποίο δραστηριοποιόταν. Με το τέλος της περιόδου αυτής (των αναλυτικών προβλέψεων δηλαδή) μπορεί κάποιος να ισχυριστεί πως η επιχείρηση υπεισέρχεται στη φάση ζωής της σταθερότητας.

## 2) Υπολειμματική αξία

Ο δεύτερος τομέας ονομάζεται υπολειμματική αξία ( $PV_{\text{TER}}$ ) και αναφερόμαστε στο κομμάτι εκείνο το οποίο παραμένει και υπολογίζεται μειούμενη με σταθερό ρυθμό (έστω  $g$ ) κάθε χρόνο. Συνήθως, η περίοδος αυτή αντιστοιχεί στη φάση της σταθερότητας για μια επιχείρηση.

$$PV_{\text{TER}} = \frac{OFCF_1}{WACC - g}$$

Where:

OFCF<sub>1</sub> = operating free cash flow

k = discount rate (in this case WACC)

g = expected growth rate in OFCF

$$PV = \sum_{t=1}^k \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{PV_{\text{TER}}}{(1+WACC)^k}$$

Για τις επιχειρήσεις που έχουν εισαχθεί στο στάδιο της ωριμότητας μπορεί κάποιος μελετητής να πει ότι θα μπορέσουν να επιβεβαιώσουν την ήδη εδραιωμένη θέση τους στην αγορά. Παίρνοντας αυτό σαν δεδομένο τότε ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των ταμειακών ροών είναι ο ρυθμός αύξησης της οικονομίας.

### 3.4 Μέθοδος Προσαρμοσμένης Παρούσας Αξίας

Η εν λόγω μέθοδος, αυτή της «Προσαρμοσμένης Παρούσας Αξίας», υπήρξε πρόταση του Stewart Myers. Ουσιαστικά εστιάζει σε δύο είδη ταμειακών ροών: τις πραγματικές, οι οποίες είναι όσες ταμειακές ροές απορρέουν από τη λειτουργική δραστηριότητα της

εκάστοτε εταιρείας, καθώς και οι ροές εκείνες οι οποίες απορρέουν από και προς την εξωτερική χρηματοδότησή της.

Σε αυτό το σημείο θα χρησιμοποιήσουμε τη γνώση που μας παρέχει ο Damodaran. Ο υπολογισμός της αξίας μιας επιχείρησης, βάση της Μεθόδου Προσαρμοσμένης Παρούσας Αξίας, αρχίζει από την εκτίμηση της αξίας των βασικών λειτουργιών της, αθροίζοντάς την με την επίδραση του δανεισμού και των απαιτήσεών της.

Δηλαδή, με λίγα λόγια, η αξία της αποτίμησης της κάθε επιχείρησης σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή ισοδυναμεί με το άθροισμα της προβλεπόμενης αξίας, η οποία προκύπτει εάν υποθέσουμε ότι η χρηματοδότησή της εξαρτάται μόνο από τα ίδια κεφάλαιά της, και την αξία της ωφέλειας που επέρχεται από τη χρηματοδότησή της με ξένα κεφάλαια, δηλαδή το φορολογικό όφελος και έχοντας φυσικά λάβει υπόψη και το κόστος λήψης των κεφαλαίων αυτών.

Σε αυτή τη μέθοδο, μπορούμε να προσδιορίσουμε την αξία μιας επιχείρησης με τα παρακάτω απλά στάδια:

Πρώτον, υπολογίζουμε την αξία της επιχείρησης με την οποία καταπιανόμαστε, χωρίς τον υπολογισμό των εξωτερικών της δανειακών συμβάσεων. Υποθέτουμε δηλαδή ότι η επιχείρηση αυτή έχει μηδέν υποχρεώσεις και ότι ταυτοχρόνως μπορεί να αναπτύσσεται επ' άπειρον με έναν σταθερό ρυθμό. Έτσι, κατ'αυτό το τρόπο έχουμε τον κάτωθι τύπο:

$$\text{Αξία Εταιρείας Χωρίς Δανεισμό} = \frac{\text{FCFF}_0 * (1 + g)}{\rho_u - g}$$

Όπου:

$\text{FCFF}_0$  = Οι Τρέχουσες Λειτουργικές Ταμειακές Ροές (Μετά Φόρων) Προς την Επιχείρηση

$\rho_u$  = Το Μη Μοχλευμένο Κόστος των Ιδίων Κεφαλαίων

$g$  = Ο Αναμενόμενος Ρυθμός Ανάπτυξης

Στη συνέχεια, για να βρούμε το  $\beta_u$  πάμε να υπολογίσουμε το μη μοχλευμένο συντελεστή beta, με τον κάτωθι μαθηματικό τύπο:

$$\beta_{unlevered} = \frac{\beta_{current}}{1 + (1 - t) * \frac{D}{E}}$$

Όπου:

$\beta_{unlevered}$  = Ο Μη Μοχλευμένος συντελεστής beta

$\beta_{current}$  = Τρέχον Συντελεστής beta της Μετοχής της Εταιρείας

t = Ο Φορολογικός Συντελεστής της Επιχείρησης

$\frac{D}{E}$  = Ο Τρέχον Δείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης (= Ξένα / Ίδια Κεφάλαια)

Κατ' αυτόν το τρόπο ο μη μοχλευμένος συντελεστής beta, αξιοποιείται για να κατάφερομε να ορίσουμε το μη μοχλευμένο κόστος των ιδίων κεφαλαίων.

Δεύτερον, πάμε να υπολογίσουμε την αξία της επιχείρησης χρησιμοποιώντας την εκτίμηση της παρούσας αξίας του αναμενόμενου φορολογικού οφέλους από τη λήψη δανειοδότησης, καθώς η λήψη των δανειακών αυτών κεφαλαίων μας αποφέρει τη πληρωμή λιγότερου φόρου, καθώς και λόγω των τόκων που μειώνονται από το φορολογητέο της εισόδημα κατά το τέλος του οικονομικού έτους. Επομένως, αυτό όλο το όφελος που έχει η επιχείρηση αποτιμάται από το γινόμενο του ετήσιο ποσού τόκων με τον φορολογικό συντελεστή (t). Στη συνέχεια, οι ροές οι οποίες θα υπάρχουν θα πρέπει να προεξοφληθούν με το κατάλληλο ποσοστό προεξόφλησης, το οποίο φυσικά δεν είναι άλλο από το κόστος δανεισμού. Έτσι, κατ' αυτό το τρόπο, το φορολογικό όφελος είναι συσχετισμένο με τον φορολογικό συντελεστή της εταιρείας, και μπορεί να προεξοφληθεί με βάση το κόστος δανεισμού, κάτι το οποίο μας δείχνει και το ύψος του

κινδύνου που χαρακτηρίζει την συγκεκριμένη ταμειακή ροή. Επομένως η φορολογική αξία του οφέλους αυτού αποτιμάται από τον κάτωθι μαθηματικό τύπο:

$$\begin{aligned} \text{Αξία Φορολογικού Οφέλους} &= t * \text{Κόστος Δανεισμού} * \frac{\text{Δανεισμός}}{\text{Κόστος Δανεισμού}} \\ &= t * \text{Δανεισμός} \end{aligned}$$

Κάνουμε φυσικά την υπόθεση, ότι ο φορολογικός συντελεστής παραμένει σταθερός για πάντα. Αυτό όπως γίνεται αντιληπτό δεν μπορεί να ισχύει όμως και στη πραγματικότητα. Επομένως σε περίπτωση που η μεταβλητή αλλάξει, καθίσταται και αδύνατος ο τύπος προς χρήση.

Τρίτον, και τελευταίο στάδιο, αποτελεί η εξεύρεση του αναμενόμενου κόστους πτώχευσης. Κατά το στάδιο αυτό, εκτιμούμε την επίπτωση που θα επιφέρει η επιπλέον δανειακή υποστήριξη στην πιθανότητα πτώχευσης της εταιρείας και στο κόστος πτώχευσης. Η παρούσα αξία του αναμενόμενου κόστους πτώχευσης προσδιορίζεται από τον κάτωθι τύπο:

$$\text{Παρούσα Αξία αναμενόμενου Κόστους Πτώχευσης} = \pi_{\alpha} * BC$$

Όπου:

$\pi_{\alpha}$  = Η Πιθανότητα Πτώχευσης Έλετα από την Εξωτερική Χρηματοδότηση

BC = Η Παρούσα Αξία του Κόστους Πτώχευσης

Στη περίπτωση όπου χρειαστεί να εκτιμήσουμε την πιθανή χρεοκοπία της επιχείρησης, τότε έχουμε δύο τρόπους:

- Είτε την εκτίμηση ενός είδους ομολόγων συγκεκριμένης πιστοληπτικής κλιμάκωσης σε κάθε επίπεδο χρηματοδότησης και έπειτα τη χρήση εμπειρικών εκτιμήσεων του ενδεχόμενου πτώχευσης για κάθε κλιμάκωση.
- Είτε την απλή χρήση στατιστικής προσέγγισης για τον προσδιορισμό της

ενδεχόμενης πτώχευσης σε κάθε επίπεδο δανεισμού, με βάση τα αισθητά χαρακτηριστικά της εταιρείας.

Συνοψίζοντας, η αξία μιας μοχλευμένης επιχείρησης ισούται με την αξία της μη μοχλευμένης επιχείρησης αν σε αυτή προσθέσουμε την καθαρή επίπτωση της δανειακής – εξωτερικής χρηματοδότησης. Έτσι, η εξίσωση η οποία προσδιορίζει την αξία της επιχείρησης είναι η κάτωθι:

$$\text{Αξία Μοχλευμένης Επιχείρησης} = \frac{\text{FCFF}_0 * (1 + g)}{r_u - g} + t_0 * D - \pi_\alpha * BC$$

Εν πολλοίς, η εν λόγω μέθοδος κατέχει ένα συγκριτικό πλεονέκτημα σε σχέση με άλλες μεθόδους. Και αυτό επειδή ξεχωρίζει τις επιπτώσεις της δανειακής υποστήριξης σε διαφορετικά συστατικά και επιτρέπει τη χρήση ξεχωριστών συντελεστών προεξόφλησης για κάθε συστατικό. Επιπρόσθετα, δεν είναι αναγκαία η υπόθεση ότι ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης πρέπει να παραμείνει σταθερός για πάντα όπως στη μέθοδο του κόστους κεφαλαίου για παράδειγμα. Παρόλα αυτά, η δυσκολία στον προσδιορισμό της ενδεχόμενης πτώχευσης και του κόστους πτώχευσης, συνεχίζει να παραμένει ως πρόβλημα. Είναι επίσης σημαντικό να αναφέρουμε ότι, η μέθοδος προσαρμοσμένης παρούσας αξίας καθώς και η μέθοδος κόστους κεφαλαίου, κάτω από τις ίδιες συνθήκες δίνουν σχεδόν παρόμοια αποτελέσματα.

### 3.5 Η έννοια της Μεθόδου Προεξόφλησης Ελεύθερων Ταμιακών ροών

Όπως θα αναλύσουμε εκτενώς παρακάτω, η υπάρχουσα μέθοδος (Προεξόφλησης Ελεύθερων Ταμιακών ροών) βασίζεται επάνω στη μέθοδο προεξόφλησης Μερισμάτων.

Αυτό διότι η μέθοδος DiscountedFreeCashFlow είναι και η επικρατέστερη στη παγκόσμια κοινότητα, ως η πιο ορθή και σύνηθης επί εξαγορών και συγχωνεύσεων επιχειρήσεων σε παγκόσμιο επίπεδο. Παρέχει ευκολία ακριβώς διότι εφαρμόζεται και σε επιχειρήσεις όπου δεν διένειμαν μερίσματα κατά το παρελθόν.

Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, η αξία μιας επιχειρηματικής μονάδας είναι ίση με την παρούσα αξία των μελλοντικών Ελεύθερων Ταμιακών Ροών της κατά τη διάρκεια της ζωής της. Με τον όρο Ελεύθερες Ταμιακές Ροές εννοούμε εκείνες τις καθαρές

Λειτουργικές Ταμειακές Ροές της επιχείρησης, όπου αφαιρούμενες κατά τις καθαρές Επενδυτικές Ροές της, καθώς επίσης και από τις καταβολές της για την ρύθμιση των φορολογικών της υποχρεώσεων. Αυτό το επεξηγούμε ξανά σε αυτό το σημείο επειδή θεωρούμε ότι πρέπει να γίνει μια επεξήγηση με μεγαλύτερη ανάλυση. Με άλλα λόγια, Ελεύθερες Ταμειακές Ροές ορίζονται ως τα χρηματικά ποσά που έχουν επιτευχθεί κατά τη διάρκεια μιας οικονομικής περιόδου και τα οποία είναι διαθέσιμα στους μετόχους της επιχείρησης, ύστερα από την εξόφληση όλων των λειτουργικών της εξόδων (και των φόρων), καθώς και την κάλυψη των επενδυτικών της αναγκών και των απαιτήσεων σε κεφαλαίο κίνησης, έτσι ώστε να συνεχιστεί η άριστη λειτουργία της εταιρείας, και εφόσον δεν υφίσταται εξωτερικός δανεισμός.

Να σημειώσουμε επίσης πως, στη περίπτωση όπου δεν υπάρχει εξωτερικός δανεισμός, θα έχουμε σαν αποτέλεσμα οι Ελεύθερες Ταμειακές Ροές να ισούνται με τις ταμειακές ροές προς την καθαρή θέση. Οι μελετητές και οι ερευνητές συνήθως υποστηρίζουν ότι η επιλογή προεξόφλησης Ελεύθερων Ταμειακών ροών ή Ταμειακών Ροών Καθαρής Θέσης εξαρτάται από το ποιος είναι ο λόγος της εκτίμησης, δηλαδή η αποτίμηση της εταιρείας σαν σύνολο ή ο υπολογισμός της αξίας της καθαρής της θέσης.

Σαφώς, και οι δύο μέθοδοι εάν εφαρμοστούν σωστά, επιφέρουν την ίδια εκτιμώμενη αξία. Παρόλα αυτά όμως, η προεξόφληση των Ταμειακών Ροών Καθαρής Θέσης δεν διαθέτει αρκετές πληροφορίες όσον αφορά στις πηγές δημιουργίας αξίας της. Ακόμη, όταν υπάρχουν αλλαγές στις οικονομικές τεχνικές χρηματοδότησης της εκάστοτε επιχείρησης κατά τη διάρκεια του χρόνου, η εκτίμησή τους είναι, όπως γίνεται εύκολα αντιληπτό, καθόλα επίπονη ακριβώς επειδή κατά τον προσδιορισμό τους εισάγονται και οι πληρωμές για τις δανειακές υποχρεώσεις της εταιρείας.

Απ'την άλλη μεριά, οι Ελεύθερες Ταμειακές Ροές εκείνες οι οποίες προτείνονται από τους αναλυτές, μένουν ανεπηρέαστες ως προς τα επίπεδα δανεισμού της εταιρείας διότι είναι μειωμένες κατά τους τόκους.

#### Διαχωρισμός Διεθνή με Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα

Όσον αφορά στα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα, η μεθοδολογία τους επιτάσσει τη σύνταξη Κατάστασης Ταμειακών Ροών, σε αντίθεση με τα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα, τα οποία δεν προβλέπουν κάτι τέτοιο. Με βάση την κατάσταση αυτή, οι ταμειακές ροές

κατατάσσονται στις εξής τρεις κατηγορίες:

- 1) Τις Επιχειρηματικές ή Λειτουργικές Δραστηριότητες, που αφορούν σε ταμειακές ροές προερχόμενες από συναλλαγές οι οποίες σχετίζονται με το λειτουργικό κύκλωμα της εταιρείας. Γενικά περιλαμβάνουν όλες τις συναλλαγές που επιδρούν στο κυκλοφορούν ενεργητικό και στις τρέχουσες υποχρεώσεις (εκτός από έκδοση - εξόφληση πληρωτέου γραμματίου), καθώς επίσης και τις μεταβολές σε λογαριασμούς παγίων που επηρεάζουν άμεσα το καθαρό κέρδος, όπως συσσωρευμένες αποσβέσεις.
- 2) Τις Χρηματοδοτικές Δραστηριότητες, που σχετίζονται με τις εισροές – εκροές που αφορούν στο πως αποκτήθηκαν τα αναγκαία χρηματικά ποσά για τη χρηματοδότηση των λειτουργικών καθώς και των επενδυτικών δραστηριοτήτων της εταιρείας. Με άλλα λόγια περιλαμβάνουν συναλλαγές με τους ιδιοκτήτες της επιχείρησης, όπως στην περίπτωση της έκδοσης.
- 3) Τις Επενδυτικές Δραστηριότητες, οι οποίες αφορούν σε συναλλαγές για εισροή – εκροή πάγιου περιουσιακού στοιχείου, για παράδειγμα αγοραπωλησία γηπέδων, μηχανολογικού εξοπλισμού, τίτλων άλλων εταιρειών, όπως μετοχές και ομόλογα, καθώς επίσης και το δανεισμό χρημάτων σε άλλη εταιρεία.

Να αναφέρουμε δε, ότι αν προσεγγίσουμε εις βάθος τη μέθοδο αυτή, θα διαχωρίσουμε δύο είδη υποδειγμάτων. Τις Ελεύθερες Ταμειακές Ροές οι οποίες ρέουν προς την επιχείρηση (FCFF) και τις Ελεύθερες Ταμειακές Ροές οι οποίες όμως ρέουν προς τους μετόχους (FCFE)

Ουσιαστικά, οι μεταξύ τους διαφορές διαχωρίζονται με τις παρακάτω σημειώσεις.

Τα FCFE εξαρτώνται από τα Καθαρά Κέρδη της επιχείρησης ενώ οι FCFF εξαρτώνται από τα Λογιστικά Κέρδη της.

Αν χρησιμοποιήσουμε το μοντέλο προεξόφλησης Χρηματοροών προς την επιχείρηση η παρούσα αξία των ταμειακών ροών φανερώνει την αξία της επιχείρησης σαν σύνολο, ενώ από την άλλη μεριά το μοντέλο χρηματοροών προς τους μετόχους, δείχνει την αξία των μετοχών.

Τέλος, το μοντέλο προεξόφλησης FCFF χρησιμοποιεί το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου ως προεξοφλητικό επιτόκιο, ενώ το μοντέλο FCFE χρησιμοποιεί το Κόστος των Ιδίων Κεφαλαίων.

### 3.6 Αξία Μη λειτουργικού κεφαλαίου της επιχείρησης

Στη περίπτωση αυτή για τον ορισμό της αξίας των μη λειτουργικών κεφαλαίων του ενεργητικού της επιχείρησης βοηθούν σημαντικά οι αγοραίες τιμές των στοιχείων του ενεργητικού. Αυτό συμβαίνει υπό τη πεποίθηση ότι οι αγοραίες τιμές και είναι και δίκαιες τιμές. Εάν δεν ακολουθήσουμε αυτή τη πεπατημένη τότε υπάρχουν δύο άλλοι τρόποι για να εκτιμήσουμε τη συγκεκριμένη αξία.

- Είτε να παίρνουμε απευθείας τις τιμές που υπάρχουν επί των βασικών εγγράφων της επιχείρησης όπως επί παραδείγματι ο ισολογισμός και να δεχόμαστε πως αυτές αντανakλούν ευθέως την αξία των μη λειτουργικών στοιχείων του ενεργητικού της επιχείρησης
- Είτε να υπολογίσουμε τη δίκαιη τιμή (fairvalue) με τη γνωστή μέθοδο της προεξόφλησης ταμειακών ροών για το κάθε ένα από εκείνα τα στοιχεία του ενεργητικού (τα οποία φυσικά διαμορφώνουν το μη λειτουργικό ενεργητικό)

Ας πάρουμε για παράδειγμα όπου μια ατομική επιχείρηση του κυρίου Γ.Φ. διαθέτει μετοχές σε άλλες εταιρείες σε έναν άλλο κλάδο επί της ίδιας οικονομίας (εγχώριας). Στη περίπτωση αυτή εάν οι εταιρείες αυτές είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο τότε είναι αρκετά πιο εύκολα τα πράγματα και μπορεί να εκτιμηθεί η αξία τους βάσει των χρηματιστηριακών τιμών των μετοχών αυτών.

Σε άλλη περίπτωση, θα μπορεί αντιστοίχως:

- Είτε να υπολογισθούν οι δίκαιες τιμές επί των μετοχών αυτών με τη μέθοδο της προεξόφλησης των (μελλοντικών) ταμειακών ροών.
- Είτε να ληφθεί υπόψιν τους η λογιστική αξία (ως τελευταία συνήθως λύση)



Τέλος, είναι καλό να αναλύσουμε τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα της μεθόδου προεξόφλησης ταμειακών ροών.

- Στα πλεονεκτήματα της μεθόδου προεξόφλησης ταμειακών ροών έγκειται και το γεγονός ότι μπορεί να επιτευχθεί ανάλυση επί εταιρειών οι οποίες ζουν και δραστηριοποιούνται σε διαφορετικούς κλάδους. Είναι πολύ χρήσιμο αυτό σαν γεγονός διότι μας δίνει πληροφορίες που με άλλες μεθόδους πιθανόν να μην ήταν δυνατόν να εξαχθούν. Αυτό το γεγονός είναι μόνο μία από τις δυνατότητες που παρέχει η μέθοδος αυτή.

Για παράδειγμα μια άλλη χρήσιμη ιδιότητα της μεθόδου είναι το γεγονός ότι όταν η επιχείρηση βρίσκεται σε φάση ανόδου – αναπτύξεως και η ίδια δεν διανέμει μερίσματα στους επενδυτές της διότι έχει ως απώτερο σκοπό να πραγματοποιήσει επενδύσεις, τότε είναι ευκολότερη διαδικασία να αποτιμήσουμε την αξία της επιχείρησης με τη μέθοδο της προεξόφλησης των ταμειακών ροών, παρά με τη μέθοδο προεξόφλησης μερισμάτων, την οποία και θα αναλύσουμε εκτενέστερα παρακάτω.

Επίσης, ως μέθοδο όπως είδαμε και παραπάνω έχει τη δυνατότητα να υπολογίζει παρούσες αξίες. Ένα μη σύνηθες παράδειγμα είναι η εφαρμογή της μεθόδου σε επίπεδο καταναλωτή από μια πολυεθνική εταιρεία. Υπό αυτό το πρίσμα θα μπορούσε (σε αυτό το δυνητικό σενάριο) η επιχείρηση να ορίσει την αξία που της προσέφερε ο συγκεκριμένος πελάτης, ή ακόμη και να εξαχθεί σε μεγαλύτερη εικόνα, και να υπολογιστεί η αξία από το συγκεκριμένο targetgroup πελατών κ.ο.κ.

Είναι εν γένει μια μεθοδολογία η οποία συναντάται κυρίως σε επιχειρήσεις οι οποίες δεν διανέμουν ή δεν σκοπεύουν να διανείμουν μερίσμα αν και αυτό δεν είναι αποκλειστικό ή απαγορευτικό.

- Στα μειονεκτήματα μπορεί να υπολογισθεί το γεγονός της επιλογής του μοντέλου προεξόφλησης μερισμάτων (ειδικά) όταν υπάρχουν μερίσματα από την επιχείρηση προς τους επενδυτές.

Τέλος να αναφέρουμε πως είναι πολύ σημαντικό ο μελετητής της μεθόδου προεξόφλησης ταμειακών ροών να ερευνήσει τα επίσημα έγγραφα και στοιχεία που παρέχει η επιχείρηση την οποία και σκοπεύει να μελετήσει.

Κοινώς πρέπει να μελετήσει τον ισολογισμό & τη κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης, τις ταμιακές ροές, τις επενδύσεις, τις χρηματοδοτήσεις, την υπολειμματική αξία και άλλα, με βάση κάθε φορά τον τομέα και το πρίσμα υπό το οποίο ερευνά.

Με λίγα λόγια, για να επιτύχει το σκοπό του ο μελετητής οφείλει να ορίσει βήματα μελέτης, και να τα διερευνήσει ξεκινώντας από:

1. Την Ιστορική και Στρατηγική Μελέτη της εταιρείας και του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται και περιέχει:

α) Την οικονομική μελέτη

Ανάλυση των Οικονομικών Καταστάσεων (Ισολογισμός &

Αποτελέσματα Χρήσης

Ανάλυση της Κατάστασης Ταμειακών Ροών

Μελέτη των επενδύσεών της

Ανάλυση της χρηματοδότησής της

Μελέτη της οικονομικής της ζωτικότητας

Ανάλυση του επιχειρηματικού κινδύνου

β) Τη στρατηγική και ανταγωνιστική Μελέτη

Ανάλυση του κλάδου όπου δραστηριοποιείται

Ανάλυση της ανταγωνιστικής της θέσης

Μελέτη της αξίας της «αλυσίδας»

Ανάλυση της ανταγωνιστικής θέσης των σπουδαιότερων

ανταγωνιστών της

Μελέτη του «μέτρου αξίας»

2. Τις προβλέψεις των Μελλοντικών Ταμειακών Ροών

α) Βάσει των Οικονομικών Προβλέψεων

Ισολογισμών & Αποτελεσμάτων Χρήσης

Ταμειακών Ροών  
Επενδύσεων  
Χρηματοδότησης  
Υπολειμματικής Αξίας  
Διαφόρων υποθέσεων

β) Προβλέψεις βάσει του κλάδου στον οποίον βρίσκονται

Προβλέψεις ανάπτυξης του κλάδου  
Προβλέψεις σχετικά με την ανταγωνιστική θέση της  
Προβλέψεις σχετικά με την ανταγωνιστική θέση των σπουδαιότερων  
ανταγωνιστών της

γ) Συνέπεια βάσει των αναμενόμενων ταμειακών ροών

Οικονομική επίπτωση προβλέψεων  
Σύγκριση προβλέψεων με ιστορικά στοιχεία  
Απόρροια ταμειακών ροών με την στρατηγική ανάλυση

3. Ορισμός του Κόστους Κεφαλαίου ή Απαιτούμενης Απόδοσης

- α) Για κάθε επιχειρηματική μονάδα και για την επιχείρηση σαν σύνολο
- β) Διασάφηση των: Κόστος Δανεισμού, Απαιτούμενη Απόδοση επί των Ιδίων Κεφαλαίων, και Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου

4. Προσδιορισμός Παρούσας Αξίας Μελλοντικών Ταμειακών Ροών

- α) Προεξόφληση Ταμειακών Ροών σύμφωνα με το κατάλληλο, ανά περίπτωση, προεξοφλητικό επιτόκιο
- β) Εκτίμηση Παρούσας Αξίας Υπολειμματικής Αξίας
- γ) Υπολογισμός Αξίας Καθαρής Θέσης

5. Ανάλυση Αποτελεσμάτων

- α) Σύγκριση εκτιμώμενης αξίας με την αξία συναφών επιχειρήσεων
- β) Παραδοχή της δημιουργίας αξίας και της διάρκειας αυτής εντός συγκεκριμένου χρονικού άξονα
- γ) Ανάλυση ευαισθησίας της εκτιμώμενης αξίας στις τροποποιήσεις των θεμελιωδών παραμέτρων
- δ) Στρατηγική και Ανταγωνιστική Αιτιολόγηση της δημιουργίας αξίας

#### Μοντέλο Προεξόφλησης Μερισμάτων (DiscountDividendMethod)

Το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων βγήκε για πρώτη φορά στη δημοσιότητα από τον John B. Williams εν έτη 1938. Το μοντέλο αυτό βασίζεται επάνω στην ιδέα όπου η αξία της μετοχής μιας «Α» επιχείρησης σήμερα ισούται με τη παρούσα αξία των αναμενόμενων ταμειακών ροών οι οποίες είναι πιθανό να απορρέουν από τη λειτουργία της επιχείρησης, και να εισπραχθούν ως απόδοση από τον εκάστοτε επενδυτή. Εάν δε, λάβουμε υπόψιν ότι ένα χρηματικό ποσό σήμερα έχει μεγαλύτερη αξία από το ίδιο ποσό το οποίο θα εισπραχθεί στο μέλλον, και αν θεωρήσουμε ότι μειώνεται η αξία κάθε επερχόμενης ταμειακής εισροής ανάλογα με το βάθος χρόνου όπου αυτή πραγματοποιείται (σε μακροχρόνιο ορίζοντα) και το πότε αυτή θα εισπραχθεί, τότε έχουμε τη παρούσα αξία της μετοχής. Στα μοντέλα αυτά ονομάζουμε μελλοντική ταμειακή ροή τα μερίσματα τα οποία επρόκειτο να μοιράσει η επιχείρηση ως απόδοση, πίσω στους επενδυτές της (κατ' απόφαση του Διοικητικού της Συμβουλίου). Επομένως τα μερίσματα είναι μια μεταβλητή των εκάστοτε κερδών, κοινώς εννοούμενο, μια υποομάδα των συνολικών λογιστικών κερδών, μιας και μόνο αυτά μπορεί να διανείμει μια εταιρεία πίσω στους μετόχους της.

Το καλό με τη μέθοδο αυτή είναι το γεγονός ότι ο ερευνητής ή ο εκάστοτε δυνητικός επενδυτής, είναι σε θέση (χρησιμοποιώντας αυτή τη μέθοδο) να καταλήξει σε ένα συμπέρασμα σχετικά με την αποτίμηση της αξίας της μετοχής της επιχείρησης. Ειδικά δεν, να αναγνωρίσει εάν αυτή είναι ορθά τιμολογημένη, αν είναι τεχνηέντως υποτιμημένη ή ανιστοίχως, υπερτιμημένη.

Για να γίνουμε δε πιο σαφείς, ας πάρουμε ένα παράδειγμα όπου ένας ιδιώτης αγοράζει μία μετοχή από μια επιχείρηση. Αυτός ο μέτοχος λοιπόν από τη στιγμή που θα αγοράσει τη μετοχή, οι αναμενόμενες ταμειακές ροές που θα εισπράξει είναι το μερίσμα καθώς και η αγοραία τιμή από τη πώληση της εν λόγω μετοχής. Εάν επομένως αποφασίσει ο μέτοχος αυτός να την κρατήσει για ένα οικονομικό έτος, τότε η σημερινή

παρούσα αξία της μετοχής του αυτής θα ισούται με τον κάτωθι τύπο, ο οποίος αποτελεί και τη γενική εξίσωση της μεθόδου προεξόφλησης μερισμάτων:

$$V_0 = \frac{D_1}{(1+r)^1} + \frac{P_1}{(1+r)^1}$$

Όπου:

$V_0$  = Η Παρούσα Αξία της Μετοχής Σήμερα

$D_1$  = Το Αναμενόμενο Μέρισμα σε ένα έτος από τώρα (υποθέτοντας ότι αυτό πληρώνεται στο τέλος του έτους)

$P_1$  = Η Αναμενόμενη Τιμή Πώλησης της Μετοχής σε ένα έτος από τώρα

$r$  = Το Απαιτούμενο Ποσοστό Ανταπόδοσης

Εάν δε, υπολογίσουμε το επενδυτικό μας πλάνο εις το διηνεκές, τότε έχουμε  $n$  έτη και ο τύπος διαμορφώνεται ως εξής:

$$V_0 = \frac{D_1}{(1+r)^1} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+r)^n} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

Όπου:

$D_n$  = Το Αναμενόμενο Μέρισμα σε  $n$  έτη από τώρα (υποθέτοντας ότι αυτό πληρώνεται στο τέλος του έτους  $n$ )

$P_n$  = Η Αναμενόμενη Τιμή Πώλησης της Μετοχής σε  $n$  έτη από τώρα

Παρότι ένας νέος μελετητής διακρίνει μια αρχική ευκολία στον παραπάνω τύπο, εντούτοις, πρακτικά είναι δύσκολος στη χρήση. Και αυτό συμβαίνει επειδή ο υπολογισμός όλων των εισροών είναι μια δύσκολη και χρονοβόρα διαδικασία. Το σημαντικό είναι να επιλεγεί το κατάλληλο εργαλείο (ή μοντέλο) αποτίμησης της

επιχείρησης. Έπειτα θα πρέπει να γίνει το επόμενο βήμα αποτίμησης, βασισμένο πάντα στα βήματα που προαναφέρθηκαν παραπάνω. Τέλος, θα πρέπει να επιλεγεί το κατάλληλο ποσοστό προεξόφλησης ταμειακών ροών, κάτι για το οποίο είναι πιθανόν να χρειαστούν πολλά και διαφορετικά μοντέλα μεταξύ τους.

### 3.7 Μοντέλο Σταθερού Μερίσματος – Γενικό μοντέλο προεξόφλησης Μερισμάτων

Εάν λάβουμε υπόψιν το Μοντέλο προεξόφλησης Σταθερού Μερίσματος, τότε το μέρισμα το οποίο διανέμεται θα ισούται με το ποσό που παράγεται από τη κατοχή μιας μετοχής, και αυτό θα είναι πάντοτε σταθερό. Ας υποθέσουμε ότι έχουμε  $D_t$  ως μέρισμα το οποίο «παράγεται» από την απόδοση μιας μετοχής σε διάρκεια  $t$ , όπου  $t = 1, 2, 3, \dots, n$  έτη. Επίσης, καθότι το μέρισμα είναι σταθερό, τότε αυτό θα ισούται με το μέρισμα κάθε έτους και έτσι θα έχουμε  $D_t = D$ . Εάν λάβουμε υπόψιν το συγκεκριμένο μοντέλο, τότε η μετοχή αυτή θα έχει αξία ίση με τη παρούσα αξία των μερισμάτων της με ορίζοντα το διηνεκές. Επομένως βλέπουμε ότι από τον παραπάνω γενικό τύπο έχουμε τον συγκεκριμένο τύπο υπό την ιδιομορφία του σταθερού μερίσματος, και είναι ο εξής:

Άρα, η γενική εξίσωση:

$$V_0 = \frac{D_1}{(1+r)^1} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+r)^n} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

διαμορφώνεται ως εξής:

$$V_0 = \frac{D}{(1+r)^1} + \frac{D}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D}{(1+r)^n}$$

Λόγω του ότι το μέρισμα είναι πάντα σταθερό, ουσιαστικά η μετοχή θεωρείται μία διαρκή ράντα με σταθερό νόμισμα  $D$ . Επομένως απλοποιείται ο τύπος και αποκτά αυτή την απλή μορφή:

$$V_0 = \frac{D}{r}$$

Προσεγγίζοντας υπό διαφορετικό πρίσμα την παραπάνω απλοϊκή εξίσωση μπορούμε να καταλήξουμε σε ένα γενικότερο μοντέλο ως τον κάτωθι:

$$\text{Value per share of stock} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{E(DPS_t)}{(1 + k_e)^t}$$

Όπου:

Value per share of stock = Η Αξία ανά Μετοχή των Μετοχών

$DPS_t$  = Τα Αναμενόμενα Μερισίματα ανά Μετοχή

$k_e$  = Το Κόστος Κεφαλαίου

Πα'όλα αυτά, είναι σημαντικό να σημειώσουμε ότι το υπάρχον μοντέλο βασίζεται στην αρχή της καθαρής παρούσας αξίας. Όπου η αξία του εκάστοτε περιουσιακού στοιχείου είναι ίση με τη παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών που θα εισρεύσουν, όντας προεξοφλημένες ροές με τον αντίστοιχο κίνδυνο των σχετικών ταμειακών ροών αντιστοίχου επιτοκίου προεξόφλησης. Εάν εστιάσουμε στον από πάνω τύπο, θα δούμε ότι υπάρχουν κάποιες βασικές παραμέτρους οι οποίες αποτελούν τα αναμενόμενα μερίσματα ανά μετοχή και το κόστος κεφαλαίου.

Επομένως, για να μπορέσουμε να εκτιμήσουμε σωστά το επίπεδο των αναμενόμενων μελλοντικών μερισματικών αποδόσεων, προσφεύγουμε σε πιθανές σκέψεις σχετικά με τον αναμενόμενο μελλοντικό ρυθμό αύξησης των κερδών ή ακόμη και του δείκτη πληρωμής μερισμάτων.

Όπως έχουμε τονίσει πρωτίτερα, αναγνωρίζουμε ότι υπάρχει στενή σχέση μεταξύ του επιπέδου κινδύνου που παρουσιάζει η εκάστοτε μετοχή, με το επιτόκιο απόδοσης της. Για την ασφαλέστερη αποτίμηση του επιπέδου του κινδύνου υπάρχουν αρκετοί τρόποι

υπολογισμού, και ένας αρκετά ενδιαφέρον από αυτούς είναι ο συντελεστής  $\beta$ . Αν ερευνήσουμε τη σκέψη αυτή υπό το πρίσμα του εξεταζόμενου μοντέλου και με άλλες κατάλληλες προσαρμογές, δύναται η ευκαιρία ενσωμάτωσης των διαφόρων μεταβολών του προεξοφλητικού επιτοκίου στο χρόνο, ακριβώς επειδή δεν παύουν ποτέ να μεταβάλλονται (το επιτόκιο και ο κίνδυνος) κατά τη διάρκεια των οικονομικών περιόδων.

Το συγκεκριμένο μοντέλο αφορά στον υπολογισμό των προσδοκώμενων μερισμάτων σε έναν χρονικό ορίζοντα (που όπως είπαμε τείνει στο διηνεκές). Παρ' όλα αυτά, ρεαλιστικά είναι σχεδόν αδύνατον αυτό να εκτελεστεί, ακόμη και για τις πιο πλούσιες, εδραιωμένες και βιώσιμες επιχειρήσεις ανά τον κόσμο. Ακριβώς για αυτό λοιπόν, έχουν εξελιχθεί κάποιες παραλλαγές αυτού του μοντέλου οι οποίες περισσότερο εστιάζουν στο κομμάτι του ρυθμού αύξησης των μερισμάτων.

### 3.8 Μοντέλο Σταθερού ρυθμού Αύξησης Μερισματος – Μοντέλο Gordon

Το μοντέλο αυτό πήρε το όνομα του από τους δημιουργούς του Shapiro και Gordon, και το οποίο γεννήθηκε το 1956 με την παράλληλη δημοσίευση τους. Το υπάρχον μοντέλο αξιοποιείται κυρίως για την αποτίμηση μιας επιχείρησης όταν αυτή η (υπο εξέταση) επιχείρηση βαίνει σε ένα σταθερό πρόγραμμα έκδοσης μερισμάτων προς τους επενδυτές με έναν σταθερά αυξητικό ρυθμό, θεωρώντας με λίγα λόγια ότι έχει την δυνατότητα να πληρώνει μερίσματα κατά έναν ολοένα και σταθερά αυξανόμενο ρυθμό και ότι δύναται να το διατηρήσει αυτό.

Εάν λοιπόν θεωρήσουμε ότι ισχύουν αυτές οι συνθήκες τότε η αξία μιας μετοχής έχει άμεση συσχέτιση με τα προσδοκώμενα μερίσματα της επόμενης περιόδου, την αναγκαία απόδοση που προσφέρουν οι μετοχές και ταυτόχρονα με τον προσδοκώμενο ρυθμό αύξησης των μερισμάτων.



$$\text{Value of Stock} = \frac{\text{DPS}_1}{k_e - g}$$

Όπου:

Value of Stock = Η Αξία της Μετοχής

$\text{DPS}_1$  = Τα Αναμενόμενα Μερίσματα της Επόμενης Περιόδου<sup>3</sup>

$k_e$  = Η Απαιτούμενη Απόδοση Μετοχών ή Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων

$g$  = Ο Σταθερός Ρυθμός Αύξησης Μερισμάτων

Ουσιαστικά, αν μπορούσαμε να συνοψίσουμε τα λεγόμενα μας σε έναν μαθηματικό τύπο, τότε θα είχαμε το εξής αποτέλεσμα:

Εάν μπορούσαμε να διαλέξουμε ένα ιδιότυπο χαρακτηριστικού αυτού του τύπου, τότε το μάτι του σωστού αναλυτή και ερευνητή θα έπεφτε σίγουρα στη σταθερή κατάσταση των σχετικών επιχειρήσεων, όπως επίσης και ο σταθερός ρυθμός αύξησης των μερισμάτων (ο οποίος όπως αντιλαμβανόμαστε σε ένα πραγματικό – ρεαλιστικό πεδίο, θα είχε μηδενικές πιθανότητες ύπαρξης). Εφόσον λοιπόν η επιχείρηση αναπτύσσεται με τον σταθερό ρυθμό και ο συγκεκριμένος ρυθμός αύξησης των μερισμάτων της αναμένουμε να παραμείνει σταθερός επ' άπειρον, τότε αναμένεται επίσης και το γεγονός ότι τα υπόλοιπα μέτρα οικονομικής επίδοσης και ειδικά δε τα κέρδη, θα πρέπει να έχουν έναν αντίστοιχο ρυθμό ανάπτυξης για αυτό και παραμένει ένας λόγος για μηδενική πραγματική εφαρμογή της υπόθεσης.

Στη περίπτωση δε, εκείνη, όπου ο ρυθμός αύξησης των μερισμάτων σε ένα μακροχρόνιο πεδίο είναι μεγαλύτερος από εκείνον του ρυθμού ανάπτυξης των κερδών, τα μερίσματα με το πέρασμα του χρόνου όπως είναι λογικό θα γίνουν μεγαλύτερα από τα ίδια τα κέρδη και αυτή η περίπτωση δεν είναι δυνατόν να διεξαχθεί πρακτικά στον πραγματικό κόσμο. Αντίστοιχα, εάν τα κέρδη αναπτύσσονται με έναν μεγαλύτερο ρυθμό εν συγκρίσει με εκείνων των μερισμάτων, τότε ο δείκτης πληρωμής μερισμάτων απλούστατα θα μηδενιστεί. Επομένως η υπόθεση αυτή δεν μπορεί να διεξαχθεί για επιχειρήσεις με σταθερή κατάσταση.

Ο δε ρυθμός ανάπτυξης της υπό διερεύνηση επιχείρησης θεωρείται σταθερός κατά το

φαινόμενο εκείνο στο οποίο η επιχείρηση αναπτύσσεται με ρυθμό λιγότερο ή έστω ίσο με τον ονομαστικό ρυθμό ανάπτυξης της όλης οικονομίας φυσικά μέσα στην οποία δραστηριοποιείται και η ίδια η επιχείρηση.

Εάν λάβουμε υπόψη αυτή τη μέθοδο, τότε θα παρατηρήσουμε ότι οι επαγγελματίες δεν έχουν μία μοναδική άποψη επί της χρήσης του κατάλληλου ρυθμού ανάπτυξης. Αυτό φυσικά έχει την εξήγηση του και οφείλεται αποκλειστικά στο γεγονός της αβεβαιότητας που επικρατεί όσον αφορά τον αναμενόμενο πληθωρισμό και επί ενός ρεαλιστικού ρυθμού ανάπτυξης της οικονομίας, γιατί όπως γίνεται κατανοητό οι διαφορές μεταξύ τους, επηρεάζουν το κόστος κεφαλαίου. Επόμενη αφορμή αποτελεί και το ότι ο ρυθμός ανάπτυξης μιας επιχείρησης φαίνεται να συρρικνώνεται κατά τη διάρκεια των ετών σε σχέση με τον αντίστοιχο της όλης οικονομίας.

Επιπλέον, χρειάζεται να δώσουμε σημασία και στη μέθοδο αυτή από τη μεριά της πολιτικής διανομής των μερισμάτων. Διότι γνωρίζουμε τη διαφορετική φύση των μετοχών, άλλες κοινές και άλλες premium, με διαφορετικά δικαιώματα. Εκεί λοιπόν τίθεται και το θέμα της σωστής διαχείρισης της πληρωμής αυτών των μερισμάτων. Εάν αυτό δεν ισχύσει, υπάρχει πιθανότητα να πέσει η εκτίμηση της αξίας της μετοχής στις επιχειρήσεις εκείνες οι οποίες κατά παράδοξο τρόπο πληρώνουν μεν συνεχώς το μέρισμα τους, το οποίο όμως δύναται να είναι μικρότερης αξίας εν συγκρίσει με εκείνο το οποίο θα μπορούσαν να διαθέσουν, εάν τα ποσά αυτά παρακρατούνταν.

Τέλος, σε ότι αφορά το μοντέλο αυτό, παρότι η μέθοδος αυτή ακολουθεί έναν σταθερό ρυθμό ανάπτυξης επί των μερισμάτων, προσφέρει και μια ευλυγισία ως προς τη χρήση της, μιας και αξιοποιείται και στην υπόθεση όπου διαφαίνονται ετήσιες διακυμάνσεις στα κέρδη της επιχείρησης. Παρ' όλα αυτά εδώ αξίζει να σημειώσουμε ότι οι μελετητές, οι ερευνητές και οι επίδοξοι επενδυτές θα πρέπει να είναι αρκετά προσεκτικοί για να μην οδηγηθούν σε λάθος συμπεράσματα.

### 3.9 Μοντέλο Προεξόφλησης Μερισμάτων Δύο Σταδίων

Το Μοντέλο Προεξόφλησης Μερισμάτων Δύο Σταδίων προτάθηκε για τον κύριο σκοπό όπου κάποιος εκτιμά την αξία των εταιρειών ή επιχειρήσεων, σε δύο φάσεις ανάπτυξης, όπου στις οποίες στην πρώτη φάση, ο ρυθμός ανάπτυξης της εταιρείας

θεωρείται περισσότερο αναπτυσσόμενος από εκείνον αντίστοιχης εταιρείας με σταθερή αύξηση, και κατά ένα δεύτερο στάδιο, το οποίο χαρακτηρίζεται από σταθερό ρυθμό ανάπτυξης και αναμένεται να έχει μεγαλύτερο και πιο μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα.

Αυτό που παρατηρούμε είναι ότι παρ'όλο που στις περισσότερες περιπτώσεις, κατά το πρώτο στάδιο, ο ρυθμός αύξησης είναι υψηλότερος από εκείνον του σταθερού ρυθμού αύξησης, το μοντέλο αυτό με κατάλληλες επεξεργασίες, μπορεί να εφαρμοστεί και σε εταιρείες οι οποίες διακατέχονται από χαμηλό, ή ακόμα και από αρνητικό ρυθμό αύξησης για μία συγκεκριμένη χρονική περίοδο, ακόμη και μετά το τέλος αυτού του διαστήματος, ο ρυθμός αυτός να μπορέσει να σταθεροποιηθεί.

Αν λάβουμε υπόψιν λοιπόν το παρών μοντέλο εκτίμησης της αξίας των επιχειρήσεων, η αξία οποιασδήποτε μετοχής μπορούμε να πούμε ότι είναι ίση με την παρούσα αξία των μερισμάτων κατά τη διάρκεια της αρχικής φάσης, όπου όπως προείπαμε υπάρχει εξαιρετική ανάπτυξη, επαυξημένη κατά την παρούσα αξία της τελικής τιμής της μετοχής όπως προκύπτει. Έτσι, η αξία της μετοχής υπολογίζεται από τον κάτωθι τύπο:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{DPS_t}{(1 + k_{e,hg})^t} + \frac{P_n}{(1 + k_{e,hg})^n}$$

Όπου:

$P_0$  = Η Αξία της Μετοχής

$DPS_t$  = Τα Αναμενόμενα Μερίσματα ανά Μετοχή περιόδου  $t$

$k_{e,hg}$  = Το Κόστος Κεφαλαίου ή η Απαιτούμενη Απόδοση Μετόχων κατά την Περίοδο Εξαιρετικής Ανάπτυξης

$P_n$  = Η (Τελική) Αξία της Μετοχής στο τέλος του έτους  $n$

Εάν δε, θελήσουμε να βρούμε την τελική τιμή της μετοχής, τότε δεν έχουμε παρά να χρησιμοποιήσουμε τον τύπο που ακολουθεί

$$P_n = \frac{DPS_{n+1}}{k_{e,st} - g_n}$$

Όπου:

$DPS_{n+1}$  = Τα Αναμενόμενα Μερίσματα ανά Μετοχή μετά το Πέρασ του Τελικού Έτους  $n$

$k_{e,st}$  = Το Κόστος Κεφαλαίου ή η Απαιτούμενη Απόδοση Μετόχων κατά την Περίοδο Σταθερής Ανάπτυξης

$g_n$  = Ο Σταθερός Ρυθμός Ανάπτυξης μετά το Πέρασ  $n$  Ετών εις το διηνεκές

Εάν αναλογιστούμε το Μοντέλο Σταθερής Αύξησης Μερισματος, το οποίο αναπτύξαμε προηγουμένως, έτσι και στο συγκεκριμένο υπόδειγμα - μοντέλο, ο (τελικός) ρυθμός ανάπτυξης  $g$  θα πρέπει να έχει σχέση με τον ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας μέσα στην οποία δραστηριοποιείται η κάθε επιχείρηση και ο ρυθμός διανομής των μερισμάτων στους μετόχους θα πρέπει να είναι σε συμφωνία με τον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης της εταιρείας.

Κατά την περίοδο όπου παρατηρείται σταθερή ανάπτυξη, από εκείνον τον ίδιο ρυθμό αύξησης θα πρέπει να πορεύονται και οι υπόλοιποι παράγοντες της εταιρείας, και κυρίως

α) τα αναμενόμενα μερίσματα ανά μετοχή μετά το πέρας του τελικού έτους  $n$  ( $DPS_{n+1}$ ),

β) ο συντελεστής  $\beta$  της μετοχής και

γ) η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων.

Σύμφωνα με τα γραφόμενα του Damodaran κατά τη διάρκεια όπου οι μελετητές και οι ερευνητές εφαρμόζουν το εν λόγω μοντέλο, υπάρχουν σοβαρές περιπτώσεις να αντιμετωπίσουν τρεις δυσκολίες. Όπως υποστηρίζει και ο Damodaran, οι δυσκολίες αυτές είναι:

- 1) Η ξαφνική - απότομη μεταβολή του ρυθμού αύξησης από υψηλότερο σε χαμηλότερο, σταθερού επιπέδου. Είναι επομένως καλύτερο να υποθέσουμε ότι η τροποποίηση αυτή πραγματοποιείται σιγά σιγά και σταδιακά.
- 2) Ο κατάλληλος προγραμματισμός και η εύρεση της διάρκειας του αρχικού σταδίου ανάπτυξης. Από τη στιγμή που γνωρίζουμε ότι με το τέλος της περιόδου εκείνης όπου συναντάται ένας εξαιρετικής αύξησης ρυθμός ανάπτυξης, τότε περιμένουμε να πέσει και να χαμηλώσει σε έναν ρυθμό ανάπτυξης σταθερού επιπέδου. Σε αυτό το σημείο να πούμε πως όσο μεγαλύτερη είναι η περίοδος αυτή, τόσο η αξία μιας μετοχής καταφέρνει να αυξάνεται.
- 3) Πρόβλημα είναι και η πιθανή μείωση της αξίας των μετοχών των επιχειρήσεων εκείνων οι οποίες διαθέτουν χαμηλότερης αξίας μερίσματα από αυτά που έχουν την ικανότητα να πληρώσουν. Κατ' αυτόν το τρόπο υπάρχει μεγαλύτερο ποσοστό κερδών σε μετρητά. Η μέθοδος όμως αυτή εξαρτάται

όπως είναι λογικό από τα μερίσματα.

Συνοπτικά λοιπόν, το υπάρχον μοντέλο προεξόφλησης δύο φάσεων είναι ιδανικό για τις επιχειρήσεις εκείνες όπου κατά το πρώτο στάδιο έχουν πετύχει να έχουν έναν υψηλό ρυθμό αύξησης, και όπου φυσικά ύστερα έχουμε σοβαρές ενδείξεις ότι οι πηγές υψηλής αύξησης δείχνουν να εξαφανιστούν. Παράδειγμα τέτοιων περιπτώσεων μπορεί να είναι λόγω χάρη, επιχειρήσεις οι οποίες κατέχουν δικαιώματα ευρεσιτεχνίας πάνω σε κάποιο προϊόν, διόλου σπάνιο στην αγορά. Επίσης είναι και αυτές οι επιχειρήσεις οι οποίες χαρακτηρίζονται από έναν μέτριο θα λέγαμε ρυθμό ανάπτυξης. Τυτόχρονα, μπορεί το συγκεκριμένο μοντέλο να τεθεί σε εφαρμογή και σε εταιρείες οι οποίες ακολουθούν την μερισματική πολιτική εκείνη, κατά την οποία διανέμουν το μεγαλύτερο δυνατό ποσοστό των υπολειμματικών ταμειακών ροών τους σε μέρισμα.

### 3.10 Το Υπόδειγμα «Η»

Το συγκεκριμένο υπόδειγμα λεγόμενο και ως υπόδειγμα «Η», βασίζεται στην υπόθεση ότι ο ρυθμός εξέλιξης των κερδών της επιχείρησης αρχικά βρίσκεται σε ένα υψηλό επίπεδο κατά τη διάρκεια της πρώτης περιόδου (όπου κατά την οποία όπως είπαμε συναντάμε εξαιρετική ανάπτυξη) αναπτύξεως, έπειτα βαίνει μειούμενη σταθερά κατά τη διάρκεια της υψηλής φάσης εξέλιξης, μέχρις ότου σταθεροποιηθεί. Το υπόδειγμα αυτό ήταν η πρόταση των Fuller και Hsia το 1984.

Ουσιαστικά, συμπεριλαμβάνει δύο φάσεις και θεωρεί βέβαιη τη σταθερότητα του ποσοστού διανομής μερισμάτων στους μετόχους και του κόστους των ιδίων κεφαλαίων καθ' όλη τη διάρκεια αλλαγών που μπορεί να προκύψουν κατά του ρυθμού αύξησης. Επομένως, με βάση το υπόδειγμα αυτό η αξία της μετοχής, προσδιορίζεται από τον τύπο που ακολουθεί:

$$P_0 = \frac{DPS_t * (1 + g_n)}{k_e - g_n} + \frac{DPS_t * H * (g_a - g_n)}{k_e - g_n}$$

Όπου:

$P_0$  = Η Αξία της Μετοχής Σήμερα

$DPS_t$  = Τα Αναμενόμενα Μερίσματα ανά Μετοχή περιόδου t

$k_e$  = Το Κόστος των Ιδίων Κεφαλαίων

$g_a$  = Ο Αρχικός Ρυθμός Ανάπτυξης

$g_n$  = Ο Σταθερός Ρυθμός Ανάπτυξης στο Τέλος της Υψηλής Περιόδου

Εάν πάμε πίσω στο Μοντέλο Προεξόφλησης Δύο Σταδίων θα δούμε ότι αντιμετωπίζαμε το πρόβλημα της απότομης μεταβολής του ρυθμού ανάπτυξης από το στάδιο της υψηλής ανάπτυξης, σε εκείνο της σταθερής ανάπτυξης. Για αυτόν ακριβώς το λόγο δημιουργήθηκε το υπόδειγμα «H» ούτως ώστε να μπορέσει να βοηθήσει τον ερευνητή ή μελετητή να λύσει αυτό το ζήτημα.

Από την αντίπερα όχθη, δεν θα ήταν καλό να ξεχάσουμε ότι αυτό το μοντέλο θεωρεί ως σταθερό το ποσοστό επί του οποίου γίνεται η διανομή κερδών και το κόστος του κεφαλαίου. Αυτό όμως είναι κάτι που δεν ίσχυει, για τον λόγο ότι όταν μειώνεται ο ρυθμός εξέλιξης όπως είναι φυσιολογικά αντιληπτό έχουμε (κατά συνήθεια τουλάχιστον) αύξηση στο ποσοστό διανομής κερδών, επομένως η εφαρμογή του υπάρχοντος υποδείγματος καθίσταται σχεδόν αδύνατη για τις επιχειρήσεις εκείνες οι οποίες έχουν χαμηλά ή ακόμη και μηδενικά μερίσματα.

Επομένως, ο ερευνητής που θα αναγνώσει τα παραπάνω κομμάτια θα αντιληφθεί ότι το παρόν Υπόδειγμα «H» επρόκειτο να έχει ουσιαστική εφαρμογή επί των επιχειρήσεων εκείνων όπου αυτές εξελίσσονται με έναν καταγιγιστικό ρυθμό ανάπτυξης, όπου όμως αντιστοίχως, προβλέπεται και διαφαίνεται η εξέλιξη αυτή να μην είναι παρόμοια, και να επρόκειτο να ελαττωθεί. Αυτό βέβαια θα σημαίνει ότι έχουν χάσει το ανταγωνιστικό τους πλεονέκτημα στην αγορά την οποία δραστηριοποιούνται και επομένως (πιθανόν) οι ανταγωνιστές τους να έχουν λάβει κάποιο ποσοστό - κομμάτι από τη πίτα τους.

### 3.11 Μοντέλο Προεξόφλησης Μερισμάτων Τριών Σταδίων

Το υπάρχον μοντέλο, το Μοντέλο Προεξόφλησης Μερισμάτων Τριών Σταδίων στηρίχθηκε επάνω στο προϋπάρχον μοντέλο, αυτού του Μοντέλου Προεξόφλησης Μερισμάτων Δύο Σταδίων (αλλά και του Υποδείγματος «Η» το οποίο προστέθηκε αργότερα όπως προείπαμε).

Κατά το μοντέλο αυτό, παρατηρούμε σε μια επιχείρηση μία αρχική φάση υψηλού ρυθμού αύξησης, ύστερα μία μεταβατική φάση βαθμιαίας πτώσης του ρυθμού εξέλιξης και τέλος, στη συνέχεια μία τελική περίοδο σταθερού ρυθμού αύξησης.

Στο παρόν Μοντέλο Προεξόφλησης Τριών Σταδίων, η αξία της μετοχής αποτιμάται από τη παρούσα αξία των προβλεπόμενων μερισμάτων κατά τη διάρκεια της πρώτης περιόδου (αυτής δηλαδή του υψηλού ρυθμού αύξησης) της δεύτερης περιόδου και της δεύτερης (μεταβατικής φάσης), όπου προστίθενται στην παρούσα αξία της τερματικής τιμής της κατά την έναρξη της τρίτης (σταθερής) φάσης. Συνοψίζοντας λοιπόν, βασικό τύπο του μοντέλου αποτελεί ο κάτωθι:



$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n_1} \frac{EPS_0 * (1 + g_a)^t * \Pi_a}{(1 + k_{e,hg})^t} + \sum_{t=n_1+1}^{t=n_2} \frac{DPS_t}{(1 + k_{e,t})^t} + \frac{EPS_{n_2} * (1 + g_n) * \Pi_n}{(k_{e,st} - g_n)(1 + r)^n}$$

Όπου:

$P_0$  = Η Αξία της Μετοχής Σήμερα

$EPS_t$  = Τα Κέρδη ανά Μετοχή περιόδου t

$DPS_t$  = Τα Αναμενόμενα Μερίσματα ανά Μετοχή περιόδου t

$g_a$  = Ο Ρυθμός Αύξησης κατά τη Διάρκεια της Φάσης Υψηλής Ανάπτυξης

$g_n$  = Ο Ρυθμός Αύξησης κατά τη Διάρκεια της Σταθερής Φάσης Ανάπτυξης

$\Pi_a$  = Το Ποσοστό Διανομής Κερδών στη Φάση της Υψηλής Ανάπτυξης

$\Pi_n$  = Το Ποσοστό Διανομής Κερδών στη Φάση της Σταθερής Ανάπτυξης

$k_e$  = Το Κόστος των Ιδίων Κεφαλαίων (όπου:  $hg$  = Περίοδος Υψηλής Ανάπτυξης,  $t$  = Μεταβατική Περίοδος, και  $st$  = Περίοδος Σταθερής Ανάπτυξης)

Αν συνοψίσουμε όλα τα δεδομένα λοιπόν, η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται σε περιπτώσεις επιχειρήσεων οι οποίες παρουσιάζουν διαχρονικές αλλαγές στο ρυθμό εξέλιξής τους, καθώς επίσης και στο ποσοστό διανομής κερδών και αλλά και στον κίνδυνο, τον οποίο διατρέχουν. Αν τη συγκρίνουμε με τις προηγούμενες μεθόδους, δεν επιβάλλεται κάποιος περιορισμός όσον αφορά στο ποσοστό διανομής μερισμάτων.

Δυστυχώς ένα μεγάλο μειονέκτημα αυτής της μεθόδου αποτελεί το γεγονός ότι είναι απαραίτητος ένας υψηλός αριθμός δεδομένων, το ετήσιο ποσοστό διανομής μερισμάτων, οι ρυθμοί αύξησης και ο συντελεστής κινδύνου beta της μετοχής. Κατά τον υπολογισμό των οποίων, είναι αρκετά πιθανόν οι ερευνητές και οι μελετητές να παραπλανηθούν και να οδηγηθούν σε λάθος συμπεράσματα. Γι' αυτό το λόγο ακριβώς συνίσταται μεγάλη προσοχή στη χρήση του.

Τέλος, σε ότι αφορά αυτό το μοντέλο, αξίζει να σημειωθεί επίσης ότι το παρόν υπόδειγμα είναι το πλέον κατάλληλο για την αποτίμηση των επιχειρήσεων εκείνων, οι

οποίες σε τρέχουσα φάση χαρακτηρίζονται από πολύ γοργούς ρυθμούς ανάπτυξης, αλλά επίσης προβλέπεται να συνεχίσουν να αναπτύσσονται με τους ίδιους σταθερά υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης και κατά την αρχική φάση. Όμως, αν παράλληλα αναλογιστούμε ότι όταν η εταιρεία μεγαλώνει, χάνει το πλεονέκτημα ως προς τους ανταγωνιστές της, είναι λογικό και πρέπει να δεχθούμε ότι θα επέλθει μια σταδιακή μείωση, έως ότου αγγίξει έναν σταθερό ρυθμό αύξησης.

### 3.12 Μοντέλο Υπολειμματικής Αξίας

Ο Preihngrehto έτος 1938 εισήγαγε μαζί με τον Bell & τον Edwards το 1961, καθώς και τον Peasnell το 1981 αυτή την έννοια, της υπολειμματικής αξίας. Η βασική ιδέα πίσω από αυτή τη δημιουργία της υπολειμματικής αξίας έχει να κάνει με τη χρήση των λογιστικών μεγεθών εκείνων όπως τα κανονικά κέρδη από το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων και την καθαρά θέση της εταιρείας.

Παλιότερα, είχε εφαρμοστεί για την εκτίμηση από τη πιθανή δημιουργία αξίας μιας επιχείρησης αλλά σε πολύ πρώιμο στάδιο και όχι πλήρως διατυπωμένο σαν μοντέλο.

Ουσιαστικά, η ποιότητα αποτελεσμάτων που προσφέρει μπορεί να διαφανεί από την ίδια την ακρίβεια των αποτελεσμάτων που παράγει. Στη διεθνή βιβλιογραφία αναφέρεται και ως Οικονομικό Κέρδος, Μη Κανονικό Κέρδος ή ακόμη και ως Οικονομική Προστιθέμενη Αξία.

Η υπολειμματική αξία αποτελεί συνάρτηση των καθαρών αποτελεσμάτων χρήσεως, μειωμένα κατά το κόστος ευκαιρίας το οποίο είναι απαραίτητο για να πετύχει μία εταιρεία να οδηγηθεί στα αποτελέσματα αυτά. Με άλλα λόγια, υπολειμματική αξία θεωρείται το καθαρό λειτουργικό εισόδημα το οποίο δημιουργείται από την εταιρεία πάνω από τη μικρότερη απαιτούμενη απόδοση επί των λειτουργικών στοιχείων της. Όπως προκύπτει από τα ως άνω, η έννοια της υπολειμματικής αξίας, στη διαδικασία υπολογισμού της δημιουργίας αξίας, καθώς και στην αποτίμηση μετοχών, είναι άκρως σημαντική.

Σύμφωνα με τις πρότυπες πρακτικές της λογιστικής, η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως, για την εκτίμηση του καθαρού αποτελέσματος, εμφανίζει μόνο το κόστος δανεισμού ως έξοδο (τόκοι), κατά το οποίο οποιαδήποτε επιχείρηση είναι

δεσμευμένη να πληρώνει για τα ξένα κεφάλαιά της. Το κόστος των ιδίων κεφαλαίων που χρησιμοποιεί οποιαδήποτε εταιρεία για τη χρηματοδότησή της, δεν εμφανίζεται κατά την κατάρτιση των λογιστικών καταστάσεων. Επομένως, μία εταιρεία που εμφανίζει θετικό καθαρό αποτέλεσμα, δεν επιφέρει πάντα κέρδη στους μετόχους. Αυτό οφείλεται στο ότι το αποτέλεσμα αυτό είναι πολύ πιθανόν να μην υπερβαίνει το κόστος των ιδίων κεφαλαίων της. Για το λόγο αυτό, εξελίχθηκε η έννοια του υπολειμματικού εισοδήματος, μιας και η δημιουργία περιουσίας για τους μετόχους θεωρείται πλέον κορυφαίος στόχος της διοίκησης των εταιρειών, αφού αφορά στη μεγιστοποίηση της αξίας των κεφαλαίων που έχουν επενδύσει στην εταιρεία.

Το υπολειμματικό εισόδημα (υπερκέρδος) θεωρείται ως το οικονομικό κέρδος κάθε εταιρείας και όχι απλώς ως λογιστικό κέρδος. Για να εκτιμήσουμε το υπολειμματικό εισόδημα για κάθε οικονομικό έτος, θα πρέπει να αφαιρέσουμε το κόστος των ιδίων κεφαλαίων από το καθαρό αποτέλεσμα χρήσεως. Στην περίπτωση κατά την οποία μια εταιρεία διαθέτει και προνομιούχες μετοχές πέρα από τις κοινές για τη χρηματοδότησή της, το καθαρό εισόδημα θα πρέπει να μειωθεί κατά τα μερίσματα αυτά. Ένας επόμενος τρόπος υπολογισμού του υπολειμματικού εισοδήματος είναι εάν από το λειτουργικό κέρδος της εταιρείας μετά από φόρους (NOPAT), αφαιρέσουμε το γινόμενο του σταθμισμένου κόστους κεφαλαίου επί του σύνολου των ιδίων κεφαλαίων καθώς επίσης και των ξένων κεφαλαίων που φέρουν τόκους, δηλαδή:

$$\text{ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟ ΕΙΣΟΔΗΜΑ} = \text{NOPAT} - (\text{WACC} * \text{ΚΕΦΑΛΑΙΟ})$$

Η υπολειμματική αξία αποκαλύπτει την αξία που δημιουργείται για τους μετόχους της εταιρείας, εάν φυσικά το καθαρό αποτέλεσμα το οποίο έχει πραγματοποιήσει η εκάστοτε εταιρεία καλύπτει το συνολικό κόστος των ιδίων και των ξένων κεφαλαίων της. Άρα επιχειρήσεις που εμφανίζουν μεγαλύτερα κέρδη από το συνολικό κόστος κεφαλαίων, μακροπρόθεσμα θα πρέπει να εμφανίζουν αξία μεγαλύτερη από την αντίστοιχη της λογιστική αξία, λόγω της επιπλέον δημιουργίας αξίας. Ενώ στην αντίθετη περίπτωση, μακροπρόθεσμα θα εμφανίζουν αξία μικρότερη αυτής της λογιστικής τους αξίας, διότι δε θα δημιουργείται νέα αξία για τους μετόχους.

Επομένως αναλυτικά έχουμε:

$$V_0 = B_0 + \sum_{i=1}^{i=t} \frac{RI_t}{(1+r)^t}$$

Όπου:  $RI_t = E_t - r * B_{t-1}$

Επομένως:

$$V_0 = B_0 + \sum_{i=1}^{i=t} \frac{E_t - r * B_{t-1}}{(1+r)^t}$$

Όπου:

$V_0$  = Η Παρούσα Αξία ανά Μετοχή

$B_0$  = Η Παρούσα Λογιστική Αξία ανά Μετοχή

$RI_t$  = Το Αναμενόμενο Υπολειμματικό Εισόδημα ανά μετοχή στη χρονική περίοδο t

$E_t$  = Τα Αναμενόμενα Κέρδη ανά Μετοχή στο έτος t

r = Το Απαιτούμενο Ποσοστό Απόδοσης των Ιδίων Κεφαλαίων

$B_t$  = Η Αναμενόμενη Λογιστική Αξία ανά Μετοχή στο έτος t

Ο παραπάνω τύπος προκύπτει από την γενική εξίσωση με βάση τα προσδοκώμενα μερίσματα, από τη στιγμή που θεωρήσουμε ότι ισχύει η λογιστική αρχή του καθαρού πλεονάσματος, όπου στην οποία η παρούσα λογιστική αξία μίας μετοχής ισοδυναμεί με τη λογιστική αξία της αμέσως προηγούμενης περιόδου προσαυξημένη κατά τα καθαρά κέρδη της τρέχουσας περιόδου και μειωμένη κατά τα μερίσματα τα οποία έχουν διατεθεί σε αυτήν την περίοδο.

Τα ανωτέρω βοηθούν στο να διαμορφωθεί ο κάτωθι μαθηματικός τύπος:

$$B_t = B_{t-1} + E_t - D_t$$

Όπου:

$B_t$  = Η Παρούσα Λογιστική Αξία μίας Μετοχής στο έτος t

$B_{t-1}$  = Η Λογιστική Αξία μίας Μετοχής το Αμέσως Προηγούμενο Έτος

$E_t$  = Τα Καθαρά Κέρδη κατά το έτος t

$D_t$  = Τα Αναμενόμενα Μερίσματα έτους t

Εάν δε, χρησιμοποιήσουμε και τη γενική εξίσωση του Μοντέλου Προεξόφλησης Μερισμάτων:

$$V_0 = \frac{D_1}{(1+r)^1} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_t}{(1+r)^t}$$

Τότε, η γενική εξίσωση του Μοντέλου Υπολειμματικού Εισοδήματος θα πάρει την εξής μορφή:

$$V_0 = \frac{E_1 + B_0 - B_1}{(1+r)^1} + \frac{E_2 + B_1 - B_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{E_t + B_{t-1} - B_t}{(1+r)^t}$$

Μέχρι αυτό το σημείο τα πράγματα είναι απλά. Εάν τώρα δε, χρησιμοποιήσουμε και τον τύπο που εισήγαγαν οι Ohlson και Feltham από όπου τονίζεται ότι το υπολειμματικό εισόδημα μπορεί να εκτιμηθεί και με βάσει τον κάτωθι τύπο:

$$RI_t = ROE_{t-1} * B_{t-1}$$

Έτσι, εάν αντικαταστήσουμε αυτόν στους προηγούμενους, έχουμε:

$$V_0 = B_0 + \sum_{i=1}^{i=t} \frac{ROE_{t-r} * B_{t-1}}{(1+r)^t}$$

Όμως ακόμα δεν έχουμε πλησιάσει στο τέλος. Και αυτό γιατί μας μένει να χρησιμοποιήσουμε τον ROE, τον τύπο δηλαδή που δείχνει την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων πράγμα υπέρ του δέοντος χρήσιμο για έναν μελετητή ή έναν επίδοξο επενδυτή. Σύμφωνα με τον ROE λοιπόν έχουμε:

$$ROE = \frac{E_t}{B_{t-1}} \Leftrightarrow E_t = ROE * B_{t-1}$$

Επομένως, ένας τύπος υπό την τελική μορφή όπου θα έχουμε την απόδοση του αναμενόμενου υπολειμματικού εισοδήματος είναι ο εξής:

$$RI_t = ROE * B_{t-1} - r * B_{t-1} \Rightarrow RI_t = (ROE - r) * B_{t-1}$$

Άρα, για να συνοψίσουμε τις συνεχείς αντικαταστάσεις που ακολούθησαν κατά τον τρόπο που παρακολουθήσαμε πρωτίτερα, το υπολειμματικό εισόδημα αναλύεται με βάση δύο συνιστώσες. Τον δείκτη ROE και τη λογιστική αξία (λέγονται και οδηγοί «μη κανονικών κερδών»).

Οι εταιρείες όταν αυξάνουν έστω το ένα από αυτές τις δύο συνιστώσες μπορούν όντως να επιτύχουν του σκοπού τους και να βελτιστοποιήσουν την αξία τους. Το μοναδικό πρόβλημα που παρατηρείται είναι η αντικειμενική δυσκολία στον υπολογισμό των μελλοντικών μη κανονικών κερδών. Εντούτοις όμως σε ότι έχει να κάνει με τα αυξημένα μη κανονικά κέρδη είναι αναμενόμενο αρχικά να προκαλέσουν το ενδιαφέρον των ανταγωνιστών όμως στη πορεία του χρόνου αναμένεται να τείνουν προς ένα κανονικό επίπεδο.

Το σημαντικό κομμάτι που προκύπτει σε αυτό το σημείο του κεφαλαίου είναι ένα και συνοψίζεται ως εξής: ότι αυτό το οποίο αντιλαμβανόμαστε είναι πως αν μια επιχείρηση καταφέρει να εξασφαλίσει ένα κανονικό ποσοστό απόδοσης επί της λογιστικής αξίας της, οι επενδυτές της θα κληθούν να πληρώσουν ποσό υψηλότερο ή χαμηλότερο από τη λογιστική αξία της μετοχής, εάν τα κέρδη της επιχείρησης είναι

μεγαλύτερα ή μικρότερα από το κανονικό αυτό επίπεδο.

Οφείλουμε να τονίσουμε ότι χρήζει μεγάλης προσοχής η ανάλυση της μεθόδου σε ότι αφορά την ερμηνεία των δεδομένων των οικονομικών καταστάσεων που αξιοποιούνται κατά τη διαδικασία ερμηνεύσης και εκτίμησης. Με βάση την αξιοπιστία του αποτελέσματος ο μελετητής ή ο ερευνητής θα μπορέσει και αυτός με τη σειρά του να αξιολογήσει κατά πόσο τα υπολειμματικά κέρδη τα οποία παρουσιάζονται από την εταιρεία, είναι προϊόν κάποιου ανταγωνιστικού της πλεονεκτήματος ή εξαιτίας κάποιων μεθοδεύσεων επί των λογιστικών χειρισμών της διοίκησης.

Όμως κλείνοντας μπορούμε να θεωρήσουμε ότι η χρησιμοποίηση της μεθόδου προεξόφλησης υπολειμματικών κερδών για την προσπάθεια αποτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης, και της απόδοσης της μετοχής της, είναι εντούτοις μια πιο αξιόπιστη πρακτική, εν συγκρίσει, με τις υπόλοιπες εναλλακτικές μεθόδους. Βέβαια, πάντοτε σε συνάρτηση με τον κατάλληλο χρονικό ορίζοντα. Για παράδειγμα εάν κάνουμε τις προβλέψεις μας σε βάθος χρόνου δέκα ετών τότε μπορούμε να πούμε πως όντως θεωρείται μια πιο ακριβής μέθοδος σε σχέση με κάποια άλλη μέθοδο που βασίζεται ίσως επί των ταμειακών ροών.

## **4 Κεφάλαιο 4**

### **4.1 Εισαγωγή για την Coca Cola Hellenic**

Στο παρόν κεφάλαιο θα επιχειρήσουμε να αποτιμήσουμε την CocaCola 3E

Πιο συγκεκριμένα, θα εστιάσουμε στην περίοδο 2006 με 2011 όπου και τα στοιχεία αυτά μας παρέχονται διαδικτυακά διαμέσου της ιστοσελίδας της εταιρείας. Ας πούμε όμως λίγα λόγια για την εταιρεία.

Η Κοκα-Κολα Τρία Έψιλον 3E ιδρύθηκε στην Ελλάδα το 1969. Δραστηριοποιείται στην τυποποίηση, πώληση και προώθηση αναψυκτικών αφεψημάτων, και αποτελεί μια από τις μεγαλύτερες εταιρείες του κλάδου των μη αλκοολούχων ποτών στη χώρα μας. Η εν λόγω εταιρεία έχει εξασφαλίσει την εμπορική χρήση και εκμετάλλευση της

Αμερικανικής The Coca-Cola Company–TCCC. Το 1981 η εταιρεία KarTess Holding S. A. εξαγόρασε το σύνολο των μετοχών της (πλην ελαχίστων μικρομετόχων) και ύστερα επανεκκινήθηκε επιχειρηματικά, επιχειρώντας μια σειρά από εξαγορές και εισόδους σε διάφορες Ευρωπαϊκές αγορές.

Στις μέρες που ακολούθησαν η πορεία της εταιρείας ήταν πλήρως ανοδική και μπορεί κανείς να παρατηρήσει τις χώρες στις οποίες δραστηριοποιείται σήμερα από τη διαδικτυακή της πύλη. Οι δύο μεγαλύτεροι μέτοχοί της είναι η Kar-Tess Holding S.A. με ποσοστό 23.3% του συνόλου των ονομαστικών μετοχών της και η The Coca-Cola Company με ποσοστό 23.2%.

Ιστορικά, η εταιρεία εισήχθηκε στο χρηματιστήριο Αθηνών το έτος 1991, και προχώρησε σε μεγάλες εξαγορές εταιρειών που εδράζονταν στο Λονδίνο (π.χ. CocaColaBeverages). Η τελευταία εξαγορά ήταν που την οδήγησε να γιγαντωθεί και να αποκτήσει ένα τεράστιο δίκτυο πωλήσεων σε αγορές του εξωτερικού.

Το τελικό αποτέλεσμα όλων αυτών των επεκτατικών δραστηριοτήτων είναι το σημερινό επιτυχές αποτέλεσμα. Μια εταιρεία με παρουσία σε πάνω από 27 χώρες η οποία είναι σε θέση να ικανοποιεί τις υψηλές προσδοκίες των πελατών όσον αφορά το περιζήτητο brand της CocaCola. Πέραν όμως τούτου η εταιρεία παράγει και μια σειρά αφεψημάτων όπως τσάι, χυμοί, αθλητικά ενεργειακά ποτά, νερά και γενικά μια ευρύτατη γκάμα προϊόντων πέρα από το βασικό ανθρακούχο και παγκοσμίως γνωστό brand.

#### 4.2 Επεξεργασία στοιχείων

Υπολειμματικές ταμειακές ροές προς τους μετόχους της CocaCola 3E

Ένα πολύ σημαντικό στοιχείο πάνω στο οποίο εντρυφίσαμε στην συγκεκριμένη εργασία είναι οι ελεύθερες ταμειακές ροές. Πιο συγκεκριμένα, στη παρόν σημείο θα επιχειρήσουμε να εκτιμήσουμε τις FCFE.

Ουσιαστικά γνωρίζουμε ότι:

$FCFE = EBIT - interest - taxes + depreciation (non-cash costs) - capital$





Κυκλοφορούν Ενεργητικό	1.363,2	1.649,1	1.751,8	2.381,4	1.748,5	1.929,5	2.050,0
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	1.566,0	1.425,0	1.582,5	2.274,6	1.642,6	2.036,4	1.921,4
Ταμειακά διαθέσιμα	182,4	305,5	197,0	724,6	232,0	326,1	476,1
Κεφάλαιο Κίνησης	-385,2	-81,4	-27,7	-617,8	-126,1	-433,0	-347,5
Απαιράιτητα Κεφάλαια Κίνησης		303,8	53,7	-590,1	491,7	-306,9	85,5

Εκατ. €

Όπως είπαμε και στην αρχή, τα FCFE ισούνται με τα Καθαρά Κέρδη μετά φόρων και τον Καθαρό δανεισμό, εάν αφαιρέσουμε τα απαραίτητα κεφάλαια κίνησης και τις Καθαρές δαπάνες του κεφαλαίου.

Επομένως, τώρα που έχουμε όλα τα απαραίτητα υλικά, αλλά και την φόρμουλα, έχουμε:

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	341,2	486,8	239,9	421,6	434,9	272,8
Καθαρές Δαπάνες Κεφαλαίου	-151,3	90,1	-301,4	-459,7	-132,3	-515,7
Απαιράιτητα Κεφάλαια Κίνησης	303,8	53,7	-590,1	491,7	-306,9	85,5
Καθαρός δανεισμός	363,2	65,3	316,9	241,9	-459,2	301,4
FCFE	551,9	408,3	1.448,3	631,5	414,9	1.004,4

Εκατ. €

#### 4.3 Υπολογισμός Economic Value Added

Όπως προαναφέραμε, θα χρησιμοποιήσουμε τα στοιχεία της περιόδου 2006 έως 2011 για να βγάλουμε κάποια ειδικά συμπεράσματα.

Συγκεκριμένα θα επιχειρήσουμε να εξάγουμε τον EVA.

Για αυτόν τον σκοπό χρειαζόμαστε:

- Το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου της εταιρείας.
- Τα Καθαρά Λειτουργικά Κέρδη Μετά Φόρων της
- Το Λειτουργικό Ενεργητικό της για την εξαγωγή των στοιχείων
- Την Απόδοση των Επενδυμένων Κεφαλαίων της.

1) Το μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου ακολουθεί ως εξής:

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Συμμετοχή ιδίων Κεφαλαίων	58,85%	61,65%	51,01%	51,88%	58,55%	56,36%
Συμμετοχή Ξένων Κεφαλαίων	41,15%	38,35%	48,99%	48,12%	41,45%	43,64%
Beta	0,6903	0,7106	0,8602	0,8993	0,7660	0,8372
Risk Free	3,53%	4,18%	5,09%	0,35%	4,82%	4,68%
Market Risk Premium	4,10%	4,10%	4,10%	4,10%	4,10%	4,10%
Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων	6,36%	7,09%	8,62%	4,04%	7,96%	8,11%
Κόστος Ξένων Κεφαλαίων*	3,17%	3,58%	2,67%	2,26%	2,63%	3,03%
WACC	5,05%	5,74%	5,70%	3,18%	5,75%	5,89%

Εκατ. €

\*Στον ανωτέρω πίνακα, τα κόστη Ξένων Κεφαλαίων εξήχθησαν με τον συνυπολογισμό του συντελεστή φορολόγησης.

2) Τα Καθαρά Λειτουργικά Κέρδη Μετά Φόρων:

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Κέρδη προ	507,1	702,6	454,6	638,8	645,0	468,4

φόρων & τόκων						
Αποσβέσεις Ενσώματων Παγίων	2,4	3,4	3,7	4,7	6,8	3,2
ΕΒΙΤΑ	509,5	706,0	458,3	643,5	651,8	471,6
Φορολογικός Συντελεστής (Πραγματικός)	20,9%	20,9%	30,7%	25,3%	23,9%	27,4%
Φορολόγηση	-106,2	-147,4	-140,8	-162,6	-156,1	-129
Ταμιακή προσαρμογή από αναβαλλόμενη φορολόγηση	1,6	15,5	34,4	7,6	25,3	-1,7
Καθαρό Λειτουργικό Κέρδος Μετά Φόρων	404,9	574,1	359,1	488,5	521	340,9

3) Το ενεργητικό:

	2005*	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Ίδια Κεφάλαια & Υποχρεώσεις (αφαιρούμετα):	5.584,9	6.083,3	6.634,3	7.521,8	6.796,8	7.231,4	7.235,1
Τρέχουσες Φορολογικές υποχρεώσεις	77,3	50,3	58	41,1	66,3	37,2	58,4
Εμπορικές υποχρεώσεις	912,9	1.067,8	1.208,2	1.312,2	1.269,3	1.464,1	1.541,5

Σ							
Συνολικό Κεφάλαιο Επενδυτών	<b>4.594, 7</b>	<b>4.965, 2</b>	<b>5.368, 1</b>	<b>6.168, 5</b>	<b>5.461, 2</b>	<b>5.730, 1</b>	<b>5.635, 2</b>
Συμμετοχές Καθαρής Θέσης	14,1	12,5	20,4	38,8	36,2	41,1	42,9
Πάγια & κυκλοφορού ν στοιχεία προς ρευστοποίησ η	10,6	9,4	10,5	15,3	17,7	1,8	1,4
Λειτουργικό Κεφάλαιο	<b>4.570, 0</b>	<b>4.943, 3</b>	<b>5.337, 2</b>	<b>6.114, 4</b>	<b>5.407, 3</b>	<b>5.687, 2</b>	<b>5.590, 9</b>

\*Το πρώτο έτος (2005) έχει λόγω ύπαρξης στην πίνακα μας, για τη χρησιμοποίηση και εξαγωγή του μέσου λειτουργικού κεφαλαίου

4) Η απόδοση των επενδυμένων Κεφαλαίων είναι η ακόλουθη:

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Καθαρό λειτουργικό κέρδος μετά φόρων	0,0	404,9	574,1	351,9	488,5	521,0	340,9
Λειτουργικό Κεφάλαιο	4.570,0	4.943,3	5.337,2	6.114,4	5.407,3	5.687,2	5.590,9
Μέσο Λειτουργικό Κεφάλαιο	-	4.756,7	5.140,3	5.725,8	5.760,9	5.547,3	5.639,1
Απόδοση Επενδυμένου Κεφαλαίου	-	8,51 %	11,1 %	6,15 %	8,48 %	9,39 %	6,05 %

Εκατ. €

Πλέον, έχοντας τα κατάλληλα «υλικά» για να υπολογίσουμε τον EVA, χρησιμοποιούμε τον παρακάτω τύπο, και έχουμε:

$$EVA = \text{In. Capital} * (\text{ROI} - \text{WACC})$$

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Λειτουργικό Κεφάλαιο	4.943,3	5.337,2	6.144,4	5.407,3	5.687,2	5.590,9
Μέσο Λειτουργικό Κεφάλαιο	4.756,7	5.140,3	5.725,8	5.760,9	5.547,3	5.639,1
ROI	8,51%	11,1%	6,15%	8,48%	9,39%	6,05%
WACC	5,05%	5,74%	5,7%	3,18%	5,75%	5,89%
E.V.A.	164,66	278,8	25,3	305,23	202,07	8,52

Εκατ. €

#### 4.4 Εκτίμηση της αξίας της εταιρείας της Coca Cola με τη χρήση του EVA

Η αξία της εταιρείας μπορεί να υπολογισθεί με τη χρήση του μοντέλου της σταθερής ανάπτυξης. Η αξία της απορρέει λοιπόν από τον παρακάτω τύπο:

$$V = \text{Λειτουργικό Κεφάλαιο} + [\text{Eva} * (1+g)] / (r-g)$$

Όπου  $g = \text{ROE} * \text{ποσοστό παρακράτησης κερδών}$

Και  $r = \text{Κόστος ιδίων Κεφαλαίων}$

Παίρνουμε τον μέσο όρο των επενδεδυμένων κεφαλαίων των ετών αυτών ( = 5.513,4)

Τον Eva που έχουμε υπολογίσει για το έτος 2011 (=8,52)

Τον Μέσο όρο του ρυθμού ανάπτυξης του διαστήματος μεταξύ των επιλεγμένων προαναφερθέντων ετών (=0,0985)

Και το κόστος των ιδίων κεφαλαίων για το έτος 2011 (= 0,0811)

Αντικαθιστώντας τα νούμερα για το έτος 2011, έχουμε:

$$V = 5.513,4 + [8,52 + (1 + 0,0985)] / (0,0811 - 0,0985) = 4.975,73 \text{ mil. Euros}$$

Άρα η αξία της εταιρείας είναι 4.975,73 εκατομμύρια ευρώ.

## **5 Κεφάλαιο 5**

### **5.1 Αποτίμηση εταιρειών με αρνητική κέρδη (Damodaran)**

Είναι απολύτως λογικό και δόκιμο, που στην παρούσα εργασία έχει χρησιμοποιηθεί αρκετές φορές γνώση από το εγχειρίδιο του διάσημου Damodaran. Στο τέλος αυτής της εργασίας λοιπόν θα αναφέρουμε κάποια χαρακτηριστικά στοιχεία από το βιβλίο

του γνωστού συγγραφέως τα οποία δένουν και ταιριάζουν με το παρακάτω τμήμα του παρόντος κεφαλαίου, αυτού του προβλήματος και σφάλματος επί τη χρήση των μοντέλων αυτών (προαναφερθέντων), με σωστό τρόπο.

Αρνητικά κέρδη:

Σύμφωνα με τον Damodaran, μια εταιρεία με αρνητικά ή εξαιρετικά χαμηλά κέρδη είναι πιο δύσκολο να αποτιμηθεί σε σχέση με μια εταιρεία με θετικά κέρδη. Για αυτό το λόγο εξετάζει τους λόγους που οδήγησαν την εταιρεία σε αυτή τη προβληματική κατάσταση.

Σύμφωνα με τον γράφοντα οι επιπτώσεις αυτών των εταιρειών είναι οι εξής:

1) Τα κέρδη των ρυθμών ανάπτυξης είναι εξαιρετικά δύσκολο να αποτιμηθούν.

Το κύριο και το πιο βασικό πρόβλημα είναι ότι δεν μπορούμε πλέον να εκτιμήσουμε τον ρυθμό αύξησης των κερδών και επομένως δεν μπορούμε να τα συμπεριλάβουμε στις μελλοντικές εκτιμήσεις με ορθό τρόπο.

Στην πραγματικότητα, ακόμα και η απλή αποτίμηση του ρυθμού αυτού κρίνεται προβληματική είτε κάποιος χρησιμοποιεί παρελθοντικό ρυθμό ανάπτυξης, είτε με βάσει προβλέψεις, είτε τις βασικές αρχές τα οποία διαθέτει.

A) Το να εκτιμήσουμε με βάσει τον παρελθοντικό ρυθμό ανάπτυξης και βάσει αυτού να διακρίνουμε τον μελλοντικό αποτελεί μια επιλογή, όμως λόγω του ότι μιλάμε για αρνητικά κέρδη, θεωρείται μια άστοχη επιλογή. Για να δούμε το γιατί, μπορούμε απλώς να ρίξουμε μια ματιά στο παρακάτω παράδειγμα.

Αν για παράδειγμα έχουμε:

(Φετινά Κέρδη / Περσινά Κέρδη) – 1

Τότε προσθέτοντας κάποια ενδεικτικά νούμερα θα είχαμε:

Ρυθμός αύξησης Κερδών:  $[ (-200) / (-400) ] - 1 = -50\%$

Αυτό προφανώς και δεν έχει κάποιο νόημα αφού η εταιρεία φυσικά και έχει



προχωρήσει ως προς τα κέρδη της (μιλάμε για ρυθμό αύξησης κερδών άλλωστε).

Β) Μια εναλλακτική πρόταση είναι η προσέγγιση εκτίμησης με βάση τις προγνωστικές.

Γ) Βασικές αρχές με βάση τις οποίες ο αναλυτής εκμεταλλεύεται τα δεδομένα που έχουν παραχθεί από τη μέτρηση της απόδοσης των επενδεδυμένων κεφαλαίων.

## 5.2 Προβλήματα επί των μεθόδων προσδιορισμού της αξίας

Εάν αναλογιστούμε τη πολυπολοκότητα των διαδικασιών, τότε είναι ανθρώπινο να συμπεράνουμε την δημιουργία λαθών επί της διαδικασίας χρήσης των μοντέλων. Σε προηγούμενο σημείο της παρούσας εργασίας αναφέρθηκε ότι οι μέθοδοι αποτίμησης είναι εύκολοι προς την εφαρμογή τους αλλά συγχρόνως είναι ευάλωτοι σε σφάλματα τα οποία πολλές φορές είναι η αιτία που το αποτέλεσμα δεν είναι σωστό. Σύμφωνα με τον καθηγητή Fernandez (Fernandez, P. (2003). EVA, economic profit and cash value added do not measure shareholder value creation, Journal of Applied Finance) κατά την εφαρμογή των μεθόδων αποτίμησης παρουσιάζονται:

- 1) Προβλήματα κατά την εκροή του αποτελέσματος του προεξοφλητικού επιτοκίου σχετικά με την επικινδυνότητα της εταιρείας. Ουσιαστικά στην κατηγορία αυτή περιλαμβάνονται:

Α) Η λανθασμένη συμπερίληψη του επιτοκίου μηδενικού κινδύνου που χρησιμοποιείται στην αποτίμηση.

Β) Η λανθασμένη συμπερίληψη του συντελεστή beta που χρησιμοποιείται στην αποτίμηση όπως η χρήση του ιστορικού beta του κλάδου, των beta ομοειδών επιχειρήσεων, του συντελεστή beta της εταιρείας στην περίπτωση εξαγοράς.

Γ) Το προβληματικό (λάθος) ποσοστό ασφαλείας του κινδύνου της αγοράς που χρησιμοποιείται για την αποτίμηση.

Δ) Ο προβληματικός υπολογισμός του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (WACC).

Αυτό οφείλεται κυρίως: στην ύπαρξη λανθασμένου ορισμού του WACC, στη διαφορετική αναλογία ξένων προς ίδια κεφάλαια που χρησιμοποιήθηκαν για τον προσδιορισμό του WACC από εκείνη που κατέληξε η αποτίμηση, στο γεγονός ότι είναι μικρότερο το επιλεγόμενο ποσοστό προεξόφλησης από εκείνο του μηδενικού κινδύνου, στη χρήση της λογιστικής αξίας των ιδίων και των δανειακών κεφαλαίων κατά τους υπολογισμούς κ.λ.π.

Ε) Ανορθολογικός υπολογισμός της αξίας των φορολογικών ασπίδων.

ΣΤ) Ο λάθος τρόπος θεώρησης και αντιμετώπισης του κινδύνου μιας χώρας, ειδικά στην περίπτωση των αναδυόμενων αγορών.

**2) Σφάλματα κατά τον υπολογισμό ή την πρόβλεψη των αναμενόμενων ταμειακών ροών. Τα σφάλματα των υπολογισμών είναι συνήθως τα ακόλουθα:**

Α) Στη διάρκεια κατά την οποία λαμβάνει μέρος η διαδικασία υπολογισμού των ταμειακών ροών δεν λαμβάνονται υπόψη οι αυξανόμενες απαιτήσεις στο Κεφάλαιο Κίνησης.

Β) Λαμβάνεται ως ταμειακή ροή καθαρής θέσης η αύξηση των ταμιακών διαθεσίμων της επιχείρησης ή των χρηματοοικονομικών επενδύσεων.

Γ) Λάθος έχουν υπολογιστεί και οι φόροι που επηρεάζουν τις ελεύθερες ταμειακές ροές.

Δ) Η ύπαρξη διαφοράς μεταξύ των προσδοκώμενων ταμειακών ροών καθαρής θέσης με το άθροισμα των προσδοκώμενων μερισμάτων άλλων καταβολών των μετόχων.

Ε) Πλέον θεωρείται ταμειακή ροή το καθαρό εισόδημα (net income) ή το άθροισμα καθαρού εισοδήματος και αποσβέσεων.

ΣΤ) Στις εποχιακές επιχειρήσεις υπάρχει λανθασμένη αντιμετώπιση των αναγκών σε Κεφάλαιο Κίνησης, των μετοχών και των δανειακών κεφαλαίων.

Ζ) Οι ευνοϊκές προγνώσεις σχετικά με τις ταμειακές ροές.

Η) Οι μελλοντικές προγνώσεις που γίνονται για τα στοιχεία του ισολογισμού είναι λανθασμένες.

**3)** Σφάλματα κατά τον υπολογισμό της υπολειμματικής αξίας. Οι εσφαλμένοι υπολογισμοί οφείλονται στη χρήση ασυνεχών ταμειακών ροών για τον προσδιορισμό της υπολειμματικής αξίας, στη λανθασμένη χρήση αριθμητικών μέσων κατά τον υπολογισμό του ρυθμού ανάπτυξης, αλλά και στη χρήση λανθασμένου WACC για την προεξόφληση των ταμειακών ροών.

**4)** Κατά την χρήση των πολλαπλασιαστών. Κάποια από τα σφάλματα είναι:

A) Η εφαρμογή του μέσου όρου πολλαπλασιαστών που προέρχονται από συναλλαγές μεγάλης χρονικής διάρκειας.

B) Η χρησιμοποίηση του μέσου όρου πολλαπλασιαστών με μεγάλη διασπορά μεταξύ των επιχειρήσεων.

Γ) Ο χειρισμός ενός πολλαπλασιαστή πολλές φορές δεν τεκμηριώνεται.

Δ) Ο πολλαπλασιαστής προέρχεται από μια συναλλαγή.

**5)** Σφάλματα κατά την εξήγηση των αποτελεσμάτων της αποτίμησης, κάποια από αυτά είναι:

A) Οι εσφαλμένες γνώμες για τη βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση.

B) Η εξαίρεση από τους υπολογισμούς της αξίας των μη λειτουργικών περιουσιακών στοιχείων.

Γ) Οι μη συνεπείς υποθέσεις σχετικά με τις μελλοντικές πωλήσεις, τα περιθώρια κέρδους κ.α. προς το οικονομικό περιβάλλον, τις τάσεις του κλάδου δραστηριότητας και του ανταγωνισμού.

Δ) Η εσφαλμένη υπόθεση πως η αναμενόμενη απόδοση για τους μετόχους είναι ίση με τον δείκτη αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων.

Ε) Η παρελθοντική χρήση αποδόσεων της αγοράς ως μια προσέγγιση της προσδοκώμενης απόδοσης επί της καθαρής θέσης.

**6)** Ασυνέπειες και εννοιολογικά λάθη της αποτίμησης. Τα συνηθέστερα σφάλματα αφορούν στη σύγχυση των όρων «αξίας» και «τιμής», στην αντίληψη ότι μια επιχείρηση έχει την ίδια αξία για όλους τους ενδιαφερόμενους αγοραστές, καθώς και στην παράβλεψη του γεγονότος ότι η αποτίμηση εξαρτάται από ένα σύνολο προσδοκιών και προβλέψεων σχετικά με τις ταμειακές ροές και του κινδύνου.

#### Τα οχτώ (8) πιθανά λάθη που οφείλουν να αποφεύουν οι αναλυτές

Η βασική δυσκολία της αποτίμησης δεν είναι το να επιλεγθεί και να εφαρμοστεί η κατάλληλη μέθοδος για κάθε επιχείρηση αλλά η ικανότητα της να προβλέψει την πορεία της επιχείρησης στο μέλλον. Στην ουσία αυτό που αποτιμάται είναι το επιχειρηματικό σχέδιο και οι στρατηγικές επιλογές και κινήσεις της επιχείρησης καθώς και η τοποθέτηση, οι προοπτικές και οι κίνδυνοι των προϊόντων της επιχείρησης στην αγορά. Κατά κύριο λόγο οι περισσότερες επιχειρήσεις παρουσιάζουν τα μελλοντικά τους σχέδια με θετικές όψεις έτσι ώστε να παρουσιάζουν ανοδικές επιδόσεις στο μέλλον. Στην παρούσα περίπτωση θα δούμε σφάλματα και θα τα συνδυάσουμε με περιπτώσεις από την Ελληνική οικονομία του άμεσου σχετικά παρελθόντος. Κατά την διάρκεια της αποτίμησης λοιπόν, οι αναλυτές αντιμετωπίζουν οχτώ πιθανές παγίδες οι οποίες οδήγησαν την τελευταία πενταετία σε μεγάλες απώλειες στο Χρηματιστήριο της Αθήνας.

1) Διάψευση της ανόδου της αγοράς:

Οι επιχειρηματίες προβλέπουν μελλοντικούς ρυθμούς ανάπτυξης στην αγορά χωρίς

όμως αυτό να γίνεται πράξη. Για παράδειγμα, στην Ελλάδα έχουμε την νέα οικονομία που είχαν υψηλές προσδοκίες αλλά στην πραγματικότητα η αύξηση το 2000-2005 ήταν μέτριου ρυθμού.

2) Επέκταση σε άλλες δραστηριότητες, εκτός της κύριας δραστηριότητας της επιχείρησης:

Παλιότερα, οι εταιρείες οι οποίες είχαν αναπτύξει τη δραστηριότητά τους σε έναν τομέα συνδυάζοντας την εύκολη δυνατότητα πρόσβασης που είχαν στις αγορές κεφαλαίου, προσπάθησαν ανεπιτυχώς να επεκταθούν και σε άλλους τομείς δραστηριοτήτων. Έτσι εταιρείες που καταγίνονταν με δραστηριότητες όπως το real estate, (αγοροπωλησία ακινήτων), επενδύσεων κεφαλαίου, κατασκευαστικές και τεχνικές εταιρείες αλλά και με μερική τοποθέτηση κεφαλαίων από αυτές σε άλλες εταιρείες, αποδείχθηκαν με την εξέλιξη των γεγονότων ότι δεν αποτελούσαν τίποτα άλλο παρά «ταμειακές τρύπες» που διέκοψαν τις δραστηριότητές τους και πωλήθηκαν με πολύ χαμηλότερες τιμές από εκείνες από τις οποίες ξεκίνησαν.

3) Μη επιτυχής ανάπτυξη των μικρών εταιριών:

Οι περισσότεροι επιχειρηματίες έχουν σαν στόχο να μεγαλώσουν τις επιχειρήσεις τους, αυτό το καταφέρνουν είτε με την εξαγορά είτε με την συγχώνευση με άλλες επιχειρήσεις. Πολλές φορές η ανάπτυξη των μικρών επιχειρήσεων σε ομίλους γίνεται σε μικρό χρονικό διάστημα καθώς όλοι επιδιώκουν να αυξήσουν τις πωλήσεις τους, με αποτέλεσμα να εκμεταλλεύονται τις συνθήκες και τις συγκυρίες που προκύπτουν. Δυστυχώς σε πολλές περιπτώσεις, οι κινήσεις αυτές δεν ήταν επιτυχείς λόγω της έλλειψης των ικανών στελεχών καθώς και της κακής συνεννόησης μεταξύ των επιχειρηματιών που συνεργάζονταν, έτσι οι περισσότερες συνεργασίες διαλύθηκαν με την πάροδο του χρόνου.

4) Μαζική αύξηση της προσφοράς:

Καθώς αυξάνεται η ζήτηση, η προσφορά αυξήθηκε πολύ περισσότερο, με αποτέλεσμα οι εταιρείες να μην μπορέσουν να αποκτήσουν τα επιπλέον οφέλη αλλά και να υποχρεωθούν σε χαμηλότερες επιδόσεις. Ένα παράδειγμα για την αποτύπωση του παραπάνω γεγονότος θα μπορούσε να είναι η αύξηση των ξενοδοχειακών κλινών στον τουριστικό τομέα. Ενώ αρχικά υπήρξε μεγάλη ζήτηση

από το τουριστικό κοινό, αυτό κατά συνέπεια επέφερε ανάπτυξη με τοποθέτηση επενδύσεων για τη δημιουργία νέων πολυτελών ξενοδοχειακών μονάδων, αλλά η οικονομική κρίση είχε σαν αποτέλεσμα τη μη κάλυψη των κλινών από τουρίστες και έτσι οι ξενοδόχοι δεν μπόρεσαν να επωφεληθούν τα επιπλέον οφέλη που επρόκειτο να αποκτήσουν, ενώ αντιθέτως υποχρεώθηκαν και προτίμησαν τη μείωση των τιμών (μέσω προωθητικών διαδικασιών, οικονομικών προσφορών και πακέτων διακοπών) με σκοπό τη μερική κάλυψη των εξόδων τους.

#### 5) Επιλογή λάθος μοντέλου ανάπτυξης:

Πολλές φορές μπορεί να είναι επιτυχείς οι προβλέψεις για την ανάπτυξη της αγοράς, αλλά το μοντέλο ανάπτυξης να αποδεικνύεται λανθασμένο και να μην μπορεί να εκμεταλλευτεί τις επιχειρηματικές ευκαιρίες που αναδύονται έτσι ώστε να μετατρέψει την αυξημένη ζήτηση σε τζίρο και σε κέρδη. Χαρακτηριστική περίπτωση ήταν η περίπτωση των αλυσίδων πληροφορικής, όπως τα Multirama που φαλίσσαν, από την άλλη πλευρά το Πλαίσιο αναπτύχθηκε με αλματώδεις ρυθμούς. Το λάθος των επιχειρήσεων αυτών είναι η μεγάλη προσοχή στις πωλήσεις προς πελάτες αντί στις πωλήσεις προς επιχειρήσεις. Από τους βασικούς προβληματισμούς του μοντέλου ανάπτυξης είναι το αν θα πρέπει να υπάρχουν μικρά καταστήματα σε κεντρικά σημεία μέσα στις πόλεις, ή υπέρ-καταστήματα σε κομβικά σημεία εντός ή εκτός πόλης.

#### 6) Δραστική συρρίκνωση των περιθωρίων κέρδους:

Σε πολλές περιπτώσεις έχουμε αύξηση του προβλεπόμενου ρυθμού ζήτησης αλλά και ταυτόχρονη συρρίκνωση των περιθωρίων κέρδους στον κλάδο, έτσι τα κέρδη δεν θα αυξηθούν όσο λένε οι προβλέψεις όπως για παράδειγμα στον κλάδο των κατασκευαστικών εταιριών που ο συνδυασμός αύξησης έργων και συρρίκνωσης περιθωρίου κέρδους ωφέλησε λίγες μόνο επιχειρήσεις του κλάδου.

#### 7) Προβλέψεις σύμφωνα με το ανοδικό σημείο μιας κυκλικής αγοράς:

Υπάρχουν πολλοί κλάδοι οι οποίοι δεν αναπτύσσονται κατευθείαν, ενώ παρουσιάζουν μια αισθητή ανάπτυξη για κάποια χρόνια, μετά έχουν μια περίοδο κάμψης και στην πορεία επακολουθεί ανάκαμψη, η διαδικασία αυτή γίνεται συνέχεια. Το λάθος του αναλυτή είναι όταν θεωρεί σαν έτος βάσης τη χρονιά που η εταιρεία

βρίσκεται στην ανοδική της φάση και δεν συμπεριλαμβάνει ότι στην πορεία θα ακολουθήσει η καθοδική πλευρά.

8) Λάθος προβλέψεις εξαιτίας της λανθασμένης εικόνας του παρόντος:

Από την αρχή η εταιρία λειτουργεί με διαρθρωτικά προβλήματα και κάποιο μέρος των κερδών της είναι αποτέλεσμα λογιστικών χειρισμών. Σε αυτές τις περιπτώσεις, είναι σίγουρο ότι η εταιρεία θα συνεχίσει να έχει λανθασμένα αποτελέσματα και ότι η μετοχή της δεν θα έχει ζήτηση στην αγορά του χρηματιστηρίου.

### 5.3 Συμπεράσματα

Ύστερα από την εκπόνηση αυτής της εργασίας, και της καθημερινής τριβής όσον αφορά το θέμα της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας, προσωπικά, και ως γράφων, ανέπτυξα τις γνώσεις μου εις βάθος. Η σφαιρική γνώση των μοντέλων-εργαλείων αλλά και των σφαλμάτων στα οποία μπορεί να υποπέσει ένας αναλυτής υπήρξαν διασκεδαστικά διδάγματα στη διαδρομή αυτή της γνώσης, και αρκετές φορές χρειάστηκε με το νού μου να οπτικοποιήσω υποθέσεις εργασίας (με τη μορφή παραδειγμάτων) και με αυτόν το τρόπο να μεταβώ έστω και στιγμιαία από τη θεωρία στην πράξη.

Σε ότι αφορά τα συμπεράσματα μου σχετικά με την συμπεριλαμβανομένη ύλη, τότε έχω να τονίσω πως η αποτίμηση των επιχειρήσεων αποτελεί μία άκρως σημαντική διαδικασία για τον προσδιορισμό της αξίας αυτών. Όπως γίνεται αντιληπτό, από την ως άνω ανάλυση που προηγήθηκε, υπάρχει μεγάλος αριθμός μεθόδων αποτίμησης καθώς και παραλλαγές τους. Για τις ανάγκες της παρούσας εργασίας επιχειρήθηκε η ανάλυση και ομαδοποίηση των μεθόδων αυτών, καθώς και η εκτέλεση της διαδικασίας αποτίμησης με τη χρήση κάποιων εκ των σημαντικότερων μεθόδων.

Η σωστή και ορθή αποτίμηση της αξίας μιας εταιρείας αποτελεί ακρογωνιαίο λίθο στην πραγματοποίηση ή μη μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς, κερδοφόρας για όλα τα ενδιαφερόμενα μέλη (επενδυτές, μετόχους, αγοραστές). Για την επίτευξη ενός έγκυρου και ακριβή προσδιορισμού της αξίας μίας εταιρείας αποτελεί βάση η διεξαγωγή σωστών προβλέψεων, φυσικά η ποιότητα των οικονομικών καταστάσεων της εξεταζόμενης εταιρείας, η επιλογή της κατάλληλης μεθόδου, καθώς και η ορθή

εφαρμογή της. Συχνά συνιστάται η χρήση περισσότερων τρόπων προσέγγισης, δηλαδή η εφαρμογή παραπάνω εκ του ενός μεθόδων, για την επαλήθευση των αποτελεσμάτων. Από τη διαδικασία όμως αυτή, ενδεχομένως να προκύψουν μεγάλες αποκλίσεις ως προς την αξία, επομένως να χρειαστεί να προβούμε σε επανεξέταση των παραδοχών που λάβαμε υπόψη προηγουμένως. Σημαντική επίσης προϋπόθεση για την ορθή εκτίμηση της αξίας αποτελεί και η πλήρης κατανόηση της διαδικασίας εφαρμογής της επιλεγόμενης κάθε φορά μεθόδου. Η ορθή χρήση των μεθόδων αυτών βασίζεται στην κρίση κάθε εκτιμητή, η οποία είναι υποκειμενική, άρα το αποτέλεσμα, χρησιμοποιώντας την ίδια μέθοδο, πιθανόν να διαφοροποιείται ακόμα και σε επιχειρήσεις του ίδιου κλάδου.

Ειδικότερα, η χρήση και αποτίμηση της μεθόδου, με χρήση καταγεγραμμένων λογιστικών δεδομένων, είναι θεωρητικά η πιο απλή μέθοδος, μιας και τα στοιχεία φανερώνονται με μικρούς υπολογισμούς στον ισολογισμό της. Συγκρίνοντάς την, όμως, με τις υπόλοιπες, δεν παρέχει αρκετές πληροφορίες, αντιθέτως αναφέρεται σε μία χρονική στιγμή στο παρελθόν και δεν προβλέπει τη μετέπειτα εξέλιξη της εκάστοτε εταιρείας.

Αντίστοιχα όμως, και αν το σκεφτούμε ως πρέπει, από την άλλη μεριά, η εφαρμογή των μεθόδων οι οποίες βασίζονται στην προεξόφληση μελλοντικών ταμειακών ροών, δίνουν περισσότερες σε όγκο πληροφορίες, προϋποθέτουν όμως και εξίσου σημαντικό πλήθος στοιχείων για την εξαγωγή αυτών. Σύμφωνα με τις μεθόδους αυτές, η αξία της επιχείρησης εξετάζεται με βάση την ικανότητά της να δημιουργεί ταμειακές ροές. Παρόλα αυτά, συγκριτικά με τις υπόλοιπες μεθόδους, παρέχουν πιο ακριβή και αξιόπιστα αποτελέσματα.

Τέλος, θα ήθελα να αναφερθώ ειδικότερα στη μέθοδο των πολλαπλασιαστών, όπου αποδεδειγμένα θεωρείται η καταλληλότερη μέθοδος για την εκτίμηση της αξίας μιας εταιρείας ως προς το εάν είναι υπερεκτιμημένη ή υποεκτιμημένη. Για την εξαγωγή του αποτελέσματος χρησιμοποιεί δείκτες, όμως η εκτίμηση αυτή των δεικτών θεωρείται χρονοβόρα διαδικασία και η ανάλυση των πολλαπλασιαστών επίσης. Επομένως, θα πρέπει να προσαρμοστεί με τεράστια προσοχή στις ιδιαιτερότητες της εκάστοτε εταιρείας. Κατά τη διαδικασία αποτίμησης, σχεδόν όλες οι μέθοδοι προβαίνουν στη χρήση ενός συντελεστή προεξόφλησης βασισμένο στον κίνδυνο και τη φορολογία. Όσον αφορά στον πρώτο, ο υπολογισμός του θεωρείται περίπλοκος, ενώ η φορολογία μπορεί να εκτιμηθεί πιο αξιόπιστα. Εν κατακλείδι, πολλοί αναλυτές



υποστηρίζουν ότι για να επιτευχθεί η αποτίμηση μιας εταιρείας, προτείνεται η χρήση τουλάχιστον δύο μεθόδων, έτσι ώστε να προσεγγίζεται καλύτερα η αξία της. Χωρίς, όμως, αυτό να σημαίνει τον αποκλεισμό κάποιων εκ των ως άνω μεθόδων από τη διαδικασία αποτίμησης. Αντιθέτως, κατά τη διαδικασία αποτίμησης, τα αποτελέσματά τους, προτείνεται, να εκτιμώνται παράλληλα για τον προσδιορισμό της πραγματικής αξίας της εκάστοτε επιχείρησης.

### **Βιβλιογραφία & Διδακτικοί Σύνδεσμοι**

- 1) Anonymous (2014) The future of the Greek Food Industry, 2014 Available: <http://www.rizopoulospost.com/> [23.09.2014].
- 2) Damodaran A. (2012) Private Company Valuation – Stern School of Business, New York University.
- 3) Damodaran A. (2013) Discounted Cash Flow Valuation: Equity and Firm Models – Stern School of Business, New York University.
- 4) Damodaran A. (2009) Free Cash Flow to Equity Discount Models - Stern School of Business, New York University.
- 5) Fernandez P. (2013) Valuation using multiples. How do analysts reach their conclusions? – IESE Business School, University of Navarra.
- 6) F.I.N.G. – Eurobank EFG Industry 2020: Regional Development, Innovation and Extroversion.
- 7) Glezakos M. (2012) Business Assessment, Athens: Glezakos Michalis.
- 8) Xristodoulaki I. and Stathis E. (2014) The competitiveness of the dynamic sectors of the Greek economy – The need for interconnection of strategic development.
- 9) Thomaidou F. (2014) F.E.I.R. – Food and Beverage Industry in Greece 2014.

- 10) SEV (2013) The Greek Food Industry – Mechanism of Business Diagnostics in Occupational and Skills needs.
- 11) Natalwala H. (2010) Business Valuation – Needs & Techniques, CA.
- 12) Marciniak Z. (2014) Corporate Finance – Warsaw School of Economics.
- 13) Institute of Cost Accountants of India (I.C.A.I.) (2013) Financial Analysis and Business Valuation.
- 14) Palepu Healy & Bernard  
<https://books.google.gr/books?id=DPK43Sku2PsC&pg=PA105&lpg=PA105&dq=palepu+healy+%26+bernard&source=bl&ots=YZ8ofSFjXk&sig=S6hhXsnkn7uFAUScvMXC-vmq08M&hl=el&sa=X&ved=0ahUKEwiZiZW2v9 NAhUGISwKHRTQDI8Q6AEINDAD#v=onepage&q=palepu%20healy%20%26%20bernard&f=false>
- 15) Πτυχιακή Εργασία Τσαμούρη  
<http://hellanicus.lib.aegean.gr/bitstream/handle/11610/6749/file0.pdf?sequence=2>
- 16) <http://www.tutor2u.net/business/reference/marketing-customers-and-consumers>
- 17) <http://hellanicus.lib.aegean.gr/bitstream/handle/11610/6749/file0.pdf?sequence=2>
- 18) <http://repository.edulll.gr/edulll/retrieve/4722/1327.pdf>
- 19) <http://dione.lib.unipi.gr/xmlui/bitstream/handle/unipi/3936/Mpratis.pdf?sequence=2&isAllowed=y>
- 20) [http://www.icsd.aegean.gr/website\\_files/metaptyxiako/459860550.pdf](http://www.icsd.aegean.gr/website_files/metaptyxiako/459860550.pdf)
- 21) [http://www.unipi.gr/faculty/migl/aoke/aoke\\_notes.pdf](http://www.unipi.gr/faculty/migl/aoke/aoke_notes.pdf)
- 22) <http://www.coca-colahellenic.gr/Aboutus>

- 23) Διπλωματική Εργασία Γκότση Ζαχαρούλας
- 24) Investopedia <http://www.investopedia.com/terms/g/gordongrowthmodel.asp>
- 25) Wikipedia [https://en.wikipedia.org/wiki/Economic\\_Value\\_Added](https://en.wikipedia.org/wiki/Economic_Value_Added)
- 26) Fernandez [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=270799](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=270799)
- 27) Fernandez <http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0487-E.pdf>
- 28) Διπλωματική Εργασία Γενιτσαριώτη. Μέθοδοι αποτίμησης της εταιρείας Κάκκαρος  
<http://83.212.168.57/jspui/bitstream/123456789/1236/1/022013333.pdf>
- 29) Χρηματοοικονομική Μοντελοποίηση  
[http://www.disigma.gr/media/blfa\\_files/chapter\\_XRIMATOOIKONOMIKI\\_MONTELOPOIISI.pdf](http://www.disigma.gr/media/blfa_files/chapter_XRIMATOOIKONOMIKI_MONTELOPOIISI.pdf)
- 30) The Free Cashflow to Equity Model – Aswath Damodaran  
<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/eqnotes/fcfe.pdf>
- 31) Investment Valuation: Second Edition – Aswath Damodaran  
<http://www.drsonakke.com/wp-content/uploads/2014/12/Valuation.pdf>